

Joanna Adamska-Mieruszewska

Uniwersytet Gdański

INNOWACYJNE MECHANIZMY REFINANSOWANIA W DRODZE SEKURYTYZACJI W ŚWIETLE ZMIAN 2008 R.

Wprowadzenie

Sekurytyzacja, rozumiana jako proces zamiany aktywów na papiery wartościowe, na rynkach finansowych istnieje od ponad czterdzieści lat. Pierwsza emisja zabezpieczona kredytami hipotecznymi została przeprowadzona przez Lewisa Ranieri, działającego w ramach banku inwestycyjnego Salomon Brothers w Stanach Zjednoczonych w latach 70. XX w. Od tego momentu sekurytyzacja przeszła burzliwą historię. Od bardzo dynamicznego rozwoju i innowacyjnych instrumentów sekurytyzacyjnych, po załamanie w konsekwencji kryzysu *subprime* i zamrożenie niemal zupełnie prywatnego sektora plasowania emisji. Od 2011 r. można zauważyć stopniowe ożywienie inwestorów i emitentów, nie bez powodu bowiem mechanizm sekurytyzacji jest uważany za jedną z najważniejszych innowacji finansowych XX w., której umiejętne wykorzystanie może stać się czynnikiem rozwoju rynków finansowych.

Celem artykułu jest charakterystyka zmian, które nastąpiły w wyniku kryzysu finansowego na rynku sekurytyzacji w latach 2007-2011 oraz wykazanie, że poprawnie zastosowane instrumenty sekurytyzacyjne mogą stanowić istotny czynnik rozwoju gospodarczego, w szczególności rynku finansowego i ubezpieczeniowego. W tym celu dokonano analizy dwóch rodzajów transakcji – WBS oraz ILS, jako przykładów innowacyjnego wykorzystania sekurytyzacji łączących interesy emitenta – redukcja ryzyka, oraz inwestora – dywersyfikacja portfela.

1. Mechanizm sekurytyzacji

De iure proces sekurytyzacji obejmuje każde finansowanie się przedsiębiorstwa emisją papierów wartościowych. Istota sekurytyzacji sprowadza się do wyodrębnienia z majątku spółki (inicjatora transakcji), prawnie samodzielnej, zdywersyfikowanej puli homogenicznych aktywów, a następnie ich sprzedaż na rynku kapitałowym w formie papierów wartościowych, najczęściej obligacji². Zabezpieczeniem (*Securities*) emisji papierów wartościowych są sekurytyzowane należności (*Asset-Backed*). Celem każdego mechanizmu sekurytyzacji jest pozyskanie finansowania w drodze zamiany nie płynnych aktywów, jakimi mogą być kredyty, czy przyszłe dochody, na gotówkę pozyskaną z emisji papierów wartościowych. W roli emitenta występuje zazwyczaj specjalnie do tego celu powołana spółka SPV (*specialpurposevehicle*), która refinansuje zakup aktywów środkami pochodzącymi z emisji papierów wartościowych, a w zamian za przejęcie ryzyka, otrzymuje od inicjatora premię³. Zaangażowanie spółki SPV pozwala na wyodrębnienie ryzyka z portfela inicjatora i scedowanie go na podmiot trzeci. Dzięki temu w sytuacji nieosiągnięcia celu zakładanego przez inicjatora (np. w wyniku niespłacenia kredytów) ryzyko ponosi wyłącznie spółka celowa.

1.1. Sekurytyzacyjne instrumenty finansowe

Najbardziej powszechne transakcje sekurytyzacyjne polegają na transferze należności z kredytów hipotecznych – **transakcje MBS** – *pass-through mortgage-backed securities*. W drugiej połowie lat 90. wprowadzono podział transakcji MBS na **RMBS** – *residential mortgage-backed securities* – oparte na kredytach hipotecznych dla osób fizycznych, oraz **CMBS** – *commercial mortgage-backed securities* – transferujące kredyty na nieruchomości komercyjne.

