

А. Ю. Петровичев¹

заместитель генерального директора по экономике ОАО «Сибтрубопроводстрой», аспирант Новосибирского государственного университета

РАЗВИТИЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В УСЛОВИЯХ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ

В странах с рыночной экономикой история секьюритизации² насчитывает уже более четверти века, объемы европейского и американского рынков ценных бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации, в докризисный 2006 г. достигали 2 936,8 млрд евро, а в 2009 г. упали до 1773 млрд. Российский рынок по итогам 2006 г. оценивался весьма скромными 1,8 млрд евро, а в 2009 г. эмиссии ценных бумаг в рамках секьюритизации не проводились³.

Финансовый кризис, безусловно, подорвал доверие инвесторов к данному инструменту, а масштабы последовавшего за этим кредитного кризиса заставил многих теоретиков финансов рассматривать секьюритизацию как угрозу, способную нанести серьезный ущерб стабильности мировой экономики. Здесь можно возразить аргументами об отсутствии эффективной системы внутреннего контроля в организациях, использовавших для секьюритизации «проблемные» активы, в результате чего риски не элиминировались, а, напротив, накапливались, а благодаря секьюритизации еще и ретранслировались другим участникам рынка. Но, с другой стороны, инструменты секьюритизации активно использовались западными странами для преодоления последствий финансового кризиса⁴.

Поиск новых источников и способов привлечения финансирования был и остается одной из основных задач для теории и практики корпоративных финансов. Поэтому изучение европейского и американского опыта в области регулирования рынка секьюритизации может быть интересным и полезным

¹ Эл. адрес: alexey.petrovichev@gmail.com

² Операция, цель которой — трансформировать активы, генерирующие стабильные денежные потоки, в ценные бумаги, обращающиеся на финансовых рынках, с целью привлечения эмитентом финансирования.

³ По данным Association for Financial Markets in Europe/Securities Industry and Financial Markets Association www.europeansecuritisation.com

⁴ В конце 2008 г. Центральный Европейский Банк (European Central Bank) и Банк Англии (Bank of England) активно заключали сделки РЕПО с ценными бумагами, выпущенными в рамках секьюритизации (securitisation-for-gero), с целью фондирования банковской системы Европы. В результате объем европейского рынка ценных бумаг, выпущенных в рамках механизма секьюритизации, достиг 711,1 млрд евро против 453,7 млрд в 2007 г. в условиях кризиса (ESF Securitisation Data Report Q4:2008, www.europeansecuritisation.com). Федеральная резервная система США также запустила в ноябре 2008 г. программу Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), направленную на повышение ликвидности банков путем кредитования под залог ABS, выпущенных на основе потребительских кредитов и кредитов для малого бизнеса.

для отечественных специалистов, учитывая ограниченный доступ российских предприятий к рынкам капитала, и как следствие, их перманентный интерес к альтернативным способам финансирования.

Работа, представленная здесь, нацелена главным образом на то, чтобы понять общие черты правового регулирования секьюритизации в странах с рыночной экономикой. Напомнив в начале некоторые важные исторические «вехи», мы оценим масштабы этих операций как в США, так и в Европе. Мы попытаемся обозначить факторы, способствующие появлению, а затем развитию этих операций. Также мы проследим на примерах отдельных стран, как развивалась секьюритизация в западных странах, и выделим те особенности, которые могут быть полезны для осмысления российского опыта.

Появление секьюритизации в США

Изначально секьюритизация применялась правительственными агентствами в США, занимающимися финансированием ипотечных кредитов в целях развития рынка ипотеки в конце 60-х гг. XX в. Первым банком, осуществившим секьюритизацию своих ипотечных кредитов путем эмиссии ипотечных ценных бумаг — Mortgage Backed Securities (MBS), стал Bank of America. Правительственные агентства — это Федеральная национальная ипотечная ассоциация США (Federal National Mortgage Association, FNMA или Fannie Mae), Федеральная жилищная ипотечная корпорация США (Federal Home Loan Mortgage Corp. — Freddie Mac или FHLMC) и Государственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association — Ginnie Mae или GNMA). Два первых, не совсем правильно названные федеральными агентствами, в действительности являются частными компаниями, но имеют статус предприятий, финансируемых государством. Напротив, Ginnie Mae — это самая настоящая собственность государства, и в этом статусе она — единственная, кто может напрямую пользоваться государственными гарантиями.

