

VILNIAUS UNIVERSITETAS

EIVILĖ ČIPKUTĖ

**SEKIURITIZACIJOS PANAUDOJIMAS MAŽOJE
ATVIROJE EKONOMIKOJE**

Daktaro disertacija
Socialiniai mokslai, ekonomika (04 S)

Vilnius, 2013

Disertacija rengta 2008 – 2012 metais Vilniaus universitete.

Mokslinis vadovas:

prof. dr. Algirdas Miškinis (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, ekonomika – 04 S).

Konsultantas:

prof. dr. Eugenija Martinaitytė (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, ekonomika – 04S).

TURINYS

IVADAS.....	5
1. SEKIURITIZACIJOS MECHANIZMAS IR POVEIKIO ASPEKTAI... 12	12
1.1. Sekiuritizacijos mechanizmo esmė ir formos.....	12
1.2. Sekiuritizacijos taikymo mikroekonominės pasekmės	29
1.2.1. Nauda sekiuritizacijos iniciatoriams	29
1.2.2. Sekiuritizacijos nauda investuotojams ir paskolų gavėjams	37
1.3. Sekiuritizacijos taikymo makroekonominės pasekmės	41
1.3.1. Sekiuritizacijos poveikis finansiniam stabilumui.....	41
1.3.2. Sekiuritizacija ir ekonominiai ciklai.....	43
1.3.3. Sekiuritizacijos įtaka pinigų politikai.....	46
1.4. Literatūros apžvalga	49
2. SEKIURITIZACIJOS RAIDA, REGULIAVIMAS IR RĖMIMO PRIEMONĖS	55
2.1. Sekiuritizacijos raida	55
2.2. Sekiuritizacijos reguliavimas skirtingose šalyse.....	70
2.2.1. Nebalansinės (tikrosios) sekiuritizacijos reguliavimas skirtingose šalyse	71
2.2.2. Balansinės sekiuritizacijos (padengtų obligacijų) reguliavimo modeliai	86
2.3. Sekiuritizacijos rėmimo priemonės	92
3. SEKIURITIZACIJA FINANSŲ KRIZĖS KONTEKSTE IR SEKIURITIZACIJOS REGULIAVIMO TOBULINIMAS.....	102
3.1. Sekiuritizacija ir finansų krizė.....	102
3.1.1. Ekonominės finansų krizės prielaidos.....	103
3.1.2. Sekiuritizacijos vaidmuo finansų krizėje	108
3.1.3. Pastangos atgaivinti sekiuritizacijos rinkas.....	120
3.2. Sekiuritizacijos reguliavimo tobulinimo motyvai ir kryptys	125
3.3. Būsto paskolų gavėjų ir paskolų brokerių reguliavimas	128

3.4. Sekiuritizacijos iniciatorių ir specialios paskirties įmonių reguliavimas	130
3.4.1. Bankams taikomi kapitalo reikalavimai	131
3.4.2. Bankų kapitalo reikalavimų pakeitimai finansų krizės kontekste .	138
3.5. Investuotojai ir kredito reitingų agentūrų reguliavimas	142
3.6. Finansų rinkos infrastruktūros reguliavimas.....	149
3.7. Finansų rinkos priežiūros sistemos tobulinimas	154
4. SEKIURITIZACIJOS PANAUDOJIMO LIETUVOJE TYRIMAS.....	159
4.1. Tyrimo metodologija.....	159
4.2. Sekiuritizacijos vystymo aspektai Lietuvoje.....	165
4.2.1. Makroekonomika.....	165
4.2.2. Finansų rinka	183
4.2.3. Teisinė aplinka	195
4.3. Sekiuritizacijos taikymo ekonominės pasekmės.....	206
4.3.1. Paskolų ir BVP ryšio analizė.....	207
4.3.2. Tyrimo rezultatų pritaikymas norint pagrįsti sekiuritizacijos reikšmingumą	219
4.3.3. Tyrimo apribojimai ir sunkumai.....	223
4.4. Sekiuritizacijos vystymas Lietuvoje	227
4.4.1. Palankios teisinės bazės kūrimas.....	227
4.4.2. Verslo iniciatyvų sekiuritizacijos srityje skatinimas	233
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI	238
LITERATŪRA IR ŠALTINIAI	244
AUTORĖS PUBLIKACIJOS DISERTACIJOS TEMA	269
PRIEDAS.....	270

IVADAS

Darbo aktualumas

Lietuvos ekonomika pastaraisiais metais išgyvena didelius pokyčius. Po gana ilgą laiką trukusio įspūdingo ekonominio augimo, paskatinto integracijos į Europos Sąjungos vidaus rinką, 2008 m. šalis įžengė į naują ir sunkią ekonominio ciklo fazę. Šalį užklupusi recesija labiausiai buvo jaučiama 2009 m. BVP kritus beveik 15%, o nedarbui 2010 m. išaugus beveik 18%. Kartu su recesija stipriai krito ir bankų paskolų apimtys, o bendras Lietuvoje veikiančių bankų paskolų portfelis traukėsi per visą laikotarpį nuo pat krizės pradžios. Sustoję kredito srautai neabejotinai apsunkino Lietuvos verslo įmonių galimybes išgyventi krizinį laikotarpį, dėl pakankamo kredito srauto nebuvimo ekonomika atsigauna gerokai sunkiau. Tad būtina ieškoti instrumentų, kurie leistų Lietuvoje veikiantiems bankams sukaupti daugiau ir labiau diversifikuotų kredito išteklių ir tokiu būdu palengvintų Lietuvos ekonomikos atsigavimą po krizės bei paskatintų tolesnį jos augimą. Vienas iš pasaulyje gana plačiai naudojamų instrumentų bankų kredito ištekliams papildyti yra sekjuritizacija. Sekjuritizacija – tai nelikvidaus banko turto pakeitimas vertybiniais popieriais. Šio proceso metu banko balanse esantis turtas, dažniausiai paskolos, yra įkeičiamas banko išleidžiamiems vertybiniais popieriams užtikrinti. Už išplatintus banko turtu užtikrintus vertybinius popierius gautas lėšas bankas gali panaudoti tolesniam kreditavimui, taigi – ekonomikos augimo skatinimui.

Nors šiuo metu Lietuvos bankų sistemoje yra sukaupta gana daug indėlių, kurie įprastu atveju galėtų būti naudojami kreditavimui, vis tik šalies bankų paskolų portfelis per visą laikotarpį nuo krizės pradžios traukėsi, kas rodo, jog bankai gana nenoriai vėl imasi kreditavimo. Paskolų portfelio mažėjimo tendencija yra daugiau nulemta pasiūlos, o ne paklausos pusės, nes bankai vis dar laikosi griežtų kredito rizikos vertinimo standartų, dėl ko kredito išteklių prieinamumas Lietuvos verslui ir namų ūkiams vis dar yra ribotas. Pastebėtina,

kad ta pati problema egzistuoja ne tik Lietuvoje, bet ir kitose nuo krizės nukentėjusiose valstybėse, ypač Vidurio ir Rytų Europoje, kur ieškoma būdų kaip iki normalaus lygio atstatyti bankų skolinimą. Be to, papildomų kredito išteklių problema aktuali ne tik siekiant palengvinti ekonomikos atsigavimą po krizės, bet ir ilguoju laikotarpiu, kuomet ekonomikos augimui palaikyti jau nebepakanka bankų sistemoje sukauptų indėlių ir kitų tradicinių finansavimo išteklių, tokių kaip motininių bankų lėšos. Tokiu atveju turtu padengtų vertybinių popierių leidimas ir ilguoju laikotarpiu gali tapti svarbus bankų kredito išteklių papildymo šaltinis, didinantis bankų kredito išteklių diversifikaciją.

Taigi, šiandieninė Lietuvos ir kitų nuo krizės siekiančių atsigauti valstybių situacija bei susiklostę bankų sistemos ypatumai pagrindžia disertacijoje pasirinktos analizuoti *temos aktualumą* ir *svarbą* trumpuoju ir ilguoju laikotarpiais Lietuvai bei kitoms panašią bankų sistemą turinčioms valstybėms.

Tiriamoji problema

Valstybės ekonominį gyvenimą ir jos gyventojų gerovę lemia daugelis veiksnių. Gerovę lemia aukšti gamtosaugos standartai, patikima sveikatos apsaugos sistema, gyventojų raštingumas. Žinoma, vienas pagrindinių veiksnių, lemiančių valstybės išsivystymo lygį, yra ekonominė situacija, todėl kiekviena valstybė siekia tvaraus, subalansuoto savo ekonomikos augimo. Yra daug veiksnių, galinčių lemti ekonomikos augimą arba jos nuosmukį: vidaus ir užsienio investicijos, vartojimas, valstybės išlaidos, užsienio prekybos rezultatas. Taip pat vienas svarbesnių veiksnių yra kredito srautai ekonomikai: verslui, namų ūkiams, valdžiai. Adekvačiais kredito srautais ūkį gali aprūpinti tik pakankamai gerai išvystyta, konkurencinga ir diversifikuota finansų sistema. Tradiciškai pagrindiniai finansų sistemos dalyviai yra bankai, kurie atlieka finansinio tarpininko vaidmenį tarp taupančios visuomenės dalies ir norinčios investuoti ar daugiau vartoti visuomenės pusės. Todėl tik bankų apsirūpinimas pakankamais ir gerai diversifikuotais finansiniais ištekliais gali

užtikrinti adekvatų ir stabilų kredito srautą ekonomikai. Siekiant šio tikslo, būtina ieškoti alternatyvių bankų veiklos finansavimosi šaltinių, kurie papildytų indėlius ir kitus šiandien naudojamus bankų veiklos finansavimosi šaltinius. Taigi, šios disertacijos *tiriamoji problema* yra ekonomikos augimo atkūrimas bei užtikrinimas panaudojant papildomus kredito išteklius mažoje atviroje ekonomikoje.

Tyrimo objektas

Disertacijos tyrimo objektas yra sekiuritizacijos mechanizmas, kuomet nelikvidus turtas yra pakeičiamas likvidžiu turtu – turtu padengtais vertybiniais popieriais, kuris leidžia padidinti ir diversifikuoti bankų turimus kredito išteklius.

Darbo tikslas

Šioje disertacijoje nagrinėjama mokslinė problema yra sekiuritizacijos panaudojimas mažoje atviroje ekonomikoje. Atsižvelgus į darbo aktualumą Lietuvai, kaip mažai atvirai ekonomikai, šios disertacijos tikslas yra *įvertinti sekiuritizacijos panaudojimo Lietuvoje naudingumą*. Išanalizavus sekiuritizacijos teigiamus ir neigiamus aspektus bei kitų šalių patirtį ir praktiką siekiama įvertinti, ar šios priemonės taikymas būtų naudingas Lietuvai. Sąvoka *naudingumas* šiuo atveju apima naudą ekonomikai, šalies finansų sistemai, įskaitant kapitalo rinką ir finansinį stabilumą.

Darbo uždaviniai:

1) *Išanalizuoti sekiuritizacijos vystymo Lietuvoje makroekonominės prielaidas*: šalies BVP ir kredito išteklių ryšį bei jo svarbumą, bankų sektoriaus vaidmenį Lietuvos ekonomikoje;

2) *Išanalizuoti sekiuritizacijos vystymui Lietuvoje svarbius finansų rinkos aspektus*. Siekiant įvykdyti šį uždavinį, disertacijoje nagrinėjama Lietuvos finansų rinkos struktūra, kapitalo rinkos gylis, pagrindiniai kapitalo rinkos dalyviai ir šios rinkos tinkamumas sekiuritizacijai plėtoti;

3) *Įvertinti Lietuvos teisinės bazės pritaikymą sekiuritizacijai atlikti.* Disertacijoje nagrinėjami Lietuvos teisės aktai, aktualūs pagrindinių rūšių sekiuritizacijos sandoriams atlikti;

4) *Įvertinti sekiuritizacijos taikymo Lietuvoje ekonominį naudingumą.* Disertacijoje atliekamas statistiškai patikimas sekiuritizacijos taikymo ekonominio naudingumo įvertinimas nustatant galimą sekiuritizacijos įtaką BVP per papildomus kredito išteklius;

5) *Pasiūlyti ir išanalizuoti būdus, kuriais Lietuvoje galėtų būti vystoma sekiuritizacija.* Disertacijoje, įvertinus atliktą analizę bei kitų šalių praktiką, siūlomi būdai, kuriais galima paskatinti Lietuvoje veikiančius bankus sekiuritizuoti savo paskolas.

Ginamieji teiginiai:

1 ginamasis teiginys: Lietuvoje veikiančioms bankams yra reikalingi indėliams ir motininių bankų ištekliams alternatyvūs finansavimosi šaltiniai;

2 ginamasis teiginys: Sekiuritizacijos panaudojimas Lietuvoje neturėtų žymiai įtakoti palūkanų normos ir kreditavimo apimčių santykio;

3 ginamasis teiginys: Sekiuritizacijos panaudojimas Lietuvoje teigiamai paveiktų BVP augimo tempus.

Tyrimo metodika

Disertacijoje panaudoti šie tyrimo metodai: mokslinės literatūros analizė, dokumentų analizė, statistinių duomenų analizė, sisteminė analizė, lyginamoji analizė, loginė analizė, interpretavimas, deskriptyvinis (aprašomasis) metodas, ekspertinis vertinimas.

Empirinis tyrimas atliktas pagal disertacijos tyrimo metodologijoje sudarytą modelį, kurio kryptys yra dvi: sekiuritizacijos Lietuvoje vystymo prielaidų vertinimas ir sekiuritizacijos vystymo krypčių nustatymas. Atliekant empirinį tyrimą, be jau paminėtųjų papildomai naudoti šie tyrimo metodai: statistinio patikimumo vertinimas, tiesinės autoregresijos, pažingsninės

regresijos metodai, koreliacijos ir dalinės koreliacijos analizė, sklaidos diagramos.

Disertacijos rezultatų aptarimas

Atliktas tyrimas parodė, kad Lietuvoje egzistuoja stiprus ryšys tarp BVP ir kredito išteklių, kas reiškia, kad suradus būdų kaip papildyti bankų turimus finansinius išteklius ir paskatinti juos skolinti, atitinkamai paspartėtų šalies ekonomikos atsigavimas bei tolesnis augimas. Atliktas empirinis tyrimas patvirtino stiprų statistinį ryšį tarp Lietuvos BVP ir tam tikrų paskolų rūšių. Tad bankams išleidus turtu padengtus vertybinius popierius, o gautas lėšas panaudojus tolesniam kreditavimui, tai turėtų tiesioginės teigiamos įtakos BVP dydžiui Lietuvoje. Atlikta sekuritizacijos vystymo kryptų analizė parodė, kad siekiant sėkmingai vystyti sekuritizaciją Lietuvoje bankams vertėtų kooperuotis sutelkiant savo išteklius bei kompetenciją, kas leistų pasiekti reikiamą masto ekonomiją ir priimtinus sekuritizacijos sandorių kaštus. Taip pat Lietuvos teisinės bazės sekuritizacijos srityje analizė parodė, kad ją reikėtų koreguoti pasiremiant geriausia sekuritizacijos reguliavimo praktika: kurti didesnę teisinę tikrumą, mažinti administracinę naštą ir užtikrinti investuotojų apsaugą.

Darbo mokslinis naujumas ir mokslinė reikšmė

- Sistemiškai išanalizuota ir apibendrinta sekuritizacijos proceso esmė, pagrindinės formos ir rūšys;
- Išanalizuotos ir sistemiškai apibendrintos sekuritizacijos mechanizmo taikymo mikroekonominės ir makroekonominės pasekmės;
- Remiantis kitų šalių patirties analize, išskirti galimi skirtingų rūšių sekuritizacijos teisinio reguliavimo modeliai ir galimos sekuritizacijos rėmimo priemonės;
- Kompleksiškai įvertintas ir išanalizuotas sekuritizacijos vaidmuo finansų krizės metu išskiriant tobulintinas šio mechanizmo kryptis, kad būtų

minimizuotos šio mechanizmo keliamos grėsmės finansiniam ir ekonominiam stabilumui;

- Sudarytas sekiuritizacijos panaudojimo galimybių Lietuvoje tyrimo modelis, kuris gali būti panaudotas tiriant šio mechanizmo naudojimo galimybes ir kitose panašų į Lietuvos finansų sektorių turinčiose valstybėse;

- Taikant empirinius metodus nustatytos reikšmingos sąsajos tarp ekonominio augimo ir kredito srautų Lietuvoje. Tyrimo išvados vertingos vertinant ne vien tik sekiuritizaciją, bet ir apskritai Lietuvos ekonomikos priklausomybę nuo kredito srautų. Tai ypač aktualu turint omenyje tai, kad Lietuvos bankų sistema yra didžiąja dalimi priklausoma nuo užsienio kapitalo srautų, atkeliaujančių į šalį per motininių bankų paskolintas lėšas šalyje veikiančioms jų dukteriniams bankams ir filialams;

- Nustatytas sekiuritizacijos panaudojimo Lietuvos ekonomikai galimas teigiamas poveikis ir jo mastas. Šie tyrimo rezultatai Lietuvai yra nauji ir kitų mokslininkų anksčiau nebuvo tirti ir konstatuoti;

- Tyrimo rezultatai kitų mokslininkų galės būti panaudoti nagrinėjant sekiuritizacijos ar kitų finansinių instrumentų, leidžiančių didinti bankų kredito išteklius, panaudojimo galimybes Lietuvoje.

Darbo rezultatų praktinė reikšmė

- Pasiūlymais kaip tobulinti Lietuvos sekiuritizacijos teisinį reguliavimą bei kaip skatinti šio mechanizmo naudojimą tarp bankų, gali tiesiogiai pasinaudoti teisėkūroje dalyvaujančios Lietuvos valstybės institucijos bei bankai ar asocijuotos jų struktūros;

- Tyrimo išvados ir pasiūlymai kaip skatinti sekiuritizacijos naudojimą yra naudingi ir gali būti praktiškai pritaikomi į Lietuvą panašiose mažose atvirose ekonomikose, kurios yra priklausomos nuo užsienio kapitalo srautų;

- Pasiūlytos teisinio reguliavimo tobulinimo kryptys gali būti pritaikytos ir kitose sekiuritizacijos reguliavimą numatančiose tobulinti valstybėse.

Disertacijos struktūra

Pirmojoje disertacijos dalyje nagrinėjama sekiuritizacijos mechanizmo esmė ir pagrindiniai procesai bei dalyviai, apibendrinamos ir vertinamos sekiuritizacijos taikymo mikroekonominės pasekmės ją inicijuojantiems bankams, investuotojams, paskolų gavėjams ir makroekonominės pasekmės ekonomikai, finansiniam stabilumui ir pinigų politikos efektyvumui. Antrojoje dalyje aptariama sekiuritizacijos raida nuo jos atsiradimo, teisinis reglamentavimas skirtingose pasaulio valstybėse bei valstybių taikomos sekiuritizacijos rėmimo priemonės. Trečiojoje disertacijos dalyje, atsižvelgus į tai, kad platus ir rizikingas sekiuritizacijos panaudojimas buvo viena iš pastarosios krizės kilimo priežasčių, skiriamas dėmesys šio mechanizmo panaudojimui krizės kontekste bei analizuojami krizės paskatinti sekiuritizacijos mechanizmo reguliavimo tobulinimo motyvai ir kryptys. Ketvirtojoje dalyje pateikiama disertacijoje atlikto tyrimo metodologija, tyrimas bei aptariami jo rezultatai. Darbo pabaigoje pateikiamos išvados ir pasiūlymai kaip skatinti sekiuritizaciją Lietuvoje.

Už pagalbą atliekant statistinį modeliavimą dėkoju Vilniaus universiteto Matematikos ir informatikos fakulteto Matematinės statistikos katedros docentei Rūtai Levulienei ir buvusiam ilgamečiam šios katedros darbuotojui Marijui Jūriui Mikalauskui.

1. SEKIURITIZACIJOS MECHANIZMAS IR POVEIKIO ASPEKTAI

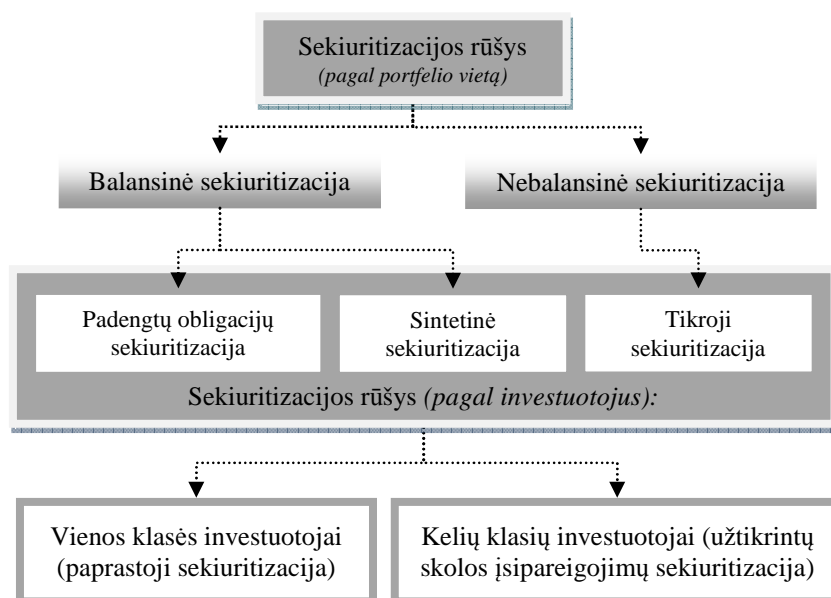
Sekiuritizacijos mechanizmas pasaulyje jau naudojamas apie 40 metų. Visų pirma jis buvo panaudotas JAV valstybinių institucijų iniciatyva. Nuo paprasčiausios formos šis metodas išsivystė į sudėtingas ir įvairias priemones, plačiai naudojamas visame pasaulyje. Sekiuritizacijos naudojimą skatino įvairūs šio mechanizmo privalumai bankams, investuotojams, ekonomikai ir kitiems proceso dalyviams. Toliau šiame skyriuje analizuojamas sekiuritizacijos mechanizmas bei sekiuritizacijos taikymo motyvų, bei poveikio mikro- ir makroekonomikai aspektai. Skyriaus pabaigoje pateikiama literatūros apžvalga sekiuritizacijos tema.

1.1. SEKIURITIZACIJOS MECHANIZMO ESMĖ IR FORMOS

Tradicinis kreditavimo procesas apima tris etapus: paskolos išdavimą, kurio metu kredito įstaiga suranda paskolos gavėją ir atlieka jo kreditingumo vertinimą, finansavimą, kurio metu yra išmokamos lėšos paskolos gavėjui, ir kredito rizikos paskirstymą, kurio metu kredito įstaiga įdeda suteiktą paskolą į savo balansą tokiu būdu pasilikdama sau šios paskolos kredito riziką. Sekiuritizacijos proceso metu šie procesai išskirstomi skirtingiems rinkos dalyviams. Taigi sekiuritizacija yra banko, kitos finansų institucijos ar bendrovės turto perdavimas kapitalo rinkoms. Šio proceso metu nelikvidus turtas ar skoliniai reikalavimai paverčiami skolos vertybiniais popieriais (obligacijomis), kuriais gali būti prekiaujama kapitalo rinkose (SME Securitisation, 2007). Sekiuritizuojamas gali būti bet koks turtas su įmanomomis prognozuoti gautinomis sumomis: būsto paskolos, įmonių paskolos, pirkėjų skolos, kredito kortelių gautinos sumos, automobilių paskolos, studentų paskolos, telefonų sąskaitos, gautini kelių mokesčiai,

automobilių stovėjimo aikštelės bilietai, gautinos draudimo įmokos, lizingo įmokos ir kt. (Nathan, 1998; Skarabot, 2001; Irala ir kt., 2004; Milton ir kt., 2006). Taigi, sekiuritizuojamas būsimas turtas. Turto perdavimas ir jo transformavimas į likvidžius vertybinius popierius turi du pagrindinius motyvus: rizikos perkėlimą ir papildomo finansavimo šaltinį, kadangi nelikvidus turtas (paskolos ir kiti gautini pinigų srautai) paverčiamas finansiniais ištekliais, kuriuos galima panaudoti iš karto. Taigi, sekiuritizacija dažnai yra vienas iš kreditavimo veiklos finansavimo šaltinių.

Sekiuritizacija prasideda, kuomet bankas ar kitas subjektas (dar vadinamas iniciatoriumi) sukaupia tam tikro turto portfelį, kurį galima sekiuritizuoti. Jeigu tai paskolų portfelis, jį sudaro keli šimtai ar tūkstančiai paskolų. Svarbi sąlyga – portfelis turi būti homogeniškas: panašūs gautinų sumų mokėjimo terminai, palūkanų normos dydis, tipas (fiksota ar kintama) ir kt. Sekiuritizaciją į skirtingas rūšis galima skirstyti pagal tai, ar jos atlikimui suformuotas turto portfelis lieka iniciatoriaus balanse, ir pagal tai, kokiems investuotojams yra skirti vertybiniai popieriai, sukuriama sekiuritizacijos proceso metu.

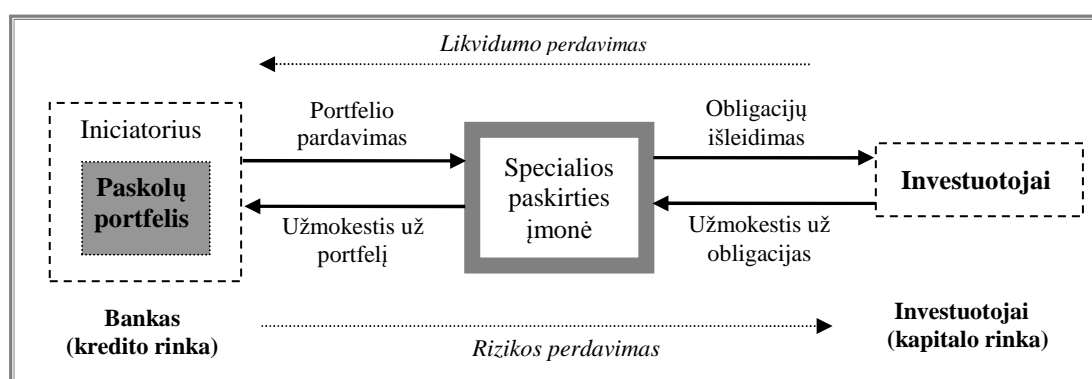


1 pav. Sekiuritizacijos rūšys¹

¹ Sudaryta autorės

Kaip matyti iš 1 paveikslo, sekiuritizaciją visų pirma galima skirstyti į *balansinę* ir *nebalansinę* arba *tikrąją*. Nebalansinė, arba tikroji, sekiuritizacija yra tuomet, kai suformuotas turto portfelis yra parduodamas specialios paskirties įmonei, kuri sukurta tik sekiuritizacijos sandoriui įgyvendinti ir paprastai yra tik formaliai įkurtas juridinis asmuo, realiai neturintis nei fizinės būstinės, nei organizacinės struktūros ar darbuotojų (Lipson, 2012). Specialios paskirties įmonė, norėdama iniciatoriui sumokėti už portfelio įsigijimą, išleidžia *turtu padengus vertybinius popierius* (angl. *asset backed securities*) – galutinį sekiuritizacijos produktą (Jobst, 2008; SME Securitisation, 2007). Turtu padengti vertybiniai popieriai priskirtini prie struktūrinių finansinių priemonių. Struktūrinės finansinės priemonės skiriasi nuo tradicinių vertybinių popierių tuo, kad jos yra nehomogeniškos. Sudarant šias priemones naudojamos bent dvi skirtingos finansinės priemonės. Struktūrinės finansinės priemonės gali būti skirstomos į keletą rūšių: sekiuritizacijos priemonės, tokios kaip turtu padengti vertybiniai popieriai, kredito išvestinės finansinės priemonės, vertybiniai popieriai, susieti su kitomis finansinėmis priemonėmis, ir hibridinės priemonės (Paškevičius ir kt., 2010).

2 paveiksle pavaizduota tikrosios sekiuritizacijos schema.



2 pav. **Tikrosios sekiuritizacijos schema**²

Turtas, užtikrinantis specialios paskirties įmonės išleidžiamus vertybinius popierius, yra gaunamas iš iniciatoriaus ir paprastai yra paskolų portfelis. Turtu padengtų vertybinių popierių patikimumas yra priklausomas tik nuo portfelio,

² Sudaryta autorės, remiantis SME Securitisation, 2007

kuris yra įkeistas jiems užtikrinti, ir visiškai nesusijęs su iniciatoriaus kreditingumu ir rizika. Investuotojų, įsigijusių šiuos vertybinius popierius, reikalavimai yra tik užtikrinti portfelį sudarančiu turtu (paskolomis), kadangi pati specialios paskirties įmonė, be perimto iš iniciatoriaus turto, neturi savo turto ar finansinių pajėgumų. Investuotojai iš esmės netampa įkeisto portfelio savininkais, o paskolų aptarnavimo (periodinių įmokų surinkimo, konsultacijų, išieškojimo, sutarčių keitimo ir kt.) pareiga lieka iniciatoriui. Tačiau investuotojai prisiima visą su portfeliumi susijusią riziką, kad paskolos ar jų dalis nebus gražintos. Tokiu būdu iniciatorius, kuris dažniausiai yra bankas, perduoda savo suteiktų paskolų kredito riziką investuotojams (kapitalo rinkai) mainais už likvidumą (SME Securitisation, 2007), nes investuotojų sumokėti pinigai už turtu padengtus vertybinius popierius patenka atgal pas iniciatorių kaip užmokestis už parduotą paskolų portfelį. Tikrąją, arba nebalansinę, sekuritizaciją nuo balansinės teisiniu aspektu skiria tai, kad tikrosios sekuritizacijos atveju specialios paskirties įmonė, išleidusi turtu padengtus vertybinius popierius, yra atskirta nuo iniciatoriaus, o tai reiškia, jog iniciatoriaus bankroto atveju investuotojai, įsigiję šių vertybinių popierių, nerizikuoja stoti į iniciatoriaus kreditorių eilę, nes jų įsigytus vertybinius popierius užtikrinantis turtas yra perduotas teisiškai atskirtai ir tokiu būdu nuo iniciatoriaus bankroto pasekmių apsaugotai specialios paskirties įmonei (Carey ir kt., 2007). Be to, paprastai sekuritizacijai numatomas naudoti paskolų portfelis yra aukštos kokybės ir turi mažesnę kredito riziką negu paties iniciatoriaus kredito rizika. Dėl to turtu padengti vertybiniai popieriai gauna aukštesnę kredito reitingą nei turi pats iniciatorius, o tai reiškia, kad, naudodamas sekuritizacijos mechanizmą, iniciatorius gali kapitalo rinkoje pasiskolinti pigiau nei darydamas tai tiesiogiai (Ergungor, 2003). Portfelio pardavimas specialios paskirties įmonei taip pat reiškia, kad iniciatorius sumažina savo turtą, dėl ko jam sumažėja reikalaujamas atidėti kapitalo dydis savo kredito rizikai padengti. Tačiau tikrosios sekuritizacijos rūšis taip pat turi trūkumų, nes pasikeičia santykiai su portfelį sudarančių paskolų gavėjais. Nors bankas, būdamas iniciatoriumi, dažniausiai pasilieka pareigą sekuritizuojamas

paskolas aptarnauti (rinkti periodines įmokas, palaikyti ryšius su paskolų gavėjais ir kt.), tačiau, perleidus šių paskolų kaip turto nuosavybės teises specialios paskirties įmonei, bankui gali būti sudėtinga keisti paskolos sąlygas, nes jis nebėra šio turto savininkas (Paligorova, 2009). Dėl šios priežasties paskolų gavėjai kartais gali nenorėti, kad jų paskolos būtų sekiuritizuojamos jas perduodant specialios paskirties įmonei.

Be nebalansinės sekiuritizacijos taip pat plačiai naudojama *balansinė* sekiuritizacija, kuri savo ruožtu gali būti suskirstyta į *sintetinę* ir *padengtų obligacijų* sekiuritizaciją.

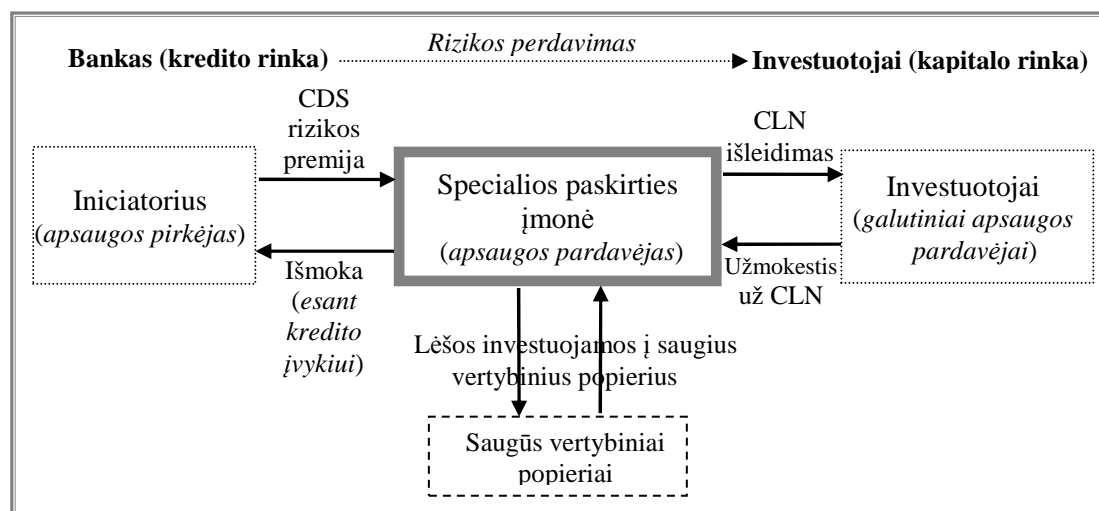
Sintetinės sekiuritizacijos metu suformuotas portfelis nėra perleidžiamas specialios paskirties įmonei. Jai perleidžiama tik su portfeliu susijusi kredito rizika tam panaudojant kredito išvestines finansines priemones. Nagrinėjant šią sekiuritizacijos schemą, būtina aptarti ir jos metu naudojamas kredito išvestines finansines priemones. Dažniausiai naudojamos kredito išvestinės finansinės priemonės yra kredito įsipareigojimų nevykdymo apsikaitimo sandoriai (angl. *credit default swaps*, toliau – CDS) ir su kreditu susieti vekseliai (angl. *credit linked notes*, toliau – CLN). CDS sandoriai yra labiausiai paplitusios kredito išvestinės finansinės priemonės, ir dažnai šie sandoriai laikomi praktiškai atitinkantys įmonės ar valstybės skolinimosi kainą. CDS sandoriai yra susieti su konkrečiais tam tikros įmonės ar valstybės skoliniais įsipareigojimais (konkrečia obligacijų emisija ar kitos formos skola), ir jų kaina priklauso nuo tos įmonės ar valstybės kreditingumo (Bomfim, 2005). CDS sandoriai, kaip ir kitos kredito išvestinės priemonės, yra naudojami siekiant perduoti kredito riziką iš draudimo arba kitaip – apsaugos pirkėjo kam nors, kas nori pirkti šią riziką, tai yra apsaugos pardavėjui. Tam, kad parduotų kredito riziką, apsaugos pirkėjas sumoka apsaugos pardavėjui rizikos premiją – CDS kainą, kuri išreiškiama kaip procentas nuo draudžiamų įsipareigojimų vertės. Tokiu būdu CDS sandoriai suteikia apsaugos pirkėjui draudimą nuo konkrečios įmonės ar valstybės kredito įvykio (kredito įvykiu dažniausiai laikomas įsipareigojimų nevykdymas) (De Marzo, 2005). Taigi, atsitikus kredito įvykiui, apsaugos pardavėjas išmoka atitinkamą sumą apsaugos

pirkėjui. Svarbus bruožas, skiriantis CDS nuo tradicinių vertybinių popierių yra tai, kad CDS pirkėjas CDS pardavėjui neturi perduoti jokios sumos, kuri CDS galiojimo pabaigoje būtų sugražinama CDS pirkėjui, CDS pirkėjas taip pat negauna jokių palūkanų ar dividendų. Įsigyjant CDS yra mokama tik rizikos premija, kurios dydis priklauso nuo CDS sandoriu draudžiamų įsipareigojimų kokybės. Kaip ir draudime, CDS pardavėjas (apsaugos pardavėjas) moka pirkėjui tik tuomet, jei įmonei ar valstybei, dėl kurios skolos yra išleistas CDS, įvyko kredito įvykis (ji nevykdė savo skolinių įsipareigojimų). Taigi, naudojant kredito išvestines finansines priemones galima lengvai atskirti paskolų finansavimo funkciją nuo šių paskolų kredito rizikos valdymo. Dėl to šie mechanizmai labai panašūs į paprastą draudimą, tik draudimo atveju būtina turėti draudžiamąjį interesą, t. y. reikia savo nuosavybėje turėti draudžiamą turtą, o CDS pirkėjas nebūtinai turi būti paskolinęs CDS sandoriu draudžiamai įmonei ar valstybei (Murphy, 2008). Kredito išvestines finansines priemones apsaugos pirkėjai gali naudoti siekdami aktyviai valdyti turimas rizikas, o apsaugos pardavėjai – siekdami pasipelnyti iš rizikos premijos.

Kita kredito išvestinių finansinių priemonių rūšis – CLN. Šios priemonės yra vidutinės trukmės vekseliai su įterptu CDS sandoriu. Įsigijęs CLN investuotojas moka už jį visą sumą, taip kaip ir paprastos obligacijos atveju, taip pat gauna reguliarias atkarpos išmokas (palūkanas). Tačiau skirtumas yra tas, kad CLN pradinės vertės išmokėjimas yra susietas su tam tikra įmone ar valstybe: jeigu įmonė ar valstybė, su kuria yra susietas CLN, neišmoka visos skolos, tačiau tik dalį (pavyzdžiui, 80%), tokiu atveju CLN investuotojai atgaus taip pat tik dalį (80%) pradinės investuotos sumos. Apskaitoje CLN sandoriai traktuojami kaip paprastos obligacijos (Bomfim, 2005). Taigi, kaip ir CDS sandoriuose, CLN įsigiję investuotojai pirmieji prisiima įmonės ar valstybės, su kuria yra susietas CLN, riziką. Dėl šios savybės CLN galima vadinti obligacijomis su draudimu nuo obligacijų emitento įsipareigojimų nevykdymo.

Visų kredito išvestinių finansinių priemonių atveju svarbu tai, kad jas išleidžia ir perka ne pati įmonė ar valstybė, su kurios kredito rizika priemonė yra susieta, bet trečioji, nesusijusi šalis. Kredito išvestinės finansinės priemonės pastaraisiais metais labai paplito, nes suteikė galimybę prekiauti ta kredito rizika, kuria anksčiau prekiauti buvo neįmanoma. Taip pat šios priemonės suteikė bankams galimybę išlaisvinti dalį kapitalo, nes rizikos pardavimas mažina kapitalo poreikį. Tačiau šių priemonių naudojimas finansų sistemoje sukūrė papildomų rizikų: 1) rizikų koncentracija pas tam tikrus finansų rinkos dalyvius; 2) šiomis priemonėmis nėra prekiaujama biržoje, todėl rizikos yra perkamos ir parduodamos pagal dvišalius susitarimus, o tai mažina rinkos skaidrumą; 3) atsirado papildoma – sandorio šalies rizika, t. y. rizika, kad apsaugos pardavėjas nesugebės vykdyti savo įsipareigojimų, jeigu to prireiks (Stulz, 2009). Dėl kredito išvestinių finansinių priemonių ir kitų sudėtingų produktų šiuolaikinė finansų sistema tapo tokia sudėtinga, kad ją sunku suprasti ir šios srities ekspertams. Tai didele dalimi prisidėjo ir prie finansų krizės, prasidėjusios 2007 m., kilimo.

Kredito išvestinių finansinių priemonių paplitimas pasaulyje kartu išpopuliarino ir sintetinę sekiuritizaciją, kurios schema pavaizduota 3 paveiksle.

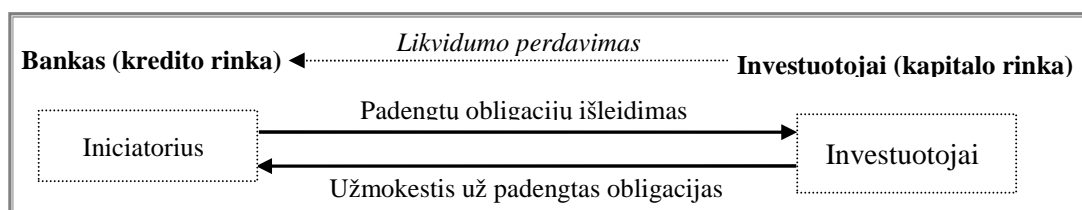


3 pav. Sintetinės sekiuritizacijos schema³

³ Sudaryta autorės, remiantis Clark, 2007

Sintetinės sekiuritizacijos metu iniciatorius (bankas) pasilieka sau paskolų portfelį, tačiau įsigyja kredito išvestinę finansinę priemonę – CDS, už kurią sumoka rizikos premiją. CDS apdraudžia iniciatoriaus sekiuritizuojamą paskolų portfelį, o riziką, susijusią su portfeliumi, iš iniciatoriaus perima specialios paskirties įmonė. Tuomet specialios paskirties įmonė išleidžia kitą kredito išvestinę finansinę priemonę – CLN. Kadangi ši priemonė panaši į obligacijas, t. y. ji pati turi vertę, specialios paskirties įmonė gautas lėšas už CLN investuoja į saugius ir likvidžius (paprastai – vyriausybės) vertybinius popierius. Specialios paskirties įmonė investuotojams palūkanas už CLN moka iš CDS rizikos premijos bei saugių vertybinių popierių grąžos (Clark, 2007). Taigi šioje sekiuritizacijos schemoje nėra vieno svarbaus elemento – likvidumo suteikimo iš kapitalo rinkų kredito rinkoms, kadangi paskolų portfelis lieka pas iniciatorių, o investuotojams perduodama tik su šiuo portfeliumi susijusi kredito rizika. Sintetinės sekiuritizacijos forma renkama dėl to, kad ji yra lankstesnė: nereikalauja teisinių paskolų portfelio perdavimo specialios paskirties įmonei procedūrų, o taip pat išlaikomi nepakitę santykiai su sekiuritizuojamų paskolų gavėjais. Tuo pačiu metu ši sekiuritizacijos forma leidžia sumažinti bankui reikaujamą kapitalą dėl rizikos perdavimo investuotojams.

Kita balansinės sekiuritizacijos rūšis yra padengtų obligacijų (angl. *covered bonds*) sekiuritizacija, kurios metu yra išleidžiamos padengtos obligacijos (4 pav.).



4 pav. **Padengtų obligacijų sekiuritizacijos schema**⁴

Padengtos obligacijos yra panašios į paprastas obligacijas (skolos vertybinius popierius) tuo, kad obligacijų pirkėjai turi pilną regresą teisę į iniciatorių, tai yra į bet kurį jo turimą, jeigu padengtas obligacijas užtikrinančio

⁴ Sudaryta autorės

turto nepakaktų investuotojų reikalavimams patenkinti. Padengtų obligacijų sekiuritizacijos metu iniciatorius suformuoja paskolų portfelį, kuriuo yra padengiamos (užtikrinamos) išleidžiamos obligacijos. Suformuotas paskolų portfelis lieka pas iniciatorių, tačiau jis yra atskiriamas nuo kito iniciatoriaus turto ta prasme, kad į šį portfelį negali būti nukreipti jokių kitų kreditorių reikalavimai, kol nebus patenkinti visi padengtų obligacijų turėtojų reikalavimai. Tokiu būdu investuotojai, įsigiję padengtų obligacijų, yra daug saugesni už kitus iniciatoriaus kreditorius, nes jų turimi skoliniai reikalavimai yra užtikrinti, visų pirma, tam tikru nuo kitų kreditorių apsaugotu paskolų portfeliumi ir, antra, jeigu nepakaktų portfelio jų reikalavimams padengti, jie kaip ir kiti kreditoriai įgytų teisę į kitą iniciatoriaus turtą. Padengtos obligacijos yra itin saugus investavimo instrumentas, nes paprastai valstybės teisės aktais reguliuoja kokios paskolos gali sudaryti šias obligacijas užtikrinantį portfelį (Vesanti ir kt., 2007). Didelis padengtų obligacijų patikimumas reiškia, kad į jas gali investuoti tokie konservatyvūs investuotojai kaip pensijų fondai ar draudimo įmonės. Padengtas obligacijas užtikrinantį portfelį paprastai leidžiama sudaryti tik iš paskolų, užtikrintų nekilnojamuoju turtu, taip pat dar kartais – iš valstybės institucijų paskolų, laivų paskolų. Pavyzdžiui, Lietuvoje, remiantis Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatymu (Žin., 2003, Nr. 97-4317), padengtos obligacijos gali būti užtikrintos tik hipotekiniais kreditais, kurie užtikrinti žemės, būsto ar kito nekilnojamojo turto hipoteka. Dėl to Lietuvoje padengtas obligacijas atitinka hipotekinės obligacijos.

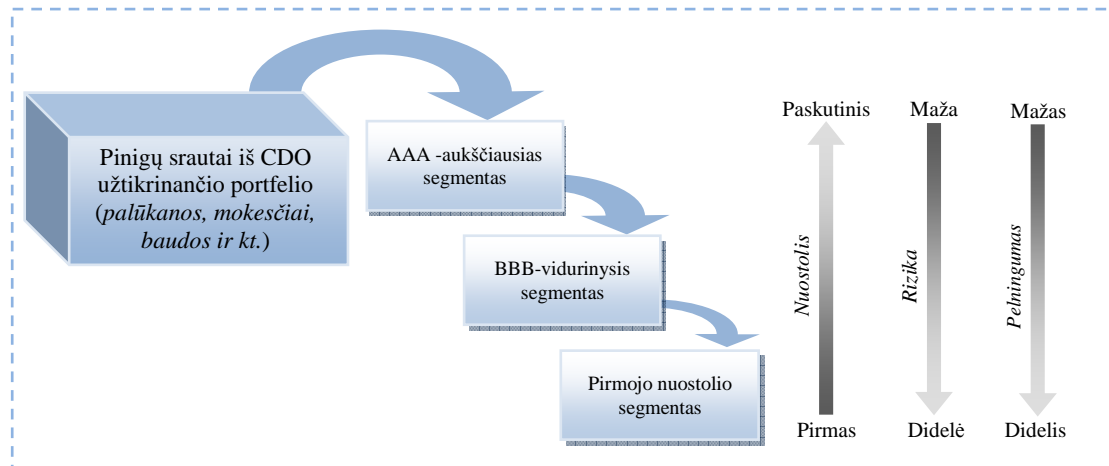
Taigi padengtų obligacijų sekiuritizacijos metu paskolų portfelis lieka pas iniciatorių. Kitas šią sekiuritizacijos formą iš kitų jos rūšių išskiriantis bruožas yra tas, kad padengtų obligacijų atveju portfelį sudarančių paskolų kredito rizika lieka pas iniciatorių, t. y. kredito rizikos iš iniciatoriaus investuotojai neperka, jie tik suteikia bankui papildomą likvidumą. Tai, kad bankas neparduoda kredito rizikos, reiškia, kad jam nemažėja taikomi kapitalo reikalavimai. Tad bankai padengtas obligacijas leidžia siekdami gauti daugiau finansavimo šaltinių tolesnei kreditavimo veiklai vykdyti, o ne siekdami

sumažinti kapitalo reikalavimus. Kadangi padengtas obligacijas užtikrinantis paskolų portfelis (turtas) yra teisiškai atskiriamas ir apsaugomas bankroto atveju nuo kitų kreditorių reikalavimų, iš esmės padengtų obligacijų leidimas tik perskirsto kredito riziką tarp skirtingų bankų kreditorių. Banko kreditoriai – padengtų obligacijų pirkėjai – tampa labiau apsaugotais kreditoriais, nes jie turi pirmumo teisę į savo obligacijas užtikrinantį paskolų portfelį, o likusieji kreditoriai iš esmės atsiduria prastesnėje situacijoje, nes jų reikalavimai bus tenkinami paskesne eile likus mažiau turto. Be to, jeigu užtikrinančio portfelio nepakaktų jų reikalavimams patenkinti, iš likusio turto būtų tenkinami ir investuotojų į padengtas obligacijas reikalavimai. Esant nebalansinei sekiuritizacijai, investuotojai į sekiuritizacijos metu sukurtus vertybinius popierius turi reikalavimo teisę tik į specialios paskirties įmonei perduotą paskolų portfelį.

Sekiuritizaciją taip pat galima skirstyti pagal tai, kokiems investuotojams yra skirti šio proceso metu sukurti vertybiniai popieriai: vienos klasės ar kelių klasių investuotojams. Vienos klasės investuotojams skirtų vertybinių popierių sekiuritizacija vadinama *paprastąja* (angl. *pass-through securitisation*). Paprastoji sekiuritizacija reiškia, kad visi išleisti turtu padengti vertybiniai popieriai yra visiškai identiški savo rizikos laipsniu, mokamomis palūkanomis ir visais kitais parametrais, o kiekvienas šių išleistų vertybinių popierių įsigijęs investuotojas bus traktuojamas visiškai vienodai (Report, 1999). Paprastosios sekiuritizacijos pavyzdys – padengtos obligacijos, kurių visi investuotojai turi lygias teises gauti mokamas palūkanas, atgauti investuotą sumą ir kt.

Daug sudėtingesnė sekiuritizacijos forma yra tuomet, kai šio proceso metu sukuriama turtu padengti vertybiniai popieriai yra skirtingi, tai yra atliekamas jų *segmentavimas* (angl. *tranching*). Segmentuoti turtu padengti vertybiniai popieriai vadinami *užtikrintais skolos įsipareigojimais* (angl. *collateralized debt obligations*, toliau – CDO). CDO – tai specialios paskirties įmonės išleisti turtu padengti vertybiniai popieriai, suskirstyti į keletą segmentų. CDO užtikrinantis turtas paprastai yra skolos vertybinių popierių ar banko paskolų portfelis. Skirtingi CDO segmentai turi skirtingą rizikos ir

gražos laipsnį, todėl parduodami skirtingiems investuotojams (Wighton, 2005). Paprastai vienos sekiuritizacijos metu yra sukuriami bent trys skirtingi CDO segmentai: aukščiausias (angl. *senior*) segmentas, vidurinis (angl. *mezzanine*) segmentas ir pirmų nuostolių (angl. *first-loss*) segmentas (Cousseran ir kt., 2005). Praktikoje vienos sekiuritizacijos metu gali būti sukuriami net 15 segmentų (kiekvienai kredito reitingo kategorijai). Segmentai struktūrizuojami taip, kad aukščiausias segmentas gautų patį aukščiausią kredito reitingą – AAA, o vidurinis – bent jau BBB. Pirmų nuostolių segmentas dažnai net nereitinguojamas. Investuotojai, įsigiję AAA reitingo CDO, su 99,9% tikimybe turėtų būti tikri, kad visi įsipareigojimai pagal šiuos vertybinius popierius bus sėkmingai įvykdyti. AAA reitingo vertybiniai popieriai pagal saugumą atitinka finansiškai stabiliausių pasaulio valstybių vyriausybių vertybinius popierius. Paprastai AAA reitingo CDO sudaro apie 80–90% visų vieno sekiuritizuojamo portfelio pagrindu išleistų CDO (SME Securitisation, 2007). Skirtingų segmentų CDO gauna pinigų srautus iš užtikrinto portfelio tokia seka: visų pirma, palūkanos ir kiti mokėjimai yra atliekami aukščiausio segmento CDO investuotojams, tik patenkinus jų reikalavimus mokėjimai pradedami vykdyti viduriniojo segmento investuotojams ir tik po to jau pirmojo nuostolio segmento investuotojams. Šis reikalavimų tenkinimo eiliškumas dar vadinamas „krioklio“ principu (Fabozzi ir kt., 2007) (5 pav.).



5 pav. „Krioklio“ principas skirtinguose CDO segmentuose⁵

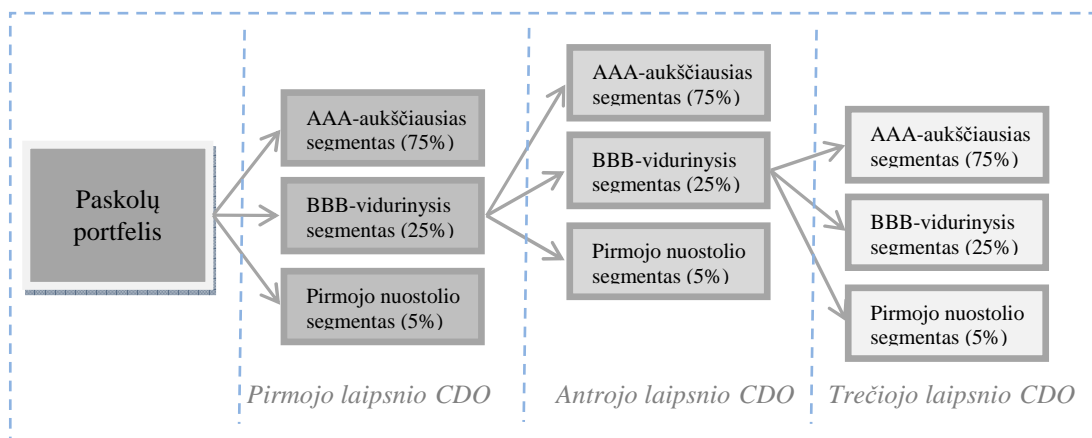
Skirtingi CDO segmentai skirtinga tvarka gauna mokėjimus, t. y. skirtinga eilės tvarka dalinasi juos užtikrinančio portfelio nuostolius. Pirmuosius nuostolius padengia pirmųjų nuostolių segmentas, būtent todėl jis yra pats rizikingiausias (Telpner, 2003). Taigi kuo žemesnio segmento CDO, tuo didesnė jo prisiimama kredito rizika ir galimi nuostoliai, tačiau tuo didesnė tikėtina grąža. Aukščiausio segmento CDO, turintys AAA ar panašų reitingą, įsigijami tokių konservatyvių investuotojų kaip pensijų fondai. Viduriniojo segmento CDO dėl didesnės grąžos yra patrauklesni labiau riziką toleruojantiems investiciniams fondams, o pirmojo nuostolio segmentą dažnai pasilieka patys bankai arba juos įsigyja didelę riziką mėgstantys investuotojai (Banner ir kt., 2008). Pasilikdamas patį rizikingiausią segmentą sau, sekuritizacijos iniciatorius investuotojams parodo, jog išleistus vertybinius popierius padengiantis turtas nėra labai prastos kokybės.

Paprastu atveju sekuritizaciją išleidžiant CDO inicijuoja tas bankas, išdavęs paskolas, kurių pagrindu formuojamas sekuritizuoti tinkamas paskolų portfelis. Tačiau sekuritizaciją, išleidžiant CDO, taip pat gali atlikti ir bankas, kuris pats tų paskolų neišdavė, bet jas nupirko iš kito banko ar finansų rinkos dalyvio. Bankas taip galėtų elgtis, jeigu pastebi arbitražo galimybę, tai yra, jeigu tikėtina CDO grąža yra mažesnė nei šiuos CDO užtikrinančio paskolų

⁵ Sudaryta autorės

portfelio grąža. Tokiu atveju, atliekant sekiuritizaciją ir išleidžiant CDO, galima uždirbti iš skirtingų turto klasių gražų skirtumo.

Kadangi pats CDO yra finansinis turtas, dažnu atveju, ypač prieš 2007 m. kilusią finansų krizę, buvo leidžiami antrojo laipsnio CDO (angl. *CDO-squared*), tai yra, buvo atliekama resekiuritizacija. Šio proceso metu pirmą kartą išleisti viduriniojo segmento CDO yra dar kartą sekiuritizuojami ir išleidžiama nauja pirmaisiais CDO užtikrinta CDO emisija – antrojo laipsnio CDO. Pastarieji CDO taip pat yra segmentuojami. Praktikoje taip pat yra leidžiami ir trečiojo laipsnio CDO.



6 pav. **Resekiuritizacijos išleidžiant pirmojo, antrojo ir trečiojo laipsnio CDO pavyzdys⁶**

Leidžiant antrojo ir trečiojo laipsnio CDO, galima gana reikšmingai padidinti pradinių CDO reitingą. Pagal 6 paveiksle pateiktą pavyzdį aukščiausias segmentas, sudarantis 75%, turi aukščiausią AAA reitingą, vidurinis, sudarantis 25%, turi BBB reitingą, o 5% dydžio pirmojo nuostolio segmentas iš viso nereitinguojamas. Taikant resekiuritizaciją, siekiama padidinti išleistų CDO, turinčių aukščiausią kredito reitingą, kiekį, todėl sekiuritizuojamas vidurinis segmentas. Pirmojo nuostolio segmento resekiuritizuoti paprastai nebeapsimoka, nes jis yra ganėtinai rizikingas, tad resekiuritizacijos metu būtų gauta gana maža aukščiausio reitingo CDO dalis. Sekiuritizavus vidurinį segmentą ir išleidus antrojo lygio CDO, bendras AAA

⁶ Sudaryta autorės, remiantis Cousseran ir kt., 2005

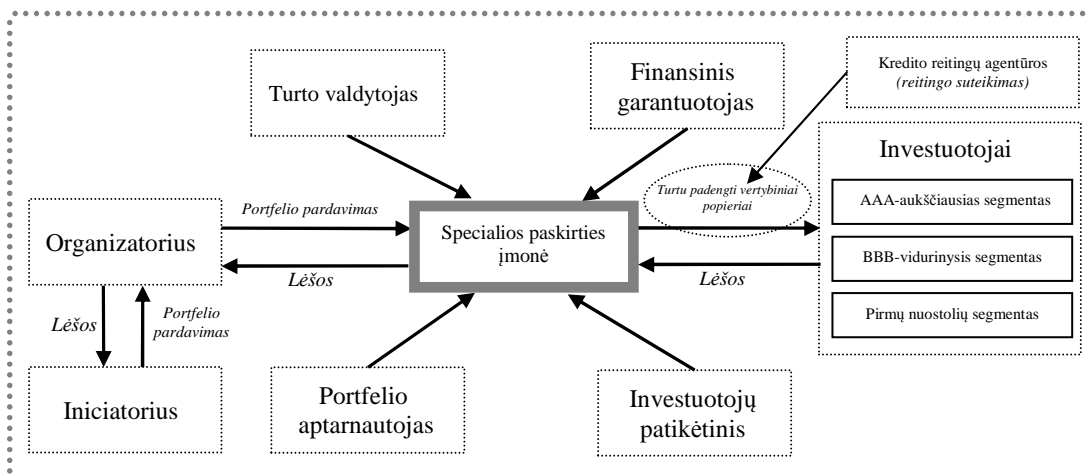
kredito reitingą turinčių CDO kiekis padidėtų nuo 75% iki beveik 94%, o išleidus trečiojo lygio CDO – tuo pačiu paskolų portfeliu užtikrintų CDO, turinčių AAA reitingą, kiekis išaugtų daugiau nei 98%. Taip, naudojantis vien tik struktūrinių finansų technikomis, galima sukurti aukštesnės kokybės turtą, nors realiai pirminio paskolų portfelio kokybė nepasikeičia.

Tai reiškia, kad, naudodami segmentavimą, sekiuritizacijos iniciatoriai taip kartais siekia dirbtinai išpūsti išleidžiamų vertybinių popierių kredito reitingą ir sutaupyti mokant investuotojams palūkanas ar rizikos premijas (Ashcraft ir kt., 2008; Mathis ir kt., 2009). Be to, ir empiriniai tyrimai rodo, kad aukščiausiojo reitingo segmentai iš tikrųjų yra pervertinti, kadangi juos reitinguojant nėra įvertinama sisteminė rizika (Coval ir kt., 2009). Palyginus segmentuotas sekiuritizacijos finansines priemones su tradiciniais atitinkamo kredito reitingo fiksuotų pajamų vertybiniais popieriais, šių abiejų finansų priemonių rizikos yra labai skirtingos (Brennan ir kt., 2009).

Segmentavimo panaudojamas grindžiamas dar ir tuo, kad jis padeda spręsti investuotojų informacijos trūkumo problemą. Sekiuritizacijos metu leidžiant paprastus vienai investuotojų klasei skirtus turtu padengtus vertybinius popierius, investuojantys į šiuos vertybinius popierius iš esmės nežino užtikrinančio paskolų portfelio kokybės, o dėl informacijos trūkumo investuotojai sutinka mokėti mažesnę kainą už vertybinius popierius nei galbūt jie verti. Dėl to sekiuritizacijos proceso iniciatorius nenori sekiuritizavimui naudoti pačios aukščiausios kokybės paskolų. Tačiau, segmentuojant išleistus turtu padengtus vertybinius popierius, iniciatorius gali pasilikti sau visą ar dalį pirmųjų nuostolių segmento. Pasilikęs pirmojo nuostolio segmentą sau, iniciatorius tikrai bus suinteresuotas siekti, kad portfelį sudarančių paskolų kokybė yra ir išliks pakankamai gera. Pasilikdamas pirmo nuostolio segmentą sau, iniciatorius galės parduoti investuotojams viduriniojo segmento dalį pasiūlydamas daug mažesnę palūkanų normą (Cousseran ir kt., 2005). Taigi, mažiau informacijos apie užtikrinantį portfelį turintys investuotojai perka aukštesnio lygio segmentus, o labiau informuoti investuotojai, tokie kaip rizikos draudimo (angl. *hedge*) fondai, įskaitant iniciatorių, – rizikingesnius,

bet didesnę grąžą siūlančius žemesnio lygio segmentus. Asimetrinės informacijos problemos sprendimą panaudojant segmentavimą pagrindžia ir moksliniai tyrimai (Gorton ir kt., 1990; Boot ir kt., 1993).

Anksčiau pateiktuose skirtingų sekiuritizacijos rūšių paveiksluose buvo parodytas pats sekiuritizacijos procesas neatsižvelgiant į kitus, be iniciatoriaus ir investuotojų, proceso dalyvius. Tačiau realybėje šiame procese gali dalyvauti net 25 šalys: administratorius, auditorius, investicinis bankas, teisinių konsultacijų įmonė, išleistų vertybinių popierių listingavimo vertybinių popierių biržoje agentas, finansinis garantuotojas, mokėjimų agentas, kelios reitingų agentūros, investuotojų interesus atstovaujanti šalis ir kt. (Kobierowski, 2008; Framework, 2002). Tipiniai sekiuritizacijos su investuotojų segmentavimu proceso dalyviai matomi 7 paveiksle.



7 pav. Pagrindiniai sekiuritizacijos, išleidžiant CDO, proceso dalyviai⁷

Iniciatorius, kaip jau minėta, pats suformuoja arba nuperka sekiuritizacijai tinkamą turto portfelį. Kadangi dažniausiai yra sekiuritizuojamos įvairių rūšių paskolos, iniciatorius paprastai yra bankas ar kita kreditus teikianti įstaiga. Siekiant teisiškai užtikrinti turto atskyrimą nuo iniciatoriaus balanso, paskolų portfelis yra parduodamas organizatoriui, kuris formuoja visą būsimos sekiuritizacijos struktūrą. Organizatorius yra atsakingas už visą proceso eigą ir bendradarbiauja su iniciatoriumi, būsimais investuotojais, teisinių paslaugų

⁷ Sudaryta autorės, remiantis Cousseran ir kt., 2005

įmonėmis, kredito reitingų agentūromis ir kitomis trečiosiomis šalimis. Organizatorius atsako už sekiuritizuoti numatomo paskolų portfelio kokybės patikrinimą, vertina portfelį aptarnaujančios įmonės gebėjimą tai tinkamai padaryti. Jeigu išleistus turtu padengtus vertybinius popierius numatoma siūlyti viešai, tuomet organizatorius turi taip pat pasirūpinti prospektu, kuris turės būti pateikiamas investuotojams. Organizatorius taip pat rūpinasi, kad sekiuritizacijos procesas vyktų pagal visus taikomus teisės aktus ir būtų gauti visi reikalingi finansų rinkos priežiūros institucijų leidimai (Cousseran ir kt., 2005). Organizatorius taip pat yra atsakingas už specialios paskirties įmonės įsteigimą. Šios įmonės steigiamos tose valstybėse ar teritorijose, kuriose yra sekiuritizacijai palankiausias teisinė ir mokesčių sistemos. Organizatoriais paprastai būna bankai, investiciniai bankai ar kitos finansų institucijos.

Portfelio aptarnautojas yra sekiuritizacijos proceso dalyvis, kuriam priskirta aptarnauti sekiuritizuojamą paskolų portfelį: surinkti periodines įmokas, bendrauti su paskolų gavėjais, stebėti bendrą portfelio kokybę ir apie tai informuoti organizatorių. Dažnai portfelio aptarnautojas būna pats iniciatorius – paskolas išdavęs bankas. Turto valdytojas surenka sekiuritizacijai tinkamo turto portfelį ir toliau valdo turtą, perduotą specialios paskirties įmonei. Dažnai turto valdytojas turi dalį turtu padengtų pirmojo nuostolio segmento vertybinių popierių. Tokiu būdu užtikrinamas pastarojo interesas išlaikyti aukštos kokybės turtą, kuriuo yra padengti vertybiniai popieriai.

Finansinis garantuotojas paprastai yra draudimo įmonė (angl. vadinama *monoline insurer*), kuri suteikia draudimą, garantiją ar per kredito išvestinę finansinę priemonę padidina turtu padengtų vertybinių popierių kokybę, o tai leidžia jiems gauti aukštesnį kredito reitingą. Šios draudimo įmonės paprastai specializuojasi tik draudžiant skolos vertybinius popierius ir pačios turi labai aukštą kredito reitingą. Investuotojų patikėtinis yra paskirtas veikti investuotojų vardu, tad jis prižiūri, kad visi jiems priklausantys pinigų srautai pasiektų investuotojus. Jeigu turtu padengtus vertybinius popierius numatoma siūlyti viešai, paprastai teisės aktai reikalauja, kad investuotojų patikėtiniu būtų paskirtas su iniciatoriumi ir kitais sekiuritizacijos proceso dalyviais nesusijęs

juridinis asmuo. Specialios paskirties įmonės bankroto atveju investuotojų patikėtinis taip pat turėtų rūpintis padengtus vertybinius popierius užtikrinančio turto pardavimu ir gautų lėšų investuotojams perdavimu (Framework, 2002). Investuotojų patikėtinio išlaidos apmokamos visų pirma, t. y. turi prioritetą prieš visų investuotojų reikalavimus.

Investuotojų požiūriu vienas svarbiausių dalyvių sekiuritizacijos procese yra kredito reitingų agentūros, suteikiančios tam tikrą reitingą turtu padengtiems vertybiniais popieriams. Investuotojai patys niekaip negalėtų nuodugniai patikrinti įkeičiamo turto kokybės, be to, tarp iniciatoriaus ir specialios paskirties įmonės neišvengiamai iškiltų interesų konfliktas: iniciatorius, be abejonės, norėtų specialios paskirties įmonei perduoti rizikingiausią turtą, o sau pasilikti patikimesnį. Nuo šių grėsmių, suteikdama turtu padengtiems vertybiniais popieriams jų riziką atitinkantį reitingą, investuotoją turėtų apsaugoti kredito reitingų agentūra. Nors organizatorius atlieka sekiuritizuojamo turto kokybės vertinimą, kredito reitingų agentūra tai turi atlikti taip pat. Tačiau kredito reitingų agentūrų suteikiamas kredito reitingas turėtų būti laikomas tik kaip nepriklausoma nuomonė, bet ne rekomendacija tam tikrą vertybinį popierių pirkti ar perduoti. Reitingas atspindi tikimybę, kad bus mokamos visos priklausančios palūkanų normos, o termino pabaigoje vertybiniai popieriai bus išpirkti už visą jų vertę (Partnoy, 2006).

Šiame skyriuje buvo iškirtos ir aptartos pagrindinės sekiuritizacijos schemas, jų tipai ir proceso dalyviai. Vis tik reiktų pastebėti, kad realybėje sekiuritizacijos schemų ir rūšių būna kur kas daugiau ir įvairesnių, bet aptartosios formos atspindi bazinius sekiuritizacijos proceso motyvus ir ypatybes.

1.2. SEKIURITIZACIJOS TAIKYMO MIKROEKONOMINĖS PASEKMĖS

Sėkmingos sekiuritizacijos plėtros pasaulyje priežastys yra įvairios. Visų pirma, svarbiausia yra, kokie motyvai lemia sekiuritizacijos iniciatorių pasirinkimą atlikti sekiuritizacijos sandorius. Vieni svarbiausių jų yra sekiuritizacijos sudaroma galimybė priėti prie papildomų kredito išteklių bei diversifikuoti veiklos finansavimosi šaltinius. Tačiau sekiuritizacijos ir atitinkamai turtu padengtų vertybinių popierių paplitimą pasaulyje taip pat įtakojo investuotojų paklausa šioms finansinėms priemonėms ir kiti svarbūs mikroekonomikos lygio veiksniai, kurie toliau analizuojami šiame skyriuje.

1.2.1. NAUDA SEKIURITIZACIJOS INICIATORIAMS

Sekiuritizacijos atsiradimas ir plėtra iš esmės keitė egzistavusias bankininkystės tradicijas pasaulyje. Sekiuritizacija suteikė bankams galimybę parduoti paskolas arba bent jų kredito riziką kapitalo rinkoms. Taip pat ir turtu padengti vertybiniai popieriai išpopuliarėjo visame pasaulyje per gana trumpą laiką. Galima išskirti ne vieną priežastį, kodėl sekiuritizacijos iniciatoriai (dažniausiai bankai) nusprendžia sekiuritizuoti savo gautinus pinigų srautus. Didelė iniciatorių motyvacija naudoti sekiuritizaciją yra viena pagrindinių priežasčių, kodėl sekiuritizacija taip išplito. Toliau aptariami dažniausiai mokslinėje literatūroje išskiriami motyvai, skatinantys iniciatorius naudoti sekiuritizacijos mechanizmą.

Pigesni kredito ištekliai. Vienas pagrindinių bankų motyvų naudoti sekiuritizaciją yra galimybė pasiekti pigesnius ir didesnius finansinius išteklius. Parduodami nelikvidžių paskolų portfelį, bankai iš karto už jį gauna lėšas, beveik lygias jo vertei, kurias gali toliau panaudoti skolinimui. Toks finansavimas, lyginant su kitais apsirūpinimo finansiniais ištekliais šaltiniais, dažnai yra pigesnis. Pavyzdžiui, leisdamas paprastus skolos vertybinius popierius, bankas išleisť daugiau lėšų šių vertybinių popierių palūkanų

mokėjimams, nes skolos vertybinių popierių reitingas būtų analogiškas banko reitingui (kuris retai būna pats aukščiausias), o didesnės dalies turtu padengtų vertybinių popierių reitingas būtų pats aukščiausias – AAA (Čipkutė, 2009).

Skolinimosi tikslais banko reitingo, atspindinčio jo finansinį patikimumą (kreditingumą), pakeitimas turtu padengtų vertybinių popierių reitingu vadinamas *kredito arbitražu*. Kredito arbitražas gali atsirasti dėl dviejų priežasčių. Pirma, kredito arbitražas atsiranda, jeigu banko sekiuritizuojamų paskolų gavėjai turi didesnius reitingus nei pats bankas. Antra, sekiuritizacijos metu išleistų turtu padengtų vertybinių popierių reitingas gali būti aukštesnis nei iniciatoriaus. Kuomet skirtingos paskolos sutraukiamos į paskolų portfelį ir apsaugomos nuo kitų banko rizikų, įskaitant pačio banko kredito riziką, statistiškai tokiu portfelium padengti aukščiausio ir vidurinio segmento vertybiniai popieriai pasižymi mažesne kredito rizika nei atskirai paimta kiekviena iš paskolų portfelį sudarančių paskolų. Paskolų portfelium padengtų vertybinių popierių reitingas yra didesnis nei atskirų jį sudarančių paskolų, nes tikimybę, kokia paskolų portfelio dalis taps bloga, galima lengviau apskaičiuoti, prognozuoti, o dėl to ir įvertinti, nei tikimybę, kad atskiras paskolos gavėjas arba pats sekiuritizaciją inicijuojantis bankas taps nemokus (Model, 2012).

Bankas gali turėti patį prasčiausią reitingą, tačiau formaliai pagal jo suteiktas paskolas išleisti turtu padengti vertybiniai popieriai bus reitinguojami atsižvelgus ne į banko reitingą, bet tik į sekiuritizuojamo paskolų portfelio rizikingumą (Ramsay, 1993; Pais, 2005b). Sekiuritizacijos panaudojimas, siekiant prieiti prie pigesnių finansavimosi išteklių, leidžia bankams optimizuoti rizikos pasidalinimą su kapitalo rinkomis ir todėl atpiginti savo finansavimosi šaltinius. Todėl rizikingesni bankai, kartu su turtu padengtais vertybiniais popieriais kapitalo rinkoms perduodami ir dalį savo rizikos, iš sekiuritizacijos gaus daugiausiai naudos (Benveniste ir kt., 1987). Be to, tam tikros rizikos, susijusios su įkeičiamu paskolų portfelium, gali būti atskirtos nuo portfelio ir perduotos kitoms šalims, kurios geriausiai jas gali įvertinti ir valdyti. Siekiant šių tikslų, naudojamas išleidžiamų vertybinių popierių

segmentavimas, kuomet skirtingo rizikingumo vertybinius popierius įsigyja skirtingą apetitą rizikai turintys investuotojai (Martin, 2009; Bannier ir kt., 2008). Taigi, sekiuritizacija gali būti ypač patrauklus finansavimosi šaltinis mažesnius kredito reitingus turintiems bankams.

Nauda banko balansui. Pažvelgus į finansinę atskaitomybę, aišku, kad sekiuritizuojamas paskolų portfelis tikrosios sekiuritizacijos atveju yra išimamas iš banko balanso. Tai sumažina banko finansinį svertą per skolinto ir nuosavo kapitalo santykio sumažėjimą. Finansinio sverto sumažinimo efektas pasiekiamas už išleistus turtu padengtus vertybinius popierius gautas lėšas panaudojus skolų ir kitų įsipareigojimų apmokėjimui. Paprastai tokiu atveju padengiami ilgalaikiai ir brangūs įsipareigojimai (Čipkutė, 2009). Pagerėjus banko skolos ir nuosavybės santykiui, bankas gali skolintis daugiau.

Be to, dėl sekiuritizacijos didėja banko grynosios pajamos ir mažėja turtas. Sekiuritizaciją naudojančių bankų nuosavybės grąžos rodiklis, nors ir nežymiai, bet paprastai būna geresnis (Jiangli ir kt., 2008). Taip pat paskolų portfelio pardavimas santykinai padidina banko ne iš palūkanų gaunamas pajamas, o tai, atsižvelgus į bankams taikomų reikalavimų kapitalui taisykles, leidžia pagerinti nuosavybės grąžą (Milton ir kt., 2006; Report, 2011). Tyrimai rodo, kad bankai sekiuritizaciją dažniau taiko ketvirčio pabaigoje, o tai reiškia, kad sekiuritizacija sąmoningai naudojama norint pagerinti finansinės atskaitomybės kokybę (Dechow ir kt., 2006). Tačiau, siekiant, kad pasinaudodami sekiuritizacijos mechanizmais, bankai nemanipuliuotų finansinės atskaitomybės taisyklėmis, tarptautinės finansinės atskaitomybės standartai buvo pakoreguoti taip, kad iš balanso išimti paskolų portfelį būtų galima tik tais atvejais, kai iniciatorius tikrai jokiais formaliais ir neformaliais ryšiais nesusijęs su turtą perimančia specialios paskirties įmone. Reiktų pastebėti, kad nauda banko balansui ir kiti apskaitos tikslai paprastai nėra pagrindinė sekiuritizacijos naudojimo priežastis.

Mažesnis kapitalo poreikis. Kitas tradiciškai svarbus motyvas bankams naudotis sekiuritizacija yra susijęs su sekiuritizuojamomis paskolomis susijusiai rizikai perkelti. Paskolų portfelio rizika yra perkeliama

investuotojams, o tai padeda bankams išlaisvinti dalį kapitalo, reikalaujamo pagal kapitalo pakankamumo taisykles. Šis sekuritizacijos privalumas ypač svarbus bankams, kurių paskolų geografinė ir sektorinė koncentracija yra didelė (Ergungor, 2003; Framework, 2002). Banko kapitalas, sudarytas iš akcijų arba subordinuotų paskolų, reikalauja užtikrinti akcininkams ir subordinuotų paskolų davėjams santykinai didesnę grąžą nei skolintas kapitalas ar kiti finansavimosi būdai. Todėl bankas, sekuritizacijos metu pašalinantis dalį paskolų portfelio iš savo balanso, užtikrina, kad šio portfelio rizikai padengti nereikės tam tikro kiekio papildomo kapitalo (Dionne ir kt., 2003) kuris, kaip minėta, jam yra santykinai brangus.

Vis tik galutinį sekuritizacijos efektą banko kapitalo poreikiui yra gana sunku įvertinti, nes dėl to, kad, naudodamas sekuritizaciją, bankas sumažino turimas rizikas ir atlaisvino dalį kapitalo, jis gali nuspręsti prisiimti papildomų didesnių rizikų, tad galutinis sekuritizacijos efektas banko kapitalo poreikiui sunkiai prognozuojamas (Dionne ir kt., 2003). Tačiau siekiant, kad bankai nemanipuliuotų kapitalo pakankamumo taisyklėmis norėdami susimąžinti kapitalo reikalavimus, tačiau taip nesumažindami arba santykinai mažiau sumažindami savo turimą riziką, pasauliniu mastu taikomos taisyklės dėl bankų kapitalo reikalavimų pastaraisiais metais buvo peržiūretos ir atitinkamai pakoreguotos⁸.

Be to, lyginant kredito įstaigas su kapitalo reikalavimų neprivalančiomis laikyti finansinėmis institucijomis, pastarosios būna labiau linkusios taikyti sekuritizaciją (Minton ir kt., 2004). Iš to galima daryti išvadą, kad sekuritizacijos naudojimas kapitalo mažinimo tikslais nėra pagrindinė sekuritizacijos sandorių atlikimo priežastis. Teiginį, kad kapitalo mažinimo tikslas nėra pagrindinis sekuritizacijos motyvas, pagrindžia ir atlikti moksliniai tyrimai, kurių metu nustatyta, kad svarbiausi sekuritizacijos naudojimo motyvai yra siekis gauti pigesnius kapitalo išteklius ir galimybė

⁸ Bankų kapitalo reikalavimų pakeitimai dėl sekuritizacijos detalai analizuojami 3.4. skyriuje „Sekuritizacijos iniciatorių ir specialios paskirties įmonių reguliavimas“

diversifikuoti finansavimosi šaltinius (Agostino ir kt., 2009; Cardone ir kt., 2010).

Alternatyvus finansavimosi šaltinis. Bankai savo veiklą finansuoja iš kelių šaltinių: akcinio kapitalo, indėlių, tarpbankinių paskolų ar skolindamiesi kapitalo rinkose. Tradiciškai pagrindinis bankų finansavimosi šaltinis buvo indėliai, tačiau po krizių ar jų metu žlungant bankams, pasitikėjimas bankine sistema sumažėjo, tad gyventojai ėmė ieškoti alternatyvių pinigų laikymo būdų arba norėjo gerokai didesnės grąžos už savo lėšas. Tokia situacija JAV paskatino pinigų rinkos fondų atsiradimą, o taip pat privertė bankus ieškoti alternatyvių veiklos finansavimosi šaltinių. Tokiu būdu tarp bankų išpopuliarėjo finansavimasis per kapitalo rinkas leidžiant įvairias finansines priemones (Ergungor, 2003). Taigi, per sekiuritizaciją išleidžiami turtu padengti vertybiniai popieriai taip pat yra alternatyvus bankų veiklos finansavimosi šaltinis. Bankai ją naudoja, jeigu, pavyzdžiui, esami veiklos finansavimo šaltiniai yra pilnai išnaudoti arba jeigu siekiama diversifikuoti finansavimosi šaltinius taip mažinant priklausomybę nuo esamų šaltinių (Report, 2011).

Be to, bankai kartais sekiuritizaciją naudoja tada, kai kiti finansavimo šaltiniai neprieinami dėl banką ištikusių finansinių sunkumų (Čipkutė, 2009) arba bankas jau ir taip turi didelį skolos lygį, arba kai banko akcijų kainos yra gana žemos ir todėl nauja akcijų emisija nebūtų naudinga. Taip pat papildomai skolintis bankui ar kitai finansų institucijai gali drausti sutartiniai įsipareigojimai su kreditoriais (Milton ir kt., 2006). Tokiu atveju sekiuritizacija taip pat gali būti išeitis tolesniam veiklos plėtros finansavimui užtikrinti.

Sekiuritizavęs dalį balanso, bankas gauna ilgalaikes lėšas (turtu padengti vertybiniai popieriai paprastai yra ilgalaikė finansinė priemonė), o tai yra labai svarbu bankui valdant savo įsipareigojimų struktūrą pagal terminus. Bankai savo veiklą dažnai finansuoja iš trumpalaikių indėlių, o, įvertinus tai, kad paskolos paprastai yra daug ilgesnio laikotarpio, tai gali bankui sukelti likvidumo problemų. Todėl sekiuritizacijos naudojimas leidžia bankui pagerinti balansą tarp ilgalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų. Dėl šios

priežasties kartais gali būti taip, kad bankas sekurizaciją nusprendžia naudoti ne todėl, kad tai jam leistų pritraukti pigesnių finansavimosi šaltinių, bet dėl to, kad ši priemonė padėtų spręsti likvidumo bei turto ir įsipareigojimų trukmės balansavimo problemas (Study on ABS, 2004).

Sekurizacija taip pat gali suteikti mažiems bankams anksčiau neprieinamą galimybę prieiti prie kapitalo rinkų: sujungus kelių mažesnių bankų paskolų portfelius, galėtų būti pasiektas pakankamas portfelio dydis efektyviam sekurizacijos sandoriui atlikti. Mažų bankų dalyvavimas sekurizacijoje ypač skatintinas visų pirma dėl to, kad jie paprastai kredituoja mažas ir vidutines įmones, naujus, inovatyvius projektus ar nišinį verslą. Be to, mažų bankų patekimas į kapitalo rinkas per sekurizaciją didina jų žinomumą ir galimybes vėliau savarankiškai siekti finansavimo pritraukimo kapitalo rinkose per naujas akcijų ar skolos vertybinių popierių emisijas.

Siekiant mažinti priklausomybę nuo esamų finansavimosi šaltinių, sekurizacijos panaudojimas galėtų būti aktualus tose šalyse, kuriose veikia užsienio kapitalo finansuojami bankai, pavyzdžiui Lietuvoje. Tokie bankai, kaip alternatyvą motininių bankų paskoloms, kurių srautai labai priklausomi nuo pastarųjų bankų finansinės būklės, galėtų naudoti sekurizaciją. Sekurizacija galėtų būti ir svarbi veiklos finansavimo alternatyva stiprių akcininkų neturintiems bankams, kurie savo veiklą finansuoja beveik išskirtinai iš pritrauktų indėlių. Dalies finansavimo poreikio patenkinimas kapitalo rinkose leistų diversifikuoti veiklos rizikas įvairiais ekonominio ciklo periodais.

Mažesnė išorės kontrolė. Veiklos finansavimas, leidžiant turtu padengtus vertybinius popierius, skiriasi nuo kitų veiklos finansavimo būdų kapitalo rinkoje. Akcijų ar tradicinių skolos vertybinių popierių emitentas visą laiką yra stebimas ir analizuojamas investuotojų, finansų analitikų, taip pat analizuojama kaip emitentas elgiasi su kapitalo rinkose pasiskolintomis lėšomis. Tuo tarpu turtu padengtus vertybinius popierius leidžia specialios paskirties įmonė, kuri yra atskirta nuo iniciatoriaus, o ir padengtas turtas paprastai išimamas iš banko balanso, todėl bankai su lėšomis, gautomis per sekurizacijos mechanizmus,

gali elgtis kaip su kitomis nuosavomis lėšomis, be didelio išorinio monitoringo ir kontrolės (Pais, 2005a).

Specializacijos gilinimas. Nors sekiuritizuojamas paskolų portfelis paprastai yra perduodamas arba perduodamas specialios paskirties įmonei, bankas išlaiko glaudžius santykius su klientais, kadangi ir toliau aptarnauja jiems suteiktas paskolas. Taigi, yra atskiriama paskolų teikimo (pardavimo) funkcija nuo paskolų finansavimo funkcijos. Tokiu būdu bankai, turintys išskirtinį konkurencinį pranašumą siūlydami paskolas (didelis pardavimų tinklas ir kt.), bet neturintys daug finansinių išteklių, gali specializuotis tik paskolų teikimo srityje (Pais, 2005b). Kita vertus, naudodami sekiuritizaciją, bankai gali dalyvauti paskolų išdavime patys šių paskolų neišduodami (jeigu perperka paskolų portfelį iš kito banko). Specializacijos motyvas sekiuritizacijai naudoti gali būti aktualus mažesniems bankams, kurie gali turėti specifinių kompetencijų vertinant paskolų gavėjų mokumą bei jiems išduodant paskolas (ypač tam tikrame geografiniame regione), tačiau yra per maži ir nepakankamai patyrę, kad galėtų prieiti prie didelių finansinių išteklių (Martin, 2009).

Papildomų pajamų argumentai. Sekiuritizacijos panaudojimas bankams bei kitiems schemos dalyviams taip pat yra papildomų pajamų šaltinis. Pajamų šaltiniais schemos dalyviams gali būti bet kuris proceso etapas: sekiuritizuojamo paskolų portfelio suformavimas, sandorio suorganizavimas, užmokestis už likvidumo ir kitų kredito užtikrinimo priemonių teikimą. Kuo labiau sekiuritizacijos sandorių apimtys pasaulyje ėmė augti, tuo reikšmingesniu tapo papildomų pajamų motyvas sekiuritizacijai atlikti (Report, 2011). Ir, apskritai, empiriniai tyrimai patvirtina, kad sekiuritizacijos panaudojimas leidžia bankams padidinti pelnus (Riddiough, 1997).

Specifiniai banko motyvai. Pasirinkimą sekiuritizuoti savo turtą, be aptartų motyvų, taip pat įtakoja ir kiekvieno banko specifinė situacija. Tikimybė, kad bankas imsis savo paskolų sekiuritizacijos, didėja tuo labiau, kuo bankas tampa didesnis, nors ir maži bankai naudoja sekiuritizaciją. Mažiesiems bankams sekiuritizacija dar gali būti patraukli tuo, kad, ją

naudodami, bankai taip netiesiogiai gali pradėti vystyti investicininkės bankininkystės veiklą bei gauti su tuo susijusių pajamų. Bankas rečiau imsis sekuritizacijos, jeigu jo likvidumo pozicija labai gera, nes jam tiesiog nereikalingos papildomos lėšos. Be to, bankai, kuo didesnė yra jų tikėtina kredito rizika (mažesnis kredito reitingas), tuo labiau linkę naudoti sekuritizaciją. Šios išvados leidžia daryti prielaidą, kad sekuritizaciją bankai naudoja kaip rizikos perdavimo ir, tuo pačiu, mažinimo priemonę (Jiangli ir kt., 2008).

Be to, sekuritizacijos naudojimo motyvai skiriasi ir skirtinguose pasaulio regionuose bei šalyse: JAV bankai sekuritizacija naudoja daugiausiai kaip rizikos perdavimo priemone ir siekdami pagerinti savo veiklos rodiklius. Dauguma Europos bankų sekuritizaciją renkasi todėl, kad, ja naudojantis, sumažėja kapitalo reikalavimai, o, pavyzdžiui, Vokietijos bankuose sekuritizacija dažniausiai naudojama kaip papildomo finansavimo priemonė (Schuetz, 2012).