Stopień popularyzacji i korzyści płynące z sekurytyzacji stopniowo przyciągnęły inicjatorów z innych sektorów gospodarki, niezwiązanych z rynkiem kredytów hipotecznych. W 1985 r. dokonano pierwszych emisji papierów wartościowych zabezpieczonych innymi należnościami niż kredyty hipoteczne w drodze **transakcji ABS** – *Asset Backed Securitisation* (obligacje zabezpieczone innymi należnościami niż kredyty hipoteczne). Wśród najbardziej popularnych transferowanych aktywów znalazły się kredyty samochodowe, należności z kart kredytowych

² F.J. Fabozzi, V. Kothari: *Introduction to Securitization*. John Wiley & Sons, New Jersey 2008.

³ A. Małek: *Obligacja jako narzędzie sekurytyzacji ryzyka śmiertelności*. „Bank i Kredyt” maj 2008.

wych, kredyty konsumpcyjne, studenckie, sekurytyzacja *whole business* (WBS), czy pożyczki i kredyty dla sektora MSP. Obecnie przedmiotem sekurytyzacji może być w zasadzie wszystko, co ma wartość i przynosi dochody odsetkowe, począwszy od wielu rodzajów pożyczek i kredytów, przez ubezpieczenia majątkowe (zwłaszcza ryzyka katastrof naturalnych czy zamachy terrorystyczne) i życiowe oraz ekspektatywy⁴, takie jak oczekiwane wpływy z tantiem z płyt Dawida Bowie, ze sprzedaży biletów do muzeum Madame Tussaud czy sprzedaży szampana we Francji⁵.

Trzecią grupą instrumentów finansowych powstałych w wyniku sekurytyzacji są transakcje CDO – *Collateralised Debt Obligations*. Zgodnie z powszechną opinią transakcje CDO są jednym z najbardziej skomplikowanych i ryzykownych instrumentów finansowych. Często przyjmuje się, że stanowią one jeden z rodzajów transakcji ABS. Cechą charakterystyczną CDO jest pojawienie się w transakcji spółki SPV, która przyjmuje ryzyko i dokonuje emisji w co najmniej trzech transzach różniących się skalą ryzyka i wysokością oprocentowania – klasa senior, mezzanine oraz junior. Transakcje CDO w szczególności obejmują:

- **CLO** – *collateralised loan obligations* – oparte przede wszystkim na lewarowanych wykupach, transakcjach z funduszy private equity oraz M&A
- **CMO** – *collateralised mortgage obligation* – bazujące na kredytach hipotecznych⁶.

Wśród transakcji CDO można wyróżnić także jeden z bardziej innowacyjnych instrumentów – **RLS** – *Risk Linked Securitization*, polegające na sekurytyzacji przyszłych należności z ubezpieczeń, w szczególności powiązanych ze zdarzeniami, takimi jak: katastrofy naturalne, zamachy terrorystyczne, a także ryzyko śmiertelności⁷.

2. Rynek sekurytyzacji po kryzysie finansowym

Do 2008 r. rynek sekurytyzacji rozwijał się niezwykle dynamicznie, a instrument ten postrzegano nie tylko jako metodę transferu ryzyka, ale także zna-

⁴ Ekspektatywa to oczekiwanie prawne (*wierzytelność przyszła*) – sytuacja, w której niektóre wymogi prawne dotyczące powstania wierzytelności lub innego uprawnienia zostały częściowo spełnione.

⁵ J. Zombirt: *Czy stosować sekurytyzację?* „Rynek Terminowy” 2001, nr 14/4.

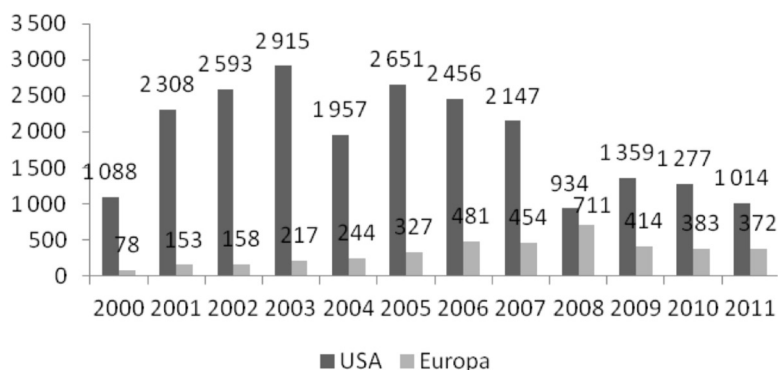
⁶ H.J. Bloomenstein, A. Keskinler, C. Lucas: *Outlook for the Securitization Market*. „OECD Journal: Financial Market Trends” 2011, Vol. 2011, Iss. 1, s. 275-276.