Правительственные агентства выпускают два типа ценных бумаг в рамках своих операций по секьюритизации. Первый тип — MBS — эмитируется по типу так называемой сквозной структуры (Pass-through) и предоставляет их держателям равный доход (соразмерно их инвестициям), который поступает от пула активов, а возможные преждевременные выплаты распределяются между всеми держателями ценных бумаг. Вторая разновидность бумаг — СМО (Collateralised Mortgage Obligations), напротив, сконструирована по типу трансформационной структуры (Pay-through): они трансформируют денежные потоки от секьюритизируемых активов таким образом, что риск преждевременной выплаты распределяется между владельцами ценных бумаг неравным образом в зависимости от уровня транша (Demartini, 2005, p. 31).

Х. П. Бэр и Г. Копф¹ выделяли следующие этапы развития секьюритизации в США (Бэр, 2007, с. 401).

- фаза возникновения (1968—1985 гг.);
- фаза расширения перечня активов (1985—1990 гг.);
- фаза международной секьюритизации активов (1990—2007 гг.).

К этим этапам можно добавить еще два:

- фаза финансового кризиса (2007—2009 гг.);
- фаза стагнации (2009 г. — настоящее время).

В конце 80-х — начале 90-х гг. XX в. все большую популярность стала приобретать секьюритизация других видов активов. Так, в марте 1985 г.

¹ Х. П. Бэр идею периодизации перенял у Г. Копфа из его работы (Korff, 1993).

С. S. First Boston организовал первую публичную сделку по секьюритизации будущих платежей по лизингу компьютерной технике объемом 192 млн долл. для американской лизинговой компании Sperry Lease Corporation (Бэр, 2007, с. 401). Одновременно американская компания Western Financial Savings выпустила ценные бумаги, обеспеченные поступлениями по автокредитам. Так появился новый тип ценных бумаг обеспеченных пулом активов — Asset-Backed Securities (ABS), созданных, как правило, банками или иными кредитными организациями и генерирующих предсказуемый поток денежных средств.

До 90-х гг. XX в. секьюритизация использовалась в основном внутри США, к практике ее применения прибегали такие компании, как General Motors, Chrysler, Ford, Citibank, MBNA, Bank of America, Merrill Lynch, United Airlines, Harley Davidson, Walt Disney Corp., General Electric, Caterpillar Inc., IBM, VISA. С 1987 г. по 1995 г. в США было проведено 311 сделок с кредитными картами и 277 сделок по секьюритизации автомобильных кредитов (Бэр, 2007, с. 415). В начале 90-х гг. продолжилось расширение круга активов, участвующих в секьюритизации, к ним добавились экспортная выручка, права на добычу нефти и газа, поступления индустрии развлечений.

Секьюритизация в Европе

После того как рынок ценных бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации, набрал обороты в США, началось его развитие в Европе. Согласно периодизации Х. П. Бэра, здесь можно выделить следующие этапы (Бэр, 2007, с. 424):

- фаза эйфории (1987—1993 гг.), заключающаяся в основном в «присутствии у участников рынка ценных бумаг ожиданий взрывного роста»;
- фаза отрезвления и интенсивной подготовки (1993—1995 гг.), которая предсказуемо сменила фазу эйфории;
- фаза ускоренного роста (1995—2007 гг.).

К этим этапам также можно добавить по аналогии с США еще два:

- фаза финансового кризиса (2007—2009 гг.);
- фаза стагнации (2009 г. — настоящее время).