Valstybės turto sekuritizacijos nauda. Sekuritizacijos mechanizmą gali naudoti ne tik bankai ar privatūs subjektai, bet ir valstybės institucijos, sekuritizuodamos savo gautinus pinigų srautus. Valstybei, kaip iniciatoriui, sekuritizacijos panaudojimas gali būti patrauklus tuo, kad valstybei priklausančio turto sekuritizacija leistų geriau nustatyti jo rinkos vertę ir pasinaudoti vertės padidėjimu (Assessing, 2003). Sekuritizuojant galima būtų gauti lėšas iš karto nelaukiant, kol turtas bus kažkada vėliau likviduotas ar sugeneruos planuotą grąžą. Tai gali leisti subalansuoti biudžetą bei sumažinti valstybės skolos lygį, kadangi gautos lėšos gali būti panaudojamos valstybės funkcijoms finansuoti papildomai nedidinant valstybės skolos (Jobst, 2006). Taip pat sekuritizacijos naudojimas moko valstybės institucijas efektyviau ir aktyviau valdyti valstybės turtą, didina valstybės institucijų veiklos skaidrumą. Turtu padengtų vertybinių popierių leidimas yra atliekamas rinkos sąlygomis, turtą vertina kredito reitingų agentūros, o visą procesą analizuoja investuotojai (Framework, 2002). Valstybės turtu padengtų vertybinių popierių platinimas

tarptautinėse kapitalo rinkose taip pat suteikia galimybę pritraukti užsienio investuotojų dėmesį.

Valstybei priklausantis turtas yra sekiuritizuojamas, pavyzdžiui, Italijoje, Meksikoje, Argentinoje, Indijoje, Brazilijoje, Venesueloje, Honkonge, Tailande, Korėjoje, Malaizijoje. Dažniausiai yra sekiuritizuojamos ateities mokesčių, naftos, dujų eksporto pajamos. Iš šių turtu padengtų vertybinių popierių pardavimo gautas lėšas valstybės naudoja biudžeto balansavimui, valstybės skolos valdymui ar infrastruktūros tobulinimui (Jobst, 2006). Verta pastebėti, kad sekiuritizaciją labiau linkusios naudoti mažiau ekonomiškai išsivysčiusios valstybės. Tam įtakos daro tai, kad tokios valstybės paprastai turi mažesnius kredito reitingus, o tų pačių valstybių išleisti turtu padengti vertybiniai popieriai gali būti reitinguoti ir aukščiau, priklausomai nuo jas užtikrinančio turto kokybės. Taigi, ir valstybės sekiuritizaciją naudoja siekdamos pigiau pasiskolinti.

1.2.2. SEKIURITIZACIJOS NAUDA INVESTUOTOJAMS IR PASKOLŲ GAVĖJAMS

Sekiuritizacijos proceso metu yra sukuriamos finansinės priemonės – turtu padengti vertybiniai popieriai. Turtu padengtų vertybinių popierių populiarumą kapitalo rinkose sukėlė didelė jų paklausa tarp įvairių investuotojų grupių, o tai paskatino ir pačios sekiuritizacijos naudojimą (Čipkutė, 2009). Turtu padengti vertybiniai popieriai sudarė investuotojams galimybes investuoti į daug įvairesnį turtą tokiu būdu diversifikuojant savo investicijas (Jobst, 2005a). Be to, pritaikius sekiuritizacijos mechanizmą su segmentavimu sudaromi skirtingo rizikos-grąžos lygio turtu padengti vertybiniai popieriai, tad jie pritraukia didesnę skirtingų investuotojų ratą.

Turtu padengti vertybiniai popieriai sudarė galimybę įvairiems investuotojams diversifikuoti savo investicijų portfelį įtraukiant naujas turto rūšis bei rizikas, išskaidyti savo portfelį riziką skirtinguose ūkio sektoriuose įsigyjant vertybinių popierių, padengtų tam tikrame sektoriuje generuojamu

turtu. Taip pat investuotojai dabar gali sumažinti rizikas, susijusias su atskirų emitentų rizika, nes turtu padengtų vertybinių popierių rizikingumas priklauso ne nuo vieno emitento, bet nuo viso įkeisto portfelio kokybės.

Turtu padengti vertybiniai popieriai yra ypač patrauklūs konservatyviems investuotojams – pensijų fondams, draudimo įmonėms, bankams, kadangi jie dažniausiai turi aukštus kredito reitingus, o tai ne taip dažnai pasitaiko paprastų vertybinių popierių atveju (Framework, 2002). Apie 1980 m. minėti instituciniai investuotojai pasaulyje jau buvo sukaupę nemažas lėšų sumas, kurių investavimui ieškojo naujų, grąžą generuojančių turto klasių (Pozsar, 2011). Taip pat paprastai konservatyvūs instituciniai investuotojai turi investavimo taisykles, numatančias, į kokio rizikingumo vertybinius popierius jiems galima investuoti. Kadangi turtu padengtų vertybinių popierių reitingai dideli, į juos daug investuoja būtent stambūs konservatyvieji investuotojai. Be to, tam tikro kredito reitingo turtu padengti vertybiniai popieriai paprastai turi didesnę grąžą, nei analogiško kredito reitingo kitokių rūšių vertybiniai popieriai (Report, 2011), tad didesnė sekiuritizacijos produktų grąža neabejotinai prisidėjo prie jų populiarumo didėjimo.

Kitas turtu padengtų vertybinių popierių paklausos augimo šaltinis yra jų, kaip užtikrinimo priemonės, panaudojimas. Finansų rinkoms vis labiau vystantis, paplito praktika, kai tam tikruose sandoriuose reikia pateikti užtikrinimo priemones, kurios padeda mažinti sandorio riziką, tai yra riziką, kad sandorio šalis neįvykdys savo įsipareigojimų. Užtikrinimo priemonių poreikis kyla iš trijų pagrindinių sričių. Pirma, per pastaruosius kelis dešimtmečius praktiškai nuo nulio išsivystė išvestinių finansinių priemonių rinka. Išvestinių finansinių priemonių sandoriuose reikalaujama, kad, kuomet iš šio sandorio vienai iš šalių kyla įsipareigojimas mokėti, pastaroji turi pateikti užtikrinimo priemonę kaip įrodymą, kad ji galės vykdyti iš sandorio kylančius įsipareigojimus. Antra, tarpuskaitos (kliringo) ir atsiskaitymo sistemose, per kurias vyksta atsiskaitymai valiutomis bei už vertybinių popierių sandorius, taip pat yra reikalaujama užtikrinimo priemonių. Netgi patys sekiuritizacijos sandoriai, kurių metu yra sukuriami nauji vertybiniai popieriai, didina

tarpuskaitos (kliringo) ir atsiskaitymo sistemų poreikį bei atitinkamai užtikrinimo priemonių naudojimą. Trečia, tarp institucinių investuotojų ir kitų rinkos dalyvių pastarąjį dešimtmetį labai išpopuliarėjo atpirkimo sandoriai (angl. *repo*), kai viena šalis paskolina kitai šaliai lėšų, o pastaroji paskolai užtikrinti pateikia vertybinius popierius (Gorton ir kt., 2011).

Kaip užtikrinimo priemonę finansiniuose sandoriuose paprastai yra reikalaujama pateikti aukštos kokybės ir likvidų turtą, pavyzdžiui, pinigus ar aukščiausio reitingo finansines priemones. Dėl minėtų priežasčių sandoriams užtikrinti dažnai yra naudojami ekonomiškai stabilių valstybių vyriausybių vertybiniai popieriai (JAV, Vokietijos ir pan.). Jeigu užstatui tinkamų vyriausybės vertybinių popierių rinkoje nepakanka paklausai patenkinti, finansų rinkos dalyviai dažniausiai pasirenka naudoti turtu padengtus vertybinius popierius. Papildomos galimybės panaudoti turtu padengtus vertybinius popierius taip pat didino šių finansinių priemonių paklausą ir skatino sekiuritizacijos rinkas.

Turtu padengtų vertybinių popierių populiarumą dar paskatino sparti technologijų plėtra, kuomet tapo įmanoma rinkti, kaupti, saugoti ir įvairiais pjūviais analizuoti didelius informacijos kiekius, o tai ypač reikšminga formuojant vertybinius popierius padengiantį paskolų portfelį, analizuojant jo charakteristikas bei rizikos lygį (Altunbas ir kt., 2007). Informacinių technologijų pažanga leido gerokai atpiginti sekiuritizacijos sandorio kaštus ir kapitalo rinkai pasiūlyti įvairesnių finansinių instrumentų.

Kartu sekiuritizacijos plėtra pagyvino ir pasaulio kapitalo rinkas. Sekiuritizacijos metu yra sukuriamas kapitalo rinkose prekiaujamas likvidus turtas. Nesekiuritizuotas turtas būtų tiesiog likęs bankų balansuose ir niekaip nenaudojamas, pavyzdžiui, labai mažai investuotojų ryžtųsi tiesiogiai investuoti į paskolas, tai yra skolinti būsto kreditų gavėjams, automobilių pirkėjams, kredito kortelių turėtojams. Tačiau investuotojai sutinka pirkti minėtomis paskolomis padengtus vertybinius popierius, kurie yra santykinai saugūs ir likvidūs (Fabozzi ir kt., 2007). Todėl turtu padengtų vertybinių popierių leidimas padidino kapitalo rinkų efektyvumą ir likvidumą pasiūlant

rinkoms tinkamus prekiauti finansinius reikalavimus (Jobst, 2005b). Be to, sekiuritizacija skatina taupymą, nes visuomenei yra pasiūlomi papildomi investavimo ir taupymo produktai.

Iš sekiuritizacijos naudos taip pat patiria ir paskolų gavėjai (ypač įmonės), kurių paskolos yra sekiuritizuojamos. Paprastai kuo ilgesnė yra paskolos trukmė, tuo didesnis yra neapibrėžtumas dėl skolininko kreditingumo ateityje. Pavyzdžiui, būsto paskolos gali būti teikiamos iki 40 metų laikotarpiui ar net ilgesniam laikui. Tačiau būsto paskolos paprastai skiriasi nuo kitų paskolų rūšių (verslo ar vartojimo) tuo, kad būsto kreditų gavėjai retai kada nusprendžia nebemokėti savo būsto kreditų, kadangi žmonės yra linkę dėti visas pastangas, siekdami išsaugoti šeimos būstą. Tuo tarpu vartojimo ar verslo paskolos dažniau mokamos ne taip pareigingai. Tai reiškia, kad bankas turi atidėti daugiau kapitalo suteiktų verslo paskolų rizikai padengti. Įmonių paskolų sekiuritizacija šiuo atveju būtent gali padidinti verslo finansavimo galimybes, nes jų paskolų kredito riziką bankas pasidalintų su kapitalo rinkomis. Tai ypač aktualu ekonominio ciklo nuosmukio laikotarpiu. Taigi, įmonėms, kurių paskolos yra sekiuritizuojamos, visų pirma tai papildomos galimybės gauti finansavimą iš bankų.

Taip pat įmonės net kartais nori, kad jų paskolomis padengtų vertybinių popierių prospekte būtų pateikta informacija apie jas. Tai didina žinomumą, ypač tarp investuotojų, o tai gali būti naudinga, jeigu įmonė turi planų leisti savo skolos vertybinius popierius ar akcijas į viešą apyvartą. Kita vertus, kartais paskolų gavėjai gali ir nenorėti, kad jų paskolos būtų sekiuritizuotos, nes, priklausomai nuo šalies teisinės sistemos, gali būti prarasta galimybė keisti paskolos sutarties sąlygas, trumpinti ar ilginti grąžinimo laikotarpį ir kt. Kartais paskolų gavėjai mano, jog tai, kad jų paskolos yra sekiuritizuojamos, gali pakenkti jų reputacijai, nes investuotojai pagalvos, kad, pasinaudodamas sekiuritizacija, bankas stengiasi atsikratyti jų, kaip rizikingų skolininkų, paskolų (Nathan, 1998).

Vis tik mokslinėje literatūroje pažymima, kad sekiuritizacija atpigina paskolas jų gavėjams: JAV atliktas tyrimas parodė, kad būsto paskolų

sekiuritizacijos apimtims padidėjus 10%, būsto paskolų palūkanų normos sumažėja 20 bazinių punktų (Kolari ir kt., 1998). Nagrinėjant atskirų paskolų kainų pokyčius, priklausomai nuo to, ar šios paskolos yra sekiuritizuojamos, taip pat pastebėta, kad sekiuritizuojamos paskolos yra pigesnės nei kitos analogiškos paskolos, likusios banko balanse (Nadault ir kt., 2011; An ir kt., 2009). Iš kitos pusės, tai dar kartą įrodo, kad sekiuritizacija leidžia prieiti prie pigesnių kredito išteklių.

1.3. SEKIURITIZACIJOS TAIKYMO MAKROEKONOMINĖS PASEKMĖS

Vertinant mikroekonomikos lygiu, sekiuritizacija turi gana daug privalumų, nulėmusių jos populiarumą tarp bankų ir kitų finansinių institucijų. Be to, šio instrumento panaudojimą skatino investuotojų pasitikėjimas ir vis didėjanti paklausa turtu padengtiems vertybiniais popieriams. Ilgainiui sekiuritizacijos mastams pasidarius reikšmingiems, ėmė ryškėti ir šio instrumento poveikio makroekonomikos lygiu aspektai, kurių vertinimas nėra toks vienareikšmis, lyginant su mikroekonominėmis sekiuritizacijos pasekmėmis. Toliau skyriuje analizuojama sekiuritizacijos įtaka finansiniam stabilumui, ekonominiams ciklams ir pinigų politikos efektyvumui.

1.3.1. SEKIURITIZACIJOS POVEIKIS FINANSINIAM STABILUMUI

Tradiciniu atveju nenaudojant sekiuritizacijos kredito, rizika pasilieka banko balanse, o ekonominio ciklo nuosmukio metu ji žymiai padidėja tuo dar sustiprindama šią ciklo fazę. Panaudodami sekiuritizaciją, bankai gali perduoti kredito riziką daug platesniam subjektų (investuotojų) ratui ir taip sumažinti savo balansų jautrumą bei padidinti savo likvidumą. Taigi, kredito rizikos perdavimas kapitalo rinkoms daro bankus atsparesnius kredito šokams (Wagner ir kt., 2006). Be to, kredito rizika per kapitalo rinką yra perduodama

dideliam įvairių investuotojų ratui, dėl ko sumažėja šios rizikos sisteminis poveikis jai plačiai išsisklaidžius kapitalo rinkoje (Gang, 2012). Tad tinkamai naudojama sekiuritizacija gali prisidėti prie atskirų bankų ir visos finansų sistemos stabilumo palaikymo. Tokia nuomonė buvo ypač paplitusi prieš 2007 m. kilusią finansų krizę.

Kita vertus, dėl sekiuritizacijos sisteminė rizika gali ir padidėti, nes pasikeičia bankų kaip paskolų teikėjų motyvacija, tai yra jie tampa labiau tolerantiški rizikai (Allen ir kt., 2006; Wagner, 2007), ieško pelno galimybių investuodami į rizikingesnę turtą. Tyrimai taip pat rodo, kad rizikos perdavimas kapitalo rinkoms naudojant sintetinę sekiuritizaciją padidina bankų sisteminę riziką (Krahenen ir kt., 2006; Uhde ir kt., 2010), o sekiuritizuojamos paskolos yra prastesnės kokybės nei to paties banko turimos kitos paskolos (Demyanyk ir kt., 2011; Krainer ir kt., 2009). Tad sekiuritizacija, nors ir sudaro galimybę plėstis kreditavimui sistemoje neatsirandant papildomam kapitalo kiekiui, tačiau ji, jeigu dėl didesnės kredito plėtros suprastėja kredito teikimo standartai, pati negali sustiprinti finansinio stabilumo (Shin, 2009). Tokią tendenciją patvirtina ir tyrimai – sekiuritizaciją naudojantys bankai santykinai skiria mažiau resursų paskolų kokybės užtikrinimui ir priežiūrai nei sekiuritizacijos nenaudojantys bankai (Purnanandam, 2011). Kita vertus, kiti tyrėjai priėjo išvadą, kad, nors kai kurie skolinimo standartai (pavyzdžiui, patvirtinančių dokumentų reikalavimai) dėl sekiuritizacijos ir sušvelnėjo, tačiau kiti standartai (kredito istorija, pradinis įnašas) sugriežtėjo (Bhardwaj ir kt., 2009).

Be to, veiklą finansuodami per turtu padengtų vertybinių popierių leidimą, bankai tapo daug labiau priklausomi nuo kapitalo rinkos ir jos šokų. Pati kapitalo rinka ne visada yra racionali ir gali per labai trumpą laiką tapti visai nelikvidi dėl tarp investuotojų kilusios panikos (Carbo-Valverde ir kt., 2012). Tai reiškia, kad dabar kapitalo rinka turi daug didesnę efektą realiai ekonomikai, nes kapitalo rinkos šokų poveikį stipriai jaučia bankai – vieni pagrindinių realios ekonomikos plėtros finansuotojų.

Kartais argumentuojama, kad sekiuritizacija, kaip ir apskritai finansų rinka, yra ekonomikai nenaudingas įrankis, vien tik keliantis papildomas rizikas finansiniam stabilumui. Neoklasikinėje ekonomikos teorijoje būtent ir laikomasi šio požiūrio į finansus – tai „suma lygu nuliui“ žaidimas, nekuriantis jokios realios pridėtinės vertės. Svarbu tik tai, kas vyksta realioje ekonomikoje. Didžioji depresija ir 2007 m. prasidėjusi finansų krizė tam tikru mastu parėmė minėtą požiūrį, dar be kita ko situacijai parodžius, jog finansų rinka gali turėti stiprų neigiamą poveikį realiai ekonomikai. Vis tik svarbu atkreipti dėmesį į tai, kad finansų rinka, apimanti bankų sistemą, aprūpina realią ekonomiką kredito ištekliais. Namų ūkiai ir verslas yra finansiškai apriboti, tai yra neturi neribotų finansinių išteklių, o tai reiškia, kad dalis produktyvios ir našios veiklos nebus vykdoma todėl, kad jai vykdyti nebuvo pinigų. Tad kredito ištekliai gana žymiai prisideda prie realios ekonomikos augimo (Riddiough, 2011). Taigi, finansų rinkos inovacijos, įskaitant ir sekiuritizaciją, yra potencialiai naudingos realiai ekonomikai, jeigu tik naudojamos racionaliai.

Sunku vienareikšmiškai įvertinti sekiuritizacijos įtaką finansiniam stabilumui. Viena vertus, racionaliai naudojamas šis įrankis gali padėti valdyti esamas rizikas individualaus banko lygiu, o taip pat sistemiškai mažinti rizikos koncentraciją ją paskirstant platesniam rinkos dalyvių (investuotojų) ratui. Kita vertus, kūrybingas sekiuritizacijos panaudojimas leidžia manipuluoti bankams taikomais kapitalo reikalavimais, o tai sudaro galimybę prisiimti papildomas rizikas. Be to, 2007 m. prasidėjusi finansų krizė parodė, kad ir rizikos išskaidymas buvo tik menamas – iš tikrųjų didžioji turtu padengtų vertybinių popierių dalis atsirado pas pagrindinius, sistemiškai svarbius, finansų rinkos dalyvius.

1.3.2. SEKIURITIZACIJA IR EKONOMINIAI CIKLAI

Kredituodami bankai turi tendenciją elgtis procikliškai, tai yra kreditavimo apimtis didinti ekonominio ciklo pakilimo metu ir jas mažinti nuosmukio metu, kuomet jų būtent labiausiai reikia. Bankai mažina

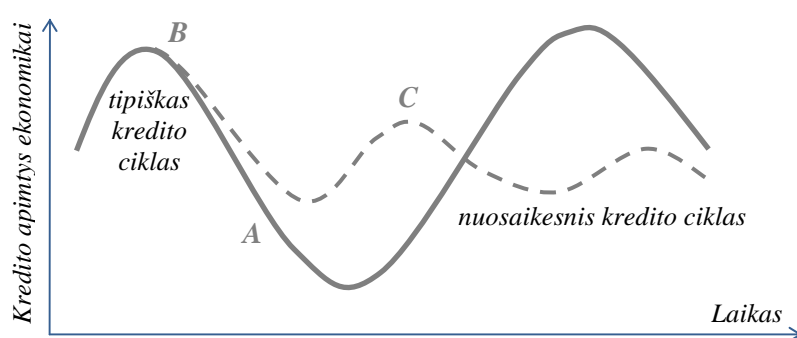
kreditavimą, be kita ko, dėl to, kad nuosmukio metu dėl blogėjančios turimo paskolų portfelio būklės didėja poreikis specialiesiems atidėjiniams⁹, o taip pat ir kapitalui, taigi lieka mažiau išteklių kreditavimui. Tokioje situacijoje kiek rizikingesniems klientams, net ir pasiryžusiems mokėti didesnę rizikos premiją, kreditavimas gali tapti visai neprieinamas. Sekiuritizacija šiuo atveju naudinga tuo, kad, ja naudodamasis, bankas sumažina savo turimą paskolų portfelį, o gautas lėšas gali vėl panaudoti kreditavimui, taigi, nesumažinti taip stipriai kreditų pasiūlos ekonominio nuosmukio metu.

Prie ekonominių ciklų švelninimo taip pat prisideda sintetinėje sekiuritizacijoje naudojamos kredito išvestinės finansinės priemonės, iš anksto signalizuojančios apie kredito rizikos pokyčius. Sintetinės sekiuritizacijos schemose paskolų portfelis neparduodamas specialios paskirties įmonei, tačiau jai (ir atitinkamai kapitalo rinkoms) yra perduodama tik kredito rizika panaudojant kredito išvestines priemones – CDS. Per pastarąjį dešimtmetį pasaulyje išsivystė gana efektyvi kredito išvestinių priemonių rinka. Savo ruožtu ši rinka taip pat gali turėti svarbios įtakos kredito ciklams. Kredito išvestinės priemonės yra geras, kokybiškas ir savalaikis informacijos šaltinis apie besikeičiančią kredito rizikos būklę ir kainą. Tai reiškia, kad, stebint kainų pokyčius CDS rinkoje, daug greičiau, tai yra be laiko lango galima daryti išvadas apie kredito rizikos pokyčius ekonomikoje. Dėl šios priežasties kredito rizikos kainos nustatymo principai vis labiau gali remtis rinkos kaina, atsiribojant nuo specifinių tam tikro banko, teikiančio paskolas, ypatumų (Stulz, 2009). Dėl tų pačių priežasčių rizikos perdavimo kapitalo rinkoms priemonės didina kredito rizikos valdymo efektyvumą bankuose, o tai leidžia labiau subalansuoti kredito srautus bei išvengti procikliškumo, kuomet kredito susitraukimas dar labiau gilina ekonominio ciklo fazę.

Analizuojant sekiuritizacijos įtaką kredito ciklui, pirmiausia vertėtų įsitikinti kredito ciklo ir ekonominio ciklo sąryšiu. Tarptautinio valiutos fondo atlikta 1970–2005 m. JAV statistinių duomenų analizė parodė, kad apskritai

⁹ Bankų specialieji atidėjiniai – lėšos, kurias bankai atideda ir kaupia dėl skirtingų rizikų (kredito rizikos, rinkos rizikos ir kt.) galimiems nuostoliams padengti

kredito srautai stipriai koreliuoja su ekonomikos augimu, be to, jie yra kažkiek procikliški (Global, 2007). Taigi, sekiuritizacijos daroma įtaka kredito ciklui atitinkamai tiesiogiai įtakoja ekonomikos ciklus. Kredito išvestinės finansinės priemonės, sudarydamos galimybę skaidriau vertinti kredito rizikos pokyčius, gali sumažinti kredito cikliškumą. 8 paveiksle pavaizduotas standartinis kredito ciklas bei galimi kredito ciklo pokyčiai dėl kredito išvestinių finansinių priemonių panaudojimo.



8 pav. Kredito ciklo dinamika¹⁰

Nesant gerai išvystytos kredito išvestinių finansinių priemonių rinkos, kuri efektyviai ir be laiko lago leidžia įvertinti kredito rizikos pokyčius ekonomikoje, tipiškas kredito ciklas yra toks, kaip pavaizduota 8 paveiksle. Tipiško kredito ciklo fazės pokytis akivaizdžiai tampa matomas tik po nemažo laiko tarpo, kadangi bankai užtrunka, kol užfiksuoja patiriamus kredito nuostolius bei juos pavaizduoja ir paskelbia kartu su finansine atskaitomybe kaip padidėjusį blogų paskolų kiekį ir dėl to padidėjusius specialiuosius atidėjinius (žr. 8 pav. tašką A). Banko paskolų portfelio kokybės peržiūros procesas yra daug ilgesnis nei rinkos informacija, kurią galima gauti realiu laiku ir kuri leidžia įvertinti kredito kainos pokyčius iš karto. Dėl šios priežasties kredito ciklo fazė gali būti jau gerai pažengusi į priekį, nors faktiškai apie tai bus sužinota po kelių mėnesių ar daugiau. Nežinant savalaikės informacijos, negalima pritaikyti tinkamiausių rizikos valdymo priemonių ir imtis kitų reikiamų veiksmų. Tuo labiau, kad bankai, pamatę savo paskolų

¹⁰ Sudaryta autorės, remiantis Global, 2007

portfelio blogėjimo tendenciją, dažniausiai iš karto nusprendžia mažinti kredito prieinamumą, o tai dar pablogina ekonomikos perspektyvas. Esant išvystytoms kredito rinkoms, bankai gali daug anksčiau pastebėti besikeičiančią kredito riziką (žr. 8 pav. tašką B), tai yra dar tik prasidedant kredito ciklo pokyčiui. Turėdami savalaikę informaciją, bankai gali pradėti valdyti rizikas iš anksto ir efektyviau. Esant tokiai situacijai kredito ciklas gali sušvelnėti ir tapti nuosaikesnis (žr. 8 pav. tašką C) (Global, 2007).

Apibendrinant galima teigti, kad kredito rizikos kainos pasikeitimai matomi iš kredito išvestinių finansinių priemonių kainos gali sumažinti kredito srautus bumo metu ir ne taip stipriai apriboti jų sumažėjimą nuosmukio metu. Žinoma, tokios sąlygos gali būti pasiektos tik esant gerai išvystytai kredito rinkai ir plačiai investuotojų bazei.

1.3.3. SEKIURITIZACIJOS ĮTAKA PINIGŲ POLITIKAI

Pinigų politikos pagrindinis įrankis yra centrinio banko veiksmai, kuriais siekiama daryti įtaką šalies ekonomikai. Centrinis bankas, keisdamas palūkanų ir bankų privalomųjų atsargų normas, taip daro įtaką pinigų kiekiui bankuose. Jeigu dėl pinigų politikos pasikeitimų pinigų kiekis bankų sistemoje sumažėja, tai reiškia, kad pinigai tapo santykinai brangesni – palūkanų normos pakilo. Dėl didesnių palūkanų normų atitinkamai turėtų mažėti bankų kreditavimo apimtys, darančios įtaką ūkio plėtrai. Toks centrinio banko vykdomos pinigų politikos perdavimo realiai ekonomikai mechanizmas vadinamas skolinimo kanalu (angl. *lending channel*). Kad skolinimo kanalas pasireikštų realiai ekonomikai, būtinos dvi sąlygos. Pirmą, bankai niekuo negali apsaugoti savo kreditavimo nuo pinigų politikos pasikeitimų, ir antra, namų ūkių ir verslo išlaidos turi priklausyti nuo bankų kreditavimo apimčių, tai yra dalies išlaidų nebūtų galima padaryti, jeigu bankai sumažintų skolinimo apimtį (Bernanke ir kt., 1988). Pirmoji skolinimo kanalo pasireiškimo sąlyga yra ta, kad bankai neturi galimybių niekuo pakeisti dėl pasikeitusios pinigų politikos sumažėjusių indėlių, bent jau nepatirdami gerokai didesnių kaštų nei pritraukdami ir

išlaikydami indėlius, kas vis tiek reikš, kad paskolų apimtys realiai ekonomikai sumažėja (Farinha ir kt., 2001).

Sekiuritizacija bankams sudaro galimybę gauti papildomus santykinai pigius finansavimo šaltinius be tradiciškai veiklos finansavimui naudojamų indėlių. Dėl šios priežasties galima tikėtis, kad tokiu būdu sekiuritizacijos naudojimas sumažina skolinimo kanalo efektą, tai yra centrinių bankų galimybes per pinigų politikos priemones daryti įtaką bankų skolinimo apimčiai. Pastaraisiais metais centrinių bankų ir tarptautinių organizacijų ekspertai ėmė atidžiau nagrinėti šį reiškinį. Tyrimuose analizuojami du mechanizmai: sekiuritizacijos įtaka centrinio banko galimybėms daryti įtaką palūkanų normoms ir sekiuritizacijos įtaka palūkanų normų ir gamybos elastingumui. Tyrimai parodė, kad, pavyzdžiui, būsto kreditų rinkoje sekiuritizacija yra lygiavertis indėlių pakaitalas, o tai įrodo, kad pinigų politikos efektyvumas dėl to mažėja (Kuttner, 2000; Altunbas ir kt., 2007). Taip pat empiriniai tyrimai rodo, kad palūkanų normos elastingumas apie 2000 m. JAV buvo artimas nuliui, o tai reiškia, kad gamybos apimčių pokyčiams įtakos turi kiti nei palūkanų norma veiksniai (Estrella, 2002; Goswami ir kt., 2009). Tai reiškia, kad sekiuritizacija tikrai mažina skolinimo kanalo, kaip pinigų politikos perdavimo įrankio, efektyvumą.

Tradiciškai mokslinėje literatūroje buvo akcentuojama (Altunbas ir kt., 2007), kad pinigų politikos perdavimo intensyvumas per skolinimo kanalą priklauso tik nuo specifinių kiekvieno banko ypatumų, tokių kaip banko dydis, likvidumas ir kapitalizacija. Tuo tarpu kreditavimo apimčių paklausa laikytas visiškai nepriklausomu nuo bankų veiksmu. Todėl buvo tikėtasi, kad dėl pinigų politikos sugriežtinimo kreditavimo apimčių sumažėjimas bus didesnis tuose bankuose, kurie, pirma, yra maži ir savo veiklą iš esmės finansuoja tik indėliais, antra, tuose bankuose, kurie yra mažiau likvidūs, dėl ko neturi papildomos atsargos apsisaugoti nuo griežtesnės pinigų politikos, ir trečia, bankuose, turinčiuose mažai kapitalo ir dėl to negalinčiuose daugiau skolintis (Altunbas ir kt., 2007). Tačiau sekiuritizacija šį tradicinį požiūrį gali iš esmės

pakeisti, kadangi šio instrumento plėtra gerokai pakeitė skolinimo kanalo poveikį kreditavimo apimtims.

Sekiuritizacija pakeitė minėtus bankų bruožus, kurie buvo laikomi pagrindiniais lemiančiais banko polinkį reaguoti į pinigų politikos pasikeitimus. Banko dydis tapo ne toks svarbus, nes sekiuritizacija leido gerokai sumažinti paskolų kiekį banko balanse (De Young ir kt., 2004). Banko likvidumą taip pat veikia sekiuritizacija, nes, pardavus paskolų portfelį, yra gaunamos lėšos, didinančios banko likvidumo rodiklius. Be to, naudojant sekiuritizaciją, taip pat galima dalinai manipuluoti bankų kapitalo pakankamumo rodikliu, o tai suteikia daugiau lankstumo prisitaikant prie pinigų politikos pasikeitimų. Taigi, sekiuritizacija reikšmingai sumažina skolinimo kanalo, kaip pinigų politikos perdavimo realiai ekonomikai, reikšmingumą (Altunbas ir kt., 2007). Analizuojant bankų elgesį buvo iš kitos pusės prieita prie tų pačių išvadų apie sumažėjusį skolinimo kanalo efektą. Darsyk patvirtinta, kad net tie bankai, kurie yra mažiau likvidūs ir turi ribotą indėlių bazę, nemažina savo kreditavimo apimčių, jeigu paskolų portfelio sekiuritizacija yra lengva, tačiau sumažina savo skolinimo apimtis, jeigu sekiuritizacijos atlikimas tampa sudėtingesnis (Loutschina ir kt., 2009).

Taigi, sekiuritizacija padidino bankų galimybes daugiau kredituoti realią ekonomiką turint tiek pat finansavimo šaltinių. Žinoma, kreditavimo apimtis be sekiuritizacijos taip pat veikia ir ekonominiai ciklai bei paskolų paklausa. Taip pat reikia įvertinti tą faktą, kad dėl sekiuritizacijos didėjančios kreditavimo apimtys gali reikšti, jog versle tiesiog bus mažiau naudojamos kitais veiklos finansavimo šaltiniais (akcijų, skolos vertybinių popierių leidimu kapitalo rinkose).

Bankai, naudodamiesi sekiuritizacija, papildomą finansavimą gauna kapitalo rinkose, nuo kurių jie tapo labiau priklausomi. Todėl bankai mažiau remiasi indėliais kaip finansavimosi šaltiniu ir yra tam tikra prasme apsaugoti nuo palūkanų normos šokų nepriklausomai nuo to, kas juos įtakoja – centrinio banko sprendimai ar rinkos jėgos. Tačiau dėl bankų didesnio pasiklovimo kapitalo rinkomis jie tapo labiau jautrūs šios rinkos šokams, ką būtent ir įrodė

2007 m. kilusi finansų krizė (Gorton ir kt., 2011). Apskritai mokslinėje literatūroje nuosekliai prieinama prie tos pačios išvados, kad sekiuritizacija susilpnino bankų rėmimąsi tradiciniais veiklos finansavimo šaltiniais ir jautrumą palūkanų normos pokyčiams. Tuo pačiu padidėjo bankų kliovimasis kapitalo rinka kaip finansavimosi šaltiniu. Tokie pasikeitimai, be kita ko, atvėrė daugelį svarbių klausimų apie tai kaip centriniai bankai turėtų atitinkamai pritaikyti savo politikos vykdymo ir įgyvendinimo priemones siekdami matuoti, kontroliuoti ir įtakoti realią ekonomiką (Gorton ir kt., 2011). Šie pokyčiai taip pat rodo, kad pinigų politika nebegali būti atskirta nuo kapitalo rinkų politikos ir finansų rinkos dalyvių reguliavimo – būtina pereiti prie holistinio ekonominės ir finansų sistemos reguliavimo požiūrio.

1.4. LITERATŪROS APŽVALGA

Sekiuritizacija pasaulyje pradėta naudotis nuo 1970 m., todėl mokslinių tyrimų šioje srityje įvairiose šalyse atlikta gana daug. Daug tyrimų skiriama *sekiuritizacijos proceso, dalyvių ir jos poveikio analizei*. Dalis tyrimų apžvelgia sekiuritizacijos mechanizmo esmę, veikimą ir raidą (Ian, 1993; Irala ir kt., 2004; Elul, 2005; Jacob ir kt., 2006; Ferguson, 2007; Gorton ir kt., 2011). Dažnai analizuojama pati sekiuritizacijos technika, pateikiama specifinių turto rūšių ir sekiuritizacijos mechanizmų naudojimo ypatumų analizė: specialios paskirties įmonių naudojimo ekonominiai aspektai (Gorton ir kt., 2005), turtu padengtų vertybinių popierių skirstymo į klases mechanizmai ir šių vertybinių popierių reitingavimo procedūros (Brennan ir kt., 2008), įvairiu turtu padengtų vertybinių popierių kainą lemiantys veiksniai (Nathan, 1998; Jobst, 2005b; Vink ir kt., 2007; Schmittat, 2007), skirtingų sekiuritizacijos rūšių (balansinės, nebalansinės ir kt.) atlikimo motyvai ir skirtumai (Cousseran ir kt., 2005; Martin ir kt., 2007). Literatūroje taip pat naginėjami atskirų šalių sekiuritizacijos rinkos ypatumai ir patirtis (Dionne ir kt., 2003; Gyntelberg ir kt., 2006; Carbo-Valverde ir kt., 2012).

Sekiuritizacijos proceso metu yra įkeičiami įvairūs reikalavimai, todėl būtinas efektyvus ir teisiškai užtikrintas pagal šiuos reikalavimus atsirandančių teisių ir pareigų vykdymas bei užtikrinimas. Dėl šios priežasties mokslinėje literatūroje daug dėmesio skiriama sekiuritizacijos mechanizmo *teisiniams aspektams*, ypač daug analizuojamas specialios paskirties įmonių juridinis statusas skirtingose šalyse, išleidžiamų turtu padengtų vertybinių popierių teisinis traktavimas, apmokestinimas ir kiti proceso teisiniai klausimai (Ian, 1993; Nwogugu, 2005; Jobst, 2006; Fabozzi ir kt., 2007; Michael ir kt., 2008; Cox ir kt., 2008; Wittinghofer, 2008; Helms ir kt., 2012).

Moksliniuose tyrimuose daug dėmesio skiriama *sekiuritizacijos naudos* atskiriems proceso dalyviams identifikavimui bei analizei (Ergungor, 2003; An ir kt., 2009). Nagrinėjamas sekiuritizacijos poveikis vartotojams, investuotojams, finansinėms institucijoms, (Van Order, 2007; Sabry ir kt., 2009), sekiuritizacijos nauda kapitalo, kredito rinkoms, valdant banko ar kitos finansų institucijos riziką, sekiuritizacija finansinės atskaitomybės požiūriu ir pan. (Doherty ir kt., 2001; Jobst, 2005a; Pais, 2005b; Milton ir kt., 2006; Dechow ir kt., 2006; Fabozzi ir kt., 2007). Dažnai analizuojamos bankų, kaip pagrindinių sekiuritizacijos iniciatorių, individualios ir makroekonominės paskatos sekiuritizacijai atlikti. Kaip tyrimo objektas pasirenkama sekiuritizacijos įtaka banko mokumui, likvidumui, pelningumui, finansiniam svertui (Georges ir kt., 2003; Minton ir kt., 2004; Jiangli ir kt., 2008; Bannier ir kt., 2008). Taip pat dažnai tyrimuose sekiuritizacija analizuojama ir papildomo banko finansavimosi šaltinio aspektu (Skrabot, 2001; Pais, 2005a; Pais, 2005b; Milton ir kt., 2006).

Kadangi sekiuritizacija pirmą kartą atsirado su valstybės pagalba JAV būsto paskolų rinkoje, mokslinėje literatūroje ypač daug analizuotas valstybės vaidmuo būsto paskolų sekiuritizacijoje ir valstybės paramos poveikis būsto paskolų pasiūlai (palūkanų normai ir kt.) (Gordon ir kt., 1988; Kolari ir kt., 1998; Passmore ir kt., 2001; Nothaft ir kt., 2003). Atskirai nagrinėjamas JAV valstybės remiamų agentūrų vaidmuo sekiuritizacijos rinkoje, jų taikomos sekiuritizacijos įtaka JAV paskolų teikėjų galimybėms plėsti skolinimo veiklą

(Loutschina ir kt., 2009). Analizuojamos ir kitų šalių taikomos sekiuritizacijos rėmimo schemas (Young ir kt., 2004; Varrati, 2008).

Kadangi sekiuritizacija turi įtakos ne tik mikroekonomikos aspektu, tai yra atskiriems šio proceso dalyviams, bet ir makro aspektu, mokslininkai analizuoja sekiuritizacijos įtaką *finansiniam stabilumui* ir tai, kaip keičiasi stabilumo lygis dėl didesnio sekiuritizacijos naudojimo (Shin, 2009). Taip pat nagrinėjama, kaip galimybė taikyti turto sekiuritizaciją, tai yra parduoti suteiktas paskolas investuotojams, paveikia bankų paskatas skolinti labiau rizikingiems skolininkams ir kaip tai daro įtaką atskirų bankų bei bendram finansiniam stabilumui (Frankel ir kt., 2011).

Taigi sekiuritizacija, nors ir turi teigiamų aspektų, gali neigiamai paveikti finansinį stabilumą, o jos platus naudojimas taip pat apsunkina bankų ir visos *finansų sistemos priežiūrą* ir *pinigų politikos efektyvumą*. Todėl mokslinėje literatūroje skiriamas dėmesys dėl sekiuritizacijos mažėjančiam bankų priežiūros efektyvumui ir šios problemos sprendimo galimybėms (Ashcraft, 2001; Estrella, 2002). Atskirai analizuojama sekiuritizacijos įtaka pinigų politikos efektyvumui. Nagrinėjama, ar sekiuritizacija pakeitė makroekonomikos finansines sąsajas, tokias kaip centrinio banko nustatomos palūkanų normos įtaka rinkos palūkanų normoms ir atitinkamai skolinimo aktyvumui (Kuttner, 2000; Altunbas ir kt., 2007; Goswami ir kt., 2009). Siekiant numatomame atlikti tyrime įvertinti galimą sekiuritizacijos poveikį Lietuvoje, rengiant disertaciją buvo nagrinėti ir tyrimai, analizuojantys ECB vykdomos pinigų politikos transmisijos efektyvumą Baltijos šalyse (Schmitz, 2004; Köhler ir kt., 2006).

Viena iš pastarosios krizės kilimo priežasčių buvo platus ir rizikingas sekiuritizacijos naudojimas. Naudoti sudėtingi sekiuritizacijos mechanizmai žymiai apsunkino sekiuritizuoto paskolų portfelio rizikos vertinimą, todėl rizikos netoleruojantys investuotojai patyrė didelių ir netikėtų nuostolių. Dėl klausimo aktualumo sekiuritizacija dabartinės *finansinės krizės* kontekste literatūroje analizuojama gana plačiai išskiriant ne tik naudingas šio

mechanizmo savybes, kaip ankstesnėje literatūroje, bet ir sekiuritizacijos keliamas grėsmes (Nwogugu, 2005; Altunbas ir kt., 2007; Keys ir kt., 2008).

Atskirai išskirtina dalis mokslinių tyrimų, kuriuose analizuojama krizės genezė ir sekiuritizacijos vaidmuo joje (Martin, 2009). Daug dėmesio literatūroje skiriama dėl sekiuritizacijos bankų naudojamam naujam „pirk ir parduok“ modeliui vietoj tradicinio – „pirk ir laikyk“ ir dėl šio proceso pasikeitusių bankų veiklos tradicijoms, vėliau prisidėjusioms prie krizės kilimo (Pais, 2005b; Fabozzi ir kt., 2007; Nwogugu, 2007; Van Order, 2007; Altunbas ir kt., 2007). Nagrinėjamos pagrindinės krizės priežastys (Tymoigne, 2009), būsto kredito rinkos raida ir vaidmuo krizėje (Chomsisengphet ir kt., 2006), būsto paskolų gavėjų, paskolų brokerių, paskolų teikėjų vaidmuo (Ernst ir kt., 2008) krizės kontekste. Taip pat nagrinėjamas šešėlinės bankų sistemos, kuriai priskiriama ir tam tikrų rūšių sekiuritizacija, vaidmuo krizėje (Gubler, 2012). Kai kurie tyrėjai analizuoja, ar, atsižvelgus į krizę, sekiuritizacija vis dar gali būti naudinga ekonomikai (Riddiough, 2011), bei kaip, įvertinus krizės pamokas, padaryti sekiuritizaciją saugesnę (Fender ir kt., 2009).

Po krizės dauguma pasaulio valstybių, kad ateityje būtų išvengiama panašių krizių kilimo, ėmėsi keisti *finansų rinkos reguliavimo* ir priežiūros sistemą. Gana daug teisinių pasikeitimų buvo nukreipta sekiuritizacijos mechanizmo trūkumams šalinti ir saugumui didinti. Dėl to mokslinėje literatūroje analizuoti būdai kaip sumažinti sekiuritizacijos keliamą riziką didinant iniciatorių atsakomybę (Kiff ir kt., 2010), nagrinėjami bankams taikomų kapitalo reikalavimų pasikeitimai siekiant sureguliuoti sekiuritizaciją (Thompson, 2011). Tuo pačiu vertinamas ir naujo reguliavimo galimas poveikis tolesniam sekiuritizacijos naudojimui (Schuetz, 2012; Levitin ir kt., 2012), lyginami skirtingų šalių teisės aktų pasikeitimai po krizės (Parachini ir kt., 2011). Kartu nagrinėjami kiti sekiuritizacijai svarbūs finansų rinkos aspektai, tokie kaip kredito reitingų suteikimo proceso ir kredito reitingų agentūrų reguliavimo pasikeitimai po krizės (Darbellay ir kt., 2012), finansų rinkų priežiūros sistemos pasikeitimai (Jackson, 2010; Kern, 2012).

Disertacijoje tyrimu siekiama įvertinti galimą sekiuritizacijos naudą Lietuvos ekonomikai. Vienas svarbesnių sekiuritizacijos naudos ekonomikai aspektų yra galimybė padidinti bankų kredito išteklius. Dėl to, rengiant disertaciją, nagrinėti moksliniai tyrimai, vertinantys *sekiuritizacijos panaudojimo galimybes Vidurio ir Rytų Europos valstybėse* (Baltijos valstybės nei viename tyrime nenagrinėtos) (Kelles-Krauz, 2008). Ieškant analogijų, nagrinėti ir tyrimai, vertinantys sekiuritizacijos panaudojimo perspektyvas kylančios ekonomikos šalyse (Goswami ir kt., 2009). Vis tik nėra tyrimų, kurie atskirai ar bendrai kitų šalių grupėje nagrinėtų Lietuvos situaciją sekiuritizacijos pritaikymo kontekste.

Dažniausiai sekiuritizacijos iniciatoriai yra bankai. Be to, bankai vaidina itin svarbų vaidmenį visoje ekonomikoje. Lietuvoje bankai yra dominuojantys finansų sektoriaus dalyviai, o savo ruožtu užsienio kapitalo bankai dominuoja šalies bankinėje sistemoje. Todėl disertacijoje analizuojama *užsienio kapitalo srautų įtaka per bankų sistemą šalies ekonomikai* bei poreikis diversifikuoti bankinės sistemos finansavimosi šaltinius. Mokslinėje literatūroje šis klausimas taip pat nagrinėjamas, ypač vertinant šios krizės kontekste vykusius užsienio kapitalo srautų pasikeitimus (Atoyan, 2010; De Haas ir kt., 2006; Zhou, 2008; Aydin, 2008). Taip pat, atsižvelgus į atliktą tyrimą, nagrinėti moksliniai straipsniai, kuriuose analizuojama *BVP ir kredito srautų tarpusavio priklausomybė* (Driscoll, 2004; Cappiello ir kt., 2010; Barajas ir kt., 2010; Kelly ir kt., 2011; Abiad ir kt., 2011).

Nepaisant to, kad sekiuritizacija gana plačiai nagrinėjama įvairių pasaulio šalių mokslininkų, Lietuvoje ekonominiu ir šio mechanizmo panaudojimo galimybių aspektais ji nėra daug analizuota. Autorės žiniomis, sekiuritizacija Lietuvoje analizuota kaip vienas iš piniginių reikalavimų pagrįstų finansavimo būdų, remiantis išskirtinai Lietuvos teisės aktų nuostatų analize (Aleknaitė, 2008). Taip pat Lietuvos mokslininkų darbuose turtu padengti vertybiniai popieriai analizuoti struktūrinių finansinių instrumentų kontekste (Paškevičius ir kt., 2010; Bikas ir kt., 2012).

Nors pasaulyje yra atlikta gana nemažai tyrimų, susijusių su įvairiais sekiuritizacijos aspektais bei šio mechanizmo įtaka finansiniam sektoriui bei šalies ekonomikai, tyrimų, panašių į šioje disertacijoje numatomą atlikti tyrimą, nei Lietuvoje, nei kitur pasaulyje atlikta nebuvo. Be to, moksliniai tyrimai sekiuritizacijos srityje pasaulyje daugiausiai atliekami *ex post* principu, kuomet analizuojami jau įvykdyti sekiuritizacijos sandoriai ir jų poveikis apsirūpinimui finansiniais ištekliais, bankų priežiūrai, rizikos valdymui, pelningumui ir kt. Disertacijoje numatomas atlikti empirinis tyrimas yra grindžiamas *ex ante* principu, tai yra siekiama išanalizuoti ir įvertinti sekiuritizacijos mechanizmo panaudojimo Lietuvoje ekonomines ir finansines prielaidas bei galimybes, nustatyti sekiuritizacijos skatinimo Lietuvoje poreikį ir būdus. Nepaisant to, kad disertacijos išvadų nebus galima palyginti su kitų mokslininkų tyrimų rezultatais, šiandien literatūroje esantis mokslinis įdirbis analizuojamoje srityje padeda geriau įvertinti disertacijoje nagrinėjamas teorines ir praktines problemas.

2. SEKIURITIZACIJOS RAIDA, REGULIAVIMAS IR RĖMIMO PRIEMONĖS

Daugelis teigiamų sekiuritizacijos panaudojimo aspektų paskatino sparčiau šio metodo plėtrą tiek privačių subjektų, tiek ir valstybės institucijų pastangomis. Toliau disertacijoje analizuojama ir aptariama sekiuritizacijos panaudojimo raida pasaulyje ir atskiruose jo regionuose. Analizuojama mechanizmo naudojimo plėtra bei panaudojimo apimtys. Taip pat nagrinėjami balansinės ir nebalansinės sekiuritizacijos teisinio reguliavimo modeliai skirtingose valstybėse, apibendrinama geriausia reguliavimo praktika. Skyriuje analizuojamos pagrindinės sekiuritizacijos panaudojimo kliūtys bei nagrinėjami skirtingų valstybių ir tarptautinių organizacijų dažniausiai taikomos sekiuritizacijos rėmimo priemonės, leidžiančios eliminuoti sekiuritizacijos sandorių kliūtis bei skatinančios sekiuritizaciją ir kartu su ja realios ekonomikos kreditavimo plėtrą.

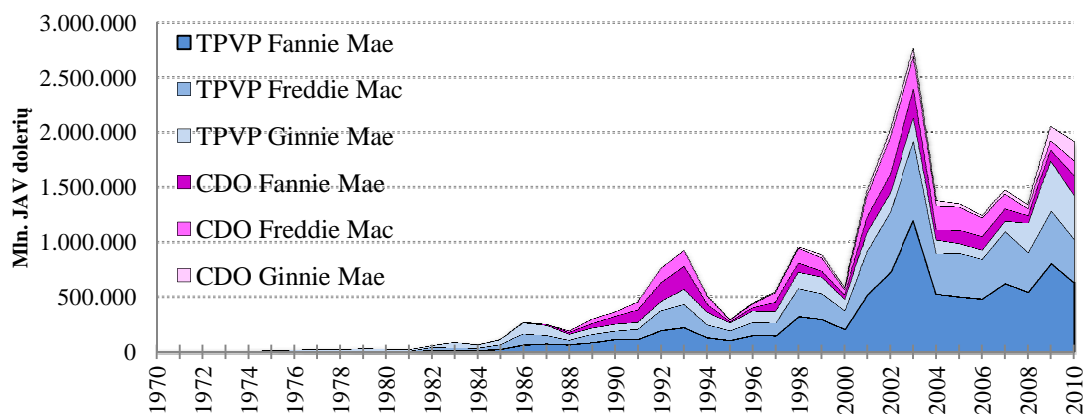
2.1. SEKIURITIZACIJOS RAIDA

Sekiuritizacijos mechanizmas pirmą kartą panaudotas 1769 m. Prūsijoje išleidus hipotekinius (nekilnojamuoju turtu padengtus) skolos vertybinius popierius (Jobst, 2005a). Ir, nors praktika tarp bankų parduoti skolas vienas kitam yra sena, skolų pardavimas investuotojams yra gana naujas reiškinys (Ergungor, 2003). Nuo pat savo istorijos pradžios bankai užsiėmė tradicine indėlių priėmimo ir paskolų suteikimo veikla. Suteiktas paskolas bankai laikydavo savo balansuose tol, kol juos skolininkai visiškai grąžindavo. Paskolos didžiąja dalimi buvo finansuojamos iš indėlių ir dalinai iš bankų išleidžiamų skolos vertybinių popierių, neužtikrintų jokių konkrečiu turtu. Bet po antrojo pasaulinio karo iš indėlių skolinimo veiklą finansuojantys bankai JAV nebegalėjo patenkinti sparčiai besiplečiančios būsto paskolų paklausos

(Asset, 1997). Dar 1950 m. būsto paskolų santykis su BVP JAV siekė 15%, 1970 m. jis buvo apie 28%, 1990 m. – 45%, o 2006 m. perkopė 100% (Mortgage, 2011; Gross, 2011). Taigi šiuolaikinės sekiuritizacijos atsiradimo motyvus galima kildinti iš pokario metu JAV egzistavusios gyventojų apsirūpinimo būstu problemos. Kaip viena pagrindinių priežasčių lėtam būsto finansavimo augimui buvo antrinės rinkos, kur bankai ir kiti būsto paskolų teikėjai galėtų parduoti jau suteiktas būsto paskolas, nebuvimas. Be to, tuo metu sukauptas institucinių investuotojų (pensijų fondų, investicinių fondų, draudimo įmonių) turtas potencialiai galėjo žymiai padidinti būsto paskolų pasiūlą, jeigu būtų rastas būdas kaip institucinių investuotojų sukauptas lėšas investuoti į būsto paskolas. Būsto paskolų teikimo sąlygas taip pat apsunkindavo periodinės kredito krizės, palūkanų normos kitimo ir būsto paskolų pasiūlos ciklai.

Siekiant sukurti antrinę rinką būsto paskoloms, 1934 m. JAV buvo priimtas Būstų įstatymas, pagal kurį buvo leista steigti valstybės prižiūrimas privačias būsto asociacijas. Šių asociacijų tikslas – sukaupti lėšas iš investuotojų (kapitalo rinkų) ir už jas pirkti iš bankų būsto paskolas. Tačiau per kelis pirmuosius metus buvo įsteigta tik viena privati būsto asociacija, kadangi, prisimenant didžiosios depresijos metus, buvo baiminamasi prastos suteiktų būsto kreditų kokybės. Atsižvelgdama į tai, JAV Vyriausybė 1938 m. įsteigė Federalinę nacionalinę būsto asociaciją (angl. *Federal National Mortgage Assotiation*, dar vadinama *Fannie Mae*). Jos funkcija buvo leisti savo vardu skolos vertybinius popierius ir už juos pirkti būsto paskolas, tačiau šie vertybiniai popieriai nebuvo užtikrinti šios institucijos įsigyjamais būsto kreditais. *Fannie Mae* pirkdavo tik valstybės remiamus būsto kreditus (suteiktus mažų pajamų gyventojams, karo veteranams ir kt.), o už jos skolą garantavo valstybė. Nors *Fannie Mae* funkcija buvo tarpininkaujant tarp bankų ir kapitalo rinkų (supirkti būsto kreditus ir juos parduoti investuotojams), ši agentūra nupirktus kreditus laikė savo balanse. Todėl 1954 m., JAV pakeitus Būstų įstatymą, *Fannie Mae* buvo įpareigota parduoti savo turimą būsto paskolų portfelį. Siekdama pagerinti fiskalinius rodiklius, kurie buvo suprastėję

po Vietnamo karo ir socialinių programų, JAV Vyriausybė nusprendė *Fannie Mae* paversti privačia, tačiau Vyriausybės finansuojama, institucija, o jos funkcijas perėmė 1968 m. įsteigta Vyriausybės nacionalinė būsto asociacija (angl. *Government National Mortgage Association*, dar vadinama *Ginnie Mae*). Privatizuotos *Fannie Mae* veiklos sritis buvo būsto paskolų pirkimas ir jų pardavimas, o naujai įsteigtos valstybinės *Ginnie Mae* asociacijos veiklos sritis buvo garantijų valstybės vardu būsto paskolų portfeliams teikimas (Green ir kt., 2005). Sekiuritizacijos pradžia galima laikyti 1970 m., kai *Ginnie Mae* pirmą kartą suteikė garantiją vertybiniams popieriams, užtikrintiems būsto paskolų portfeliu (Asset, 1997). Tais pačiais metais JAV stipriai pakilusios palūkanų normos gerokai apribojo būsto paskolų prieinamumą gyventojams, tad reaguodama į tai, JAV vyriausybė įsteigė dar vieną instituciją – Federalinę paskolų namams būsto korporaciją (angl. *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, dar vadinama *Freddie Mac*). Pastarosios institucijos, kaip ir *Fannie Mae*, tikslas buvo pirkti iš kredito teikėjų būsto kreditus ir juos parduoti kapitalo rinkoms. Tačiau *Fannie Mae* specializavosi valstybės remiamų būsto kreditų pirkime, o *Freddie Mac* buvo pavesta pirkti visus kitus būsto kreditus. Tuo metu *Ginnie Mae* veikla sekiuritizacijos skatinimo srityje buvo labai akyvi ir jau 1980 m. apie 10% visų JAV išduotų būsto paskolų buvo sekiuritizuota naudojant šios institucijos garantijas. *Freddie Mac* netrukus pasekė šiuo pavyzdžiu ir taip pat pradėjo leisti būsto paskolomis užtikrintus vertybinius popierius, tačiau daug mažesniu mastu – 1980 m. tik apie 1,5% JAV suteiktų būsto paskolų buvo sekiuritizuota *Freddie Mac*. Taip panaudojant sekiuritizacijos mechanizmą, trūkstamas lėšas JAV būsto paskolų rinkai pradėjo teikti kapitalo rinkos: virš 80% 1980–1990 m. JAV suteiktų būsto kreditų buvo sekiuritizuota ir parduota kapitalo rinkose (Weicher, 1994). Tuo metu visos trys institucijos – *Fannie Mae*, *Ginnie Mae* ir *Freddie Mac* – tapo pagrindinėmis JAV būsto paskolų rinkos žaidėjomis tiek pagal būsto paskolomis užtikrintų obligacijų leidimą, tiek pagal valdomą būsto paskolų portfelį (Flannery, 2006). 9 paveiksle pateikta informacija apie visų trijų agentūrų sekiuritizacijos apimtį.



9 pav. JAV valstybinių agentūrų sekiuritizacijos (turtu padengtų vertybinių popierių – TPVP; užtikrintų skolos įsipareigojimų – CDO) apimtys 1970–2010 m.¹¹

Lyginant su sekiuritizacijos panaudojimo pradžia 1970 m., visos trys JAV valstybinės agentūros stipriai padidino savo sekiuritizacijos apimtis. Matyti, kad apie 1990 m. pirmą kartą sekiuritizacijoje pradėjo *Fannie Mae*, kuri kitų agentūrų apimtis viršijo 2–3 kartus. Apie 2003 m. agentūrų leidžiamų turtu padengtų vertybinių popierių apimtys gana žymiai krito. Tai susiję su tuo, kad tuomet JAV ėmė populiarėti privačių bankų leidžiami turtu padengti vertybiniai popieriai, perėmę nemažą būsto paskolų sekiuritizacijos dalį iš valstybinių agentūrų (White, 2008). Valstybinės agentūros tada stengėsi palaikyti dideles sekiuritizacijos apimtis po 2007 m. prasidėjusios finansų krizės. Šios agentūros visų pirma siekė atgaivinti sekiuritizacijos mechanizmo panaudojimą, ypač būsto paskolų atveju. Palaikant šios turto klasės sekiuritizaciją, galima užtikrinti adekvačius kredito išteklius būsto paskoloms ir toliau didinti gyventojų galimybes apsirūpinti būstu bei per būsto kreditavimo rinką paskatinti visos ekonomikos atsigavimą. Toks sekiuritizacijos mechanizmo panaudojimo tikslas galėtų būtų svarstomas ir Lietuvoje.

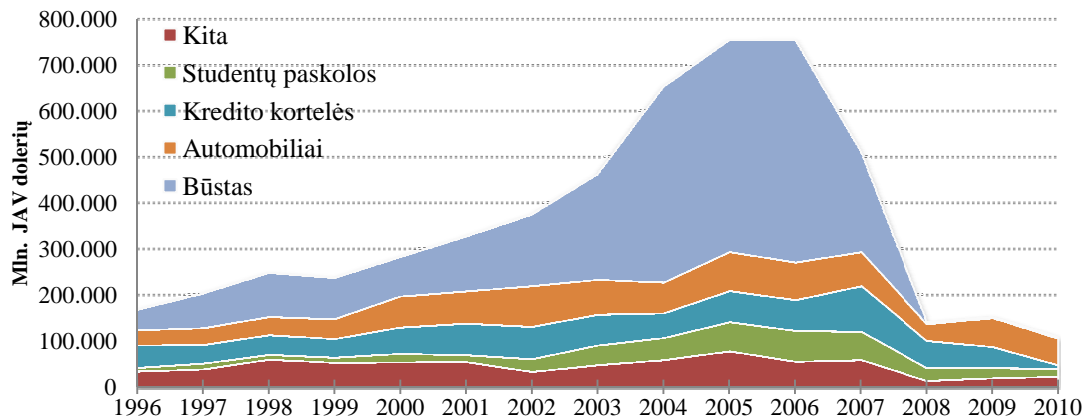
Jau 1984 m. *Freddie Mac* sukūrė ir pirmą kartą panaudojo sekiuritizaciją su segmentavimu bei išleido CDO. Netrukus po to CDO pradėjo leisti visos

¹¹ Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011

JAV valstybinės agentūros (9 pav.). Nors šios rūšies finansinių priemonių apimtys niekada nebuvo labai didelės, visos valstybinės agentūros stengiasi išlaikyti stabilias leidžiamų CDO apimtis.

Devintojo dešimtmečio viduryje sekiuritizacija pradėjo domėtis ir privatūs rinkos dalyviai (Green ir kt., 2005). Kadangi būsto kreditų sekiuritizacija buvo visiškai dominuojanti JAV įsteigtose agentūrose, privatūs rinkos dalyviai pradėjo ieškoti kitų turto rūšių, kurias būtų galima sekiurituoti. Kad palengvintų ne būsto kreditų sekiuritizaciją, finansų rinkos dalyviai pradėjo taikyti kredito sustiprinimo priemones (angl. *credit enhancement*). Pirmiausia pradėtas taikyti didesnis nei 100% išleidžiamų vertybinių popierių padengimas turtu. Toks perteklinis padengimas sumažino išleidžiamų vertybinių popierių rizikingumą. Taip pat buvo naudotos trečiųjų šalių suteikiamos papildomos garantijos ir draudimai. Greitai susikūrė sekiuritizacijos mechanizmui reikiama finansų rinkos infrastruktūra ir 1985 m. sekiuritizacijos mechanizmas pirmą kartą buvo pritaikytas naujoje turto klasėje – paskolose automobiliams; 1986 m. buvo sekiurituotos kredito kortelių gautinos sumos (SME Securitisation, 2007). Dar po kelerių metų sekiuritizacija panaudota draudimo ir perdraudimo sektoriuose bei buvo pradėta naudoti daugelyje kitų turto klasių (Asset, 1997). Jau 2000 m. privačių finansų institucijų išleisti būsto paskolomis padengti vertybiniai popieriai sudarė 15% šių vertybinių popierių rinkos, o 2006 m. jų dalis išaugo iki 44%. Tačiau privačių būsto paskolomis padengtų vertybinių popierių dalis dėl krizės 2009 m. buvo praktiškai išnykusi, o rinkoje vyravo iš esmės tik JAV valstybinės agentūros (SIFMA, 2011).

10 paveiksle pateikiami privačių finansų rinkos dalyvių visų turto klasių išleisti turtu padengti vertybiniai popieriai.

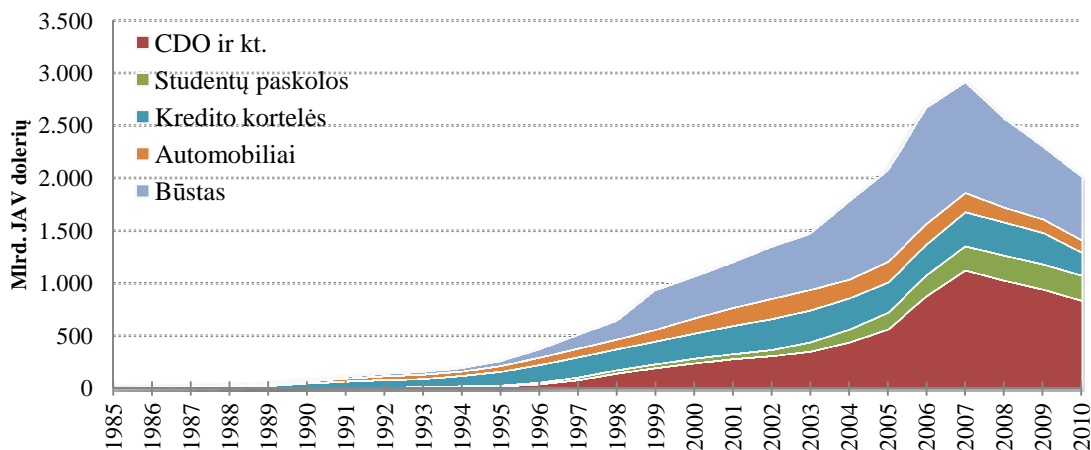


10 pav. Išleisti turtu padengti vertybiniai popieriai JAV pagal turto klases 1996–2010 m.¹²

Iki pat 2007 m. fiksuotas JAV privačiai išleistų turtu padengtų vertybinių popierių apimčių augimas. Nors 1996–2000 m. skirtingų turto klasių sekiuritizacijos apimtys buvo gana panašios, nuo 2003 m. būsto paskolų sekiuritizacija stipriai išaugo. Tą sukėlė tuo metu JAV buvusios rekordiškai žemos palūkanų normos, skatinusios nekilnojamojo turto ir būsto kreditavimo rinkas. Iš esmės 10 paveiksle matomas būsto paskolų sekiuritizacijos apimčių staigus didėjimas 2003–2007 m. yra viena pagrindinių 2007 m. prasidėjusios finansų krizės prieštū. Lyginant su privačios sekiuritizacijos pikū JAV 2006 m., 2010 m. apimtys sumažėjo net 7 kartus – nuo 750 iki mažiau nei 110 mlrd. JAV dolerių per metus, o privati būsto kreditų sekiuritizacija nuo 2008 m., galima sakyti, yra visai išnykusi – šią rinką palaiko tik valstybinių JAV agentūrų tikslinga veikla.

Vertinant pagal per visus laikotarpius išleistų, bet neišpirktų, turtu padengtų vertybinių popierių apimtis (11 pav.), būsto paskolų sekiuritizacija užėmė apie 40%, o 2010 m. – 30% visų neapmokėtų turtu padengtų vertybinių popierių rinkos JAV. Gana didelę dalį neapmokėtų sekiuritizacijos finansinių priemonių sudaro CDO ir kitos panašios finansinės priemonės.

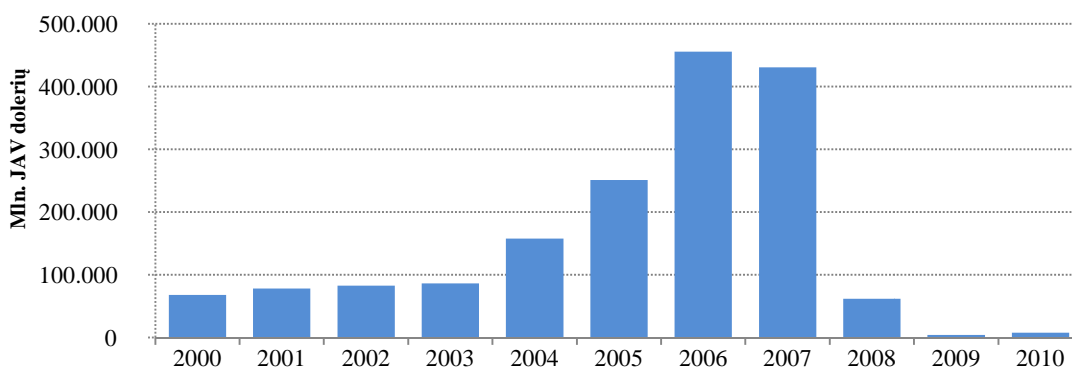
¹² Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011



11 pav. Neapmokėti turto padengti vertybiniai popieriai JAV pagal turto klases 1985–2010 m.¹³

Finansų krizė gana stipriai – nuo 2.900 iki 2.000 mlrd. JAV dolerių – sumažino bendras išleistų, bet neapmokėtų, turto padengtų vertybinių popierių apimtį JAV.

Sudėtingesnės sekiuritizacijos struktūros, kuriose išleidžiami skirtingiems investuotojų segmentams skirti CDO, finansų rinkose plačiau pradėtos naudoti apie 1990 m., pirmiausiai – JAV rinkoje. Tačiau masinis šios sekiuritizacijos rūšies naudojimas prasidėjo tik apie 2000 m., kartu su kredito išvestinių finansinių priemonių staigia plėtra.



12 pav. CDO išleidimas pasaulyje 2000–2010 m.¹⁴

¹³ Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011

¹⁴ Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011

CDO apimtys pasaulyje 2000–2003 m. augo nuosaikiai ir sudarė apie 80 mlrd. JAV dolerių per metus. Pradedant 2004 m. vyko sparti šios rinkos plėtra (75% kasmet), pasiekusi piką 2006 m. Tačiau dėl finansų krizės 2009 m. ši rinka galima sakyti iš viso išnyko – tais metais CDO pasaulyje buvo išleista tik už 4 mlrd. JAV dolerių. Pastebima, kad CDO rinką finansų krizė paveikė labiausiai iš visų sekiuritizuojamo turto klasių.

Kredito išvestinių finansinių priemonių rinkos plėtra sudarė dar vieną galimybę – atlikti sintetinę sekiuritizaciją išleidžiant CDO, kurie buvo užtikrinti kredito išvestinėmis finansinėmis priemonėmis. Sintetinės sekiuritizacijos mastai Europoje buvo santykinai dideli todėl, kad daugelyje Europos valstybių buvo teisinių ir mokesčių kliūčių parduoti balanse esantį turtą specialios paskirties įmonei ir tokiu būdu atlikti tikrąją sekiuritizaciją. Be to, Europoje bankai turi sukaukę dideles indėlių sumas, o tai mažina poreikį ieškoti papildomų finansavimo šaltinių kapitalo rinkose (Cousseran ir kt., 2005). Šios rūšies sekiuritizacija 2007 m. užėmė apie 20% visos pasaulio CDO rinkos, nors dėl krizės ji susitraukė iki 1%–5% (SIFMA, 2011).

CDO leidimo bumas kartu paskatino finansų rinkos dalyvius sekiuritizuoti ne tik savo išduotas paskolas, tačiau ieškoti arbitražo galimybių: paskolų portfelį ar kitą turtą (pavyzdžiui, skolos vertybinius popierius), nupirkti iš kitų rinkos dalyvių ir vėliau jį sekiuritizuoti.

1 lentelė. CDO leidimas pasaulyje pagal CDO rūšis 2005–2010 m.¹⁵

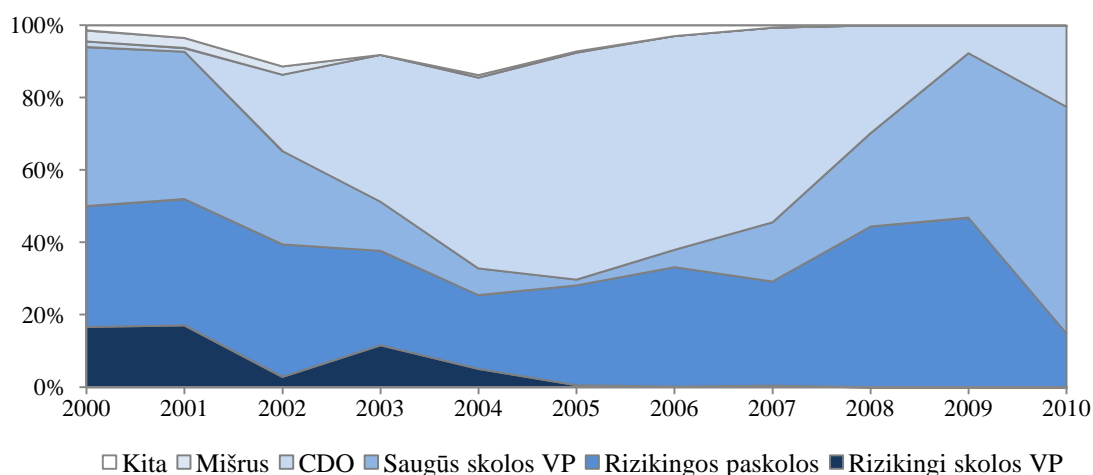
Metai	Arbitražiniai CDO	Balanso CDO
2005	85%	15%
2006	87%	13%
2007	90%	10%
2008	77%	23%
2009	79%	21%
2010	40%	56%

Arbitražinių CDO dalis siekė net iki 90% ypač prieš kriziniu laikotarpiu 2005–2007 m. Tuo tarpu jau 2010 m. apie pusę CDO emisijų sudarė balanso

¹⁵ Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011

CDO, t. y. išleisti paties paskolas išdavusio banko siekiant valdyti balansą. Iki krizės buvę arbitražinių CDO mastai rodo, kad rinkos dalyviai bet kokiais būdais ieškojo pelno galimybių, bet nebūtinai šie jų pasirinkti būdai kūrė pridėtinę vertę ekonomikai. Arbitražiniai CDO iš esmės reiškė, kad finansų rinkos dalyviai ieškojo turto klasių, kurios dėl mažesnio likvidumo rinkoje turėjo mažesnę kainą, bet siūlė didesnę grąžą (Cousseran ir kt., 2005), o, panaudojus sekiuritizaciją, šis turtas buvo transformuojamas į naują, likvidesnę turta, dėl sekiuritizacijos mechanizmo ypatybių turintį didesnę kredito reitingą, taigi ir mažesnę grąžą. Sekiuritizaciją organizuojanti finansų institucija šiuo atveju uždirba iš skirtumo tarp to paties turto grąžų, tik sekiuritizuojant transformuoto į kitą turto formą.

Apie 2002 m. dėl rekordiškai mažų palūkanų normų JAV galimybės uždirbti iš skirtumo tarp sekiuritizuojamo turto ir išleidžiamų CDO grąžų sumažėjo. Rinkai darantis vis efektyvesnei ir mažėjant sekiuritizacijos pelningumo galimybėms, ypač iš tradiciškai sekiuritizuojamų turto rūšių, finansų rinkos dalyviai pradėjo ieškoti dar sudėtingesnių turto rūšių sekiuritizacijai atlikti, kurios dėl savo kompleksiško vis dar galėjo užtikrinti santykinai didesnę grąžą, nes sudėtingose struktūrose vis dar egzistavo asimetrinės informacijos ir kiti grąžai įtakos turintys disbalansai.

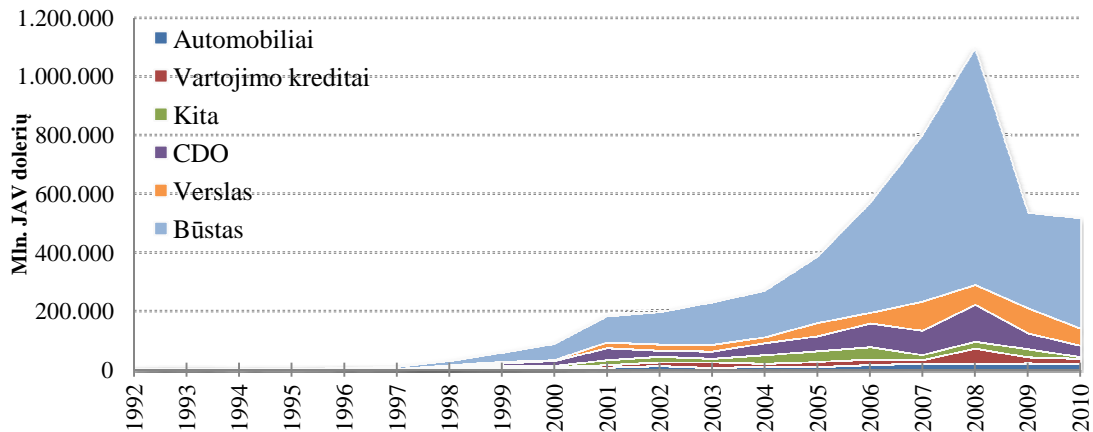


13 pav. CDO išleidimas pasaulyje pagal užtikrinantį turta 2000–2010 m.¹⁶

¹⁶ Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011

Beieškant didesnės gražos, buvo pradėta naudoti antrojo laipsnio sekiuritizacija, kai dar kartą sekiuritizuoti viduriniojo segmento CDO. Kaip matyti iš 13 paveikslo, šios rūšies CDO dalis visoje CDO rinkoje smarkiai išaugo 2003–2007 m. Pastebima dar ir tai, kad krizės akumuliuojamasi laikotarpiu pasaulyje buvo ganėtinai sumažėjusi CDO, užtikrintų saugiais skolos vertybiniais popieriais (turinčiais aukštesnę nei BBB- kredito reitingą), dalis. Kuomet investuotojai geriau pažino įvairius CDO produktus, buvo sukurti ir vieno segmento CDO, kai sekiuritizacijos proceso metu sukurti tik vieno segmento CDO (paprastai viduriniojo) parduodami vienam investuotojui. Tokie sandoriai paprastai buvo daromi investuotojų užsakymu ir nekuriant specialios paskirties įmonės, tad atlikti greičiau ir pigiau. Jau 2003–2004 m. vieno segmento CDO sudarė apie 90% sintetinių CDO rinkos. Prieš 2007 m. kilusią finansų krizę pasaulio CDO rinka buvo išsiplėtusi didžiuliais tempais, o joje dominavo arbitražiniai, kitais CDO ir gana retai saugiu turtu užtikrinti CDO. Visa tai šį svarbų finansų rinkos segmentą pavertė labai kompleksišku, sunkiai suprantamu ir vertinamu bei, kaip parodė krizė, itin rizikingu (Cousseran ir kt., 2005).

Sekiuritizacijos mechanizmas, išsivystęs iš JAV valstybės būsto rėmimo politikos ir sėkmingai perimtas JAV finansų rinkos, Europoje pirmą kartą panaudotas 1987 m. Jungtinėje Karalystėje, po to – Ispanijos ir Prancūzijos būsto paskolų rinkose. Nepaisant gana staigaus šio instrumento populiarumo augimo, iki 2000 m. sekiuritizacijos apimtys Europoje nebuvo reikšmingos. Tai daugiausiai sukėlė teisinis neaiškumas, priežiūros institucijų požiūris į sekiuritizaciją ir antrinės rinkos infrastruktūros problemos (Framework, 2002). Nors šios priežastys tam tikru mastu egzistuoja ir šiandien, rinkos spaudimas efektyviai panaudoti kapitalą ir prieiga prie likvidžių kapitalo rinkų skatina sekiuritizacijos plėtrą.



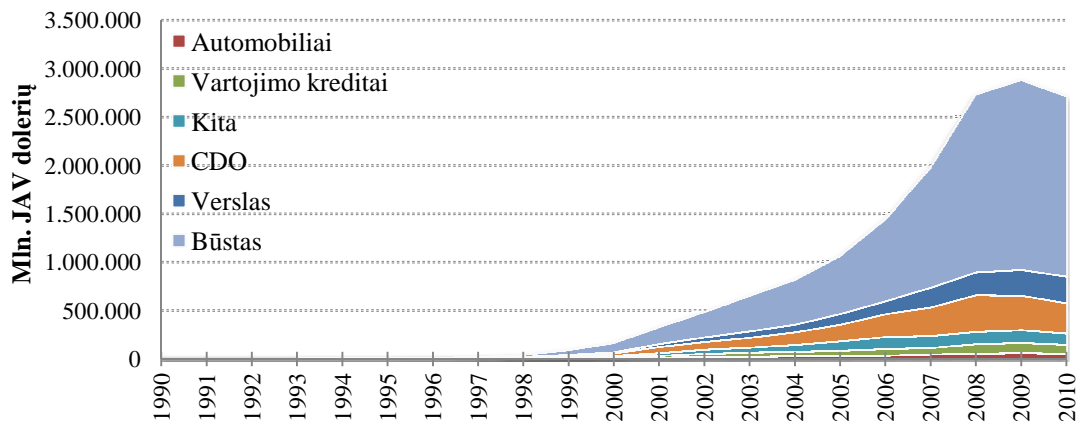
14 pav. Išleisti turtu padengti vertybiniai popieriai Europoje¹⁷ 1992–2010 m.¹⁸

Europoje, kaip ir JAV, dominuoja būsto paskolų sekuritizacija. Skaičiuojama, kad Europoje vidutiniškai sekuritizuojama apie 10% išduotų būsto paskolų (Study on ABS, 2004). Kitose turto klasėse Europa nuo JAV skiriasi gana didele mažų ir vidutinių įmonių bei kito verslo paskolų sekuritizacija. Tuo tarpu JAV yra didelės studentų paskolų sekuritizacijos apimtys. Naujų turtu padengtų vertybinių popierių emisijų apimtys dėl 2007 m. krizės Europoje, lyginant su piku 2008 m., sumenko daugiau nei dvigubai. Iš sekuritizacijos apimčių pokyčio Europoje ir JAV matyti, kad Europos sekuritizacijos rinką krizė iš JAV pasiekė maždaug po 1,5 metų.

Vertinant pagal išleistų, bet neapmokėtų, turtu padengtų vertybinių popierių apimtį Europoje, didžiąją šių vertybinių popierių rinkos dalį sudaro būsto paskolomis padengti vertybiniai popieriai (15 pav.).

¹⁷ Šiame ir kitame paveiksle Europa taip pat apima Rusiją, Turkiją, Kazachstaną ir Islandiją

¹⁸ Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011

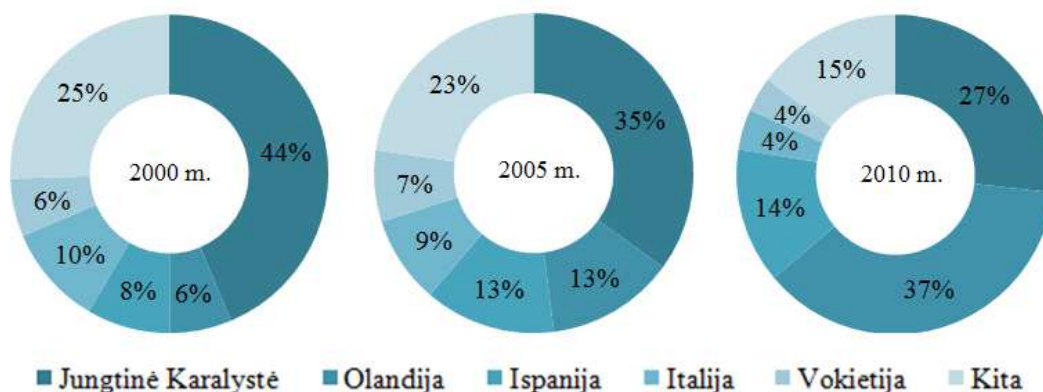


15 pav. Neapmokėti turtu padengti vertybiniai popieriai Europoje 1990–2010 m.¹⁹

Išleistų, bet neapmokėtų, būsto paskolomis padengtų vertybinių popierių dalis 2000–2009 m. laikotarpiu Europoje išaugo beveik 20 kartų, o 1992–2010 m. per metus ši rinka vidutiniškai padidėdavo 70%. Dėl krizės neapmokėtos sekiuritizacijos apimtys Europoje sumenko 6%, o JAV – net 30%.

Europoje sekiuritizacija labiausiai naudojama Jungtinėje Karalystėje, Olandijoje, Ispanijoje, Italijoje ir Vokietijoje (16 pav.). Jungtinėje Karalystėje išleidžiami turtu padengti vertybiniai popieriai 2010 m. sudarė 27%, o 2000 m. – 44% visos Europos rinkos. Antra pagal dydį šių vertybinių popierių rinka Europoje yra Olandijoje, šioje šalyje pastaraisiais metais sekiuritizacija naudojama vis labiau, o ją visą iš esmės sudaro būsto paskolomis padengti vertybiniai popieriai.

¹⁹ Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011



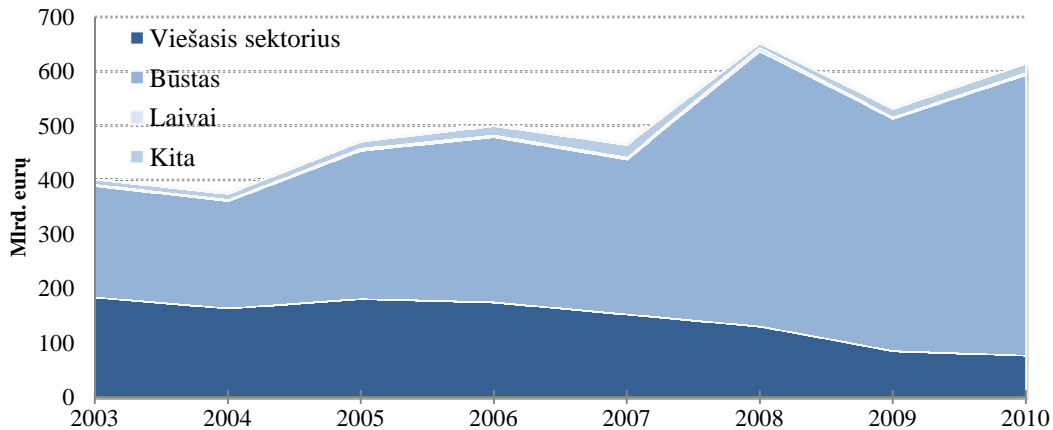
16 pav. Sekiuritizacijos apimtys Europos valstybėse 2000 m., 2005 m. ir 2010 m.²⁰

Sekiuritizacija taip pat naudojama Prancūzijoje, Airijoje, Belgijoje, Portugalijoje. Nuo 2004 m. šiuo mechanizmu, nors ir gana mažomis apimtimis, naudojama ir Rusijoje. Be to, kartais vienoje sekiuritizacijoje naudojamas turtas būna fiziškai lokalizuotas keliose Europos ar pasaulio valstybėse, pavyzdžiui, 2005 m. 15% Europos sekiuritizacijos apimčių buvo užtikrinta keliose pasaulio šalyse esančiu turtu. Vis tik, vertinant viso pasaulio sekiuritizacijos rinką, 2010 m. Europoje buvo atlikta tik 12% viso pasaulio sekiuritizacijos sandorių, kai JAV tuo metu – 81%, o 7% likusių sekiuritizacijos sandorių įvykdyta Azijos šalyse (SIFMA, 2011).

Padengtos obligacijos kaip sekiuritizacijos instrumentas taip pat naudojamos labai plačiai, ypač Europoje. Šių vertybinių popierių populiarumą lemia jų didelis saugumas, patikimumas ir likvidumas. Skaičiuojama, kad 2010 m. pabaigoje pasaulyje buvo 300 padengtų obligacijų emitentų, o 2003 m. jų buvo tik 140. Iš šiuo metu esančių emitentų 265 leido būsto paskolomis padengtas obligacijas, 101 – padengtas viešojo sektoriaus paskolomis, 6 – laivų paskolomis. Likę emitentai obligacijas padengė kitu ar mišriu turtu. Vokietija (63 emitentai), Ispanija (59 emitentai), Austrija (23 emitentai), Jungtinė Karalystė (22 emitentai), Norvegija (22 emitentai), Prancūzija (16 emitentų) ir Italija (10 emitentų) užėmė apie 70% visos padengtų obligacijų rinkos 2010 m.

²⁰ Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011

pabaigoje (ECBC, 2011). 17 paveiksle pateikiamos naujos padengtų obligacijų emisijos 2003–2010 m.

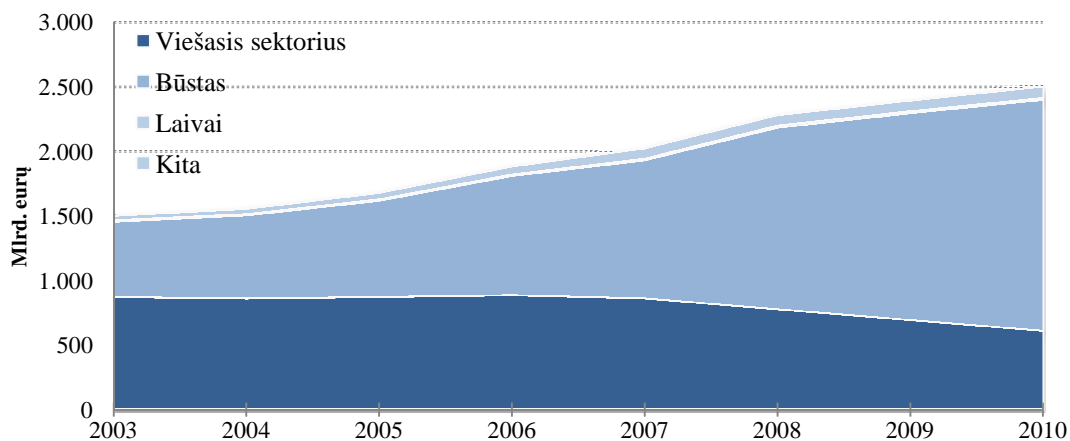


17 pav. Išleistos padengtos obligacijos 2003–2010 m.²¹

Išleistų padengtų obligacijų apimtys 2003–2007 m. buvo gana stabilios, o sumažėjimas 2007 m., lyginant su 2006 m., buvo gana nedidelis – tik 7%. Tačiau jau 2008 m. bendros padengtų obligacijų emisijos apimtys padidėjo net 40%. Visas padengtų obligacijų emisijų prieaugis stebimas tik tarp būsto paskolomis padengtų obligacijų, viešojo sektoriaus paskolomis padengtų obligacijų emisijos nuosekliai mažėjo visu analizuojamu laikotarpiu. Po 2007 m. prasidėjusios krizės padengtų obligacijų emisijos bendrai padidėjo (skirtingai nuo kitų sekiuritizacijos rinkų). Tai susiję su dideliu investuotojų pasitikėjimu šia priemone ir tuo, kad daug centrinių bankų bei valstybės institucijų pradėjo taikyti įvairias padengtų obligacijų rėmimo programas.