Европейским странам пришлось выступать в роли догоняющих США в развитии рынков ценных бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации, что не могло не сказаться на объемах европейских эмиссий (см. таблицу «Выпуск ценных бумаг в рамках секьюритизации в США и Европе»). При этом европейский рынок отличается от американского разнообразием активов и прямым участием государственного сектора (Секьюритизация..., 2007, с. 498).

Выпуская первые ценные бумаги в рамках секьюритизации, европейские кредитные организации преследовали разнообразные цели: «от арбитража до поиска новых источников финансирования, основанных на привлечении международных инвесторов» (Секьюритизация..., 2007, с. 490).

На первых этапах дополнительный фактор появления секьюритизации в Европе заключался в том, что этот механизм использовался банками для оптимизации управления их собственными средствами в свете ужесточения конкуренции и нормативных ограничений. В частности, секьюритизация позволила банкам, уровень собственных средств которых был относительно невелик, соблюсти (путем передачи их кредитных рисков компаниям, имеющим инвестиционный рейтинг) нормативные требования, введенные Базельским комитетом в 1988 г.

Таблица 1

Выпуск ценных бумаг в рамках секьюритизации в США и Европе, млрд евро

Год	Европа	США
2000	78,2	1 088,0
2001	152,6	2 308,4
2002	157,7	2 592,7
2003	217,3	2 914,5
2004	243,5	1 956,6
2005	327,0	2 650,6
2006	481,0	2 455,8
2007	453,7	2 147,1
2008	711,3	933,6
2009	414,1	1 358,9

Источники: Association for Financial Markets in Europe/Securities Industry and Financial Markets Association www.europeansecuritisation.com.

Такие европейские страны, как Франция, Италия, Испания, Португалия, Греция и Люксембург приняли ряд специальных законов о секьюритизации, нацеленных на внедрение и развитие секьюритизации как инструмента финансирования.

Другой фактор запоздалого появления секьюритизации в Европе — это широкое применение облигаций с покрытием как инструмента привлечения финансирования кредитными организациями. Важно отметить, что европейские долговые рынки представляют собой образования, значительно отличающиеся от того, что можно наблюдать в США. Эти различия равным образом проявляются в отношении операций секьюритизации. Чтобы правильно оценить европейский рынок секьюритизации, необходимо различать облигации с покрытием (Covered bonds) и операции по секьюритизации, реализуемые посредством ABS или подобных инструментов. Облигации с покрытием уже давно играют важную роль на европейских финансовых рынках. Так, в Германии, Испании, Франции и Дании широкое распространение получила практика рефинансирования путем эмиссии подобных облигаций в рамках секьюритизации. Немецкие, испанские, французские и датские рынки ипотечных облигаций вчетвером образуют более 70 % европейского рынка облигаций с покрытием. Соответственно этот тип ценных бумаг довольно скромно представлен в других европейских странах.

Таблица 2

Европейский рынок облигаций с покрытием

Европейский рынок облигаций с покрытием, 2009 г.		
	млн евро	удельный вес, %
Австрия	24 934	1,05
Великобритания	204 535	8,63
Венгрия	7116	0,30
Германия	719 460	30,37
Голландия	28 367	1,20
Греция	6500	0,27
Дания	326 765	13,79
Ирландия	80 676	3,41
Испания	352 780	14,89
Италия	23 063	0,97
Латвия	85	0,00
Люксембург	31 645	1,34

Окончание табл. 2

Европейский рынок облигаций с покрытием, 2009 г.		
	млн евро	удельный вес, %
Норвегия	52 291	2,21
Польша	717	0,03
Португалия	21 420	0,90
Словакия	3608	0,15
Украина	4	0,00
Финляндия	7625	0,32
Франция	289 234	12,21
Чехия	8186	0,35
Швейцария	46 283	1,95
Швеция	133 903	5,65
Всего	2 369 197	100

И с т о ч н и к: European Covered Bond Council/European Mortgage Federation.

Качественно новым этапом в развитии европейской секьюритизации стало появление облигаций, обеспеченных дифференцированным портфелем корпоративных кредитов (Collateralized Loan Obligation, CLO). Кроме того, широкое распространение в США и странах Западной Европы в последнее время получили операции по выпуску ценных бумаг, обеспеченных долговыми обязательствами (Collateralized Debt Obligation, CDO), в целях «переупаковки» задолженности (Debt Repacking). Данные операции реализуются для придания инвестиционных свойств ценным бумагам, которые являются недостаточно востребованными на рынке. Появление CDO открыло рынок долговых ценных бумаг корпораций для широкого круга потенциальных инвесторов. Данная схема также позволяет реструктуризировать поток платежей, генерируемых существующими долговыми обязательствами.

Таблица 3

Выпуск ценных бумаг в рамках секьюритизации в Европе по видам ценных бумаг в 2009 г., млрд евро

Выпуск ценных бумаг в рамках секьюритизации в Европе по видам ценных бумаг в 2009 г., млрд евро					
Страна	Ценные бумаги, обеспеченные активами (ABS)	Ценные бумаги, обеспеченные долговыми обязательствами (CDO)	Ценные бумаги, обеспеченные коммерческими ипотечными кредитами (CMBS)	Ценные бумаги, обеспеченные жилищными ипотечными кредитами (RMBS)	Итого
Бельгия	0,0	8,3	0,0	19,2	27,4
Франция	2,9	3,8		0,2	6,9
Германия	9,1	10,5	5,7	1,1	26,5
Греция	8,4	12,7	0,0	1,4	22,5
Ирландия	0,1	0,0	0,0	13,8	13,9
Италия	11,3	3,4		53,2	67,9
Нидерланды	1,6	1,3	0,0	40,9	43,8
Португалия	4,2	0,0	0,0	8,7	12,9
Испания	6,7	29,3		26,3	62,4
Великобритания	6,8	3,6	7,4	70,5	88,4
Транснациональные выпуски	1,3	34,2	2,3	3,8	41,6
Всего	52,4	107,1	15,5	239,0	414,0

И с т о ч н и к: Association for Financial Markets in Europe/Securities Industry and Financial Markets Association www.europeansecuritisation.com/.

Великобритания

Великобритания, которая является финансовым центром Европы, играет роль своеобразного локомотива европейской секьюритизации. Первые сделки были организованы именно в этой стране в 1987 г. Объем сделок по секьюритизации активов, совершаемых в Великобритании, традиционно является самым большим в Европе. В отличие от других стран Европы, здесь хорошо развит и доминирует рынок ценных бумаг, обеспеченных жилищными ипотечными кредитами (residential mortgage-backed securities, RMBS) (Секьюритизация..., 2007. с. 492).

Великобритания также лидирует на рынке облигаций, обеспеченных дифференцированным портфелем корпоративных кредитов (CLO). Эти ценные бумаги появились именно в этой стране. Первый выпуск CLO был проведен английским банком National Westminster Bank. Благодаря отказу от однородности секьюритизируемых активов у подобных сделок был ряд преимуществ. Во-первых, портфель составлялся, как правило, из 30—40 кредитов, что делало его структуру прозрачной и предсказуемой. Во-вторых, риск при корпоративном кредитовании можно было достаточно точно определить, что позволяло правильно идентифицировать риск выпускаемых облигаций. В основе секьюритизации корпоративных кредитов и потребительских ссуд лежали различные экономические цели, которые преследовали участники сделки. Если в первом случае основная задача состояла в рефинансировании активов, то во втором — сделка была направлена на повышение эффективности использования капитала банка.