18 paveiksle parodytos neapmokėtų padengtų obligacijų apimtys 2003–2010 m.

²¹ Sudaryta autorės, remiantis ECBC, 2011

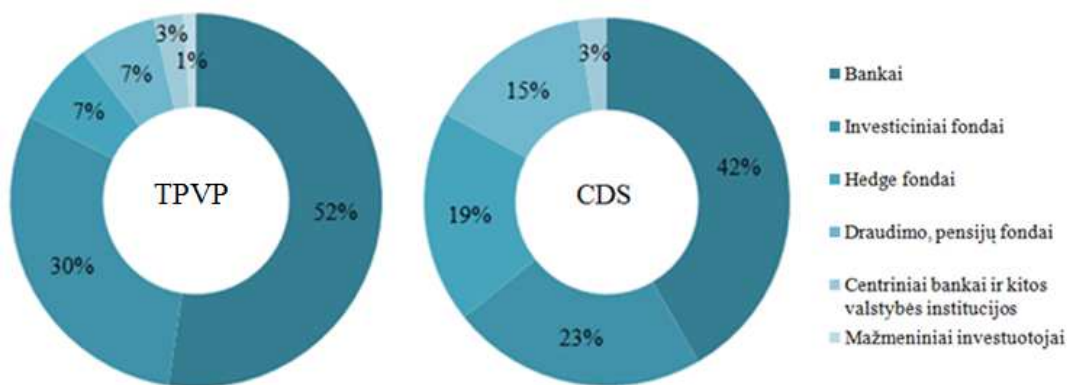


18 pav. Neapmokėtos padengtos obligacijos 2003–2010 m.²²

Neapmokėtų padengtų obligacijų apimtys augo nuosekliai visu analizuojamu laikotarpiu ir 2010 m. pabaigoje sudarė beveik 2,5 mlrd. eurų. Nuo 2006 m. būsto paskolomis padengtų obligacijų apimtys viršijo viešojo sektoriaus paskolomis padengtų obligacijų apimtį ir 2010 m. užėmė 72% rinkos. Tačiau tikėtina, kad po finansų krizės padidėjus Europos ir kitų valstybių viešojo sektoriaus skolai, šio sektoriaus paskolomis padengtų obligacijų segmentas gali ateityje išsiplėsti. Kitomis turto rūšimis padengtų obligacijų apimtys niekada nebuvo labai didelės ir sudarydavo ne daugiau kaip 4% visos neapmokėtų padengtų obligacijų apimtį.

Kredito teikėjų finansavimo poreikių patenkinimas yra tik viena sekiuritizacijos populiarumo priežastis. Svarbus veiksnys – investuotojų į tokius vertybinius popierius interesus. Remdamiesi bendra investavimo taisykle – „nedėti visų kiaušinių į vieną piltinę“, investuotojai diversifikuoja savo investicijų portfelį tarp skirtingų turto rūšių, kurios, pageidautina, kad būtų kuo mažiau susijusios. Tarkim, investuotojas norėtų investuoti tik į kredito kortelių verslą, bet ne į visas verslo rūšis, kuriomis užsiima bankas. Nesant turtu padengtų vertybinių popierių, investuotojas tokios galimybės neturėtų. Todėl sekiuritizacija sukūrė anksčiau neegzistavusią investavimo galimybę bei patrauktą diversifikavimo instrumentą.

²² Sudaryta autorės, remiantis ECBC, 2011



19 pav. **Investuotojai į turtu padengtus vertybinius popierius (TPVP) ir užtikrintus skolos įsipareigojimus (CDO)**²³

Stambiausi investuotojai į turtu padengtus vertybinius popierius pasaulyje yra bankai, beje, dažniausiai patys ir inicijuojantys sekiuritizacijos procesą. Apie 30% šių vertybinių popierių nuperka investiciniai fondai. Rizikos draudimo (angl. *hedge*) fondai, būdami agresyvūs ir itin rizikingi investuotojai, įsigyja apie 7% pasaulio turtu padengtų vertybinių popierių. Tiek pat jų įsigyja konservatyvūs rinkos dalyviai – pensijų fondai, draudimo įmonės. Užtikrintų skolos įsipareigojimų (CDO) rinkoje didžiausi investuotojai taip pat yra bankai, bet šių finansinių priemonių kur kas daugiau įsigyja rizikos draudimo fondai, o taip pat pensijų fondai bei draudimo įmonės. Pastebima, kad būtent dėl šių turimų savo pozicijų krizės metu didelių nuostolių patyrė labai konservatyviais laikomi pastarieji instituciniai investuotojai.

2.2. SEKIURITIZACIJOS REGULIAVIMAS SKIRTINGOSE ŠALYSE

Sekiuritizacijos proceso metu yra surenkamas tam tikras tinkamas turtas (paprastai – paskolų portfelis), toliau jis yra perduodamas atskiram nuo sekiuritizacijos iniciatoriaus subjektui – specialios paskirties įmonei arba kitu teisiniu būdu yra atskiriamas nuo kito iniciatoriaus turto (balanso). Pagal šį svarbų schemas elementą sekiuritizacija skirstoma į tikrąją, tai yra kada turtas

²³ Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011

iš tikrųjų yra perleidžiamas kitam subjektui, ir balansinę, arba padengtą obligacijų, kuomet sekiuritizuojamas turtas teisiškai lieka sekiuritizacijos iniciatoriaus balanse. Šis schemos elementas yra vienas esminių bruožų, išskiriančių tiesinio reguliavimo sistemas skirtingose šalyse. Vėliau sekiuritizuojant yra išleidžiami vertybiniai popieriai, užtikrinti suformuotu turtu. Šie vertybiniai popieriai tam, kad juos galėtų ir norėtų įsigyti platus investuotojų ratas, turi atitikti šalyje ir tarptautinėje praktikoje egzistuojančias vertybinių popierių leidimą reguliuojančias taisykles ir praktikas.

Skirtingos valstybės pasaulyje turi skirtingus sekiuritizacijos proceso reguliavimo mechanizmus – nuo labai detalaus iki gana bendro ir abstraktaus, paremto daugiau sekiuritizacijos proceso dalyvių sutartiniais santykiais. Sekiuritizacijos mechanizmas kaip nors specialiai nėra reguliuojamas nei tarptautiniu, nei ES lygiu, todėl šalyse per keletą dešimtmečių išsivystė gana savitos reguliavimo sistemos dėl šalyje vyraujančių teisės, ekonominių, kultūrinių ir istorinių tradicijų. Vis tik galima išskirti vieną sekiuritizacijos rūšį, tai – padengtų obligacijų teisinis reguliavimas, pasaulyje daugiau ar mažiau panašus ir visur atitinkantis keletą bazinių elementų. Atsižvelgus į tai, toliau skyriuje atskirai nagrinėjami tikrosios sekiuritizacijos teisinio reguliavimo pavyzdžiai skirtingose pasaulio šalyse, o kitoje skyriaus dalyje pateikiami labiausiai pasaulyje paplitę padengtų obligacijų teisinio reguliavimo modeliai.

2.2.1. NEBALANSINĖS (TIKROSIOS) SEKIURITIZACIJOS REGULIAVIMAS SKIRTINGOSE ŠALYSE

Nebalansinės (tikrosios) sekiuritizacijos teisinio reguliavimo analizei pasirinktos keletas pasaulio valstybių, reprezentuojančių iš esmės pasaulyje dažniausiai vyraujančias skirtingų pasaulio regionų teises sistemas. Analizuojami JAV, Australijos, Rusijos, Jungtinės Karalystės, Vokietijos, Prancūzijos, Liuksemburgo ir Vengrijos sekiuritizacijos mechanizmo reguliavimo sistemos pagrindiniai elementai.

Australijoje sekuritizacijos rinka pradėjo vystytis maždaug 1984 m. Rinkos plėtrą paskatino 1986 m. įsteigta valstybinė agentūra, panaši į JAV veikiančią *Fannie Mae*, tačiau ji veikė tik iki 1991 m. Privatūs turtu padengtų vertybinių popierių leidėjai greitai perėmė iniciatyvą sekuritizacijos rinkoje iš valstybės rankų, o nuo 1997 m. Australijoje išleidžiami turtu padengti vertybiniai popieriai tapo populiarūs ir tarp užsienio investuotojų, kai buvo pakeisti mokesčių įstatymai numatant išimtis užsienio investuotojams į Australijos turtu padengtus vertybinius popierius. Šios šalies sekuritizacijos produktų populiarumas tarp užsienio investuotojų tapo vienu esminių rinkos bruožų – pavyzdžiui, 2007 m. daugiau nei pusė būsto paskolomis padengtų vertybinių popierių buvo parduota užsienio investuotojams (Pahlson-Möller ir kt., 2008).

Šiandien Australija turi gerai išvystytą sekuritizacijos produktų rinką, reikiamą infrastruktūrą, reguliacinę ir teisinę aplinką. Rinkos patrauklumą didina ir Australijos politinis stabilumas, aukšti šalies kredito reitingai, stabili valiuta bei gera turto, tinkamo norint atlikti sekuritizaciją, kokybė. Australijos sekuritizacijos rinka iš esmės susikoncentravusi būsto paskolomis padengtų vertybinių popierių segmente: 2009 m. šiuo turtu padengti vertybiniai popieriai sudarė 78% sekuritizacijos rinkos (Debelle, 2009); tačiau taip pat populiarios ir kitos turto klasės – komercinis nekilnojamasis turtas, automobilių lizingas, verslo paskolos. Be to, kartais yra atliekami ir sintetinės sekuritizacijos sandoriai, kuomet kapitalo rinkoms yra perduodama tik kredito rizika, realiai neperleidžiant turto specialios paskirties įmonei.

Australijoje nėra specialaus teisinio režimo, skirto būtent sekuritizacijai, tačiau yra keletas įstatymų, svarbių atliekant sekuritizaciją. Kadangi sekuritizacijos metu yra išleidžiamos finansinės priemonės (vertybiniai popieriai ar išvestinės finansinės priemonės), jų emitentas paprastai turi atskleisti visuomenei informaciją apie išleidžiamas priemones prieš jas platindamas viešai. Atskleidimo reikalavimai netaikomi, jeigu priemonės numatoma platinti tik profesionaliems investuotojams, įsigyjantiems priemonių už ne mažiau kaip 457.000 JAV dolerių (Cox ir kt., 2008). Paprastai

Australijoje, atliekant sekiuritizaciją, retai kada turtu padengti vertybiniai popieriai platinami viešai, tai yra, neprofesionaliems investuotojams. Taip pat kiekvienas sekiuritizacijos schemos dalyvis turi įsitikinti, ar jo vaidmuo nesudaro finansinių paslaugų teikimo, nes tokiu atveju yra būtina gauti Australijos finansų rinkos priežiūros institucijos išduodamą veiklos licenciją.

Sekiuritizacijos schemoje Australijoje naudojama specialios paskirties įmonė paprastai būna dviejų formų – tresto (angl. *trust*) arba bendrovės forma (Smith ir kt., 2009). Trestą steigia patikėtinis ar šioje srityje besispecializuojanti patikėtinių įmonė, kuri patikėjimo teise valdo visą esamą ir bet kokią būsimą tresto turtą. Tresto turto galutiniai savininkai yra turtu padengtų vertybinių popierių investuotojai. Trestas neturi atskiro juridinio asmens statuso ir iš esmės yra sutartis, numatanti kaip patikėtinis valdo tresto turtą investuotojų naudai (Gorton ir kt., 2005). Investuotojai taip pat nėra tiesioginiai tresto turto savininkai, jie yra tresto kreditoriai. Trestas yra apsaugotas nuo patikėtinio finansinės padėties: patikėtiniam bankrutavus, trestas dėl to nenukenčia, jo valdymą tiesiog perima kitas patikėtinis. Specialios paskirties įmonės, turinčios bendrovės teisinę formą, yra atskiri juridiniai asmenys, paprastai privalantys turėti akcininkus (kurie neturi tiesioginės nuosavybės teisių į bendrovės turtą) ir bent vieną vadovą.

Prancūzijoje sekiuritizacija teisiškai buvo sureguliuota maždaug prieš 20 metų, 1988 m., priėmus specialų sekiuritizacijos įstatymą. Juo buvo sukurta sekiuritizacijai naudojama specialios paskirties įmonės forma – *Fonds Commun de Créances* (toliau – FCC), kuri iš esmės yra kolektyvinis skolos investicinis fondas arba tiesiog skolų portfelis. FCC gali leisti įvairių rūšių vertybinius popierius, išvestines finansines priemones, gali atidaryti specialias sąskaitas, apsaugotas nuo trečiųjų šalių reikalavimų. FCC, panašiai kaip ir trestas, neturi juridinio asmens statuso, jį patikėjimo teise valdo licencijuotas fondų valdytojas, o jo turtas yra laikomas depozitoriume (kredito įstaigoje). FCC neturi nei akcijų, nei kapitalo, nei darbuotojų. Nuo 2008 m. Prancūzijoje taip pat galima steigti ir kitos rūšies specialios paskirties įmones – *Société de Titrisation* (toliau – SDT), tačiau jos kol kas praktikoje naudojamos rečiau,

dažniausiai – tik tarptautiniuose sandoriuose, nes SDT teisinis statusas palankesnis tarpvalstybinio lygio mokesčių aspektu (Hubert, 2011).

Abiejų rūšių specialios paskirties įmonės nėra kredito įstaigos ir paprastai yra steigiamos pačioje Prancūzijoje. Specialios paskirties įmonėms nėra taikomas standartinis Prancūzijos bankroto režimas, tokiu būdu šios įmonės laikomos apsaugotomis nuo bankroto. Taip pat įstatymai numato apsaugos priemones, kurios mažina šių įmonių bankroto galimybę: joms draudžiama verstis bet kokia kita veikla, išskyrus sekiuritizaciją, draudžiama prisiimti bet kokius nesusijusius sutartinius įsipareigojimus, o šių įmonių išleistų vertybinių popierių investuotojų reikalavimo teisės yra apribotos tik jų įsigytus vertybinius popierius užtikrinančiu turto. Nepatenkinta reikalavimo dalis negali būti nukreipta į kitą specialios paskirties įmonės turta.

Specialios paskirties įmonės savo veiklą finansuoja išleisdamos skolos vekselius, FCC taip pat gali leisti investicinius vienetus, o SDT – akcijas. Visos minėtos priemonės gali būti išleistos viešai arba privačiai (Hubert, 2011). Jeigu finansinė priemonė leidžiama viešai, jai turi būti parengtas prospektas. Viešu leidimu laikomas finansinių priemonių siūlymas per biržą arba neapibrėžtam investuotojų skaičiui. Informacinio prospekto rengti nereikia, jeigu šių finansinių priemonių investuotojai yra tik profesionalūs rinkos dalyviai.

Vokietijoje sekiuritizacija nereguluojama specialiai, ji atliekama vadovaujantis bendraisiais teisės aktais, išskyrus tam tikrus papildomus reikalavimus kredito įstaigoms ir kitiems sekiuritizacijos iniciatoriams. Sekiuritizacijai būna naudojamos Vokietijoje arba už jos ribų įsteigtos specialios paskirties įmonės. Pasirinkta įmonės steigimo vieta paprastai priklauso nuo jos steigėjo teisinės formos, numatomo sekiuritizuoti turto ir teisinio bei mokestinio režimų. Kaip minėtais aspektais palankios vietos paprastai pasirenkamas Džersis (Jungtinės Karalystės sala), Liuksemburgas ar Airija. Pastarosios dvi šalys pasirenkamos dar ir dėl turimo dvigubo apmokestinimo išvengimo susitarimų su Vokietija.

Specialios paskirties įmonės paprastai steigiamos akcinės bendrovės forma ir joms nereikalinga jokia papildoma veiklos licencija. Vokietijos teisėje nėra tresto instituto, kuris paplitęs angliškos teisės valstybėse, o sekiuritizacijai skirto turto atskyrimas, jį perduodant valdyti trečiajam asmeniui patikėjimo teise, taip pat nesukuria pakankamo atskyrimo nuo sekiuritizacijos iniciatoriaus. Todėl tinkamiausia specialios paskirties įmonės teisinė forma yra akcinė bendrovė. Kad specialios paskirties įmonė būtų apsaugota nuo galimo bankroto, paprastai šios įmonės vykdoma veikla apribojama tik atliekant sekiuritizacijos sandorius, įmonėje neįdarbinant darbuotojų, o visas reikiamas funkcijas ir paslaugas įsigyjant iš išorinių paslaugų teikėjų. Tam, kad specialios paskirties įmonė būtų apsaugota nuo sekiuritizacijos iniciatoriaus bankroto, Vokietijoje būtina, kad turtas specialios paskirties įmonei būtų parduotas ir perduotas iš tikrųjų (Kalisch, 2011).

Nuo 2000 m. Vokietijoje dominavo sintetinės sekiuritizacijos sandoriai. Tikrosios sekiuritizacijos vykdymą apsunkino 1999 m. įsigalioję mokesčių sistemos pasikeitimai (Young ir kt., 2004). Taip pat sintetinės sekiuritizacijos plėtrą paskatino Vokietijos valstybinio vystymo banko *Kreditanstalt für Wiederaufbau*, (toliau – KfW) 2000 m. sukurtos ir remiamos sintetinės sekiuritizacijos platformos. Nuo 2005 m. Vokietijos sekiuritizacijos rinka, joje vis labiau įsivyraujant tikrosios sekiuritizacijos sandoriams, kuomet turtas iš iniciatoriaus balanso iš tikrųjų perduodamas specialios paskirties įmonei, pradėjo keisti savo kryptį. Krypties pasikeitimui įtakos turėjo mokesčių įstatymų pakeitimai, o taip pat rinkos dalyvių sukurta tikrojo pardavimo iniciatyvos platforma (Becker, 2008; Wittinghofer, 2008). Šios schemos sukūrimas žymiai paskatino sekiuritizacijos rinką Vokietijoje. Platforma nėra privaloma, todėl rinkoje kartais atliekami ir savarankiškai iniciatorių sudaryti sekiuritizacijos sandoriai²⁴.

Specialios paskirties įmonių Vokietijoje išleidžiami vertybiniai popieriai būna platinami viešai arba privačiai. Be to, pastaruoju metu yra daug leidžiama

²⁴ Plačiau apie Vokietijoje naudojamas platformas žiūrėti 2.3. skyriuje „Sekiuritizacijos rėmimo priemonės“

turtu padengtų vertybinių popierių, kuriuos paprastai pasilieka pats iniciatorius tam, kad galėtų naudoti juos kaip užstatą Europos centriniam bankui (tolau – ECB) jo kredito operacijose (Kalisch, 2011). Jeigu išleistus vertybinius popierius nusprendžiama platinti viešai juos listinguojant biržoje, tuomet dažniausiai dėl paprastų ir greitų listingavimo procedūrų pasirenkamos Airijos arba Liuksemburgo vertybinių popierių biržos.

Vengrijoje sekiuritizacijos rinka nėra išvystyta. Iki 2012 m. šalyje buvo sudaryta tik pora sekiuritizacijos sandorių, inicijuotų vietos finansų rinkos dalyvių, tačiau ir šiuose sandoriuose aktyviai dalyvavo užsienio bankai. Taip pat rinkoje buvo keletas atvejų, kuomet Vengrijos bankai parduodavo savo paskolų portfelius kitose šalyse įsteigtoms specialios paskirties įmonėms. Šalies centrinis bankas kaip užstatą priima turtu padengtus vertybinius popierius, tačiau tai neskatina šios rinkos plėtros. Bet tikėtina, kad poreikis didesniai likvidumui bei papildomiems kreditavimo ištekliams turėtų ateityje paskatinti sekiuritizacijos rinkos atsiradimą Vengrijoje. Kaip viena iš priežasčių, kodėl sekiuritizacijos rinka neišsivystė, iki šiol įvardijamas ir tinkamo teisinio reguliavimo nebuvimas. Sekiuritizacija panaudojant specialios paskirties įmones Vengrijoje nėra specialiai reguliuojama, tad specialios paskirties įmonės turėtų būti steigiamos vadovaujantis bendraisiais teisės aktais. Be to, šalyje nėra naudojama tresto teisinė forma, tad specialios paskirties įmonė turėtų būti akcinės bendrovės formos (Gárdos ir kt., 2011).

Panašus sekiuritizacijos reguliavimo režimas bei rinkos išsivystymo lygis yra ir kitose Centrinės ir Rytų Europos valstybėse.

Liuksemburge sekiuritizacijos rinka pradėjo vystytis apie 1990 m. ir ilgainiui Liuksemburgas tapo vienu pagrindinių ne tik sekiuritizacijos, bet ir kitų finansinių sandorių centrų Europoje. Nepaisant pastarųjų metų finansinės krizės, Liuksemburgas dažnai pasirenkamas kaip valstybė, kurioje atliekami sekiuritizacijos sandoriai. Finansinės krizės metu nei Liuksemburgo centrinis bankas, nei kitos valstybės institucijos netaikė jokių specialių turtu padengtų vertybinių popierių paramos schemų. Tačiau rinkos dalyviai galėjo naudotis

ECB taikomomis likvidumo schemomis turtu padengtus vertybinius popierius pateikdami kaip užtikrinimo priemonę ECB operacijose.

Kadangi Liuksemburgo sekiuritizacijos rinka yra labai išvystyta, negalima išskirti nei vienos dominuojančios paprastai sekiuritizuojamo turto rūšies. Didžioji dalis šalyje atliekamos sekiuritizacijos yra inicijuojama kitose šalyse įsteigtų finansinių institucijų, o sekiuritizuojamas turtas taip pat paprastai nėra Liuksemburgo teritorijoje (Schmitt ir kt., 2008). Šios šalies, kaip finansų centro patrauklumą, suformavo palanki teisinė ir mokesčių sistemos bei ilgainiui išsivysčiusi patraukli finansinių paslaugų infrastruktūra.

Liuksemburge sekiuritizaciją reguliuoja specialus 2004 m. priimtas sekiuritizacijos įstatymas. Paprastai įsteigiama specialios paskirties įmonė neturi atitiki specialių reikalavimų ir jai nereikalinga veiklos licencija, tačiau jeigu įsteigtą įmonę turtu padengtų vertybinių popierių leidimui numatoma naudoti daug kartų, tokiu atveju paprastai būtina gauti finansų rinkos priežiūros institucijos išduodamą veiklos licenciją. Specialios paskirties įmonės Liuksemburge gali būti steigiamos dviejų formų – akcinės bendrovės arba sekiuritizacijos fondo. Akcinės bendrovės gali būti privačios arba viešos, jos skiriasi tuo, kad privati akcinė bendrovė negali leisti viešai platinamų vertybinių popierių. Specialios paskirties įmonė, steigiama kaip sekiuritizacijos fondas, neturi juridinio asmens statuso, o ją valdo išorinė licencijuota valdymo įmonė (Schmitt, 2009).

Liuksemburge turtu padengti vertybiniai popieriai gali būti platinami viešai arba privačiai, tačiau praktikoje retai kada šios finansinės priemonės leidžiamos viešai. Vis tik jeigu pasirenkamas viešas platinimas, turtu padengti vertybiniai popieriai paprastai yra įtraukiami į Liuksemburgo vertybinių popierių biržos sąrašus, o visuomenei pateikiamas informacinis prospektas (Securitisaton, 2009).

Apskirtai Liuksemburgo teisinė sekiuritizacijos sistema yra labai pritaikyta prie rinkos dalyvių poreikių. Nors čia yra sukurtas specialus šio finansinio instrumento reguliavimas, tačiau taip pat išlaikyta lankti teisinė aplinka, kur rinkos dalyviai gali pasirinkti sau tinkamiausias sekiuritizacijos

struktūras ir mechanizmus. Svarbus Liuksemburgo teisinės sistemos bruožas – daug kas paliekama reguliuoti šalių sutartiniais santykiais.

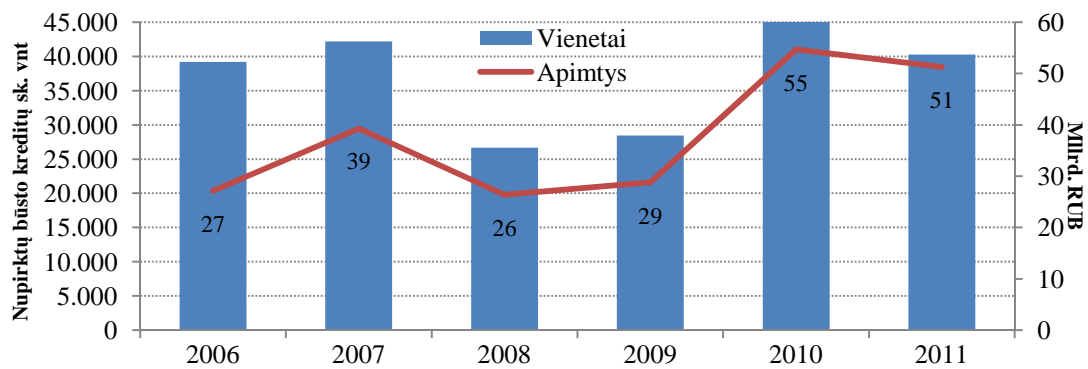
Kadangi *Rusijoje* nėra gerai išvystyto sekiuritizacijos teisinio reguliavimo, o vertybinių popierių rinka taip pat santykinai gana ribota, sekiuritizacijos sandoriai dažnai sudaromi pasinaudojant užsienio šalyse įsteigtomis specialios paskirties įmonėmis. Vietinių sandorių pradėjo daugėti tik pastaruoju metu. Dažniausiai Rusijoje yra sekiuritizuojamos būsto paskolos, paskolos automobiliams ir vartojimo kreditai. Rusijos teisinėje sistemoje trūksta tikrumo dėl galimybių perleisti reikalavimo teises tretiesiems asmenims, todėl, norint sekiuritizuoti neįprastos rūšies turtą, reikia kaskart atidžiai nagrinėti teisės aktus bei teismų praktiką (Dragunov ir kt., 2008). Toks teisinis neapibrėžtumas dažnai atbaido nuo sandorių atlikimo šioje šalyje.

Rusijoje nėra specifinio sekiuritizacijos reguliavimo, išskyrus tai, kad atskiru 2003 m. įstatymu yra reguliuojamas būsto paskolomis padengtų vertybinių popierių leidimas. Todėl specialios paskirties įmonės gali būti steigiamos kaip paprastos akcinės bendrovės. Tačiau jeigu specialios paskirties įmonė yra įsteigta leisti būsto paskolomis padengtus vertybinius popierius, jai draudžiama užsiimti bet kokia kita veikla. Dėl specialaus reguliavimo nebuvimo yra gana sudėtinga užtikrinti, kad specialios paskirties įmonė būtų apsaugota nuo bankroto grėsmių, kadangi nėra draudimų šiai įmonei verstis kita veikla, galinčia sukelti finansinių veiklos sunkumų (išskyrus, jeigu numatoma leisti būsto paskolomis padengtus vertybinius popierius). Taigi Rusijoje išleistų turtu padengtų vertybinių popierių pirkėjai rizikuoja, kad juos išleidusi specialios paskirties įmonė gali bankrutuoti dėl su sekiuritizacija nesusijusių veiklų. Būtent dėl minėtų priežasčių Rusijoje yra rizikinga steigti specialios paskirties įmonę ne būsto paskolomis užtikrintų vertybinių popierių leidimui. Be to, net ir pagal būsto paskolomis užtikrintų vertybinių popierių leidimą reguliuojantį įstatymą įsteigta specialios paskirties įmonė nėra visiškai izoliuota nuo jos steigėjo (sekiuritizacijos iniciatoriaus) bankroto grėsmės. Tai taip pat didelis Rusijos teisinio sekiuritizacijos reguliavimo trūkumas. Dėl to Rusijos sekiuritizacijos iniciatoriai dažnai steigia specialios paskirties įmones

Liuksemburge, Olandijoje ar Airijoje (šios šalys pasirenkamos dėl palankios teisinės ir mokesčių sistemos, dėl dvigubo apmokestinimo išvengimo sutarčių bei dėl didesnės investuotojų bazės), o pastaroji įmonė įsteigia specialios paskirties įmonę Rusijos teritorijoje. Kitų galimybių atlikti sekiuritizaciją pagal Rusijos teisę nėra – tresto teisinis institucijas Rusijoje nepripažįstamas (Ivanov, 2011).

Reiktų pastebėti, kad Rusija yra gana aktyvi būsto paskolų sekiuritizacijos rinkos dalyvė: nuo 1997 m. čia veikia Būsto paskolų finansavimo agentūra (rus. *Агентство По Ипотечному Жилищному Кредитованию*). Ją įsteigė ir iki šiol vienintelis jos akcininkas yra Rusijos vyriausybė. Šios agentūros misija yra įgyvendinti vyriausybės programas, kuriomis siekiama, kad gyventojai galėtų įpirkti būstą ir jo kokybė būtų pagerinta. Agentūra siekia, kad kiekvienas pilietis, nepriklausomai nuo jo socialinio statuso, išsilavinimo, pajamų, darbovietės, religijos ir gyvenamosios vietos, turėtų galimybę pasiimti būsto paskolą. Stengiamasi daugiau dėmesio skirti labiau atsilikusiems Rusijos regionams. Agentūros pagrindinės veiklos kryptys yra kreditavimo standartų nustatymas, kredito išteklių būsto paskoloms didinimas, garantijų būsto paskolomis padengtų vertybinių popierių emitentams teikimas (Agency, 2012).

Rusijos vyriausybė 2005 m. patvirtino Unifikuotos būsto paskolų refinansavimo sistemos koncepciją (Concept, 2005), kurioje numatyta, kad Būsto paskolų finansavimo agentūra veiks kaip būsto paskolų refinansavimo sistemos operatorius. Koncepcijoje taip pat numatyta, kad refinansavimo priemonės bus agentūros išleidžiami skolos ir būsto paskolomis užtikrinti vertybiniai popieriai, garantuoti Rusijos vyriausybės. Esant tokiai sistemai, Rusijos būsto paskolų teikėjai agentūrai parduoda jos nustatytus standartus atitinkančių būsto paskolų portfelius, o pastaroji juos sekiuritizuoja išleisdama būsto paskolomis padengtus vertybinius popierius.



20 pav. **Rusijos Būsto paskolų finansavimo agentūros veiklos apimtys**
2006–2011 m.²⁵

Kaip matyti 20 paveiksle, agentūra 2006–2010 m. vidutiniškai per metus iš rinkos dalyvių nupirkdavo 37,5 tūkst. būsto paskolų už vidutiniškai 38 mlrd. rublių. Atsižvelgdama į krizę, Būsto paskolų finansavimo agentūra buvo gerokai padidinusi savo veiklos apimtį 2010–2011 m.: 2010 m. agentūra nupirko 16% visų Rusijoje išduotų būsto kreditų, o šios agentūros išleisti būsto paskolomis padengti vertybiniai popieriai 2011 m. sudarė 44% visų Rusijos teritorijoje išleistų tokių vertybinių popierių. Tačiau per visus 2010 m. agentūra buvo atlikusi tik vieną sekuritizedacijos sandorį.

Būsto paskolomis užtikrinti vertybiniai popieriai paprastai yra listinguojami Rusijos reguliuojamose rinkose. Jeigu vertybinius popierius leidžia užsienio valstybėje įsteigta specialios paskirties įmonė, dažniausiai šie popieriai būna Londono arba Airijos vertybinių popierių biržų sąrašuose. Neseniai (2011 m.) pasikeitus teisės aktams, atsirado galimybė ir kitose šalyse išleistus vertybinius popierius listinguoti Rusijoje biržose. Bendrai Rusijoje įsteigiama specialios paskirties įmonė gali išleisti vertybinius popierius, platinamus tiek viešai, tiek ir privačiai (Ivanov, 2011).

Sintetinės sekuritizedacijos sandorių, kuomet sekuritizedacijos iniciatorius neperleidžia turimo paskolų portfelio specialios paskirties įmonei, tačiau kapitalo rinkoms perduoda tik su portfeliu susijusią kredito riziką, Rusijoje praktiškai nėra. Viena pagrindinių to priežasčių yra ta, kad sekuritizedaciją

²⁵ Sudaryta autorės, remiantis Mortgage, 2012

Rusijoje paprastai bankai renkasi kaip papildomą veiklos finansavimo šaltinį, o sintetinė sekiuritizacija šio tikslo pasiekti neleidžia. Taip pat prie to prisideda gana menkai išvystyta išvestinių finansinių priemonių rinka.

Jungtinėje Karalystėje yra viena labiausiai pasaulyje išvystytų sekiuritizacijos rinkų. Tačiau šioje šalyje nėra specialaus įstatymo, reguliuojančio sekiuritizaciją. Sekiuritizacijai atlikti steigiama specialios paskirties įmonė gali būti akcinė bendrovė. Šios šalies sekiuritizacijos schemas bruožas yra ta, kad paprastai specialios paskirties įmonės akcijos yra perduodamos pelno nesiekiančiam trestui, kuris tampa specialios paskirties įmonės savininku, o akcijų valdymas perduodamas išoriniam valdytojui. Tokiu būdu yra įgyvendinamas tresto institutas bei užtikrinama, kad specialios paskirties įmonė neturės jokio ryšio su ją įsteigusiu sekiuritizacijos iniciatoriumi (Box ir kt., 2011).

Dažniausiai specialios paskirties įmonės yra steigiamos šalies teritorijoje, nes sekiuritizacijos iniciatoriai gerai pažįsta šios šalies teisinę ir mokestinę aplinką. Tačiau prieš mokestinių įstatymų pakeitimus 2007 m. gana dažnai pasitaikydavo, kad sekiuritizacijos schemas, kuriose naudojamas Jungtinėje Karalystėje esantis turtas, buvo įgyvendinamos kitose šalyse. Taigi, mokesčiai paprastai yra pagrindinis veiksnys, nulemiantis įmonės steigimo jurisdikcijos pasirinkimą. Todėl vis dar kartais pasitaiko, kad sekiuritizacijos iniciatoriai sekiuritizaciją atlieka Liuksemburge, Airijoje ar Olandijoje (Sideris, 2008).

Specialios paskirties įmonės apsaugą nuo bankroto Jungtinėje Karalystėje užtikrina tai, kad sekiuritizuojant pasinaudojama naujai įsteigta specialios paskirties įmone, neturinčia veiklos istorijos, iš kurios galėtų kilti finansinių įsipareigojimų ar atirasti potencialių kreditorių. Taip pat įmonės steigimo dokumentuose paprastai ribojamos įmonės galimybės priimti papildomų įsipareigojimų, nesusijusių su atliekamais sekiuritizacijos sandoriais.

Sekiuritizacijos schemoje išleidžiami turtu padengti vertybiniai popieriai gali būti platinami tiek viešai, tiek ir privačiai. Taip pat šalyje, ypač prieš krizę, buvo paplitę sintetinės sekiuritizacijos sandoriai, kuomet yra išleidžiami CDS, CLN.

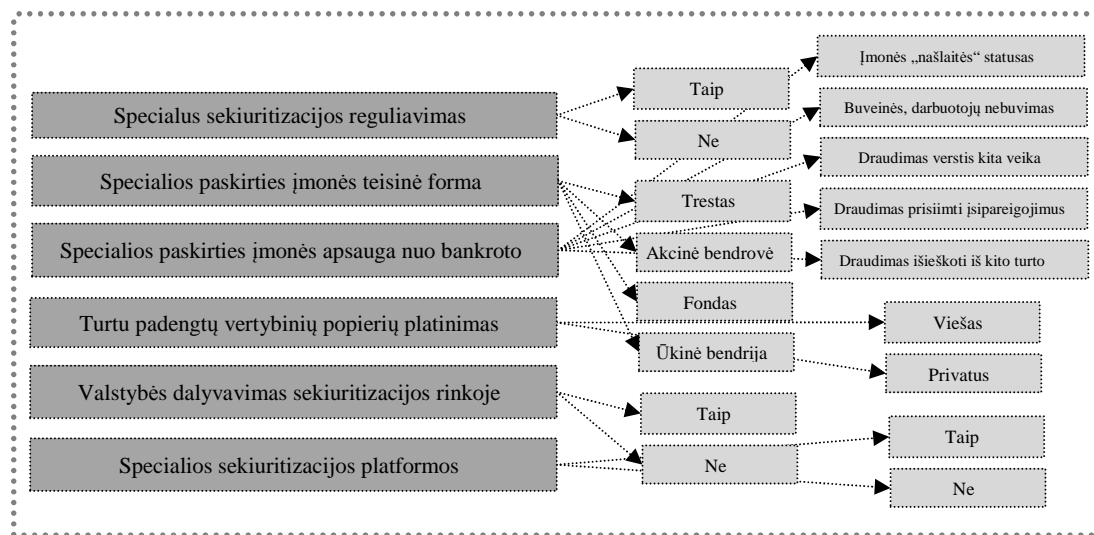
JAV pelnytai yra laikoma sekiuritizacijos mechanizmo lopšiu. Turtu padengti vertybiniai popieriai, nepaisant finansų krizės įtakos, sudaro pagrindinę šios šalies skolos vertybinių popierių rinkos dalį. JAV nėra specialaus įstatymo, skirto sekiuritizacijai, tad sandoriai atliekami vadovaujantis federaliniais ir atskirų valstijų teisės aktais. Specialios paskirties įmonės JAV gali būti steigiamos įvairių formų. Dažniausiai yra renkamosi akcinės bendrovės arba tresto forma, rečiau – ūkinės bendrijos (angl. *limited partnership*) forma, kurioje iš esmės visi steigimo ir veiklos ypatumai aptariami ūkinės bendrijos steigėjų – partnerių (narių) tarpusavio sutartyje. Specialios paskirties įmonės savininkai tam, kad būtų užtikrintas atskyrimas nuo iniciatoriaus, būna arba sekiuritizacijos iniciatoriai, arba pelno nesiekiantys trestai. Tačiau JAV specialios paskirties įmonės veiklos reguliavimo ypatumai labiau priklauso nuo turto, kurį ši įmonė turi, o ne nuo jos teisinės formos (Moser, 2011). Apskirtai per visą istoriją JAV buvo panaudotos bene visos įmanomos sekiuritizacijos schemos, net ir labai sudėtingos.

Specialios paskirties įmonėms, sekiuritizuojančioms JAV esantį turtą, tačiau įsteigtoms ne JAV teritorijoje, yra taikomi tam tikri veiklos apribojimai JAV teritorijoje mokesčių, teroristų finansavimo prevencijos ir kitais panašiais tikslais. Bendrai tradicinių turto klasių, tokių kaip būsto, automobilių paskolos, vartojimo kreditai, sekiuritizacijai specialios paskirties įmonės registracijai dažniausiai yra pasirenkama JAV jurisdikcija, tuo tarpu sekiuritizacijos su segmentavimu sandoriams mokesčių tikslais dažniau pasirenkamos kitos teritorijos (Kaimanų, Britų Mergelių salos), tačiau šalia įsteigiama ir JAV teritorijoje specialios paskirties įmonė, kuri taip pat dalyvauja sandoryje (Michael ir kt., 2008). Specialios paskirties įmonės bankroto grėsmė mažinama panašiai kaip ir kitose valstybėse: apribojamos kitos veiklos galimybės, teisė prisiimti įsipareigojimus ir pan. Specialios paskirties įmonė gali leisti viešai arba privačiai platinamus turtu padengtus vertybinius popierius. Taip pat JAV dažnai atliekami ir sintetinės sekiuritizacijos sandoriai.

Didelę JAV sekiuritizacijos rinkos dalį užima valstybinių agentūrų *Fannie Mae* ir *Freddie Mac* leidžiami būsto paskolomis padengti vertybiniai popieriai. Pastarosios agentūros 2007 m. prasidėjusios finansų krizės metu patyrė didelius nuostolius ir JAV valdžios institucijos buvo priverstos šias agentūras paremti mokesčių mokėtojų pinigais. Vėliau šios agentūros daug prisidėjo prie būsto paskolų sekiuritizacijos rinkos palaikymo finansų krizės metu. Tačiau JAV valdžios institucijos pradėjo svarstyti galimybes mažinti minėtų valstybinių agentūrų vaidmenį JAV ekonomikoje daugiau rizikų gražinant privačiam sektoriui. Tuo tikslu 2012 m. vasario mėn. JAV Kongresui svarstyti buvo pateiktas strateginis planas dėl tolesnių veiksmų su valstybės remiamomis agentūromis – *Fannie Mae* ir *Freddie Mac* (FHFA, 2012). Pagrindinis strategijoje numatytas tikslas yra siekis mažinti valstybinių agentūrų vaidmenį JAV būsto paskolų sekiuritizacijoje, o kaip alternatyvą joms sukurti vieningą sekiuritizacijos platformą, kuria galės naudotis privatūs ir vieši sekiuritizacijos iniciatoriai. Strategijoje pripažįstama, kad šiandien JAV privatus sektorius neturi tokios sekiuritizacijos infrastruktūros, kuri pajėgtų per mėnesį sekiurituoti 100 mlrd. JAV dolerių vertės naujai suteiktų būsto paskolų, todėl, iš rinkos pasitraukus valstybinėms agentūroms, tai galėtų neigiamai paveikti naujų būsto paskolų tiekimo galimybes. Strategijoje numatoma sukurti valstybės valdomą sekiuritizacijos platformą bei nacionalinius būsto paskolų sekiuritizacijos standartus, kuriuos turėtų patvirtinti JAV Kongresas. Nors strategijoje numatyti planai yra tik svarstomi stadijoje ir jų realizavimas dar gali užtrukti, bet pagal esamus planus galima konstatuoti, kad JAV valdžios institucijos, siekdamos sumažinti valstybės vaidmenį antrinėje būsto paskolų rinkoje mažinant (o ateityje greičiausiai iš viso atsisakant) *Fannie Mae* ir *Freddie Mac* veiklą, ir vėl planuoja sukurti būtent valstybės valdomą ir inicijuotą nacionalinę sekiuritizacijos platformą, tačiau nesvarsto galimybių sekiuritizacijos iniciatyvas palikti privačioms rankoms.

Apibendrinus nagrinėtas sekiuritizacijos reguliavimo schemas, pažymėtina, kad pasaulyje nėra bendros sekiuritizacijos reguliavimo sistemos,

kiekviena šalis pasirenka savo teisinius kelius kaip tai padaryti. Be to, daugelyje valstybių iš viso nėra specialaus sekiuritizacijos reguliavimo – tai atliekama remiantis bendrais teisės aktais. Vis tik galima išskirti keletą sekiuritizacijos proceso elementų, kurių reguliavimas yra svarbus visam procesui (21 pav.)



21 pav. Sekiuritizacijos reguliavimo pagrindiniai elementai²⁶

Vienas svarbiausių sekiuritizacijos schemas elementų yra specialios paskirties įmonė. Šalių teisinių sistemų analizė rodo, kad jos gali būti steigiamos įvairių formų. Dažniausiai šalyse naudojamos akcinės bendrovės teisinės formos specialios paskirties įmonės (Vokietijoje, Vengrijoje, Australijoje, Liuksemburge, Rusijoje), rečiau naudojamas ūkinės bendrijos formos juridinis asmuo (JAV). Sekiuritizuojant dažnai taip pat naudojamos juridinio asmens statuso neturinčios struktūros – trestai (angliškos teisės šalyse) ar fondai (Prancūzijoje, Liuksemburge). Dažniausiai specialios paskirties įmonėms nėra būtina speciali veiklos licencija, tačiau kai kurios šalys tokios licencijos reikalauja, jeigu specialios paskirties įmonė veikia kaip nuolatinė sekiuritizacijos platforma (pavyzdžiui, Liuksemburge). Šalių praktika rodo, kad jeigu valstybėje nėra gerai veikiančios teisinės sistemos, o šalies įstatymai neriboja užsienio subjektų panaudojimo sekiuritizacijoje, renkantis specialios

²⁶ Sudaryta autorės

paskirties įmonės steigimo teritoriją, sekjuritizacijos iniciatoriai specialios paskirties įmonėms steigti renkasi Liuksemburgą, Airiją, Olandiją arba lengvatines mokesčių zonas. Beje, ir kiti analizuotų šalių teisės aktų pavyzdžiai rodo, kad sekjuritizacijos rinkos vystymuisi didelę įtaką turi mokesčių įstatymų pakeitimai.

Sėkmingai sekjuritizacijai atlikti būtina, kad išleisti turtu padengti vertybiniai popieriai būtų apsaugoti nuo kiek įmanoma daugiau teisinių ir finansinių rizikų. Dėl to visuomet siekiama, kad specialios paskirties įmonė būtų apsaugota nuo pirma – iniciatoriaus bankroto pasekmių, antra – jos pačios bankroto galimybių. Tuo tikslu dauguma šalių yra numačiusios panašias teises priemones (arba tokios normos įtvirtinamos įmonės steigimo dokumentuose): specialios paskirties įmonei neleidžiama verstis kita veikla ir prisiimti naujų įsipareigojimų, investuotojams neleidžiama nukreipti savo reikalavimų išieškojimo į kitą specialios paskirties įmonės turtą, išskyrus tą, kuris užtikrina jų įsigytus vertybinius popierius. Kaip vienas didžiausių saugumo garantų yra pripažįstamas specialios paskirties įmonė turimas „našlaitės“ statusas (angl. *orphan company*), kuomet sekjuritizacijos iniciatorius jokiais nuosavybės santykiais nesusijęs su šia įsteigta įmone, o įmonė „našlaitė“ nei mokesčių, nei apskaitos, nei teisiniais tikslais nėra konsoliduojama su sekjuritizacijos iniciatoriumi (Gorton ir kt., 2005). Šalys, kuriose investuotojai mato daug rizikų, kylančių iš nepakankamos specialios paskirties įmonės apsaugos nuo bankroto, sunkiai gali išvystyti efektyvią sekjuritizacijos rinką.

Sekjuritizacijos schemose išleidžiami vertybiniai popieriai gali būti užtikrinti įvairių rūšių turtu. Analizė rodo, kad valstybėse, turinčiose išvystytą kapitalo rinką, dažniausiai sekjuritizuojamas yra įvairių rūšių turtas. Tuo tarpu šalyse su mažiau išvystyta rinka paprastai sekjuritizuojamos būsto, automobilių paskolos ir vartojimo kreditai. Mažose rinkose sintetinės sekjuritizacijos atveju taip pat pasitaiko retai.

Išleidžiami turtu padengti vertybiniai popieriai visose teritorijose gali būti platinami viešai arba privačiai. Viešas platinimas reiškia, kad vertybinius

popierius gali įsigyti ir neprofesionalūs rinkos dalyviai, todėl emitentai privalo parengti detalų informacinį prospektą, apibūdinantį siūlomus vertybinius popierius bei su jais susijusias rizikas. Tačiau praktika rodo, kad skirtingai nei akcijos ar skolos vertybiniai popieriai, turtu padengti vertybiniai popieriai paprastai yra platinami ne viešai (privačiai), o tai reiškia, jog sekiuritizacijos iniciatoriui mažėja reguliacinė našta. Ne viešas, tai yra tik profesionaliems investuotojams šių finansinių priemonių platinimas pasirenkamas todėl, kad juos paprastai daugiausiai įsigyja profesionalūs instituciniai investuotojai – pensijų, investicijų fondai, draudimo įmonės, bankai.

Pasaulyje yra keletas valstybių, kurios nuo seno pačios per valstybės įsteigtas specialias agentūras aktyviai dalyvauja vietinės sekiuritizacijos rinkose. Tuo šalys dažniausiai siekia paskatinti būsto kreditavimo rinką bei padidinti gyventojų galimybes įsigyti būstą. Valstybės – aktyvūs rinkos žaidėjai JAV, Rusijoje, iki 1991 m. – ir Australijoje. Viena vertus, tokiu būdu rinka yra paskatinama, kita vertus, valstybės aktyvus dalyvavimas, arba tiksliau, rizikos perėmimas iš privačių rinkų, reiškia potencialią grėsmę papildomoms sisteminiams rizikoms kauptis, o tai taip pat neskatina privačių subjektų iniciatyvos vystyti vietinę sekiuritizacijos rinką. Kaip alternatyva valstybės dalyvavimui vietinėse sekiuritizacijos rinkose kai kuriose šalyse yra gana gerai išvystytos privačios sekiuritizacijos platformos.

2.2.2. BALANSINĖS SEKIURITIZACIJOS (PADENGTŲ OBLIGACIJŲ) REGULIAVIMO MODELIAI

Padengtos obligacijos egzistuoja jau apie 230 metų. Visų pirma jos buvo sukurtos norint finansuoti žemės ūkį, bet po truputį obligacijomis pradėtos finansuoti būsto, komercinio nekilnojamojo turto, laivų, lėktuvų ir viešojo sektoriaus skolos. Visas šis turtas gali būti apibūdinamas kaip ilgalaikis ir aukštos kokybės. Padengtų obligacijų leidėjai tradiciškai buvo specializuotos finansų institucijos, savo kreditavimo išteklius pritraukiančios iš kapitalo rinkų leidžiant padengtas obligacijas. Vėliau, XX a. viduryje, kaip pagrindinis

kredito įstaigų veiklos finansavimo šaltinis vis labiau ėmė dominuoti indėliai, pastarųjų paplitimas sietinas su intensyvia mažmeninės bankininkystės plėtra. Tačiau gana staigūs ir dideli indėlių masės svyravimai nuo 1990 m. tapo viena pagrindinių priežasčių, kodėl kredito įstaigos vėl aktyviau ėmė domėtis padengtomis obligacijos kaip stabilium ir patikimu veiklos finansavimo šaltiniu (Stöcker, 2011). Nuo 2009 m. padengtos obligacijos tapo vienu pagrindinių bankų finansavimosi įrankiu kapitalo rinkose, o 2010 m. padengtų obligacijų leidimas beveik pasiekė 2006–2007 m. lygį: 2010 m. pabaigoje išleistų padengtų obligacijų Europoje vertė sudarė 2,5 trilijono eurų (ECBC, 2011). Be to, padengtos obligacijos svarbios dar ir kaip saugi, patikima investavimo priemonė: padengtų obligacijų rinka yra saugus ir likvidus turtas investuotojams bei gera likvidumo valdymo priemonė bankams. Todėl didelę dalį išleistų padengtų obligacijų šiandien turi įsigijusios kredito įstaigos. Į tai atsižvelgdamas, ECB 2009–2010 m. parėmė padengtų obligacijų rinką 60 mlrd. eurų suma per savo Padengtų obligacijų pirkimo programą (ECBC, 2011).

Dauguma Europos valstybių apie 1995 m. sukūrė arba iš esmės peržiūrėjo buvusius specialius įstatymus, skirtus reguliuoti padengtas obligacijas. Šiandien yra daugiau nei 30 Europos valstybių, turinčių specialų padengtų obligacijų reguliavimą. Ne Europos šalys taip pat pastaruoju metu skyrė daug dėmesio padengtų obligacijų reguliavimo kūrimui bei tobulinimui (pavyzdžiui, Austrija, Kanada, Japonija, Pietų Korėja, JAV). Kylančios ekonomikos valstybės, tokios kaip Brazilija ir Pietų Afrika, taip pat svarsto kaip sukurti padengtų obligacijų reguliavimo sistemas (ECBC, 2011). Europoje ir kitur pasaulyje jos, nors ir turi skirtumų, gali būti suskirstytos į kelis labiausiai paplitusius modelius. Atsiradę reguliavimo skirtumai daugiausiai nulemti kultūrinių, teisinių ir ekonominių priežasčių. Skirtingą padengtų obligacijų teisinių sistemų vystymąsi taip pat nulėmė nuosavo būsto rodikliai, lyginant su nuomojamu būstu, vyraujančios palūkanų normų struktūros (fiksuotos ar kintamos), hipotekos registravimo ypatumai ir pan. Todėl padengtų obligacijų vaidmuo finansuojant būsto kreditus atskirose šalyse skiriasi. Galima išskirti

keturis pagrindinius padengtų obligacijų modelius, vyraujančius Europoje ir kitur pasaulyje (Lassen, 2005; Stöcker, 2011; Pfandbrief, 2012):

Pirmas modelis. Šio modelio padengtų obligacijų leidėjas yra specializuota finansų institucija, turinti kredito įstaigos licenciją, kuri nevykdo jokios kitos veiklos, o tai reiškia, kad jos balanse yra tik padengtos obligacijos ir šias obligacijas padengiantis paskolų portfelis. Toks padengtų obligacijų modelis įtvirtintas Prancūzijos, Airijos, Norvegijos, Suomijos ir Švedijos teisinėse sistemose. Paskolų portfelio suformavimas ir tolesnis darbas su juo yra paliekamas patronuojančiam bankui, kuris ir įsteigia specializuotą finansų instituciją, kurioje paprastai praktiškai nebūna darbuotojų. Šios institucijos pagrindinis veiklos tikslas – teisiškai turėti savo paskolų portfelį ir būti padengtų obligacijų investuotojų skolininku. Padengtų obligacijų išleidimas yra reguliuojamas specialiu teisės aktu.

Pagrindinis modelio elementais yra tas, kad paskolų portfelis, jį perkėlus į specialią finansų instituciją, yra visiškai apsaugomas nuo patronuojančio banko bankroto grėsmės. Kadangi paskolų portfelis perduodamas konkrečiam juridiniam asmeniui, kuriam neleidžiama užsiimti jokia kita veikla, nėra poreikio paskolų portfelį atskirti nuo kito finansinės institucijos turto. Paskolų portfelio atskyrimas ir apsauga nuo padengtų obligacijų iniciatoriaus bankroto yra esminis šio bei visų kitų padengtų obligacijų modelių elementas, nes būtent turto atskyrimas ir padengtų obligacijų investuotojų pirmumo teisė į šį turtą ir skiria šias obligacijas nuo paprastų skolos vertybinių popierių.

Antras modelis. Šio modelio padengtų obligacijų leidėjas turi būti kredito įstaiga. Kredito įstaigos personalas yra suformuotas ir privalo atitikti visus tradiciškai kredito įstaigoms taikomus kapitalo ir kitus reikalavimus. Padengtų obligacijų leidimas yra reguliuojamas specialiu įstatymu. Toks padengtų obligacijų teisinis modelis taikomas Bulgarijoje, Čekijoje, Graikijoje, Portugalijoje, Ispanijoje, Slovakijoje, taip pat ir Lietuvoje. Yra ir valstybių, kuriose padengtas obligacijas galima leisti tik specializuotoms kredito įstaigoms, t. y. turinčioms specialią veiklos licenciją kredito įstaigoms padengtomis obligacijoms leisti. Šią sistemą iki 2005 m. taikė Vokietija, ji dar

vis taikoma Vengrijoje, Liuksemburge, Lenkijoje, iš dalies – ir Danijoje. Tai – klasikinis padengtų obligacijų emisijos modelis, tačiau pastaraisiais metais vis daugiau šalių atsisako šio modelio leisdamos padengtas obligacijas leisti ne tik specializuotoms kredito įstaigoms, bet ir kitoms kredito įstaigoms ar finansinėms institucijoms.

Trečias modelis. Modelio esminė ypatybė yra ta, kad padengtų obligacijų išleidimą inicijuojanti kredito įstaiga įsteigia specialios paskirties įmonę, kuriai perduodamas obligacijas padengiantis paskolų portfelis. Šios įmonės steigimas leidžia atskirti paskolų portfelį nuo kito iniciatoriaus turto. Toks modelis nustatytas Italijoje, Olandijoje ir Jungtinėje Karalystėje. Nors specialios paskirties įmonėms yra perduodamas paskolų portfelis, padengtas obligacijas išleidžia kredito įstaiga, inicijuojanti visą procesą, o įmonė tik suteikia šioms obligacijoms garantiją. Kredito įstaiga ir toliau atlieka specialios paskirties įmonei perduoto paskolų portfelio aptarnavimą. Padengtų obligacijų išleidimas reguliuojamas specialiu įstatymu. Šio modelio pagrindinis elementas – specialios paskirties įmonės naudojimas leidžiant padengtas obligacijas – yra iš esmės tapatus kitoms sekiuritizacijos schemoms. Vienintelis skirtumas – tai, kad padengtas obligacijas leidžia kredito įstaiga, kai kitose sekiuritizacijos mechanizmuose turtu padengtus vertybinius popierius leidžia pati specialios paskirties įmonė.

Ketvirtas modelis. Modelis inicijuojamas vienos kredito įstaigos – padengtų obligacijų leidėjo, o paskolų portfelius jai perduoda keletas ar dar daugiau paskolas teikiančių finansų institucijų. Tokia schema padengtomis obligacijoms leisti naudojama Austrijoje, Danijoje, Prancūzijoje, Vokietijoje, Vengrijoje, Ispanijoje, Šveicarijoje. Schema patraukli tuo, kad ja galima pasiekti masto ekonomiją net ir mažiems paskolų teikėjams. Perduoto paskolų portfelio aptarnavimą ir toliau atlieka paskolų teikėjai, todėl šiame modelyje labai svarbus glaudus padengtų obligacijų leidėjo ir paskolų teikėjų bendradarbiavimas bei tarpusavio pasitikėjimas, leidžiantis užtikrinti, kad obligacijoms padengti bus naudojamos tik geros kokybės paskolomis.

Kaip matyti iš modelių analizės, nėra bendro modelio, kuris būtų taikomas visose Europos šalyse. Be to, nėra padengtos obligacijos tikslaus apibrėžimo ar jos leidimo modelio, patvirtinto ES teisės aktais. Pagrindinis ES padengtų obligacijų leidimą apibūdinantis teisės aktas yra 2009 m. liepos 13 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2009/65/EB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais, derinimo (OL 2009 L 302, p. 32) (toliau – KIPVPS direktyva), reguliuojanti kolektyvinio investavimo subjektų, tokių kaip investiciniai fondai, veiklos ir investavimo ypatumus. Direktyvoje numatyta bendra taisyklė, kad investiciniai fondai negali investuoti daugiau kaip 5% savo turto į vieno emitento vertybinius popierius. Tačiau taip pat numatoma išimtis, kad diversifikavimo reikalavimas gali būti padidintas iki 25%, jeigu investicinis fondas investuoja į obligacijas, kurios atitinka šiuos pagrindinius kriterijus:

1) obligacijas išleidžia ES valstybėje narėje registruotą buveinę turinti kredito įstaiga,

2) obligacijoms yra pagal valstybės teisės aktus taikoma speciali valstybinė priežiūra, kurios tikslas yra apsaugoti obligacijų savininkus,

3) lėšos, gaunamos išleidus šias obligacijas, pagal teisės aktus investuojamos į saugų ir likvidų turtą, kuris per visą obligacijų galiojimo laikotarpį galėtų padengti su obligacijomis susijusius reikalavimus,

4) emitentui negalint išpirkti obligacijų, šias obligacijas padengiantis turtas būtų pirmiausiai panaudojamas obligacijų turėtojų reikalavimams tenkinti.

Obligacija, atitinkanti visus šiuos keturis kriterijus, ES yra pripažįstama kaip padengta obligacija. Visos ES valstybės narės pagal KIPVPS direktyvą privalo Europos Komisijai nuolat teikti informaciją apie tokių obligacijų emitentus, o pastaroji šiuos sąrašus skelbia savo interneto svetainėje. Taip investuotojai sužino, ar siūlomas vertybinis popierius laikytinas padengta obligacija.

Įvertinus KIPVPS direktyvoje nustatytus reikalavimus bei Europoje taikomus padengtų obligacijų leidimo modelius, konstatuotina, kad visi šie modeliai, nors ir skiriasi tarpusavyje, iš esmės atitinka direktyvoje numatytus reikalavimus. Be to, pagrindinis visų modelių elementas yra tas, kad obligacijas padengiantis turtas vienu ar kitu būdu yra atskiriamas (apsaugomas) nuo iniciatoriaus taip užtikrinant investuotojų pirmumo teisę į šį portfelį tenkinant savo kreditorinius reikalavimus. Turto atskyrimas nuo iniciatoriaus yra pagrindinė priežastis, kodėl padengtos obligacijos priskiriamos prie sekuritizacijos mechanizmų.

Taigi, norint valstybėje paskatinti padengtų obligacijų rinkos plėtrą, reiktų sukurti tokį teisinį reguliavimą, kuris atitiktų KIPVPS direktyvoje nustatytus reikalavimus ir todėl užtikrintų, kad investuotojai šias obligacijas pripažintų saugiomis ir patikimomis finansinėmis priemonėmis. Siekiant teisinio tikrumo ir aiškumo, siūlytina parengti teisės aktą, kuriuo būtų reglamentuojama kaip leisti ir prižiūrėti padengtas obligacijas. Svarstant kurį modelį iš aptartųjų pasirinkti, reikėtų atkreipti dėmesį į šalies finansų rinkos dydį ir jos konjunktūrą. Jeigu šalis didelė, jos kapitalo rinka ir finansinių paslaugų infrastruktūra yra gerai išvystyta, galėtų būti pasirenkami pirmasis arba trečiasis modeliai, t. y. padengtų obligacijų emisijai naudojamosi naujai sukurta struktūra – specializuota kredito įstaiga ar specialios paskirties įmone. Beje, šias schemas ir yra įgyvendinusios valstybės, kurių finansų rinkos yra gerai išvystytos (Jungtinė Karalystė, Olandija, Airija, Prancūzija). Mažesnėms valstybėms, kurių finansų rinkos tokios nėra, vertėtų rinktis antrąjį padengtų obligacijų modelį, t. y. vertybinių popierių emisiją galėtų atlikti universalios kredito įstaigos, tuo pačiu metu vykdančios ir kitą įprastinę kredito įstaigų veiklą. Tokiu būdu būtų užtikrinti mažesni padengtų obligacijų sandorio vykdymo kaštai. Be to, mažesnėse šalyse turėtų būti skatinamas ketvirtasis modelis, kuriuo remiantis, norint pasiekti masto ekonomiją, paskolų portfelius sudeda keletas paskolų teikėjų. Mažos valstybės padengtų obligacijų rinkos vystymo rekomendacijos taikytinos ir Lietuvai.

2.3. SEKIURITIZACIJOS RĖMIMO PRIEMONĖS

Šalyje, net ir esant pažangiai teisinei sekiuritizacijos reguliavimo sistemai, gali būti kitų, daugiau ekonominių priežasčių, kodėl vieni ar kiti bankai nesiryžta imtis sekiuritizacijos sandorių. Pagrindinė to priežastis dažniausiai yra per dideli sandorio kaštai, dėl ko naudotis sekiuritizacija gali tiesiog neapsimokėti. Sekiuritizacijos kaštai gali būti skirstomi į tikruosius ir potencialiuosius kaštus. Tikrieji sekiuritizacijos kaštai apima sandorio kaštus, kurių didžiausią dalį sudaro paskolų portfelio suformavimas, teisininkų konsultacijos, specialios paskirties įmonės steigimas (jeigu reikia), turtu padengtų vertybinių popierių reitingavimas ir administravimas. Potencialieji kaštai apima kaštus, kylančius dėl poreikio nuolat kontroliuoti vertybinius popierius padengiantį turtą ir jo riziką (Ramsay, 1993). Abi kaštų rūšys yra ypač didelės ir sunkiau prognozuojamos, kai sekiuritizacija atliekama pirmąjį kartą.

Skirtingų turto rūšių sekiuritizacija taip pat gali nulemti skirtingas sąnaudas. Pavyzdžiui, būsto paskolų sekiuritizacijos kaštai paprastai yra mažesni, kadangi būsto paskolos yra gana standartinės, imamos ilgams laikotarpiui, retai gražinamos anksčiau termino. Be to, pasaulyje yra nemažai būsto paskolų sekiuritizacijos geros praktikos pavyzdžių, iš kurių galima pasimokyti. Bet, pavyzdžiui, paskolos įmonėms, ypač mažoms ir vidutinėms, dažnai būna labai skirtingo laikotarpio, skirtingų palūkanų normų ir joms nustatomos specialios sąlygos. Skirtingos sąlygos leidžia geriau patenkinti specifinius įmonių poreikius, tačiau tai apsunkina sekiuritizacijai reikalingo paskolų portfelio suformavimą ir jo rizikos įvertinimą (Nathan, 1998). Be to, įmonės dažniau nei gyventojai linkusios refinansuoti paskolas, tai taip pat apsunkina gautinų lėšų prognozavimą.

Paskolos įmonėms, skirtingai nei būsto paskolos, nėra užtikrintos nekilnojamuoju turtu, kurio vertę gana lengvai ir greitai galima nustatyti. Be to, gyventojai, imantys būsto paskolas, yra labiau nei įmonės suinteresuoti šių paskolų gražinimu. Skolos negražinimo rizika įmonėms labiausiai priklauso

nuo kiekvienos įmonės situacijos ir jos veiklos aplinkos. Įmonės aptarnaujantys žmonės gali gana nesunkiai stebėti šią informaciją, tačiau dažniausiai būtinas asmeninis kontaktas su įmone. Minėta informacija apie kiekvieną įmonę gali būti labai skirtinga, nėra jos registru, pasiekiamų suinteresuotoms šalims. Dažnai, ypač mažų ir vidutinių įmonių, apskaitos dokumentai yra netvarkingi, neišsamūs, o tai papildomai apsunkina informacijos surinkimo, paskolų rizikos vertinimo procesą.

Europos bankų federacijos 2005 m. atlikta apklausa dėl kliūčių tolesnei įmonių paskolų sekiuritizacijos plėtrai²⁷ parodė, kad 57% bankų sekiuritizacijos sandorio kaštus laikė pagrindine šiuo mechanizmu pasinaudojimo problema ir tik 16% respondentų manė, kad sekiuritizacijos sandorio kaštai nėra per dideli. Be to, 43% bankų atsakė, kad per mažas sekiuritizuoti tinkamo portfelio dydis yra kliūtis, tačiau tiek pat bankų nurodė, kad portfelio dydis sekiuritizacijos pasirinkimui neturi reikšmės. Tai parodo, kad net nedideliems, kaip ir Lietuvos, bankams sekiuritizacijos mechanizmas gali būti finansiškai naudingas (Supporting SME, 2006), jeigu kiti sandorio kaštai nebūtų per dideli. Sandorių fiksuoti kaštai, kaip reikšminga kliūtis sekiuritizacijai, nustatyta atlikus kitus tyrimus (Minton ir kt., 2004).

Taigi mažinti sekiuritizacijos kaštus gali padėti:

1) *Paskolų standartizacija*. Šią problemą galėtų padėti išspręsti išsamūs paskolų gavėjų ir paskolų registrai bei paskolų teikimo sąlygų standartizacija, nustatyta teisės aktais arba rinkos praktika;

2) *Sekiuritizacijos proceso etapų standartizacija*. Šiuo atveju gali padėti naudojimas paruoštomis sekiuritizacijos platformomis, tai sumažintų trečiųjų sandorio šalių kaštus (teisininkų konsultacijos ir pan.). Be to, šie kaštai pradėtų mažėti bankams vis daugiau įgyjant praktikos sekiuritizacijos sandoriuose, nes veiks mokymosi efektas, o taip pat išsivystys reikiama infrastruktūra;

3) *Masto ekonomija*, kurią leistų pasiekti pakankamai didelio paskolų portfelio suformavimas. Norint sumažinti sandorio kaštus masto ekonomija, sekiuritizuojamą paskolų portfelį kooperuodamiesi gali sudaryti du ar keli

²⁷ Trečdalis respondentų buvo iš Rytų Europos šalių, tarp jų – ir iš Lietuvos

mažesni bankai. Tai padėtų suformuoti finansinį atsipirkimą užtikrinantį paskolų portfelio dydį.

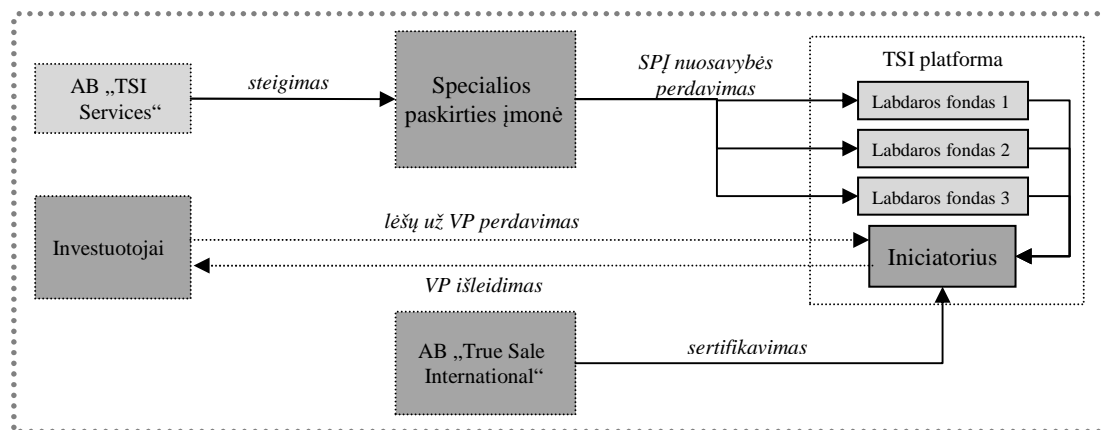
Sekiuritizacijos sandorio kaštų naštos mažinimas yra viena pagrindinių sekiuritizacijos skatinimo priemonių valstybėje. Dažniausiai valstybės remia įmonių paskolų sekiuritizaciją, nes ji, kaip ir minėta, gali būti brangesnė nei būsto paskolų sekiuritizacija. Privačių subjektų atliekamą būsto paskolų sekiuritizaciją valstybė remia rečiau, nes jeigu valstybė nusprendžia šią sekiuritizacijos rūšį remti, dažniausiai ji pati tampa sekiuritizacijos iniciatoriumi (kaip, pavyzdžiui, JAV ar Rusijoje valstybės įsteigtos agentūros pačios leidžia būsto paskolomis padengtus vertybinius popierius). Sekiuritizacija pasirenkama kaip priemonė skatinti mažų ir vidutinių įmonių plėtrą, kadangi iš šios verslo rėmimo formos gaunama nauda yra didesnė nei pasiekama kitomis klasikinėmis mažų ir vidutinių įmonių rėmimo priemonėmis. Sekiuritizacija kartu skatina ir kapitalo rinkos plėtrą, ir struktūrinių finansų naudojimą, ir rizikos valdymo priemonių plėtrą bei visuomenės taupymą. Sekiuritizaciją vienaip ar kitaip remia Ispanija, Vokietija, Italija, Portugalija ir nemažai kitų pasaulio valstybių.

Ispanijoje 2000 m. vyriausybė sukūrė garantijų mažų ir vidutinių įmonių paskolų sekiuritizacijai programą (isp. *Programa de Fondos de Titulización de Activos para Pequeña y Mediana Empresa*, toliau – FTPYME). Programa remia tikrosios sekiuritizacijos sandorius, kuriems yra suteikiama valstybės garantija (Promoting, 2008). Norėdamas pasinaudoti FTPYME programa, bankas turi sukaupti paskolų portfelį, kurio bent 50% turi sudaryti mažoms ir vidutinėms įmonėms suteiktos paskolos, o paskolų trukmė turi būti ne trumpesnė kaip vieneri metai. Pagal programą valstybė garantuoja 80% ne mažesnio kaip AA reitingo minėtomis paskolomis padengtų vertybinių popierių. Išleisti vertybiniai popieriai turi būti platinami viešai per Ispanijos vertybinių popierių biržą. Pasinaudoję programa, bankai per dvejus metus bent 80% iš turtu padengtų vertybinių popierių platinimo gautų lėšų paskolas turi išdalinti mažoms ir vidutinėms įmonėms (bent 50% paskolų turi būti suteikta pirmaisiais metais) (Asset, 2012).

Nuo FTPYME programos sukūrimo iki 2012 m. pradžios pagal ją buvo išleista daugiau nei 50 mlrd. eurų vertės įmonių paskolomis padengtu vertybinių popierių, o 40,5 mlrd. eurų naujomis paskolomis buvo išdalinti atgal mažoms ir vidutinėms įmonėms. Ispanijos vyriausybė pagal programą iš viso garantavo vertybinių popierių už 15,5 mlrd. eurų (Asset, 2012). Be to, naudojimais FTPYME programa padidino paskolų standartizaciją Ispanijos rinkoje ir todėl sumažėjo sekiuritizacijos sandorio kaštai. Taip pat dažnas naudojimas programa padidino pagal programą išleidžiamų vertybinių popierių patikimumą ir žinomumą tarp investuotojų, šių vertybinių popierių rinka tapo likvidi, dėl to dar sumažėjo jų palūkanų normos (SME Securitisation, 2007).

Vokietijoje valstybinis vystymo bankas KfW 2000 m. sukūrė dvi specialias sintetinės sekiuritizacijos platformas: PROMISE, skirtą smulkaus ir vidutinio verslo įmonių paskolų sekiuritizacijai, ir PROVIDE, skirtą būsto paskolų sekiuritizacijai. Platformų sukūrimo pagrindiniai tikslai – skatinti smulkaus ir vidutinio verslo plėtrą bei didinti gyventojų apsirūpinimą būstu. Sekiuritizacija šiuo atveju sukuria galimybes suteikti daugiau finansavimo tikslinėms platformų grupėms. Abejose schemose KfW veikia kaip tarpininkas, nes jis perima sekiuritizuojamo paskolų portfelio kredito riziką išleisdamas dėl jo garantiją. Tuo pat metu KfW šią riziką perduoda investuotojams kapitalo rinkose išleisdamas finansines priemones. Sekiuritizaciją inicijavusi kredito įstaiga už sandorį sumoka KfW atitinkamą rizikos premiją. Naudojantis šiomis platformomis, yra atlikta apie 70 sandorių (KfW, 2012). Platforma gali naudotis ne tik Vokietijos, bet ir bet kuris kitas Europos bankas.

2004 m. Vokietijoje rinkos dalyvių iniciatyva buvo sukurta tikrojo pardavimo iniciatyvos (angl. *True Sale Initiative*, toliau – TSI) platforma. Šią platformą sukūrė 13 Vokietijos bankų, vienas iš jų buvo tas pats valstybei priklausantis KfW. TSI platforma pavaizduota 22 paveiksle.



22 pav. TSI sekiuritizacijos platforma²⁸

TSI platformą suformavę bankai įsteigė akcines bendroves „True Sale International“ ir „TSI Servies“, užtikrinančias schemos veikimą. Taip pat tie patys bankai yra trijų labdaros fondų, dalyvaujančių schemeje, savininkai. Šie labdaros fondai kasdien užsiima mokslo pažangos skatinimu (Moore, 2004). Schema norintis pasinaudoti bankas turi įsteigti specialios paskirties įmonę (tai padeda atlikti AB „True Sale International“), o jos akcijas atiduoti valdyti labdaros fondams, kad pastarieji taptų įkurtosios įmonės savininkais. Tai, kad specialios paskirties įmonės akcininkais tampa nesusiję asmenys, užtikrina sekiuritizacijos schemos nepriklausomumą nuo sekiuritizaciją inicijuojančio banko – įsteigta specialios paskirties įmonė turi „našlaitės“ statusą (Gorton ir kt., 2005). Specialios paskirties įmonė nuperka iš banko paskolų portfelį ir išleidžia į kapitalo rinką juo padengtus vertybinius popierius.

Sukūrus šią schemą, Vokietijoje atsirado standartizuota sekiuritizacijos platforma, kuri žymiai mažina sandorio kaštus, o taip pat daro sekiuritizaciją prieinamesnę mažesniems rinkos dalyviams. TSI platformoje atlikti sekiuritizacijos sandoriai vertinami kaip kokybiški ir labai skaidrūs. Nuo TSI schemos sukūrimo iki 2012 m. pradžios ja jau buvo pasinaudota 80 kartų (Helms ir kt., 2012).

Italijoje skatinant mažų ir vidutinių įmonių paskolų sekiuritizaciją yra leidžiamos sričių obligacijos (angl. *district bonds*). Norėdami išleisti šias

²⁸ Sudaryta autorės, remiantis German SPVs, 2012

obligacijas, bankai turi surinkti homogeniškų paskolų portfelį. Pagrindiniai sričių obligacijų leidimo schemas žingsniai (SME Securitisation, 2007):

1) Bankai suteikia reikalavimus atitinkančias paskolas mažoms ir vidutinėms įmonėms. Šios paskolos (kiekviena atskirai) yra garantuojamos mažų ir vidutinių įmonių garantijų fondo *Credit Guarantee Consortia*;

2) Suformavęs reikiamo dydžio paskolų portfelį, bankas jį perduoda savo įkurtai specialios paskirties įmonei. Kadangi paskolos būna itin homogeniškos, sekiuritizacijos sandoris paprastai būna labai greitas ir paprastas. Sandorio sklandumą užtikrina ir tai, kad kredito reitingų agentūros taip pat iš anksto prisideda nustatydamos suteikiamų paskolų kriterijus;

3) Garantijų fondo *Credit Guarantee Consortia* suteiktos garantijos atskiroms paskoloms automatiškai virsta į žemiausio segmento išleidžiamų paskolomis padengtų sričių obligacijų garantiją.

Sričių obligacijos suteikia galimybę Italijos mažoms ir vidutinėms įmonėms patekti į tarptautines kapitalo rinkas, kurios paprastai yra pasiekiamos tik didelėms įmonėms. Taip pat įmonės gali gauti ilgesnio laikotarpio ir pigesnę finansavimą lyginant su standartinėmis bankų paskolomis. Be to, iš įmonių nereikalaujama užtikrinimo priemonių, nes jų paskolas garantuoja specialus garantijų fondas (Varrati, 2008).

Portugalijoje 2002 m. buvo sukurtas valstybinis sekiuritizacijos fondas (port. *Fundo de Garantia de Titularização de Créditos* – FGTC). Fondas dalyvauja įmonių sekiuritizacijoje tiesiogiai garantuodamas atskiras įmonių paskolas arba suteikdamas garantiją žemiausio segmento įmonių paskolomis padengtiems vertybiniais popieriams (Supporting SME, 2006).

Singapūre mažų ir vidutinių įmonių sekiuritizacija buvo paskatinta nustačius standartizuotas tokių paskolų teikimo gaires, kurių taikymas užtikrino, jog bus suformuotas homogeniškas paskolų portfelis. Taip pat šioje šalyje 2006 m. buvo atliktas vyriausybės remiamas sekiuritizacijos sandoris *SME CreditAssist*, kurio tikslas – sudaryti sąlygas mažoms ir vidutinėms įmonėms lengviau pasiekti kredito išteklius. Sandorio metu buvo suformuotas pagal minėtas gaires mažoms ir vidutinėms įmonėms suteiktų paskolų portfelis

iš 400 įmonių paskolų. Šiomis paskolomis padengti vertybiniai popieriai buvo parduoti viešai. Daugiau nei 80% vertybinių popierių gavo investicinio lygio kredito reitingą. Dalį žemiausio segmento vertybinių popierių įsigijo Singapūro vyriausybė taip netiesiogiai suteikdama garantijas šių vertybinių popierių emitentams. Sekiuritizaciją taip pat skatina Kinija bei kitos Azijos valstybės (Jacob ir kt., 2006).

Sekiuritizacija skatinama ir *ES* lygiu: 2006 m. Europos Parlamento ir Tarybos sprendimu buvo patvirtinta Konkurencingumo ir inovacijų bendroji programa 2007–2013 m. (Decision, 2006). Programos pagrindiniai tikslai yra remti inovatyvias veiklas, verslą regionuose, sudaryti lengvesnes finansavimo galimybes. Bendra programos vertė 2007–2013 m. laikotarpiu sudaro 3,6 mlrd. eurų. Programos finansinėmis priemonėmis, kuriomis siekiama pagerinti verslo finansavimo galimybes, naudojamosi bendradarbiaujant su Europos investicijų fondu (toliau – EIF) (Competitiveness, 2012). Viena iš šių priemonių yra EIF mažų ir vidutinių įmonių paskolų portfeliams, mikrokreditams, kapitalui įmonių veiklos pradžioje, o taip pat sekiuritizacijos sandoriams, suteikiamos garantijos, finansuojamos ES biudžeto lėšomis. Garantijos suteikiamos tam, kad bankai galėtų mobilizuoti daugiau finansinių išteklių mažoms ir vidutinėms įmonėms kredituoti.

Pagal Konkurencingumo ir inovacijų bendrąją programą 2007–2013 m. EIF suteikia garantijas žemesnio segmento turtu padengtiems vertybiniais popieriams tikrosios ir sintetinės sekiuritizacijos sandoriuose. Tuo siekiama sudaryti sąlygas mažą kredito reitingą turintiems (ar iš viso neturintiems reitingo) bankams prieiti prie kapitalo rinkų ir gauti papildomų finansinių išteklių verslui kredituoti. Už suteiktą garantiją sekiuritizacijos iniciatoriai įsipareigoja tam tikrą dalį gautų lėšų panaudoti toliau kredituojant mažas ir vidutines įmones.

Norėdamas gauti EIF garantiją, sekiuritizacijos iniciatorius turi surinkti paskolų portfelį, kurio bent 70% sudarytų paskolos mažoms ir vidutinėms įmonėms. EIF stengiasi garantijas teikti tokiems paskolų portfeliams, kurie pasižymi neįprastomis savybėmis, pavyzdžiui, yra suteikti keliose valstybėse,

ar valstybėse, kur sekuritizacijos rinka nėra išvystyta, atliekant pirmą kartą sekuritizaciją ar kai sandorį atlikti kooperuojasi keli mažesni bankai. Garantija gali apimti bet kurį išleidžiamų vertybinių popierių segmentą, tik pačiam žemiausiam taikomas 50% garantijos limitas. Bendra EIF suteikiama garantija apima ne mažiau nei 50% viso sekuritizuojamo paskolų portfelio. Už garantiją sekuritizacijos iniciatorius turi sumokėti tam tikro dydžio garantijos mokestį. Be to, gali būti numatytas ir įsipareigojimo mokestis, kuris skatintų kuo greičiau gautas lėšas vėl iškredituoti (CIP Securitisation, 2012). ES lygiu ir toliau numatoma skatinti sekuritizaciją bei kitas mažų ir vidutinių įmonių rėmimo priemones, kurios bus numatytos rengiamoje naujoje programoje, numatomoje įgyvendinti 2014–2020 m. Šiai naujai programai planuojama skirti 2,5 mlrd. eurų (Programme, 2012). ES vardu suteikiamomis EIF garantijomis aktyviai naudojasi Belgijos, Portugalijos, Ispanijos, Italijos, Vokietijos, Olandijos, Austrijos sekuritizacijos iniciatoriai.

Be aptartų EIF garantijų, finansuojamų iš ES biudžeto, EIF taip pat prisideda prie sekuritizacijos nuosavomis lėšomis skatinimo Europoje. Dažniausiai EIF suteikia garantiją žemesnio segmento turtu padengtiems vertybiniais popieriais taip padidindamas jų reitingą iki aukščiausio. Turintys didesnę reitingą turtu padengti vertybiniai popieriai yra paklausesni kapitalo rinkoje. Be to, kadangi šioms finansinėms priemonėms garantiją suteikė EIF, turintis daugiašalio vystymo banko statusą, pagal bankams taikomų reikalavimų kapitalui taisykles šiems vertybiniais popieriais priskiriamas 0 rizikos svoris, o tai dar labiau paskatina jų paklausą tarp reguliuojamų finansų rinkos dalyvių. Už šią garantiją EIF iš sekuritizacijos iniciatoriaus gauna rinkos sąlygas atitinkantį užmokestį (Credit, 2012). Šia schema, norėdami paskatinti tiek tikrąją, tiek ir sintetinę sekuritizaciją, yra pasinaudoję nemažai ES valstybių narių, buvusių sekuritizacijos iniciatorėmis.

Įvertinus įvairių valstybių ir tarptautinių institucijų praktiką, galima išskirti du būdus, kuriais valstybė gali remti sekuritizacijos atlikimą:

- 1) Sekuritizacijos platformos sukūrimas ir palaikymas;
- 2) Sekuritizacijos sandorio dalies rizikų prisiėmimas.

Valstybė sekiuritizaciją gali paremti sukurdama visiems pasiekiamą sekiuritizacijos sandorių vykdymo platformą arba paskatindama tokią platformą sukurti pačius rinkos dalyvius. Dėl gana sudėtingos struktūros sekiuritizacijos sandorio kaštai yra didoki. Ypač mažiems bankams sandorio kaštai gali būti neperžengiamas sekiuritizacijos barjeras. Valstybės institucijų parama sukuriant ir palaikant standartinės sekiuritizacijos platformą gali reikšmingai sumažinti bankų sekiuritizacijos kaštus, nes standartizacija ir pakartotiniai sandoriai leistų visos sekiuritizacijos proceso dalyviams (kredito reitingų agentūroms, teisininkams ir kt.), kurie taip pat išsiaiškina ir pripranta prie standartinės sekiuritizacijos platformos ypatumų, dirbti efektyviau. Viešos platformos taip pat gali pasiekti masto ekonomiją, dėl ko sekiuritizacija gali tapti ekonomiškai patrauklesnė didesniai finansų rinkos dalyvių ratui. Kaštų argumentas yra vienas svarbiausių, ypač pirmą kartą atliekant sekiuritizaciją.

Valstybė sekiuritizaciją taip pat galėtų paskatinti prisiimdama dalį rizikos iš sekiuritizacijos iniciatorių ir investuotojų. Tokiais atvejais valstybės institucijos dažniausiai įsigyja žemesniojo segmento turtu padengtus vertybinius popierius arba suteikia turtu padengtiems vertybiniais popieriais garantiją. Tokia parama yra ypač reikalinga, kuomet sekiuritizuojamas naujas, investuotojams dar neįprastos klasės, turtas. Valstybės dalyvavimas schemoje padidina sekiuritizacijos sandorio patikimumą ir patrauklumą kitiems investuotojams, nes jiems nebe taip baisu įsigyti turtu padengtus vertybinius popierius, kuriuos vienu ar kitu būdu yra užtikrinusios valstybės institucijos. Sąnaudų požiūriu valstybei rizikos prisiėmimas gali būti santykinai nebrangus, nes žemiausio segmento turtu padengti vertybiniai popieriai dažniausiai sudaro labai mažą viso sekiuritizuojamo portfelio dalį (Supporting SME, 2006), o išlaidos garantijoms patiriamos tik tuo atveju, jeigu jas prireikia vykdyti.

Valstybės institucijų vaidmuo galėtų būti ypač naudingas tose šalyse, kuriose sekiuritizacijos rinka dėl vienokių ar kitokių priežasčių dar yra neišvystyta, pavyzdžiui, Lietuvoje ir kitose Rytų Europos šalyse. Šiose šalyse sekiuritizacija galėtų gerokai praplėsti bankų finansavimo galimybes. Valstybės paramos svarbą, ypač sekiuritizuojant įmonių paskolas, iliustruoja ir

faktas, kad, pavyzdžiui, visoje Europoje 2006 m. apie 60% mažų ir vidutinių įmonių sekiuritizuotų paskolų buvo skirtos su valstybės parama sandorio kaštams sumažinti (Supporting SME, 2006).

Kita vertus, valstybės kišimasis gali turėti ir neigiamos įtakos paskolų suteikimo standartams, bankų rizikingumui, o taip pat ir visos finansų sistemos stabilumui. Dėl šių priežasčių turi būti pakankamai griežta ir efektyvi bankų priežiūros sistema. Be to, kaip ir bet kuri valstybės parama, sekiuritizacijos rėmimas gali iškraipyti konkurenciją bei koncentruoti iš rinkos perimtą riziką valstybės rankose (Gyntelberg ir kt., 2006). Aktyvus valstybės dalyvavimas sekiuritizacijos rinkoje turi ir privačių investicijų išstūmimo efektą (Gordon ir kt., 1988). Taigi, valstybės parama sekiuritizacijai turėtų būti subalansuota su kitais verslo skatinimo ir rėmimo įrankiais bei neviršyti būtinų ribų, kad nebūtų sukurtos prielaidos rinkos iškraipymams ir sekiuritizacijos proceso dalyviams valstybės pagalbą naudoti netinkamai.