Виды активов, которые могут быть использованы в Великобритании в целях секьюритизации, довольно разнообразны, они включают:

- ипотеку;
- кредиты всех типов;
- права аренды;
- задолженность по кредитным картам;
- платежи за использование интеллектуальной собственности;
- страховые премии;
- платежи за медицинские услуги;
- поступление от продажи билетов на транспорт;
- платежи за коммунальные услуги.

Франция

Секьюритизация появилась во Франции главным образом благодаря стремлению кредитных организаций адаптироваться к жестким требованиям Базельского комитета, касающихся допустимого уровня принимаемых кредитных рисков (De Boissieu, 2000, р. 20). Институт секьюритизации был введен Законом № 88—1201 от 23 декабря 1988 г., кодифицированным в настоящее время в статьях L214—5 и L214—43 — L214—49 Валютно-финансового кодекса Франции (Code monétaire et financier). Данные нормы были дополнены Декретом от 9 марта 1989 г., принятом в исполнение этого закона. Ряд последовательных реформ 1993, 1996, 1998 и 1999 гг. значительно расширил область применения рассматриваемого института во Франции. Например, в 1998 г. были выпущены первые французские ценные бумаги, обеспеченные поступлениями по договорам лизинга и аренды недвижимости, заключенным компанией Électricité de France.

Если говорить о видах секьюритизируемых активов, то в качестве объекта секьюритизации во Франции могут выступать практически любые права требования. Единственное условие — возможность их идентификации¹. Секьюритизация может осуществляться в отношении «проблемной» задолженности, а также по правам требования, возникшим из договоров, которые будут заключены в будущем². Но при этом, безусловно, существуют ограничения в отношении круга инвесторов, которые могут инвестировать в такие активы. Кроме того, в этой стране проводились сделки по секьюритизации бизнеса (whole business securitization).

Что касается облигаций с покрытием, то финансовые институты Франции в крайне редких случаях прибегали к эмиссии ипотечных облигаций для финансирования их деятельности по кредитованию и это несмотря на модернизацию данного типа инструментов в рамках закона от 25 июня 1999 г. о сбережениях и финансовой безопасности. Но последний финансовый кризис несколько поменял приоритеты, и на начало 2010 г. сумма ипотечных облигаций в обращении составила примерно 134,8 млрд евро, что все же является довольно скромным результатом на фоне рынка жилищных кредитов (745 млрд евро в начале 2010 г.) (Quarterly statistics...) и тем более национального рынка облигаций (около 2 624 млрд евро) (Locational and consolidated...).

Германия

Появление секьюритизации в этой стране несколько запоздало по сравнению с Англией и Францией вследствие изначально негативного отношения надзорных органов к этому механизму. В Германии, согласно данным Ассоциации немецких ипотечных банков (Asset Securitisation in Deutschland, 2008), общая сумма выпущенных закладных в конце 2009 г. была на уровне 719,46 млрд евро, что составляет около 18 % всех облигаций, эмитированных в этой стране. Эти закладные имели в качестве базового актива в основном долги муниципальных образований (около 486,4 млрд евро), оставшиеся 233 млрд евро имели в основном в качестве обеспечения ипотечные кредиты (Volume outstanding and issuance 2003—2009).

В дальнейшем Германия предпринимает ряд мер, направленных на стимулирование развития секьюритизации. Например, программа PROMISE/PROVIDE немецкого государственного банка Kreditanstalt für Wiederaufbau и была направлена на сокращение операционных издержек за счет стандартизации схем секьюритизации кредитов для малых и средних предприятий и ипотечных кредитов. Были разработаны единообразные требования к специрилицу³, к синтетическим сделкам, видам обеспечения, содержанию проспекта эмиссии, к процедуре урегулирования убытков.

В 2003 г. в целях активизации немецкой секьюритизации 13 немецких банков создали инициативную группу True Sale Initiative (TSI). Ее целью было улучшить правовое регулирование и порядок налогообложения секьюритизации, а также повысить качество сделок секьюритизации по схеме действительной продажи (True Sale). Теперь сделки, соответствующие требованиям

¹ Ст. 1129 французского Гражданского кодекса.

² Ст. R214—94 Валютно-финансового кодекса.

³ Специрилицо — лицо, создаваемое для обособления секьюритизируемых финансовых активов и (или) рисков, которые с ними связаны, и выпускающее ценные бумаги, исполнение обязательств по которым осуществляется за счет денежных поступлений по активам (правам требования).

качества в отношении их структурирования, подготовки проспекта эмиссии, могли получать сертификат этой группы.

В дальнейшем с целью адаптации немецкого законодательства к требованиям Базель II в 2006 г. в Германии была разработана директива о кредитоспособности (Solvabilitätsverordnung (SolvV)), которая вступила в силу в начале 2007 г. Она содержит некоторые нормы, касающиеся сделок секьюритизации и связанных с ними рисков в отношении собственного капитала кредитных организаций (Asset Securitisation...).

Испания

В Испании появление секьюритизации было связано в первую очередь со стремлением банков найти новые источники финансирования, увеличить показатели достаточности собственного капитала и повысить отдачу от него (улучшение структуры капитала, уменьшение кредитных рисков за счет передачи портфеля кредитов третьим лицам отошли на второй план): банки были обязаны создавать значительные резервы на потери по ссудам и страховать вклады (Cardone-Riportella, Samaniego-Medina, Trujillo-Ponce, 2009, p. 20).

Первую сделку по секьюритизации ипотечных активов провел банк Banco Santander. После пробных сделок ряд кредитных организаций использовал этот инструмент повторно: Caixa D'Estalvis I Pension de Barcelona, Caixa Catalunya, Banco Santander. К сделкам с CDO-структурами прибегали в основном банки среднего размера для объединения своих портфелей в размере, при котором привлечение финансирования таким способом становится выгодным.

Секьюритизация как способ привлечения нового финансирования особенно стала актуальной в Испании в начале кризиса в 2007 г. благодаря программе Центрального европейского банка, а также программе Фонда по приобретению финансовых активов Financial Assets Acquisition Fund (FAAF), созданного испанским правительством специально для повышения ликвидности банков, выдающих кредиты на приобретение жилья для физических лиц.

В 1999 г. Испания адаптировала свое законодательство к облигациям с покрытием таким образом, чтобы сделать этот тип инструментов более привлекательным для инвесторов, в особенности иностранных. Эти изменения произошли из-за возросшей конкуренции между европейскими биржами (которая была вызвана, в свою очередь, введением евро и интеграцией финансовых рынков). В дальнейшем был принят Финансовый Закон № 44/2002 от 22 ноября 2002 г., благодаря которому появились новые долговые ценные бумаги (так называемые территориальные облигации), выпускаемые кредитными организациями для рефинансирования прав требования к заемщикам государственного сектора.

Италия

Несмотря на то что нормативное регулирование секьюритизации появилось в Италии только в 1999 г., сделки по секьюритизации осуществлялись здесь с 1990 г. с использованием иностранных спецюрлиц. Однако неопределенность в отношении защиты прав инвесторов и противоречия в законодательстве замедлили развитие этого финансового инструмента по сравнению с США и вышеупомянутыми европейскими странами.

Итальянский закон о секьюритизации № 130 от 30.04.1999 обеспечил правовую основу для оборота облигаций с покрытием (*obbligazioni bancarie garantite*). Они регулируются статьей 7-bis, которой в 2005 г. был дополнен этот закон. Однако в сентябре 2008 г. первичный выпуск итальянских облигаций с покрытием был ограничен, на европейском рынке этих ценных бумаг наступила стадия стагнации. В июле 2009 г. Европейский Центральный Банк и 16 национальных центральных банков еврозоны запустили программу выкупа облигаций с покрытием с целью реанимировать первичный рынок и решить проблему привлечения средств для кредитных организаций. В рамках этой программы, которая завершилась в июне 2010 г., был осуществлен выкуп облигаций общей номинальной стоимостью 60 млрд евро.