3. SEKIURITIZACIJA FINANSŲ KRIZĖS KONTEKSTE IR SEKIURITIZACIJOS REGULIAVIMO TOBULINIMAS

Sekiuritizacija pasaulyje jau naudojama keletą dešimtmečių. Iki pastarosios finansų krizės šios finansų priemonės reguliavimas daugiausiai apsiribojo didesniu skaidrumo ir informacijos atskleidimo investuotojams, priežiūros institucijoms ir kitiems finansų rinkos dalyviams užtikrinimu. Be to, iki šiol sekiuritizacijos panaudojimas nebuvo nei tarpvalstybiniu, nei nacionaliniu lygiu kilusios krizės priežastis. Tačiau viena iš 2007 m. prasidėjusios krizės priežasčių būtent ir buvo itin plataus masto sekiuritizacijos taikymas. Taip pat ši krizė dar kartą įrodė, kad finansų rinkos yra stipriai integruotos ir globalizuotos, todėl, siekiant taisyti atsiradusias sekiuritizacijos mechanizmo veikimo spragas, būtina vienodas taisykles įgyvendinti ne tik nacionaliniu ar regioniniu, bet ir globaliniu mastu. Šiame disertacijos skyriuje analizuojamas sekiuritizacijos vaidmuo 2007 m. kilusios finansų krizės kontekste bei šio mechanizmo teisinio reguliavimo pasikeitimai, kuriais siekiama ištaisyti pastebėtas mechanizmo taikymo spragas, kad ateityje būtų galima išvengti panašių krizių kilimo.

3.1. SEKIURITIZACIJA IR FINANSŲ KRIZĖ

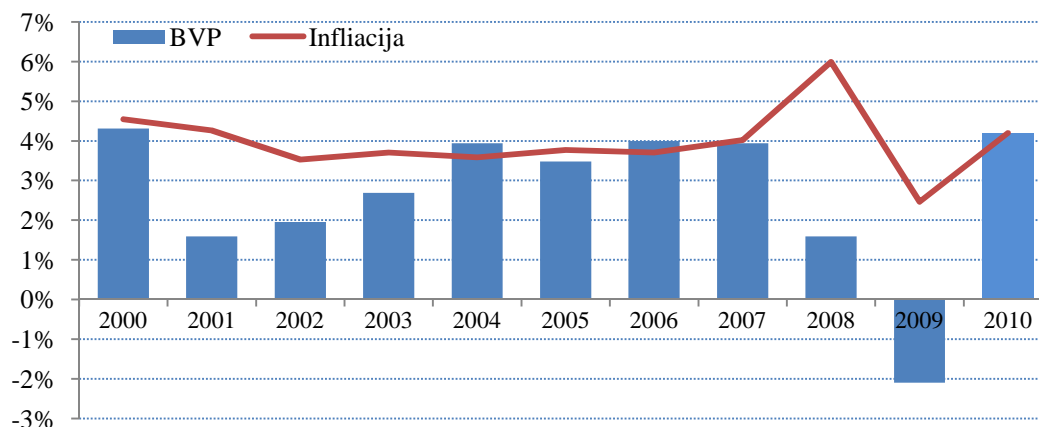
Rizikingas ir didelio masto sekiuritizacijos panaudojimas dažnai yra įvardinamas kaip vienas pagrindinių veiksnių, turėjusių įtakos 2007 m. pasaulyje prasidėjusiai finansų krizei kilti. Ši krizė savo mastu prilygsta 1929–1933 m. depresijai, dabartinė krizė su didžiąja depresija neretai palyginama ir mokslinėje literatūroje (Gubler, 2012). Finansinių problemų plitimas ir jo greitis visose išsivysčiusiose pasaulio finansų rinkose įrodė, koks stiprus šiandien yra finansų rinkų globalizacijos mastas. Savo ruožtu sekiuritizacijos mechanizmas buvo tas kanalas, kurį pritaikius, pasaulyje pasklido finansiniai

sunkumai. Šiame skyriuje apžvelgiamos krizės kilimo ekonominės prielaidos, analizuojamas sekiuritizacijos vaidmuo finansų krizės metu bei atskirų šalių pastangos gaivinti sekiuritizacijos rinkas.

3.1.1. EKONOMINĖS FINANSŲ KRIZĖS PRIELAIDOS

Finansų krizė, prasidėjusi 2007 m. JAV, greitai apėmė viso pasaulio rinkas ir peraugo į realios ekonomikos krizę. Jau 2008 m. daugelyje didžiųjų pasaulio valstybių buvo fiksuojamas BVP mažėjimas. Tuo pat metu dėl sutrikimų finansų rinkose įvairūs investuotojai prarado dideles investuotų lėšų sumas, daug bankų susidūrė su finansiniais sunkumais, dalis jų bankrutavo, dalis buvo nacionalizuota, daugeliui svarbių bankų buvo teikiama finansinė valstybės pagalba. Tuo pačiu daugelis pasaulio valstybių, besistengdamos paremti savo ekonomiką, taikė didelio masto ekonomikos skatinimo programas, įvairius fiskalinius stimulus. Ekonomikos skatinimo priemonės kartu su sumažėjusiomis biudžeto pajamomis dėl nuosmukio įstūmė daugelį valstybių į dideles skolas, dėl ko kilo grėsmė išsivysčiusių valstybių, tokių kaip Graikija, Airija, Ispanija, Italija mokumui. Ši pasaulio ekonomikos recesija savo mastu dažnai lyginama su 1929–1933 m. depresija. Nagrinėjant krizės kilimo priežastis, kaip ir bet kurios globalios krizės atveju, negalima išskirti vienos priežasties, lėmusios krizės kilimą. Vis tik galima išskirti keletą pagrindinių priežasčių, galėjusių labiausiai turėti įtakos krizei susidaryti: iki krizės vyravusi bendra pasaulio makroekonominė situacija, nuo 2000 m. JAV vykdyta pinigų politika, JAV ir išsivysčiusio pasaulio nekilnojamojo turto kainų burbulas, kreditavimo burbulas bei sekiuritizacijos panaudojimas prastos kokybės turtui sekiuritizuoti.

Prieš prasidedant 2007 m. finansų krizei pasaulis jau kurį laiką gyveno be gana didelių ekonominių sukrėtimų: paskutinės didesnio masto krizės pasaulyje buvo 1997–1998 m. Azijos ir Rusijos krizės, po kurių Rusija ir dauguma Azijos valstybių atsigavo gana greitai.

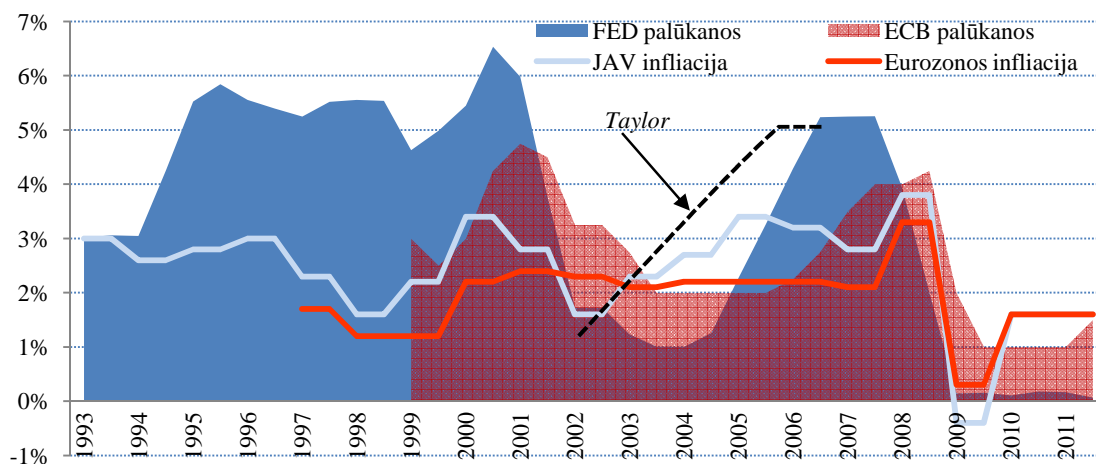


23 pav. Pasaulio BVP augimas ir infliacija 2000–2010 m.²⁹

Pasaulio BVP augimas nuo 2000 m. iki šios krizės pradžios buvo labiau neigiamas tik 2001 m. dėl JAV sprogusio informacinių technologijų burbulo (dar vadinamo *dot-com* burbulu) (23 pav.). Nuo 2001 m. pasaulio ekonomika augo vidutiniškai po 3% per metus, tačiau jau 2008 m. ekonomikos augimo tempai nukrito nuo 4% iki 2% per metus, o 2009 m. pasaulio ekonomika susitraukė jos BVP sumažėjus 2 procentiniais punktais. Iki šio momento ekonomikos susitraukimo pasaulis nebuvo matęs bent jau 40 metų. Pasaulio infliacijos tempai prieš kriziniu laikotarpiu buvo gana stabilūs ir vidutiniškai siekė 4% per metus. Taigi iki 2007 m. pasaulyje vyravo stabili makroekonominė aplinka, kurios augimo perspektyvos buvo teigiamos. Tokia aplinka leido valstybėms, finansų rinkos dalyviams ir visuomenei užmiršti budrumą ir atsargumą, paskatino neatsakingą rizikos prisiėmimą, didesnę skolinimąsi ir vartojimą skolon.

Vienas labiausiai skolinimą ir skolinimąsi padidinusių veiksnių buvo JAV Federalinio rezervų banko (toliau – FED) palaikytos mažos palūkanų normos dešimto dešimtmečio pradžioje.

²⁹ Sudaryta autorės, remiantis World, 2011; World, 2012



24 pav. FED ir ECB bazinės palūkanų normos, infliacija JAV ir euro zonoje³⁰

FED 2001–2004 m. buvo sumažinęs bazinę palūkanų normą nuo 6,5% iki 1%. Tokį drastišką palūkanų normos sumažinimą sukėlė dešimtmečio pradžioje sprogęs informacinių technologijų (*dot-com*) burbulas, taip pat 2001 m. rugsėjo 11 d. teroristiniai išpuoliai (Greenspan, 2007). JAV ekonomikai pasukus recesijos link, FED ėmėsi veiksmų norėdamas atgaivinti vidaus vartojimą ir ekonomiką. Rekordiškai žemos palūkanų normos pasiekė savo tikslą ir paskatino ekonomikos atsigavimą, tačiau taip pat sudarė prielaidas kreditavimo ir būsto kainų burbului atsirasti. Nuo 2005 m. bazinė palūkanų norma pakilo ir 2007 m. viduryje siekė 5,25%. Palūkanų normos padidėjimas, galima sakyti, susprogdino kreditavimo ir, atitinkamai, būsto kainų burbulus.

Lyginant FED nustatomas palūkanų normas su JAV infliacijos tempais, 24 paveiksle matyti, kad nuo 1993 m. iki 2002 m. FED nustatomos palūkanos gana tolygiai kito kartu su infliacijos tempais JAV. 2003–2006 m. FED palūkanų norma, lyginant su infliacija, buvo mažesnė, taigi neatitiko makroekonominių sąlygų, nes nekompensuodavo infliacijos sukeltamų praradimų. Šio laikotarpio FED palūkanų normų neadekvatumą taip pat

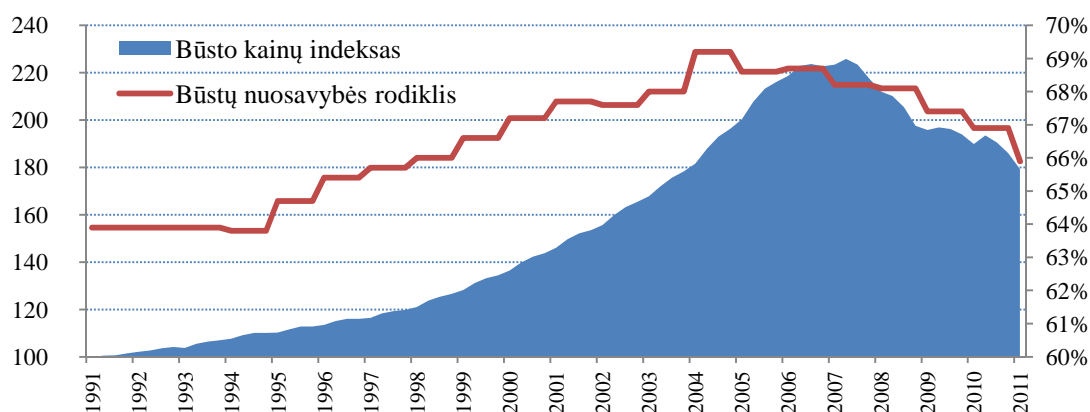
³⁰ Sudaryta autorės, remiantis Selected, 2011; HICP, 2011; Inflation, 2011; Taylor, 2007

patvirtina *Taylor* taisyklė³¹, į kurią atsižvelgus FED palūkanų normos jau nuo 2001 m. vidurio turėjo būti pradėtos didinti, o 2004 m. – siekti beveik 4% vietoj buvusių 1,2%. Taigi JAV pinigų politika 2001–2006 m. iš esmės sudarė prielaidas krizei akumuliuotis. Čia verta pastebėti, kad nuo 2009 m. FED sumažino bazines palūkanų normas iki 0,1%–0,2%– visų laikų žemumų nuo 1919 m.. Tokia pinigų politika, jeigu nekoreguojama laiku, kaip rodo praktika, veda prie tam tikrų turto klasių kainų burbulų susidarymo.

ECB pinigų politika nuo pat pradžių buvo nuosaikesnė už JAV tiek didinant, tiek ir mažinat bazines palūkanų normas. ECB sekė FED palūkanų normų pakeitimus per 1–1,5 metų laiko lagą, nors infliacijos tempų pokyčiai JAV ir euro zonoje vyksta vienas nuo kito neatsilikdami. ECB pinigų politikos nuosaikumą galėjo paveikti tai, kad šio centrinio banko pagrindinis tikslas yra susijęs su kainų stabilumu, tai yra siekti, kad euro zonos infliacija būtų žemiau, bet arti 2% FED pinigų politikos tikslas yra daugiau susijęs su ekonomikos augimo išlaikymu (Federal, 2011). Kita priežastis, lėmusi radikalesnius FED palūkanų mažinimus 2001–2004 m. buvo ta, kad būtent šioje šalyje, o ne Europoje, buvo kilusi recesijos grėsmė.

Žemos palūkanų normos ir dideli užsienio kapitalo srautai į JAV sukūrė galimybę lengvai pasiekti kredito išteklius dar prieš keletą metų iki krizei prasidedant. Lengvas kreditavimas paskatino nekilnojamojo turto kainų bumą ir vartojimą skolon. Kaip rodo būsto kainų indeksas, pradėtas skaičiuoti 1991 m., kreditavimo paskatintos būsto kainos JAV nuo 2001 m. iki 2006 m. pakilo daugiau nei 50%, vidutiniškai per metus augdamos 8%.

³¹ Pagal *Taylor* taisyklę centrinio banko nustatoma palūkanų norma turėtų reaguoti į infliacijos nukrypimus nuo tikslinės infliacijos lygio ir BVP nukrypimus nuo potencialaus BVP lygio (Taylor, 2007)



25 pav. JAV būsto kainų indeksas ir būstų nuosavybės rodiklis 1991–2011 m.³²

Prasidėjus finansų krizei, būsto kainos JAV pradėjo kristi 5%–6% per metus ir 2011 m. buvo pasiekusios 2003 m. kainų lygį. JAV būstų nuosavybės rodiklis, kuriuo nusakoma dalis gyventojų, turinčių nuosavą būstą, buvo padidėjęs nuo 64% 1991 m. iki visų laikų aukščiausio lygio – beveik 70% 2004 m. Tačiau ir šis rodiklis kartu su krize pradėjo kristi ir 2011 m. siekė 66%. Pradedant 2005 m., JAV gyventojai išleisdavo apie 99,5% savo pajamų vartojimui ir palūkanų mokėjimams. Palyginimui, Kinijoje žmonės sutaupo apie 40% savo pajamų (Bureau, 2007). Prie būstų nuosavybės rodiklio didėjimo kartu su būsto kainų kilimu taip pat prisidėjo ir JAV valstybės politika, nukreipta į būsto nuosavybės rodiklio didėjimo skatinimą.

Nekilnojamojo turto kainų bumą skatino ir prieš krizę stipriai išaugęs JAV einamosios sąskaitos deficitas nuo 1,5% 1996 m. iki 5,8% 2006 m. (Global, 2009). Deficito finansavimas reikalavo skolinimosi iš užsienio šalių, todėl į JAV plaukė dideli kapitalo srautai iš pagrindinių pasaulio augančių šalių, tokių kaip Kinija, ekonomikų, turinčių didelius einamosios sąskaitos perteklius. Ekonomiškai stiprios šalys savo valiutas daugiausiai buvo susiejusios su JAV doleriu, todėl kartu su susietu valiutos kursu tokios valstybės kaip Kinija ir Saudo Arabija praktiškai importavo ir JAV ekspansinę pinigų politiką. Visa tai kūrė globalius disbalansus pasaulio finansų sistemoje.

³² Sudaryta autorės, remiantis House, 2011; Housing, 2011

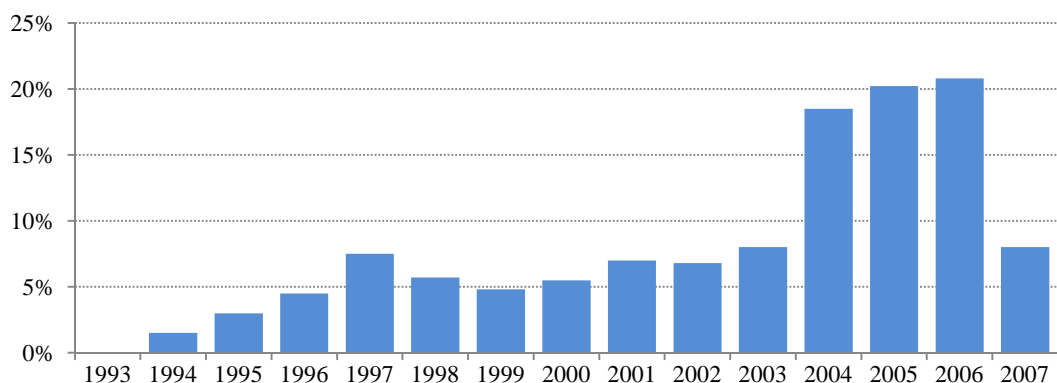
Einamosios sąskaitos perteklius augančios ekonomikos šalyse buvo transformuotas į JAV išdo obligacijas ir kitą mažo rizikingumo turta, o tai dar labiau mažino pastarųjų turto klasių pelningumą taip stumiant finansų rinkas ieškoti rizikingesnio, bet didesnio pelno galimybių (De Larosiere, 2009). JAV naudojo užsienio investuotojų lėšas vartojimui ir būstui įsigyti taip skatindamos nekilnojamojo turto kainų augimą.

2007 m. prasidėjusiai finansų krizei prielaidas sukūrė pasaulyje vyravusi stabili makroekonominė aplinka, taip pat kai kurių valstybių vykdyta ekspansinė pinigų politika, skatinusi ekonomikos augimą, bet kartu ir kreditavimo bei nekilnojamojo turto kainų burbulų susidarymą. Kita priežastis, įvardinama kaip turėjusi didelės įtakos 2007 m. finansų krizės kilimui, yra sekiuritizacijos mechanizmo panaudojimas JAV būsto paskolų rinkoje. Sekiuritizacijos mechanizmo panaudojimo finansų krizės kontekste analizė pateikiama sekančiame skyriuje.

3.1.2. SEKIURITIZACIJOS VAIDMUO FINANSŲ KRIZĖJE

Nepaisant daugelio sekiuritizacijos panaudojimo privalumų, sekiuritizacijos mechanizmas buvo kritikuojamas už tai, kad JAV būsto paskolų sekiuritizacija didžia dalimi prisidėjo prie 2007 m. kilusios finansų krizės. Pradedant pokario laikotarpiu, JAV egzistavo kryptinga apsirūpinimo būstu didinimo politika. Įvairiomis politikos priemonėmis buvo stengiamasi užtikrinti būsto prieinamumą socialiai pažeidžiamiems asmenims, karo veteranams, finansiškai mažiau pajėgiems namų ūkiams. Dėl to skirtingais laikotarpiais JAV buvo inicijuotos įvairios programos, būsto rinkai skatinti steigtos įvairios institucijos. Taip pat buvo sukurti tam tikri kriterijai, pagal kuriuos būsto paskolų gavėjai buvo skirstomi į remiamus, socialiai remtinus ir kitus. Ilgainiui JAV išsiskyrė dvi pagrindinės būsto paskolų gavėjų rūšys: pirmarūšiai, turintys patikimą kredito istoriją, pakankamai pajamų ir dėl to galintys gauti būsto kreditą su palankiausia palūkanų norma, ir antrarūšiai, neturintys ilgos ir stabilios darbo patirties, turintys prastą kredito istoriją bei

neatitinkantys kitų pirmarūšiam kreditui taikomų kriterijų. Iki 1980 m. antrarūšiai paskolų gavėjai iš esmės neturėjo galimybės gauti būsto paskolos, tačiau jau apie 1990 m. paskolos pradėtos dalinti ir šiems gavėjams, tik prastesnėmis sąlygomis nei pirmarūšės paskolos. Antrarūšių būsto paskolų atsiradimą ir plėtrą paskatino ir JAV politikos pasikeitimai. Visų pirma, 1980 m. buvo panaikintas iki tol egzistavęs būsto paskolų palūkanų normos reguliavimas, o tai reiškė, kad nuo šiol buvo galima teikti paskolas ir su didesnėmis palūkanomis. Taip pat 1986 m. įvykdyta mokesčių reforma panaikino galimybę iš pajamų atskaityti vartojimo paskolas (kredito korteles, paskolas automobiliams ir kt.), tačiau lengvata palikta būsto paskoloms. Taigi, būsto paskolos tapo pigesnės nei vartojimo kreditai (Green ir kt., 2005). Antrarūšėms būsto paskoloms plisti taip pat padėjo ir CDO rinkos plėtra, kadangi standartinės sekiuritizacijos schemoje, kuomet investuotojai nėra segmentuojami į skirtingas rizikos-grąžos klases, teikiant antrarūšės būsto paskolas, būtų sukurti per daug brangūs, tai yra rizikingi, antrarūšėmis būsto paskolomis padengti vertybiniai popieriai. Išleidžiamų CDO segmentavimas leido sukurti daug saugesnes ir mažesnės grąžos reikalaujančias finansines priemones. CDO pirmą kartą buvo sukurti ir išleisti 1984 m. vienos iš būsto rinkoje aktyvių JAV valstybinių agentūrų – *Freddie Mac* (Flannery ir kt., 2006). Be to, antrarūšių būsto paskolų plėtra sukūrė daugiau erdės ir privatiems turtu padengtų vertybinių popierių emitentams.

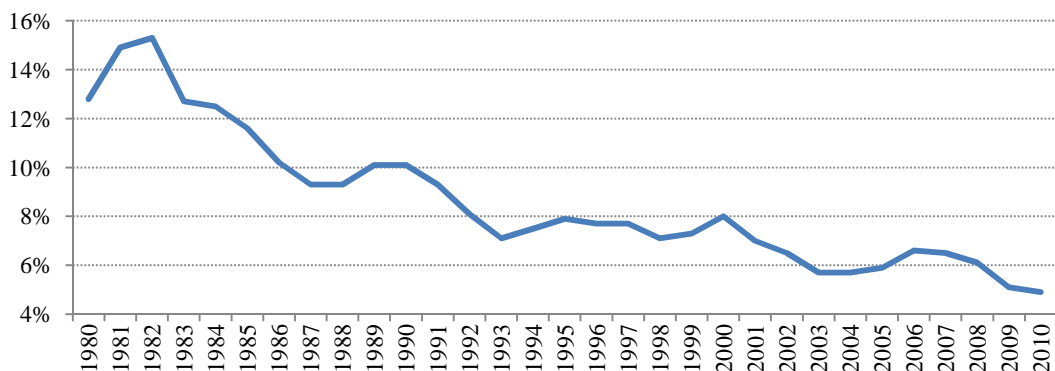


**26 pav. Antrarūšių būsto paskolų dalis tarp visų išduotų paskolų JAV
1993–2007 m.³³**

Tik apie 1994 m. atsiradusi reikšmingesnė antrarūšių būsto paskolų rinka 1994–2003 m. sudarė apie 5% visų JAV išduodamų paskolų. Dėl Azijos ir Rusijos krizių 1999–2000 m. buvo gan stipriai smukę bendri išduodamų paskolų kiekiai, ypač antrarūšių. Tačiau jau 2004 m. antrarūšės būsto paskolos sudarė apie 20% visų JAV išduodamų paskolų ir panaši situacija tęsėsi trejus metus iki pat krizės pradžios. 2002–2003 m. antrarūšių paskolų augimo mastai buvo ypač dideli – apie 50% kasmet.

Dideli bendri paskolų augimo tempai JAV po 2000 m. vyravo dar ir dėl to, kad daug gyventojų ėmė naują būsto kreditą, kuriuo grąžindavo seną. Refinansavimą skatino tuo laikotarpiu vyravusios žemos palūkanų normos ir, plečiantis informacinėms technologijoms ir vystantis infrastruktūrai, labai sumažėję bendri sandorio kaštai.

³³ Sudaryta autorės, remiantis State, 2008



27 pav. **Standartinės būsto paskolos mėtinė palūkanų norma JAV 1980–2010 m.**³⁴

Standartinio būsto kredito palūkanų normos nuo 1982 m. buvusių 15% 1990–2000 m. laikotarpiu sumažėjo beveik dvigubai – iki 8%, o po 2000 m. palūkanos krito dar trečdaliu, tad galimybė gauti būsto kreditus stipriai padidėjo.

Taip pat refinansavimą JAV skatino tai, kad didžiojoje šalies dalyje yra draudžiama vartotojui pritaikyti baudą už būsto kredito grąžinimą anksčiau laiko. Apklausoje, atliktoje 2002 m., nustatyta, kad apie 50% JAV namų ūkių, turinčių būsto paskolas, buvo savo paskolą refinansavę, o 47% iš jų tai padarė 2001–2002 m. Apklausa parodė, kad 45% iš visų refinansavimo atvejų buvo siekiama padidinti turimą paskolą vien tik dėl išaugusios įkeisto būsto vertės (angl. *cash-out refinancing*). Tad refinansuodami gyventojai paprastai dėl žemų palūkanų normų sumažindavo savo mėnesio įmoką, o taip pat gaudavo papildomų lėšų, kurias galėjo skirti vartojimui, o jų turima paskola padidėdavo apie 5%–15%. Tokiu būdu refinansavimo bumą taip pat skatino ir būsto kainų kilimas. Antrarūšių būsto paskolų refinansavimo tikslais imamos paskolos sudarė apie 65%. Apie 50% antrarūšių paskolų sudarė refinansavimo paskolos siekiant gauti papildomų lėšų pasinaudojus išaugusia būsto verte (Chomsisengphet ir kt., 2006).

³⁴ Sudaryta autorės, remiantis State, 2011

Kita svarbi prieš krizinės JAV būsto rinkos ypatybė buvo ta, kad didžiąją dalį paskolų išduodavo ne bankai, bet paskolų brokeriai: apie 50% – pirmarūšių paskolų ir apie 75% – antrarūšių. Tuo metu bankai ir kiti kredito davėjai teikdavo tik finansinius išteklius paskoloms, bet patys neorganizuodavo paskolų išdavimo proceso. Paskolų brokerių uždarbis priklausė nuo paskolų kiekio, tad jie neturėjo paskatų atidžiai vertinti gavėjų rizikos. Taip pat brokeriai gaudavo papildomą uždarbį už tai, kad sugebėdavo įtikinti žmogų pasiimti paskolą prastesnėmis sąlygomis (didesnėmis palūkanų normomis), nei paprastai leistų gyventojų kreditingumas (Ernst ir kt., 2008). Tokios paskolų brokerių darbo apmokėjimo sistemos rezultatas buvo tas, kad antrarūšiams paskolų gavėjams buvo suteikiamos jiems finansiškai per didelės būsto paskolos.

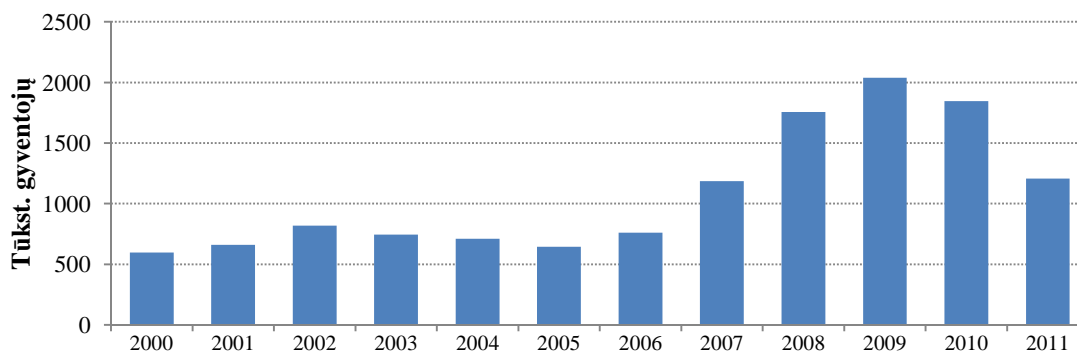
Būsto paskolų teikimas per paskolų brokelius sukėlė „pirk ir parduok“ modelio įsigalėjimą vietoj tradicinio „pirk ir laikyk“. Būsto paskolų brokelių suteiktos būsto paskolos buvo parduodamos bankams ar kitoms finansinių išteklių turinčioms finansų institucijoms taip pritaikant „pirk ir parduok“ modelį. Suteiktos paskolos nebelikdavo jas suteikusių institucijų balansuose, taip pat nelikdavo su šiomis paskolomis susijusios rizikos. Rizikos perdavimas sukėlė tolerancijos rizikai iškraipymus ir paskatų atidžiai ir tinkamai vertinti paskolų gavėjų kreditingumą sumažėjimą. Bankai ir kiti kredito davėjai savo ruožtu suteiktus paskolų portfelius parduodavo specialios paskirties įmonėms, kurios išleisdavo jomis užtikrintus vertybinius popierius. Investuotojai, ypač užsienio, ieškodami didesnės grąžos, noriai pirkdavo antrarūšėmis būsto paskolomis padengtus vertybinius popierius.

Paskutiniaisiais metais prieš krizę JAV rinkoje atsirado naujų būsto paskolų produktų, pritaikytų mažiausiai finansiškai patikimiems gyventojams. Vienas iš jų – hibridinis 2/28 arba 3/27 būsto kreditas, suteikiamas 30 metų, bet numatant, kad pirmuosius dvejus arba trejus metus gyventojui bus taikoma daug mažesnė palūkanų norma, nei pasibaigus šiam periodui. Antrarūšėse paskolose tokių hibridinių paskolų 2005 m. buvo suteikta iki 75%. Taip pat gyventojams buvo leidžiama pasiimti dvi paskolas, užtikrintas turimu

nekilnojamoju turtu tam, kad pradinio įnašo reikalavimai sumažėtų iki 0%. Taip pat buvo teikiamos 40 metų trukmės, neigiamos amortizacijos kreditai, kuomet pradiniai kredito įnašai buvo tokie maži, kad net nepadengdavo palūkanų mokėjimų, o tai reiškė, kad periodiniams mokėjimams vėl pasiekus reikiamą lygį, bendra žmogaus paskola netgi padidės. Paskolos buvo išduodamos taip pat nereikalaujant iš gavėjo jokių jo pajamas, darbą ar turimą turtą patvirtinančių dokumentų (angl. vadinamos *NINJA – no income, no job, no assets*) (Ernst ir kt., 2008). Visi šie produktai ir jų pardavimo strategijos buvo paremti dvejomis pagrindinėmis prielaidomis: pirma, palūkanų normos ir toliau bus žemos, t. y. kredito prieinamumas nemažės, o tai reiškė, kad gavusieji paskolas su nuolaidomis pirmaisiais metais, atėjus laikui mokėti didesnes periodines įmokas galės savo paskolą tiesiog refinansuoti, ir, antra, būsto kainos ir toliau augs, o tai blogiausiu atveju leis gyventojui parduoti savo būstą ir grąžinti pasiimtą paskolą.

Plečiant kreditavimo rinką JAV, gana stipriai prisidėjo ir būsto prieinamumo didinimo iniciatyvos. Valstybinėms JAV agentūroms *Fannie Mae* ir *Freddie Mac* dar 1992 m. buvo nustatytos kvotos kiek jos turi nupirkti paskolų, suteiktų mažas pajamas gaunantiems gyventojams. Šios kvotos periodiškai buvo didinamos, o 2007 m. buvo nustatyta, kad 56% šių agentūrų įsigytų paskolų portfelio turi sudaryti mažas pajamas gaunančių gyventojų būsto paskolos (White, 2008).

Situacija pradėjo keistis, kai 2006–2007 m. JAV padidėjo palūkanų normos ir sustojo naujų būstų pardavimai. Dėl to pirmieji antrarūšes būsto paskolas pasiėmę gyventojai nebesugebėjo vykdyti savo įsipareigojimų, sutriko pagal šiomis paskolomis padengtus vertybinius popierius nustatyti mokėjimai ir stipriai krito šių vertybinių popierių likvidumas. Taip pat staigiai ėmė kristi JAV nekilnojamojo turto kainos. Dėl padidėjusių palūkanų normų sumažėjo paskolų refinansavimo galimybės ir naujų paskolų išdavimo apimtys. Didžioji dauguma su finansiniais sunkumais susidūrusių buvo antrarūšių būsto paskolų, paimtų 2006–2007 m., gavėjai. Iš gyventojų perimtų būstų skaičius nuo 2006 m. smarkiai išaugo.



28 pav. Paskolai užtikrinti įkeisto būsto perėmimas iš JAV gyventojų
1999–2011 m.³⁵

Prieš finansų krizę perimtų būstų skaičius JAV buvo apie 600 tūkst. per metus, o 2009 m. šis skaičius viršijo 2 mln. Būsto perėmimo iš gyventojų mastai 2010 m. sumažėjo tik labai nedaug. Siekdama palengvinti gyventojų būklę, JAV vyriausybė skatino kredito davėjus savanoriškai koreguoti paskolos sąlygas tam, kad būtų išvengta gyventojų būsto perėmimo. Taip pat FED periodiškai 2008–2010 m. pirkė būsto paskolomis užtikrintus vertybinius popierius tam, kad palaikytų būsto kreditavimo rinką bent kiek gyvybingą ir likvidžią. Dėl susidariusios situacijos JAV privalėjo suteikti 180 mlrd. JAV dolerių pagalbą *Fannie Mae* ir *Freddie Mac* (FHFA, 2012).

Dešimtmetį prieš krizę Europos būsto rinkoje taip pat vyko pokyčių, ypač liberalėjimo linkme, tačiau ne tokiu mastu kaip JAV. Bendri euro zonos namų ūkių įsipareigojimai 2001–2010 m. padidėjo nuo 4.000 iki 6.500 mlrd. eurų, o būsto kreditų dalis juose padidėjo nuo 50% iki 58%. Tačiau Europoje nebuvo taip išsigalėjęs „pirk ir parduok“ modelis, o daugumą būsto paskolų, skirtingai nei JAV, išduodavo patys bankai. Būsto paskolos sudaro apie 12% euro zonos finansinių institucijų turto (ECB, 2011; Eurostat, 2011). Ir Europoje prieš 2007 m. buvo dideli būsto paskolomis padengtų vertybinių popierių leidimo mastai, tačiau būsto paskolos buvo ne tokios prastos kokybės kaip JAV. Be to, bankai Europoje nėra taip priklausomi nuo kapitalo rinkų finansavimo, kadangi pagrindinę dalį jų finansinių išteklių sudaro indėliai. Indėlių masės ir banko

³⁵ Sudaryta autorės, remiantis U. S. Credit, 2012

balanse esančių būsto paskolų santykis euro zonoje nuo 2000 m. iki 2007 m. buvo sumažėjęs nuo 2,9 iki 2,1 tačiau indėliai 2007 m. vis dar sudarė apie 40% euro zonos bankų finansavimo šaltinių, o sekiuritizacija – apie 16%. Likusią lėšų dalį bankai Europoje daugiausiai susirenka leisdami skolos vertybinius popierius (Housing, 2009). Nuo krizės pradžios bankai Europoje dažniau leidžia padengtas obligacijas, o nebalansinės sekiuritizacijos apimtys 2010 m. buvo vis dar menkos (ECB, 2011).

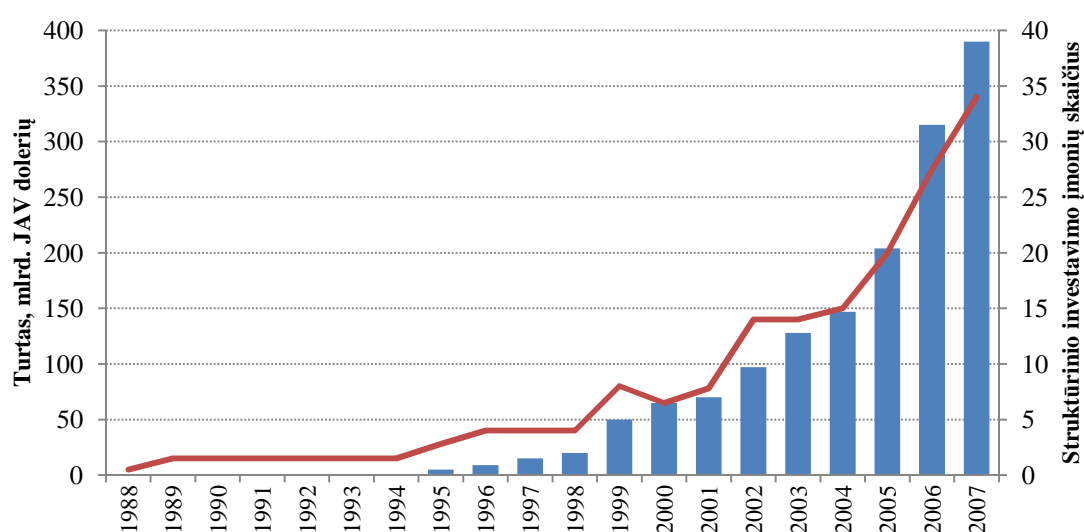
Finansų krizė, prasidėjusi nuo būsto kainų kritimo JAV ir finansinių problemų antrarūšių būsto paskolų rinkoje, peraugo į likvidumo krizę. Likvidumo krizės mastui didelę įtaką turėjo vadinamoji šešėlinė bankų sistema ir jos finansavimosi ypatumai. Šešėlinę bankų sistemą sudaro nebankinės finansinės institucijos, iš esmės vykdančios bankų veiklą – iš gyventojų ir kitų investuotojų surenkančios lėšas, kurios panaudojamos skolinimo veiklai. Taigi, šešėlinė bankų sistema, kaip ir bankai, derina trumpalaikius įsipareigojimus su ilgalaikiu turtu. Bet kadangi šešėlinė bankų sistema tiesiogiai nepriima indėlių iš gyventojų, jai netaikomi kapitalo pakankamumo ir kiti riziką ribojantys normatyvai, šios rinkos dalyviai nėra prižiūrimi. Tradiciniai šešėlinės bankų sistemos dalyviai yra apie 1970 m. JAV išpopuliarėję pinigų rinkos fondai, kurie iš investuotojų surenka lėšas ir jas investuoja į įmonių trumpalaikius skolos vertybinius popierius bei kitas pinigų rinkos priemones. Tačiau krizės metu didelę reikšmę turėjo kiti šešėlinės bankų sistemos dalyviai – sekiuritizacijos procese sukuriamos tam tikros rūšies specialios paskirties įmonės: turtu padengtų komercinių popierių specialios įmonės (angl. *asset backed commercial paper conduit*) ir struktūrinio investavimo įmonės (angl. *structured investment vehicles*) (toliau kartu vadinamos *struktūrinio investavimo įmonėmis*). Šio tipo įmonės pirmą kartą 1988 m. sukūrė bankas *Citigroup*. Tradicinėje sekiuritizacijos schemoje užtikrinimui naudojamas turtas paprastai yra ilgo laikotarpio, pavyzdžiui, būsto kreditai. Specialios paskirties įmonės iš banko nupirkta turtas finansuojamas išleidžiant analogiškos trukmės turtu padengtus vertybinius popierius, t. y. prisiimant analogiškos trukmės įsipareigojimus. Taigi, tradicinėje sekiuritizacijoje

specialios paskirties įmonė nesusiduria su savo turto ir įsipareigojimų trukmės derinimo problema, nes jų terminai yra vienodi. Vis tik tokioje sekiuritizacijos schemoje pelno galimybės yra ribotos, kadangi tos pačios trukmės turtas (pavyzdžiui, 20 metų trukmės būsto paskolų palūkanos ir 20 metų trukmės būsto paskolomis padengtų vertybinių popierių palūkanos) turi gana panašią gražą, o specialios paskirties įmonės pelno šaltinis ir yra šių gražų skirtumas iš jų dar atėmus gana didelius sekiuritizacijos organizavimo kaštus. Struktūrinio investavimo įmonių pelno šaltinis yra tas pats – skirtumas tarp turto ir įsipareigojimų gražų, kurios ypatingos tuo, kad leisdavo trumpalaikius vertybinius popierius, taigi, turinčius mažesnes palūkanas. Struktūrinio investavimo įmonių turimas turtas buvo ilgalaikis, garantavo didesnę gražą, tad įmonės turėjo didesnes pelno galimybes derindamos ilgalaikį turtą su trumpalaikiais įsipareigojimais (Keoun, 2008). Vis tik tai reiškė, kad šios įmonės turi kaskart išleisti ir sėkmingai išplatinti naujus trumpalaikius vertybinius popierius tam, kad galėtų nepertraukiamai finansuoti savo ilgalaikį turtą, taigi, jos turėjo valdyti rinkos ir likvidumo rizikas.

Struktūrinio investavimo įmonių steigimą paprastai inicijuodavo bankai ar kitos finansų institucijos, iš kurių vėliau šios įmonės ir pirkdavo turtą. Jų turtą sudarydavo įvairių rūšių paskolos, paprasti ar turtu padengti vertybiniai popieriai. Tam, kad struktūrinio investavimo įmonės galėtų efektyviai valdyti rinkos ir likvidumo rizikas, jų steigimą inicijavęs bankas suteikdavo likvidumo priemones (kredito linijas). Likvidumo priemonės padengdavo visus arba dalį struktūrinės investavimo įmonės išleidžiamų vertybinių popierių, tam, kad įmonė galėtų išpirkti išleistus vertybinius popierius net ir esant sutrikimams finansų rinkose. Vis tik banko suteikiamos likvidumo priemonės nepadengdavo struktūrinės investavimo įmonės turimo turto praradimų, t. y. likvidumą teikiantis bankas neperimdavo struktūrinei investavimo įmonei kartu su turtu perduotos kredito rizikos. Taigi, struktūrinės investavimo įmonės išleidžiamų trumpalaikių vertybinių popierių investuotojai buvo neapsaugoti nuo struktūrinės investavimo įmonės turimo turto kredito rizikos, tačiau buvo labiau apsaugoti nuo rinkos ir likvidumo rizikos. Likvidumo priemonių

suteikimas sukurtai struktūrinei investavimo įmonei buvo būtina sąlyga norint jos išleistiems vertybiniams popieriams gauti aukštą kredito reitingą. Toks iš pirmo žvilgsnio nematomas bankinės sistemos ryšys su šešeline bankų sistema vėliau sukėlė didelius bankų nuostolius.

Šešėlinė bankų sistema kartu su struktūrinio investavimo įmonėmis prieš krizę buvo stipriai išsiplėtusi. Prieš pat krizės pradžią iš viso pasaulyje buvo 34 struktūrinės investavimo įmonės, valdomos 26 skirtingų finansų institucijų, iš kurių 18 buvo didieji pasaulio bankai. Eksponentinis šių įmonių ir jų valdomo turto augimas matyti 29 paveiksle.



29 pav. **Struktūrinio investavimo įmonių valdomas turtas ir skaičius 1988–2007 m.**³⁶

Struktūrinių investavimo įmonių valdomas turtas vien nuo 2005 m. iki 2007 m. padidėjo nuo 190 iki 400 mlrd. JAV dolerių. Tad vos dvidešimt metų skaičiuojantis finansų sektoriaus segmentas tik per du metus išaugo beveik dvigubai (Tabe, 2010). Beje, daugelis šių įmonių buvo įsteigtos Kaimanų salose, Džersyje ir kitose teritorijose, kuriose galima taikyti mažus mokesčius (Dammers, 2005). Struktūrinio investavimo įmonės savo balansuose turėjo daug būsto paskolų portfelių ir jomis užtikrintų vertybinių popierių. Žinodami tai, investuotojai, prasidėjus krizei, stengėsi kuo greičiau atsikratyti

³⁶ Sudaryta autorės, remiantis Tabe, 2010

struktūrinių investavimų įmonių išleistų trumpalaikių vertybinių popierių. Dėl to šios įmonės buvo priverstos skubiai rinkoje pardavinėti savo turtą, o tai stipriai numušė jo kainą, ypač tai smarkiai sumažino būsto paskolomis padengtų vertybinių popierių vertę.

Investuotojų pastangos bet kokia kaina atsikratyti struktūrinio investavimo įmonių išleistų trumpalaikių vertybinių popierių didžiąja dalimi sukėlė būsto paskolomis padengtų vertybinių popierių kainos kritimą pasaulio finansų rinkose. Tai nulėmė investuotojų į šias finansines priemones nuostolius. Tačiau kita problema buvo ta, kad struktūrinio investavimo įmonės pačios susidūrė su finansiniais sunkumais. Šios įmonės buvo steigiamos taip, kad jų bankrotas neturėtų teisinių pasekmių jų steigimą iniciavusiam bankui. Tačiau visi investuotojai, kredito reitingų agentūros ir kiti finansų rinkos dalyviai žinojo, kas buvo tikrieji šių įmonių steigėjai. Taigi, bankai, nors ir neturėjo teisinės pareigos gelbėti šių įmonių, vis tik, saugodami savo reputaciją, ėmėsi priemonių savo įsteigtoms struktūrinio investavimo įmonėms gelbėti: bankai teikė šioms įmonėms paskolas, pirko jų išleistus trumpalaikius vertybinius popierius ir, blogiausiu atveju, susigrąžindavo joms anksčiau parduotą turtą atgal į savo balansus. Dėl to 2009 m. pasaulyje neliko praktiškai nei vienos struktūrinio investavimo įmonės, o 13 iš jų bankai susigrąžino į savo balansus (Neate, 2009). Struktūrinio investavimo įmonių ir kitų specialios paskirties įmonių grąžinimas atgal į bankų balansus sąlygojo didžiulius bankų nuostolius.

Prasidėjus nuostoliams iš antrarūšių būsto paskolų, finansų rinkos iš naujo pervertino kredito riziką. Kredito reitingų agentūros taip pat pradėjo masiškai pervertinti turtu padengtus vertybinius popierius. Struktūrinio investavimo įmonių poreikis trumpalaikiam finansavimui darė stiprų spaudimą bankų likvidumui, todėl bankai nustojo skolinti tarpbankinėse rinkose ar investuoti į trumpalaikius vertybinius popierius. Bankai stengėsi kaupti likvidumo išteklius, kuriais galėtų padengti nuostolius, galinčius kilti iš turtu užtikrintų vertybinių popierių bei struktūrinio investavimo įmonių. Nežinia, kokio masto nuostoliai dar vis laukia, visiškai užšaldė tarpbankinę skolinimosi rinką, nes bankai nebepasitikėjo vienas kitu. Tuo pačiu metu kapitalo rinkos tam tikriems

turtu padengtiems vertybiniais popieriais praktiškai užsidarė, o tai reiškė, kad bankai nebegalėjo net įvertinti savo balansuose turimų vertybinių popierių realios rinkos vertės. Dėl to buvo pakeistas šių vertybinių popierių vertinimo ir atspindėjimo bankų balansuose principas: vertybinių popierių, kurių rinkos kainos nustatyti neįmanoma, vertė buvo apskaičiuota taikant finansinius modelius. Tačiau tai dar labiau padidino finansų rinkos dalyvių nepasitikėjimą vienas kitu, nes niekas negalėjo iš tikrųjų žinoti bankų balansų padėties. Taip likvidumo krizė peraugo ir į mokumo krizę.

Ir nors pirmieji bankų ir investuotojų nuostolių šaltiniai buvo sekiuritizacijos produktai, vėliau finansų krizė palietė daugelį finansų sektoriaus segmentų bei finansų rinkos dalyvių. Tarptautinio valiutos fondo skaičiavimais 2010 m. visi pasaulio bankai dėl finansų krizės iš viso buvo patyrę 2.276 mlrd. JAV dolerių nuostolių, 40% iš jų patyrė JAV bankai, 56% – Europos bankai (iš kurių Jungtinės Karalystės bankai – 20%), Azijos bankų nuostoliai siekė 5% (Global, 2010). Likvidumo ir mokumo problemos finansų rinkose privertė daugelio šalių centrinius bankus imtis priemonių, siekiant atkurti likvidumą ir atgaivinti kredito rinkas (Onaran, 2008). Krizei gilėjant, vis daugiau finansinių institucijų susidūrė su sunkumais, bankrutavo ar buvo perpirktos. Kilusi panika paskatino investuotojus visur pasaulyje ieškoti saugesnių, patikimesnių investicijų, tokių kaip auksas, žaliavos. Spekuliacijos prekių ateities rinkose prisidėjo prie maisto ir naftos kainų augimo (Čipkutė, 2009). Netrukus finansų krizei peraugus į ekonominę, daugelis pasaulio valstybių turėjo imtis fiskalinių priemonių krizei valdyti, kartu gelbėdamos savo finansų sektorius. Tarptautinio valiutos fondo skaičiavimais bendra finansų krizės kaina sudaro virš 7 trjn. JAV dolerių (Global, 2009). Ši suma apima centrinių bankų atliktas likvidumo palaikymo intervencijas ir vyriausybių kapitalo injekcijas, suteiktas garantijas bei blogo turto supirkimo iš bankų schemas.

3.1.3. PASTANGOS ATGAIVINTI SEKIURITIZACIJOS RINKAS

Finansų krizei įsibėgėjus, investuotojai ir rinkos dalyviai pradėjo stipriai nepasitikėti visais turto padengtais vertybiniais popieriais nepriklausomai nuo jų tikrojo rizikingumo. Nežinomybė ir neapibrėžtumas dėl galimų nuostolių, susijusių su šiais vertybiniais popieriais, iš esmės sustabdė bet kokią prekybą sekiuritizacijos produktais. Taip pat praktiškai sustojo šių vertybinių popierių emisijos. Nepaisant to, kad tuo metu pradėta eskaluoti sekiuritizacijos mechanizmo kritika, negalima užmiršti sekiuritizacijos mechanizmo privalumų ir teikiamos naudos finansų rinkoms ir apskritai ekonomikai. Įvertinus sekiuritizacijos svarbą kaip papildomo ir lankstaus finansavimo šaltinį, sekiuritizacijos rinkos stagnacija reikštų užsitęsusį kredito pasiūlos susitraukimą, o tai mažintų ekonomikos atsigavimo galimybes. Dėl minėtų priežasčių spartus sekiuritizacijos rinkos atsigavimas, ypač JAV, kur didžiąją bankų finansavimo dalį sudaro kapitalo rinka, yra kritiškai svarbus siekiant užtikrinti pakankamus kredito išteklius realiai ekonomikai. Būtent dėl to JAV valstybinės agentūros po krizės kilimo stengėsi palaikyti turto padengtų vertybinių popierių rinką. Taigi, nelikvidaus turto mobilizavimas ir kredito rizikos perdavimas iš bankų sistemos į labiau diversifikuotą kapitalo rinką išlieka svarbiu sekiuritizacijos privalumu (Global, 2009).

Sekiuritizuojamo turto segmentavimas į skirtingus rizikos-grąžos segmentus savo ruožtu leidžia pasiūlyti investuotojams įvairias investavimo galimybes, tačiau šis mechanizmas krizės metu nesugebėjo adekvačiai perskirstyti kredito rizikos. Todėl yra svarbu sekiuritizacijos rinką atgaivinti taip, kad finansiniai tarpininkai pasiektų naudos iš sekiuritizacijos, tačiau taip pat būtų apsaugota finansų sistema nuo sukrėtimų, kurie gali kilti dėl prastų paskolų suteikimo ir jų tolesnės priežiūros standartų. Turto padengtų vertybinių popierių kokybė priklauso nuo turto, kuriuo užtikrinti šie vertybiniai popieriai, kokybės. Vis tik krizei įsibėgėjus, sekiuritizacijos rinkos visur pasaulyje iš esmės užsidarė. Siekiant ištaisyti situaciją, kai kurių šalių centriniai bankai ir vyriausybės pradėjo taikyti įvairias turto pirkimo ir likvidumo palaikymo

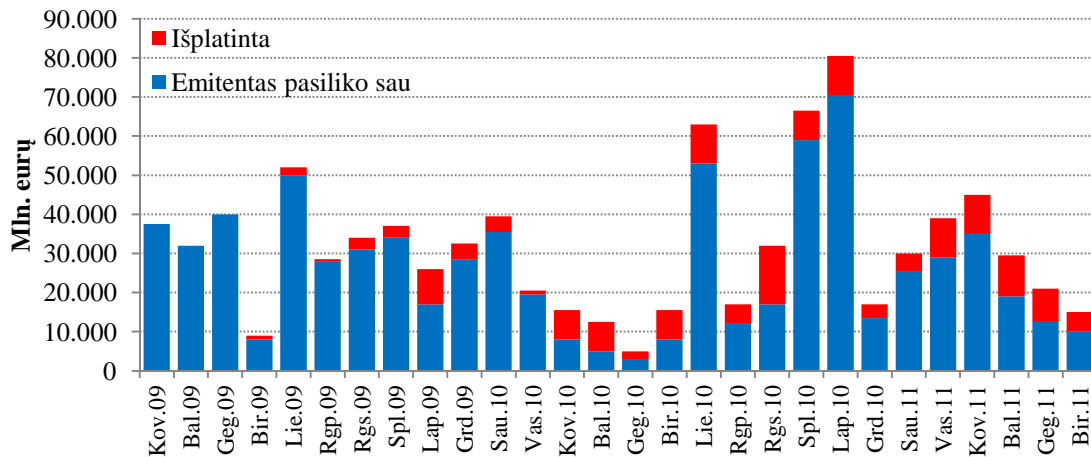
schemas tokiu būdu iš esmės tapdamos paskutiniais sekiuritizacijos produktų – turtu padengtų vertybinių popierių – investuotojais.

JAV institucijos, siekdamos atgaivinti sekiuritizacijos rinką, ėmėsi taikyti rinkos palaikymo priemonės. FED 2008 m. pabaigoje pradėjo taikyti Terminuotą turtu padengtų vertybinių popierių paskolų priemonę (angl. *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* – TALF). Tuo buvo siekiama palengvinti studentų paskolomis, paskolomis automobiliams, kredito kortelių paskolomis ir kai kurių valstybės institucijų garantuotomis paskolomis padengtų vertybinių popierių leidimą. Priemone buvo numatyta, kad FED suteiks finansavimą investuotojams, norintiems investuoti į minėtus turtu padengtus vertybinius popierius, turinčius aukščiausią AAA kredito reitingą. Pradžioje buvo planuota, kad paskoloms bus išleista 200 mlrd. JAV dolerių, vėliau suma padidinta iki 1 trilijono JAV dolerių. Taip pat buvo išplėstas tinkamų kaip užstatas turtu padengtų vertybinių popierių ratas. Paskolos buvo suteikiamos 3–5 metams, derinant šį terminą prie įsigyjamų turtu padengtų vertybinių popierių trukmės. Programa pasibaigė 2011 m. viduryje (Report, 2011). Paskutinį kartą įvertinus programą, pabrėžta, kad programa pasiekė savo tikslą ir parėmė sekiuritizacijos rinką (Term, 2010).

JAV institucijos, siekdamos atgaivinti sekiuritizacijos rinką, taip pat ėmėsi sprendimų, kuriais įtraukiami ir privatūs rinkos dalyviai: 2009 m. pradėta taikyti Privati ir viešoji investavimo schema (angl. *Public-Private Investment Program*), pagal kurią turtu padengti vertybiniai popieriai superkami valstybės ir privačių subjektų bendromis lėšomis (Fact, 2009). Taip pat rinką bandoma palaikyti valstybinėms agentūroms aktyviau leidžiant turtu padengtus vertybinius popierius, nustatant didesnius emisijų limitus ir pan.

ECB ir dauguma kitų didžiųjų centrinių bankų pradėjo kaip tinkamą užstatą priimti iš bankų turtu padengtus vertybinius popierius. Sekiuritizacijos rinkoms dėl kilusios krizės praktiškai užsidarius, atsiradusi galimybė turtu padengtus vertybinius popierius pateikti centriniams bankams kaip tinkamą užstatą kredito operacijose paskatino šių vertybinių popierių paklausą. Ši papildoma paskata leisti turtu padengtus vertybinius popierius sumažino

finansavimosi šaltinių trūkumą bankams, ko būtent ir reikėjo krizei išibėgėjus. Nuo krizės pradžios turtu padengti vertybiniai popieriai tapo didžiausia turto klase, pateikiama kaip užstatas ECB: 2006 m. turtu padengti vertybiniai popieriai, pateikti kaip užstatas ECB, tarp kitų užstato rūšių sudarė 11%, 2008 m. – 28% ir 2010 m. – 24%. Šie ECB veiksmai paskatino turtu padengtų vertybinių popierių emisijas Europoje (Recent, 2011).



30 pav. Turtu padengtų vertybinių popierių išleidimas Europoje 2009–2011 m.³⁷

Kaip matyti 30 paveiksle, turtu padengtų vertybinių popierių leidimas Europoje 2009–2011 m. buvo išlaikytas vidutiniškai 32 mln. eurų per mėnesį. Vis tik didžiąją dalį emisijų turtu padengtų vertybinių popierių emitentai pasilikdavo sau, tai yra neišplatindavo rinkoje. Sau pasiliktą vertybinių popierių dalį emitentai naudodavo kaip užstatą ECB kredito operacijose. Tai leido bankams išlaisvinti kitą likvidų turtą, tokį kaip vyriausybių vertybiniai popieriai, jį panaudojant tarpbankinėse operacijose ir tokiu būdu mažinant likvidumo problemą. Išleistų ir rinkoje išplatintų turtu padengtų vertybinių popierių dalis Europoje nuo 2010 m. vidurio nuosekliai ėmė didėti, o tai rodo privačios sekiuritizacijos rinkos atsigavimą. Papildomas pastangas ECB skyrė padengtų obligacijų rinkai palaikyti – vertybiniai popieriai taip pat buvo priimami kaip tinkamas užstatas kredito operacijose. Be to, ECB paskelbė turtu

³⁷ Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011

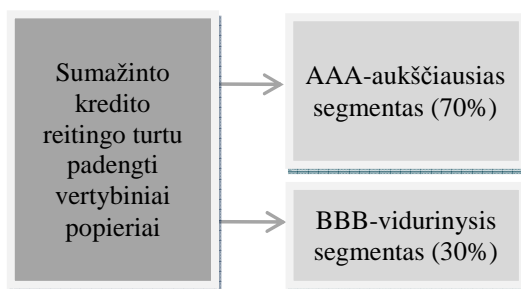
padengtų obligacijų pirkimo programą, pagal kurią 2009–2010 m. šių obligacijų buvo supirkta už 60 mlrd. eurų. Nuo 2011 m. lapkričio ECB pradėjo antrą padengtų obligacijų pirkimo programą, kuriai įgyvendinti numatyta dar 40 mlrd. eurų (ECB, 2011).

Rusijos centrinis bankas 2009 m. taip pat buvo padidinęs galimybes kaip užstato priemonę naudoti būsto paskolomis padengtus vertybinius popierius, tačiau tokia galimybė buvo sudaryta tik Rusijoje išleistiems vertybiniam popieriams, nors didžioji dauguma Rusijos sekiuritizacijos sandorių yra atliekama už šalies ribų. Kadangi Rusijos centriniam bankui gali būti pateikti tik tam tikrą kredito reitingą turintys būsto paskolomis padengti vertybiniai popieriai, Būsto paskolų finansavimo agentūra, priklausanti Rusijos vyriausybei, pradėjo siūlyti garantijas privatiems šių vertybinių popierių leidėjams tam, kad pakeltų jų kredito reitingą bei tokiu būdu sudarytų galimybę šiuos vertybinius popierius kaip užstatą pateikti Rusijos centriniam bankui (Ossa, 2009).

Priemonių ėmėsi ir atskiros ES valstybės: Ispanijos vyriausybė rėmė smulkaus ir vidutinio verslo paskolų sekiuritizaciją, Jungtinės Karalystės vyriausybė 2009 m. pradėjo taikyti turtu padengtų vertybinių popierių garantijų schemą (Recent, 2011). Kitos pasaulio šalys taip pat ėmėsi sekiuritizacijos rinkos palaikymo priemonių. Pavyzdžiui Australijoje vyriausybė taip pat padarė intervenciją į vietinę sekiuritizacijos rinką. Čia buvo teikiama parama investuotojams, siekiantiems įsigyti turtu padengtų vertybinių popierių. Valstybės institucijos taip pat pačios rinkoje įsigydavo AAA reitingą turinčių būsto paskolomis padengtų vertybinių popierių (Report, 2011). Iki 2011 m. vidurio šioms programoms įgyvendinti Australijoje buvo išleista 20 mlrd. JAV dolerių.

Minėtos valstybinių institucijų pastangos kiek palengvino situaciją sekiuritizacijos rinkoje, tačiau valstybės institucijos, supirkdamos turtu padengtus vertybinius popierius, išstūmė iš rinkos privačius investuotojus. Be to, jos susidūrė su problema kaip nepažeidžiant rinkos atsigavimo atitraukti taikomas paramos priemones.

Privačių subjektų sprendimai siekiant atgaivinti sekiuritizaciją, be kita ko, apėmė pakartotinės (angl. *re-remics*) sekiuritizacijos schemų naudojimą. Šiose schemose pakartotinai yra sekiuritizuojami prieš tai AAA reitingą turėję, bet dėl krizės jį praradę, turtu padengti vertybiniai popieriai. Tipinėje pakartotinėje sekiuritizacijoje buvusio AAA kredito reitingo turtu padengtų vertybinių popierių segmentas yra padalinamas į naują AAA reitingo bei BBB reitingo segmentą (31 pav.).



31 pav. **Pakartotinės sekiuritizacijos schema**³⁸

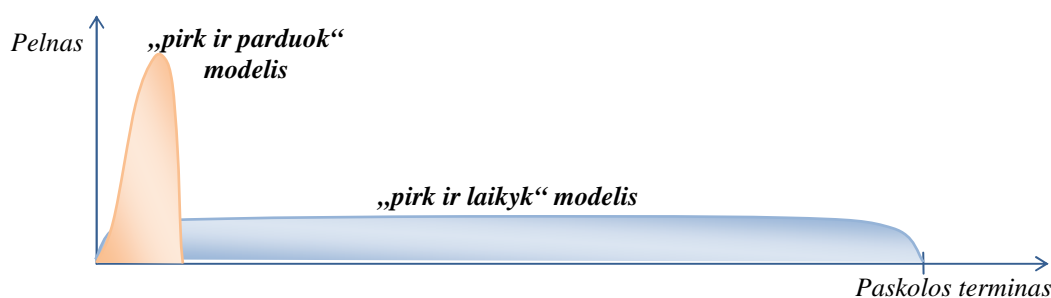
Įvertinus tai, kad didžiosios dalies 2005–2007 m. išleistų turtu padengtų vertybinių popierių kredito reitingas buvo sumažintas, pakartotinės sekiuritizacijos panaudojimas turi didelį potencialą. Tačiau nors pakartotinė sekiuritizacija po kriziniu laikotarpiu atlieka naudingą vaidmenį, ją skatina ne ekonominiai motyvai, bet reitingų ir reguliacinis arbitražas (Re-remic, 2009). Pakartotinė sekiuritizacija remiasi reguliaciniu arbitražu dėl to, kad daug investuotojų nori įsigyti AAA reitingo vertybinius popierius, kuriems taikomi mažesni kapitalo reikalavimai.

Aptarus įvairias sekiuritizacijos mechanizmo atgaivinimo viešas ir privačias iniciatyvas, manytina, kad jos sudarė palankias prielaidas turtu padengtų vertybinių popierių emisijoms atsistatyti. Ypač valstybės institucijų pastangos šioje srityje parodė rinkai, kad ir toliau sekiuritizacija yra reikalinga priemonė kredito ir kapitalo rinkose. Vis tik sekiuritizacija visiškai neatsigaus, kol į rinką negrįš tikrieji ir svarbiausi investuotojai – pensijų ir investiciniai fondai, bankai, draudimo įmonės, turintys pakankamus finansinius išteklius šiai rinkai atstatyti ir palaikyti.

³⁸ Sudaryta autorės, remiantis Global, 2009

3.2. SEKIURITIZACIJOS REGULIAVIMO TOBULINIMO MOTYVAI IR KRYPTYS

Sekiuritizacijos procese dalyvaujančių šalių paskatos, elgesio motyvai ir tolerancija rizikai yra labai skirtingi. Klasikiniu atveju, taikydamos „pirk ir laikyk“ modelį bankas suteikia būsto paskolą gyventojui ir palieka šią paskolą savo balanse iki jos grąžinimo. Bankas gauna pelną iš šio sandorio per visą paskolos terminą – banko pelnas tolygiai pasiskirstęs laike (32 pav.).



32 pav. Banko pelno pasiskirstymas laike „pirk ir parduok“ ir „pirk ir laikyk“ modeliuose³⁹

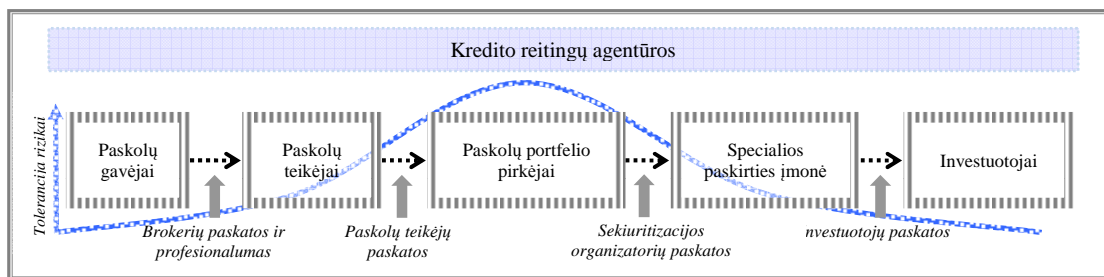
Pritaikęs sekiuritizacijos mechanizmą, bankas naudoja „pirk ir parduok“ modelį, kuris leidžia pasiimti su paskola susijusį pelną pradžioje, kuomet paskola yra parduodama specialios paskirties įmonei. Kartu su paskola bankas parduoda ir su ja susijusią kredito riziką, kuri „pirk ir laikyk“ atveju būtų pasilikusi banke. Turėdamas su paskola susijusią riziką, bankas per visą laikotarpį būtų suinteresuotas šią riziką minimalizuoti, o jai pasireiškus – tinkamai valdyti. Taigi, galimybė pasiimti pelną sandorio pradžioje bankui mažina paskatas rūpintis paskolos kokybe, t. y. tuo, ar paskolos gavėjas yra ir bus finansiškai pajėgus šią paskolą grąžinti, ar įkeičiamo turto vertė pakankama paskolai užtikrinti, ar pateikti visi reikiami dokumentai, ar jie nesuklastoti ir pan. Tai viena pagrindinių priežasčių, iškreipiančių viso sekiuritizacijos proceso dalyvių paskatas imtis ilgalaikių riziką ribojančių

³⁹ Sudaryta autorės

priemonių. Būtent nesuderintos sekiuritizacijos proceso dalyvių paskatos buvo viena iš priežasčių, sukėlusių 2007 m. prasidėjusią finansų krizę.

Krizės metu išryškėjusios minėtos sekiuritizacijos mechanizmo ir visos finansų sistemos spragos privertė ieškoti būdų kaip taisyti pastebėtus sistemos trūkumus. Dėl krizės daug pasaulio valstybių buvo priverstos gelbėti savo finansų sistemas mokesčių mokėtojų pinigais, o vėliau fiskalinėmis priemonėmis palaikyti ekonomikų gyvybingumą. Patirti dideli nuostoliai taip pat davė pagrindo iš esmės permąstyti požiūrį į finansų rinkų reguliavimą. Prieita prie išvados, kad finansų rinkoje laisvos rinkos jėgos neveikia taip, kaip paprastose prekių rinkose, ir šią rinką reikia griežtai reguliuoti, nes jos žlugimas per daug brangiai kainuoja. Todėl Europoje ir JAV buvo imtasi nagrinėti įvairias finansų sistemos reguliavimo galimybes. JAV tuo tikslu 2010 m. buvo priimtas *Dodd–Frank Wall Street* reformos ir vartotojų apsaugos įstatymas, kurį sudaro daugiau nei 800 puslapių (Dodd–Frank, 2010). ES su krize yra apie 30 susijusių iniciatyvų, kurios jau įgyvendintos arba dar numatomos įgyvendinti ateityje (Regulating, 2010). Bendrai reguliavimu siekiama dviejų pagrindinių tikslų – sukurti tokį reguliavimą, kad net ir krizės atveju finansų sistemos žlugimo kaštai netektų mokesčių mokėtojams ir patobulinti sistemą taip, kad ateityje sumažėtų panašių krizių grėsmė. Siekiant pirmojo tikslo yra kuriamos procedūros, kurios būtų taikomos bankams, susidūrusiems su finansiniais sunkumais. Šiomis procedūromis būtų siekiama atkurti banko finansinį patikimumą, o jeigu tai neįmanoma – nutraukti banko veiklą, tuo pačiu nesutrikdant visos finansų sistemos veiklos. Siekiant kito reguliavimo tikslo, tai yra panašių krizių vengimo ateityje, daug dėmesio yra skiriama didinti bankų kapitalo kiekį ir kokybę, mažinti veiklos rizikingumą.

Didelė dalis krizės reguliavimo yra skirta sekiuritizacijos mechanizmo trūkumams pašalinti. Reguliavimu siekiama keisti sekiuritizacijos proceso dalyvių paskatas bei jų veiklą padaryti patikimesnę ir stabilesnę. 33 paveiksle pateikiami esminiai reguliavimo objektai – pagrindiniai sekiuritizacijos proceso dalyviai ir jų paskatos.



33 pav. Paskolų sekiuritizacijos procesas ir jo dalyviai⁴⁰

Pagrindiniai sekiuritizacijos proceso dalyviai yra paskolų gavėjai, paskolų brokeriai, paskolų teikėjai, paskolų portfelio pirkėjai, arba sekiuritizacijos iniciatoriai, sekiuritizacijai atlikti įsteigta specialios paskirties įmonė, kredito reitingų agentūros, suteikiančios reitingą išleidžiamiems vertybiniais popieriams bei investuotojai į turtu padengtus vertybinius popierius. Taip pat šiame procese svarbi rinkos infrastruktūra, tai yra birža ar kita vieta, kurioje parduodamos su sekiuritizacija susijusios finansinės priemonės. Visą procesą ir su juo susijusias rizikas turėtų prižiūrėti bei, esant reikalui, imtis reikiamų priemonių finansų rinkos priežiūros institucijos.

Pastebima, kad pastaruoju metu yra daug reguliavimo iniciatyvų, susijusių su sekiuritizacija ir finansų sistema. Tokia situacija nėra nauja, nes tam tikrai finansinei inovacijai išplitus ir sukėlus rinkos funkcionavimo sunkumų, siekiama šią veiklą uždrausti arba sureguliuoti. Naujas reguliavimas skatina finansų rinkos dalyvius ieškoti naujų galimybių arba reguliavimo spragų. Inovacijos-krizės-reguliavimo ratas yra nuolatinis procesas, ir ne tik finansų rinkose, bet ir kituose ekonomikos sektoriuose. Sekiuritizacija kaip finansinė inovacija nuo pat jos naudojimo pradžios 1970 m. sukūrė pridėtinę vertę finansų rinkoms ir visai ekonomikai. Ši technika leido perskirstyti riziką, o tai pavertė finansų sistemą lankstesne ir labiau atsparesne šokams. Taip pat sekiuritizacija sudarė galimybę papildomus kredito išteklius nukreipti ten, kur jie būtų panaudojami efektyviau. Todėl sekiuritizacija buvo ir bus naudinga bei reikalinga priemonė. Svarbu, kad kuriamas naujas reguliavimas ne atgrasytų

⁴⁰ Sudaryta autorės, remiantis Čipkutė, 2009

finansų rinkas naudotis sekiuritizacija, bet tik pašalintų pastebėtus sistemos trūkumus.

Tolesniuose šio disertacijos skyriaus poskyriuose analizuojami pagrindiniai sekiuritizacijos proceso dalyviai ir jų vaidmens keitimo kryptys siekiant tobulinti sekiuritizacijos mechanizmo veikimą.

3.3. BŪSTO PASKOLŲ GAVĖJŲ IR PASKOLŲ BROKERIŲ REGULIAVIMAS

Neretai turtu padengti vertybiniai popieriai yra išleidžiami juos užtikrinus paskolomis, dažniausiai būsto. Būsto paskolų gavėjų vaidmuo buvo ypač didelis 2007 m. prasidėjus finansų krizei. Ir, nors formaliai būsto paskolų gavėjai nėra sekiuritizacijos proceso šalis, tačiau jų paskatos ir jiems suteiktų paskolų kokybė nulemia sekiuritizacijos produkto – turtu padengtų vertybinių popierių – kokybę ir patikimumą, tad jų paskatos ir požiūris į riziką yra svarbus visam procesui. Suteikiant būsto paskolas, ypač JAV, svarbų vaidmenį vaidina ir paskolų brokeriai, pateikiantys pasiūlymą gyventojams dėl konkrečių paskolų sąlygų ir priimančys sprendimą dėl paskolos suteikimo. Prieš prasidedant finansų krizei, būsto paskolos JAV buvo suteikiamos žmonėms, neturintiems pakankamų pajamų ir kitų paskolos grąžinimą užtikrinančių sąlygų. Tokia praktika prieštaravo riziką ribojančiai paskolas teikiančių institucijų veiklai ir vartotojų teisių apsaugos principams. Dėl tokių būsto paskolų suteikimo nukentėjo ne tik suteiktas paskolas balansuose turinčios institucijos, jomis užtikrintus vertybinius popierius įsigiję investuotojai, bet ir žmonės, pasiėmę šias paskolas, kadangi, nesugebėdami grąžinti paskolos, jie patyrė finansinių sunkumų, o dažnai ir likdavo be būsto. Jeigu paskola atitiktų gyventojų finansines galimybes, netekti gyvenamosios vietos nereikėtų. Taigi, žmonės iš esmės nėra linkę prisiimti įsipareigojimų, kurių nesugebės įvykdyti, tai yra jų tolerancija rizikai imant būsto paskolas yra maža. Tokį paskolų brokerių elgesį prieš finansų krizę skatino neteisingos paskatos ir

neprofesionalumas. Kadangi suteiktos paskolos nedelsiant buvo perparduodamos kitoms institucijoms, paskolų brokerių tolerancija rizikai buvo labai didelė, nes jų veikla buvo vertinama pagal suteiktų paskolų apimtį, bet ne pagal šių paskolų kokybę (Riddiough, 2011).

Taigi, prasti paskolų teikimo standartai ir vartotojų apsaugos spragos prieš krizę nulėmė tai, kad daug gyventojų pasiėmė būsto kreditus, nors jų finansinė padėtis to neleido daryti. Siekiant spręsti vartotojų apsaugos klausimus ir užtikrinti aukštus paskolų teikimo standartus, 2008 m. JAV numatytas privalomas paskolų brokerių licencijavimas ir priežiūra. Paskolų brokerių veiklos paskatas siekiama subalansuoti numačius, kad paskolų brokerių užmokestis gali priklausyti tik nuo paskolos dydžio ir negali priklausyti nuo jokių kitų paskolos sąlygų tam, kad neskatintų paskolų brokerių siūlyti paskolų jų neišgalintiems gyventojams. Norint apsaugoti vartotojus, JAV numatyti būsto paskolos suteikimo standartai, kuriais reglamentuojama pareiga surinkti visus reikiamus dokumentus apie paskolos gavėją ir patikrinti jo mokumą prieš išduodant paskolą. Taip pat JAV uždraustos tam tikros neigiamos praktikos, kaip antai paskolos suteikimas su periodinėmis įmokomis, kurios nepadengia net palūkanų mokėjimų, ir dėl to didėja bendra gyventojų pasiimta paskola (neigiamos amortizacijos paskola).

Europoje paskolų suteikimo standartai nebuvo tokie prasti kaip JAV, todėl poreikio iš esmės keisti paskolų suteikimą nebuvo. Be to, Europoje paskolas be paskolų brokerių ir kitų finansinių tarpininkų pagalbos dažniau suteikia patys bankai. Bankų darbuotojų kvalifikacija, profesionalumas ir atsakomybė paprastai yra didesni, nei pavienių paskolų brokerių. Vis tik 2011 m. kovo mėn. ES institucijos pradėjo svarstyti direktyvą, kuri skirta užtikrinti didesnę būsto paskolų gavėjų apsaugą (Proposal, 2011). Šiuo reguliavimu, kaip ir JAV, numatoma, kad visi būsto kreditų davėjai ir paskolų brokeriai ES turi būti licencijuojami ir prižiūrimi. Numatomi minimalūs profesionalumo ir kompetencijos reikalavimai būsto paskolų teikėjams, taip pat numatoma pareiga prieš sudarant būsto kredito sutartį vartotojui pateikti visą reikiamą informaciją, tarp jų ir apie palūkanas bei visus kitus galimus mokėjimus.

Kredito davėjai bus atsakingi už tinkamų paaiškinimų vartotojams davimą. Be to, būsto kreditų davėjai privalo vertinti vartotojo mokumą remiantis patikima informacija. Jeigu vartotojo mokumas kelia abejonių, tokiu atveju būsto kreditas negali būti išduodamas.

Lyginant JAV ir ES kuriamas būsto kreditorių gavėjų apsaugos taisyklės, JAV taisyklės yra griežtesnės, apimančios ir draudimus taikyti tam tikras blogas praktikas, bet taip pat labiau saugančios vartotoją. ES direktyva nustatomi bendresni būsto paskolų teikėjų elgesio principai, kurie turėtų būti taikomi visoje Europoje. Vis tik nei vienoje Atlanto pusėje kuriamas reguliavimas nėra radikalus, galintis pakeisti būsto kreditavimo rinkos praktiką iš esmės. Taip pat reguliavimas neapima tokių svarbių rodiklių kaip paskolos ir įkeičiamo turto santykio nustatymas, maksimalaus gyventojų pajamų ir periodinės įmokos santykio reguliavimas. Šie rodikliai pripažįstami vienas svarbiausių siekiant apsaugoti tiek paskolos gavėją, tiek paskolos davėją nuo finansinių sunkumų kilus krizei.

3.4. SEKIURITIZACIJOS INICIATORIŲ IR SPECIALIOS PASKIRTIES ĮMONIŲ REGULIAVIMAS

Suteiktos paskolos yra perparduodamos kitiems subjektams pritaikant „pirk ir parduok“ modelį. Suteiktos paskolos nebelieka jas suteikusių institucijų balansuose, taip pat nelieka su šiomis paskolomis susijusios rizikos. Rizikos perdavimas nulemia tai, kad paskolų teikėjų perspektyva tampa trumpalaikė. Be to, paskolas išdavusios institucijos paskolų portfelio pirkėjams yra suinteresuotos pateikti kuo palankesnę informaciją apie paskolų kokybę. Kita vertus, paskolų teikėjų racionalus siekis yra parduoti savo turimą kuo prastesnės kokybės turtą, siekiant atsikratyti nepageidaujamos rizikos. Paskolų portfelio pirkėjų, arba sekiuritizacijos organizatorių, kurie paskolų portfelį įsigyja tam, kad atliktų sekiuritizaciją, paskatos panašios į paskolų teikėjų paskatas. Jiems taip pat nėra aktuali ilgalaikė paskolų kokybė, jie neatsako

paskolų gavėjams dėl jiems suteiktų paskolų bei kartu su paskolomis specialios paskirties įmonei parduoda su paskolomis susijusią kredito riziką (Riddiough, 2011). Tad jų tolerancija rizikai yra labai didelė, nes kuo rizikingesnės paskolos, tuo didesnes grąžos galimybes jos suteikia sekiuritizacijos organizatoriui. Siekiant eliminuoti šiuos finansų krizės metu išryškėjusius paskolų teikėjų ir sekiuritizacijos organizatorių paskatų iškraipymus, pastarųjų veiklą siekiama reguliuoti taip, kad jų pelnas iš sekiuritizacijos proceso priklausytų nuo ilgalaikės sekiuritizuojamų paskolų kokybės, kaip tai yra taikant tradicinį „pirk ir laikyk“ modelį.

3.4.1. BANKAMS TAIKOMI KAPITALO REIKALAVIMAI

Dažniausiai sekiuritizacijos procesą organizuoja bankai – finansų institucijos, turinčios kredito įstaigos licenciją. Kredito įstaigos yra griežtai reguliuojamos ir prižiūrimos. Kredito įstaigų reguliavimu dažniausiai siekiama riboti veiklos riziką, mažinti galimą sistemine riziką, apsaugoti konfidencialią informaciją apie klientus, vykdyti pinigų plovimo, teroristų finansavimo prevenciją (Galinienė ir kt., 2011). Siekiant minėtų tikslų, bankams yra nustatomi reikalavimai, tokie kaip kapitalo pakankamumo, likvidumo ir kiti. Vienas svarbiausių bankų reguliavimo priemonių yra kapitalo pakankamumo reikalavimai. Šie reikalavimai – tai taisyklės, pagal kurias, atsižvelgdami į turimą turtą bei jo rizikingumą, bankai turi skaičiuoti savo kapitalo poreikį. Pagal šias taisykles banko kapitalo ir turto, įvertinto pagal riziką, santykis turi būti ne mažesnis kaip 8% (Kredito, 2012).

Tarptautiniu lygiu rekomendacijas kapitalo pakankamumo reikalavimams nustato Tarptautinio atsiskaitymų banko 1975 m. įsteigtas Bankų priežiūros Bazelio komitetas (angl. *Basel Committee on Banking Supervision*). Bankų kapitalo reikalavimų nustatymas tarptautiniu lygiu buvo atsakas į vis globalesnę finansų rinką ir siekį apriboti galimybes finansų rinkos dalyviams ieškoti lengvesnių reguliavimo požiūriu jurisdikcijų (Balin, 2008). Bazelio komitetas pirmąjį Bazelio susitarimą (toliau – *Bazelis I*) dėl bankų priežiūros

patvirtino 1988 m., antrasis Bazelio susitarimas (toliau – *Bazelis II*) buvo parengtas 2006 m., o trečiasis Bazelio susitarimas (toliau – *Bazelis III*) – 2011 m. (Basel, 2012).

Bazelio I reikalavimuose didžiausias dėmesys buvo skiriamas kredito rizikai. Visas banko turtas buvo suklasifikuotas ir suskirstytas į penkias grupes kiekvienai iš jų priskiriant rizikos svorį nuo 0% (pavyzdžiui gryniesiems pinigams, paskoloms valstybei) iki 100% (pavyzdžiui, paskoloms verslui) priklausomai nuo turto rizikingumo. *Bazelio I* susitarimą iki 1992 m. buvo įgyvendinusios dauguma išsivysčiusių pasaulio valstybių ir daug besivystančių šalių.

Bazelio II susitarime bankams reikalavimai kapitalui jau nustatomi remiantis ne tik kredito rizika, bet ir operacine bei rinkos rizika. Kredito riziką bankui leidžiama skaičiuoti keliais metodais: standartiniu, besiremiančiu pripažintų kredito reitingų agentūrų suteikiamais kredito reitingais, ir vidiniais reitingais pagrįstais metodais, kuriais remdamasis, pats bankas sukuria savo vidinę kredito reitingų suteikimo sistemą. *Bazelio II* kredito rizikos vertinimas yra daug sudėtingesnis, tačiau labiau atspindintis kiekvieno turto rūšies rizikingumą ir taip skatinantis bankus efektyviau šią riziką valdyti. *Bazelio II* susitarimą valstybės Bazelio komiteto narės sutarė įgyvendinti iki 2008 m. pabaigos, kitos šalys to siekia iki 2015 m. Po šios datos *Bazelio II* susitarimą turėtų būti įgyvendinusios 77% pasaulio BVP atstovaujančių valstybių (Balín, 2008). ES bankai *Bazelį II* pradėjo taikyti nuo 2008 m. įgyvendinus 2006 m. birželio 6 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvas 2006/48/EB (OL 2006 L 177, p. 1) ir 2006/49/EB (OL 2006 L 177, p. 201) (toliau kartu vadinamos Kapitalo pakankamumo direktyva), į kurias yra perkelti *Bazelio II* principai. Tuo tarpu JAV dar ir 2011 m. nebuvo įgyvendinusi *Bazelis II*.

Bazelio III reikalavimais, atsižvelgus į finansų krizės metu išryškėjusius reguliavimo trūkumus, siekiama patobulinti bankams taikomus kapitalo ir kitus reikalavimus. *Bazelio III* susitarime numatyta, kad bankai privalo turėti daugiau ir geresnės kokybės kapitalo, numatomas kaupimas kapitalo atsargos, kuri krizės metu, esant reikalui, galėtų būti panaudota, taip pat nustatomas

kaupimas prociklinės atsargos, kuri turėtų didėti ekonomikos pakilimo metu bei mažėti nuosmukio metu. Be to, *Bazelis III* numato aukštesnius reikalavimus likvidumui, didesnius reikalavimus kapitalui, jeigu sandoriai dėl išvestinių finansinių priemonių sudaromi ne biržoje ir kt. Naujuosius *Bazelio III* reikalavimų įvairius etapus sutarta tarptautiniu lygiu pradėti įgyvendinti pradedant 2013 m., o užbaigti – 2019 m. (Basel III, 2011).

Bazelio I nustatyti kapitalo reikalavimai turėjo didelės įtakos sekiuritizacijos plėtrai bei bankų intencijoms naudoti šį mechanizmą siekiant sumažinti taikomus kapitalo reikalavimus, tai yra atlikti reguliacinio kapitalo arbitražą. Reguliacinio kapitalo arbitražą bankai atliko tada, kai matė, kad yra skirtumas tarp tam tikro turto realios rizikos ir rizikos, kuri šiam turtui priskirta pagal bankui taikomus kapitalo reikalavimus. Pavyzdžiui, bankas, veikiantis pagal *Bazelis I* reikalavimus, turi atidėti 8% verslo paskolos dydžio kapitalo jos rizikai padengti. Bet jei šios paskolos rizika iš tikrųjų mažesnė, tuomet bankui apsimokėjo sekiuritizuoti šią paskolą ją išimant iš savo balanso, nes jos rizikai padengti reikalaujama per daug kapitalo. O jeigu paskolos rizika yra iš tikrųjų didesnė, nei jos rizikai padengti reikalaujama kapitalo, bankui apsimokėjo tokią paskolą laikyti savo balanse (Dionne ir kt., 2003). Taigi, reguliacinio kapitalo arbitražas skatino bankus geresnės kokybės (mažesnės rizikos) turtą sekiuritizuoti, o prastesnės kokybės turtą pasilikti savo balanse. Tokį bankų elgesį patvirtina ir empiriniai tyrimai, įrodantys, kad sekiuritizuojamos buvo paprastai prastesnės kokybės paskolos (Downing ir kt., 2009). Dėl šių veiksmų reikalaujamas turėti banko kapitalo dydis sumažėdavo, tačiau banko turima rizika ir patikimumas nepasikeisdavo arba pasikeisdavo mažiau nei kapitalo reikalavimai.

Pagrindinis įrankis pagal *Bazelį I* bankuose naudotas reguliacinio kapitalo arbitražui atlikti buvo tikroji sekiuritizacija, kai sekiuritizuojamas turtas išimtas iš banko balanso jį pardavus specialios paskirties įmonei. Jeigu bankas pardavė sekiuritizuojamą turtą kartu su jo rizika specialios paskirties įmonei, kuri teisiškai ir finansiškai yra atskirta nuo banko, bankui buvo leidžiama visiškai atimti šį turtą iš savo turto, nebeskaičiuojant nuo jo kapitalo reikalavimų.

Tačiau kartais bankas, nors ir parduodavo turtą specialios paskirties įmonei, tam tikrą parduotą turtą kontroliuodavo ir prižiūrėdavo bei gaudavo už tai užmokestį. Be to, kartais bankai turėdavo neformalius arba nesutartinius įsipareigojimus, kad, susidarius tam tikrai situacijai, jie suteiks finansinę pagalbą specialios paskirties įmonei (Report, 2011). Tokiu atveju, kai turto atskyrimas nuo banko nėra visiškai tikras, skaičiuojant kapitalo reikalavimus, šis turtas buvo pridedamas prie banko turto, tai yra, toks mechanizmas nemažindavo reikalavimų banko kapitalui.

Tam, kad bankuose neplistų praktika parduoti savo suteiktas paskolas kartu jų pirkėjui suteikiant garantiją, *Bazelio I* reikalavimuose buvo numatyta, kad jeigu bankas suteikia finansinę garantiją turtui, kuris prieš tai buvo jo nuosavybė, norėdamas padengti šios garantijos riziką, bankas turėjo atidėti garantijos vertės kapitalo kiekį. Taigi, šiuo atveju kapitalo reikalavimas buvo ne 8%, bet 100%. Tačiau tuo atveju, jeigu bankas suteikdavo finansinę garantiją turtui, kurio prieš tai šis bankas neturėjo, tokiai garantijai bankas turėjo atidėti tiek kapitalo, kiek reikėtų atidėti garantuojamiems įsipareigojimams, jeigu jie būtų banko balanse, tai yra buvo taikomas 8% kapitalo reikalavimas. Reguliacinio kapitalo arbitražo atlikimas pasinaudojant sekiuritizacija buvo atliekamas išnaudojant finansines garantijas ir jų skirtingą traktavimą pagal *Bazelį I*. Bankų kapitalo reikalavimų reguliavimas pagal *Bazelį I* sudarė bankams galimybes naudotis trim reguliacinio kapitalo arbitražo metodais: „vyšnių išrinkimo“, *nuotolinio turto kūrimo* ir *netiesioginio kredito sustiprinimo* (angl. *credit enhancement*).

Taikant „vyšnių išrinkimo“ metodą, bankai išrinkdavo aukščiausios kokybės paskolas iš savo balanso ir šias paskolas parduodavo neišlaikydami ryšio su jų pirkėju ir jam nesuteikdami jokių garantijų. Prastesnės kokybės paskolos likdavo banko balanse. Tai buvo įmanoma todėl, kad *Bazelis I* numatė vienodą kapitalo reikalavimą visiems turto vienetams vienos klasės viduje, tai yra nebuvo toks jautrus skirtingų turto vienetų rizikai. „Vyšnių rinkimo“ panaudojimą sekiuritizacijoje pagal *Bazelį I* pagrindžia ir empiriniai tyrimai, konstatuojantys, kad bankai linkę sekiuritizuoti tas paskolas, apie

kurių gavėjus turi daugiau neigiamos informacijos (Berndt ir kt., 2009; Calem ir kt., 2010).

Vėliau bankai pradėjo taikyti sudėtingesnę „vyšnių išrinkimo“ metodą: parduodavo paskolų portfelį specialios paskirties įmonei, kuri išleisdavo turtu padengtus vertybinius popierius su segmentavimu, tai yra CDO. Bankas specialios paskirties įmonei suteikdavo finansinę garantiją, bet tik pirmojo nuostolio segmento galimų nuostolių padengimui. Kaip jau minėta, garantija, suteikiama pirmiau banko nuosavybėje buvusiam sekiuritizuotam turtui, reikalauja atidėti 100% garantijos dydžio kapitalo. Jeigu pirmo nuostolio segmentas yra mažesnis nei 8% viso sekiuritizuoto portfelio, tuomet bankui sumažėja taikomi kapitalo reikalavimai, lyginant su tuo, jeigu sekiuritizuotas turtas būtų pasilikęs banko balanse. Sekiuritizacijos proceso metu išleidžiamų turtu padengtų vertybinių popierių segmentavimas veikia „krioklio“ principu, tai yra žemiausias segmentas pirmiausiai patiria visus nuostolius – šiame segmente sukonzentruojama bene visa sekiuritizuojamo portfelio rizika. Suteikdamas pirmo nuostolio segmentui finansinę garantiją, bankas iš esmės visą su parduotu portfelium susijusią riziką susigrąžina sau (International, 2006). Taigi, pagal *Bazelį I* sekiuritizacija leido bankams susimąžinti kapitalo reikalavimus tuo pat metu iš esmės nesumažinant savo turimos rizikos.

Kurdami nuotolinį turtą, bankai stengėsi pasinaudoti finansinės garantijos traktavimu pagal *Bazelio I* reikalavimus. Turtui, prieš tai nebuvusiam banko nuosavybėje, suteikta garantija, kuriai buvo taikomas tik 8% kapitalo reikalavimas. Paprastai specialios paskirties įmonės buvo steigiamos tam, kad ne tik dalyvautų sekiuritizacijoje, bet ir formaliai būtų paskolų teikėjos. Vėliau garantiją suteikęs bankas nebuvo laikomas pirminiu sekiuritizuojamo turto savininku. Nuotolio turto kūrimas ypač paplito kartu su sekiuritizacija. Pavyzdžiui, JAV dalis paskolų teikėjų, kurie patys suteikė bent 75% savo balanse esančių paskolų, sekiuritizacijai paplitus, sumažėjo nuo 20% iki 4% (Frankel ir kt., 2011).

Naudojantis netiesioginiu kredito sustiprinimo metodu bankai finansinę garantiją, suteikiamą specialios paskirties įmonei, struktūrizuodavo taip, kad ši

priemonė nebūtų laikoma finansine garantija, bet priklausytų vadinamajai pilkajai turto klasei, kurioje esantiems priskiriamas 0% rizikos svoris, nebent konkrečios šalies priežiūros institucijos nuspręstų kitaip (International, 2006). Dažniausiai kaip netiesioginis kredito sustiprinimas buvo naudojamosi trumpalaikėmis kredito linijomis, tuomet bankai formaliai nebuvo įsipareigoję suteikti kredito specialios paskirties įmonei, jeigu jos (t. y. jos turimo turto) finansinė padėtis pablogėtų. Tokios ir panašios kredito sustiprinimo priemonės atrodė daugiau kaip likvidumo sustiprinimo priemonės, tačiau realybėje buvo kredito sustiprinimo priemonės. Kredito linijos paprastai neturėjo būti panaudotos, kuomet finansinė situacija ir specialios paskirties įmonės sekuritizeduotą turto kokybę neprastėja. Dėl išleidžiamų turtu padengtų vertybinių popierių padengimo turtu daugiau nei 100% ir kitų priemonių bankų suteiktos kredito linijos nebuvo naudojamos net ir finansinei situacijai kiek suprastėjus. Bet jeigu specialios paskirties įmonė būtų susidūrusi su finansiniais sunkumais, kredito liniją suteikęs bankas būtų morališkai įsipareigojęs jai suteikti savanorišką finansinę pagalbą, nes visi finansų rinkos dalyviai ir investuotojai supranta, kad tokia specialios paskirties įmonė sukurta būtent to banko. Prasidėjus 2007 m. finansų krizei, taip ir atsitiko: turtu padengtų vertybinių popierių investuotojams pradėjus patirti didelius nuostolius, bankai, saugodami savo reputaciją, dažniausiai pasiėmė specialios paskirties įmonėms parduotus paskolų portfelius atgal į savo balansus. Taip padarę, bankai iš karto turėjo atidėti didelį kapitalą tokių paskolų rizikai padengti. Ši situacija parodė, jog, nepaisant to, kad *de jure* paskolų portfelis yra atskirtas nuo banko jį perdavus specialios paskirties įmonei, tačiau *de facto* bankai buvo atsakingi už šio turto kokybę, vadinasi, turėjo skaičiuoti kapitalo reikalavimus nuo šio turto.

Aptartos *Bazelio I* reguliavimo spragos, norint išimti savo turtą iš balanso, skatino bankus naudotis specialios paskirties įmonėmis. Taikant *Bazelį I*, tai yra maždaug nuo 1992 m. iki 2008 m. (nors JAV ir daug pasaulio valstybių net ir 2011 m. nebuvo visiškai perėjusios prie *Bazelio II*), bankai sekuritizeduotą reguliacinio kapitalo arbitražo tikslais pradėjo naudoti vis

labiau. Tuo tarpu riziką prisiimdavo bankai. Mažesni kapitalo reikalavimai reiškė, kad bankams reikia mažiau turėti nuosavo kapitalo, kuris, lyginant su skolintu kapitalu, yra brangesnis. Vis tik reikia pastebėti, kad naudojimas sekiuritizacija vien tik reguliacinio kapitalo arbitražo tikslais pasaulyje buvo paplitęs nevienodai. Tyrimai rodo, kad, pavyzdžiui, Europoje po kapitalo reikalavimų pakeitimų naudojimosi sekiuritizacija apimtys nesumažėjo, o tai reiškia, kad kiti sekiuritizacijos privalumai yra svarbesni už reguliacinį kapitalo arbitražą (Banner ir kt., 2008).

Kuomet investuotojų apetitas rizikai išaugo, ypač prieš 2007 m. prasidėjusią finansų krizę, bankai, naudodamiesi „vyšnių išrinkimo“ metodu, investuotojams per sekiuritizaciją parduodavo vis rizikingesnę turtą, sau pasilikdami dar rizikingesnę, nors ir turėdami mažiau kapitalo savo rizikoms padengti. Taigi, tikrasis bankų rizikos lygis ir jų ryšiai su specialios paskirties įmonėmis ir joms parduotu turtu buvo sunkiai suprantami. Be to, dėl masto ekonomijos daugiausiai sekiuritizacijos schemų organizuodavo didieji pasaulio bankai, kurių sisteminė rizika yra didžiausia.

Įvertinus minėtus *Bazelio I* trūkumus, šis susitarimas buvo pakeistas naujuoju *Bazeliu II*. Pagal *Bazelio II* reikalavus visas banko turtas buvo suskirstytas į kur kas daugiau rizikos kategorijų, įvairios bankų naudotos sudėtingos priemonės buvo priskirtos tam tikroms jų rizikingumą atitinkančioms turto kategorijoms. Be to, dėl *Bazelio II* taikomos išorinių ar vidinių reitingų sistemos kiekvienas turto vienetas turėjo patekti į tinkamiausią rizikos kategoriją. Visa tai bankui taikomus kapitalo reikalavimus turėjo sugretinti su ekonominiais kapitalo reikalavimais, t. y. tais, kurie iš tikrųjų reikalingi banko rizikoms padengti. Reitingų sistemos įvedimas turto vienetais klasifikuoti buvo tiesiogiai skirtas eliminuoti sekiuritizacijoje naudojamą „vyšnių išrinkimo“ metodą. Tai reiškė, kad pagal *Bazelio II* kapitalo reikalavimus skaičiuojantys bankai, specialios paskirties įmonei parduodami geresnės kokybės paskolas, kurioms ir taip taikomas mažesnis kapitalo reikalavimas, susimažins savo kapitalo reikalavimus. Taip pat *Bazelyje II* buvo panaikinti skirtumai tarp skirtingų kredito sustiprinimo

metodų, įskaitant finansines garantijas. Be to, numatytas rizikos svoris, siekiantis net iki 350%, tam tikriems kredito sustiprinimo metodams (International, 2006). *Bazelyje II* kapitalo reikalavimų tikslais tikroji, arba nebalansinė, sekiuritizacija buvo sulyginta su balansine sekiuritizacija. Šie pakeitimai buvo tiesiogiai nukreipti į galimybę panaikinti, naudojantis sekiuritizacija, taikyti reguliacinio kapitalo arbitražą.

3.4.2. BANKŲ KAPITALO REIKALAVIMŲ PAKEITIMAI FINANSŲ KRIZĖS KONTEKSTE

Po *Bazelio I* įsitvirtinusi naujoji *Bazelio II* sistema buvo patvirtinta ir numatyta įgyvendinti prieš pat finansų krizės kilimą. Krizė atskleidė ir kitas pasaulio finansų sistemos silpnąsias puses, kurios aktualios ir *Bazeliiui II*. Visų pirma, per daug pasikliaujama kredito reitingų agentūrų suteikiamais kredito reitingais. Sekiuritizacijos vertinimas pagal *Bazelį II* iš esmės visiškai priklauso nuo išorinių kredito reitingų, o kaip paaiškėjo, krizės metu kredito reitingų agentūros padarė didelių klaidų reitinguodamos sekiuritizacijos priemonės. Kita *Bazelio II* problema, susijusi su sekiuritizacija, buvo resekiuritizacijos (kuomet išleidžiami antrojo ar trečiojo laipsnio CDO) traktavimas kapitalo reguliavimo tikslais. Krizė parodė, kad resekiuritizacijos pozicijos yra labai rizikingos, nors joms reikalaujamas atidėti kapitalas pagal *Bazelį II* nebuvo didesnis nei pirmojo laipsnio sekiuritizacijos. Taip pat iškilo poreikis daugiau informacijos apie sekiuritizaciją pateikti visuomenei ir investuotojams bei užtikrinti, kad tiek sekiuritizacijos iniciatoriai, tiek investuotojai patys atsakingiau vertintų riziką, galinčią kilti iš sekiuritizacijos sandorių (Basel III, 2011).

Siekiant neatidėliotinai taisyti minėtus sekiuritizacijos mechanizmo trūkumus, Dvidešimties finansų ministrų ir Centrinų bankų valdytojų grupei (toliau – G20) šalys, atstovaujančios 85% pasaulio BVP, 2009 m. balandžio 2 d. priėmė deklaraciją dėl finansinės sistemos stiprinimo, kurioje paprašė Bazelio komiteto išnagrinėti galimybę sekiuritizuojant taikyti išlaikymo

reikalavimą (angl. *retention rule*) ir sustiprinti rizikos vertinimo reikalavimus (Washington, 2010). Tuo tikslu Bazelio komitetas patvirtino keletą *Bazelio II* sistemos pakeitimų, daugiausiai susijusių su sekiuritizacija. Naujoji sistema dar kartais vadinama *Bazelis 2.5*. Įgyvendinant *Bazelis 2.5*, ES buvo padarytos dvi Kapitalo pakankamumo direktyvos pataisos: 2009 m. rugsėjo 16 d. priimta direktyva 2009/111/EB (OL 2009 L 302, p. 97) ir 2010 m. lapkričio 24 d. priimta direktyva 2010/76/EB (OL 2010 L 329, p. 3). Pirmojoje direktyvoje esminis pakeitimas buvo išlaikymo reikalavimo pritaikymas sekiuritizacijai. Išlaikymo reikalavimas – tai reikalavimas bankui, inicijuojančiam sekiuritizaciją, pasilikti bent dalį išleidžiamų turtu padengtų vertybinių popierių sau, tai yra, pasilikti bent dalį su sekiuritizuojamu portfeliumi susijusios rizikos. Šios taisyklės tikslas yra suvienodinti banko ir investuotojų paskatas sekiuritizacijai naudojamo portfelio kokybe. Išlaikydamas nors dalį turtu padengtų vertybinių popierių sau, iniciatorius tokiu būdu teigiamai indikuoja apie padengiančio turto kokybę (De Marzo, 2005). Direktyvoje numatyta, kad bankas turi sau pasilikti bent 5% sekiuritizuojamo portfelio. Taip pat direktyvoje 2009/111/EB numatyta, kad bankai privalo nuodugniai išnagrinėti sekiuritizuojamo portfelio kokybę ir ją, nuolat iki pat vertybinių popierių išpirkimo termino, stebėti. Šiuo reikalavimu siekiama sumažinti pasiklovimą vien tik kredito reitingų agentūrų suteikiamais kredito reitingais. Be to, numatyta, kad bankai privalo viešai atskleisti, kokią dalį sekiuritizuojamo portfelio rizikos jie pasilieka sau, bei suteikti visą informaciją investuotojams, kad ir pastarieji galėtų atlikti savo rizikos vertinimą, nesiremdami vien tik turtu padengtiems vertybiniais popieriais suteiktu kredito reitingu. Direktyvos 2009/111/EB nuostatos bankams ES taikomos nuo 2011 m. pradžios. Tuo tarpu JAV analogiškos taisyklės dėl sekiuritizacijos buvo numatytos 2010 m. liepos 21 d. priimtame Dodd–Frank Wall Street reformos ir vartotojų apsaugos įstatyme (Dodd–Frank, 2010). Tačiau 2011 m. liepos mėn. šios taisyklės JAV dar nebuvo pradėtos taikyti baiminantis, kad išlaikymo reikalavimo pritaikymas sumažins galimybę įsigyti būstus JAV gyventojams (Clarke, 2011). Kitoje ES direktyvoje 2010/76/EB buvo padidinti kapitalo reikalavimai

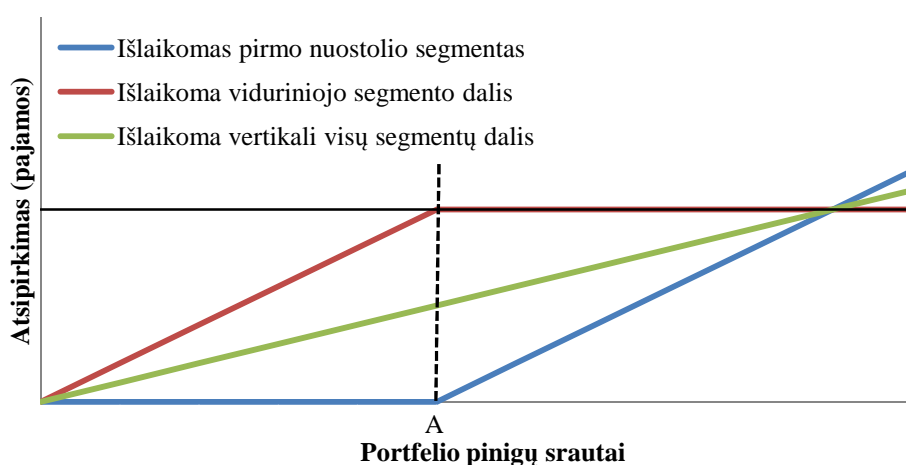
resekjuritizacijai, nes ji, kaip parodė krizė, gali būti labai rizikinga. Kartu dar padidinti reikalavimai dėl sekjuritizacijos pozicijų atskleidimo investuotojams. Šią direktyvą bankai Europoje taiko nuo 2012 m.

Manoma, kad *Bazelis 2.5* iš esmės turėtų išspręsti krizės metu pastebėtus sekjuritizacijos mechanizmo trūkumus. Todėl vienas pagrindinių tikslų yra šią sistemą įgyvendinti laiku ir visuose pagrindiniuose pasaulio finansų centruose tuo pačiu metu. Iš pradžių *Bazelis 2.5* sistemos įgyvendinimas pasaulyje buvo numatytas nuo 2011 m. sausio 1 d., tačiau, JAV nespėjant to padaryti, tai atidėta iki 2012 m. pradžios. Kadangi *Bazelio III* susitarimas buvo rengiamas praktiškai tuo pačiu metu (*Bazelio* komitetas *Bazelio III* susitarimo pirmąją versiją paskelbė 2010 m. pabaigoje), jame nuostatų, susijusių specifiskai su sekjuritizacija, iš esmės nėra.

Sekjuritizacijos traktavimo bankų kapitalo reikalavimuose bene svarbiausia naujovė yra išlaikymo numatymas. Vienas pagrindinių šio mechanizmo neigiamų aspektų yra tas, kad, įgyvendinus šį reikalavimą, bankams reikės atidėti daugiau kapitalo, o tai reiškia, kad liks mažiau paskatų apskirtai naudotis sekjuritizacija, o dėl to mažės ir kredito ištekliai ekonomikai. Tai yra pagrindinė priežastis, dėl kurios išlaikymo taisyklės įgyvendinimas JAV kelis kartus buvo atidėtas.

Analizuojant išlaikymo reikalavimo įtaką banko paskatoms rūpintis sekjuritizuojamo paskolų portfelio kokybe, reikšmės turi ir tai, kurią dalį paskolų portfelio bankas turi pasilikti sau. Yra keli galimi išlaikymo reikalavimo įgyvendinimo variantai: 1) bankas privalo pasilikti pirmojo nuostolio segmentą, 2) bankas privalo pasilikti dalį viduriniojo segmento ir 3) bankas turi sau pasilikti vertikalią, tai yra proporcingą dalį nuo kiekvieno sekjuritizuojamo paskolų portfelio segmento. Išlaikymo reikalavimo efektyvumas kiekvienu atveju priklausys nuo išlaikomos dalies ir ekonomikos ciklo fazės (Fender ir kt., 2009). Tuo atveju, kai bankas sau pasilieka pirmojo nuostolio segmentą, gali būti, kad banko paskatos rūpintis sekjuritizuojamo paskolų portfelio kokybe visai nepadidės. Taip gali nutikti, jeigu pirmojo nuostolio segmentas yra labai mažas (plonas), o ekonomika patiria nuosmukį.

Esant šioms sąlygoms, paskolų portfelio kokybė suprastės netgi daugiau nei dalis, kurią bankas sau pasilieka, taigi, bankas bet kuriuo atveju patirs nuostolį, kuris bus lygus sau pasiliktam pirmojo nuostolio segmentui. Todėl bankui nėra paskatų daug investuoti konstruojant kokybišką paskolų portfelį bei tolesnį rūpinimąsi jo kokybe, nes papildomos investicijos į portfelio kokybę jam neatsipirks. Kitu atveju, kai bankas pasilieka dalį viduriniojo nuostolio segmento, net ir nuosmukio atveju, tikėtina, kad bankas atgaus kažkiek lėšų iš turimo viduriniojo segmento dalies, todėl bankui apsimoka rūpintis sekiuritizuojamo paskolų portfelio kokybe. Tyrimai patvirtina, kad viduriniojo segmento dalies išlaikymas skatina sekiuritizacijos iniciatorių labiau rūpintis įkeičiamo turto kokybe (Kiff ir kt., 2010). Geriausia situacija yra tuomet, kai bankas pasilieka sau vertikalią dalį kiekvieno segmento, tuomet bankas patiria tiek pat nuostolių kaip ir kiekvieno segmento investuotojai, tad yra suinteresuotas, kad sekiuritizuojamos paskolos būtų kuo geresnės kokybės. 34 paveiksle grafiškai pavaizduotos visos trys aptartos situacijos.



34 pav. Skirtingų išlaikymo reikalavimo variantų poveikis sekiuritizacijos iniciatoriaus (banko) pajamoms⁴¹

Jeigu yra tikėtinas ekonomikos nuosmukis ir pirmojo nuostolio segmentas yra pakankamai plonas, tai yra jis bus visas išnaudotas nuosmukio atveju, tuomet išlaikomos dalies atsipirkimas (pajamos) bankui yra toks kaip

⁴¹ Sudaryta autorės, remiantis Fender, 2009

pavaizduota į kairę nuo vertikalios tiesės A, lygus 0. Bankas, tai žinodamas, prieš išduodamas numatomas sekiuritizuoti paskolas, neskirs daug pastangų paskolų kokybei užtikrinti, nes jam tai neapsimoka. Tačiau kitais dviem atvejais, kai bankas sau pasilieka dalį viduriniojo segmento arba vertikaliają visų segmentų dalį, bankui apsimoka užtikrinti didesnę sekiuritizuojamų paskolų kokybę, nes jo atsipirkimas į kairę nuo tiesės A yra teigiamas ir tiesiogiai priklausomas nuo portfelio pinigų srautų, tai yra portfelio kokybės.

Analizė rodo, kad tam tikromis situacijomis net ir išlaikymo reikalavimo nustatymas sekiuritizaciją inicijuojančių bankų gali nepasiekti. Be to, kartais situacija gali keistis vien tik dėl skirtingos ūkio ciklo fazės. Taigi, naujos sekiuritizacijos reguliavimo iniciatyvos gali būti ir neefektyvios arba nepakankamai efektyvios. Be to, tam tikri naujos sistemos bruožai gali sudaryti sąlygas bankams ieškoti naujų reguliacinio arbitražo galimybių ir būdus kaip nepaisyti sistemos reikalavimų.

3.5. INVESTUOTOJAI IR KREDITO REITINGŲ AGENTŪRŲ REGULIAVIMAS

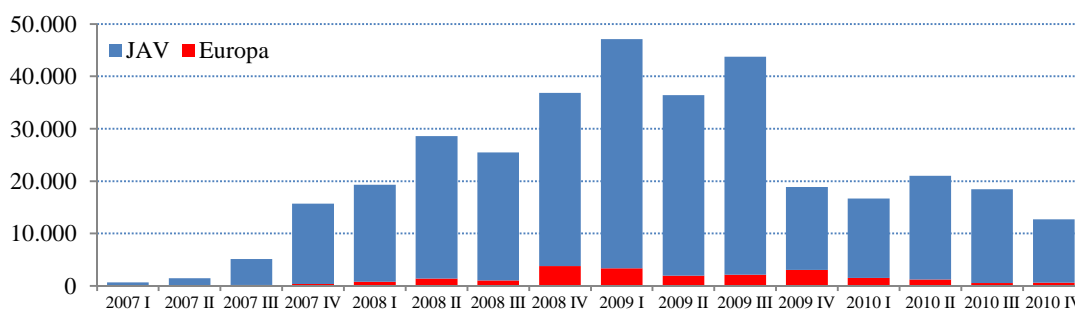
Investuotojas, įsigydamas finansinę priemonę, turėtų vertinti jos pajamingumą ir rizikingumą. Finansinei priemonei suteiktas kredito reitingas turėtų atspindėti šios finansinės priemonės rizikingumą. Kredito reitingus suteikia kredito reitingų agentūros, kurių pagrindinės yra *Fitch Ratings*, *Moody's Investor Service* ir *Standard&Poor's*. Pastarosios dvi užima 80% visos pasaulio rinkos, o kartu su *Fitch Ratings* šios trys kredito reitingų agentūros užima 95% pasaulio kredito reitingų rinkos (Measuring, 2007). Tad kredito reitingų rinkos koncentracija yra viena didžiausių pasaulyje ir ją galima vadinti oligopoline. Pirmasis kredito reitingas pasaulyje buvo išleistas JAV 1909 m. kredito reitingų agentūrų plėtrą paskatino 1930 m. JAV finansų rinkų priežiūros institucijų pradėtas bankams taikyti reikalavimas investuoti tik į tam tikro kredito reitingo finansines priemones. Tai reiškė, kad finansinės

priemonės emitentas, norintis, kad į jo išleistą priemonę investuotų bankai, būtinai privalo gauti kredito reitingą. Priežiūros institucijos tam tikra prasme perleido priežiūros funkciją kredito reitingų agentūroms, nes pasiklojė jų suteikiamu kredito reitingu. Vėliau su kredito reitingais susieti investavimo reikalavimai pradėti taikyti draudimo įmonėms bei kitiems finansų rinkos dalyviams (White, 2007).

Kredito reitingų agentūros, suteikdamos tam tikrai finansinei priemonei kredito reitingą, pateikia nepriklausomą nuomonę apie tikimybę, kad bus mokamos pažadėtos palūkanos ir investuotojas atgaus visą priklausančią į finansinę priemonę investuotą sumą. Reitingai turėtų būti stabilūs ir nesvyruoti kartu su mažareikšmiais rinkos svyravimais. Taigi, suteikiant reitingus, turi būti vertinami iš esmės tik fundamentalieji veiksniai. Kredito reitingų agentūros yra labai svarbūs finansų rinkos dalyviai. Jų suteiktus reitingus atidžiai stebi investuotojai, emitentai, vyriausybės. Investuotojai kredito reitingą vertina kaip pagrindinę informaciją apie tam tikrą finansinę priemonę ir reitingas lemia jų investavimo sprendimus (Role, 2008). Taip pat kredito reitingais naudojamosi skaičiuojant bankų, finansų maklerio įmonių, valdymo įmonių kapitalo reikalavimus. Remiantis reitingais, nustatomi draudimo įmonių ir kitų rinkos dalyvių atidėjinių investavimo apribojimai.

Kredito reitingų agentūrų pajamų struktūra per pastaruosius dešimt metų stipriai pasikeitė. Prieš tai šios agentūros daugiausiai specializavosi reitinguodamos įmones ir valstybes. Tačiau kartu su sekuritizacijos mechanizmo paplitimu jos aktyviai įsitraukė į labai pelningą turtu padengtų vertybinių popierių reitingavimą. 2008 m. apie 50% visų kredito reitingų agentūrų pajamų buvo gautos reitinguojant šias finansines priemones. Investuotojai tiesiog pirkdavo ne finansinę priemonę, bet patį reitingą, visiškai juo pasikliaudami, ir neatlikdavo jokio papildomo finansinės priemonės rizikingumo vertinimo. Prieš krizę daugiau nei 80% JAV antrarūšėmis, prastos kokybės būsto paskolomis užtikrintų, turtu padengtų vertybinių popierių buvo gavę aukščiausią AAA reitingą (Role, 2008). Todėl šiuos vertybinius popierius įsigydavo mažą toleranciją rizikai turintys investuotojai: pensijų fondai,

draudimo įmonės, bankai. Finansų krizei išibėgėjus, kredito reitingų agentūros pradėjo dideliais mastais mažinti turtu padengtų vertybinių popierių kredito reitingus (35 pav.).



35 pav. Turtu padengtų vertybinių popierių kredito reitingų pasikeitimai 2007–2010 m.⁴²

2007–2010 m. iš viso kredito reitingas buvo sumažintas apie 350 tūkst. turtu padengtiems vertybiniams popieriams. Apie 75% reitingų sumažinta 2008–2009 m. Vis tik situacija JAV antrarūšių būsto paskolų rinkoje ir jos perspektyva buvo matoma jau 2006 m., bet kredito reitingų agentūros nespėjo pakankamai anksti pastebėti šių neigiamų tendencijų ir atitinkamai pakoreguoti savo suteikiamų reitingų.

Kredito reitingų agentūros dažnai kaltintos netinkamai įvertinusios turtu padengtus vertybinius popierius ir taip iš dalies sukėlusios finansinę krizę. Vis tik iki šiol yra tik vienas teismo sprendimas, šiuo atžvilgiu nepalankus kredito reitingų agentūroms. Australijos federalinis teismas 2012 m. lapkričio mėn. priėmė sprendimą, pagal kurį pripažinta, kad kredito reitingų agentūra *Standard & Poor's* prieš pasaulinę finansų krizę suklaidino investuotojus. Teismo nutarimu, skirdama aukščiausią įvertinimą sudėtingai išvestinei finansinei priemonei, kredito reitingų agentūra suklaidino 12 Australijos savivaldybių. Šis Australijos teismo nutarimas gali tapti precedentu analogiškiems sprendimams Europoje ir kitur pasaulyje. Vis tik tokį teismo sprendimą kredito reitingų agentūra skųs, o galutinį sprendimą priims aukštesnės instancijos teismai. Panašių teismo procesų vyksta ir JAV, tačiau

⁴² Sudaryta autorės, remiantis SIFMA, 2011

ten kredito reitingų agentūroms iki šiol pavyko sėkmingai kovoti su joms pateikiamais kaltinimais teigiant, kad netikslūs kredito reitingai tėra kredito reitingų agentūrų nuomonės, todėl kredito reitingai negali sukurti atsakomybės prieš investuotojus ar kitus jų naudotojus (Simkus, 2012).

Galima išskirti keletą priežasčių, kodėl kredito reitingų agentūros netinkamai vertino turtu padengtus vertybinius popierius. Pirmoji yra prasta kredito reitingų kokybė, arba metodologijos klaidos. Dideli kredito reitingų mažinimai reiškė, kad kredito reitingų agentūros iš esmės buvo neteisingai įvertinusios šių finansinių priemonių rizikingumą. Sekiuritizacijos finansinių priemonių, ypač CDO, kredito rizikos nustatytas reitingavimas yra kiek kitoks, lyginant su tradiciniais skolos vertybiniais popieriais, kuriuos reitinguojant reikia tik gerai išanalizuoti jų emitento finansinę būklę ir jos perspektyvas. Tačiau segmentavimas į skirtingų rizikų-grąžos lygio CDO yra labai jautrus užtikrinančio portfelio viduje esančių turto vienetų tarpusavio koreliacijai, todėl CDO skiriasi nuo paprastų skolos vertybinių popierių didesniu neapibrėžtumu dėl galimų nuostolių. Didesnis neapibrėžtumas reiškia, kad CDO segmentai patiria didesnius netikėtus nuostolius, lyginant su tradiciniais skolos vertybiniais popieriais, kurių tikėtinų nuostolių lygis ir yra toks pats. Kadangi reitingų suteikimas yra daugiausiai paremtas tikėtiniais nuostoliais, arba įsipareigojimų nevykdymo tikimybe, CDO segmentai gali būti žymiai rizikingesni už skolos vertybinius popierius, turinčius tokį patį reitingą (Role, 2005). Nuostolių pasiskirstymas skirtinguose CDO segmentuose priklauso nuo įsipareigojimų nevykdymo koreliacijos tarp portfelį sudarančių turto vienetų. Koreliacijos elemento skolos vertybinių popierių atveju iš viso nėra. Koreliacijos tarp portfelį sudarančių turto vienetų, pavyzdžiui, būsto paskolų, padidėjimas reiškia, kad daugiau potencialių nuostolių gali patirti aukštesniojo segmento CDO. Tačiau problema ta, kad labai sunku apskaičiuoti šias portfelio koreliacijas, nes jos priklauso nuo ekonomikos ciklo fazės, tai yra atspindi sistemine riziką. Sisteminei rizikai išaugus, stipriai padidėja aukščiausių CDO segmentų rizikingumas. Taigi, sekiuritizacijai reikiamo portfelio suformavimas

sumažina netikėtus nuostolius, tačiau padidina sisteminės rizikos grėsmę, pavyzdžiui, būsto kainų kritimo, makroekonominių sąlygų suprastėjimo.

Be to, turtu padengtų vertybinių popierių reitingavimą kredito reitingų agentūros atlikdavo remdamasis kiekybiniais modeliais, o įmonių reitingavimas rėmėsi analitiniais vertinimais, galinčiais atsižvelgti į „minkštą“, vidinę informaciją apie įmonę, jos vadovus, jų kvalifikaciją, požiūrį, ateities perspektyvas. Kiekybiniai turtu padengtų vertybinių popierių rizikingumo vertinimo modeliai per daug pasikliovė geografinė turto diversifikacija. Krizei apėmus bene visą pasaulį geografinis turto pasiskirstymas tapo nereikšmingas (Darbellay ir kt., 2012).

Kita svarbi priežastis, lėmusi tai, kad kredito reitingų agentūrų turtu padengtiems vertybiniais popieriams reitingai buvo suteikiami netinkamai, buvo agentūrų verslo modelis ir iš jo kylantys interesų konfliktai. Nuo pat veiklos pradžios kredito reitingų agentūros taikė savo teikiamų paslaugų apmokėjimo „investuotojas moka“ modelį, kuriame reitingą užsakantis investuotojas apmokėdavo už reitingo suteikimą kredito reitingų agentūrai. Tačiau apie 1970 m. kredito reitingų agentūros pakeitė šį apmokėjimo modelį į „emitentas moka“, už kredito reitingo suteikimą pradėjo mokėti finansinę priemonę leidžianti įmonė ar finansų institucija. Perėjimą prie „emitentas moka“ modelio paskatino sparti fotokopijų plėtra, o tai reiškė, kad investuotojai galėjo dalintis suteiktais kredito reitingais tarpusavyje jų kaskart nepirkdami (White, 2007). Analogiškas paslaugų apmokėjimo modelis buvo taikomas ir suteikiant kredito reitingus turtu padengtiems vertybiniais popieriams. Kartais sekiuritizacijos procese kredito reitingų agentūros sudalyvaudavo ankstesniame etape patardamos kaip organizuoti visą sekiuritizacijos schemą, kad vertybiniai popieriai gautų aukščiausius kredito reitingus. Taigi, kredito reitingų agentūros ir sekiuritizacijos organizatorių, kurie jas samdydavo reitingavimui atlikti, interesai susidūrė, tai turėjo įtakos suteikiamų kredito reitingų objektyvumui.

Turtu padengtų vertybinių popierių reitingavimas buvo maždaug trigubai pelningesnis nei paprastų skolos vertybinių popierių (Smith, 2008).

Pelningumas aštrino konkurenciją tarp kredito reitingų agentūrų, o, tuo pasinaudodami, sekiuritizacijos organizatoriai galėjo ieškoti didžiausio kredito reitingo skirtingose agentūrose. Pelno siekimas kredito reitingų agentūras skatino dėmesį skirti klientų paieškai ir pardavimų personalo kvalifikacijai tobulinti, o kredito reitingų specialistų pasirengimas ir pakankamo dydžio komanda nebuvo prioritetas.

Kredito reitingų agentūros taip pat buvo nepakankamai skaidrios: abejota kaip jos suteikdavo kredito reitingus, kokias metodologijas ir prielaidas naudodavo ir ar sėkmingos būdavo jų prognozės. Turtu padengtiems vertybiniais popieriais reitinguoti agentūros naudojos tokia pačia reitingų skale, kaip ir tinkama tradiciniams skolos vertybiniais popieriais, nors šių priemonių rizikingumas buvo skirtingas (Darbellay ir kt., 2012). Turint omenyje tai, kad investuotojai ir kiti rinkos dalyviai iš esmės akiai pasitikėjo reitingais, visa tai kredito reitingų agentūroms suteikė didelę rinkos galią. Ir nepaisant to, agentūros beveik nebuvo prižiūrimos. ES jų veikla išvis pradėta prižiūrėti tik nuo 2009 m., priėmus jų veiklą reguliuojantį reglamentą.

JAV kredito reitingų agentūros buvo reguliuojamos ir prieš krizės pradžią. Jos turėjo atitikti tam tikrus kriterijus ir tik tuomet jų kredito reitingai galėjo būti naudojami reguliavimo tikslais. Kredito reitingų agentūrų pripažinimo procedūros JAV dar buvo sustiprintos 2006 m. kaip atsakas į 2001 m. įvykius, kuomet kredito reitingų agentūros laikė aukštus kredito reitingus įmonei, esančiai prie bankroto ribos (JAV energetikos bendrovės *Enron* bankroto atvejis) (Sack ir kt., 2008). Po 2007 m. prasidėjusios finansų krizės JAV nuspręsta dar kartą peržiūrėti kredito reitingų agentūrų reguliavimą, ypač turtu padengtų vertybinių popierių reitingavimą. Kredito reitingų agentūrų reguliavimo pakeitimai atlikti priėmus Dodd–Frank Wall Street reformos ir vartotojų apsaugos įstatymą (Dodd–Frank, 2010). Europoje, kaip minėta, 2009 m. buvo priimtas Europos Parlamento ir Tarybos reglamentas Nr. 1060/2009, kuriame pirmą kartą Europoje numatyta kredito reitingų agentūrų veiklos licencijavimo ir priežiūros sistema. Iki tol šie rinkos dalyviai Europoje nebuvo prižiūrimi ir licencijuojami.

JAV ir ES galima išskirti tris pagrindinius kredito reitingų agentūrų reguliavimo tikslus: 1) užtikrinti, kad kredito reitingų agentūros valdytų interesų konfliktus, 2) pasiekti, kad jos turėtų geras metodologijas kredito reitingams suteikti, 3) užtikrinti, kad pačios agentūros ir jų veikla būtų skaidresnė ir atviresnė visuomenei. Valdant interesų konfliktus, kredito reitingų agentūroms bus draudžiama teikti konsultavimo paslaugas, tarp jų ir dėl sekuritizacijos schemų struktūrizavimo. Analitikai, reitinguojantys finansines priemones, negalės dalyvauti kitoje kredito reitingų agentūros veikloje. Siekdamos pagerinti reitingų kokybę, agentūros privalės nuolat peržiūrėti savo metodologijas ir atskleisti visuomenei informaciją apie jas. Taip pat jos turės sukurti atskirą skalę sekuritizacijos finansinėms priemonėms reitinguoti. Kad agentūros taptų skaidresnės, jos privalės daugiau atskleisti informacijos apie savo naudojamą metodiką, taikomų modelių apribojimus ir rizikas, pagrindinius savo pajamų šaltinius ir pan.

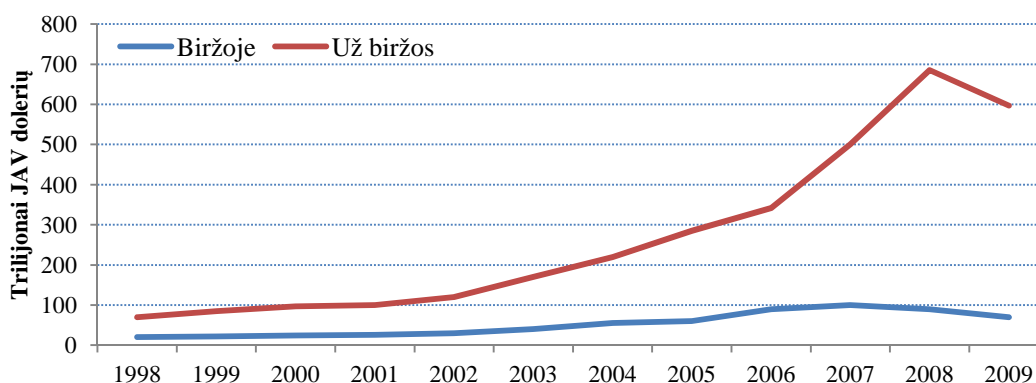
Europoje ir JAV esantis kredito reitingų agentūrų reguliavimas, nors ir patobulintas po krizės, nesvarsto apie pagrindinio interesų konfliktų šaltinio, tai yra „emitentas moka“ modelio pakeitimą, nesumažina finansų rinkos pasiklojimo kredito reitingais apibrėžiant turto investavimo apribojimus ir skaičiuojant kapitalo reikalavimus. Tai nėra būtent šiandieninės įstatymų bazės problemos, tai labiau susiję su specifine kredito reitingų rinkos situacija ir agentūrų dvigubu vaidmeniu. Agentūrų reitingai yra įrankis, kuriuo jau daug laiko naudojasi patys prižiūrėtojai. Pačios agentūros yra reguliavimo objektas. Dėl šių priežasčių sunku reguliuojant daryti didelę įtaką patiems reitingams ir jų kokybei (Dittrich, 2009). Reitingų kokybę galėtų paskatinti kredito reitingų rinkos koncentracijos mažinimas ir naujų žaidėjų atsiradimas. Didelė rinkos koncentracija ir jau daug dešimtmečių beveik nekintanti oligopolinė struktūra mažina šios rinkos efektyvumą (Hunt, 2009). Tačiau tam reikalinga valstybės institucijų intervencija. Didelė šios rinkos koncentracija, nors ir įvertinama kaip šios rinkos problema, kol kas nebuvo sprendžiama. Tai gana suprantama, nes reitingų agentūros suteikia reitingus ir pačioms valstybėms (jų skolai), tokiu būdu iš esmės nulemdamos jų skolinimosi galimybes ir kainą. Tai kredito

reitingų agentūroms suteikia gana didelę politinę įtaką. Sekiuritizacijos požiūriu vienas pagrindinių pasikeitimų yra įpareigojimas kredito reitingų agentūroms sukurti ir naudoti skirtingą reitingų skalę turtu padengtiems vertybiniais popieriais ir kitoms finansinėms priemonėms. Siekis kaip nors išskirti šiuos vertybinius popierius nuo paprastų skolos vertybinių popierių yra suprantamas, tačiau nauja, investuotojams nežinoma ir neišbandyta reitingavimo skalė gali apsunkinti sekiuritizacijos atsigavimą ir sumažinti pasitikėjimą net ir saugiais turtu padengtais vertybiniais popieriais.

3.6. FINANSŲ RINKOS INFRASTRUKTŪROS REGULIAVIMAS

Sekiuritizacijos proceso metu sukuriama turtu padengti vertybiniai popieriai yra parduodami arba investuotojams pasinaudojus finansų rinkos infrastruktūra – birža, kita prekybos platforma, arba sudarius dvišalius sandorius. Todėl rinkos infrastruktūra sekiuritizacijos procese yra svarbi. Nuo infrastruktūros išsivystymo lygio priklauso joje prekiaujamų finansinių priemonių likvidumas, rinkos skaidrumas. Sekiuritizacijos atveju svarbi yra CDS (kredito įsipareigojimų nevykdymo apsikeitimo sandorių) rinka ir jos specifika. CDS iš esmės yra draudimo produktas, tačiau nereguliuojamas pagal draudimo srities reglamentavimą. CDS naudojami sintetinėje sekiuritizacijoje, kuomet sekiuritizacijos iniciatorius CDS įsigyja iš specialios paskirties įmonės taip apsidrausdamas nuo sekiuritizuojamo portfelio rizikos ją perdavus specialios paskirties įmonei. Šioji išleisdavo kitas kredito išvestines finansines priemones – CLN (su kreditu susietus vekselius), kuriuos įsigydavo investuotojai. Taip pat dažnai sekiuritizacijos procese įsigijami trečių šalių išleisti CDS, apdraudžiantys nuo vienos iš šalių rizikos. Ir CDS, ir CLN yra kredito išvestinės finansinės priemonės, kurių paskirtis yra apsidrausti nuo tam tikros rizikos: valiutos, palūkanų normų, kredito ir kt. (Ensuring, 2009). Taigi, išvestinės finansinės priemonės leidžia perduoti riziką iš vienos sandorio šalies kitai.

Dalis išvestinių finansinių priemonių, tokių kaip ateities sandoriai, yra standartizuoti ir jais prekiaujama biržose. Tokiu atveju yra viešai prieinama informacija apie šių priemonių kainą, jos pokyčius, rinkoje atliekamus sandorius, sandorio šalis. Tačiau dalis išvestinių finansinių priemonių, tarp jų ir sekurizizacijoje naudotos kredito išvestinės priemonės, yra nestandartinės, pritaikytos konkrečioms kliento poreikiams. Šiuo atveju priemonėmis nėra prekiaujama biržoje, o jų kainos lieka dvišalio susitarimo dalykas.

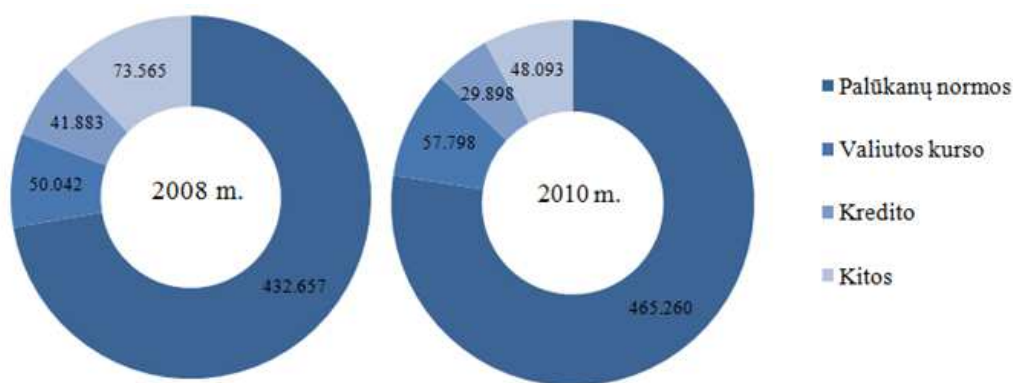


36 pav. **Biržoje ir už biržos pasaulyje prekiaujamos išvestinės finansinės priemonės 1998–2009 m.**⁴³

Kaip matyti 36 paveiksle, už biržos sudaromų išvestinių finansinių priemonių sandorių yra kur kas daugiau nei prekiaujamų biržoje. Užbiržinių sandorių kiekis ypač išaugo 2004–2008 m., tuo pačiu metu, kaip ir sekurizizacijos apimtys. Biržoje prekiaujamų išvestinių finansinių priemonių apimtys per 36 paveiksle pavaizduotą laikotarpį išaugo tik gana nuosaikiai.

Didžiąją dalį užbiržinės išvestinių finansinių priemonių prekybos sudaro palūkanų normos sandoriai. Kredito išvestinės finansinės priemonės 2008 m. siekė 7%, o 2010 m. – 5%. Šiuo laikotarpiu kredito išvestinių finansinių priemonių segmentas pasaulyje sumažėjo beveik dvigubai.

⁴³ Sudaryta autorės, remiantis Ensuring, 2009



37 pav. Užbiržinių išvestinių finansinių priemonių segmentai pasaulyje mlrd. JAV dolerių 2008 m. ir 2010 m.⁴⁴

Taigi, išvestinės finansinės priemonės naudojamos norint apsidrausti nuo rizikos. Jeigu rizika apdraudžiama už biržos įsigyta išvestine finansine priemone, sudėtinga tinkamai įvertinti, ar tikrai rizika buvo patikimai apdrausta, tai yra, ar sandorį apdraudusi finansų institucija (sandorio šalis) yra ir bus pajėgi apmokėti atsiradusius nuostolius. Todėl, sudarant užbiržinį sandorį, yra labai sunku įvertinti riziką, ar sandorio šalis pajėgs vykdyti savo įsipareigojimus. Kadangi finansų rinkos dalyviai yra labai susiję, norint užbiržiniuose sandoriuose įvertinti sandorio šalies riziką, kiekvienam rinkos dalyviui reikėtų žinoti beveik viską apie vienas kitą. Tačiau didelė dalis informacijos neviešinama. Pavyzdžiui, valiutos kurso ar palūkanų normos užbiržinių išvestinių finansinių priemonių vertė gali būti stebima remiantis viešai prieinamomis palūkanų normomis ar valiutos kursais. O kredito rizika, kuri draudžiama CDS, negali būti lengvai stebima, reikalingos specifinės žinios apie skolininką, o ši informacija taip pat dažniausiai nėra vieša. Toks menkas užbiržinės rinkos skaidrumas ir glaudūs finansų rinkos dalyvių tarpusavio ryšiai, ypač finansų krizės metu, stipriai padidino tarpusavio nepasitikėjimą – niekas nežinojo, kas, kam ir kiek turi kokių įsipareigojimų. Kaip vėliau paaiškėjo, didžioji dalis užbiržinių išvestinių finansinių priemonių rizikos buvo susikoncentravusi keliose finansinėse institucijose. Šios rinkos neskaidrumas ir informacijos trūkumas neleido ir priežiūros institucijoms

⁴⁴ Sudaryta autorės, remiantis Semi, 2009

įžvelgti besikaupiančių rizikų ir grėsmių (Ensuring, 2009). Taigi, užbiržinės rinkos bruožai – dvišaliai sandoriai, mažai viešos informacijos, sudėtinga tarpusavio priklausomybių sistema – padidina rinkos neapibrėžtumą esant nesklandumams finansų sistemoje ir sukelia riziką esant finansiniam stabilumui. JAV investicinio banko *Lehman Brothers* žlugimas 2008 m. rudenį buvo vienas pagrindinių įvykių, atskleidusių užbiržinių rinkų svarbą ir rinkos dalyvių keliamą sistemine riziką. Skaičiuojama, kad, žlugus minėtam bankui, apsaugos pardavėjai, kurie buvo išleidę CDS, susijusius su *Lehman Brothers*, iš viso turėjo išmokėti apie 360 mlrd. JAV dolerių vertės draudimo išmokų (Credit, 2009).

Finansų rinkose kilus neramumams, užbiržinės rinkos ypatybės gali daryti didelę įtaką finansiniam nestabilumui, nes mažas užbiržinių rinkų skaidrumas didina tarpusavio rinkos dalyvių nepasitikėjimą. Siekiant taisyti minėtus išvestinių finansinių priemonių prekybos trūkumus, 2009 m. G20 šalys sutarė iki 2012 m. pabaigos numatyti, kad visos standartizuotos užbiržinės išvestinės finansinės priemonės būtų pradėtos prekiauti tik biržose ar kitose organizuotose rinkose, o sandoriai dėl jų būtų sudaromi per centrinę sandorio šalį, kuri, visoms išvestinėms finansinėms priemonėms tokiu būdu eliminuojant dvišalius išvestinių finansinių priemonių sandorius, būtų pirkėjas ir pardavėjas. Be to, skatinant bankus mažiau prekiauti užbiržinėmis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis, dėl kurių bus ir toliau sudaromi dvišaliai sandoriai, rizikai padengti bankams bus numatyti didesni kapitalo reikalavimai (Pittsburgh, 2009). Atitinkamos nuostatos buvo numatytos JAV Dodd–Frank Wall Street reformos ir vartotojų apsaugos įstatyme (Dodd–Frank, 2010). ES institucijose nuo 2010 m. spalio buvo pradėtas svarstyti Europos Parlamento ir Tarybos reglamento projektas, kuriuo reglamentuojama išvestinių finansinių priemonių prekyba biržoje, sandorių sudarymas per centrinę sandorio šalį ir reikalaujama atskleisti daugiau informacijos apie prekybą išvestinėmis finansinėmis priemonėmis (Proposal, 2000).

Išvestinių finansinių priemonių sandorių sudarymas per centrinę sandorio šalį užtikrins bent jau tai, kad finansų rinkų priežiūros institucijos ir visi kiti

rinkos dalyviai turėtų daugiau informacijos apie sudaromus sandorius. Centrinė sandorio šalis, būdama ir pirkėju, ir pardavėju visiems rinkos dalyviams, gali efektyviau valdyti rizikas, ypač riziką, kad sandorį norinti sudaryti finansų institucija yra pakankamai finansiškai patikima, kad galėtų įvykdyti savo įsipareigojimus, kylančius iš išvestinės finansinės priemonės. Dėl to centrinė sandorio šalis iš finansinių institucijų reikalauja finansinio užtikrinimo priemonių (pinigų, finansinių priemonių). Nors tam tikro finansinio užtikrinimo priemonių kartais reikalaujama ir sudarant dvišalius sandorius, vis tik centrinė sandorio šalis paprastai reikalauja daugiau, be to, reikalavimai kinta keičiantis finansinės institucijos situacijai bei išvestinės finansinės priemonės vertei. Sandorių sudarymo per centrinę sandorio šalį kaštai galėtų sumažėti nebent tada, jei pasaulio finansų rinkose būtų tik kelios centrinės sandorio šalies vaidmenį atliekančios institucijos, galinčios pasiekti masto ekonomiją (Duffie ir kt., 2011). Tačiau tai sukurtų kitą – per didelės sisteminės rizikos koncentracijos keliuose subjektuose – problemą. Taigi, neigiami aptarto reguliavimo aspektai yra tai, kad, prekybą standartizuotomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis vykdant tik per centrinę sandorio šalį, šių sandorių sudarymas pabrangs, o taip pat sistemoje atsiras kitų sisteminės rizikos koncentracijos objektų.

Mokslininkai nesutaria, ar prekyba išvestinėmis finansinėmis priemonėmis už biržos ribų gali būti krizę skatinantis ar sukeliantis veiksnys. Plečiantis išvestinių finansinių priemonių rinkai, visa finansų rinka tapo efektyvesnė ir likvidesnė, atsirado galimybė paskirstyti kredito ir kitas rizikas tarp skirtingų rinkos dalyvių. Be to, nėra objektyvių įrodymų, kad būtent išvestinės finansinės priemonės, prekiaujamos už biržos, turėjo didelę įtaką 2007 m. kilusiai finansų krizei (Stulz, 2009). Taigi, užbiržinių išvestinių finansinių priemonių reguliavimo pakeitimai šių sandorių sudarymą pabrangins, o tai neišvengiamai sumažins galimybes juos įsigyti ir, tikintis sandorių teikiamos naudos, apsidrausti nuo rizikos ją perduodant kitiems rinkos dalyviams. Kadangi ši rinka yra gana nauja ir tyrinėta gana mažai, iš

anksto sudėtinga įvertinti, ar minėtas reguliavimo pakeitimų trūkumai nebus didesni nei tikėtina nauda.

3.7. FINANSŲ RINKOS PRIEŽIŪROS SISTEMOS TOBULINIMAS

Finansų rinką prižiūrinčios institucijos yra kiekvienoje pasaulio valstybėje tam, kad bankai ir kitos finansų institucijos laikytųsi joms nustatytų taisyklių. Tas pats taikytina ir finansų rinkų dalyvių leidžiamiems vertybiniais popieriams ar naudojamos veiklos schemoms, tokioms kaip sekiuritizacija. Kad būtų išlaikytas investuotojų ir visuomenės pasitikėjimas sekiuritizacijos produktais, būtina užtikrinti, kad juos naudotų finansiškai stabilios finansų institucijos, prižiūrimos patikimų institucijų. Turėdamos didžiausią kvalifikaciją, pasiekiamą informaciją ir būdamos arčiausiai finansų rinkos dalyvių, priežiūros institucijos privalėtų turėti daugiausiai galimybių pastebėti besikaupiančias sisteminės rizikas ir laiku imtis priemonių joms valdyti. Vis tik pasaulyje finansinių krizių nebuvo išvengta, o po kiekvienos iš jų priežiūros sistemą buvo bandoma reformuoti taip, kad ji būtų kuo efektyvesnė. 2007 m. kilus finansų krizei, kurios metu dažnai buvo svarstyta apie sekiuritizaciją, teigta, kad JAV finansų rinkų priežiūros sistema nebuvo tinkama, todėl ir nesugebėta išlaikyti finansinio stabilumo (Čipkutė, 2009). JAV priežiūros institucijų sistema, lyginant su Europa, yra liberalesnė ir sudėtingesnė. Tačiau ir skirtingose Europos valstybėse ilgametės tradicijas ir reputaciją įgijusios finansų rinkų priežiūros institucijos nesugebėjo apsaugoti finansų rinkų nuo žlugimo.

Krizei plečiantis skirtingų ES valstybių vyriausybės, siekdamos apsaugoti finansines institucijas ir išlaikyti ekonomikos stabilumą, ėmėsi specialių ir koordinuotų priemonių. Sprendimai ES valstybėse taip pat turėjo įtakos JAV finansų rinkai, nes ES yra įsikūrę keletas pagrindinių pasaulio finansų centrų, Europos finansų institucijos dažnai yra pagrindinės JAV atitinkamų institucijų konkurentės. Krizė išryškino ir esminių ES bei JAV, kaip svarbių finansų

regionų, priežiūros skirtumus. Šie neatitikimai yra daugiausiai nulemti ES, kaip politinio darinio, sprendimų priėmimo ir įgyvendinimo principų: nors teisės aktai yra priimami ES lygiu, jų įgyvendinimas paliekamas nacionalinėms valdžios institucijoms, o tai suteikia gana dideles interpretacijos galimybes perkeliant ir įgyvendinant ES direktyvas (Jackson, 2010). Todėl leidžiant ir taikant ES teisės aktus ieškoma kompromiso, apimančio 27 nares, dėl ko ES teisės aktas kartais tampa būtinu minimaliu standartu, tačiau ne geriausia rinkos priežiūros praktika. JAV federalinė valdžia gali nustatyti politikos kryptis ir priemones, kurios bus taikomos visose 50 valstijų.

Vienas pagrindinių veiksnių, sukėlusią 2007 m. prasidėjusią krizę, buvo JAV vyravusios žemos palūkanų normos, skatinusios nevaržomą kreditavimo plėtrą. Jeigu JAV pinigų politika būtų buvusi griežtesnė, kredito ekspansija būtų mažesnė. Jeigu valstybės, prieš krizę turėjusios didelius einamosios sąskaitos perteklius, būtų leidusios savo valiutų vertėms didėti, būtų mažesni einamųjų sąskaitų pertekliai ir kitų šalių deficitai. Kyla klausimas ko atitinkamos kompetentingos institucijos turėtų imtis siekdamos išvengti turto kainų burbulų susidarymo. Mokslininkai pripažįsta, kad pinigų politiką formuojančios institucijos negali savo turimomis priemonėmis išvengti turto kainų burbulų susidarymo, tačiau šios makroekonominę politiką formuojančios institucijos turėtų aiškiai ir laiku pastebėti kylančias sistemines rizikas. Formuojant pinigų politiką, turėtų būti atsižvelgta ne tik į infliacijos tikslą, bet ir į pinigų ir kredito plėtrą, tai yra, pastebėjus netinkamą kredito plėtrą, turėtų būti koreguojama ir pinigų politika (De Larosiere, 2009). Reikia pastebėti, kad pinigų politiką formuojančių ir finansų rinkų priežiūrą vykdančių institucijų bendradarbiavimas prieš krizę buvo akivaizdžiai nepakankamas.

Dėl minėtų priežasčių iki krizės egzistavusi finansų rinkų priežiūros sistema buvo iš esmės paremta mikroekonomikos lygio riziką ribojančia (angl. *micro-prudential*) priežiūra. Šio tipo priežiūra tradiciškai buvo esminis priežiūrios institucijų įrankis visur pasaulyje. Mikroekonomikos lygio riziką ribojančios priežiūros sistemos pagrindinis tikslas yra prižiūrėti ir mažinti konkrečios finansų institucijos riziką siekiant apsaugoti indėlininkus ir kitus

klientus. Tai, kad finansų rinka kaip visuma gali būti linkusi į bendras sisteminės rizikas, nebuvo pakankamai įvertinama. Žinoma, mikroekonomikos lygio priežiūra, sutelkus dėmesį į atskirų finansų institucijų stabilumą, tam tikru mastu leidžia apsaugoti visą finansų sistemą nuo užkrato plitimo iš vienos finansų institucijos į kitą. Makroekonomikos lygio riziką ribojančia priežiūra (angl. *macro-prudential*) siekiama sumažinti visai sistemai kylančius pavojus tam, kad būtų apsaugotas ekonomikos stabilumas. Todėl makroekonomikos lygio priežiūra turi apimti bendrus, koreliuojančius veiksnius ir įvertinti tas finansų sistemos dalis, kurios potencialiai gali tapti užkrato plitimo pradžia (De Larosiere, 2009). Iš patirties aišku, kad mikroekonomikos lygio priežiūra be tinkamos makroekonomikos lygio priežiūros globaliose finansų rinkose nebebus efektyvi.

Krizei pradėjus plėstis išryškėjo ir kitos finansų rinkos priežiūros problemos: priežiūros institucijos nesugebėjo tinkamai keisti informacija, iškilo sunkumų priimant bendrus sprendimus regioniniais ir tarptautiniais klausimais. Stipri konkurencija tarp tarptautinių finansų centrų taip pat atgrasė priežiūros institucijas imtis riziką ribojančių veiksmų taip mažinant savo priežiūrimo finansų sektoriaus konkurencingumą. Ir, nors besikaupiančios rizikos buvo pripažįstamos priežiūros institucijų ekspertų, nebuvo aukštesnio lygio konsensuso dėl problemos svarbos ir priemonių, kurių būtina kuo skubiau imtis. Taigi, realiems valstybės institucijų veiksams ankstyvo perspėjimo sistemų poveikis buvo mažas. Minėtos priežastys rodo, kad buvusi priežiūros sistema turėjo reikšmingų vietinio, tarptautinio ir globalaus masto trūkumų. Dėl minėtų priežasčių po krizės imta tobulinti finansų rinkų priežiūros sistemą, siekta, kad ji būtų pritaikyta prie šiuolaikinės finansų rinkų globalizacijos lygio ir prisidėtų prie subalansuotos makroekonominės aplinkos kūrimo.

JAV priimtu Dodd–Frank Wall Street reformos ir vartotojų apsaugos įstatymu nuspręsta dalį finansų priežiūros institucijų sujungti, dalį – panaikinti jų funkcijas perduodant veikiančioms institucijoms ir sukurti naujas institucijas tam tikrose srityse. Vienas esminių pasikeitimų JAV – įsteigta Finansinio

stabilumo priežiūros taryba, atsakinga už makroekonomikos lygio finansų rinkos priežiūrą (Dodd–Frank, 2010). Šios institucijos misija – apsaugoti JAV ekonomiką nuo finansinių krizių. Lyginant tarptautiniu mastu, JAV Finansinio stabilumo priežiūros taryba turi didžiausius įgaliojimus, ypač tuos, kurie susiję su sistemiškai svarbiomis finansinėmis institucijomis ir finansų rinkos infrastruktūra. Pagrindinė tarybos užduotis yra ieškoti būdų kaip apsaugoti JAV finansų rinkų stabilumą nuo sistemiškai svarbių rinkos dalyvių keliamų grėsmių. Kaip naujas struktūrinis darinys ir iš esmės naujos politikos įrankis taryba stengiasi ištaisyti buvusius JAV finansų rinkų priežiūros ir reguliavimo sistemos trūkumus bei koordinuoti mikroekonomikos lygio priežiūros institucijų sąveiką (Kern, 2012).

ES, nuo 2011 m. pradžios pradėjus veikti naujai įsteigta Europos sisteminės rizikos valdybai, įvykdyta priežiūros reguliavimo reforma (European, 2009). Europos sisteminės rizikos valdybos vaidmuo panašus kaip ir naujai sukurtos analogiškos institucijos JAV. Ši valdyba stebės ir vertins potencialias grėsmes, kylančias vystantis makroekonominiams procesams ir finansų sistemai. Europos sisteminės rizikos valdyba rengia išankstinius įspėjimus apie sisteminio lygio grėsmes, o, prireikus, leidžia rekomendacijas kaip šių rizikų išvengti. Įspėjimai ir rekomendacijos gali būti skirti tiek nacionalinėms, tiek ES institucijoms. Europos sisteminės rizikos valdyba yra glaudžiai susijusi su ECB, kurio pirmininkas jai vadovauja. Valdybos veiklą ECB aprūpina visais reikiama ištekliais. 2011 m. gruodžio 22 d. priimta viena pirmųjų Europos sisteminės rizikos valdybos priimtų viešų rekomendacijų, kurioje aptariami nacionalinių institucijų įgaliojimai makrolygio rizikos ribojimo srityje, siūloma ES valstybėms narėms savo teisės aktuose aiškiai įtvirtinti makrolygio rizikos ribojimo politiką ir jos tikslus bei specialiai šios politikos įgyvendinimui paskirti atsakingas valstybės institucijas, kurios būtų nepriklausomos, tačiau glaudžiai bendradarbiautų su šalies centriniu banku (Recommendation, 2011).

2011 m. pradžioje pagrindiniuose finansų rinkos sektoriuose buvo įsteigtos ES lygiu veikiančios finansų rinkos priežiūros institucijos: Europos

bankininkystės institucija, Europos draudimo ir profesinių pensijų institucija ir Europos vertybinių popierių ir rinkų institucija (Financial, 2012). Šios ES įstaigos, siekdamos apsaugoti konkrečių rinkos dalyvių finansinį stabilumą bei jų vartotojus, dirba kartu su nacionalinėmis ES valstybių priežiūros institucijomis, tai yra vykdo mikrolygio priežiūrą. Tarpvalstybiniu lygiu koordinuotu mikroekonomikos priežiūros mechanizmu siekiama užtikrinti harmonizuotą požiūrį į priežiūrą ir vienodo lygio priežiūros standartus bei praktikas.

Tiek JAV, tiek Europoje pagrindinis finansų rinkos priežiūros pertvarkos aspektas yra aiškus mikrolygio priežiūros ir makrolygio priežiūros įvardinimas ir šių funkcijų priskyrimas atskiroms institucijoms.

Mikrolygio priežiūros sistemos tikslas – rūpintis kiekviena konkrečia finansų institucija apsaugant jos klientus, o makrolygio priežiūros sistema nuo realaus gamybos apimtys kritimo siekiama apsaugoti visą finansų sistemą, t. y. visą ekonomiką (De Larosiere, 2009). Sukūrus papildomų priemonių ir funkcijų, priežiūra turėtų būti efektyvesnė, tačiau tik kita krizė parodys, ar naujoji priežiūros sistema buvo efektyvi.

4. SEKIURITIZACIJOS PANAUDOJIMO LIETUVOJE TYRIMAS

Disertacijoje išsamiai nagrinėjamas sekiuritizacijos mechanizmas, šios priemonės teigiami ir neigiami padariniai proceso dalyviams ir ekonomikai. Analizuotas sekiuritizacijos vaidmuo 2007 m. kilusios finansų krizės kontekste ir tai, kaip įvairios pasaulio šalys nusprendė koreguoti sekiuritizacijos reguliavimą tam, kad išvengtų panašių krizių, o finansų rinkos dalyviai, nesukeldami grėsmės finansiniam stabilumui, galėtų naudotis sekiuritizacija. Šiame disertacijos skyriuje, įvertinus atliktą teorinę analizę ir kitų šalių patirtį, aprašomas atliktas tyrimas apie sekiuritizacijos panaudojimą Lietuvoje. Tyrime analizuojama, ar Lietuvoje veikiančių bankų turto sekiuritizacija būtų naudinga Lietuvos ekonomikai.

4.1. TYRIMO METODOLOGIJA

Šios disertacijos **tikslas** – įvertinti sekiuritizacijos panaudojimo Lietuvoje naudingumą. Sekiuritizacija plačiai naudojama pasaulyje dėl jos teikiamos naudos ekonomikai. Šis mechanizmas visų pirma sukuria papildomus kreditavimo šaltinius, o taip pat turi daug kitų privalumų investuotojams, kapitalo rinkai ir kitiems finansų rinkos dalyviams. Kadangi iki šiol sekiuritizacijos mechanizmas iš esmės Lietuvoje nebuvo panaudotas, disertacijoje atliekamu tyrimu siekiama nustatyti, ar sekiuritizacijos panaudojimas suteiktų naudos šalies ekonomikai. Atsižvelgus į minėtus aspektus, išskirti šie disertacijos empirinio tyrimo **uždaviniai**:

1) Išanalizuoti sekiuritizacijos vystymo Lietuvoje makroekonominės prielaidas. Vertinamas Lietuvoje veikiančių bankų poreikis taikyti sekiuritizaciją ir aptariami galimi neigiami sekiuritizacijos panaudojimo makroekonomikos aspektai. Detaliau bus analizuojama:

- *Šalies BVP ir kredito išteklių ryšys bei jo svarbumas.* Kredito ištekliai ir jų pokyčiai gali turėti ir teigiamos, ir neigiamos įtakos ekonomikos augimui. Sekiuritizacija yra priemonė, sudaranti galimybes padidinti banko turimus finansinius išteklius tolesniam kreditavimui vykdyti. Tad jeigu šalies ekonomikos augimui yra itin svarbūs kreditų srautai, sekiuritizacija tokiai valstybei galėtų būti naudinga siekiant paskatinti ekonomikos augimą.

- *Bankų sektoriaus vaidmuo Lietuvos ekonomikoje.* Bankai, būdami finansiniais tarpininkais tarp pinigų taupančios ir norinčios juos investuoti visuomenės dalies, yra labai svarbi ekonominės struktūros grandis. Ypač tai aktualu besiskolinančių subjektų požiūriu. Jeigu šalyje nėra gerai išvystytos kapitalo rinkos, tuomet bankinė sistema iš esmės lieka vienintele papildomų finansų pritraukimo galimybe. Dar didesni ekonominiai iššūkiai kyla valstybei, kurios bankų sistema priklauso nuo užsienio kapitalo. Todėl svarbu išanalizuoti, ar sekiuritizacija Lietuvoje reikalinga kaip bankų finansinius išteklius papildanti priemonė.

- *Sekiuritizacijos įtaka palūkanų normos ir kreditavimo apimčių santykiui.* Sekiuritizacija gali turėti įtakos palūkanų normos ir kreditavimo apimčių santykiui šalyje, kadangi centrinio banko nustatomos palūkanų normos tampa lengviau išvengiamu centrinio banko įrankiu, nes bankai finansinių išteklių tolesniam kreditavimui gali gauti ne tik pritraukdami indėlius, bet ir leisdami turtu padengtus vertybinius popierius. Tad būtina įvertinti, kiek platesnis sekiuritizacijos taikymas gali pakeisti palūkanų normos ir kreditavimo apimčių koreliaciją.

2) Išanalizuoti sekiuritizacijos vystymui Lietuvoje svarbius finansų rinkos aspektus. Nagrinėjama Lietuvos finansų rinkos struktūra, kapitalo rinkos gylis, pagrindiniai kapitalo rinkos dalyviai ir šios rinkos tinkamumas sekiuritizacijai plėtoti. Detaliau bus analizuojami šie aspektai:

- *Lietuvos kapitalo rinkos siūlomos finansavimosi galimybės.* Šalyse, turinčiose išvystytą kapitalo rinką, sekiuritizacija yra gana svarbus įmonių, o taip pat ir bankų veiklos finansavimosi šaltinis. Atlikus tyrimą, nagrinėjama, ar

sekiuritizacija Lietuvoje veikiantiems bankams gali būti gera alternatyva indėliams ir motininių bankų teikiamiems finansiniams ištekliams.

- *Lietuvos institucinių investuotojų analizė.* Sekiuritizacijos plėtrai įtakos turi šalies investuotojų galimybės įsigyti išleidžiamus turtu padengtus vertybinius popierius, todėl nagrinėjama Lietuvos institucinių investuotojų struktūra ir jų potencialios galimybės įsigyti didesnes turtu padengtų vertybinių popierių apimtis.

3) Įvertinti Lietuvos teisinės bazės pritaikymą sekiuritizacijai atlikti. Tinkama teisinė bazė yra būtina prielaida sekiuritizacijos ir bet kokios kitos priemonės plėtrai, todėl disertacijoje detaliai analizuojama:

- *Nebalansinės (tikrosios) sekiuritizacijos vykdymo Lietuvoje teisinės galimybės.* Nagrinėjami pagrindiniai sekiuritizacijos mechanizmo elementai: specialios paskirties įmonės steigimas ir apsauga nuo bankroto, turto perdavimas iš iniciatoriaus specialios paskirties įmonei ir kt.

- *Balansinės sekiuritizacijos (padengtų obligacijų) reguliavimas Lietuvoje.* Padengtos obligacijos yra speciali sekiuritizacijos forma, pasaulyje pripažįstama kaip viena saugiausių, savo patikimumu prilygstanti valstybių skolos vertybiniams popieriams. Šios rūšies sekiuritizacijos plėtra Lietuvoje galėtų būti pradžia ir kitų sekiuritizacijos formų naudojimui. Tyrime nagrinėjama, kaip, atsižvelgus į ES standartus, teisiškai sureguliuotas padengtų obligacijų leidimas Lietuvoje.

4) Įvertinti sekiuritizacijos taikymo Lietuvoje ekonominį naudingumą. Siekiant statistiškai patikimai įvertinti sekiuritizacijos taikymo naudingumą Lietuvos ekonomikai, atlikta atitinkamų duomenų statistinė analizė:

- *Statistinis BVP ir paskolų ryšio Lietuvoje įvertinimas.* Sekiuritizacija naudinga ekonomikai kaip papildomas kredito išteklius, tad, norint įvertinti sekiuritizacijos naudingumą, visų pirma reikia įvertinti koks yra ryšys tarp šalies BVP ir kredito išteklių.

- *Sekiuritizacijos naudingumo BVP augimui įvertinimas.* Parinkus BVP ir kredito išteklius nusakantį statistiškai patikimą modelį, kiekybiškai vertinama papildomų kredito išteklių, kuriuos Lietuvoje veikiantys bankai

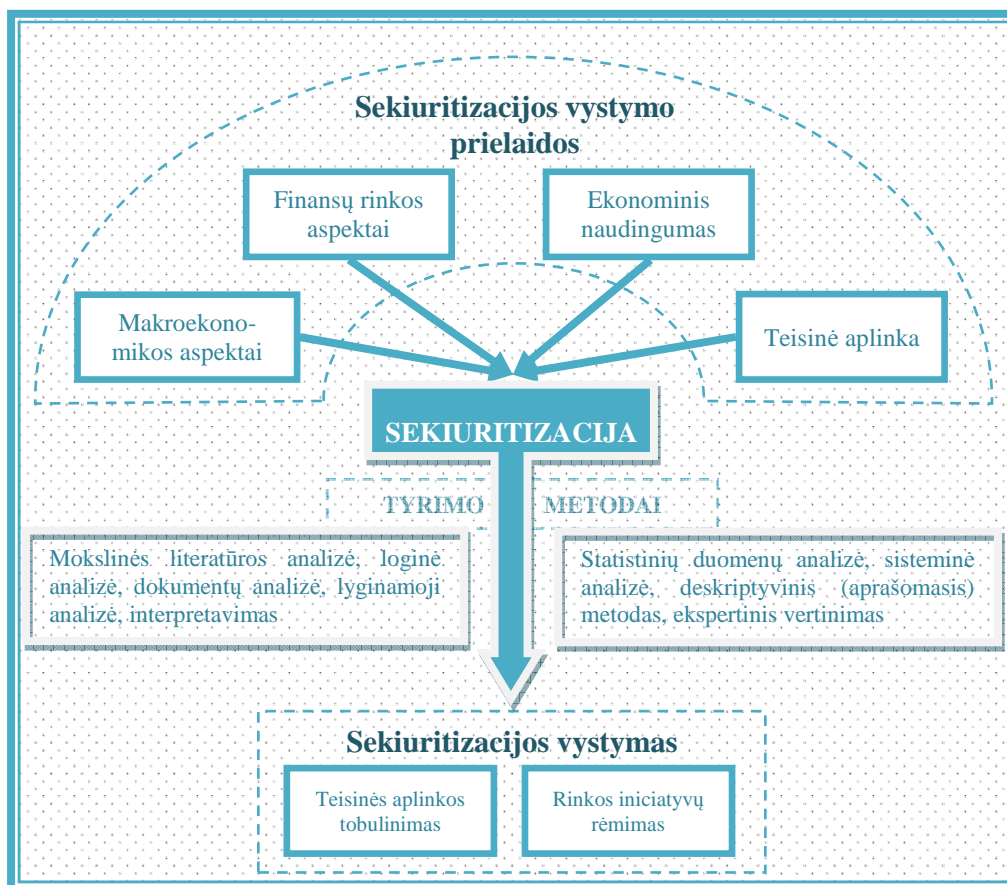
galėtų gauti sekiurituodami dalį savo turto, BVP augimo potencialu išreiškiama nauda Lietuvos ekonomikai.

5) Pasiūlyti ir išanalizuoti būdus, kuriais Lietuvoje galėtų būti vystoma sekiuritizacija. Analizuojamos šios galimybės:

- *Teisinės aplinkos tobulinimas.* Įvertinus užsienio šalių patirtį sekiuritizacijos teisinio reguliavimo srityje, siekiama įvardinti tuos Lietuvos teisinės sistemos aspektus, kurie turėtų būti tobulinami tam, kad sekiuritizacijos vykdymas Lietuvoje teisiniu požiūriu taptų įmanomas ir patrauklus.

- *Savanoriškų iniciatyvų rėmimas.* Analizė parodė, kad yra daug pasaulio valstybių, vienaip ar kitaip skatinančių sekiuritizacijos vykdymą šalyje. Todėl pasinaudojus geriausia kitų šalių praktika bus nagrinėjamos ir siūlomos sekiuritizacijos rėmimo Lietuvoje formos ir mechanizmai.

Įvertinus disertacijos pagrindinį tikslą ir uždavinius, 38 paveiksle pateikiamas **tyrimo modelis**.



38 pav. Disertacijos tyrimo modelis⁴⁵

Kaip matyti iš disertacijos tyrimo modelio, atliekamą tyrimą pagal iškeltus uždavinius galima išskirti į dvi kryptis: sekiuritizacijos Lietuvoje vystymo prielaidų analizė ir sekiuritizacijos vystymo krypčių tyrimas. Remiantis disertacijos tikslu ir uždaviniais, suformuluoti šie **ginamieji teiginiai**:

1 ginamasis teiginys: Lietuvoje veikiantiems bankams yra reikalingi indėliams ir motininių bankų ištekliams alternatyvūs finansavimosi šaltiniai. Šio ginamojo teiginio analizė paremta bankų balansų analize bei jo kaita. Siekiant įvertinti bankų poreikį papildomiems veiklos finansavimo šaltiniams, būtina įvertinti ir šių kredito išteklių paklausą, tai yra bankų paskolų portfelio raidą.

2 ginamasis teiginys: Sekiuritizacijos panaudojimas Lietuvoje neturėtų žymiai įtakoti palūkanų normos ir kreditavimo apimčių santykio.

⁴⁵ Sudaryta autorės

Sekiuritizacija dažnai mažina centrinio banko galimybes daryti įtaką šalyje veikiančių bankų skolinimo sprendimams, kadangi centrinio banko nustatomas palūkanų normos lygis tampa nebevieninteliu bankų tolesnio kreditavimo sprendimus lemiančiu veiksniumi. Nagrinėjama, ar sekiuritizacijos naudojimas Lietuvoje galėtų turėti įtakos palūkanų normos ir kreditavimo apimčių santykiui.

3 ginamasis teiginys: Sekiuritizacijos panaudojimas Lietuvoje teigiamai paveiktų BVP augimo tempus. Siekiant įvertinti, ar ginamasis teiginys yra teisingas, disertacijoje atliekama dėl sekiuritizacijos mechanizmo panaudojimo atsiradusių papildomų kredito išteklių poveikio BVP augimo tempams analizė.

Disertacijoje, vykdant išsikeltą tikslą, naudojami šie pagrindiniai **tyrimo instrumentai**:

- *Pirminių ir antrinių šaltinių analizė.* Siekiant įvertinti teisinę aplinką ir išnagrinėti Lietuvos finansų rinkos galimybes panaudoti sekiuritizacijos mechanizmą, nagrinėjami įstatymai, kiti teisės aktai, taip pat Lietuvos finansų rinkos statistiniai duomenys bei kiti antriniai šaltiniai (kitų šalių patirtis sekiuritizacijos srityje ir kt.). Pirminiai ir antriniai duomenys analizuojami remiantis ekspertiniu vertinimu, analogijomis ir statistika (koreliacijomis, vidurkiais, sklaidos diagramomis ir kt.).

- *Statistinių modelių panaudojimas.* Vienas iš disertacijos uždavinių – pagal atsiradusių papildomų kredito išteklių poveikį įvertinti galimą sekiuritizacijos poveikį Lietuvos BVP. Siekiant prognozuoti BVP pokyčius, panaudotas tiesinės autoregresijos modelis, pažingsninės regresijos metodai, sudarytos regresijos statistinio patikimumo vertinimas, dalinės koreliacijos koeficientai.

Tolesniame skyriuje atliekamas tyrimas, kurio rezultatais remiantis, įvykdomi išskelti uždaviniai bei pagrindžiami arba paneigiami disertacijos ginamieji teiginiai.

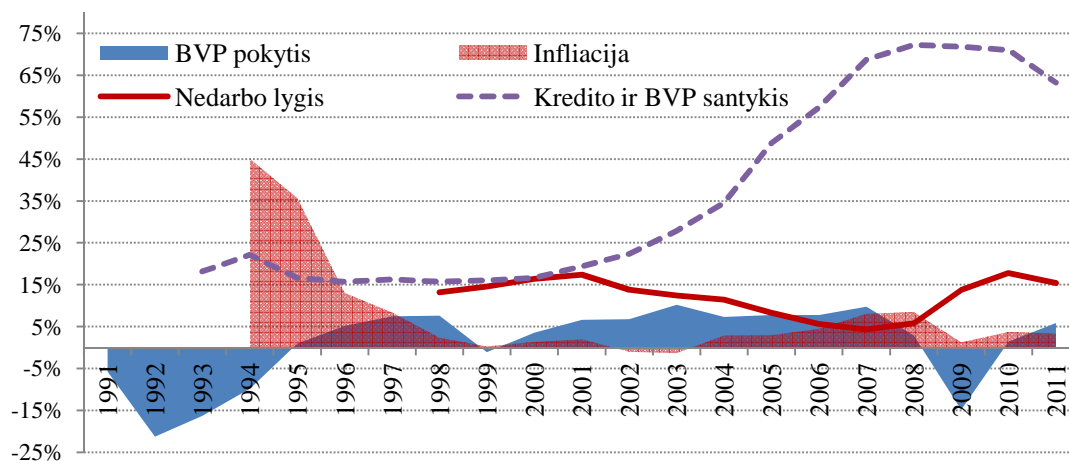
4.2. SEKIURITIZACIJOS VYSTYMO ASPEKTAI LIETUVOJE

Lietuvoje sekiuritizacijos mechanizmas iki šiol buvo panaudotas tik vieną kartą 2004 m. vienam bankui išleidus būsto paskolomis padengtas obligacijas. Sekiuritizacijos mechanizmas buvo sudarytas remiantis specialiu teisės aktu – Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatymu. Šis įstatymas reguliuoja tik padengtų obligacijų, įstatyme vadinamų hipotekinėmis obligacijomis, emisiją. Kitų turto rūšių ar struktūrų sekiuritizacija Lietuvoje iki šiol realiai nebuvo panaudota. Sekiuritizacijos atlikimui įtakos turi ne tik teisinė aplinka, bet ir makroekonomikos aspektai, tai yra, ar šalies ekonomikai yra reikalingi papildomi kredito ištekliai, finansų rinkos aspektai bei kitos tam tikros rinkos sekiuritizacijos atlikimo paskatos bei kliūtys. Toliau skyriuje, remiantis disertacijos tyrimo modeliu ir iškeltais disertacijos uždaviniais, analizuojamos sekiuritizacijos vystymo prielaidos Lietuvoje.

4.2.1. MAKROEKONOMIKA

Nagrinėjant sekiuritizacijos plėtros Lietuvoje galimybes, visų pirma būtina apžvelgti Lietuvos ekonomikos situaciją taip įvertinant sekiuritizacijos poreikį rinkai. Taigi, šiame poskyryje siekiama *išanalizuoti sekiuritizacijos Lietuvoje vystymą makroekonomikos aspektu*, tai yra įvertinti *BVP ir kredito išteklių* ryšį Lietuvoje.

39 paveiksle pateikiami svarbesni Lietuvos makroekonominiai rodikliai.



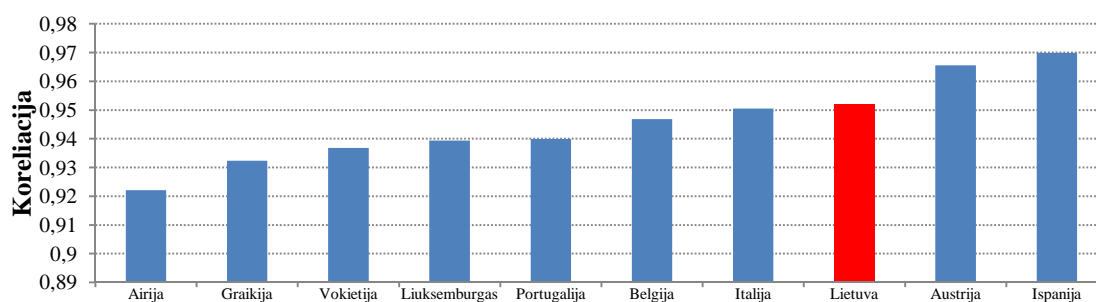
39 pav. Kai kurie Lietuvos ekonomikos rodikliai 1991–2011 m.⁴⁶

Lietuvos ekonomikos augimas nuo pat nepriklausomybės buvo gana nepastovus. Pirmaisiais nepriklausomybės metais, ūkiui dar tik bepradedant persitvarkyti į rinkos ekonomikos struktūrą, BVP augimo tempai buvo stipriai neigiami. Sąlygas dar labiau apsunkino 1995–1996 m. šalį užklupusi bankų krizė, dėl kurios prireikė žlungančių bankų gelbėjimui mokesčių mokėtojų pinigų. Tuo pačiu metu ekonomika kentė ir nuo hiperinfliacijos, paralyžiuojančios ūkį ir užsienio prekybą. Ekonomikai išsibėgėti 1997–1998 m. sutrukdė Rusijos ir Azijos krizės, nors, kita vertus, tai buvo postūmis Lietuvos pramonei perorientuoti savo gamybą ir prekybą nuo NVS šalių prie ES taip dedant pamatus būsimai narystei ES ir ekonominei integracijai su bloko narėmis. Nuo 2000 m. prasidėjęs ekonominis augimas tęsėsi iki pat 2008 m. ir vidutiniškai siekė 7,5% per metus. Vis tik tuo pačiu metu, nuo 2004 m. augę infliacijos tempai neatsiliko. Kainų didėjimas šiuo laikotarpiu aiškintinas kainų lygio prisitaikymu prie ES kainų lygio. Pasaulyje 2007 m. vasarą prasidėjusi finansų krizė Lietuvos makroekonomikos rodikliuose pradėjo atsispindėti maždaug po metų. Prasčiausi Lietuvos ekonomikai buvo 2009 m., kuomet BVP krito beveik 15% – daugiausiai nuo 1993 m. Vis tik vėliau BVP pokytis vėl tapo teigiamas: 2010 m. jis siekė 1,4%, 2011 m. – 5,9%. Nors lūkesčiai dėl ekonominės padėties buvo didesni, ypač 2010 m., galima teigti, kad įvertinus

⁴⁶ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos statistikos departamento ir Lietuvos banko duomenimis

sudėtingą situaciją pasaulyje ir ypač kai kuriose euro zonos ekonomikose, Lietuvos atsigavimas yra santykinai stiprus. Dar vis didelį ekonomikos atsigavimo potencialą rodo ir tai, jog nedarbo lygis 2010 m. išliko didelis – 15,4%, toks pats kaip ir 2001 m. Jeigu nebūtų buvę didelių migracijos srautų po 2004 m., šiuo metu tikriausiai būtų dar aukštesnis nedarbo lygis ir didesnė socialinė įtampa šalyje.