Государственный и корпоративный долг доминируют в качестве базового актива по итальянским сделкам секьюритизации. Важную роль в развитии секьюритизации играет правительство, которое, например, инициировало секьюритизацию поступлений от лотерей, что стало своеобразным катализатором этого феномена в Италии. Кроме того, здесь даже организовывались сделки по секьюритизации «проблемных» активов (речь идет об ипотечных кредитах объемом 4,84 млрд евро).

При этом секьюритизация получает все более широкое применение в последнее десятилетие в Италии. Более 350 сделок были структурированы в этой стране в 1999—2009 гг.: 35 млрд евро составил объем эмиссии обеспеченных активами ценных бумаг в 2006, 34 млрд — в 2007 г. и 104 млрд — в 2008 г. В 2009 г. Италия вместе с Испанией, Великобританией и Германией находилась в числе лидеров по объему публичных размещений обеспеченных активами ценных бумаг. В 2008—2009 гг. Банк Италии согласовал создание более 90 новых спецюрлиц, в первую очередь в связи с реализацией программы Европейского Центрального Банка по повышению ликвидности для преодоления последствий финансового кризиса.

* * *

В заключение нашего обзора выделим основные определяющие факторы развития секьюритизации в западных странах:

- фактор внешней среды — государственное стимулирование;
- нормативные ограничения;
- поиск новых и более дешевых источников финансирования.

Опыт других стран свидетельствует о необходимости прямого либо косвенного стимулирования практики секьюритизации. Эти меры создают общую инвестиционную привлекательность ценных бумаг, выпускаемых в рамках секьюритизации, и выполняют роль катализатора на первоначальном этапе. Во всех странах исключительно важным был фактор государственного регулирования. Регулирующие органы использовали механизмы секьюритизации даже в качестве инструмента для преодоления последствий финансового кризиса. Основные рычаги государства — это создание соответствующего нормативного регулирования и перераспределение денежных потоков в сфере государственных финансов.

Практика внедрения секьюритизации западных стран может послужить основой для построения модели развития секьюритизации в России. Однако не стоит забывать о том, что существует временной лаг между появлением секьюритизации и развитого рынка ценных бумаг, выпущенных в рамках этого механизма.

Источники

Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация активов — инновационная техника финансирования банков / пер. с нем. М., 2007.

Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон и др. / пер. с англ. под общ. ред. О. М. Иванова. М., 2007.

Asset Securitisation in Deutschland. 2008. 3rd Edition with Glossary Deloitte & Touche GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Düsseldorf. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.securitization.net/pdf/Publications/AssetSecGermany_3rd_Edi.pdf.

Cardone-Riportella C., Samaniego-Medina R., Trujillo-Ponce A. What do we Know about Banks Securitisation? The Spanish Experience. Working Paper, Departamento de Economía de la Empresa, Business Economic Series, Universidad Carlos III de Madrid. June 2009.

De Boissieu. La titrisation: une mise en perspective // Revue d'économie financière. 2000. N 59. P. 20.

Demartini A. Fabrice Pansard Quelle est l'ampleur de l'activité de titrisation aux États-Unis et en Europe? // Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers. Juillet.2005. N 16. P. 29—39.

Kopff G. Auto Loan Securitization: A Case Study of the U. S. Auto Finance Industry. 1993.

Locational and consolidated international banking statistics. Bank for International Settlements. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

Quarterly statistics 1st Quarter 2010 Quarterly Review of European Mortgage Markets European Mortgage Federation. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.hypo.org>.

Volume outstanding and issuance 2003—2009. Overview of the German Pfandbrief market. Association of German Pfandbrief Banks. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.pfandbrief.org/cms/_internet.nsf/tindex/en_84.htm.