Kredito ir BVP santykio rodiklis ėmė labai augti nuo 2004 m. 1995–2001 m. šis rodiklis siekė 16%, piko metu 2007–2008 m. jis sudarė 72%. Tiesa, krizei prasidėjus, kreditų apimtys ėmė trauktis ir rodiklis sumažėjo 9 procentiniais punktais. Lietuvos ekonomikos augimas nuo 2004 m. neabejotinai buvo gerokai paskatintas kreditavimo augimo: koreliacija tarp Lietuvos BVP ir bankų paskolų portfelio sudaro daugiau nei 0,95. Panaši aukšta BVP ir paskolų portfelio koreliacija stebima ir kitose valstybėse.



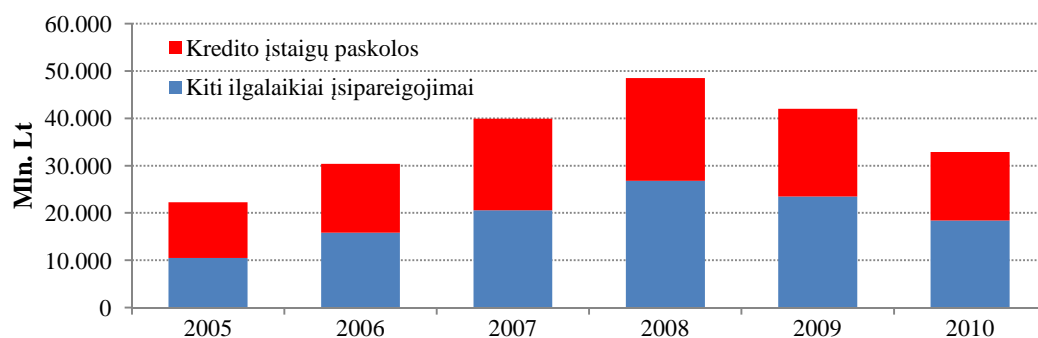
40 pav. BVP ir paskolų portfelio koreliacija skirtingose šalyse (remiantis 1997–2011 m. duomenimis)⁴⁷

Visose dešimtyje 40 paveiksle pavaizduotų valstybių BVP ir paskolų portfelio koreliacija viršija 0,9, o Austrijoje ir Ispanijoje artėja prie vieneto. Didelė BVP ir paskolų portfelio priklausomybė reiškia, kad namų ūkių ir verslo kreditavimas yra vienas svarbesnių ekonomikos variklių.

Lietuvos bankų sektoriaus istorija ir kreditavimas yra ganėtinai trumpi, todėl šalies verslininkai ir fiziniai asmenys dar tik mokosi nuosavus finansinius išteklius subalansuotai papildyti bankų paskolomis. Tačiau kitų 40 paveiksle pavaizduotų šalių ekonominė istorija siekia gerokai ilgesnį laikotarpį, kurio

⁴⁷ Sudaryta autorės, remiantis Eurostat, Lietuvos statistikos departamento ir Lietuvos banko duomenimis

metu ekonomikos priklausomybė nuo kreditų srautų nuolat didėjo. Tuo remiantis galima daryti išvadą, kad ir Lietuvos ekonomika kuo toliau, tuo labiau remsis kredito ištekliams. Todėl valstybei ir finansų rinkos dalyviams Lietuvoje būtina ieškoti alternatyvių būdų kaip papildyti bankų finansinius išteklius. Lietuvos verslo priklausomybę nuo bankų paskolų iliustruoja įmonių ilgalaikių įsipareigojimų struktūra (41 pav.).



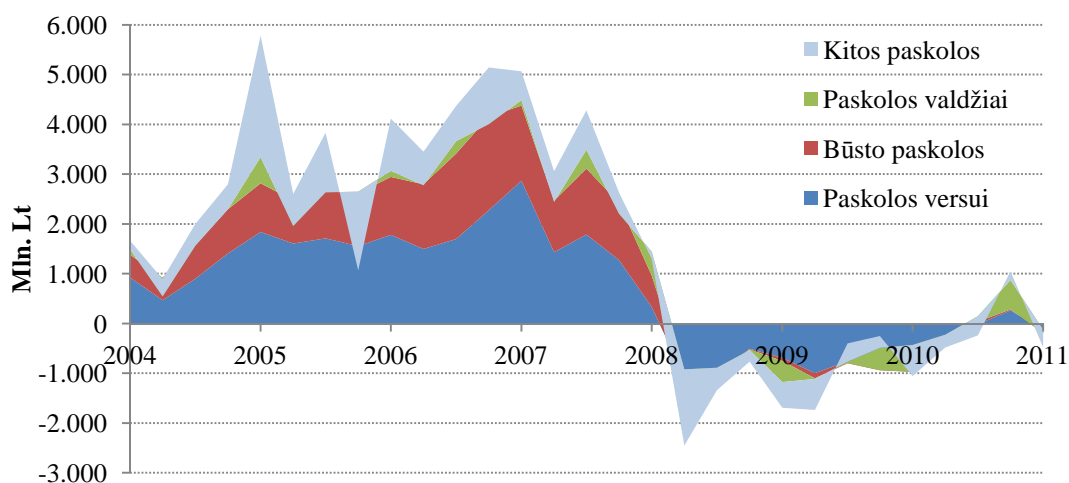
41 pav. Lietuvos įmonių ilgalaikiai įsipareigojimai 2005–2010 m.⁴⁸

Lietuvos įmonių ilgalaikiai įsipareigojimai apima bankų paskolas, ilgalaikes skolas tiekėjams, gautus išankstinius apmokėjimus, atidėtus mokesčius, išleistus skolos vertybinius popierius ir kitas mokėtinas sumas. Per 2005–2008 m. laikotarpį visi įmonių ilgalaikiai įsipareigojimai padidėjo daugiau nei dvigubai. Paskolos iš kredito įstaigų 2008 m. buvo padidėjusios iki 22 mlrd. Lt. Vis tik jau 2010 m. pabaigoje paskolų kiekis sumažėjo ir tesiekė 14,5 mlrd. Lt. Toks 35% paskolų sumažėjimas neabejotinai turėjo įtakos Lietuvos įmonių galimybėms vystyti verslą ir išgyventi recesijos laikotarpį. Įmonių į apyvartą išleisti skolos vertybiniai popieriai analizuojamu laikotarpiu vidutiniškai sudarė kiek daugiau nei 100 mln. Lt. Tai reiškia, kad įmonės iš esmės rėmėsi tik bankų finansavimu, o kapitalo rinka Lietuvoje kol kas įmonėms nėra patraukli finansiniams ištekliams pritraukti.

Būtinybę ieškoti būdų kaip papildyti bankų finansinius resursus ypač sudėtingais ekonomikai periodais skatina ir tai, kad ekonomikos atsigavimas be kreditų srauto atsigavimo yra gerokai lėtesnis ir silpnesnis.

⁴⁸ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos statistikos departamento duomenimis

42 paveiksle parodytos Lietuvos bankų naujai suteikiamų paskolų apimtys.



42 pav. Kredito įstaigų naujai suteiktos paskolos 2004–2011 m.⁴⁹

Matyti, kad nuo 2008 m. Lietuvos kredito įstaigų suteikiamų paskolų augimas yra neigiamas, jis kiek padidėjo tik 2011 m. antrojoje pusėje, tačiau daugiausiai valdžios sektoriui. Būsto paskolų suteikimo tempai 2009–2011 m. yra neigiami, o 2007–2008 m. šių paskolų prieaugis sudarydavo daugiau nei 1 mlrd. Lt per ketvirtį. Ir paskolų verslui tempai, 2007–2008 m. sudarė 1,8 mlrd. per ketvirtį, 2011 m. pabaigoje dar vis išliko neigiami.

Viena iš priežasčių, kodėl Lietuvos ekonomika po krizės atsigauna sunkiau, yra vis dar neatsigaunantys kreditų srautai. Remiantis statistika, tik apie 20% valstybių krizę įveikia net ir neatsigavus kreditu srautams (Abiad ir kt., 2011). Jeigu pirmuosius trejus metus po recesijos kredito augimo srautai yra neigiami, manoma, kad ekonomika atsigavo be kredito. Toks ekonomikos atsigavimas – BVP augimas be kredito augimo – dar vadinamas *Fenikso stebuklu*. Vis tik staigūs ekonomikos atsigavimo tempai be kreditų yra gana retas reiškinys ir dažniausiai ekonomikos augimas būna gerokai lėtesnis. Tyrimai rodo, kad be kredito srautų atsigavimo gamybos apimčių augimas būna vidutiniškai trečdaliu mažesnis, t. y. lėtesnis. Tos šalys, kurios kaip ir

⁴⁹ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko duomenimis

Lietuva, prieš recesiją buvo priklausomos nuo išorinių kapitalo srautų, atsigaua dar lėčiau (Abiad ir kt., 2011).

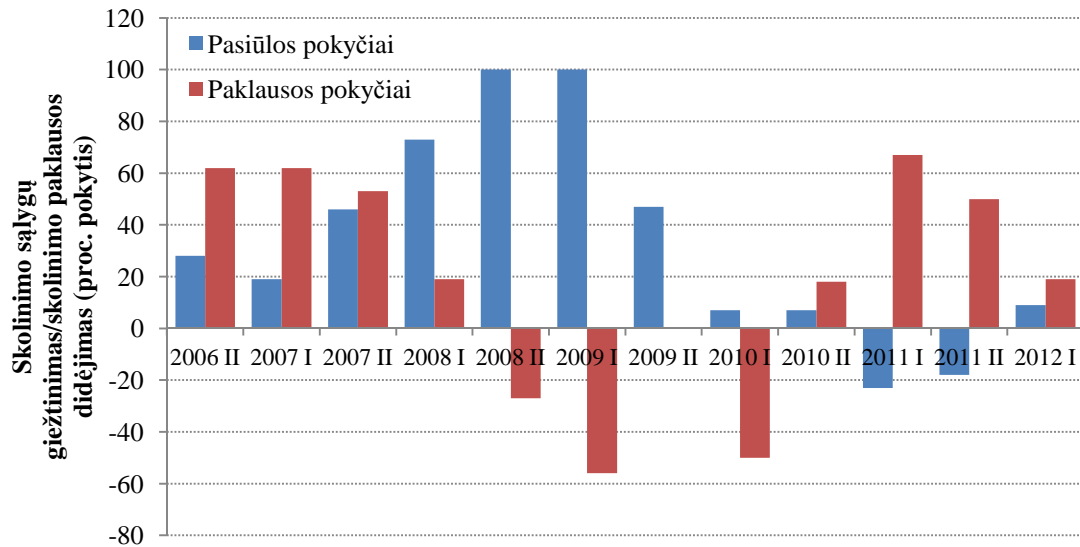
Viena iš krizės kilimo Lietuvoje priežasčių buvo kredito bumai, sukėlus nekilnojamojo turto kainų kilimą bei didelę vidaus paklausą, finansuojamą skolintomis lėšomis. Taigi, nesaikingas ir neatsakingas skolinimas gali sukelti ir nemažų neigiamų ekonominių pasekmių. Sekiuritizacija, papildydama kredito įstaigų kredito išteklius, taip pat gali daryti įtaką kredito burbulo susidarymui. Todėl būtina užtikrinti, kad kredito įstaigos skolintų atsakingai. To svarbu siekti ne tik dėl kredito bumų padarinių makroekonomikai, bet ir norint apsaugoti vartotojus nuo per didelio įsiskolinimo. Tikėdamasis įgyvendinti šiuos tikslus, 2011 m. rugsėjo 1 d. Lietuvos bankas patvirtino Atsakingo skolinimo nuostatas, kuriomis, siekiant sumažinti kredito įstaigų sektoriaus sistemine riziką, nesubalansuotus nekilnojamojo turto kainų pokyčius, pernelyg spartaus kreditų portfelio augimo ir perteklinės rizikos koncentracijos riziką, norint apsaugoti vartotojus nuo per didelės finansinių įsipareigojimų naštos ir ugdyti atsakingo skolinimosi įpročius bei taip užtikrinti visos finansų sistemos stabilumą, skatinama atsakinga kredito įstaigų skolinimo praktika, rinkos drausmė ir veiklos skaidrumas (Atsakingo, 2011). Pagrindiniai Atsakingo skolinimo nuostatų elementai yra kredito dydžio ir įkeisto turto vertės santykio (angl. *loan-to-value ratio*) apribojimas iki 15%, bei skolininko visų įsipareigojimų ir pajamų santykio (angl. *debt-to-income*) apribojimas iki 40%. Minėti atsakingo skolinimo principai nubrėžia rinkos standartą ir yra naujo kredito bumų kilimo prevencija.

Tarp BVP ir kredito srautų yra neabejotinas ryšys. Kredito srautai didina BVP augimo potencialą, o taip pat ir lengvina ekonomikos atsigavimą po recesijos. Vis tik reikia užtikrinti, kad skolinimas vyktų atsakingai, nes kitaip gali kilti kredito bumų grėsmė. Analizė ir Lietuvos statistiniai duomenys patvirtina kredito srautų svarbą šalies ekonomikai. Todėl galima daryti išvadą, kad sekiuritizacijos mechanizmo vystymas Lietuvoje, be kita ko, galėtų būti vertinamas kaip makroekonomikos priemonė, skatinanti ūkį atsigauti ir toliau vystytis.

Paklausos įtaka kreditų srautams yra kitas aktualus aspektas nagrinėjant BVP augimo galimybes, paremtas kredito srautais. Įtaką ekonominiam augimui sekiuritizacija gali padaryti per padidėjusią kredito išteklių pasiūlą. Tačiau kredito išteklių srautus ekonomikai lemia ne tik pasiūlos, bet ir paklausos veiksniai. Pavyzdžiui, po 2007 m. kilusios krizės stipriai sumažėjus realiam ekonominiam aktyvumui, su finansinėmis problemomis susidūrus ne tik bankams, bet ir valstybėms, daugumoje nuo krizės nukentėjusių valstybių stipriai sumažėjo kredito srautai verslui ir namų ūkiams. Mokslinėje literatūroje gana daug diskutuojama ar šiuos kredito srautų pokyčius nulėmė silpna pasiūlos, ar paklausos pusė. Ir nors kredito srautui įtakos turi ne tik paklausa, dauguma tyrėjų priėjo išvados, kad didesnę įtaką sumažėjusiems kredito srautams turi silpna pasiūlos pusė, tai yra, prasta bankų kapitalo ir likvidumo pozicija, varžanti bankų galimybes vykdyti skolinimo veiklą (Jimenez ir kt., 2012; Campello ir kt., 2010). Savo ruožtu maža kreditų pasiūla apsunkina ekonomikos atsigavimą, nes mažiau tikėtina, kad įmonės, neturėdamos pakankamai finansinių išteklių, investuos į gamybos, technologijų ar personalo plėtrą. Tuo tarpu pagrindiniai veiksniai, įtakojantys kreditų paklausos sumažėjimą, yra bendro ekonominio aktyvumo kritimas bei didelis prieš krizę akumuliuotas įmonių įsiskolinimo kredito įstaigoms lygis (Holton ir kt., 2012).

Kadangi bankų finansinė padėtis turi itin reikšmingos įtakos kreditų pasiūlai, bankų reguliavimo pasikeitimai diegiant *Bazelio III* taisykles, kuriomis bankams nustatomi griežtesni kapitalo ir likvidumo reikalavimai, turėtų užtikrinti, kad kitos krizės metu bankų padėtis būtų stipresnė ir jie būtų pajėgūs ekonomiką aprūpinti reikiamais kredito ištekliais net ir nuosmukio metu (Jimenez ir kt., 2012).

Lietuvos banko periodiškai atliekamų apklausų duomenimis Lietuvoje kredito srautą taip pat labiau varžo pasiūlos, o ne paklausos veiksniai (43 pav.).



43 pav. Paskolų įmonėms paklausos ir pasiūlos pokyčiai Lietuvoje 2006–2011 m.⁵⁰

Kaip matyti 43 paveiksle, nuo 2006 iki 2008 m. vidurio skolinimo sąlygos Lietuvoje griežtėjo kartu su skolinimo paklausos didėjimu. Tai reiškia, kad didėjant kreditų paklausai bankai taikydavo vis griežtesnes paskolų teikimo sąlygas (didesnes palūkanų normas, didesnius užstato reikalavimus ir pan.). Kreditavimo sąlygų griežtėjimas dėl augančios paskolų paklausos yra ekonomine logika pagrįstas procesas. Tačiau nuo 2008 m. antros pusės pasireiškus pirmiesiems krizės ženklams, kreditų pasiūla ėmė stipriai mažėti (kreditų suteikimo sąlygos ėmė griežtėti), atitinkamai dėl didėjančio neapibrėžtumo dėl ateities paskolų paklausa taip pat ėmė mažėti. Tačiau jau nuo 2010 m. antrosios pusės kreditų paklausa pradėjo vėl didėti, kas reiškia, jog įmonės Lietuvoje pradėjo svarstyti plėtros arba aktyvesnės veiklos galimybes. Nepaisant to, kad indėlių kiekiai bankų sistemoje analizuojamu laikotarpiu buvo rekordiniai, bankų paskolų pasiūla (kreditų suteikimo standartai) ir toliau griežtėjo iki pat 43 paveiksle analizuojamo laikotarpio pabaigos. Tai reiškia, kad kreditų paklausos ir pasiūlos tendencijos išsiskyrė

⁵⁰ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko duomenimis. Lietuvos banko duomenys remiasi bankų vadovų apklausomis (ekspertiniu vertinimu)

įmonių nenaudai: nors paskolų paklausa augo, bankai nebuvo linkę švelninti kreditavimo sąlygų.

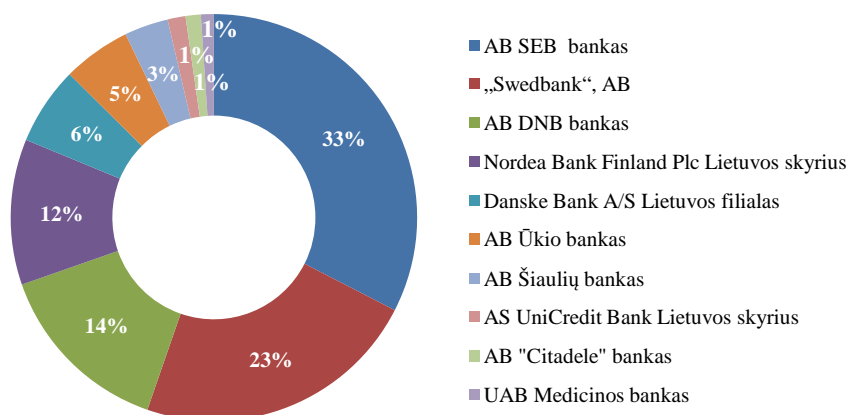
Kita vertus, Lietuvos banko apklausos taip pat rodo, kad didžioji įmonių prašymų dalis paskolinti ar pakeisti esamų paskolų sutarčių sąlygas yra patenkinama. Be to, įmonių vertinimu, bent 2011–2012 m. mažas bankų paskolų prieinamumas nėra labai reikšmingai veiklą ribojantis veiksnys (Bankų, 2012).

Taigi Lietuvoje, kaip ir kitose šalyse, kredito srautų kiekiui didesnės įtakos turi pasiūlos, o ne paklausos veiksniai. Todėl sekuritizacijos pagalba padidėję bankų kredito išteklių galėtų prisidėti prie ekonominio aktyvumo Lietuvoje atkūrimo.

Bankų sektoriaus vaidmuo Lietuvos ekonomikoje yra kitas svarbus sekuritizacijos vystymo Lietuvoje aspektas. Lietuvos BVP ir paskolų portfelio sąryšio analizė atskleidė, kad kreditų išteklių yra labai svarbūs Lietuvai, o ateityje jų svarba dar labiau didės. Tai pagrindžia būtinybę ieškoti būdų kaip užtikrinti, kad kreditų srautas būtų pastovus ir pakankamas ekonomikos augimui palaikyti. Todėl stipraus ir tvaraus finansų sektoriaus vystymas turėtų tapti vienu svarbiausių šalies ekonominės politikos objektų.

Vienas esminių šiandienos Lietuvos finansų sektoriaus bruožų yra užsienio kapitalo bankų dominavimas. Iki bankų krizės 1995–1996 m. ir Rusijos krizės 1998 m. Lietuvoje gana didelę dalį bankų sektoriaus užėmė vietinio kapitalo bankai, o bankų krizės metu teko keletą jų finansiškai paremti. Minėtos krizės paskatino konsolidaciją bankų sektoriuje ir valstybinių bankų privatizavimą. Tokiu būdu Lietuvos ir kitų Baltijos šalių rinkose įsitvirtino užsienio kapitalo (daugiausiai Skandinavijos šalių) bankai, pavyzdžiui, 1997 m. Lietuvoje veikė 12 bankų, 4 iš jų buvo valdomi užsienio investuotojų. Užsienio kapitalo valdomų bankų kapitalas sudarė 41% visos rinkos (Köhler ir kt., 2006). 2012 m. pradžioje, praėjus nedaug laiko po penkto pagal dydį šalyje veikusio AB banko *Snoras* bankroto, Lietuvoje beliko 4 vietinio kapitalo

bankai iš 11 aktyviai indėlius priimančių bankų. Vietinio kapitalo bankų dalis nesiekė 10%.



44 pav. Lietuvos bankų sektoriaus struktūra pagal valdomą turtą 2011 m.⁵¹

44 paveiksle matyti, kad didieji užsienio kapitalo bankai Lietuvoje užima absoliučiai didžiąją rinkos dalį. Taip pat yra labai didelė rinkos koncentracija: trys didžiausi bankai užima 70% rinkos, o penki didžiausi – 88%. Rinkos koncentracijai matuoti plačiai naudojamas *Herfindahl-Hirschman* indeksas⁵² 2011 m. pabaigoje Lietuvoje sudarė 1966 (Finansinio, 2012). Didelė rinkos koncentracija dar labiau didina ekonomikos priklausomybę nuo kelių šalyje veikiančių bankų. Nemažą dalį rinkos užimantys bankai yra užsienio bankų filialai (*Danske Bank A/S Lietuvos filialas, Nordea Bank Finland Plc Lietuvos skyrius* ir kt.). Filialo teisinė forma reiškia, kad šių bankų riziką ribojančią priežiūrą iš esmės atlieka motininio banko priežiūros institucija, o kredito įstaigas Lietuvoje prižiūrinčio Lietuvos banko vaidmuo prižiūrint bankų filialus ir skyrius, veikiančius Lietuvoje, yra minimalus.

Žinoma, užsienio bankų dominavimas Lietuvos rinkoje turėjo ir turi gana nemažai ir teigiamų pasekmių. Visų pirma, šie bankai galėjo pasiūlyti daugiau kredito išteklių, nei būtų galėję vietiniai bankai, tai patvirtina ir empiriniai tyrimai, įrodantys esant teigiamą ryšį tarp užsienio kapitalo bankų dominavimo

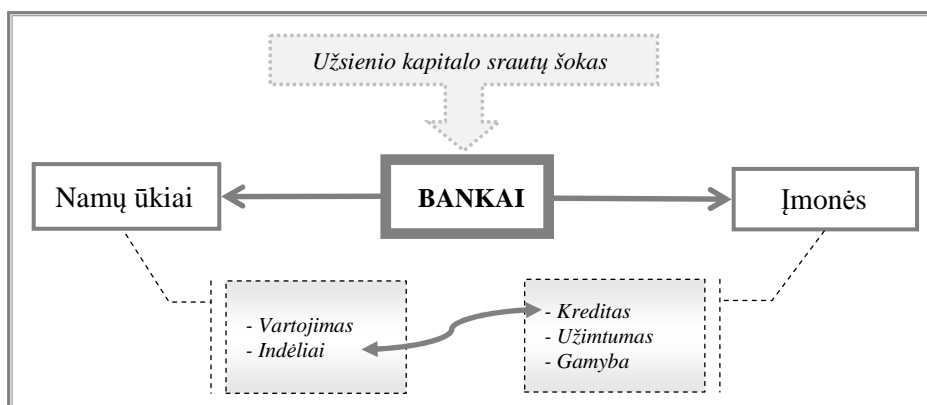
⁵¹ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos bankų asociacijos duomenimis

⁵² *Herfindahl-Hirschman* indekso vertė gal būti nuo 1000. Jeigu indekso reikšmė viršija 1800, manoma, kad rinkos koncentracija yra labai didelė (Köhler ir kt., 2006)

ir kredito srautų (De Haas ir kt., 2006). Užsienio kapitalo bankai galėtų būti mažiau paveikti suprastėjusių šalies ekonominių sąlygų nei vietos kapitalo bankai. Be to, esant didesniai bankų skaičiui, didėja konkurencija, o tai skatina pažangą ir aukštesnę kokybę. Užsienio kapitalo bankai taip pat į šalį atveža kompetenciją, žinias, patirtį, gerą rinkos praktiką (Aydin, 2008).

Šiandien susiklosčiusi ekonominė situacija Lietuvai palanki dar ir tuo, kad Skandinavijos šalių, kuriose įsteigti Lietuvoje veikiančių bankų motininiai bankai, ekonomikos per šią krizę laikėsi gana stabiliai, o tai užtikrino didesnę nuosmukio metu labai svarbų Lietuvos finansų sektoriaus stabilumą. Pavyzdžiui, Latvija prieš krizę turėjo vietinio kapitalo valdoma banką *Parex* (dabar – *Citadele* bankas), kuris pagal indėlių kiekį užėmė pirmąją vietą, o pagal valdomą turtą – trečiąją vietą Latvijos bankiniame sektoriuje (Parex, 2008). Viena vertus, Latvija turėjo mažiau nuo užsienio kapitalo priklausomą bankų sektorių nei Lietuva, tačiau, kita vertus, dėl kilusių finansinių sunkumų ir stiprių akcininkų nebuvimo 2008 m. valstybė turėjo šį banką nacionalizuoti. Nacionalizuotam bankui atstatyti prireikė nemažai finansinių pastangų, todėl Latvija buvo priversta kreiptis tarptautinės pagalbos, kurios bendra suma siekė 7,5 mlrd. eurų (Anderson, 2008). *Parex* banko nacionalizavimas sutrikdė Latvijos finansų sistemą ir pasitikėjimą ja. Taigi, užsienio kapitalo bankų dominavimas Lietuvos bankų sektoriuje padėjo palaikyti šalies finansinį stabilumą.

Tačiau makroekonomikos požiūriu Lietuvoje veikiančys užsienio bankai yra tiesioginis užsienio kapitalo srautų kanalas į Lietuvos ekonomiką. Kapitalo srautų įtakos bankų sistemai ir realiai ekonomikai iliustracija pateikiama 45 paveiksle.



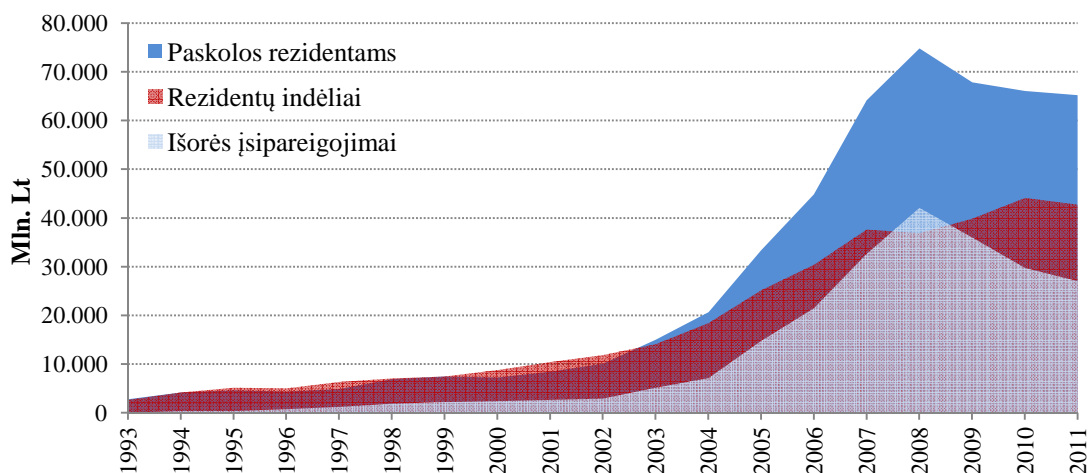
45 pav. **Bankų vaidmuo perduodant kapitalo srautų šokus realiai ekonomikai**⁵³

Ekonomikos artėjimui prie recesijos įtakos turi vartojimo pokyčiai bei kredito prieinamumas. Kaip matyti 45 paveiksle, bankai per kreditavimą, kurį, be kita ko, formuoja užsienio kapitalo srautai, daro įtaką namų ūkiams (jų vartojimui ir indėlių masei) bei verslui, o per verslą – ir visai ekonomikai. Krizės metu kylančios indėlių palūkanų normos didina vartojimo kainą, nes labiau apsimoka taupyti, todėl namų ūkiai pradeda mažiau vartoti. Didėjančios paskolų palūkanų normos mažina kredito prieinamumą, dėl to didėja nedarbas, o gamybos apimtys mažėja. Šiuos poslinkius dažnai sukuria kapitalo srautų pokyčiai, kurie atsispindi kaip bankų turimi finansiniai ištekliai.

Taigi, staigus užsienio kapitalo srautų atsitraukimas iš bankų sistemos kredito pasiūlą gali paveikti dviem būdais. Pirma, pačių srautų sumažėjimas, kurie anksčiau buvo naudojami kreditavimui, reiškia, kad ir kreditų pasiūla sumažės. Antra, padidėjusios indėlių palūkanų normos reiškia, kad ir šis finansavimo šaltinis tampa nebe toks prieinamas. Indėlių palūkanų normų padidėjimas persėja apie padidėjusią bankų riziką, todėl dalis indėlininkų nusprendžia pasiimti savo indėlius, tad bendra indėlių masė sumažėja. Be to, krizės metu mažėja gyventojų pajamos, o kartu – ir santaupos, laikomos bankuose kaip indėliai (Zhou, 2008). Taigi, bankai dar labiau padidina išorinių kapitalo srautų judėjimo šoko poveikį realiai ekonomikai, ypač tokioje mažoje atviroje ekonomikoje kaip Lietuvos. 46 paveiksle pavaizduota Lietuvos bankų

⁵³ Sudaryta autorės, remiantis Zhou, 2008

paskolų, indėlių ir išorės įsipareigojimų dinamika, iliustruojanti išorinių kapitalo srautų poveikį Lietuvos bankų sistemai.

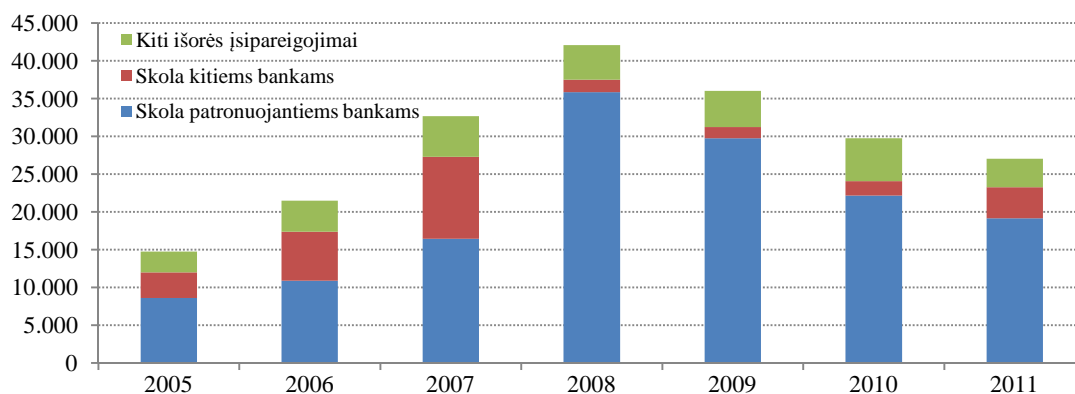


46 pav. **Kai kurie Lietuvos kredito įstaigų balansiniai straipsniai 1993–2011 m.**⁵⁴

Lietuvoje veikiančių bankų suteiktų paskolų rezidentams portfelis iki 2008 m. nuolat augo. Įspūdingiausi augimo tempai buvo 2003–2008 m., kuomet per metus paskolų portfelis vidutiniškai padidėdavo 45%. 2008 m. portfelį sudarė 75 mlrd. Lt, tačiau 2011 m. pabaigoje paskolų portfelis buvo sumažėjęs iki 65 mlrd. Lt. Nors 46 paveiksle nuo 1993 m. iki 2007 m. augo visi trys rodikliai (paskolos, indėliai ir išorės įsipareigojimai), matyti, kad, krizei prasidėjus, paskolų portfelis mažėjo vienodu tempu kaip ir išorės įsipareigojimai, o indėlių apimtys Lietuvos bankinėje sistemoje nuo 2008 m. pradėjo augti. Taigi, paskolų portfelio pokyčiai akivaizdžiai labiau sutapo su išorės įsipareigojimų, o ne su indėlių masės pokyčiais. Tai patvirtina ir koreliacinis ryšys 2007–2011 m.: koreliacija tarp paskolų ir indėlių siekė 0,51, o tarp paskolų ir išorės įsipareigojimų – 0,88. Taigi, paskolų portfelio sumažėjimą Lietuvoje labiausiai paveikia bankų užsienio įsipareigojimų sumažėjimas.

Pažvelgus į 47 paveikslą, matyti, kad didžiąją bankų išorės įsipareigojimų dalį sudaro Lietuvoje veikiančių bankų skolos savo motininiais bankams.

⁵⁴ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko duomenimis



47 pav. Lietuvoje veikiančių bankų išorės įsipareigojimų struktūra 2005–2011 m.⁵⁵

Bankų kitų išorės įsipareigojimų dalis nuo 2008 m. beveik nekito, kitimas matomas tik stebint įsipareigojimus motininiais bankams. Be to, iki 2008 m., kol pinigų srautai iš motininių bankų dar nebuvo tokie dideli, bankai dalį finansavimosi šaltinių pritraukdavo tarpbankinėje rinkoje besiskolindami iš kitų bankų. Iš šių pastebėjimų galima daryti išvadą, kad bankai būtų linkę ieškoti alternatyvių veiklos finansavimosi šaltinių, jeigu esami šaltiniai nebūtų pakankami paskolų paklausai patenkinti. Vis tik bankams reikia laiko savarankiškai prisitaikyti prie pasikeitusios ekonominės aplinkos ir surasti veiklos finansavimosi alternatyvų. Valstybė taip pat galėtų padėti bankams ieškoti finansavimosi alternatyvų remdama atitinkamas iniciatyvas ir sukurdamą tam palankią teisinę aplinką. Turtu padengtų vertybinių popierių leidimas galėtų tapti priemone, kompensuojanti pastaraisiais metais Lietuvoje vyraujančią bankų finansavimosi struktūrą.

Lietuvoje, kurios finansų sistemoje dominuoja bankai, kapitalo srautų poveikis realiai ekonomikai yra itin stiprus. Užsienio kapitalo srautų valdymas yra ganėtinai sudėtingas dėl įsipareigojimų pagal ES teisės aktus užtikrinti laisvą kapitalo judėjimą tarp valstybių narių. Kaip išeitis ir alternatyva dabar Lietuvoje įsitvirtinusi finansų sistemos modeliui yra stiprios kapitalo rinkos vystymas, kur įmonės ir bankai galėtų gauti papildomą finansavimą. Todėl sekuritizacijos vystymą šalyje, be kita ko, galima vertinti kaip būdą pakeisti

⁵⁵ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko ir Lietuvos bankų asociacijos duomenimis

finansų sistemą ir mažinti ekonomikos priklausomybę nuo užsienio kapitalo srautų.

Sekiuritizacija makroekonomikos lygiu dar turi įtakos pinigų politikos efektyvumui, kuris pasireiškia per paskolų kanalą. Todėl, nagrinėjant sekiuritizacijos galimą poveikį Lietuvos ekonomikai, būtina įvertinti ir sekiuritizacijos įtaką *palūkanų normos ir kreditavimo apimčių santykiui*.

Lietuvoje 1994 m. priėmus Lietuvos Respublikos lito patikimumo įstatymą (Žin., 1994, Nr. 24-378), buvo įvestas valiutų valdybos modelis. Tai reiškė, kad iš esmės nebetenkama pinigų politikos priemonių, galinčių daryti įtaką ekonomikai. Tačiau toks netekimas yra tik vienas valiutų valdybos modelio aspektas. Svarbūs yra ir privalumai, kuriuos Lietuva gavo pasirinkusi tokį valiutos kursą. Tai yra kainų ir valiutos kurso stabilumas, palankios aplinkos tarptautinėms investicijoms ir užsienio prekybai kūrimas. Taip pat valiutų valdybos modelis leido minimalizuoti politinę įtaką pinigų kiekiui ir palūkanų normoms. Tokias fiksuoto valiutos kurso sistemas paprastai būtent ir renkasi mažos atviros ekonomikos. Iki 2002 m. bazine valiuta buvo pasirinktas JAV doleris, o nuo 2002 m. – euras. Lito padengimas užsienio valiutos atsargomis visada sudarė gerokai daugiau nei 100%, nuo 1995 m. vidutiniškai jis sudaro 150%. Žemiausiai lito padengimas buvo nukritęs 2008 m. pabaigoje, kuomet siekė 120% (Bendro, 2012). Bet kokios spekuliacijos dėl to, kad Lietuvos bankas gali būti priverstas devalvuoti valiutą, nėra ir negali būti pagrįstos, kol lito padengimas yra pakankamas. Aukštas lito padengimo išlaikymas rodo konservatyvią ir atsargią Lietuvos banko pasirinktą užsienio valiutos atsargų valdymo politiką.

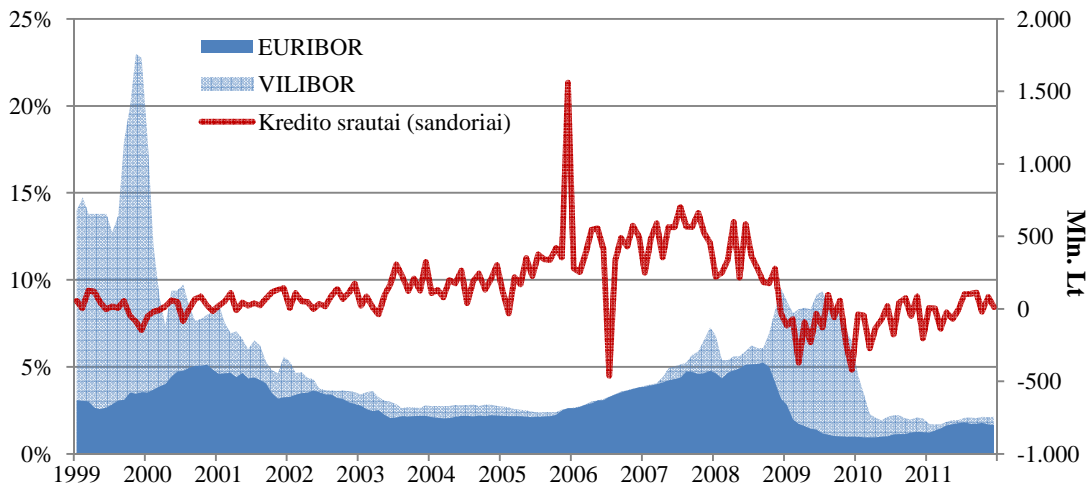
Valiutų valdybos modelis reiškia, kad Lietuvos centrinis bankas negali turėti įtakos pinigų kiekiui, kurį formuoja vietos bankų paklausa ir pasiūla bazinei valiutai. Lietuvos bankas tik yra įpareigotas be apribojimų keisti litus į bazinę valiutą ir atvirkščiai. Lietuvos bankas taip pat nenustatinėja litų palūkanų normos. Vidutinę tarpbankinę palūkanų normą litais (VILIBOR) nustato bankai, o Lietuvos bankas tik ją apskaičiuoja ir skelbia. Lietuvos

įstojimas į ES 2004 m., rengimasis įsivesti eurą ir užsienio kapitalo bankų dominavimas nulėmė, kad didžioji dalis paskolų šalyje yra suteikiama eurais, o ne litais: nuo 2009 m. suteiktų paskolų litais dalis sudaro mažiau nei 30% visų bankų suteiktų paskolų (Pinigų, 2012). Nacionalinės pinigų politikos nebuvimas ir euro dominavimas bankų turte *de facto* reiškia, kad Lietuvoje pinigų politiką formuoja ECB. Svarbu tai, kad *de jure* ECB veikia tik euro zonoje, o pinigų politikos sprendimus derina būtent turėdamas omenyje euro zonos infliacijos tempus bei kitus makroekonomikos rodiklius.

Centrinis bankas įtaką ekonomikai daro pinigų politikos transmisijos kanalais. Tačiau kol kas daugiausiai dėmesio skiriama analizuojant ir tiriant ECB įtaką euro zonos šalių ekonomikoms. Vis tik yra keletas tyrimų, nagrinėjančių ECB pinigų politikos įtaką euro zonoje nesančių, bet jai artimų (ES narystės siekiančių, prisijungusių prie valiutos keitimo mechanizmo II) šalių ekonomikoms. Išvada, kad Vidurio ir Rytų Europos bankai stipriai reaguoja į euro palūkanų normos pasikeitimus ir ganėtinai silpnai reaguoja į nacionalinės valiutos palūkanų normos judėjimus (Schmitz, 2004), pasitvirtino ir atskirai išnaginėjus Lietuvos, Latvijos bei Estijos bankų sektorius (Köhler ir kt., 2006).

Finansų sektoriuje dominuojantys užsienio bankai taip pat yra labiau linkę reaguoti į savo motininių bankų buveinės valstybės centrinių bankų veiksmus nei į priimančios šalies centrinio banko politiką. Užsienio kapitalo bankai taip pat yra aktyvūs tarptautinės kapitalo rinkos dalyviai. Motininiai bankai šias rinkas gali naudoti kapitalui, reikalingam dukterinėms įmonėms pritraukti bei likvidumui palaikyti. Tai taip pat sumažina vietinės pinigų politikos įtaką dukteriniams bankams, nes užsienio kapitalo bankai sugriežtėjusią vietinę pinigų politiką gali kompensuoti persikirstydami kapitalą ar likvidumą grupėje. Motininiai bankai nustato kapitalo kiekį kiekviename dukteriniame banke, t. y. nulemia kreditų, kuriuos gali bankas suteikti, kiekį (Köhler ir kt., 2006). Todėl galima konstatuoti, kad užsienio motininiai bankai apsprendžia kreditų kiekį, kurį gali iškredituoti vietiniai dukteriniai bankai, o tai pagrindžia faktą, kad lito palūkanų normų svyravimas turi mažą įtaką

užsienio kapitalo bankams. 48 paveiksle pateikiami duomenys apie litų ir eurų palūkanų normas bei kreditavimo sandorių svyravimus.



48 pav. **EURIBOR, VILIBOR ir kreditavimo srautai (sandoriai) Lietuvoje 1999–2011 m.**⁵⁶

Nuo 1999 m. iki pat 2009 m. EURIBOR vidutiniškai sudarė 3%, o po krizės ECB ėmusis priemonių ekonomikos augimui palaikyti, EURIBOR vidutiniškai sudaro tik apie 1%. VILIBOR lygis buvo itin aukštas devintojo dešimtmečio pabaigoje (1999 m.), kuomet buvo pasiekti net 23%. Vis tik Lietuvai vis daugiau integruojantis į ES, jau nuo 2002 m. iki 2009 m. abi palūkanų normos laikėsi gana panašiam lygyje, o reikšmingas skirtumas buvo atsiradęs tik 2009 m. ir 2010 m. pirmąjį pusmetį, kuomet buvo išaugęs nepasitikėjimas Lietuvos valstybės finansinėmis galimybėmis vykdyti savo įsipareigojimus. Nepaisant grafike stebimo vizualaus EURIBOR ir VILIBOR lygio panašumo, koreliacija tarp šių palūkanų normų yra tik 0,32. Gana nereikšmingas sąryšis parodo, kad mūsų ekonomikai dar reikia laiko priartėti prie euro zonos ekonominio ciklo. Vertinant Lietuvos bankų sektoriaus reakcijas į palūkanų normas, pastebima, kad Lietuvoje naujai suteikiamų paskolų srautų ir EURIBOR koreliacija yra teigiama ir lygi 0,35, o koreliacija su VILIBOR yra nors ir silpnesnė (-0,24), bet neigiama. Tai reiškia, kad kuo didesnis VILIBOR, tuo mažiau naujų paskolų yra suteikiama. Vis tik

⁵⁶ Sudaryta autorės, remiantis EURIBOR, 2012, Vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX ir Lietuvos banko duomenimis

skolinimo srautai nei nuo lito, nei nuo euro palūkanų normų nepriklauso. Tai reiškia, kad pinigų politikos, vykdomos per palūkanų normos reguliavimą, kurią įgyvendina ECB, efektyvumas ir poveikis skolinimo kanalui Lietuvoje nėra reikšmingas, o Lietuvos rinkos palūkanų norma taip pat iš esmės nedaro įtakos kreditavimo srautams.

Kaip jau aptarta, sekiuritizacijos panaudojimas mažina pinigų politikos efektyvumą realiai ekonomikai dėl skolinimo kanalo poveikio sumažėjimo. Šis reiškinys vertintinas kaip apsunkinantis ekonomikos valdymą bei koregavimą, kurį atlieka valstybės institucijos. Tačiau, kaip parodė analizė, Lietuvoje bankams net ir nenaudojant sekiuritizacijos, palūkanų normos įtaka kreditavimui yra ribota. Taigi, sekiuritizacija Lietuvoje neturėtų turėti itin reikšmingos įtakos palūkanų normos ir kreditavimo apimčių santykiui.

Šiame skyriuje buvo analizuojami sekiuritizacijos Lietuvoje vystymo makroekonomikos aspektai. Iš atliktos analizės galima daryti išvadą, kad Lietuvos BVP atžvilgiu kredito ištekliai yra svarbus augimo šaltinis, todėl sekiuritizacijos panaudojimas galėtų būti naudingas Lietuvos ekonomikai. Šalyje vyraujant užsienio kapitalo valdomai bankų sistemai, bankai, pasinaudodami sekiuritizacija, galėtų pakeisti dalį finansavimosi šaltinių iš turtu padengtų vertybinių popierių gautomis lėšomis, o tai, be kita ko, mažintų šalies priklausomybę nuo užsienio kapitalo srautų bei didintų bankinės sistemos finansavimosi šaltinių diversifikaciją. Platesnis sekiuritizacijos panaudojimas Lietuvoje neturėtų reikšmingai įtakoti palūkanų normos ir kreditavimo apimčių santykio.

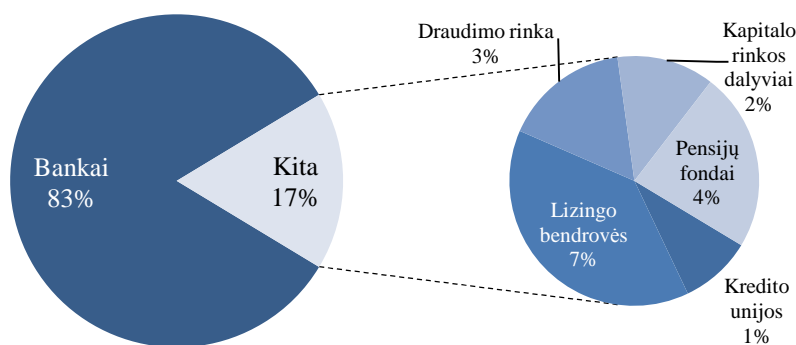
Atlikta analizė leidžia patvirtinti pirmąjį ginamąjį teiginį, kad *Lietuvoje veikiančioms kredito įstaigoms yra reikalingi alternatyvūs indėliams ir motininių bankų ištekliams finansavimosi šaltiniai*. Taip pat patvirtino ir antrasis ginamasis teiginys, kad *sekiuritizacijos panaudojimas Lietuvoje neturėtų žymiai įtakoti palūkanų normos ir kreditavimo apimčių santykio*. Vis tik negalima teigti, kad net ir didelės apimties bankų turto sekiuritizacija neturėtų jokios įtakos bankų reakcijai į ECB nustatomas palūkanų normas. Labiau tikėtina, kad bankų reakcija dėl didelių sekiuritizacijos mastų

susilpnėtų, tai yra bankai taptų atsparesni išorinių veiksnių nulemtiems palūkanų normos pokyčiams.

4.2.2. FINANSŲ RINKA

Sekiuritizacijos vystymui didelę įtaką turi ir šalies finansų rinkos išsivystymo lygis bei struktūra. Todėl vienas iš disertacijos uždavinių yra *išanalizuoti finansų rinkos aspektus, svarbius sekiuritizacijos vystymui Lietuvoje.*

Lietuvoje dominuoja vadinamoji universali bankininkystė, kuomet komerciniai bankai užima didžiąją dalį visos finansų rinkos ir per savo dukterines įmones dominuoja visuose finansų rinkos sektoriuose. Lietuvos finansų rinkos struktūra pavaizduota 49 paveiksle.



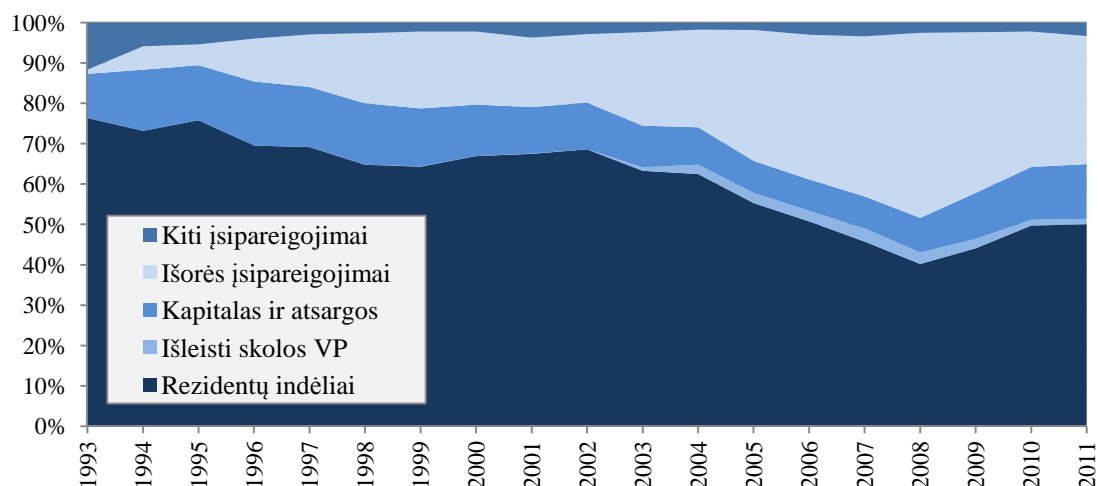
49 pav. Lietuvos finansų sistemos struktūra pagal valdomą turtą 2011 m.⁵⁷

Matyti, kad bankai Lietuvoje sudaro 83% visos finansų sistemos pagal valdomą turtą. Be to, likusią 17% finansų sistemos didelę dalį (7%) sudaro lizingo bendrovės, kurios dažniausiai yra bankų dukterinės įmonės. Draudimo rinkoje taip pat dominuoja bankų įsteigtos draudimo veikla užsiimančios bendrovės. Vis didėjančią dalį rinkos užima pensijų fondai, gaunantys įmokas iš Valstybinio socialinio draudimo fondo. Kapitalo rinkos dalyviai – finansų maklerio įmonės, valdymo įmonės, finansų patarėjo įmonės ir pan. – užima vos 2% Lietuvos finansų sistemos.

⁵⁷ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko duomenimis

Atsižvelgiant į finansų sistemos struktūrą, Lietuvoje nenuostabu, kad ekonomikos vystymuisi ir verslo plėtrai daugiausiai įtakos turi būtent bankai ir jų elgesys. Tuo tarpu kapitalo rinka ir kiti finansų rinkos segmentai kol kas nėra pakankamai išvystyti. Tokia finansų sistemos struktūra nulemia, kad Lietuvos ekonomika ir atskirų verslo subjektų veiklos bei plėtros galimybės finansavimo pritraukimo požiūriu labiausiai yra priklausomos nuo bankų kreditavimo.

Bankų kreditavimo galimybėms įtakos turi jų finansavimosi šaltiniai. Tradiciškai bankai savo veiklą finansuoja iš indėlių pritraukimo, tarpbankinio skolinimosi, motininių bankų paskolų ar skolindamiesi kapitalo rinkose išleisdami turtu padengtus ar kitus vertybinius popierius. 50 paveiksle pavaizduota Lietuvos bankų įsipareigojimų struktūros dinamika per pastaruosius 18 metų.



50 pav. Lietuvos kredito įstaigų įsipareigojimų struktūra 1993–2011 m.⁵⁸

Iki pat 2002 m. bankų įsipareigojimų struktūros dominantė buvo iš rezidentų priimti indėliai. Tai reiškia, kad tai buvo pagrindinis Lietuvoje veikiančių bankų finansavimosi šaltinis. Išorės įsipareigojimų dalis (įsiskolinimai motininiais ir kitiems nesusijusiems bankams) buvo gana nedidelė ir sudarė apie 15% visų įsipareigojimų. Skolinimasis kapitalo rinkose tuo laikotarpiu tarp Lietuvos bankų iš viso nebuvo naudojamas. Iki 2002 m. ir

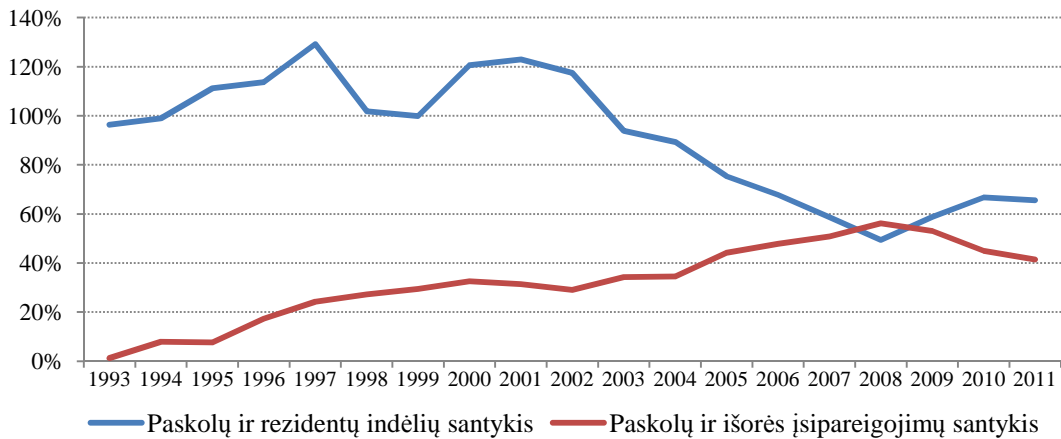
⁵⁸ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko duomenimis

kreditavimo apimtys nebuvo labai didelės. Tačiau, artėjant Lietuvos prisijungimui prie ES, bankų įsipareigojimų struktūra pradėjo po truputį keistis. Pagrindinis pokyčio šaltinis buvo žymus indėlių dalies įsipareigojimų struktūroje mažėjimas, kurį kompensavo išorės įsipareigojimų augimas: 2008 m., lyginant su 1993 m., indėlių dešinėje bankų balanso pusėje sumažėjo nuo 76% iki 40%, o išorės įsipareigojimų dalis padidėjo nuo 1% iki 46%. 2008 m. buvo vieninteliai, kuomet indėlių dalis bankų įsipareigojimuose buvo mažesnė nei išorės įsipareigojimų. Skolos vertybinių popierių leidimas kol kas netapo bent kiek reikšmingu bankų veiklos finansavimosi šaltiniu, nors nedidelės vertybinių popierių emisijos buvo leidžiamos 2003–2010 m.

Iš bankų įsipareigojimų struktūros dinamikos analizės galima daryti išvadą, kad indėlių svarba finansuojant bankų veiklą mažėja, o išorės įsipareigojimai yra gana nepastovūs ir, kaip pradėjo ir didėti, gali taip pat greitai pradėti mažėti. Tai parodė pastarosios krizės situacija. Vis tik, norint, kad ekonomika augtų subalansuotai ir tvariai, reikia siekti, kad kredito išteklių srautas būtų stabilus ir nesukeltų šoko ekonomikai. Indėliai yra pati stabiliausia banko veiklos finansavimosi priemonė. Žymų ir staigų indėlių masės sumažėjimą dažniausiai lemia nebent tam tikro konkretaus banko bankroto pavojus, kuomet įvyksta indėlininkų „bėgimas“ į banką. Tačiau visos bankų sistemos mastu indėlių masės pokyčiai nors ir vykta, bet ne akimirksniu, o tai leidžia bankams prisitaikyti ir rasti alternatyvių finansavimosi šaltinių arba sutelkti pastangas papildomiems indėliams pritraukti. Kapitalas ir atsargos taip pat yra stabili bankų įsipareigojimų dalis. Tačiau kapitalo kiekis priklauso nuo akcininkų noro ir galimybių palaikyti aukštą banko kapitalizacijos lygį, nes akcinis kapitalas yra santykinai brangus. Greičiausiai galintis pasikeisti bankų finansavimosi šaltinis, kaip rodo Lietuvos praktika, yra motininių bankų paskolinti ištekliai, vietinių bankų balansuose atsispindintys išorės įsipareigojimuose.

Iki maždaug 2002 m. Lietuvos ekonomikos plėtros finansavimui iš esmės pakako bankų turimų iš indėlininkų pritrauktų lėšų. Tačiau, vertinant tarptautiniu lygiu, kreditavimo mastai Lietuvoje tuo laikotarpiu buvo gerokai

mažesni nei kitose šalyse, o tai reiškia, kad ekonomikos augimo potencialias nebuvo visiškai išnaudojamas. Nuo 2002 m. kreditavimo apimtys pradėjo plėstis. Tuo metu, nors ir indėlių masė taip pat gerokai plėtėsi, jos nepakako kreditavimo paklausiai finansuoti. Tad bankai turėjo ieškoti alternatyvių finansavimosi šaltinių, kurių pagrindiniu ilgainiui tapo motininių bankų lėšos.



51 pav. **Kredito įstaigų paskolų ir rezidentų indėlių bei išorės įsipareigojimų santykis 1993–2011 m.**⁵⁹

51 paveiksle matyti, kad paskolų ir rezidentų indėlių santykis Lietuvos finansų sistemoje iki 2002 m. kartais gerokai viršydavo net 100%, o tai reiškia, jog bankai neiškredituodavo visų iš indėlininkų pritrauktų lėšų. Nuo 2002 m. situacija pradėjo labai keistis ir indėlių santykis su paskolomis krito beveik dvigubai: analizuojamo laikotarpio pabaigoje jis sudarė apie 60%. Iki 2002 m. rezidentų indėlių kiekis bankų sistemoje, lyginant su paskolų apimtimis, buvo per didelis ir dėl to ne visiškai išnaudojamas, t. y. lėšų perskirstymas per bankų sistemą nebuvo efektyvus. Ekonomikos kaitimo periodu indėlių dalis smarkiai – gal net per daug – sumažėjo, nes optimaliu indėlių ir paskolų santykiu būtų galima laikyti apie 70% ribą. 51 paveiksle pavaizduotas paskolų ir išorės įsipareigojimų santykis nuo nulio 1993 m. visu laikotarpiu nuolat augo: 2008 m. buvo išaugęs iki 56%, o 2011 m. pabaigoje siekė 41%. Taigi, rezidentų indėliai ir motininių bankų paskolos yra pagrindiniai ir beveik vieninteliai

⁵⁹ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos banko duomenimis

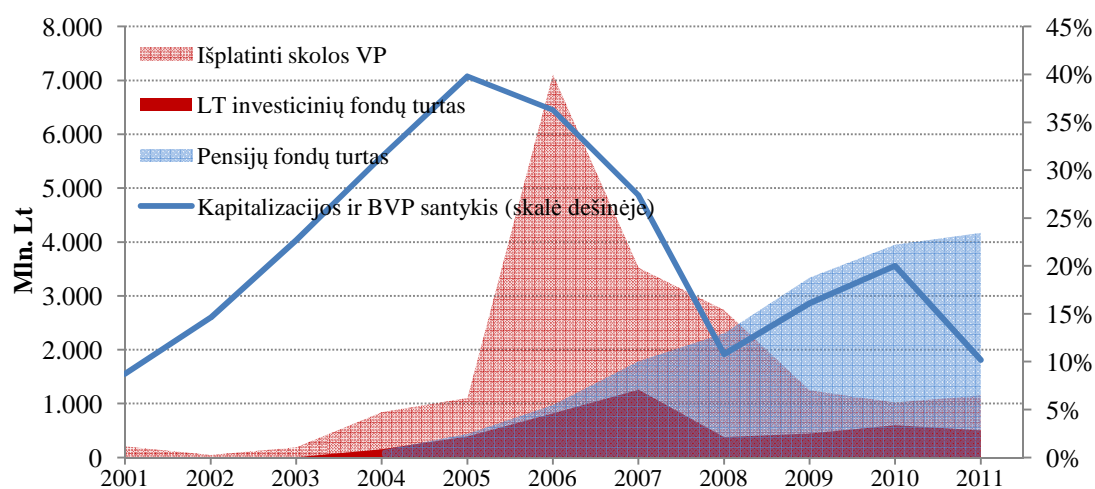
Lietuvoje veikiančių bankų veiklos finansavimosi šaltiniai. Laikant, kad indėliai yra patikimas ir stabilus šaltinis, būtina siekti, kad likusi finansavimosi šaltinių dalis taip pat būtų kaip įmanoma stabilesnė, saugesnė ir patikimesnė. Viena pagrindinių priemonių norint pasiekti minėtus tikslus yra pakankama alternatyvių indėliams finansavimosi šaltinių diversifikacija. Tad bankai Lietuvoje turėtų ieškoti būdų kaip diversifikuoti savo veiklos finansavimosi šaltinius, t. y. ieškoti, kuo pakeisti motininių bankų išteklių dalį. Akivaizdu, kad diversifikavimo šaltinis šiuo atveju turėtų būti kapitalo rinkoje pritraukiami finansiniai ištekliai. Turtu padengti vertybiniai popieriai, dažnai būdami saugesnė investavimo priemonė nei tradiciniai skolos vertybiniai popieriai, galėtų būti tinkama alternatyva Lietuvoje veikiantiems bankams. Galimybes leisti šiuos vertybinius popierius didina ir tai, kad bankai jau yra sukaukę tam tikrą nelikvidų paskolų portfelį, kuris šiuo metu guli bankų balansuose. Kredito ir kapitalo rinkų sujungimas taip pat prisidėtų didinant visos finansų sistemos efektyvumą.

Motininių bankų lėšos buvo santykinai pigus ir lengvai prieinamas finansavimosi šaltinis. Pavyzdžiui, norint pritraukti lėšas kapitalo rinkose, reikia suformuoti vertybinių popierių emisiją, parengti prospektą, kotiruoti vertybinius popierius biržoje. Bankas taip pat turėtų nuolat pirkti kredito reitingus ir stengtis palaikyti aukštą reitingą. Visa tai kainuoja ir, lyginant su paskola iš motininio banko, reikalauja daugiau pastangų. Tai vienos pagrindinių priežasčių, kodėl bankai Lietuvoje nesinaudojo kapitalo rinkos teikiamomis galimybėmis. Tačiau, situacijai keičiantis, reikia iš naujo vertinti kapitalo rinkos teikiamas galimybes.

Be to, ateityje galima prognozuoti indėlių svarbos mažėjimą bankų įsipareigojimų struktūroje, nes jie ilgainiui kaip finansavimosi ištekliai turėtų brangti. Didėjanti konkurencija bankų sektoriuje turės įtakos versininkams ir fiziniams asmenims sprendžiant kur, ieškant geriausių sąlygų, laikyti savo pinigus. Besivystanti finansų rinka siūlo vis daugiau finansinių priemonių ir pinigų laikymo alternatyvų, o tai reiškia, kad bankai kuo toliau, tuo vis labiau turės stengtis siekdami pritraukti indėlius. Indėlių kaina bankams ilgainiui

turėtų išaugti. Be to, finansų rinkoms tampant vis efektyvesnėms, investavimas į akcijas ir skolos vertybinius popierius tampa paprastesnis ir vis prieinamesnis platesnei visuomenei, o tai, norint pritraukti klientų pinigus, dar labiau skatina konkurenciją. Krizės laikais indėlių palūkanų normos gali užkopti labai aukštai, taip buvo nutikę ir Lietuvoje. Tai atspindi padidėjusią šalies, bankinio sektoriaus ir valiutos riziką. Tokiu atveju saugumo ieškantys investuotojai dažnai renkasi prekes kaip saugiausias investicijas, pavyzdžiui, auksą (Kelles-Krauz, 2008). Visi šie veiksniai gali ateityje branginti indėlius kaip finansavimosi priemonę bankams. Tai dar labiau prisideda prie poreikio bankams ieškoti alternatyvių veiklos finansavimosi būdų.

Alternatyvaus bankų finansavimosi šaltinio – kapitalo rinkos – pagrindiniai duomenys Lietuvoje pateikiami 52 paveiksle.



52 pav. Lietuvos kapitalo rinkos duomenys 2001–2011 m.⁶⁰

Lietuvos kapitalo rinkos išsivystymo lygis, lyginant su Vakarų Europos valstybėmis, kol kas yra ganėtinai mažas. Kapitalo rinkos dalyvių valdomas turtas sudaro 2% Lietuvos finansų sistemos. Pagrindiniai kapitalo rinkos dalyviai yra valdymo įmonės, finansų maklerio įmonės, komerciniai bankai (jų finansų maklerio padaliniai), finansų patarėjo įmonės, centrinis vertybinių popierių depozitoriumas, vertybinių popierių birža, joje besilistinguojantys ir

⁶⁰ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos ir Lietuvos banko ir Vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX duomenimis

kiti emitentai. Pagrindinį kapitalo rinkos turtą sudaro finansinių tarpininkų valdomi investiciniai ir pensijų fondai. Kaip matyti 52 paveiksle, Lietuvos investicinių fondų istorija prasidėjo 2003 m. Nuo to laiko investicinių fondų valdomas turtas iki pat krizės pradžios nuolat augo, taip pat augo ir investicinių fondų dalyvių skaičius. 2007 m. Lietuvos investiciniuose fonduose buvo sukaupta daugiau nei 1,2 mlrd. Lt turto, į kurį investavo 37 tūkst. dalyvių – fizinių ir juridinių asmenų. Tačiau krizė gerokai sumažino investicinių fondų turtą ir dalyvių skaičių: 2011 m. pabaigoje investicinių fondų turtas siekė 0,5 mlrd. Lt, o dalyvių skaičius buvo apie 20 tūkst. Lietuvoje įsteigtų investicinių fondų turtas mažėjo dėl trijų pagrindinių priežasčių: investicijų vertės mažėjimo, dalyvių skaičiaus mažėjimo ir didėjančios konkurencijos iš užsienio šalyse įsteigtų investicinių fondų, kurie yra be apribojimų platinami Lietuvos investuotojams. Bet kuriuo atveju net ir piko metu investicinių fondų valdomas turtas nesiekė 2% bankų paskolų portfelio.

Lietuvos pensijų fondų turtas didėja nuo pat šių fondų veiklos pradžios – 2004 m. Pastovų turto didėjimą lemia tai, kad šie fondai gauna periodines įmokas iš būsimųjų pensininkų, o tai nuolat papildoma pensijų fondų išteklius nepriklausomai nuo investavimo rezultatų. 2011 m. pensijų fondų turtas siekė beveik 4,2 mlrd. Lt ir sudarė 4% BVP. Jeigu pensijų fondų sistema Lietuvoje ir toliau gyvuos, fondų turtas ir ateityje nuolat augs, o pensijų fondai taps vienais pagrindinių Lietuvos institucinių investuotojų. Pavyzdžiui, kitose šalyse jau ir šiandien pensijų fondų valdomas turtas sudaro didelę dalį nuo BVP: Olandijoje – 130%, Šveicarijoje – 113%, Australijoje – 91%, Suomijoje – 82%, Lenkijoje – 16% (OECD, 2012).

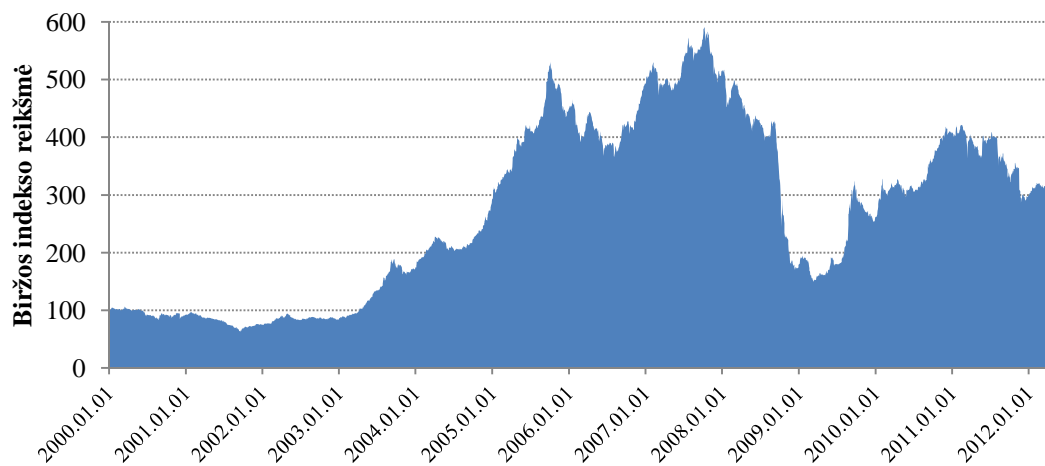
Didžiausios skolos vertybinių popierių emisijos Lietuvoje buvo 2006 m., kuomet išplatintų vertybinių popierių vertė siekė 7 mlrd. Lt. Kaip ir visais metais, aktyviausiai obligacijas leido bankai. Pavyzdžiui, tais pačiais 2006 m. bankų išleisti skolos vertybiniai popieriai sudarė 98,7% visų išplatintų obligacijų nominalios vertės. Tačiau skolos vertybinių popierių rinkos aktyvumas smarkiai mažėjo nuo 2007 m., kuomet pradėjo didėti motininių bankų ištekliai Lietuvos komerciniuose bankuose. Iš to galima daryti išvadą,

kad motininių bankų paskolos išstūmė skolos vertybinių popierių leidimą bankų finansavimosi struktūroje. Tai vėl patvirtina teiginį, kad kapitalo rinka Lietuvoje būtų alternatyvus motininių bankų ištekliams kreditavimo palaikymo šaltinis.

Sekiuritizacijos metu išleidžiami turtu padengti vertybiniai popieriai yra taip pat priskirtini prie ne nuosavybės, tai yra skolos vertybinių popierių rūšies. Vertybinių popierių komisijos⁶¹ duomenimis, sekiuritizaciją Lietuvoje iki šiol bandyta pritaikyti du kartus, tiesa, pirmąjį kartą nesėkmingai. Abu kartus sekiuritizacijos metu buvo numatomos leisti padengtos obligacijos. Pirmą kartą 2002 m. buvo bandyta į viešąją apyvartą išleisti obligacijas, padengtas nekilnojamojo turto įkeitimu, tačiau šis neseniai susikūrusios ir rinkoje nelabai žinomos bendrovės *AB Baltic Property Trust* bandymas nebuvo sėkmingas – emisija liko neišplatinta. Antrasis kartas buvo sėkmingesnis: 2004 m. *DnB NORD* bankas (dabar *DNB* bankas) išleido trejų metų trukmės būsto paskolomis padengtas obligacijas, kurių emisijos vertė sudarė 50 mln. litų. Pastaroji emisija buvo sėkmingesnė ir todėl, kad tuo metu Lietuvoje jau buvo sukurtas specialius padengtų obligacijų teisinis reguliavimas.

Lietuvos vertybinių popierių biržos kapitalizacijos ir BVP santykis didžiausias buvo 2005 m. Kapitalizacijos mažėjimą nulėmė emitentų, listinguojamų biržos sąrašuose, sumažėjimas ir ypač *AB Mažeikių nafta* viešo akcijų platinimo nutraukimas po šios bendrovės pardavimo. Šiuo metu vertybinių popierių biržos sąrašuose yra maždaug 45 bendrovės. Kapitalizacijai įtaką daro ir listinguojamų vertybinių popierių vertės pokyčiai, kuriems reikšmingos įtakos turėjo krizė. 53 paveiksle matyti Vilniaus vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX skaičiuojamo biržos indekso OMXV, apimančio visus Vilniaus vertybinių popierių biržoje listinguojamus emitentus, kaita nuo indekso skaičiavimo pradžios.

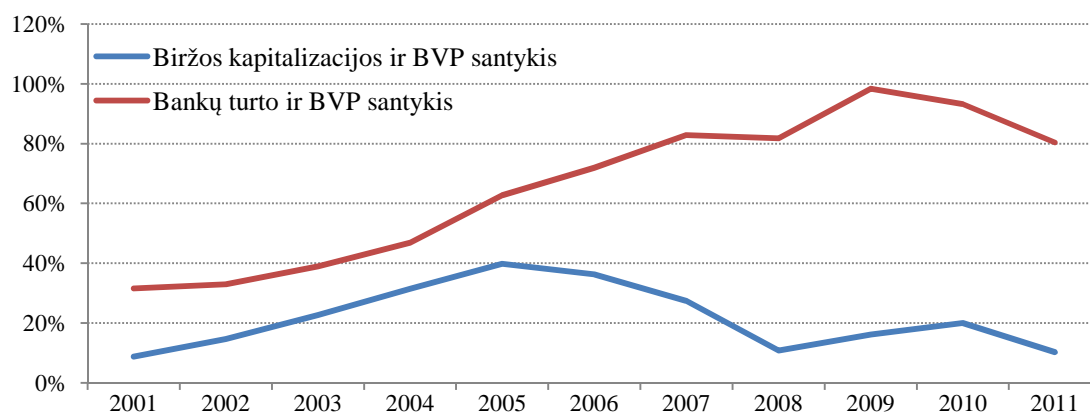
⁶¹ Nuo 2012 m. sausio 1 d. Vertybinių popierių komisija likviduota, o jos funkcijas perėmė Lietuvos bankas



53 pav. OMXV biržos indekso reikšmė 2000–2012 m.⁶²

Didžiausias OMXV indekso kritimas buvo 2009 m., kuomet biržos indeksas krito 72%. Nuo tada biržos indekso vertė nors ir neatsistatė į priekrizinį lygį, tačiau gerokai pakilo. Pastarieji metai nebuvo palankūs pradėti platinti vertybinius popierius biržoje arba leisti naujas akcijų ar skolos vertybinių popierių emisijas. Vis tik anksčiau ar vėliau situacija turėtų stabilizuotis ir pasitikėjimas kapitalo rinka atsigauti.

Siekiant įvertinti bankų svarbą ekonomikai, lyginant su kapitalo rinka, 54 paveiksle remiamasi dviem rodikliais – bankų turto ir biržos kapitalizacijos santykiu su BVP.



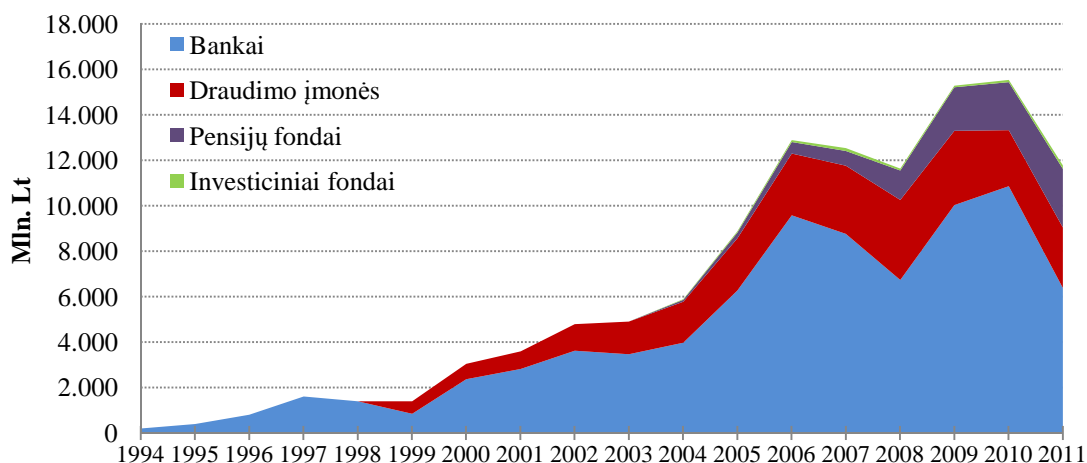
54 pav. Biržos kapitalizacijos ir bankų turto santykis su BVP 2001–2011 m.⁶³

⁶² Sudaryta autorės, remiantis Vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX duomenimis

Bankų turto ir BVP santykis atspindi bankų sektoriaus dydį ekonomikoje. Biržos kapitalizacijos santykis su BVP nuo piko 2005 m. sumažėjo daugiau nei dvigubai ir 2011 m. sudarė tiek pat, kiek ir 2001 m. – apie 10%. Bankų turto santykis su BVP nuolat augo ir, lyginant su 2001 m., per analizuojamą laikotarpį padidėjo beveik tris kartus. Remiantis 54 paveiksle pavaizduotais rodikliais, galima daryti išvadą, kad bankai Lietuvos ekonomikai svarbesni nei kapitalo rinka net aštuonis kartus. Tačiau, lyginant su ES vidurkiu, Lietuvos bankų sektorius taip pat vertintinas kaip gana mažai išsivystęs. Visos ES bankų turto ir BVP santykis 2011 m. sudarė 340% (EU Banking, 2012), o Lietuvoje šis rodiklis siekė tik 80%, tai yra keturis kartus mažiau. Kapitalo rinkos reikšmingumas Lietuvoje dar mažesnis.

Kapitalo rinkos vystymuisi kaip ir bet kokiai kitai rinkai turi įtakos paklausos ir pasiūlos veiksniai. Pasiūlos pusę sudaro leidžiamų vertybinių popierių apimtys ir jų charakteristikos. Kaip parodė analizė, Lietuvoje yra mažai emitentų, o beveik visą skolos vertybinių popierių rinką suformuoja bankai. Tad pasiūlos pusės plėtros galimybių dar yra. Būtent turtu padengti vertybiniai popieriai galėtų papildyti Lietuvos finansinių priemonių rinką gana saugiais ir įvairių rūšių vertybiniais popieriais. Kita kapitalo rinką formuojanti jėga yra vertybinių popierių paklausa. Siekiant kiekybiškai įvertinti paklausos lygį, 55 paveiksle pavaizduota pagrindinių Lietuvos institucinių investuotojų turimų skolos vertybinių popierių portfelių dinamika.

⁶³ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos statistikos departamento, Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos, Lietuvos banko ir Vilniaus vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX duomenimis

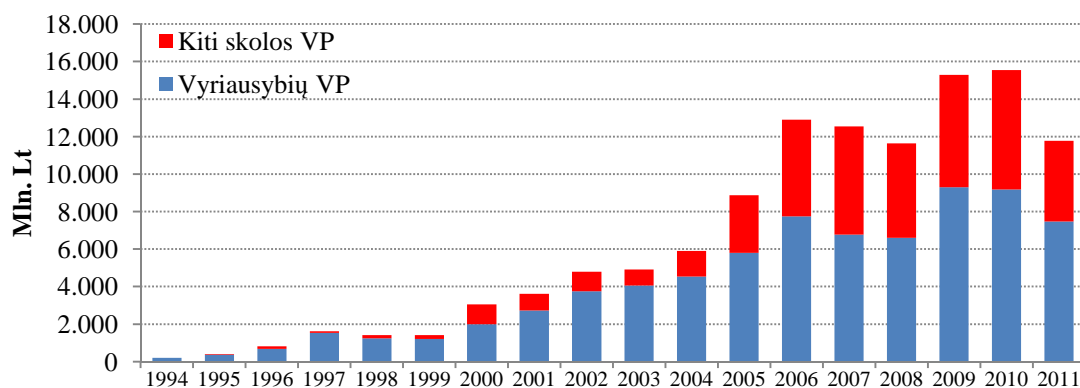


55 pav. Lietuvos institucinių investuotojų investicijos į skolos vertybinius popierius 1994–2011 m.⁶⁴

Pagrindiniai Lietuvos instituciniai investuotojai yra pensijų, investiciniai fondai ir draudimo įmonės, investuojančios tam, kad padengtų savo techninius atidėjinius ir kapitalą, bei bankai. Visų šių institucinių investuotojų investicijos į skolos vertybinius popierius buvo didžiausios 2010 m. ir siekė 15,5 mlrd. Lt. Bankų įsigytų skolos vertybinių popierių dalis sudarė 70%. Bendras portfelio kritimas 2011 m. pabaigoje, be kita ko, yra susijęs ir su AB banko *Snoras* bankrotu bei jo metu išaiškėjusiu vertybinių popierių trūkumu. Lietuvos institucinių investuotojų turimi skolos vertybiniai popieriai apima tiek Lietuvoje, tiek ir kitose valstybėse išleistus vertybinius popierius.

Kaip matyti 56 paveiksle, iki pat 2005 m. didžiąją dalį Lietuvos institucinių investuotojų skolos vertybinių popierių portfelio sudarė įvairių šalių vyriausybių vertybiniai popieriai.

⁶⁴ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos, Lietuvos Respublikos draudimo priežiūros komisijos ir Lietuvos banko duomenimis



56 pav. Lietuvos institucinių investuotojų investicijos į skolos vertybinius popierius 1994–2011 m.⁶⁵

Tačiau vyriausybių vertybinių popierių santykinė dalis iš esmės nuolat mažėjo ir 2006–2011 m. vidutiniškai sudarė 70% Lietuvos institucinių investuotojų skolos vertybinių popierių portfelio. Gana didelė vyriausybių vertybinių popierių dalis rodo, kad instituciniai investuotojai Lietuvoje ieško saugių, aukšto kredito reitingo finansinių priemonių. Todėl sekiuritizacijos metu išleidžiami turtu padengti vertybiniai popieriai galėtų būti alternatyva net ir vyriausybių vertybiniam popieriams, ypač turint omenyje ir tai, kad šiuos vertybinius popierius kaip tinkamą užstatą kredito operacijose priima ECB bei daugumos šalių nacionaliniai centriniai bankai. Taigi, paklausa turtu padengtiems vertybiniam popieriams tarp Lietuvos institucinių investuotojų turi gana didelį potencialą. Pasiūlius Lietuvoje išleistas naujas finansines priemones, tai taip pat paskatintų institucinius investuotojus daugiau investuoti į Lietuvos kapitalo rinką ir mažiau kapitalo išvežti į kitas šalis. Jeigu turtu padengti vertybiniai popieriai turėtų aukštą kredito reitingą bei įgytų platesnį investuotojų pasitikėjimą, atsirastų galimybė paskatinti įsigyti šiuos vertybinius popierius ne tik Lietuvos, bet ir kitų šalių investuotojus. Tai dar padidintų pinigų srautus Lietuvos ekonomikai.

Daugiau vertybinių popierių, aktyvesnė prekyba jais ir didesni kapitalo srautai paskatintų kapitalo rinkos plėtrą Lietuvoje. Tai reiškia, kad, leisdamos

⁶⁵ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos, Lietuvos Respublikos draudimo priežiūros komisijos ir Lietuvos banko duomenimis

vertybinius popierius bei tokiu būdu siekdamas prisitraukti papildomo kapitalo, šia rinka galėtų lengviau pasinaudoti ir įmonės. Taigi, įvertinus Lietuvos kapitalo rinkos ir pagrindinių investuotojų konjunktūrą, galima daryti išvadą, kad turtu padengti vertybiniai popieriai Lietuvoje galėtų būti paklausūs, o sekiuritizacijos plėtra teigiamai atsilieptų visos vietinės kapitalo rinkos plėtrai. Nepaisant to, turtu padengtų vertybinių popierių leidimo pradžia galėtų būti gana sudėtinga dėl nepakankamai išsivysčiusios kapitalo rinkos, santykinai mažo investuotojų kiekio ir beveik neegzistuojančios panašios rinkos praktikos.

4.2.3. TEISINĖ APLINKA

Galimybės šalyje leisti turtu padengtus vertybinius popierius stipriai lemia tinkama teisinė aplinka. Kitų šalių praktika rodo, kad valstybės, kurių sekiuritizacijos mechanizmo teisinė bazė gerai išvystyta, turtu padengtų vertybinių popierių leidimas būna gerokai didesnis. Kita vertus, teisės aktų tobulinimą dažnai paskatina būtent rinkos dalyvių nurodytos spragos teisėkūroje, todėl gerai išvystyta teisinė sistema yra sekiuritizacijos rinkos išsivystymo ir priežastis, ir pasekmė. Akivaizdu, kad Lietuvoje nesant realios sekiuritizacijos rinkos, teisės aktų adekvatumas yra priskirtinas prie veiksmų, galinčių paskatinti sekiuritizacijos plėtrą Lietuvos rinkoje. Todėl disertacijoje iškeltas uždavinys *įvertinti Lietuvos teisinės bazės pritaikomumą sekiuritizacijai atlikti*.

Analizuojant Lietuvos teisinę sistemą, kaip ir kitose šalyse tikslinga išskirti ir atskirai nagrinėti *nebalansinės (tikrosios) sekiuritizacijos* reguliavimą ir *balansinės sekiuritizacijos (padengtų obligacijų)* reguliavimą.

Lietuvoje nėra specialaus teisinio režimo *nebalansinei (tikrajai) sekiuritizacijai* reguliuoti, o tai reiškia, kad turtu padengti vertybiniai popieriai turi būti leidžiami vadovaujantis bendraisiais teisės aktais, kurių svarbiausi yra Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas (Žin., 2000, Nr. 74-2262), Lietuvos

Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (Žin., 2000, Nr. 64-1914), Lietuvos Respublikos finansų įstaigų įstatymas (Žin., 2002, Nr. 91-3891) ir Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas (Žin., 2007, Nr. 17-626). Vienas esminių sekiuritizacijos elementų yra specialios paskirties įmonės steigimas. Šalyse, kuriose yra specialios paskirties įmonės teisinis institutas, yra apibrėžta, kad ši įmonė yra steigama tik vienam tikslui (turtu padengtų vertybinių popierių leidimui), negali užsiimti jokia kita veikla, yra apsaugota nuo iniciatoriaus bankroto ir paprastai steigama tik vienam sandoriui atlikti, neturi nei būstinės, nei darbuotojų. Tokio tipo juridinio asmens steigimo galimybės Lietuvos teisės aktai nenumato. Taigi, specialios paskirties įmonė Lietuvoje gali būti steigama tik tradicinių juridinių formų, kurioms yra leidžiama leisti skolos vertybinius popierius. Tai yra akcinės bendrovės arba uždarnosios akcinės bendrovės, tačiau pastarajai formai numatytas apribojimas – ji negali leisti skolos vertybinių popierių viešai.

Daugumoje angliškosios teisės valstybių specialios paskirties įmonė steigama tresto forma. Nors Lietuvos teisės aktai tresto, kaip specialaus juridinio asmens teisinės formos, nenumato, tačiau jo koncepcija iš dalies gali būti įgyvendinta remiantis Lietuvos Respublikos civiliniame kodekse apibrėžtais patikėjimo santykiais. Angliškosios teisės šalyse trestui perleidus turtą, jis įgyja nuosavybės teisę, nors turto valdymo, administravimo ir tolesnio perleidimo strategiją nustato jį perleidęs asmuo. Lietuvos Respublikos civiliniame kodekse patikėjimo santykiai yra reglamentuoti kiek kitaip, kadangi nuosavybės teisė į turtą nėra perleidžiama patikėtiniui. Dėl šios priežasties Lietuvos teisinė bazė nėra palanki tresto instituto įgyvendinimui. Taigi, Lietuvoje panaudojant tikrosios sekiuritizacijos mechanizmą pagal galiojančius teisės aktus, specialios paskirties įmonė gali būti steigama akcinės bendrovės arba uždarnosios akcinės bendrovės forma.

Kad turtu padengtų vertybinių popierių investuotojai jaustųsi kuo saugiau paprastai siekiama specialios paskirties įmonę apsaugoti nuo bankroto. Todėl yra naudojamos įvairiomis priemonėmis: įmonės „našlaitės“ statusu, buveinės, darbuotojų nebuvimu, draudimu verstis kita veikla, draudimu prisiimti

įsipareigojimus, draudimu kitiems bendrovės kreditoriams savo reikalavimus išieškoti iš vertybinius popierius užtikrinančio turto. Kadangi specialios paskirties įmonė Lietuvoje gali būti tik bendrovės formos, jai nėra taikomos jokios specialios apsaugos nuo bankroto teisinės normos. Tačiau, steigiant bendrovę, tam tikri aspektai gali būti nustatyti jos steigimo dokumentuose. Remiantis jais, galima būtų numatyti draudimą bendrovei verstis kita veikla bei draudimą prisiimti kitus įsipareigojimus. Visos kitos minėtos tradiciškai taikomos specialios paskirties įmonės apsaugos nuo bankroto formos Lietuvoje nebūtų prieinamos, nes jų įgyvendinimas prieštarautų įstatymų normoms⁶⁶. Taip pat nebūtų galima sutarties pagrindu sutarti su kitais bendrovės kreditoriais, kad jie nesikreiptų į teismą dėl bankroto bylos iškėlimo, nes pagal Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodeksą (Žin., 2002, Nr. 36-1340) bet kokia sutartinė norma, ribojanti asmens teisę kreiptis į teismą, yra laikoma niekine ir negaliojančia. Be to, Lietuvoje įsteigtos specialios paskirties įmonės išleistų turtu padengtų vertybinių popierių investuotojų situaciją dar apsunkintų ir tai, kad įmonės bankroto atveju investuotojai – kaip padengiančio turto, tai yra užstato, turėtojai – negali nedelsdami pradėti įgyvendinti savo nuosavybės teisių į šį turtą, kadangi turtas yra realizuojamas bankroto procesą reguliuojančių įstatymų nustatyta tvarka. Vis tik tokie užstatą turintys kreditoriai bankroto proceso metu turi pirmumo teisę patenkinti savo reikalavimus iš užtikrinančio turto realizavimo (International, 2011).

Tam, kad sekiuritizacijos sandoris būtų atliktas sėkmingai, svarbu sklandžiai perduoti turtą iš iniciatoriaus specialios paskirties įmonei. Paprastai yra perleidžiamos paskalos, tai yra piniginiai reikalavimai. Remiantis Lietuvos Respublikos civiliniu kodeksu, kreditorius turi teisę be skolininko sutikimo perleisti reikalavimą, jeigu tai neprieštarauja įstatymams, sutarčiai arba jeigu reikalavimas nesusijęs su kreditoriaus asmeniu (pvz., prašant žalą atlyginti dėl sveikatos sutrikdymo). Pritaikant sekiuritizacijos mechanizmą, įstatymų numatyti draudimai bei reikalavimai, susiję su asmeniu, nėra aktualūs, nes

⁶⁶ Pavyzdžiui, negalima numatyti, kad bendrovėje nebūtų darbuotojų, nes minimalų valdymo organų skaičių numato Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas ir Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas

Lietuvoje įstatymai nedraudžia paskolų pardavimo, o bankai paprastai neturi reikalavimų, susijusių su kreditoriaus asmeniu. Taigi, iš minėtų pagrindų sekiuritizacijos mechanizmui aktualus yra atvejis, kuomet reikalavimo perleidimą gali drausti tarp skolininko ir kreditoriaus sudaryta sutartis. Todėl kartais argumentuojama, kad sekiuritizacijos mechanizmo panaudojimui Lietuvos teisės aktai nepritaikyti, kadangi įstatymai suteikia visą galią sutartinėms normoms, draudžiančioms ar ribojančios piniginių reikalavimų pardavimą, tai yra paskolos negali būti parduotos, jeigu sutartyje tarp banko ir skolininko nustatyta kitaip. Kadangi sekiuritizuojant paprastai naudojamos šimtais ir tūkstančiais piniginių reikalavimų (paskolos sutarčių), siekiant iš anksto nustatyti, ar juose nėra kokių nors ribojimų, neįmanoma patikrinti visų su šiais reikalavimais susijusių dokumentų (Aleknaitė, 2008). Tačiau, disertacijos autorės nuomone, minėtas problemas galima nesunkiai išspręsti paskolos teikimo sutartyje tarp banko ir kliento, kurią paprastai rengia bankas, iš anksto nenumatant jokių apribojimų skolininko reikalavimų pardavimui bei sutartyje įtvirtinti, kad skolinis reikalavimas gali būti parduotas. Tokiu būdu bankas galėtų sukaupti tinkamas sekiuritizacijai paskolos sutartis nepatirdamas didelių sąnaudų. Taip pat tikėtina, kad bankai turi sukaupe savo visų sutarčių istoriją, tad net ir gana didelio sutarčių kiekio patikrinimas neturėtų būti per didelė administracinė kliūtis norint sekiuritizaciją atlikti pagal jau suteiktas paskolas.

Kitas aktualus piniginių reikalavimų pardavimo tretiesiems asmenims aspektas yra skolininko informavimas apie jo reikalavimo perleidimą. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas nenumato pareigos kreditoriui informuoti skolinimo apie jo reikalavimo perleidimą. Tačiau nustatyta, kad jeigu skolininkas nebuvo informuotas apie jo reikalavimo perleidimą, laikoma, kad prievolės įvykdymas pradiniam kreditoriui yra tinkamas. Tai reiškia, kad jeigu paskolos gavėjas nebuvo informuotas, kad jo bankas pardavė jo paskolą kitam subjektui, ir jeigu paskolos gavėjas ir toliau moka periodines paskolos įmokas savo bankui, nei naujasis paskolos turėtojas, nei kas kitas negali pareikšti priekaištų paskolos gavėjui. Aptariama Lietuvos Respublikos civilinio kodekso

nuostata yra pagrįsta, kadangi skolininkas negali žinoti, jog jo reikalavimas buvo perleistas, ir todėl neturi būti atsakingas dėl to, kad paskolą ir toliau gražino pradiniam paskolą išdavusiam kreditoriui. Be to, Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas numato, kad reikalavimo perleidimo faktas prieš skolininką ar trečiuosius asmenis gali būti panaudotas tik nuo to momento, kai skolininkas arba sutiko su perleidimu (jeigu tokiu sutikimo reikėtų pagal sutartį), arba gavo perleidimą patvirtinančio dokumento kopiją ar kitokį įrodymą.

Analizuotos Lietuvos Respublikos civilinio kodekso nuostatos suponuoja, kad siekiant efektyvaus turto perleidimo specialios paskirties įmonei sandorio, reikėtų arba informuoti apie tai skolininkus, arba paskolų aptarnavimą (periodinių įmonių surinkimas ir kt.) palikti iniciatoriui. Viena vertus, tai būtų patogiu skolininkams ir nereikalautų jų informuoti, tačiau, kita vertus, sukeltų teisinių rizikų, nes be skolininko informavimo reikalavimo perleidimas negali būti panaudotas prieš trečiuosius asmenis.

Nors piniginio reikalavimo perleidimas iš iniciatoriaus specialios paskirties įmonei ir yra įmanomas pagal Lietuvoje galiojančią teisinę bazę, vis tik tam tikros nuostatos sukuria neapibrėžtumą ir apsunkina didelio paskolų kiekio pardavimo procesą, tad, siekiant palengvinti sekiuritizacijos sandorių atlikimą, reikėtų tobulinti teisinę bazę.

Stiprūs valstybėje esantys teisės aktai, reguliuojantys galimybę paskolos davėjui greitai ir paprastai perimti ir realizuoti užstatą iš skolų nemokančių paskolų gavėjų, yra taip pat sekiuritizacijai vystyti būtinas teisinės sistemos elementas. Jeigu paskolų teikėjai, sekiuritizacijos iniciatoriai ir turtu padengtų vertybinių popierių investuotojai bus netikri dėl to, kad vertybinius popierius užtikrinantis turtas gali būti greitai realizuotas, tai mažins tokių vertybinių popierių paklausą bei didins jų palūkanų normas. Tam įtakos turi ir tai, ar šalyje yra išvystytas fizinio asmens bankroto institutas. Lietuvoje artimiausiu metu numatoma priimti fizinių asmenų bankrotą reguliuojantį įstatymą, kuris numatytų, jog fizinis asmuo gali bankrotuoti tuo atveju, jeigu jo įsipareigojimai viršija 25 Vyriausybės patvirtintas minimaliąsias mėnesines algas. Fizinio asmens bankroto koncepcijos įvedimas reikš, kad bet kokie neužtikrinti

gyventojų įsipareigojimai tam tikra dalimi gali būti nurašyti, o jais užtikrintų turtu padengtų vertybinių popierių investuotojai gali ir neatgauti visos investuotos sumos. Tačiau tai labiausiai aktualu tik neužtikrintiems fizinio asmens įsipareigojimams (pavyzdžiui, vartojimo paskoloms, kredito kortelių limitams ir pan.). Tuo tarpu hipotekiniai kreditoriai yra apsaugoti labiau: net ir asmens bankroto atveju jiems atitenka paskolą užtikrinantis turtas. Tačiau, esant situacijai, kuomet užtikrinto turto nepakaktų paskolai padengti, ši įsipareigojimų dalis gali būti sumažinta ar nurašyta. Taigi, fizinio asmens bankroto galimybė didina turtu padengtų vertybinių popierių (ypač padengtų neužtikrintomis paskolomis) riziką. Efektyviausias šios rizikos mažinimo būdas būtų kredito sustiprinimo priemonių taikymas, kai išleidžiamus turtu padengtus vertybinius popierius užtikrina daugiau nei 100% vertės turtas.

Balansinės sekiuritizacijos (padengtų obligacijų) vykdymą Lietuvoje reguliuoja specialus teisės aktas – Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatymas. Įstatymo priėmimui postūmį davė Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2001–2004 metų programa, kurioje buvo numatyta tobulinti būsto kreditavimo sistemą Lietuvoje. Prieš priimdama įstatymą 2002 m. Lietuvos Respublikos Vyriausybė patvirtino Hipotekinio kreditavimo sistemos koncepciją (Žin., 2002, Nr. 35-1283), kurioje apibrėžtos pagrindinės būsimos hipotekinio kreditavimo sistemos gairės. Remiantis koncepcija, būtinumą sukurti hipotekinio kreditavimo sistemą Lietuvoje nulėmė:

1) poreikis keisti valstybės politikos būsto sektoriuje kryptį pereinant nuo valstybės finansiškai remiamos ir socialiai orientuotos būsto plėtros prie komerciškai gyvybingos finansavimo sistemos, kuri būsto sektoriui leistų veikti rinkos principais,

2) ilgalaikių kredito išteklių poreikis. Kredito įstaigos turi daugiausiai trumpalaikius kredito išteklius, todėl rizikinga juos panaudoti ilgalaikėms būsto paskoloms finansuoti,

3) pastangos mažinti palūkanų normą už būsto paskolas,

4) pastangos pagyvinti kapitalo rinką. Atsirastų saugių naujos rūšies vertybinių popierių – padengtų obligacijų.

Taigi, pagrindinė įstatymo priėmimo motyvacija buvo siekis didinti gyventojų galimybes apsirūpinti nuosavu būstu savarankiškai, be valstybės pagalbos. Be to, padengtų obligacijų teisinį reglamentavimą Lietuvoje paskatino siekis išjudinti kredito ir kapitalo rinkas.

Priėmus Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatymą, Lietuvoje buvo sukurtas padengtų obligacijų, vadinamų hipotekinėmis obligacijomis, modelis, panašus į Belgijos, Čekijos, Graikijos, Portugalijos, Ispanijos ir Slovakijos. Pagrindinis šio modelio bruožas yra tas, kad padengtas obligacijas gali leisti tradicinės kredito įstaigos, nereikalaujant iš jų specialių licencijų ir nenustatant papildomų reikalavimų. Padengtas obligacijas draudžiama leisti kitoms finansų įstaigoms, nes joms paprastai taikomi ne tokie griežti riziką ribojantys reikalavimai, lyginant su bankais. Taip pat padengtas obligacijas draudžiama leisti bankams, kurių teisinė forma yra kita nei akcinė bendrovė.

Įstatymo projekto rengimo ir svarstymo Lietuvos Respublikos Seime metu buvo nagrinėtas ir pasiūlymas suteikti teisę leisti padengtas obligacijas tik specializuotoms kredito įstaigoms (Pagrindinio, 2003), kurios negalėtų užsiimti jokia kita veikla, kaip tai numatyta, pavyzdžiui, Prancūzijoje, Airijoje, Norvegijoje, Suomijoje. Kaip pagrindiniai tokio modelio privalumai buvo nurodoma tai, kad specializuotų kredito įstaigų išleistos padengtos obligacijos būtų mažiau rizikingos investuotojų požiūriu, lyginant su tradicinių kredito įstaigų leidžiamomis obligacijomis, nes specializuotos kredito įstaigos neprisiimtų kitoms kredito įstaigoms būdingų rizikų, todėl specializuotų kredito įstaigų išleistos padengtos obligacijos galėtų gauti aukštesnį kredito reitingą. Tačiau šios idėjos buvo atsisakyta, motyvuojant tuo, kad Lietuvos finansų rinka yra gana nedidelė, todėl steigtis ir pradėti veiklą naujiems bankams, o ypač užtikrinti naujo specializuoto banko veiklos efektyvumą, būtų pakankamai sudėtinga. Be to, sudarius galimybes leisti padengtas obligacijas

jau rinkoje veikiantiems tradiciniams bankams, tikėtasi, kad būtų sudaryta didesnė konkurencija šiame rinkos segmente (Pagrindinio, 2003).

Padengtas obligacijas reguliuojantis įstatymas Lietuvoje, skirtingai nei kai kuriose kitose valstybėse, kaip vienintelį tinkamą turtą padengtoms obligacijoms užtikrinti leidžia naudoti tik nekilnojamojo turto hipoteka užtikrintas paskolas (būsto paskolas). Be to, įstatymu nustatyta, kad visos būsto paskolos, kurios panaudojamos vienai ir tai pačiai padengtų obligacijų emisijai užtikrinti, paskolų gavėjams turi būti suteiktos vienodomis sąlygomis. Taip pat turi sutapti būsto paskolų ir leidžiamų obligacijų valiutos bei palūkanų normos rūšis, o tai reiškia, kad atitinkamos emisijos padengtų obligacijų palūkanos turi būti fiksuotos, jei palūkanos už šias obligacijas užtikrinančias būsto paskolas yra fiksuotos, ir atvirkščiai. Be to, įstatyme įtvirtintas pusiausvyros principas – padengtų obligacijų suma ir palūkanos negali viršyti užtikrinančių būsto paskolų sumos ir palūkanų, turi būti suderinti paskolų grąžinimo ir obligacijų išpirkimo terminai. Visos šios nuostatos yra skirtos didinti padengtų obligacijų patikimumą ir saugumą, nors tai ir apriboja tinkamo paskolų portfelio suformavimo galimybes.

Viena pagrindinių priemonių, turinčių apsaugoti padengtų obligacijų investuotojus nuo obligacijas padengiančio turto vertės svyravimų bei būsto paskolų gavėjų nemokumo, yra įkeičiamo turto vertės ir paskolos santykis. Lietuvoje padengtoms obligacijoms užtikrinti naudojama būsto paskola turi būti ne didesnė kaip 70% įkeisto būsto, 50% įkeisto žemės sklypo, ant kurio pastatytas būstas, vertės ar 40% įkeisto kito žemės sklypo vertės. Tai, nors ir suteikia galimybę padengtų obligacijų turėtojams jaustis saugiais, tačiau apriboja bankų galimybes leisti padengtas obligacijas, nes jas užtikrinančioms paskoloms reikalingas gana didelis pradinis įnašas.

Specialiai yra sureguliuota padengtas obligacijas užtikrinančio turto registracijos ir šios informacijos kaupimo tvarka. Padengtas obligacijas leidžiantis bankas privalo užvesti ir tvarkyti reikalavimo teisių pagal būsto paskolas sąrašą. Jame turi būti atskirai nurodytos kiekvienos padengtų obligacijų emisijos išpirkimą užtikrinančios įkeistos reikalavimo teisės pagal

būsto paskolas, kiekvienos paskolos sutarties data ir numeris, suma, palūkanų norma, valiuta, duomenys apie kreditų grąžinimui užtikrinti įkeistus nekilnojamuosius daiktus (turto rūšis, buvimo vieta, turto identifikavimo kodas ir jį suteikusio registro pavadinimas, kiti turtą identifikuojantys duomenys), jų vertė ir kt. Taigi, pagal sąrašą privalomai kaupiti informacijai įstatymu nustatyti gana griežti ir detalūs reikalavimai. Tokio sąrašo turėjimas bankroto atveju leistų lengvai ir paprastai identifikuoti padengiančias obligacijas užtikrinančią turtą bei jį atskirti nuo kito banko turto, o taip pat užtikrinama, kad tiesinių ginčų atveju nekiltų jokių papildomų abejonių dėl banko galimybių būsto paskolas panaudoti padengtomis obligacijoms užtikrinti.

Įstatyme taip pat yra specialių nuostatų, skirtų padengtų obligacijų investuotojų apsaugai nuo banko emitento finansinių problemų ir bankroto. Numatyta, kad bankas privalo vykdyti visus įsipareigojimus padengtų obligacijų investuotojams nepriklausomai nuo to, ar užtikrinančių būsto paskolų gavėjai vykdo savo įsipareigojimus bankui. Tai reiškia, kad padengtų obligacijų investuotojų reikalavimus saugo ne tik užtikrinančios būsto paskolos, bet ir visas kitas banko turtas. Banko bankroto atveju, kaip ir kitų šalių teisės aktuose, Lietuvoje numatyta, kad padengtų obligacijų išpirkimui užtikrinti įkeistos reikalavimo teisės pagal būsto paskolas gali būti naudojamos tik padengtų obligacijų investuotojų reikalavimams tenkinti ir iš šio turto, kol nėra patenkinti padengtų obligacijų turėtojų reikalavimai, negali būti išieškoma pagal kitas banko prievoles. Taigi, padengtų obligacijų turėtojams suteikiama pirmumo teisė banko bankroto procese atgauti savo lėšas. Vis tik įstatymuose, susijusiuose su padengtų obligacijų banko emitento bankrotu, tėra tik jau aptartos nuostatos, o tai tikrai nesuteiktų pakankamai teisinio tikrumo ir aiškumo banko bankroto procese. Vienas pagrindinių trūkumų yra tas, kad nenumatyta speciali bankroto atveju padengtas obligacijas užtikrinančio turto realizavimo procedūra, o tai reiškia, kad turtas turėtų būti realizuojamas vadovaujantis standartinėmis bankroto procedūromis, kurios, įvertinus teisinius ginčus, gali užtrukti gana ilgai. Tokiu atveju Lietuvoje leidžiamos padengtos obligacijos investuotojams būtų ne tokios patrauklios. Taigi,

padengtų obligacijų investuotojų apsauga nuo banko bankroto turėtų būti stiprinama.

Visi Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatyme numatyti reikalavimai padengtoms obligacijoms leisti atitinka KIPVPS direktyvos reikalavimus, o tai reiškia, jog Lietuvos kredito įstaigų išleistos padengtos obligacijos būtų pripažįstamos visame pasaulyje. Tai, kad Lietuvoje išleistos padengtos obligacijos atitinka visuotinai pripažintus standartus, užtikrina šių vertybinių popierių paklausą tarp užsienio investuotojų.

Pagal galiojančią teisinę bazę Lietuvoje sekiuritizuojant išleistus turtu padengtus vertybinius popierius galima platinti viešai ir neviešai. Padengtų obligacijų platinimui galioja tokios pačios taisyklės, kadangi visi šie vertybiniai popieriai priskirtini ne nuosavybės arba skolos vertybinių popierių kategorijai. Tačiau padengtų obligacijų viešas platinimas ir antrinės apyvartos palaikymas yra skatinamas Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatyme, kuriame numatyta, kad bankas emitentas privalo imtis visų reikiamų priemonių, kad jo išleistas padengtas obligacijas būtų galima perleisti reguliuojamoje rinkoje (biržoje).

Tačiau pasirinkimą tarp viešo ir neviešo turtu padengtų vertybinių popierių platinimo nulemia daugelis veiksnių. Jeigu emitentas tikisi, kad pavyks išleistus vertybinius popierius išplatinti ir neviešai, tikėtina, kad būtent šis platinimo būdas ir bus pasirinktas, kadangi tokiu atveju nereikia rengti vertybinių popierių prospekto bei galima išvengti kitų administracinių reikalavimų ir su tuo susijusių sąnaudų. Tačiau, atsižvelgus į mažą Lietuvos kapitalo rinkos išsivystymo lygį bei į gana mažą institucinių ir kitų profesionalių investuotojų turimą lėšų kiekį, mažai tikėtina, kad gana didelės turtu padengtų vertybinių popierių apimtys bent pradiniais sekiuritizacijos plėtros etapais galėtų būti sėkmingai išplatintos neviešu būdu. Todėl, Lietuvoje platinant turtu padengtus vertybinius popierius, geriau naudoti viešą jų platinimo būdą. Tai didina pačio emitento žinomumą, gerina jo reputaciją ir priėjimo prie kapitalo rinkos galimybes.

Siekdamas viešai išplatinti turtu padengtus vertybinius popierius, iniciatorius turėtų vadovautis Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymu ir, visų pirma, parengti nustatytus reikalavimus atitinkantį vertybinių popierių prospektą, kurį, suderinęs su Lietuvos banku, turėtų skelbti viešai. Turtu padengtų vertybinių popierių platinimas viešai sukuria ir papildomus reikalavimus: emitentas privalo viešai skelbti visus esminius įvykius, kurie gali turėti įtakos emitento kreditingumui, o taip pat ir išleistų turtu padengtų vertybinių popierių vertei. Taip pat yra privalu skelbti periodinę ir einamąją informaciją apie bendrovės finansinę būklę, įskaitant audituotas metines ir tarpines finansines ataskaitas, metinius pranešimus. Visa tai didina emitento skaidrumą ir žinomumą, tačiau skaidrumas turi ir savo kainą – bet kokia neigiama informacija nedelsiant atsilieptų ir platinamų turtu padengtų vertybinių popierių kainai bei visiems kitiems šio emitento viešai platinamiems vertybiniais popieriams.

Kadangi Lietuvos teisės aktai yra suderinti su ES teisine baze, Lietuvoje patvirtintas prospektas galioja visoje ES, o tai reiškia, kad, gavus Lietuvos banko patvirtinimą dėl parengto vertybinių popierių prospekto, sekiuritizacijos iniciatorius galėtų gana nesudėtingai Lietuvoje išleistus turtu padengtus vertybinius popierius viešai platinti ir kitose ES valstybėse narėse. Prospekto patvirtinimas suteikia emitentui teisę ne tik siūlyti vertybinius popierius viešai, bet ir juos įtraukti į reguliuojamos rinkos (biržos) prekybos sąrašus visoje ES. Taigi, pasinaudojant ES narystės teikiamais privalumais, sekiuritizacijos iniciatoriai Lietuvoje galėtų platinti išleistus turtu padengtus vertybinius popierius daug platesniam, ne tik Lietuvos, investuotojų ratui. Tai reiškia, kad sekiuritizacijos vykdymo Lietuvoje perspektyvos ir galimybės yra gerokai didesnės ir neapsiriboja vien tik Lietuvos investuotojų formuojama vertybinių popierių paklausa apimtimi.

Be teisinės bazės pritaikymo sekiuritizacijai vystyti, valstybė gali rasti ir kitų būdų šio mechanizmo panaudojimui šalyje skatinti. Kaip aptarta kituose disertacijos skyriuose, valstybė gali sekiuritizaciją skatinti suteikdama finansinę paramą šių vertybių popierių leidimui arba remdama sekiuritizacijos

platformas. Viena ar kita forma sekiuritizaciją skatina Ispanija, Vokietija, Italija, Portugalija ir daugelis kitų pasaulio valstybių. Išanalizavus ir įvertinus Lietuvos valstybės institucijų vykdomas įvairias finansavimo skatinimo priemones ir programas, galima konstatuoti, kad Lietuva iki šiol niekaip nėra finansiškai prisidėjusi prie sekiuritizacijos skatinimo. Tad vienintelėmis valstybės pastangomis sudaryti palankias sąlygas sekiuritizacijai galima įvardinti Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatymo parengimą ir priėmimą, sukūrusį galimybę aiškiai reglamentuotas padengtas obligacijas, atitinkančias ES standartus, leisti ir Lietuvoje.

Įvertinus tik teisinių nuostatų tinkamumą sekiuritizacijai panaudoti, galima teigti, kad Lietuvos teisės aktai nedraudžia sekiuritizacijos, tačiau taip pat ir nenumato specialių sekiuritizacijos mechanizmo naudojimo taisyklių. Tai apsunkina sekiuritizacijos panaudojimą Lietuvoje, ypač pradiniais etapais, kadangi efektyviai veikiančiai sekiuritizacijos schemai sukurti būtų reikalingos didelės iniciatorių sąnaudos. Lietuvoje padengtomis obligacijoms leisti yra sukurtas specialus teisinis režimas, kuris iš esmės yra tinkamas taikyti balansinę sekiuritizaciją. Vis tik yra nemažai nuostatų, kurias reikėtų tobulinti siekiant lengviau leisti padengtas obligacijas bei suteikti didesnę saugumą investuotojams. Be teisinės bazės Lietuvoje kol kas nebuvo kitų sekiuritizacijos naudojimo skatinimo būdų.

4.3. SEKIURITIZACIJOS TAIKYMO EKONOMINĖS PASEKMĖS

Disertacijoje buvo nagrinėjami sekiuritizacijos panaudojimo mikroekonomikos ir makroekonomikos aspektai. Mikro aspektai apima sekiuritizacijos mechanizmo panaudojimo naudą jos iniciatoriams, investuotojams ir paskolų gavėjams. Sekiuritizacijos panaudojimo makroekonomikos aspektai apima sekiuritizacijos įtaką ekonomikai, finansiniam stabilumui. Analizė parodė, kad sekiuritizacija teigiamai veikia

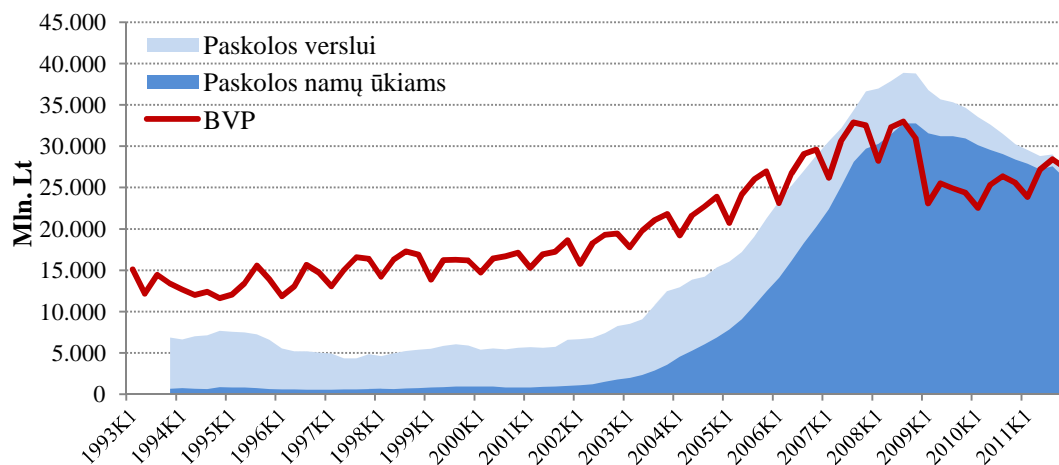
ekonomikos augimo perspektyvas, kadangi šio proceso metu yra sukuriami papildomi kredito ištekliai, kurie savo ruožtu yra svarbus ekonomikos augimo variklis. Taigi, vienas pagrindinių teigiamų sekiuritizacijos panaudojimo aspektų yra sukuriama galimybė didinti bankų sistemos kredito išteklius, kurie vėliau gali būti panaudojami verslo ir namų ūkiams kredituoti.

Disertacijoje buvo analizuojamos sekiuritizacijos pritaikymo galimybės ir perspektyvos Lietuvoje remiantis statistinių duomenų ir kitų informacijos šaltinių ekspertiniu vertinimu. Siekiant statistiškai patikimai įvertinti sekiuritizacijos taikymo naudingumą Lietuvos ekonomikai, šiame poskyryje atliekama atitinkamų duomenų statistinė analizė. Statistinės analizės, siekiant įvertinti sekiuritizacijos ekonominį naudingumą Lietuvai, atlikimas yra vienas iš disertacijos uždavinių. Visų pirma bus analizuojamas statistinis BVP ir paskolų ryšys. Nustačius šių dydžių priklausomybę, bus vertinama sekiuritizacijos galima nauda Lietuvos ekonomikai per įtakos BVP pokyčiams nustatymą.

4.3.1. PASKOLŲ IR BVP RYŠIO ANALIZĖ

Siekiant kiekybiškai įvertinti sekiuritizacijos poveikį šalies ekonomikai, visų pirma reikia įvertinti ekonomikos augimo ir kredito išteklių tarpusavio priklausomybę bei jos stiprumą. Tuo tikslu toliau pateikiama statistinė analizė, iš kurios matyti kredito išteklių įtaka Lietuvos ekonomikai. Atliekant analizę buvo pasinaudota 1993–2011 m. realių Lietuvos ekonomikos rodiklių statistinių priklausomybių duomenimis.

Ketvirčių BVP ir skirtingų paskolų rūšių rodikliai pakoreguoti atsižvelgus į infliaciją. Statistinė priklausomybė tirta remiantis tiek balansiniais (sukauptu paskolų portfeliu laikotarpio pabaigoje), tiek ir pokyčio (paskolų portfelio pokyčiu per ketvirtį) dydžiais. Duomenys analizei atlikti surinkti iš Lietuvos statistikos departamento rodiklių duomenų bazės ir Lietuvos banko skelbiamos pinigų finansinių institucijų statistikos. Pagrindiniai tyrime naudoti duomenys, pateikiami ir priede, grafiškai pavaizduoti 57 paveiksle.



57 pav. BVP, paskolos verslui ir namų ūkiams per 1993–2011 m. ketvirčius (2011 m. gruodžio mėn. kainomis)⁶⁷

Kaip matyti, ketvirčių BVP duomenys banguoja, o tai rodo šio rodiklio aiškų sezoniškumą. Paskolos verslui ir namų ūkiams iš esmės visą analizuojamą laikotarpį augo. Šių paskolų augimo tempai sumažėjo ir tapo neigiami tik nuo 2009 m., prasidėjus finansinei krizei. Paskolos verslui sudaro didžiausią Lietuvos bankų paskolų portfelio dalį tiek skaičiuojant likučius, tiek ir naujai suteikiamas paskolas. Kitą didžiausią Lietuvos kredito įstaigų paskolų portfelio dalį sudaro namų ūkiams suteiktos paskolos. Vidutiniškai 75% namų ūkiams suteikiamų paskolų sudaro būsto paskolos, apie 10% – vartojimo paskolos ir 15% – kitos paskolos. Tyrime analizuojamos ir paskolos valdžiai bei finansiniams tarpininkams: 1993–2011 m. paskolos valdžiai vidutiniškai sudarė 7%, o paskolos finansiniams tarpininkams – 5% viso paskolų portfelio, taigi absoliutine reikšme nebuvo itin svarbios. 57 paveiksle pavaizduoti kredito įstaigų sukaupti paskolų portfeliai (balansai), tačiau kredito srautų reikšmingumui ekonomikos augimui nustatyti svarbu įvertinti ir naujai suteikiamų paskolų apimtį tuo pačiu laikotarpiu. Todėl tyrime nagrinėjami ne tik paskolų balansai, bet ir jų pokyčiai.

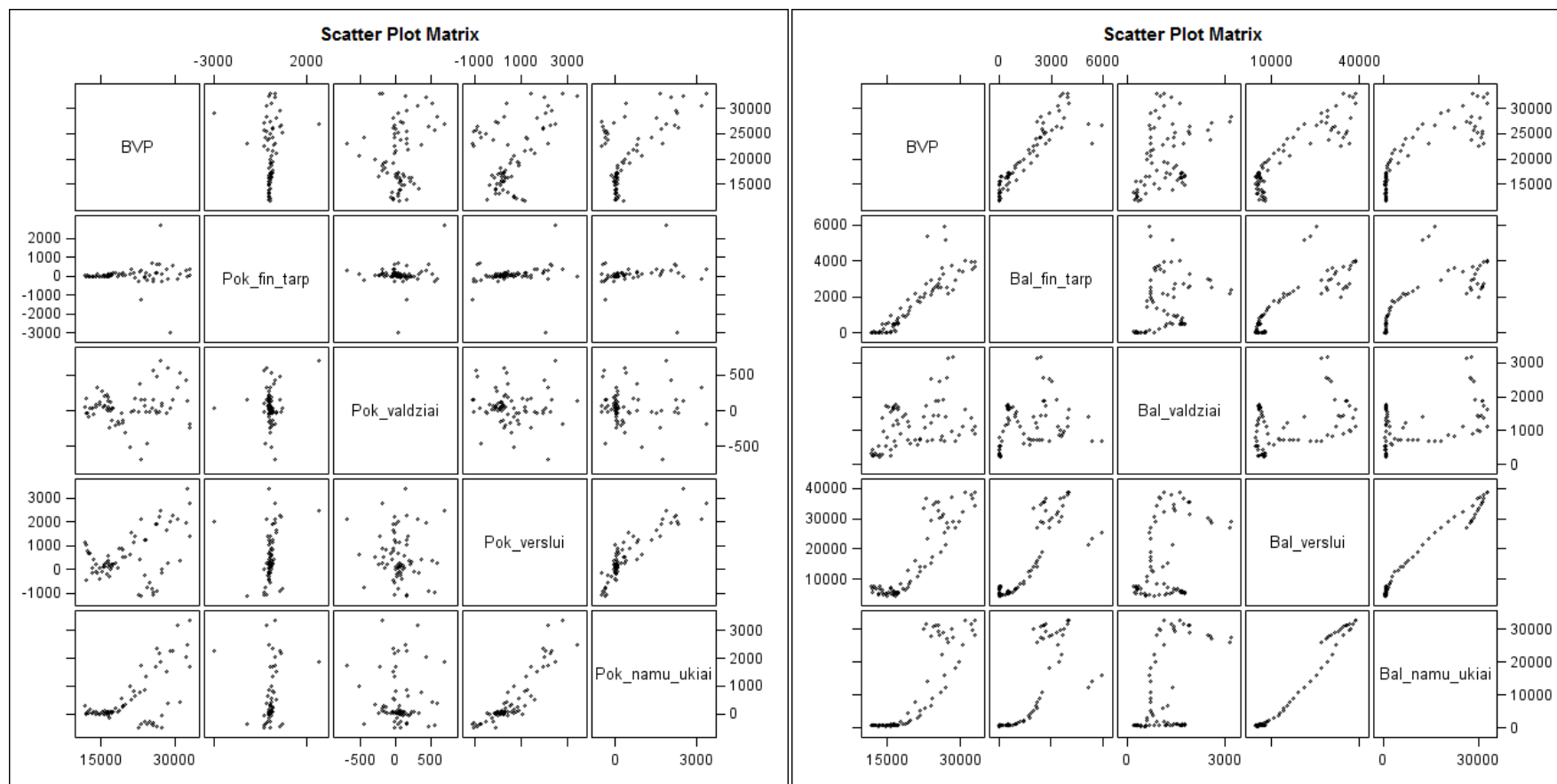
Tyrime naudojami žymėjimai ir jų reikšmės:

⁶⁷ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos statistikos departamento ir Lietuvos banko duomenimis. Paveiksle pavaizduoti visų ketvirčių duomenys

- **Bal_fin_tarp** – finansiniams tarpininkams suteiktų paskolų balansas
- **Bal_verslui** – verslui suteiktų paskolų balansas
- **Pok_fin_tarp** – finansiniams tarpininkams suteiktų paskolų pokytis
- **Pok_verslui** – verslui suteiktų paskolų pokytis
- **Bal_valdziai** – valdžiai suteiktų paskolų balansas
- **Bal_namu_ukiai** – namų ūkiams suteiktų paskolų balansas
- **Pok_valdziai** – valdžiai suteiktų paskolų pokytis
- **Pok_namu_ukiai** – namų ūkiams suteiktų paskolų pokytis

Tyrimė nagrinėjamos paskolos apima kitų pinigų finansinių institucijų suteiktas paskolas. Kitos pinigų finansinės institucijos – tai: komerciniai bankai, užsienio bankų filialai, Lietuvos centrinė kredito unija, kitos kredito unijos ir pinigų rinkos fondai. Finansinių tarpininkų kategorija apima finansų maklerio įmones, valdymo įmones, draudimo įmones, pensijų, investicinius fondus ir pan. Valdžios sektorius apima centrinę valdžią, vietos valdžią ir socialinės apsaugos fondus. Verslas apima nefinansines korporacijas, kurių pagrindinė veikla yra nefinansinio tarpininkavimo veikla. Namų ūkiai apima namų ūkius ir juos aptarnaujančias nepelno organizacijas (Metodologinės, 2012).

Atliekant statistinę analizę pasinaudota statistinių programų paketu SAS (angl. *Statistical Analytical System*). Pirmiausia buvo atlikta visų kintamųjų diagramų analizė poromis (58 pav.).



58 pav. Tyrimo kintamųjų sklaidos diagramos⁶⁸

⁶⁸ SAS statistinės programos rezultatai

Iš 58 paveikslo akivaizdžiai matosi itin didelės priklausomybės tarp BVP ir *Bal_fin_tarp*, tarp *Bal_verslui* ir *Bal_namu_ukiai*. Tai rodo mažas duomenų išsibarstymas ir aiškus kreivės, šiuo atveju tiesės, pobūdis. Gana aiški tiesinė priklausomybė matosi ir tarp BVP ir *Bal_verslui* bei BVP ir *Bal_namu_ukiai*. Tuo tarpu grafikai nerodo aiškių sąsajų tarp BVP ir *Pok_fin_tarp* bei kitų pokyčio kintamųjų.

Kadangi nagrinėjami duomenys yra laiko eilutė, todėl neatmestina priklausomybė nuo ankstesnio stebėjimo ir dėl šios priežasties buvo panaudojami tiesinės regresijos modeliai su autokoreliuotomis paklaidomis. Toliau pateikiama atlikta šių duomenų statistinė analizė.

I MODELIS. Tiesinė regresija su autokoreliuotomis paklaidomis

Šiame modelyje naudoti nepriklausomi kintamieji (regresoriai): *Bal_fin_tarp*, *Bal_valdziai*, *Bal_verslui*, *Bal_namu_ukiai*, *Pok_fin_tarp*, *Pok_valdziai*, *Pok_verslui*, *Pok_namu_ukiai*. Naudota SAS procedūra AUTOREG.

Pirmame etape buvo atlikta regresinė analizė trimis pažingsninės regresijos metodais (angl. *forward*, *backward*, *stepwise*), kuriais buvo siekiama maksimaliai sumažinti kintamųjų skaičių tuo pačiu nepabloginant prognozės tikslumo. Nepriklausomo kintamojo reikšmingumą lengviausia paaiškinti kaip tikimybę apsirikti šį kintamąjį laikant nereikšmingu. Ši tikimybė matoma pažvelgus į AUTOREG procedūros rezultatus, pateiktus 59 paveiksle, stulpelyje, pavadintame „Pr > |t|“. Kuo ši tikimybė mažesnė, tuo nepriklausomas parametras yra reikšmingesnis. Po procedūros, esant reikšmingumo lygmeniui 0,05, buvo palikti tik keturi kintamieji: *Bal_fin_tarp*, *Bal_valdziai*, *Bal_verslui* ir *Pok_namu_ukiai*. Taigi, procedūra parodė, jog didžiausią įtaką BVP daro naujai namų ūkiams suteikiamos paskolos bei laikotarpio pabaigoje bankų sukaupto paskolų portfelio finansiniams tarpininkams, valdžiai ir verslui dydis. Kiti kintamieji, prognozuojant BVP, pasirodė statistiškai nereikšmingi.

Kadangi liekamosios paklaidos yra autokoreliuotos (*Durbin-Watson* statistikos reikšmė lygi 1,243), jos buvo aprašytos remiantis autoregresijos modeliu. Procedūroje buvo pasirinkta trečios eilės autoregresija (priklausomybė nuo trijų paskutiniųjų kalendorinių ketvirčių, tačiau programos rezultatai rodė, kad reikšminga tik pirmą eilę, t.y. žinant prieš tai buvusio ketvirčio kintamųjų reikšmes, dar ankstesni duomenys yra nereikšmingi). Kadangi BVP laiko eilutėje yra aiškiai išreikštas sezoniškumas, todėl buvo įvesti trys pseudokintamieji:

- **dummy1**, kuris per pirmą ketvirtį = 1, per kitus ketvirčius = 0,
 - **dummy2**, kuris per antrą ketvirtį = 1, per kitus ketvirčius = 0,
 - **dummy3**, kuris per trečią ketvirtį = 1, per kitus ketvirčius = 0.
- Visi pseudokintamieji per ketvirtąjį ketvirtį yra = 0.

(1) Maximum Likelihood Estimates					
SSE	62228867.8	DFE	63		
MSE	987760	Root MSE	993.86106		
SBC	1227.98393	AIC	1207.49393		
MAE	679.044993	AICC	1210.39716		
MAPE	3.82897306	HQC	1215.65106		
Durbin-Watson	2.1138	Regress R-Square	0.8493		
		Total R-Square	0.9765		

(2) Durbin-Watson Statistics			
Order	DW	Pr < DW	Pr > DW
1	2.1138	0.6454	0.3546

(3) Parameter Estimates					
Variable	DF	Estimate	Standard Error	t Value	Pr > t
Intercept	1	13203	970.8456	13.60	<.0001
Bal_fin_tarp	1	0.1402	0.2517	0.56	0.5796
Bal_valdziai	1	1.0463	0.4768	2.19	0.0319
Bal_verslui	1	0.3533	0.0499	7.08	<.0001
Pok_namu_ukiai	1	1.8875	0.3934	4.80	<.0001
dummy1	1	-2427	240.4282	-10.09	<.0001
dummy2	1	-557.6053	265.8743	-2.10	0.0400
dummy3	1	246.1796	234.8752	1.05	0.2986
AR1	1	-0.7834	0.0839	-9.34	<.0001

59 pav. SAS procedūros AUTOREG rezultatai⁶⁹

Remiantis SAS procedūros AUTOREG rezultatais, tinkamiausias autoregresijos modelis BVP reikšmei yra:

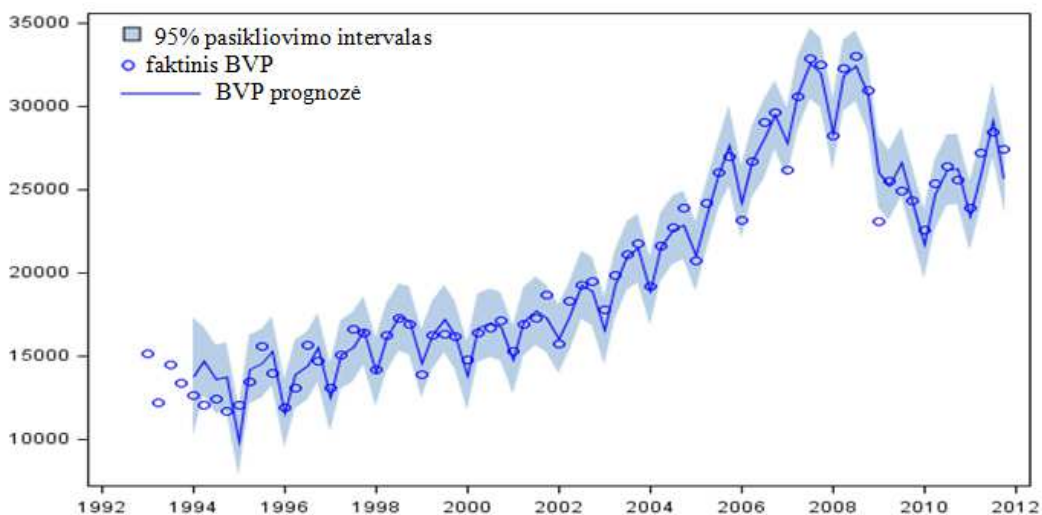
⁶⁹ SAS statistinės programos rezultatai

$$BVP_t = 13203 + 0,1402 * Bal_fin_tarp_t + 1,0463 * Bal_valdziai_t + 0,3533 * Bal_versluj_t + 1,8875 * Pok_namu_ukiai_t - 2427 * dumm1_t - 557,61 * dumm2_t + 24618 * dumm3_t + v_t \quad (1)$$

Šioje lygtyje v_t yra regresijos paklaida. Kadangi regresija sudaryta su autokoreliuotomis paklaidomis, autokoreliacijos paklaidų lygtis išsiskleidžia taip:

$$v_t = -0,7834 * v_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Bendras gautos BVP prognozuojančios lygties statistinis patikimumas yra išreiškiamas dydžiu 0,9765 (59 paveiksle „Total R-Square“ reikšmė), todėl galima teigti, kad gauta autoregresijos lygtis paaiškina 97,65% BVP kvadratinų pokyčių. Tai itin aukštas patikimumo lygis. Prognozavimo patikimumas gerai atskleidžiamas 60 pav. grafike, kuriame linija pažymėti faktiniai duomenys, o užspalvinta sritimi – galimos prognozavimo paklaidos.



60 pav. Gautos autoregresijos lygties ir faktinių duomenų grafinis palyginimas⁷⁰

Vis tik iš procedūros AUTOREG rezultatų (59 pav.) matyti, kad koeficientas prie kintamojo *Bal_fin_tarp* statistiškai nereikšmingas (p-reikšmė lygi tik 0,5796). Todėl verta panagrinėti modelį ir be šio kintamojo. Naujos AUTOREG procedūros be *Bal_fin_tarp* kintamojo rezultatai pateikiami 61 paveiksle.

⁷⁰ SAS statistinės programos rezultatai

(1) Maximum Likelihood Estimates			
SSE	62486084.7	DFE	64
MSE	976345	Root MSE	988.10175
SBC	1224.05577	AIC	1205.84245
MAE	676.756582	AICC	1208.12816
MAPE	3.83062466	HQC	1213.09323
Durbin-Watson	2.1355	Regress R-Square	0.8448
		Total R-Square	0.9764

(2) Durbin-Watson Statistics			
Order	DW	Pr < DW	Pr > DW
1	2.1355	0.6808	0.3192

(3) Parameter Estimates					
Variable	DF	Estimate	Standard Error	t Value	Approx Pr > t
Intercept	1	13199	1009	13.08	<.0001
Bal_valdziai	1	1.0510	0.4750	2.21	0.0305
Bal_verslui	1	0.3666	0.0463	7.91	<.0001
Pok_namu_ukiai	1	1.9188	0.3892	4.93	<.0001
dumny1	1	-2429	237.7698	-10.21	<.0001
dumny2	1	-558.7423	262.9303	-2.13	0.0374
dumny3	1	227.7115	230.0277	0.99	0.3259
AR1	1	-0.7956	0.0787	-10.11	<.0001

61 pav. SAS procedūros AUTOREG rezultatai be *Bal_fin_tarp* kintamojo⁷¹

Pagal naujus procedūros rezultatus tinkamiausias autoregresijos modelis BVP reikšmei prognozuoti yra:

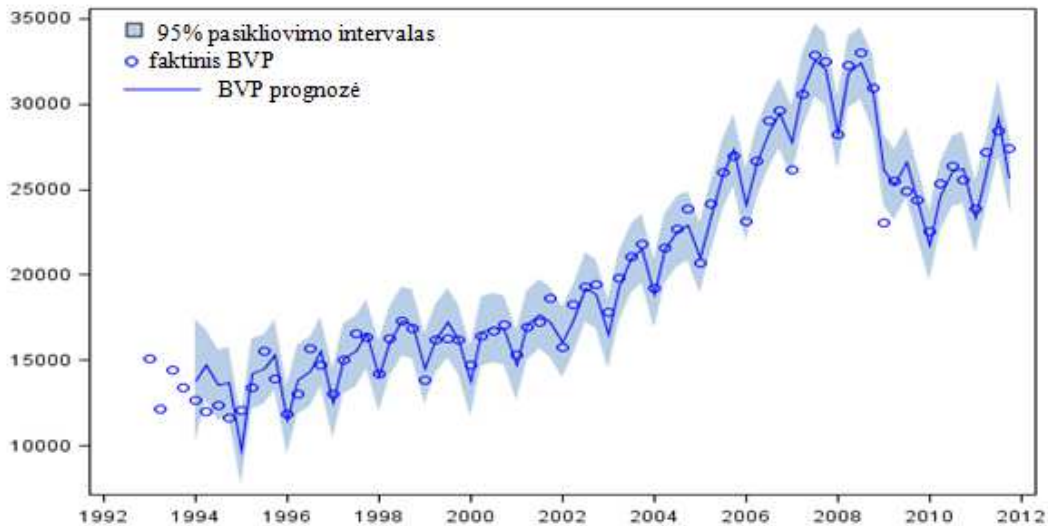
$$BVP = 13199 + 1,051 * Bal_valdziai + 0,3666 * Bal_verslui + 1,9188 * Pok_namu_ukiai - 2429 * dumny1 - 558,74 * dumny2 + 227,71 * dumny3 + v_t \quad (3)$$

Kur autokoreliacijos paklaidų lygtis (v_t) yra:

$$v_t = -0,7956 * v_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Gauta autoregresijos lygtis nedaug skiriasi nuo pirmosios, o jos bendras statistinis patikimumas yra išreiškiamas dydžiu 0,9764, kuris iš esmės nesiskiria nuo pirmosios lygties patikimumo, tačiau nepriklausomų kintamųjų skaičius sumažėjo vienu. Kadangi laikoma, jog parinktas modelis tuo vertingesnis, kuo mažesniu parametų skaičiumi jis nusakomas, ketvirtoji lygtis laikytina tinkamesnė BVP prognozuoti. Naujosios lygties prognozavimo patikimumas grafiškai yra labai panašus kaip ir pirmuoju atveju.

⁷¹ SAS statistinės programos rezultatai



62 pav. Autoregresijos lygties be *Bal_fin_tarp* kintamojo ir faktinių duomenų grafinis palyginimas⁷²

Gautos autoregresijos rezultatas pagrindžia prielaidą, kad paskolų įtaka BVP pokyčiams yra didelė. BVP ypač nulemia paskolų namų ūkiams pokytis, balansiniai paskolų valdžiai ir verslui likučiai.

II MODELIS. Tiesinė regresija su autokoreliuotomis paklaidomis ir laiko kintamuoju

Įtakos BVP gali turėti ne tik einamojo ketvirčio paskolų likučių ir pokyčių rodikliai, tačiau ir tam tikrų praėjusių laikotarpių šių rodiklių reikšmės. Todėl antrajame modelyje, siekiant įvertinti ir laiko poveikį BVP, įvedus naują laiko kintamąjį, sudaryta regresija su autokoreliuotomis paklaidomis. Taigi, nepriklausomų kintamųjų sąrašas papildytas laiko kintamuoju t , o likę kintamieji palikti tie patys, kurie kaip reikšmingai darantys įtaką BVP buvo nustatyti pirmajame modelyje, tai yra: *Bal_verslui*, *Pok_namu_ukiai* ir *Pok_valdziai*. Taip pat, siekiant eliminuoti BVP sezoniškumą, palikti ir pseudokintamieji *dummy1*, *dummy2* ir *dummy3*. Norint atlikti statistinę kintamųjų reikšmingumo analizę sudaryti autoregresiją pasinaudota ta pačia SAS procedūra AUTOREG.

⁷² SAS statistinės programos rezultatai

(1) Maximum Likelihood Estimates					
SSE	47623521.3	DFE		63	
MSE	755929	Root MSE		869.44172	
SBC	1207.98955	AIC		1187.49956	
MAE	631.16549	AICC		1190.40279	
MAPE	3.43520983	HQC		1195.65669	
Durbin-Watson	2.0348	Regress R-Square		0.9527	
		Total R-Square		0.9820	

(2) Durbin-Watson Statistics			
Order	DW	Pr < DW	Pr > DW
1	2.0348	0.4815	0.5185

(3) Parameter Estimates					
Variable	DF	Estimate	Standard Error	t Value	Approx Pr > t
Intercept	1	11654	444.2384	26.23	<.0001
t	1	152.7845	17.5728	8.69	<.0001
Bal_verslui	1	0.1470	0.0322	4.57	<.0001
Pok_namu_ukiai	1	2.1667	0.2108	10.28	<.0001
Pok_valdziai	1	0.7996	0.4176	1.91	0.0601
dummy1	1	-2419	247.3268	-9.78	<.0001
dummy2	1	-680.2184	267.0819	-2.55	0.0133
dummy3	1	154.4218	238.3359	0.65	0.5194
AR1	1	-0.4408	0.1168	-3.78	0.0004

63 pav. SAS procedūros AUTOREG rezultatai su laiko kintamuoju⁷³

Remiantis AUTOREG procedūros rezultatais, tinkamiausias autoregresijos modelis BVP reikšmei su laiko kintamuoju prognozuoti yra:

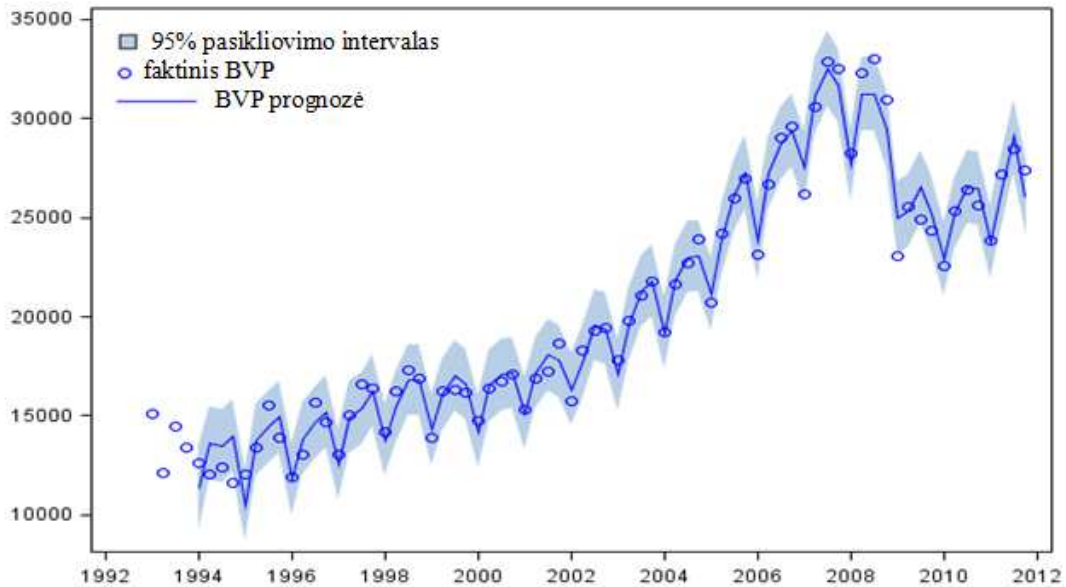
$$BVP_t = 11654 + 152,78 * t + 0,147 * Bal_verslui + 2,1667 * Pok_namu_ukiai + 0,7996 * Pok_valdziai - 2419 * dummy1 - 680,22 * dummy2 + 154,42 * dummy3 + v_t \quad (5)$$

Kur autokoreliacijos paklaidų lygtis (v_t) yra:

$$v_t = -0,4408 * v_{t-1} + \varepsilon_t \quad (6)$$

Ši autoregresijos lygtis žymiai skiriasi nuo pirmųjų dviejų, nustatytų pirmajame modelyje, tačiau jos bendras statistinis patikimumas yra netgi aukštesnis – 0,9820. Gauta lygtis paaiškina 98,2% BVP kvadratinių pokyčių. Skirtumai tarp regresijos lygčių nusako tai, kad laiko kintamasis t yra labai reikšmingas. Prognozavimo patikimumas, kaip matyti iš 64 paveikslo, grafiškai yra panašus į pirmojo modelio rezultatus.

⁷³ SAS statistinės programos rezultatai



64 pav. Autoregresijos lygties su kintamuoju t ir faktinių duomenų grafinis palyginimas⁷⁴

Grafinė gautos autoregresijos lygties ir faktinių BVP reikšmių analizė rodo, kad autoregresijos lygtis, kurios pasiklovimo intervalas yra 95%, padengia daugumą BVP faktinių reikšmių. Didesni neatitikimai matyti tik stebėjimų pradžioje 1992–1994 m. Tai gali būti paaiškinta gana nestabiliu pereinamuoju periodu ekonomikoje, kai kreditų srautai dar vis buvo iš esmės nereikšmingi.

Iš pagal abu modelius atliktų statistinių analizių galima padaryti keletą svarbių išvadų. Visų pirma, iš nagrinėtų paskolų rūšių statistiškai nereikšminga koreliacija yra tarp BVP ir kreditų finansiniams tarpininkams. Tai gali būti paaiškinta tuo, kad šių paskolų srautai buvo santykinai nedideli visu analizuojamu laikotarpiu (apie 5%). Be to, paskolas finansiniams tarpininkams galima laikyti pinigų perskirstymu finansų sistemoje, o ne paskolų teikimu vartojimui ar gamybai skatinti. Taigi, paskolų finansiniams tarpininkams reikšmingumas BVP augimui yra mažesnis jau vien dėl šių paskolų panaudojimo specifikos.

⁷⁴ SAS statistinės programos rezultatai

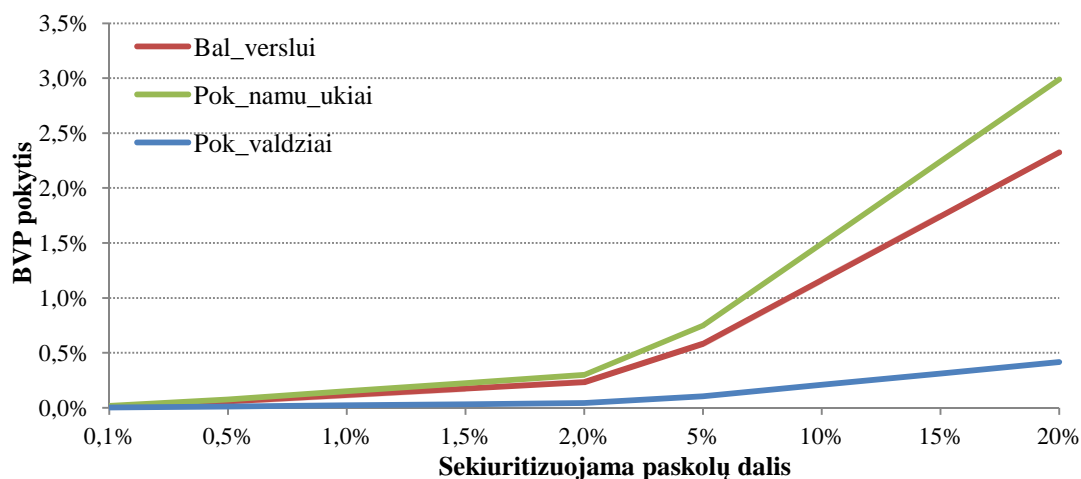
Valdžios sektoriui suteiktos paskolos koreliuoja su BVP, tačiau statistiškai reikšminga koreliacija yra tik tarp šių paskolų pokyčių per einamąjį ketvirtį ir BVP. Taigi, statistinė analizė patvirtina valdžios išlaidų įtaką ir reikšmingumą BVP. Tai ypač aktualu ekonomikos nuosmukio periodais.

Paskolos verslui Lietuvoje vidutiniškai sudaro reikšmingiausią dalį viso paskolų portfelio – 64%. Tiesa, analizuojamo laikotarpio pradžioje šių paskolų reikšmingumas buvo dar didesnis ir siekė apie 85%, tuo tarpu pastaraisiais metais jų dalis bankų portfelyje sumažėjo iki maždaug 50%. Paskolų verslui reikšmingumą patvirtino ir statistinė analizė. Tačiau paskolų verslui pokytis per einamąjį ketvirtį su BVP nekoreliuoja reikšmingai. Tai galima paaiškinti tuo, kad suteiktos paskolos yra įsisavinamos su tam tikru laiko lagu, o paskolų portfelį (likučius) galima laikyti gamybą generuojančiu veiksmu.

Namų ūkiams suteiktos paskolos 1993–2011 m. vidutiniškai sudarė apie 23% Lietuvos kredito įstaigų paskolų portfelio, be to, jų reikšmingumas nuolat auga: laikotarpio pradžioje jos sudarė vos 10% viso portfelio, o 2012 m. namų ūkių paskolų dalis siekė apie 40% visų kredito įstaigų paskolų portfelio. Statistinė analizė parodė, kad koreliacija tarp namų ūkiams naujai suteiktų paskolų ir BVP yra reikšminga. Nustatyta, kad namų ūkių paskolų portfelis, prognozuojant BVP, yra statistiškai nereikšmingas. Tokius rezultatus galima paaiškinti tuo, kad einamojo ketvirčio metu išduotos paskolos namų ūkiams, viena vertus, tiesiogiai skatina vartojimą ir, kita vertus, atspindi namų ūkių ekonominį aktyvumą bei lūkesčius. Jeigu namų ūkiai noriai prisiima naujus finansinius įsipareigojimus, vadinasi, vyrauja teigiamos užimtumo, pajamų augimo ir apskritai ekonominės perspektyvos. Apie 75% namų ūkiams suteiktų paskolų yra būsto paskolos, kurios kartu skatina ir statybų sektorių. Suteiktų paskolų namų ūkiams likučiai labiau vertintini kaip jau išnaudota BVP augimui investicija.

4.3.2. TYRIMO REZULTATŲ PRITAIKYMAS NORINT PAGRĮSTI SEKIURITIZACIJOS REIKŠMINGUMĄ

Kaip parodė statistinė duomenų analizė, Lietuvos BVP pokytį itin gerai prognozuoja paskolų portfelis verslui bei per einamąjį ketvirtį išduotų paskolų namų ūkiams bei valdžiai suma. Tokie rezultatai vienareikšmiškai patvirtina galimą sekiuritizacijos naudą Lietuvos ekonomikai, nes sekiuritizacija didina kredito išteklius. Be to, didžiausio teigiamo rezultato iš sekiuritizacijos panaudojimo Lietuvoje galima būtų pasiekti sekiuritizuojant namų ūkių paskolas, o gautus pinigus vėl panaudojant naujoms paskoloms namų ūkiams teikti, kadangi įtaką BVP turi būtent naujai suteiktos namų ūkiams paskolos, o ne jų likučiai. Taip pat teigiamo poveikio BVP leistų pasiekti verslo paskolų sekiuritizacija ir gautų naujų kredito išteklių panaudojimas tolesniam verslo kreditavimui. Vis tik tokio sekiuritizacijos būdo panaudojimo efektas būtų mažiau reikšmingas BVP atžvilgiu, kadangi naujai suteiktos verslo paskolos reikšmingai nekoreliuoja su BVP, o BVP pokyčiui reikšmingos įtakos turi viso verslo paskolų portfelio dydis. Mažesnio teigiamo rezultato galima būtų pasiekti sekiuritizuojant valdžios paskolas, jeigu būtų siekiama gautas lėšas toliau panaudoti valstybės kreditavimui. Sekiuritizacijos pasiekti, kad paskolos valdžiai padidėtų, būtų sudėtinga, nes valdžios paklausą naujoms kredito įstaigų paskoloms iš esmės nulemia kiti, ne kredito išteklių prieinamo, veiksniai. 65 paveiksle grafiškai pavaizduotas galimas sekiuritizacijos panaudojimo poveikis Lietuvos BVP.



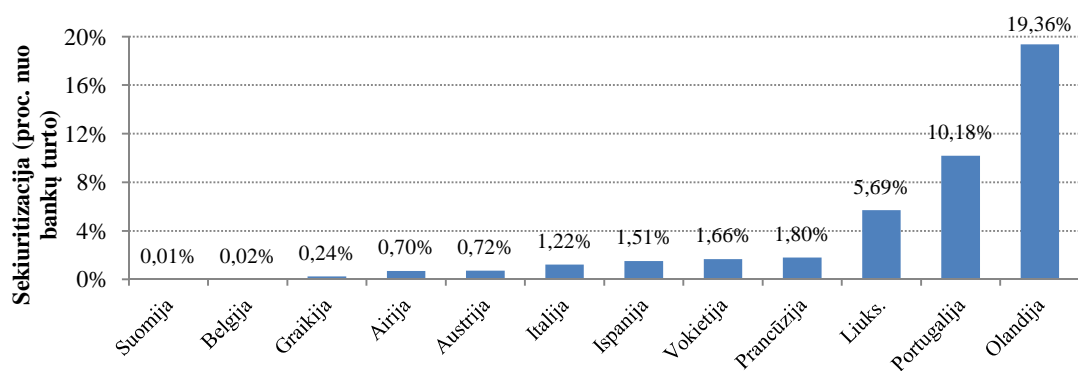
65 pav. **BVP pokytis priklausomai nuo skirtingų paskolų rūšių
sekiuritizacijos**⁷⁵

65 paveiksle sekiuritizuojama paskolų dalimi laikomas atitinkamo kintamojo (*Bal_verslui*, *Pok_namu_ukiai* ar *Pok_valdziai*) padidėjimas horizontalioje skalėje. Pažvelgus į 65 paveikslą taip pat galima daryti prielaidą, kad visa sekiuritizuota paskolų dalis 100% bankams grįš kaip kredito ištekliai ir bus nedelsiant visa apimtimi išskredituoti. Taigi, Lietuvoje veikiantiems komerciniams bankams sekiuritizavus 1% per ketvirtį naujai suteiktų paskolų namų ūkiams, o gautas lėšas už išplatintus turtu padengtus vertybinius popierius panaudojus naujoms paskoloms namų ūkiams teikti, BVP dėl to galėtų padidėti 0,15%, o jeigu būtų sekiuritizuota 5% šių paskolų, tai BVP padidėtų 0,75%. Atitinkamai galima interpretuoti ir paskolų valdžiai pokyčius bei verslo paskolų balansinius likučius. Tik absoliutine reikšme verslo paskolų balansinių likučių sekiuritizacija, lyginant su kitais dviem paskolų rodikliais, turėtų būti daug didesnės apimties, nes verslo paskolos ketvirčio pabaigoje vertinamos kaip likučiai, o ne kaip naujai suteiktos paskolos.

65 paveiksle matyti, kad paskolų sekiuritizacijos apimtims esant daugiau nei 5%, BVP padidėjimas tampa ganėtinai ryškus ir viršija 0,7%, o sekiuritizavus, pavyzdžiui, 20% namų ūkiams naujai suteiktų paskolų, BVP pagal regresijos modelio rezultatus turėtų padidėti net 3%. Vis tik reiktų

⁷⁵ Sudaryta autorės, remiantis regresinio modelio rezultatais

pastebėti, kad realybėje toks rezultatas būtų mažai tikėtinas, nes visų pirma bankai nebūtinai išskredituotų visus gautus naujus kredito išteklius, o kreditų apimtis taip pat nulemtų ir jų paklausa. Jeigu paskolų paklausa tuo metu būtų mažesnė, net ir naujai gauti kredito ištekliai dėl sekurizacijos nebūtų panaudoti. Be to, mažai tikėtina, kad sekurizuojamų paskolų apimtys Lietuvoje netrukus galėtų tapti labai didelės. Kitų šalių patirtis rodo, kad paprastai bankai sekurizuoja iki 2% savo turto (66 pav.).



66 pav. Sekurizacijos apimtys kai kuriose šalyse (% nuo bankų turto)⁷⁶

Net ir itin išvystytą finansų rinką turinčiose šalyse, tokiose kaip Vokietija, Prancūzija, Airija, bankai sekurizuoja tik 0,7%–1,8% turto. Kitose šalyse šis rodiklis nesiekia ir 0,5%. Tačiau taip pat yra ir šalių, kuriose bankai yra sekurizavę net iki 10%–20% turto, bet tai labiau išimtis nei taisyklė. Taigi, galima būtų teigti, kad sekurizacija jau gana plačiai naudojama, jeigu bankai sekurizuoja 1%–1,5% savo turto.

Sudarytų autoregresijos modelių praktiniam pritaikymui pagrįsti 2 lentelėje, panaudojus abi regresijos lygtis, yra paskaičiuotas 2012 m. pirmojo ketvirčio BVP (2012 m. pirmojo ketvirčio duomenys sudarant autoregresijos modelį nebuvo įtraukti).

⁷⁶ Sudaryta autorės, remiantis Altunbas ir kt., 2007

2 lentelė. Tyrimo sudarytų autoregresijos modelių pritaikymas BVP skaičiavimui⁷⁷

Koeficientai	Modelis 1	Modelis 2	Regresoriai, mln. Lt	
			<i>t-1</i>	<i>t = 2012K1</i>
Intercept	13.199	11.654		
t		153	72	73
Bal_valdziai	1,051		3.124	3.109
Bal_verslui	0,3666	0,147	26.981	26.485
Pok_valdziai		0,7996	67	6
Pok_namu_ukiai	1,9188	2,1667	-504	-206
Dummy1	-2429	-2419	0	1
Dummy2	-228,74	-680,22	0	0
Dummy3	227,71	154,42	0	0
AR1	-0,7956	-0,4408		
Patikimumas	0,9764	0,9820		
Root MSE	988,1	869,4		
<i>BVP prognozė</i>	<i>24.928</i>	<i>24.636</i>		
<i>Faktinis BVP</i>	<i>25.014</i>	<i>25.014</i>		

Pagal pirmąjį modelį apskaičiuotas 2012 m. pirmojo ketvirčio BVP lygus 24,9 mln. Lt, o tai tik 0,34% skiriasi nuo faktinio BVP. Pagal antrąjį modelį gautas rezultatas taip pat itin tikslus – modelio pagalba suskaičiuotas BVP nuo faktinio skiriasi tik 1,5%. Autoregresijos lygčių rezultatai pagrindžia jų praktinį patikimumą. Gauti rezultatai iliustruoja sekiuritizacijos ekonominę naudingumą: jeigu kredito įstaigos būtų sekiuritizavusios, pavyzdžiui, 2% verslo paskolų likučių ir gautus pinigus išskreditavusios per 2012 m. pirmąjį ketvirtį, šio ketvirčio Lietuvos BVP būtų 0,43% didesnis. Iliustracijoje nepateikiami labiausiai BVP lemiančios paskolų rūšies – paskolų namų ūkiams pokyčio – sekiuritizacijos rezultatai, kadangi 2012 m. pirmąjį ketvirtį šių paskolų pokytis buvo neigiamas.

Nors sudarytas regresijos modelis turi apribojimų ir trūkumų, galima teigti, kad naujos tam tikrų paskolų rūšių apimtys daro didelę įtaką Lietuvos ekonomikos augimui. Lietuvos kredito įstaigoms pradėjus naudoti sekiuritizaciją kaip įrankį, leidžiantį generuoti papildomus kredito srautus, tai teigiamai paveiktų ekonomiką, ypač – BVP augimo tempus. Tai galėtų būti itin

⁷⁷ Sudaryta autorės, remiantis gautomis autoregresijos lygtimis, Statistikos departamento ir Lietuvos banko duomenimis

svarbu šiuo metu, kuomet paskolų srautai ekonomikai yra sumažėję ir jos paskatinimui būtina ieškoti naujų įrankių. Taigi, atlikta statistinė analizė patvirtino trečiąjį ginamąjį teiginį, kad *sekiuritizacijos panaudojimas Lietuvoje teigiamai įtakotų BVP augimo tempus*.

4.3.3. TYRIMO APRIBOJIMAI IR SUNKUMAI

Kaip jau ir minėta, atlikta statistinė analizė turi tam tikrų apribojimų ir trūkumų. Visų pirma, norint atlikti patikimą statistinę analizę, reikalinga ilga duomenų eilutė, o disertacijos analizė apima tik 18 metų duomenis (1993–2011 m.). Tačiau analizuojamo laikotarpio pailginti neįmanoma, kadangi patikima paskolų statistika buvo pradėta rinkti tik nuo 1993 m. Taigi, turima duomenų eilutė yra per trumpa norint gauti patikimus rezultatus. Siekiant padidinti stebėjimų skaičių bei atliekamos analizės patikimumą, pasirinkti ketvirtiniai duomenys, dėl to stebėjimų skaičius išaugo iki 72. Tyrime buvo galima panaudoti detalesnius duomenis apie paskolas jas dar suskirsčius į skirtingas trukmes, valiutas, o taip pat namų ūkių paskolas išskyrus į būsto, vartojimo paskolas ir kitas. Tačiau detalią paskolų statistiką Lietuvos bankas pradėjo skelbti tik nuo 2004 m. Taigi, siekiant kuo ilgesnės duomenų eilutės, paskolos nerūšiuotos.

Tyrimą riboja ir tai, kad didžiąją analizuojamo laiko dalį vyko ekonomikos pakilimas. Per visą šį laikotarpį Lietuvos ekonomikai sunkesnis laikas buvo 1998 m. Rusijos krizės metu, taip pat pasaulio ekonomikai sulėtėjus dėl JAV sprogusio informacinių technologijų (*dot-com*) burbulo 2001 m. Vis tik abi šios krizės nebuvo tokios svarbios kaip dabartinė, todėl negalima teigti, kad 1993–2011 m. (ypač įskaitant visiško atsigavimo po recesijos laikotarpį) Lietuvos ekonomikos rodikliuose matosi pilnas ekonominis ciklas. Be to, reikia pastebėti, kad Lietuvos ekonomikos svyravimai per pastaruosius du dešimtmečius vyko kartu su ūkio persitvarkymu iš planinės į rinkos ekonomiką, prekybos perorientavimu, integracijos į ES vidaus rinką procesu. Ir kiti tyrime analizuoti rodikliai – paskolos verslui, namų ūkiams ir valdžiai –

visu analizuojamu laikotarpiu iki 2009 m. augo dideliais tempais. Šie veiksniai padarė didelę įtaką Lietuvos ekonomikai. Taigi, statistinėje analizėje panaudotų rodiklių kitimo tendencijos bei rodiklius lemiantys kiti veiksniai turėjo įtakos ir gautam rezultatui – labai didelei teigiamai priklausomybei tarp BVP ir tam tikrų paskolų rodiklių.

Taip pat apribojimų kyla dėl pasirinktų nepriklausomų kintamųjų pobūdžio. Pasirinkti regresoriai yra tam tikrų paskolų balansai arba pokyčiai, todėl galima spėti, kad jie yra tarpusavyje susiję. Nepriklausomų kintamųjų tarpusavio priklausomybės matomos vizualiai ir 58 paveiksle. Kadangi regresorių tarpusavio priklausomybė daro įtaką ir regresijos lygčiai, siekiant įvertinti tarpusavio priklausomybės poveikį, papildomai buvo atlikta dalinių koreliacijų (angl. *partial correlation*) analizė. Dalinė koreliacija rodo koreliaciją tarp atsitiktinių dydžių, kai eliminuota kitų atsitiktinių dydžių įtaka (Regression, 2012).

Skaičiavimai atlikti remiantis SAS procedūra CORR. Pradžioje atlikta pirmos eilės dalinių koreliacijų analizė, kai eliminuota tik laiko įtaka.

	BVP	Bal_fin_tarp	Bal_valdziai	Bal_verslui	Bal_namu_ukiai	Pok_fin_tarp	Pok_valdziai	Pok_verslui	Pok_namu_ukiai
BVP	1.00000	0.61552 <.0001	-0.48566 <.0001	0.54064 <.0001	0.37176 0.0014	0.09077 0.4516	0.16270 0.1752	0.77668 <.0001	0.81576 <.0001
Bal_fin_tarp	0.61552 <.0001	1.00000	-0.57488 <.0001	0.43955 0.0001	0.20680 0.0836	0.36532 0.0017	-0.01279 0.9157	0.71531 <.0001	0.72681 <.0001
Bal_valdziai	-0.48566 <.0001	-0.57488 <.0001	1.00000	-0.46248 <.0001	-0.21784 0.0680	-0.02140 0.8594	0.32053 0.0064	-0.54906 <.0001	-0.59366 <.0001
Bal_verslui	0.54064 <.0001	0.43955 0.0001	-0.46248 <.0001	1.00000	0.94353 <.0001	-0.08782 0.4665	0.11058 0.3586	0.25274 0.0335	0.34817 0.0029
Bal_namu_ukiai	0.37176 0.0014	0.20680 0.0836	-0.21784 0.0680	0.94353 <.0001	1.00000	-0.12556 0.2968	0.18200 0.1288	0.00029 0.9981	0.10364 0.3897
Pok_fin_tarp	0.09077 0.4516	0.36532 0.0017	-0.02140 0.8594	-0.08782 0.4665	-0.12556 0.2968	1.00000	0.16030 0.1817	0.19484 0.1035	0.10588 0.3795
Pok_valdziai	0.16270 0.1752	-0.01279 0.9157	0.32053 0.0064	0.11058 0.3586	0.18200 0.1288	0.16030 0.1817	1.00000	-0.07834 0.5161	-0.06447 0.5932
Pok_verslui	0.77668 <.0001	0.71531 <.0001	-0.54906 <.0001	0.25274 0.0335	0.00029 0.9981	0.19484 0.1035	-0.07834 0.5161	1.00000	0.91641 <.0001
Pok_namu_ukiai	0.81576 <.0001	0.72681 <.0001	-0.59366 <.0001	0.34817 0.0029	0.10364 0.3897	0.10588 0.3795	-0.06447 0.5932	0.91641 <.0001	1.00000

67 pav. Dalinės koreliacijos koeficientai ir jų patikimumo lygmuo eliminavus tik laiko poveikį⁷⁸

⁷⁸ SAS statistinės programos rezultatai

67 paveiksle pirmoje kiekvieno kintamojo eilutėje nurodomas dalinės koreliacijos įvertis, o antroje eilutėje – jo patikimumo lygmuo. Reikšmingiausios koreliacijos paryškintos. Matyti, kad labiausiai tarpusavyje koreliuoja paskolos verslui ir namų ūkiams (tiek likučiai, tiek pokyčiai), taip pat aukšta koreliacija tarp BVP bei paskolų verslui ir namų ūkiams likučių. Be to, koreliacija aukšta ir tarp finansinių tarpininkų paskolų likučių ir naujų paskolų verslui bei namų ūkiams.

Sekančiame žingsnyje nagrinėjami dalinės koreliacijos koeficientai tarp BVP ir nepriklausomų kintamųjų eliminavus ne tik laiko, bet ir kitų kintamųjų įtaką.

3 lentelė. **Dalinės koreliacijos koeficientai ir jų patikimumo lygmuo eliminavus visas tarpusavio priklausomybes**⁷⁹

	BVP
Bal_fin_tarp	-0.09267 (0.4664)
Bal_valdziai	-0.07214 (0.5711)
Bal_verslui	-0.06613 (0.6036)
Bal_n_ukiai	0.17049 (0.1780)
Pok_fin_tarp	-0.00178 (0.9889)
Pok_valdziai	0.33072 (0.0076)
Pok_verslui	0.33178 (0.0074)
Pok_n_ukiai	0.36298 (0.0032)

Matyti, kad reikšmingiausi kintamieji BVP atžvilgiu yra naujai išduotos paskolos namų ūkiams, valdžiai ir verslui. Gauti rezultatai rodo, jog sukauptas verslo paskolų portfelis nėra reikšmingas BVP, o regresinė analizė parodė, kad šis kintamasis yra reikšmingas. Palyginus dalines koreliacijas eliminavus tik laiko poveikį (67 pav.) ir eliminavus dar ir kitų kintamųjų poveikį (3 lentelė), matyti, kad koreliacijų stiprumas gerokai sumažėjo, taigi kintamųjų tarpusavio priklausomybė tikrai reikšminga.

⁷⁹ SAS statistinės programos rezultatai

4 lentelėje pateikiami dalinės koreliacijos koeficientai tarp BVP ir tik tų kintamųjų (eliminavus kitų kintamųjų ir laiko poveikį), kurie buvo įtraukti į regresinės analizės modelį.

4 lentelė. **Dalinės koreliacijos koeficientai ir jų patikimumo lygmuo eliminavus visas tarpusavio priklausomybes**⁸⁰

	Bal_verslui	Pok_namu_ukiai	Pok_valdziai
BVP	0.45759 (<.0001)	0.82056 (<.0001)	0.35058 (0.0031)

Pagal BVP ir trijų kintamųjų dalinių koreliacijų rezultatus matyti, kad stipriausia koreliacija išliko tarp BVP ir paskolų namų ūkiams pokyčių. BVP ir paskolų valdžiai pokyčiai taip pat koreliuoja tarpusavyje, tuo tarpu pastarojoje lentelėje SAS procedūros CORR išskaičiuota dalinė koreliacija tarp BVP ir paskolų likučių verslui yra reikšminga, nors 3 lentelėje, skaičiuojant visų kintamųjų dalines koreliacijas ir eliminavus visas tarpusavio priklausomybes, gautas rezultatas buvo priešingas – verslo paskolų likučiai su BVP reikšmingai nekoreliavo. Taigi, dalinės koreliacijos analizės rezultatai rodo, kad tyrime pasirinktų kintamųjų tarpusavio priklausomybės yra stiprios ir todėl tikėtina iškreipia sudarytą regresijos modelį bei jo rezultatus.

Nagrinėjant abu modelius galima konstatuoti, kad turimiems kintamiesiems buvo atrinktos geriausios regresijos lygtys. Tai reiškia, kad, žinant kintamųjų reikšmes, BVP dydį galima įvertinti itin patikimai. Tačiau tai nepadedą suprasti nagrinėjamų kintamųjų tiesioginės įtakos BVP: kadangi visi kintamieji yra stipriai koreliuoti tarpusavyje, tai jie daro įtaką BVP ne tik tiesiogiai, bet ir netiesiogiai – per poveikį kitiems kintamiesiems. Kaip priklausomybės pavyzdį galima panagrinėti naujai išduotas paskolas bei sukauptus paskolų portfelius: naujai išduotų paskolų lygiui įtakos turi bendra to meto kreditavimo aplinka, kuri aprašoma sukauptu portfeliu. Kitaip sakant, didelis naujų paskolų prieaugis (absoliutus, o ne santykinis) yra galimas tik sukauptus didelį portfelį.

⁸⁰ SAS statistinės programos rezultatai

Panaikinus kintamųjų tarpusavio priklausomybes, paaiškėjo, kad BVP generuoja ne balansiniai sukauptų paskolų dydžiai, bet naujai išduotos paskolos. Be to, skirtingai nei būtų galima tikėtis, paskolos valdžiai, verslui ir namų ūkiams turi panašią įtaką BVP. Įvertinus 67 paveiksle matomas dalines koreliacijas, aišku, kad šie trys kintamieji paaiškina apie 60% BVP pokyčių. Likusių 40% pokyčių nepaaiškina jokie abiejuose modeliuose nagrinėti kintamieji⁸¹. Vis tik, atsižvelgus į tai, kad gautų regresijos lygčių patikimumas yra itin didelis (beveik 100%), daroma išvada, kad laikas (o, tiksliau, bendras ekonomikos augimas nagrinėjamu laikotarpiu) yra tas papildomas faktorius, kuris paaiškina likusius 40% BVP pokyčio.

4.4. SEKIURITIZACIJOS VYSTYMAS LIETUVOJE

Atliktas tyrimas pagrindė sekiuritizacijos galimą naudą Lietuvos ekonomikai, o taip pat ir finansų rinkai. Tačiau kol kas sekiuritizacijos rinka Lietuvoje nėra išvystyta. Todėl, įvertinus Lietuvos teisinę ir ekonominę aplinką bei kitų šalių patirtį, pateikiami pasiūlymai, kokių priemonių reiktų imtis, kad būtų sudarytos prielaidos Lietuvos kredito įstaigoms leisti turtu padengtus vertybinius popierius. Poskyryje atsakoma į vieną iš disertacijoje iškeltų uždavinių – *pasiūlyti būdus, kuriais Lietuvoje galėtų būti vystoma sekiuritizacija.*

4.4.1. PALANKIOS TEISINĖS BAZĖS KŪRIMAS

Teisinės sistemos tinkamumas sekiuritizuoti yra vienas svarbiausių elementų, norint išjudinti ir skatinti šios rinkos atsiradimą šalyje. Išnagrinėjus Lietuvos sekiuritizacijos teisinį reguliavimą ir įvertinus kitų valstybių patirtį reguliuojant šį įrankį, pateikiami pasiūlymai, kaip reiktų tobulinti Lietuvos teisinę sistemą sekiuritizacijos reguliavimo srityje.

⁸¹ Procentai skaičiuoti sudėjus dalinių koreliacijos koeficientų kvadratus ir ištraukus šaknį

Siekiant sudaryti palankesnes sąlygas sekiuritizacijos plėtrai Lietuvoje, visų pirma reikėtų sukurti specialų sekiuritizacijos teisinį režimą, nes šiuo metu sekiuritizacija Lietuvoje reguliuojama bendrais teisės aktais (išskyrus padengtas obligacijas). Pagrindinis naujo teisinio režimo elementas turėtų būti pasaulinę praktiką atitinkančios specialios paskirties įmonės steigimo galimybės numatymas. Tokia įmonė turėtų atitikti bent jau šiuos kriterijus:

1) Ji neturėtų būti teisiškai laikoma iniciatoriaus dukterine įmone. Tai reiškia, kad turi būti galima perleisti įsteigtos specialios paskirties įmonės akcijų nuosavybę ir valdymą tretiesiems asmenims arba pati įmonė galėtų būti steigiama kaip fondas, kuris nuosavybės teise priklausys šio fondo išleistų vertybinių popierių investuotojams. Tuo tikslu galėtų būti numatytas įmonės „našlaitės“ statusas. Trešto forma, nors ir populiarus anglosaksiškosios teisės šalyse, Lietuvos teisinėje sistemoje nebūtų labai priimtina;

2) Specialios paskirties įmonė turėtų būti apsaugota nuo iniciatoriaus bankroto. Nors Lietuvos teisinė sistema iš esmės tai užtikrina, tačiau reiktų papildomų garantijų, tokių kaip draudimas specialios paskirties įmonei užsiimti bet kokia kita veikla ar šios įmonės kreditoriams inicijuoti bankrotą dėl kitų specialios paskirties įmonės reikalavimų.

Svarbus teisinis ir struktūrinis aspektas sekiuritizacijos procese yra sėkmingas išleidžiamų vertybinių popierių užtikrinsiančio turto perdavimas iš iniciatoriaus specialios paskirties įmonei. Todėl sekiuritizaciją reguliuojantis specialusis įstatymas turėtų spręsti šias galiojančios Lietuvos teisinės sistemos problemas:

1) Šiuo metu Lietuvos Respublikos civilinio kodekso normos labiau yra pritaikytos pavienių reikalavimų (atskirų paskolų) pardavimui, o sekiuritizacijos metu iniciatorius turi perduoti visą paskolų portfelį savo įsteigta specialios paskirties įmonei. Todėl specialiu sekiuritizacijos įstatymu reikėtų numatyti supaprastintą paskolų portfelio perdavimo specialios paskirties įmonei galimybę;

2) Neturėtų būti nustatyta pareiga informuoti paskolų gavėjus apie jų paskolų perleidimo faktą. Paskolų gavėjų informavimas turėtų būti privalomas

tik tuo atveju, jeigu sekiuritizuojant nusprendžiama paskolų aptarnavimo funkciją perduoti kitam asmeniui. Tokiu atveju skolininkai turėtų būti tinkamai informuojami apie tai, kaip jiems toliau vykdyti savo prievoles pagal paskolos sutartis;

3) Paskolos pardavimas turėtų jos pirkėjui, tai yra specialios paskirties įmonei, suteikti visas teises į nusipirktą turtą be jokių apribojimų ir neturėtų varžyti specialios paskirties įmonės teisių panaudoti šį nusipirktą reikalavimą prieš trečiuosius asmenis. Taip pat neturėtų būti galimybės tokio perleidimo užprotestuoti ar jį atšaukti, net ir iniciatoriaus bankroto atveju. Tik esant visiškam turto perleidimo sandorio neatšaukiamumui, turtu padengtų vertybinių popierių investuotojai galėtų būti tikri dėl įsigytų finansinių priemonių saugumo.

Specialiame sekiuritizaciją reguliuojančiame įstatyme taip pat turėtų būti atskirai aprašyti pagrindinių paskolų rūšių įkeitimo, siekiant užtikrinti išleidžiamus vertybinius popierinius, ypatumai. Reikėtų nustatyti tai, kaip gali būti įkeičiamos pagrindinės Lietuvoje veikiančių bankų teikiamų paskolų rūšys: nekilnojamuoju turtu užtikrintos paskolos, vartojimo kreditai, automobilių lizingas, paskolos valdžiai.

Sekiuritizacijos įstatyme turėtų būti aiškiai nusakyta, kaip specialios paskirties įmonės bankroto atveju realizuoti vertybinius popierius padengiantį turtą. Turėtų būti nustatytas spartesnis užtikrinančio turto realizavimas ir gautų lėšų perdavimas investuotojams nei standartinėse bankroto procedūrose. Taip pat turėtų būti numatyta, kas perima specialios paskirties įmonės valdymą bei paskolų aptarnavimo funkciją iniciatoriaus bankroto atveju. Šios nuostatos būtinos siekiant užtikrinti visišką specialios paskirties įmonės nepriklausomumą nuo iniciatoriaus.

Viena iš priemonių kaip padidinti turto perdavimo specialios paskirties įmonei teisinį tikrumą bei užtikrinti turto realizavimo sklandumą specialios paskirties įmonės bankroto atveju būtų Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatyme numatyto reikalavimo teisių pagal įkeistas paskolas sąrašo vedimas. Šiame sąrašė apie įkeičiamas paskolas

ir turto objektus detaliai fiksuoja visa informacija, kuri prireikus gali būti greitai panaudota. Todėl siūlytina panašaus sąrašo vedimo būtinybę numatyti ir specialiu sekiuritizacijos įstatymu.

Be minėtų pasiūlymų kaip tobulinti sekiuritizacijos teisinį reguliavimą Lietuvoje, siūloma pagalvoti ir apie jau esamą specialų balansinės sekiuritizacijos (kai leidžiamos padengtos obligacijos) režimą. Norint, kad būtų užtikrintas didesnis padengtų obligacijų investuotojų saugumas, reikia numatyti tik minimalią būtiną administracinę naštą iniciatoriams.

Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatyme įtvirtintas padengtų obligacijų modelis leidžia šias obligacijas leisti universaliems bankams, užsiimantiems ir bet kokia kita kredito įstaigoms nedraudžiama veikla. Siekiant didesnio pasirinkimo ir padengtų obligacijų rinkos atsiradimo paskatinimo, įstatyme paraleliai reikėtų numatyti ir kai kuriose šalyse įdiegtą alternatyvų padengtų obligacijų leidimo modelį. Tai yra, reikėtų numatyti galimybę Lietuvoje steigti specialiąsias kredito įstaigas, kurios galėtų užsiimti tik padengtų obligacijų leidimu ir kurioms būtų draudžiama užsiimti bet kokia kita veikla bei prisiimti bet kokias kitas rizikas. Kadangi tokių kredito įstaigų veiklos rizika būtų santykinai mažesnė, lyginant su universaliais bankais, šioms kredito įstaigoms reiktų numatyti mažesnius veiklos riziką ribojančius reikalavimus (kapitalo pakankamumo, likvidumo, turto rizikos vertinimo ir kt.). Apribotos veiklos kredito įstaigų padengtos obligacijos galėtų gauti didesnę kredito reitingą dėl mažesnio jas leidžiančių kredito įstaigų rizikingumo, nes pastarosios neprisiimtų jokių papildomų rizikų, nesusijusių su padengtų obligacijų leidimu.

Taip pat būtina aiškiai ir detalai sureguliuoti padengtų obligacijų investuotojų apsaugos nuo banko emitento bankroto klausimą. Šiuo metu Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatymas tik suteikia padengtų obligacijų investuotojų pirmumo teisę patenkinti savo reikalavimus iš obligacijas padengiančio turto. Todėl būtina numatyti, kad banko bankroto atveju padengiantis turtas būtų realizuojamas skubos tvarka, o gautos lėšos būtų nedelsiant perduodamos investuotojams.

Tokiu būdu sukūrus išimtį iš bendro bankroto režimo nebūtų būtina laukti bankrutavusio banko kreditorių susirinkimo ir kreditorių komiteto sprendimų, kurie, turint omenyje didelį banko kreditorių skaičių, gali užsitęsti.

Kaip dar efektyvesnė priemonė, leidžianti apsaugoti padengtų obligacijų investuotojus nuo banko emitento bankroto, būtų įstatymo nuostata, kuria būtų patvirtinta, kad bankas, susidūręs su finansinėmis problemomis, galėtų perkelti padengtų obligacijų portfelį su visu padengiančiu turtu į kitą finansiškai saugesnę ir patikimesnę banką. Tokia galimybė galėtų būti ne tik savanoriška, bet ir priverstinė, jeigu banko priežiūros institucija, įvertinusi prastą banko finansinę padėtį, taip nuspręstų.

Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatymas šiuo metu numato, kad padengtomis obligacijoms užtikrinti gali būti panaudotas tik nekilnojamasis turtas. Tačiau visiškai nėra pagrindo apriboti kito saugaus ir patikimo turto panaudojimo padengtomis obligacijoms užtikrinti galimybes. Tą patvirtina ir kitų šalių praktika. Taigi, įstatyme reikėtų išplėsti galimo įkeisti turto ratą įtraukiant bent jau paskolas vadžiai, stambias transporto priemones, tokias kaip lėktuvai, laivai. Įkeičiamo turto spektro išplėtimas ne tik paskatintų padengtų obligacijų leidimą, bet ir sumažintų, pavyzdžiui, viešojo sektoriaus skolinimosi kaštus.

Įstatyme taip pat numatyta, kad bankas emitentas turi laikytis pusiausvyros principų, tai yra suvienodinti įkeičiamų būsto paskolų ir išleidžiamų padengtų obligacijų pagrindines savybes: terminus, palūkanų normas rūšį (fiksuotas ar kintamos), valiutas. Tačiau bankas emitentas yra profesionalus finansų rinkos dalyvis ir jam yra prieinamos įvairios palūkanų normas, valiutos ir kitų rizikų valdymo priemonės. Todėl įstatyme numatytus griežtus suderinimo reikalavimus reikėtų pakeisti banko pareiga savo nuožiūra pasirinkti tinkamiausias palūkanų normas, valiutos ir kitų rizikų valdymo priemones. Rizikos valdymo įrankių pasirinkimą palikus bankui, reikiamo dydžio ir charakteristikų paskolų portfelį suformuoti būtų daug lengviau.

Šiuo metu padengtų obligacijų leidimą reguliuojantis įstatymas numato labai griežtas įkeičiamo turto vertės ir paskolos santykio taisykles: paskola turi

būti ne didesnė kaip 70% įkeisto būsto vertės, 50% įkeisto žemės sklypo su būstu vertės ar 40% įkeisto kito žemės sklypo vertės. Nors tokios griežtos taisyklės apsaugo padengtų obligacijų investuotojus nuo obligacijos padengiančio turto vertės svyravimų bei būsto paskolų gavėjų nemokumo, tačiau tai yra labai griežti ribojimai, nes, norint gauti šias paskolas, reikalingas didelis pradinis įnašas. Kaip mažiau ribojantis, bet tokių pačių tikslų leisiantis pasiekti metodas būtų Lietuvos banko patvirtintų Atsakingo skolinimo nuostatų principų (Atsakingo, 2011) šioms paskoloms pritaikymas. Atsakingo skolinimo nuostatuose numatyta, kad maksimali paskolos suma gali siekti 85% įkeičiamo nekilnojamojo turto vertės. Tačiau kaip papildomi svarbūs saugikliai numatyta, kad bankas turi įsitikinti, jog pradinį įnašą kredito gavėjas padaro ne iš skolintų, bet iš nuosavų lėšų. Taip pat numatyta, kad periodinė įmoka negali viršyti 40% paskolos gavėjo pajamų. Minėtos Atsakingo skolinimo nuostatos, per daug nesuvaržydamos bankų ir pačių būsto paskolų gavėjų, leistų pasiekti pakankamą padengtų obligacijų investuotojų apsaugos lygį.

Siekiant tobulinti padengtų obligacijų reguliavimą ir palengvinti šio segmento atsiradimą Lietuvoje, reikėtų vadovautis minimalaus būtinumo principu, t. y. stengtis, kad teisės režimas būtų nesudėtingas ir tik minimaliai būtinas siekiant apsaugoti investuotojų interesus. Tuo tikslu reiktų remtis KIPVPS direktyvoje nustatytais vertybinių popierių pripažinimo padengtomis obligacijomis kriterijais⁸². Visų kitų papildomų reikalavimų, šiuo metu numatytų Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatyme, reikėtų atsisakyti.

Lietuvoje įgyvendinus pateiktus pasiūlymus, turėtų būti sukurta saugi, tačiau daug lankstesnė ir rinkos poreikius labiau atitinkanti sekiuritizacijos teisinio reguliavimo sistema. Taip pat reiktų pastebėti, kad net ir pagal naujausią geriausią pasaulinę praktiką sukurta teisinė bazė, įvertinus poreikį užtikrinti investuotojų ir visos finansų sistemos saugumą bei išlaikyti lanksčią, patrauklią ir konkurencingą sistemą, turėtų būti nuolat peržiūrima ir

⁸² KIPVPS direktyvoje nustatyti vertybinių popierių pripažinimo padengtomis obligacijomis kriterijai pateikti 2.2.2. poskyryje „Balansinės sekiuritizacijos (padengtų obligacijų) reguliavimo modeliai“

atnaujinama. Todėl turi vykti nuolatinis dialogas tarp teisėkūros procese dalyvaujančių valstybės institucijų bei finansų rinkos dalyvių ir investuotojų.

4.4.2. VERSLO INICIATYVŲ SEKIURITIZACIJOS SRITYJE SKATINIMAS

Pasaulyje yra nemažai valstybių, kurios vienu ar kitu būdu remia sekiuritizacijos panaudojimą šalyje. Valstybės tai remia, nes nori postūmėti šios rinkos atsiradimą arba siekia išlaikyti tam tikras sekiuritizacijos apimtis dėl jų teikiamų privalumų kreditavimo rinkai ir visai ekonomikai.

Sekiuritizacijos rėmimas visų pirma leidžia sekiuritizacijos iniciatoriams sumažinti tikruosius ir potencialiuosius sandorio kaštus. Be to, skirtingo turto sekiuritizacija sukuria skirtingus kaštus: kuo turtas yra paprastesnis ir rinkai įprastesnis (pavyzdžiui, būsto paskolos), tuo sekiuritizacijos sandorio kaštai yra mažesni. Taigi, dideli sekiuritizacijos sandorio kaštai, ypač rinkos vystymosi pradžioje, yra rimta kliūtis šio finansų rinkos segmento atsiradimui Lietuvoje. Vis tik, svarstant sekiuritizacijos rėmimo galimybes, būtina atsižvelgti ir į šalies finansines galimybes bei tvarių viešųjų finansų palaikymo būtinumą. Be to, tiesioginė finansinė parama turi neigiamą įtaką ir konkurencijos sąlygoms bei rinkos dalyvių disciplinai. Rinkos dalyviai, sekiuritizacijoje dalyvaujant valstybei, patiria mažiau išlaidų, o tai mažina jų prisiimamą finansinę riziką. Įvertinus minėtus veiksnius, šiandienines Lietuvos finansines galimybes ir poreikį ilguoju laikotarpiu išlaikyti tvarius viešuosius finansus, nesiūlytina Lietuvoje teikti tiesioginės finansinės paramos sekiuritizacijai.

Vis tik esama situacija rodo, kad sekiuritizacijai atsirasti rinkoje yra kliūčių ir kaip minėta, viena iš pagrindinių jų yra dideli sandorio kaštai bei patirties stoka. Lietuvoje valstybės institucijos turėtų imtis priemonių ir padėti rinkai vystyti sekiuritizacijos platformas, kurios padėtų pasiekti reikiamą masto ekonomiją. Todėl Lietuvos valstybės institucijoms, konsultuojantis su potencialiais iniciatoriais, siūlytina sukurti sekiuritizacijos platformos

matmenis. Pagrindiniai siūlomi sekiuritizacijos platformos vystymo Lietuvoje matmenų elementai:

1) *Paskolų standartizacija*. Norint, kad paskolos būtų pakankamai homogeniškos, turėtų būti apibrėžtos pagrindinės sekiuritizacijai tinkamų paskolų savybės (trukmė, palūkanų normos rūšis, valiuta, užtikrinimo priemonės, dokumentacijos lygis, gavėjo rizikingumo vertinimo principai ir kt.). Adaptuotos paskolų teikimo gairės turėtų būti parengtos skirtingoms paskolų rūšims, kurios labiausiai tikėtina, kad galėtų būti sekiuritizuotos, tai yra: būsto paskolos, paskolos mažoms ir vidutinėms įmonėms, paskolos valdžiai, vartojimo kreditai;

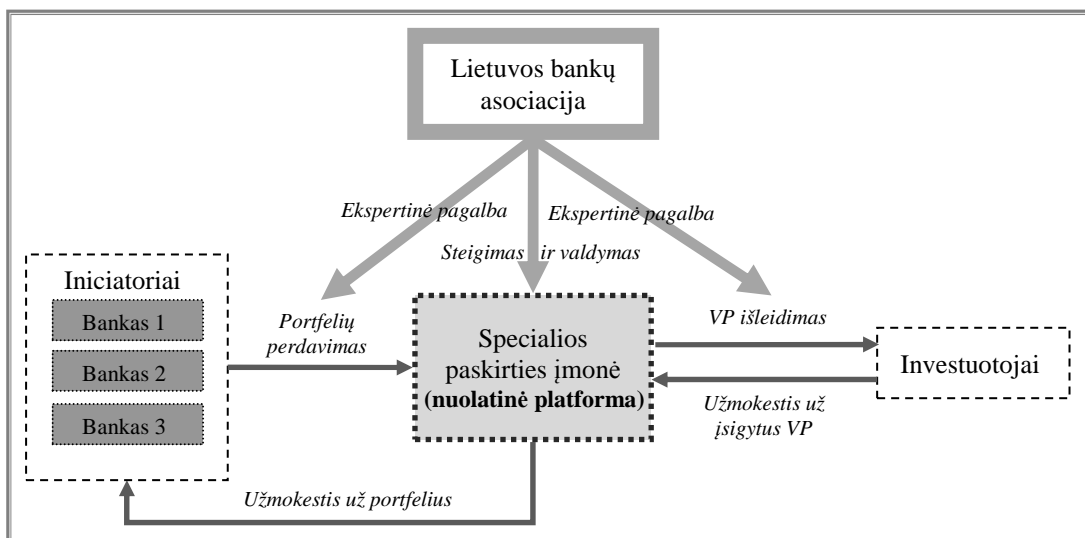
2) *Saugumo ir patikimumo užtikrinimas*. Į tinkamo sekiuritizuoti paskolų portfelio formavimo procesą kuo anksčiau turėtų būti įtrauktos kredito reitingų agentūros ar kiti kvalifikuoti finansų konsultantai, kurie padėtų užtikrinti būsimų turtu padengtų vertybinių popierių saugumą ir aukštą jų kredito reitingą;

3) *Sekiuritizacijos platformos palaikymas*. Suformuotas paskolų portfelis turėtų būti perduotas specialiai sukurtai nuolatinei sekiuritizacijos platformai – specialios paskirties įmonei. Savo portfelius platformai galėtų perduoti bet kuris rinkos dalyvis. Ši platforma turėtų būti atskirta nuo visų bankų, o ją valdyti galėtų Lietuvos bankų asociacija – nepriklausomas nuo nei vieno konkretaus banko juridinis asmuo. Asociacijos veiklą finansuoja visi bankai, todėl platformos kaštus solidariai pasidalintų visi bankai. Tai skatintų visų bankų discipliną naudojantis schema, o taip pat skatintų šia schema naudotis, siekiant padengti jos išlaikymui skirtus atskiro banko kaštus. Kaip alternatyva tokiai sistemai būtų galima pasinaudoti Vokietijos patirtimi ir specialios paskirties įmonės steigimą palikti kiekvienam bankui šių įmonių akcijų valdymą perduodant Lietuvos bankų asociacijai. Tačiau tokia schema, tikėtina, Lietuvoje neleistų pasiekti masto ekonomijos, nes nebūtų galima sutelkti kelių bankų suteiktų paskolų portfelio vienam sekiuritizacijos sandoriui atlikti. Abiem atvejais, perdavus specialios paskirties įmonės akcijų valdymą Lietuvos

bankų asociacijai, kaip nepriklausomai valdytojai, būtų užtikrinti nepriklausomumo nuo bankų ir apsaugos nuo bankroto principai;

4) *Turtu padengtų vertybinių popierių platinimas.* Lietuvos bankų asociacijos valdomos sekiuritizacijos platformos išleidžiami turtu padengti vertybiniai popieriai turėtų būti platinami viešai per reguliuojamą rinką (biržą). Taip pat, pasinaudojant narystės ES teikiamais privalumais, šie vertybiniai popieriai turėtų būti įtraukiami ir į kitų valstybių reguliuojamų rinkų (biržų) prekybos sąrašus. Platinimo šalies ar regiono pasirinkimas priklausytų nuo vertybinių popierių pirminio siūlymo metu susiklosčiusios situacijos tikslinėse rinkose, tačiau didžiausios paklausos Lietuvoje lokalizuotu turtu padengti vertybiniai popieriai galėtų tikėtis artimose rinkose: kitose Baltijos šalyse, Lenkijoje, Skandinavijoje.

Siūloma Lietuvos sekiuritizacijos schema pavaizduota 68 paveiksle.



68 pav. Siūloma Lietuvos sekiuritizacijos platformos schema⁸³

Kaip matyti, sekiuritizacija išlaikytų klasikinius elementus, tik kaip ekspertizės ir palaikymo centras atsirastų Lietuvos bankų asociacija. Be to, sukurta specialios paskirties įmonė būtų nuolatinė platforma, o ne vienkartiniam sandoriui atlikti sukurta teisinė struktūra. Viena pagrindinių schemos ypatybių, atitinkančių specifinius Lietuvos, kaip mažos rinkos,

⁸³ Sudaryta autorės

poreikius yra masto ekonomijos galimybė sujungus keleto iniciatorių paskolų portfelius.

Lietuvos sekiuritizacijos platforma turėtų būti nediskriminaciniais principais prieinama bet kuriai Lietuvoje veikiančiai kredito įstaigai, o taip pat, adekvačiai prisidėjus prie schemos išlaikymo, ir kitiems paskolų teikėjams. Tik pakankamai daug paskolų galėtų leisti suformuoti kaštų požiūriu efektyvaus dydžio sekiuritizacijos sandoriui reikalingą paskolų portfelį. Svarbu tai, kad bendra schema sudarytų sąlygas ja naudotis net ir mažiems rinkos dalyviams, kurie savo jėgomis niekuomet negalėtų įeiti į sekiuritizacijos rinką.

Siūlomos schemos sukūrimas leistų bendromis visų bankų pastangomis Lietuvos bankų asociacijai sutelkti reikiamą ekspertizę ir konsultuoti kiekvieną atskirą banką dėl paskolų portfelio perdavimo ir kitais sandorio vykdymo klausimais. Bendromis bankų pastangomis Lietuvos bankų asociacijos platforma galėtų būti viešinama ir populiarinama tarp investuotojų ir finansų rinkos dalyvių Lietuvoje ir už jos ribų.

Esant poreikiui, naudodamiesi Lietuvos sekiuritizacijos platforma, bankai taip pat galėtų siekti paramos iš EIF, šiai tarptautiniai finansų institucijai suteikiant garantijas žemesniems išleidžiamų turtu padengtų vertybinių popierių segmentams, kad jiems būtų suteiktas aukštesnis kredito reitingas.

Be to, tam, kad ilgainiui Lietuvoje sukurta platforma galėtų tapti regioniniu sekiuritizacijos įrankiu, ja turėtų būti skatinami naudotis ir gretimų valstybių bankai bei kiti paskolų teikėjai. Siekis pritraukti kitų šalių paskolų teikėjus būtų svarbus, kadangi Lietuvos rinka viena yra ganėtinai maža didelėms sekiuritizacijos apimtims generuoti bei giliai rinkos praktikai sukurti. Tarptautinis schemos žinomumas taip pat padidintų išleistų turtu padengtų vertybinių popierių paklausą tarp investuotojų.

Valstybės vaidmuo kuriant schemą turėtų būti iniciatoriaus ir diskusijų bei konsultacinės ir metodinės pagalbos teikimas. Valstybės institucijos turėtų viešai remti tokios schemos kūrimą, kuris didintų investuotojų ir visuomenės pasitikėjimą šia rinkai gana nepažįstama ir neįprasta priemone.

Pasiūlyta Lietuvos sekiuritizacijos platformos schema sudarytų sąlygas Lietuvoje atlikti nebalansinės (tikrosios) sekiuritizacijos sandorius, kuomet sekiuritizuojamas paskolų portfelis iš tikrųjų yra perduodamas specialios paskirties įmonei tokiu būdu jį iškeliant iš iniciatoriaus balanso. Leidžiant padengtas obligacijas sekiuritizuojamas paskolų portfelis lieka banko balanse. Padengtų obligacijų leidimo Lietuvoje skatinimui taip pat siūlytina sukurti masto ekonomiją leidžiantį užtikrinti modelį. Tuo tikslu siūlytina Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatyme numatyti galimybę kredito įstaigai sekiuritizuoti ne tik savo, bet ir kitų iniciatorių suteiktas būsto paskolas. Tokiu atveju padengtas obligacijas leidžianti kredito įstaiga būsto paskolų portfelius galėtų supirkti iš kelių iniciatorių. Tokia schema yra sėkmingai taikoma, pavyzdžiui, Šveicarijoje, Austrijoje, Danijoje, Prancūzijoje, Vengrijoje. Paprastai tokiais atvejais parduoto paskolų portfelio aptarnavimą atlieka jas išdavęs bankas. Todėl tam, kad būtų užtikrinta, kad obligacijos bus padengiamos tik geros kokybės paskolomis, labai svarbus glaudus padengtų obligacijų leidėjo ir jam savo portfelius perdavusių bankų bendradarbiavimas bei tarpusavio pasitikėjimas. Ekspertizę ir pagalbą kaip kompetencijos centras galėtų užtikrinti Lietuvos bankų asociacija.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

Darbo išvados

1. Tinkamas naudojimasis sekiuritizacija gali padėti palaikyti atskirų bankų ir visos finansų sistemos stabilumą. Sekiuritizacijos metu kredito rizika iš bankų yra perduodama kapitalo rinkoms, o tai daro bankus atsparesnius kredito šokams. Be to, kredito rizika per kapitalo rinką yra perduodama dideliame įvairių investuotojų ratui, o dėl to sumažėja šios rizikos sisteminis poveikis. Kita vertus, dėl sekiuritizacijos sisteminė rizika gali ir padidėti, nes pasikeičia bankų, kaip paskolų teikėjų, motyvacija, tai yra jie tampa labiau tolerantiški rizikai, ieško pelno galimybių investuodami į rizikingesnę turtą.

2. Pasaulyje yra nemažai valstybių, kurios nuo seno pačios per valstybės įsteigtas specialias agentūras aktyviai dalyvauja vietinės sekiuritizacijos rinkose. Tuo šalys dažniausiai siekia paskatinti būsto kreditavimo rinką bei padidinti gyventojų galimybes įsigyti būstą. Viena vertus, tokiu būdu rinka yra paskatinama, kita vertus, valstybės aktyvus dalyvavimas, t. y. rizikos perėmimas iš privačių rinkų, reiškia potencialią grėsmę papildomoms sisteminiams rizikoms kauptis, o tai taip pat neskatina privačių subjektų iniciatyvos vystyti vietinę sekiuritizacijos rinką. Kaip alternatyva valstybės dalyvavimui vietinėse sekiuritizacijos rinkose kai kuriose šalyse yra gana gerai išvystytos privačios sekiuritizacijos platformos.

3. Iki 2007 m. pasaulyje prasidėjusios finansų krizės sekiuritizacijos reguliavimas daugiausiai apsiribojo didesniu skaidrumo ir informacijos atskleidimo investuotojams, priežiūros institucijoms ir kitiems finansų rinkos dalyviams užtikrinimu. Iki šiol sekiuritizacijos panaudojimas nebuvo nei tarpvalstybinės, nei nacionalinės krizės kilimo priežastis. Tačiau viena iš pastarosios krizės priežasčių būtent ir buvo itin plataus masto bei rizikingas sekiuritizacijos taikymas. Po krizės pasaulyje kuriamu nauju reguliavimu siekiama sukurti tokią sistemą, kad net ir krizės atveju finansų rinkos dalyvio žlugimo kaštai netektų mokesčių mokėtojams ir sistema būtų patobulinta taip,

kad ateityje sumažėtų panašių krizių grėsmė. Taip pat reguliavimu siekiama keisti sekiuritizacijos proceso dalyvių paskatas bei jų veiklą padaryti patikimesnę ir stabilesnę.

4. Lietuvoje yra neabejotinas ryšys tarp BVP ir kredito srautų. Kredito srautai didina BVP augimo potencialą, o taip pat ir lengvina ekonomikos atsigavimą po recesijos. Nepaisant to, kredito srautams turi įtakos ne tik pasiūla, bet ir kreditų paklausa, kuri pastaraisiais metais Lietuvoje viršijo kreditų pasiūlą. Tad bendrai kredito srautai svarbūs ekonomikai, todėl sekiuritizacijos vystymas Lietuvoje gali būti vertinamas kaip makroekonomikos priemonė, galinti padėti ūkiui atsigaivinti ir toliau augti. Tačiau yra svarbi sąlyga – skolinimas turi vykti atsakingai, siekiant išvengti kredito bumo.

5. Lietuvos finansų sistemoje dominuoja bankai, todėl jų, kaip finansų tarpininkų, vaidmuo yra labai reikšmingas. Be to, Lietuvoje dominuoja užsienio kapitalo valdomi bankai, o tai didina ekonomikos priklausomybę nuo užsienio kapitalo srautų. Bankų turto sekiuritizacija galėtų tapti motininių bankų ištekliams alternatyviu veiklos finansavimo šaltiniu. Tai mažintų ekonomikos priklausomybę nuo užsienio kapitalo srautų ir galimai apsaugotų ekonomiką nuo užsienio kapitalo šokų. Ši išvada yra aktuali ne tik Lietuvai, bet ir bet kuriai kitai mažai atvirai ekonomikai, priklausomai nuo užsienio kapitalo srautų.

6. Indėlių svarba, finansuojant Lietuvoje veikiančių bankų veiklą, mažėja, o išorės įsipareigojimai (motininių bankų paskolinti ištekliai) yra gana nepastovūs ir gali taip pat greitai pradėti mažėti, kaip buvo pradėję didėti. Tai pagrindžia ir Lietuvos patirtis: finansinei krizei prasidėjus, užsienio kapitalo įplaukimas per bankinę sistemą labai sumažėjo, o tai gerokai apsunkino verslo kreditavimo ir ūkio atsigavimo galimybes. Todėl už turtu padengtus vertybinius popierius gautos lėšos galėtų būti didesnio finansavimo stabilumo garantas Lietuvoje veikiančioms bankams.

7. Turtu padengtų vertybinių popierių leidimas teigiamai atsilieptų ir vietinės kapitalo rinkos plėtrai. Aktyvi kapitalo rinka galėtų tapti papildoma

galimybe Lietuvos verslo įmonėms gauti papildomų finansinių išteklių. Be to, sekuritizacijos metu bankams pradėjus leisti naujas finansines priemones, tai paskatintų investuotojus daugiau investuoti į Lietuvos kapitalo rinką ir mažiau kapitalo išvežti į kitas šalis. Taip pat atsirastų galimybė pritraukti investuotojų ir iš kitų šalių, o tai dar padidintų pinigų srautus Lietuvos ekonomikai.

8. Nors Lietuvos teisės aktai nedraudžia sekuritizacijos, tačiau taip pat ir nenumato specialių sekuritizacijos naudojimo taisyklių. Tai apsunkina sekuritizacijos panaudojimą Lietuvoje (ypač pradžioje), kadangi būtų reikalingos didelės iniciatorių sąnaudos efektyviai veikiančiai sekuritizacijos schemai sukurti. Lietuvoje valstybės institucijos iki šiol nėra skatinusios sekuritizacijos naudojimo nei finansinėmis, nei kokiomis kitomis priemonėmis, nors pasaulyje yra daug valstybių, remiančių šio finansinio instrumento naudojimą.

9. Siekiant kiekybiškai įvertinti sekuritizacijos poveikį šalies ekonomikai, buvo atlikta statistiškai patikima kredito išteklių įtakos Lietuvos ekonomikai analizė ir sudarytas autoregresijos modelis, leidžiantis prognozuoti BVP priklausomai nuo tam tikrų paskolų rūšių srautų. Gautų modelių statistinis patikimumas itin aukštas (pirmo modelio – 97,6%, antro modelio – 98,2%). Statistinė analizė parodė, kad Lietuvos BVP pokytį gerai prognozuoja paskolų portfelis verslui bei per einamąjį ketvirtį išduotų paskolų namų ūkiams bei valdžiai suma.

10. Disertacijoje sudarytas modelis leidžia prognozuoti kiek padidėtų BVP, jeigu bankai, panaudodami sekuritizaciją, padidintų savo kreditavimo apimtį. Modelis parodė, kad Lietuvos bankams sekuritizavus 1% per ketvirtį naujai suteiktų paskolų namų ūkiams, o gautas lėšas už išplatintus turtu padengtus vertybinius popierius panaudojus naujoms paskoloms namų ūkiams teikti, ketvirčio BVP dėl to galėtų padidėti 0,15%, o jeigu būtų sekuritizuota 5% šių paskolų, tai ketvirčio BVP padidėtų 0,75%. Tad rezultatai patvirtina sekuritizacijos ekonominį naudingumą Lietuvai. Didžiausią teigiamą rezultatą iš sekuritizacijos panaudojimo Lietuvoje galima būtų pasiekti sekuritizuojant namų ūkių paskolas. Teigiamo poveikio BVP leistų pasiekti verslo paskolų

sekiuritizacija, o mažiau naudos galima būtų tikėtis iš paskolų valdžiai sekiuritizacijos.

Pasiūlymai kaip skatinti sekiuritizaciją Lietuvoje

- Siekiant sudaryti palankesnes sąlygas sekiuritizacijos plėtrai Lietuvoje, reiktų sukurti specialų sekiuritizacijos mechanizmo teisinį režimą – atskirą įstatymą. Pagrindinis naujo įstatymo elementas turėtų būti pasaulinę praktiką atitinkančios specialios paskirties įmonės steigimo galimybės numatymas. Taip pat reiktų tobulinti ir esamą balansinės sekiuritizacijos (kai leidžiamos padengtos obligacijos) reguliavimą, kad būtų užtikrintas didesnis padengtų obligacijų investuotojų saugumas, numatant tik minimalią būtiną administracinę naštą iniciatoriams. Svarbu, kad kuriamas reguliavimas nesudarytų prielaidų kredito bumui kilti ir nesukeltų kitų grėsmių finansiniam stabilumui, kurias gali sąlygoti rizikingas sekiuritizacijos naudojimas;

- Viena iš pagrindinių sekiuritizacijos vystymo Lietuvoje kliūčių yra dideli sandorio kaštai ir patirties stoka. Todėl Lietuvoje valstybės institucijos turėtų imtis priemonių ir padėti bankams vystyti sekiuritizacijos platformas, kurios pasiektų reikiamą masto ekonomiją. Lietuvos valstybės institucijoms, konsultuojantis su potencialiais iniciatoriais, siūlytina sukurti sekiuritizacijos platformos matmenis. Ekspertizės ir kompetencijos centras galėtų būti Lietuvos bankų asociacija;

- Suformuotas paskolų portfelis turėtų būti perduotas specialiai sukurtai nuolatinei sekiuritizacijos platformai – specialios paskirties įmonei. Savo portfelius platformai galėtų perduoti bet kuris to norintis rinkos dalyvis. Platformos savininkas ir valdytojas, užtikrindama platformos nepriklausomumą nuo atskirų kredito įstaigų, galėtų būti Lietuvos bankų asociacija. Finansuoti platformos veikimą, tarpininkaujant asociacijai, turėtų solidariai visi bankai;

- Rinkos dalyvių sukurta sekiuritizacijos platforma neturėtų nieko diskriminuojanti: ja galėtų naudotis bet kuris Lietuvoje veikiantis bankas ir kiti paskolų teikėjai, jeigu tik jie padėtų išlaikyti sistemą;

- Lietuvos bankų asociacijos valdoma sekuritizacijos platforma, pritraukiant potencialių investuotojų ir platformos naudotojų, turėtų būti viešinama ir populiarinama tarp investuotojų ir finansų rinkos dalyvių Lietuvoje ir užsienio šalyse. Norint, kad ir kitur platforma būtų pripažinta, ja turėtų būti skatinami naudotis ir gretimų valstybių paskolų teikėjai;

- Kuriant schemą, valstybė turėtų atlikti iniciatoriaus ir diskusijų bei konsultacinės ir metodinės pagalbos organizavimo ir teikimo vaidmenį. Valstybės institucijos turėtų viešai remti ir tokiu būdu skatinti nacionalinės sekuritizacijos platformos sukūrimą ir veikimą;

- Leidžiant padengtas obligacijas sekuritizuojamas paskolų portfelis lieka banko balanse. Skatinant leisti padengtas obligacijas siūlytina sutelkti kelių kredito įstaigų paskolų portfelius nedraudžiant vienai kredito įstaigai sekuritizuoti ne tik savo, bet ir kitų kredito įstaigų suteiktas būsto paskolas. Visa tai koordinuoti galėtų Lietuvos bankų asociacija;

- Atsižvelgus į šiandienines Lietuvos finansines galimybes, nesiūlytina šiuo metu Lietuvos valstybei skirti tiesioginės finansinės paramos sekuritizacijai skatinti. Sekuritizacijos skatinimas panaudojus valstybės biudžeto lėšas galėtų būti svarstomas vėliau, sustiprėjus šalies finansinei padėčiai.

Tolesnių tyrimų kryptys

Atliktas tyrimas koncentravosi ties bankų kredito išteklių didinimo ir diversifikavimo aspektu, siekiant padidinti kredito išteklių pasiūlą, kas teigiamai įtakoja ekonomikos augimą. Siūlomos tolesnių tyrimų kryptys:

- Viena iš tolesnių tyrimų krypčių būtų Lietuvos bankinės sistemos finansavimosi ypatumai ir optimalaus skirtingų finansavimosi šaltinių proporcijų nustatymas, siekiant mažinti kreditavimo ciklo amplitudę;

- Kadangi kredito išteklių srautą lemia ne tik pasiūlos, bet ir paklausos veiksniai, o šioje disertacijoje pagrindinis dėmesys buvo skiriamas pasiūlos pusei, kita svarbi tyrimų kryptis būtų kredito išteklių paklausos pusės įtakos šių išteklių srautui bei ekonomikos plėtrai tyrimas;

- Atsižvelgiant į tai, kad kartais bankai, net ir turėdami pakankamai kredito išteklių, vangiai imasi aktyvesnio verslo ir namų ūkių kreditavimo, moksliniu ir praktiniu požiūriais tikslinga analizuoti bankų kreditavimo tendencijų motyvus bei priemones, kaip skatinti bankus kredituoti daugiau.

LITERATŪRA IR ŠALTINIAI

1. Abiad A., Dell'Ariccia G., Li B. Creditless Recoveries (2011). International Monetary Fund Working Paper No. 11/58, p. 31. – <http://www.imf.org>.
2. Agency For Housing Mortgage Lending (2012). – <http://www.ahml.ru>.
3. Agostino M., Mazzuca M. Why Do Banks Securitise? Evidence from Italy (2009). *Bancaria* No. 09-2009, p. 25. – <http://www.ssrn.com>.
4. Aydin B. Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries (2008). International Monetary Fund Working Paper No. 08/215, p. 46. – <http://www.imf.org>.
5. Allen F., Carletti E. Credit Risk Transfer and Contagion (2006). *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53, No. 1, p. 89–111. – <http://www.econpapers.repec.org>.
6. Altunbas Y., Gambacorta L., Marques D. Securitization and the Bank Lending Channel (2007). European Central Bank Working Paper Series No. 838, p. 39. – <http://www.ecb.int>.
7. An X., Deng Y., Gabriel S. Value Creation Through Securitization: Evidence from the CMBS Market (2009). *Journal of Real Estate Finance and Economics* No. 38, p. 302–326. – <http://www.ssrn.com>.
8. Anderson R. Latvia to Receive €7.5bn in Financial Aid (2008). *The Financial Times*. – <http://www.ft.com>.
9. Ashcraft A., Schuermann T. Understanding the Securitisation of Subprime Mortgage Credit (2008). Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 318, p. 82. – <http://www.newyorkfed.com>.
10. Assessing Public Sector Borrowing Collateralized on Future Flow Receivables (2003). International Monetary Fund Policy Paper, p. 32. – <http://www.imf.org>.

11. Asset Securitization Comptroller's Handbook (1997). Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, p. 92. – <http://www.livinglies.wordpress.com>.
12. Asset Securitization Funds for SMEs (FTPYME), Financing Entrepreneurs and SMEs (2012). – <http://www.ipyme.org>.
13. Asset-Backed Securities in Germany: the Sale and Securitization of Loans by German Credit Institutions (1997). Deutsche Bundesbank Monthly Report July, p. 10. – <http://www.bundesbank.de>.
14. Atoyán R. Beyond the Crisis: Revisiting Emerging Europe's Growth Model (2010). International Monetary Fund Working Paper No. 10/92, p. 32. – <http://www.imf.org>.
15. Atsakingo skolinimo nuostatai. Lietuvos banko valdybos 2011 m. rugsėjo 1 d. nutarimas Nr. 03-144. – <http://www.lb.lt>.
16. Balin B. J. Basel I, Basel II, and Emerging Markets: A Nontechnical Analysis (2008). The Johns Hopkins University School of Advanced International Studies (SAIS), Washington, p. 18. – <http://www.policyarchive.org>.
17. Bankų ir įmonių apklausos (2012), Lietuvos bankas. – <http://www.lb.lt>.
18. Bannier C. E., Hänsel D. N. Determinants of European Banks Engagement in Loan Securitization (2008). Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 2: Banking and Financial Studies, No. 10, p. 56. – <http://www.bundesbank.de>.
19. Barajas A., Chami R., Espinoza R., Hesse H. Recent Credit Stagnation in the MENA Region: What to Expect? What Can Be Done? (2010). International Monetary Fund Working Paper No. 20/219, p. 20. – <http://www.imf.org>.
20. Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlement (2012). – <http://www.bis.org>.

21. Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems (2011). Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, p. 77. – <http://www.bis.org>.
22. Becker C. Innovations in the German SME Securitisation Market (2008). Global Securitisation and Structured Finance 2008, p. 157-160. – <http://www.globalsecuritisation.com>.
23. Bendro litų kiekio apyvartoje padengimas 1995–2012 m. (2012). Lietuvos banko statistika. – <http://www.lb.lt>.
24. Benveniste L. M., Berger A. N. Securitisation with Recourse: An Instrument that Offers Uninsured Depositors Sequential Claims (1987). Journal of Banking and Finance, Vol. 11, No. 3, p. 403-424. – <http://www.econpapers.repec.org>.
25. Bernanke B., Blinder A. S. Is it Money or Credit, or Both or Neither? Credit, Money and Aggregate Demand (1988). The American Economic Review, Vol. 78, No. 2, p. 435–439. – <http://www.econ.puc-rio.br>.
26. Berndt A., Gupta A. Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-Distribute Model of Bank Credit (2009). Journal of Monetary Economics, Vol. 56, p. 725–743. – <http://www.carnegie-rochester.edu>.
27. Bhardwaj G., Sengupta R. Where's the Smoking Gun? A Study of Underwriting Standards for US Subprime Mortgages (2009). FRB of St. Louis Working Paper No. 2008-036C, p. 58. – <http://www.finance-innovation.com>.
28. Bikas E., Buta M. Structured Securities Phenomena in Lithuania (2012). International scientific conference „Practice and Research in Private and Public Sector – 2012“, Mykolas Romeris University. Conference proceedings, p. 396–405. – <http://www.mruni.eu>.
29. Bomfim A. N. Understanding Credit Derivatives and Related Instruments. – San Diego: Elsevier Academic Press, 2005. – 368 p. ISBN 0-121-08265-2.
30. Boot A., Thakor A. Security Design (1993). Journal of Finance, Vol. 48, No. 4, p. 1349–1378. – <http://www.jstor.com>.

31. Box T., Cummings K., Oddy L., Abbott S. J., Balkwill I., Tanney A. *Securitisation: UK (England and Wales) (2011)*. Berwin Leighton Paisner LLP. – <http://www.practicallaw.com>.
32. Brennan M., Hein J., Poon S. H. *Tranching and Rating (2009)*. *European Financial Management*, Vol. 15, No. 5, p. 891–922. – <http://www.stanford.edu>.
33. Bureau of Economic Analysis (2007). US Department of Commerce. – <http://www.bea.gov>.
34. Calem P., Henderson C., Liles J. *Cherry Picking in Subprime Mortgage Securitizations: Which Subprime Mortgage Loans Were Sold by Depository Institutions Prior to the Crisis of 2007? (2010)*. Kansas City Federal Reserve Bank Conference on Financial Markets & Institutions, p. 50. – <http://www.kc.frb.org>.
35. Campello M., Graham J. R., Harvey C. R. *The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis (2010)*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, No. 3, p. 470–487. – <http://www.sciencedirect.com>.
36. Cappiello L., Kadareja A., Sørensen C. K., Protopapa M. *Do Bank Loans and Credit Standards Have an Effect on Output? A Panel Approach for the Euro Area (2010)*. European Central Bank Working Paper Series No. 1150, p. 30. – <http://www.ecb.int>.
37. Carbo-Valverde S., Marques-Ibanez D., Fernandez F. R. *Securitization, Risk Transferring and Financial Instability: The Case of Spain (2012)*. *Journal of International Money and Finance* Vol. 31, No. 1, p. 80–101. – <http://www.sciencedirect.com>.
38. Cardone R. C., Samaniego R., Trujillo P. A. *What Drives Bank Securitisation? The Spanish Experience (2010)*. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, No. 11, p. 2639–2651. – <http://www.sciencedirect.com>.
39. Carey M., Stulz R. M. *The Risks of Financial Institutions*. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – p. 655. ISBN 0-226-09285-2.

40. Chomsisengphet S., Pennington-Cross A. The Evolution of the Subprime Mortgage Market (2006). Federal Reserve Bank of St. Louis Journal Review, No. 88(1), p. 31–56. – <http://www.research.stlouisfed.org>.
41. CIP Securitisation Window (2012). European Investment Fund. – <http://www.eif.org>.
42. Clark E. H. US Developments in Synthetic Securitization: Rampant Growth and the Spectre of SEC Regulation. Expansion and Diversification of Securitization, Yearbook. – London: Kluwer Law International, 2007. – p. 468. ISBN 9-041-12661-9.
43. Clarke D. US Bank Regulators Delay Risk Retention Rule (2011). Reuters. – <http://www.reuters.org>.
44. Competitiveness and Innovation Framework Programme 2007–2013 (2012). European Commission. – <http://www.ec.europa.eu>.
45. Concept of Unified Mortgage Loan Refinancing System, Approved by Russian Government on 30 June 2005, p. 34. – <http://www.rosipoteka.ru>.
46. Cousseran O., Rahmouni I. The CDO Market – Functioning and Implications in Terms of Financial Stability (2005). Financial Stability Review, No. 6, p. 43–62. – <http://www.banque-france.fr>.
47. Coval J., Jurek J., Stafford E. Economic Catastrophe Bonds (2009). American Economic Review. Vol. 99, No. 3, p. 628–666. – <http://www.hbs.edu>.
48. Cox B., Green J. Securitisation in Australia (2008). Global Securitisation and Structured Finance 2008, p. 91–98. – <http://www.globalsecuritisation.com>.
49. Credit Default Swaps and Counterparty Risk (2009). European Central Bank, p. 93. – <http://www.ecb.int>.
50. Credit Enhancement (2012). European Investment Fund. – <http://www.eif.org>.
51. Čipkutė E. Šiandieninės finansų krizės ištakos: sekiuritizacija? (2009). Lietuvos turto vertintojai – 15 metų veiklos patirtis ir ateities perspektyvos. Vilnius: LTVA, p. 178–188. ISBN 978-9986-9321-6-1.

52. Dammers C. Breathing In: Tight Asset Spreads Make Life Tough for SIV Managers, but if Spreads Widen the Sector Should Grow Dramatically (2005). *Structured Finance International Magazine*. – <http://www.business.highbeam.com>.
53. Darbellay A., Partnoy F. Credit Rating Agencies and Regulatory Reform (2012). *San Diego Legal Studies Paper No. 12-082*, p. 30. – <http://www.papers.ssrn.com>.
54. De Haas R. T. A., Lelyveld V. I. Foreign Banks and Credit Stability in Central and Eastern Europe. A Panel Data Analysis (2006). *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, No. 7, p. 1927–1952. – <http://www.papers.ssrn.com>.
55. De Young R., Rice T. How Do Banks Make Money? The Fallacies of Fee Income (2004). *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, p. 34–51. – <http://www.econ.puc-rio.br>.
56. De Larosiere Report (2009). High Level Expert Group on Financial Supervision in the EU, p. 86. – <http://www.ec.europa.eu>.
57. De Marzo P. M. The Pooling and Tranching of Securities: A Model of Informed Intermediation (2005). *Review of Financial Studies*, Vol. 18, No. 1, p. 1–34. – <http://www.rfs.oxfordjournals.org>.
58. Debelle G. Whither Securitisation? (2009). *Australian Securitisation Conference, Sidney, 2009*, p. 43–53. – <http://www.rba.gov.au>.
59. Dechow P. M., Shakespeare C. Do Managers Time Securitization Transactions to Obtain Accounting Benefits? (2006). *Federal Reserve Bank*, p. 49. – <http://www.ssrn.com>.
60. Decision No. 1639/2006/EC of the European Parliament and of the Council of 24 October 2006 Establishing a Competitiveness and Innovation Framework Programme (2007 to 2013), p. 26. – <http://www.eur-lex.europa.eu>.
61. Demyanyk Y. S., Hemert O. V. Understanding the Subprime Mortgage Crisis (2011). *Review of Financial Studies*, No. 24(6), p. 1848–1880. – <http://www.oxfordjournals.org>.

62. Dionne G., Harchaoui T. Bank's Capital, Securitization and Credit Risk: an Empirical Evidence for Canada (2003). HEC Working Paper No. 03-01, p. 37. – <http://www.ssrn.com>.
63. Dittrich F. The Credit Rating Industry: Competition and Regulation (2007). University of Cologne – Department of Economics, p. 176. – <http://www.ssrn.com>.
64. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010). – <http://www.gpo.gov>.
65. Downing C., Jaffee D., Wallace N. Is the Market for Mortgage-Backed Securities a Market for Lemons (2009). Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 7, p. 2457–2493. – <http://www.oxfordjournals.org>.
66. Dragunov V., Gutbrod M. Securitisation in Russia: an overview of the legal framework and recent developments (2008). Global Securitisation and Structured Finance 2008, p. 231–236. – <http://www.globalsecuritisation.com>.
67. Driscoll J. C. Does Bank Lending Affect Output? Evidence from the US States (2004). Journal of Monetary Economics, Vol. 51, No. 3, p. 451–471. – <http://www.elsevier.com>.
68. Duffie D., Haoxiang Z. Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk? (2011). Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 2022, p. 31. – <http://www.ssrn.com>.
69. ECB Announces Details of its New Covered Bond Purchase Program (2011). European Central Bank, Press Release. – <http://www.ecb.int>.
70. ECBC European Covered Bond Fact Book (2011). European Covered Bond Council, p. 486. – <http://www.ecbc.hypo.org>.
71. Elul R. The Economics of Asset Securitization (2005). Federal Reserve Bank of Philadelphia Journal Business Review, Q3, p. 16–25. – <http://www.philadelphiafed.org>.
72. Ensuring Efficient, Safe and Sound Derivatives Markets, Communication from the Commission (2009). European Commission, p. 13. – <http://www.ec.europa.eu>.

73. Ergungor O. E. Securitization (2003). Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary, p. 3. – <http://www.clevelandfed.org>.
74. Ernst K., Bocian D., Li W. Steered Wrong: Brokers, Borrowers, and Subprime Loans (2008). Center for Responsible Lending Report, p. 54. – <http://www.responsiblelending.org>.
75. Estrella A. Securitization and the Efficacy of Monetary Policy (2002). Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, p. 243–255. – <http://www.ftn.ny.frb.org>.
76. EU Banking Sector: The World's Largest Banking System in the World's Largest Economic Space, Facts and Figures 2011/2012 (2012). European Banking Federation, p. 20. – <http://www.ebf-fbe.eu>.
77. Euribor Rates by Year (2012). – <http://www.euribor-rates.eu>.
78. European Central Bank, Monetary and Financial Statistics (2011). – <http://www.ecb.int>.
79. European Financial Supervision, Communication from the Commission (2009). European Commission, p. 18. – <http://www.ec.europa.eu>.
80. Eurostat rodiklių duomenų bazė (2012). – <http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu>.
81. Fabozzi F. J., Kothari V. Securitization: The Tool of Financial Transformation (2007). Yale ICF Working Paper No. 7-7, p. 14. – <http://www.ssrn.com>.
82. Fact Sheet Public-Private Investment Program (2009). US Treasury. – <http://www.treasury.gov>.
83. Farinha L., Marques C. R. The Bank Lending Channel of Monetary Policy: Identification and Estimation Using Portuguese Micro Bank Data (2001). European Central Bank Working Paper No. 102, p. 59. – <http://www.ecb.int>.
84. Federal Reserve Act of 1913. Board of Governors of the Federal Reserve System (2011). – <http://www.federalreserve.gov>.

85. Fender I. The Future of Securitization: How to Align Incentives? (2009). Bank for International Settlements Quarterly Review, p. 17. – <http://www.bis.org>.
86. Fender I., Mitchell J. Incentives and Tranche Retention in Securitisation: A Screening Model (2009). Bank for International Settlements Working Paper, No. 289, p. 38. – <http://www.bis.org>.
87. FHFA Sends Congress Strategic Plan for Fannie Mae and Freddie Mac Conservatorships (2012). Federal Housing Finance Agency, News Release. – <http://www.fhfa.gov>.
88. Financial Supervision Package (2012). European Commission. – <http://www.europa.eu>.
89. Finansinio stabilumo apžvalga (2012). Lietuvos bankas, p. 55. ISSN 1822-5071. – <http://www.lb.lt>.
90. Flannery M. J., Frame W. S. The Federal Home Loan Bank System: The Other Housing GSE (2006). Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, p. 33. – <http://www.frbatlanta.org>.
91. Framework for European Securitisation (2002). European Securitization Forum White Paper, p. 131. – <http://www.securitization.net>.
92. Frankel D. M., Yu J. Securitization and Lending Competition (2011). Iowa State University Department of Economics, p. 60. – <http://www.econ.iastate.edu>.
93. Galinienė B., Melnikas B., Miškinis A. ir kt. Ekonomikos modernizavimas: efektyvumo paieškos ir šiuolaikiniai prioritetai. – Leidėjas: Vilniaus universitetas, 2011. p. 544. ISBN 978-609-459-006-1.
94. Gang N. D. Mortgage Securitization: The Good, the Bad, or the Irrelevant? (2012). Rutgers University, p. 57. – <http://www.editorialexpress.com>.
95. Gárdos I., Tomori E., Gárdos P. Securitisation: Hungary (2011). Law Office of Gárdos, Füredi, Mosonyi, Tomori. – <http://www.practicallaw.com>.

96. Gyntelberg J., Remolona E. M. Securitisation in Asia and the Pacific: Implications for Liquidity and Credit Risks (2006). Bank for International Settlements Quarterly Review, p. 65–77. – <http://www.bis.org>.
97. Global Economic Imbalances: When a Flow Becomes a Flood (2009). The Economist. – <http://www.economist.com>.
98. Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues (2007). International Monetary Fund, p. 182. – <http://www.imf.org>.
99. Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System (2010). International Monetary Fund, p. 236. – <http://www.imf.org>.
100. Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks (2009). International Monetary Fund, p. 251. – <http://www.imf.org>.
101. Gordon H., Sellon J., Van Nahmen D. The Securitization of Housing Finance (1988). Economic Review Journal, p. 3–20. Federal Reserve Bank of Kansas City. – <http://www.kansascityfed.org>.
102. Gorton G. B., Nicholas S. S. Special Purpose Vehicles and Securitization (2005). University of Pennsylvania Working Paper No. 5-21, p. 64. – <http://www.ssrn.com>.
103. Gorton G., Metrick A. Securitization (2011). Handbook of the Economics of Finance, p. 95. – <http://www.faculty.som.yale.edu>.
104. Gorton G., Pennacchi G. Financial Intermediaries and Liquidity Creation (1990). Journal of Finance, Vol. 45, No. 1, p. 49–71. – <http://www.jstor.com>.
105. Goswami M., Jobst A., Long X. An Investigation of Some Macro-Financial Linkages of Securitization (2009). International Monetary Fund Working Paper, No. 09/26, p. 48. – <http://www.imf.org>.
106. Green R. K., Wachter S. M. The American Mortgage in Historical and International Context (2005). Journal of Economic Perspectives, Vol. 19, No. 4, p. 93–114. – <http://www.aeaweb.org>.

107. Greenspan A. The Roots of the Mortgage Crisis (2007). The Wall Street Journal. – <http://www.opinionjournal.com>.
108. Gross Domestic Product (GDP) (2011). Bureau of Economic Analysis. – <http://www.bea.gov>.
109. Gubler Z. J. Regulating in the Shadows: Systemic Moral Hazard and the Problem of the Twenty-First Century Bank Run (2012). Alabama Law Review, Vol. 63, No. 2, p. 53. – <http://www.ssrn.com>.
110. Helms D., Schöniger S. Recent Developments in the German Securitisation Markets (2012). Baker & McKenzie. – <http://www.globalrestructuring.com>.
111. HICP – Inflation Rate (2011). European Central Bank. – <http://www.ecb.ec.europa.eu>.
112. Holton S., Lawless M., McCann F. Credit Demand, Supply and Conditions: A Tale of Three Crises (2012). Central Bank of Ireland Working Paper, p. 35. – <http://www.centralbank.ie>.
113. House Price Indexes (2011). Federal Housing Finance Agency. – <http://www.fhfa.gov>.
114. Housing Finance in the Euro Area (2009). Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, Occasional Paper Series, No. 101, p. 97. – <http://www.ecb.int>.
115. Housing Vacancies and Homeownership (CPS/HVS) (2011). US Census Bureau. – <http://www.census.gov>.
116. Hubert O. Securitisation: France (2011). De Pardieu Brocas Maffei. – <http://www.practicallaw.com>.
117. Hunt J. P. Credit Rating Agencies and the „Worldwide Credit Crisis“: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement (2009). Columbia Business Law Review, Vol. 2009, No. 1, p. 74. – <http://www.ssrn.com>.
118. Inflation Rate in US (2011). Financial Trend Forecaster. – <http://www.fintrend.com>.

119. International Comparative Legal Guide to Securitisation 2011: Lithuania (2011). Global Legal Group, Borenus/Švirinas & partners, p. 246–254. – <http://www.glggroup.co.uk>.
120. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (2006). Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, p. 347. – <http://www.bis.org>.
121. Irala R. L., Chaitanya K. Securitization: The Indian experience (2004). Journal of Management & IT, Vol. 2, No. 1, p. 9–17. – <http://www.ssrn.com>.
122. Ivanov D. Securitisation: Russian Federation (2011). Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLC. – <http://www.practicallaw.com>.
123. Young N. K., Spencer J. German True Sale Initiative: the Rebirth of True Sale Securitisation (2004). Dechert LLP, p. 3. – <http://www.dechert.com>.
124. Jackson K. J. Financial Market Supervision: European Perspectives (2010). Congressional Research Service, p. 28. – <http://www.fpc.state.gov>.
125. Jacob G. J., Remolona E. M. Securitisation in Asia and the Pacific: Implications for Liquidity and Credit Risks (2006). Bank for International Settlements Quarterly Review, p. 12. – <http://www.bis.org>.
126. Jiangli W., Pritsker M. G. The Impacts of Securitization on US Bank Holding Companies (2008). US Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), p. 58. – <http://www.ssrn.com>.
127. Jimenez G., Ongena S., Peydro J., Saurina J. Credit Supply versus Demand: Bank and Firm Balance-Sheet Channels in Good and Crisis Times (2012). Tilburg University Center for Economic Research Discussion Paper No. 2012-005, p. 34. – <http://www.ideas.repec.org>.
128. Jobst A. A. Asset Securitisation as a Risk Management and Funding Tool: What Does it Hold in Store for SMES? (2005a). Journal of Managerial Finance, Vol. 32, No. 9, p. 731–760. – <http://www.ssrn.com>.
129. Jobst A. A. European Securitization: A Garch Model of CDO, MBS and Pfandbrief Spreads (2005b). Journal of Structured Finance, Vol. 12, No. 1, p. 55–80. – <http://www.finance.uni-frankfurt.de>.

130. Jobst A. A. Sovereign Securitization in Emerging Markets (2006). *Journal of Structured Finance*, Vol. 12, No. 3, p. 2–13. – <http://www.ssrn.com>.
131. Jobst A. A. What is Securitization (2008). *Finance & Development*, Vol. 45, p. 48–49. – <http://www.imf.org>.
132. Kalisch I. Securitisation: Germany (2011). Kaye Scholer LLP. – <http://www.practicallaw.com>.
133. Keys B. J., Mukherjee T. K., Seru A., Vig V. Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans (2008). London Business School, p. 49. – <http://www.moodyskmv.com>.
134. Kelles-Krauz K. M. The Role of Structured Finance in the Overall Funding Strategy of the CEE Banks. The Case of Asset Securitisation (2008). FIKUSZ 2008 Business Sciences – Symposium for Young Researchers: Proceedings, p. 93–106. – <http://www.econpapers.repec.org>.
135. Kelly R., McQuinn K., Stuart R. Exploring the Steady-State Relationship between Credit and GDP for a Small Open Economy – The Case of Ireland (2011). Central Bank of Ireland Research Technical Paper No. 1/RT/11, p. 34. – <http://www.centralbank.ie>.
136. Keoun B. Citi Agrees to Acquire SIV Assets for \$17.4 Billion (2008). Bloomberg. – <http://www.bloomberg.com>.
137. Kern S. Macro-Prudential Financial Supervision in the US (2012). *Current Issues: Global Financial Markets*, Deutsche Bank, p. 16. – <http://www.dbresearch.com>.
138. KfW's Securitisation Activities (2012). – <http://www.kfw.de>.
139. Kiff J., Kisser M. Asset Securitization and Optimal Retention (2010). International Monetary Fund Working Paper No. 10/74, p. 39. – <http://www.imf.org>.
140. Kobierowski P. Indexing Parties from Securitization Trusts and Mortgage-Backed Certificates into Land Record Indexes in the State of Georgia (2008). Georgia Superior Court Clerks' Cooperative Authority, p. 21. – <http://www.gsccca.org>.

141. Köhler M., Hommel J., Grote M. The Role of Banks in the Transmission of Monetary Policy in the Baltics (2006). Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) Discussion Papers No. 06-05, p. 40. – <http://www.econstor.eu>.

142. Kolari J.W., Fraser D. R., Anari, A. The Effects of Securitization on Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis (1998). American Real Estate and Urban Economics Association Journal Real Estate Economics, Vol. 26, No. 4, p. 677–693. – <http://www.ideas.repec.org>.

143. Krahen J.P., Wilde C. Risk Transfer with CDOs and Systemic Risk in Banking (2006). Goethe-University Centre for Financial Studies Working Paper No. 2006/04, p. 53. – <http://www.uni-frankfurt.de>.

144. Krainer J. P., Laderman E. Mortgage Loan Securitisation and Relative Loan Performance (2009). Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper, p. 38. – <http://www.frbsf.org>.

145. Kredito įstaigų priežiūra (2012). Lietuvos bankas. – <http://www.lb.lt>.

146. Kuttner K. Securitization and Monetary Policy (2000). Federal Reserve Bank of New York Working Paper, p. 31. – <http://www.newyorkfed.org>.

147. Lassen T. Specialization of Covered Bond Issuers in Europe (2005). Housing Finance International, December 2005, p. 3–12. – <http://www.housingfinance.org>.

148. Levitin A. J., Pavlov A. D., Wachter S. M. The Dodd-Frank Act and Housing Finance: Can It Restore Private Risk Capital to the Securitization Market? (2012). Yale Journal on Regulation, Vol. 29, No. 1, p. 155–181. – <http://www.papers.ssrn.com>.

149. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas // Valstybės žinios, 2000, Nr. 64-1914.

150. Lietuvos Respublikos civilinio proceso kodeksas // Valstybės žinios, 2002, Nr. 36-1340.

151. Lietuvos Respublikos civilinis kodeksas // Valstybės žinios, 2000, Nr. 74-2262.

152. Lietuvos Respublikos draudimo priežiūros komisijos skelbiami 1999–2010 m. draudimo veiklos rezultatų duomenys (2012). – <http://www.dpk.lt>.

153. Lietuvos Respublikos finansų įstaigų įstatymas // Valstybės žinios, 2002, Nr. 91-3891.

154. Lietuvos Respublikos hipotekinių obligacijų ir hipotekinio kreditavimo įstatymas // Valstybės žinios, 2003, Nr. 97-4317.

155. Lietuvos Respublikos lito patikimumo įstatymas // Valstybės žinios, 1994, Nr. 24-378.

156. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas // Valstybės žinios, 2007, Nr. 17-626.

157. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 1999–2010 metų ataskaitos (2012). – <http://www.vpk.lt>.

158. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2002 m. kovo 27 d. nutarimas Nr. 413 „Dėl Hipotekinio kreditavimo sistemos koncepcijos patvirtinimo ir komisijos šiai koncepcijai įgyvendinti sudarymo“ // Valstybės žinios, 2002, Nr. 35-1283.

159. Lietuvos statistikos departamento rodiklių duomenų bazė (2012). – <http://www.stat.gov>.

160. Lipson J. C. Re: Defining Securitization (2012). Southern California Law Review, University of Wisconsin Legal Studies Research Paper, p. 42. – <http://www.ssrn.com>.

161. Loutskina E., Strahan P. Securitization and the Declining Impact of Bank Financial Condition on Loan Supply: Evidence from Mortgage Originations (2009). Journal of Finance, Vol. 64, No. 2, p. 861–889. – <http://www.afajof.org>.

162. Martin J. D. A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007 (2009). Baylor University, p. 18. – <http://www.ssrn.com>.

163. Martin O. A., Saurina J. Why Do Banks Securitize Assets? (2007). Banco de España, p. 33. – <http://www.finance-innovation.com>.
164. Mathis J., McAndrews J., Rochet J. C. Rating the Raters: Are Reputation Concerns Powerful Enough to Discipline Rating Agencies? (2009). Journal of Monetary Economics, No. 56, p. 657–674. – <http://www.sciencedirect.com>.
165. Measuring the Measurers (2007). The Economist. – <http://www.economist.com>.
166. Metodologinės pastabos (2012). Lietuvos bankas. – <http://www.lb.lt>.
167. Michael M. S., McCormack M. A. Legal Considerations in Structuring Asset-backed Securities in the US Market (2008). Global Securitisation and Structured Finance 2008, p. 56–60. – <http://www.globalsecuritisation.com>.
168. Milton A., Vescovacci E. A Primer on Securitization (2006). Akerman Senterfitt Attorneys at Law, p. 7. – <http://www.worldservicesgroup.com>.
169. Minton B. A., Sanders A., Strahan P. Securitization by Banks and Finance Companies: Efficient Financial Contracting or Regulatory Arbitrage? (2004). Ohio State University Working Paper Series No. 2004-25, p. 34. – <http://www.cob.ohio-state.edu>.
170. Model Guide to Securitisation Techniques (2012). Practical Law Company. – <http://www.practicallaw.com>.
171. Moore P. False Start for True Sale? (2004). Risk Magazine, 2004 June, p. 12. – <http://www.risk.net>.
172. Mortgage Debt Outstanding (2011). Board of Governors of the Federal Reserve System. – <http://www.federalreserve.gov>.
173. Mortgage Market Overviews 2010–2011 (2012). Agency for Housing Mortgage Lending. – <http://www.rosipoteka.ru>.
174. Moser E. K., Fish J. E. Securitisation: United States (2011). Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP. – <http://www.practicallaw.com>.

175. Murphy A. An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions (2008). Oakland University – School of Business Administration, p. 28. – <http://www.ssrn.com>.
176. Nadauld T., Weisbach M. Did Securitization Affect the Cost of Corporate Debt? (2011). NBER Working Paper Series No. 16849, p. 43. – <http://www.nber.org>.
177. Nathan L. The Growing Securitization of Small Business Loans (1998). Journal of Communities and Banking, No. 22, p. 2–8. Prieiga per internetą: <http://www.econpapers.repec.org>.
178. Neate R. \$400bn SIV Market Sold Off in Two Years (2009). The Telegraph. – <http://www.telegraph.co.uk>.
179. Nwogugu M. Illegality of Securitization, Bankruptcy Issues and Theories of Securitization (2005), p. 36. – <http://www.ssrn.com>.
180. Nwogugu M. Some Issues in Disintermediation and Securitization (2007). Journal of Applied Mathematics and Computation. Vol. 186, No. 2, p. 28–42. – <http://www.ssrn.com>.
181. OECD Statistical Database: Pension Funds' Assets as % of GDP (2012). Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). – <http://www.oecd.org>.
182. Onaran Y. Wall Street Firms Cut 34,000 Jobs, Most Since 2001 Dot-Com Bust (2008). Bloomberg. – <http://www.bloomberg.com>.
183. Ossa F. Bank of Russia's Repo Window Beckons RMBS; But Better Opportunities May Lie Elsewhere (2009). Asset Securitization Report, p. 26–27. – <http://www.atpfinance.com>.
184. Pagrindiniai bankų veikos rodikliai 2005–2012 m. (2012). Lietuvos bankų asociacija. – <http://www.lba.lt>.
185. Pagrindinio komiteto išvada dėl Lietuvos Respublikos hipotekinio kreditavimo ir hipotekinių obligacijų įstatymo projekto Nr. IXP-2128. Lietuvos Respublikos Seimo Biudžeto ir finansų komitetas, 2003 m. rugsėjo 8 d., p. 11. – <http://www.lrs.lt>.

186. Pahlson-Möller I., Rajendra G. Australian Residential Mortgage-Backed Securities Update (2008). Global Securitisation and Structured Finance 2008, p. 18–21. – <http://www.globalsecuritisation.com>.
187. Pais A. The Role of Securitisation in the Capital Structure of Banks (2005a). Massey University Working Paper, p. 44. – <http://www.ssrn.com>.
188. Pais A. Why Do Depository Institutions Use Securitisation (2005b). Massey University Working Paper, p. 31. – <http://www.ssrn.com>.
189. Paligorova T. Agency Conflicts in the Process of Securitization (2009). Bank of Canada Review, p. 33–47. – <http://www.bankofcanada.ca>.
190. Parachini T., Klingenberg E. The International Comparative Legal Guide to Securitisation 2011: A Practical Cross-Border Insight Into Securitisation Work (2011). Global Legal Group, p. 8. – <http://www.iclg.co.uk>.
191. Parex Banka Presentation (2008). – <http://www.scribd.com>.
192. Partnoy F. How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeeper (2006). San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, p. 47. – <http://www.ssrn.com>.
193. Paškevičius A., Sačilka O. Structured Securities and Their Development in Lithuania (2010). Ekonomika. Mokslo darbai, tomas 89, Nr. 4, p. 66–84. ISSN 1392-1258.
194. Pfandbrief Fact Book 2011/2012 (2012). Association of German Pfandbrief Banks, p. 172. – <http://www.pfandbrief.de>.
195. Pinigų finansinių institucijų paskolos rezidentams pagal valiutą 1993–2012 m. (2012). Lietuvos banko statistika. – <http://www.lb.lt>.
196. Pittsburgh Summit, Leaders' Statement (2009). G20. – <http://www.g20.org>.
197. Pozsar Z. Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the US Banking System (2011). International Monetary Fund Working Paper No. 11/190, p. 36. – <http://www.imf.org>.
198. Programme for the Competitiveness of Enterprises and SMEs (COSME) 2014–2020 (2012). European Commission. – <http://www.ec.europa.eu>.

199. Promoting the Development of SME Asset-Backed Financing Mechanisms: Examples from Spain (2008). World Bank, p. 24. – <http://www.worldbank.org>.

200. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Credit Agreements Relating to Residential Property (2011). European Commission, p. 82. – <http://www.eur-lex.europa.eu>.

201. Proposal for a Directive of The European Parliament and of the Council on the Access to the Activity of Credit Institutions and the Prudential Supervision of Credit Institutions and Investment Firms and Amending Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council on the Supplementary Supervision of Credit Institutions, Insurance Undertakings and Investment Firms in a Financial Conglomerate (2011). European Commission, p. 154. – <http://www.eur-lex.europa.eu>.

202. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Over the Counter Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories (2010). European Commission, p. 63. – <http://www.eur-lex.europa.eu>.

203. Purnanandam A. K. Originate-to-Distribute Model and the Sub-Prime Mortgage Crisis (2011). AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, p. 49. – <http://www.ssrn.com>.

204. Ramsay J. M. Financial Innovation and Regulation: the Case of Securitisation (1993). Journal of Banking and Finance Law and Practice, Vol. 4, No. 3, p. 169–174. – <http://www.ssrn.com>.

205. Recent Developments in Securitisation (2011). European Central Bank, p. 43. – <http://www.ecb.ec.europa.eu>.

206. Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the Macro-Prudential Mandate of National Authorities No. ESRB/2011/3. – <http://www.esrb.europa.eu>.

207. Regression and correlation, Partial correlation (2012). StatsDirect Statistical Software. – <http://www.statsdirect.com>.

208. Regulating Financial Services For Sustainable Growth, Communication from the Commission (2010). European Commission, p. 12. – <http://www.ec.europa.eu>.

209. Regulation (EC) No. 1060/2009 Of the European Parliament and of the Council On Credit Rating Agencies (2009). – <http://www.eur-lex.europa.eu>.

210. Report of The In-house Working Group On Asset Securitisation (1999). Reserve Bank of India, Mumbai, p. 141. – <http://www.rbidocs.rbi.org>.

211. Report on Asset Securitisation Incentives (2011). Basel Committee on Banking Supervision, p. 70. – <http://www.bis.org>.

212. Riddiough T. J. Can Securitization Work? Economic, Structural and Policy Considerations (2011). Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper No. 24/2011, p. 30. – <http://www.ssrn.com>.

213. Riddiough T. Optimal Design and Governance of Asset-Backed Securities (1997). Journal of Financial Intermediation, No. 6, p. 121–152. – <http://www.ssrn.com>.

214. Role of Credit Rating Agencies (2010). ESME's Report to the European Commission, p. 36. European Commission. – <http://www.ec.europa.eu>.

215. Sabry F., Okongwu C. Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets (2009). American Securitization Forum, p. 241. – <http://www.americansecuritization.com>.

216. Sack J. S., Juris S. M. Rating Agencies: Civil Liability Past and Future (2008). New York Law Journal, Vol. 238, No. 88, p. 3. – <http://www.maglaw.com>.

217. Samkus M. Reitingų agentūros praranda reputaciją (2012). Ekonomika. – <http://www.ekonomika.lt>.

218. Schmitt A. Securitisation: Luxemburg (2009). Bonn Schmitt Steichen. – <http://www.practicallaw.com>.

219. Schmitt A., Lazard L. Securitisation in Luxembourg (2008). Global Securitisation and Structured Finance 2008, p. 209–214. – <http://www.globalsecuritisation.com>.
220. Schmitz B. What Role Do Banks Play in the Monetary Transmission in EU Accession Countries (2004). Centre for European Integration Studies (ZEI) Discussion Paper, p. 30. – <http://www.mnb.hu>.
221. Schuetz S. A. Determinants of Structured Finance Issuance: A Cross-Country Comparison (2012). The IUP Journal of Financial Risk Management Vol. 8, No. 2, p. 7–24. – <http://www.ssrn.com>.
222. Securitisation in Luxembourg (2007). RSM Henri Grisius & Associés, p. 4. – <http://www.iadvisory.gov.sg>.
223. Securitisation in Luxembourg (2009). Atoz Tax Advisers, p. 40. – <http://www.atoz.lu>.
224. Selected Interest Rates (2011). Board of Governors of the Federal Reserve System. – <http://www.federalreserve.gov>.
225. Semi-annual OTC Derivatives Statistics (2009). Bank for International Settlements. – <http://www.bis.org>.
226. Shin H. S. Securitisation And Financial Stability (2009). The Economic Journal, No. 119, p. 309–332. – <http://www.princeton.edu>.
227. Sideris I. UK securitisation and structured finance: review of 2007 (2008). Global Securitisation and Structured Finance 2008, p. 273–279. – <http://www.globalsecuritisation.com>.
228. SIFMA, Securities Industry and Financial Markets Association, Statistics (2011). – <http://www.sifma.org>.
229. Skarabot J. Asset Securitization and Optimal Asset Structure of the Firm (2001). EFMA 2001 Lugano Meetings, p. 55. – <http://www.haas.berkeley.edu>.
230. SME Securitisation: Final Report (2007). Roundtable Between Bankers and SMEs, p. 44. – <http://www.ec.europa.eu>.
231. Smith E. B. Race to Bottom' at Moody's, S&P Secured Subprime's Boom, Bust (2008). Bloomberg. – <http://www.bloomberg.com>.

232. Smith P., Edmonds-Wilson I. Securitisation: Australia (2009). Berkeley Cox and Mallesons Stephen Jaques. – <http://www.practicallaw.com>.
233. SPVs and TSI Securitisation Platform (2012). True Sale International, p. 9. – <http://www.true-sale-international.de>.
234. Stöcker O. Covered Bond Models in Europe: Fundamentals on Legal Structures (2011). Housing Finance International Journal, Winter 2011, p. 32–40. – <http://www.housingfinance.org>.
235. Study on Asset-Backed Securities (ABS): Impact and Use of ABS on SME Finance (2004). European Commission, p. 112. – <http://www.ec.europa.eu>.
236. Stulz R. M. Credit Default Swaps and the Credit Crisis (2009). Finance Working Paper No. 264/2009, p. 47. – <http://www.ssrn.com>.
237. Supporting SME Financing Using Securitisation Techniques (2006). Euro Debt Market Association, p. 42. – <http://www.worldbank.org>.
238. Tabe H. The Unravelling of Structured Investment Vehicles: How Liquidity Leaked Through SIVs. – United Kingdom: Thoth Capital LLP 2010. – 232 p. ISBN 0-956-68250-2.
239. Taylor J. B. Housing and Monetary Policy (2007). NBER Working Paper No. 13682, p. 18. – <http://www.nber.org>.
240. Telpner J. A Securitisation Primer for First Time Issuers (2003). Global Securitisation and Structured Finance 2003. – <http://www.gtlaw.com>.
241. Term Asset-Backed Securities Loan Facility (2010). Federal Reserve Bank of New York. – <http://www.newyorkfed.org>.
242. The Re-remic Phenomenon (2009). Deloitte, p. 11. – <http://www.securitization.net>.
243. The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications (2005). Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, p. 63. – <http://www.bis.org>.
244. The State of the Nation's Housing 2008–2010 (2010). Joint Center for Housing Studies of Harvard University. – <http://www.jchs.harvard.edu>.

245. Thompson E. M. Dodd-Frank and Basel III's Skin in the Game Divergence and Why it is Good for the International Banking System (2011). *Global Business Law Review*, Vol. 2, No. 159, p. 159–175. – <http://www.globalbusinesslawreview.org>.

246. Tymoigne E. Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part II – Deregulation, the Financial Crisis, and Policy Implications (2009). *Levy Economics Institute Working Paper No. 573.2*, p. 59. – <http://www.levyinstitute.org>.

247. Uhde A., Michalak T. Securitisation and Systematic Risk in European Banking: Empirical Evidence (2010). *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, No. 12, p. 3061-3077. – <http://www.sciencedirect.com>.

248. US Credit Conditions (2012). Federal Reserve Bank of New York. – <http://www.newyorkfed.org>.

249. Van Order R. On the Economics of Securitization: A Framework and Some Lessons from US Experience (2007). *Ross School of Business Paper No. 1082*, p. 31. – <http://www.deepblue.lib.umich.edu>.

250. Varrati A. District Bonds and SME Financing Through Securitization (2008). *Italian Banking Assotiation*. – <http://www.worldbank.org>.

251. Vesanti R. G., Pascual A. G., Ribakova E. The Use of Mortgage Covered Bonds (2007). *International Monetary Fund Working Paper No. 07/20*, p. 23. – <http://www.imf.org>.

252. Visų akcijų indeksas OMXV Vilnius 1999–2012 m. (2012). *Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX*. – <http://www.nasdaqomxbaltic.com>.

253. Wagner W. The Liquidity of Bank Assets and Banking Stability (2007). *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, No. 1, p. 121–139. – <http://www.econpapers.repec.org>.

254. Wagner W., Marsh I. W. Credit Risk Transfer and Financial Sector Stability (2006). *Journal of Financial Stability*, Vol. 2, No. 2, p. 173–193. – <http://www.econpapers.repec.org>.

255. Washington Summit, Leaders' Statement (2010). G20. – <http://www.g20.org>.

256. Weicher J. The New Structure of the Housing Finance System (1994). Federal Reserve Bank of St. Louis Journal Review, Vol. 76, No. 4, p. 47–65. – <http://www.research.stlouisfed.org>.

257. White L. J. A New Law for the Bond Rating Industry – For Better or for Worse? (2007). New York University Working Papers, p. 38. – <http://www.nyu.edu>.

258. White L. J. Fannie & Freddie: Part of the Solution, or Part of the Problem (2008). The Milken Institute Review, p. 45. – <http://www.milkeninstitute.org>.

259. Wighton D. Credit Protection: Lightyear Set to Exploit the CDO Market (2005). The Financial Times, January 3. – <http://www.ft.com>.

260. Wittinghofer S. Overview of the German Securitisation Market and Recent Legal Developments (2008). Global Securitisation and Structured Finance 2008, p. 194–197. – <http://www.globalsecuritisation.com>.

261. World Bank, Economic Policy and External Debt Indicators (2012). – <http://www.worldbank.org>.

262. World Economic Outlook Database (2011). International Monetary Fund. – <http://www.imf.org>.

263. Zhou Y. S. Capital Flows and Economic Fluctuations: The Role of Commercial Banks in Transmitting Shocks (2008). International Monetary Fund Working Paper No. 08/12, p. 32. – <http://www.imf.org>.

264. 2006 m. birželio 14 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2006/48/EB dėl kredito įstaigų veiklos pradėjimo ir vykdymo (nauja redakcija) (OL 2006 L 177, p. 1). – <http://www.eur-lex.europa.eu>.

265. 2006 m. birželio 14 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2006/49/EB dėl investicinių įmonių ir kredito įstaigų kapitalo pakankamumo (nauja redakcija) (OL 2006 L 177, p. 201). – <http://www.eur-lex.europa.eu>.

266. 2009 m. liepos 13 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2009/65/EB dėl įstatymų ir kitų teisės aktų, susijusių su kolektyvinio

investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektais (KIPVPS), derinimo (nauja redakcija) (OL 2009 L 302, p. 32). – <http://www.eur-lex.europa.eu>.

267. 2009 m. rugsėjo 16 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2009/111/EB, iš dalies keičianti direktyvų 2006/48/EB, 2006/49/EB ir 2007/64/EB nuostatas dėl centrinių įstaigų kontroliuojamų bankų, tam tikrų nuosavų lėšų straipsnių, didelių pozicijų, priežiūros priemonių ir krizių valdymo (OL 2009 L 302, p. 97). – <http://www.eur-lex.europa.eu>.

268. 2010 m. lapkričio 24 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyva 2010/76/ES kuria iš dalies keičiamos direktyvų 2006/48/EB ir 2006/49/EB nuostatos, susijusios su kapitalo poreikiu prekybos knygai ir pakartotiniam pakeitimui vertybiniais popieriais, taip pat su atlyginimų nustatymo politikos priežiūriniu tikrinimu (OL 2010 L 329, p. 3). – <http://www.eur-lex.europa.eu>.

AUTORĖS PUBLIKACIJOS DISERTACIJOS TEMA

Straipsniai recenzuojamuose mokslo leidiniuose

Miškinis A., Čipkutė E. Assessing the Application of Securitisation in Lithuania (2012). *Ekonomika. Mokslo darbai*, tomas 91, Nr. 3, p. 72–84. ISSN 1392-1258.

Čipkutė E. Šiuolaikinė bankininkystė: internacionalizavimas, krizės ir jų prevencija (p. 133–153), skyrius kolektyvinėje monografijoje *Ekonomikos modernizavimas: efektyvumo paieškos ir šiuolaikiniai prioritetai*. – Leidėjas: Vilniaus universitetas, 2011. p. 544. ISBN 978-609-459-006-1.

Straipsniai kituose leidiniuose

Čipkutė E. Šiandieninės finansų krizės ištakos: sekiuritizacija? (2009). *Lietuvos turto vertintojai – 15 metų veiklos patirtis ir ateities perspektyvos*. Vilnius: LTVA, p. 178–188. ISBN 978-9986-9321-6-1.

PRIEDAS

Duomenys, naudoti regresinei analizei atlikti⁸⁴

Metai, ketvirtis	BVP (mln. Lt)	Paskolų balansas (mln. Lt)				Paskolų pokytis (mln. Lt)			
		Fin. tarpinin- kams	Valdžiai	Verslui	Namų ūkiams	Fin. tarpinin- kams	Valdžiai	Verslui	Namų ūkiams
Duomenys perskaičiuoti 2011 m. gruodžio mėn. kainomis									
1993K1	15.108								
1993K2	12.149								
1993K3	14.437								
1993K4	13.394	19	302	6.885	687				
1994K1	12.646	8	291	6.657	749	-8	27	659	151
1994K2	12.010	1	429	7.017	671	-6	164	1.025	-5
1994K3	12.378	1	319	7.151	639	0	-78	666	23
1994K4	11.636	24	340	7.684	875	24	47	1.121	289
1995K1	12.044	48	269	7.566	845	27	-32	769	71
1995K2	13.412	46	206	7.486	833	0	-49	430	61
1995K3	15.552	43	267	7.286	754	-1	72	203	-31
1995K4	13.920	35	304	6.595	645	-4	58	-95	-7
1996K1	11.869	17	241	5.552	615	-15	-38	-472	28
1996K2	13.056	17	259	5.224	608	0	27	-117	16
1996K3	15.653	17	425	5.198	580	0	208	226	0
1996K4	14.698	16	533	5.079	551	-1	114	83	-7
1997K1	13.059	20	548	4.930	559	4	37	59	30
1997K2	15.036	15	810	4.375	604	-5	268	-93	63
1997K3	16.576	63	551	4.382	612	48	-246	222	24
1997K4	16.385	163	672	4.875	663	101	129	557	61
1998K1	14.194	237	987	4.641	685	78	329	-134	35
1998K2	16.254	343	1.161	4.980	630	108	186	395	-47
1998K3	17.287	513	1.205	5.238	708	169	39	236	75
1998K4	16.901	558	1.318	5.399	778	45	113	163	70
1999K1	13.875	512	1.381	5.542	826	-41	77	197	56
1999K2	16.238	494	1.611	5.869	895	-18	228	319	68
1999K3	16.278	490	1.658	6.081	942	3	46	290	56
1999K4	16.190	472	1.685	5.902	976	-19	23	-190	32
2000K1	14.735	453	1.751	5.407	949	-12	93	-400	-11
2000K2	16.409	482	1.749	5.549	964	28	-4	135	14
2000K3	16.702	484	1.771	5.465	828	-5	15	-280	-142
2000K4	17.114	538	1.637	5.657	845	55	-129	209	20
2001K1	15.286	571	1.681	5.729	858	34	50	90	15
2001K2	16.907	672	1.660	5.653	901	108	-2	-9	53

⁸⁴ Sudaryta autorės, remiantis Lietuvos statistikos departamento ir Lietuvos banko duomenimis

2001K3	17.230	797	1.692	5.747	954	126	34	100	54
2001K4	18.632	924	1.492	6.625	1.042	131	-192	905	93
2002K1	15.747	967	1.547	6.700	1.131	50	66	127	97
2002K2	18.284	954	1.407	6.842	1.221	-22	-155	81	80
2002K3	19.279	1.036	1.248	7.439	1.540	70	-176	515	304
2002K4	19.454	1.198	1.111	8.265	1.798	165	-133	846	262
2003K1	17.791	1.388	909	8.563	2.009	192	-200	294	213
2003K2	19.803	1.411	606	9.105	2.358	24	-303	547	351
2003K3	21.067	1.798	597	10.793	2.892	367	-17	1.560	500
2003K4	21.783	1.700	772	12.484	3.609	-98	174	1.418	660
2004K1	19.199	1.837	740	12.978	4.542	133	-36	871	542
2004K2	21.607	1.989	729	13.906	5.283	186	2	1.163	817
2004K3	22.711	2.198	1.099	14.232	6.054	221	374	421	792
2004K4	23.900	2.086	1.245	15.351	6.878	2	152	1.272	862
2005K1	20.729	2.182	724	16.055	7.860	98	-519	645	999
2005K2	24.174	2.341	707	17.232	9.103	169	-11	1.222	1.330
2005K3	25.996	2.499	709	19.063	10.767	168	4	1.908	1.703
2005K4	26.965	5.164	1.397	21.318	12.481	2.695	702	2.460	1.860
2006K1	23.117	5.371	699	23.359	14.139	278	-689	2.135	1.733
2006K2	26.664	5.918	671	25.241	16.121	623	-19	2.240	2.177
2006K3	29.032	2.915	706	27.062	18.309	-2.963	39	2.029	2.289
2006K4	29.602	3.463	853	28.913	20.286	589	157	2.280	2.247
2007K1	26.175	3.614	817	30.620	22.395	180	-28	1.907	2.335
2007K2	30.582	3.390	1.118	32.207	25.189	-161	315	2.125	3.187
2007K3	32.892	3.668	916	34.427	28.137	338	-183	2.800	3.371
2007K4	32.516	3.517	1.022	36.658	29.733	-30	135	3.411	2.506
2008K1	28.232	3.745	959	37.008	30.324	351	-29	1.652	1.542
2008K2	32.302	3.931	1.360	37.904	31.467	298	428	1.992	2.058
2008K3	33.007	3.947	1.109	38.916	32.789	48	-233	1.401	1.676
2008K4	30.968	4.036	1.620	38.821	32.788	125	523	363	403
2009K1	23.066	2.712	1.730	36.802	31.565	-1.229	152	-1.124	-384
2009K2	25.516	2.557	1.886	35.699	31.236	-151	153	-1.075	-340
2009K3	24.907	2.594	1.889	35.339	31.244	16	-16	-542	-273
2009K4	24.352	2.426	1.439	34.695	30.947	-238	-456	-735	-378
2010K1	22.540	2.013	1.417	33.549	30.168	-279	-10	-1.057	-493
2010K2	25.334	2.711	1.447	32.643	29.585	703	38	-799	-363
2010K3	26.382	3.305	1.919	31.504	29.082	604	472	-897	-439
2010K4	25.598	3.004	2.466	30.253	28.424	-282	560	-949	-426
2011K1	23.871	2.898	2.525	29.563	27.910	-64	70	-238	-262
2011K2	27.199	2.544	2.578	28.819	27.221	-290	109	-8	-50
2011K3	28.429	2.391	3.178	29.028	27.614	-163	595	267	358
2011K4	27.387	2.217	3.124	26.981	26.106	78	67	-117	-504