⁷ J.D. Cummins: *Securitization of Life Insurance Assets and Liabilities*. The Wharton School, Philadelphia 2004.

czące źródło finansowania. Wielkość rynku rosła dynamicznie – w 2006 i 2007 r. w Stanach Zjednoczonych sięgnęła 2,5 bln euro, w Europie ponad 480 mld euro (rys. 1). Do końca 2006 r. wszystkie wyemitowane papiery znajdowały inwestorów na prywatnym rynku kapitałowym.

2.1. Wartość transakcji sekurytyzacyjnych

Kryzys, który rozpoczął się w 2007 r. zmienił zarówno strukturę, jak i znaczenie sekurytyzacji na rynkach finansowych, przy czym widać wyraźne zróżnicowanie sytuacji w Europie i w Stanach Zjednoczonych. W Europie wartość transakcji sekurytyzacyjnych zmniejszyła się gwałtownie w roku 2009, natomiast rok 2008 charakteryzował się dynamicznym skokiem do poziomu przekraczającego 600 mld euro. Przeciwnie w Stanach Zjednoczonych wartość emisji gwałtownie zmniejszyła się w roku 2008, natomiast w latach 2009 i 2010 można było zauważyć niewielką poprawę i stabilizację sytuacji.



Rys. 1. Wartość transakcji sekurytyzacyjnych w Europie i w Stanach Zjednoczonych w latach 2000-2011, w mld EUR

Źródło: AFME (Association for Financial Market in Europe) Securitization Report, 2012.

Dane pokazują, że sekurytyzacja przed kryzysem nie była wykorzystywana wyłącznie lub głównie do transferowania zagrożonych kredytów. W Stanach Zjednoczonych sekurytyzacja kredytów subprime w latach 2006-2007 stanowiła zaledwie 10% wszystkich transakcji sekurytyzacyjnych MBS. Zdecydowana większość zabezpieczona była kredytami RMBS niezagrożonymi oraz CMBS. W Europie sekurytyzacja była wykorzystywana jako instrument finansujący działalność banków (nie tylko upłynniający dodatkowe aktywa), zwykle zabezpieczo-

ny wiarygodnymi aktywami, w tym w szczególności niezagrożonymi kredytami. Od połowy 2007 do 2010 r. wskaźnik niewypłacalności europejskich transakcji strukturyzowanych wyniósł tylko 0,95% (dla wszystkich transakcji sekurytyzacyjnych – w tym 2,74% CMBS i tylko 0,07% RMBS). Dla porównania w Stanach Zjednoczonych w tym samym okresie wskaźnik niewypłacalności wyniósł 7,71%, a ogólnoswiatowy wskaźnik niewypłacalności obligacji korporacyjnych wynosił wówczas 6,34%⁸.

Od 2008 r. rynek sekurytyzacji znacznie się skurczył, a transakcje są realizowane głównie dzięki wsparciu instytucji publicznych (banków centralnych, agencji rządowych), które w ten sposób podtrzymują rynek kredytów hipotecznych i pośrednio zapewniają źródło finansowania. W Europie szczególną rolę na rynku sekurytyzacji od początku kryzysu odgrywa Europejski Bank Centralny, który od 2007 r. wykupuje część papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami w drodze transakcji repo. W 2008 r. ponad 87%, a w 2009 r. prawie 95% wszystkich papierów wartościowych z sekurytyzacji zostało zatrzymanych, z czego większość w Europejskim Banku Centralnym, część w bilansie emitenta. Od 2010 r. można zauważyć nieznaczłą poprawę sytuacji i wzrost udziału transakcji, które zostają uplasowane na rynku – do prawie 23% wszystkich transakcji w 2010, w 2011 do 24%, a do końca drugiego kwartału 2012 do 31%⁹. Zmiany te wynikają zarówno z pojawienia się nowych instrumentów sekurytyzacyjnych (przede wszystkim sekurytyzacji whole-business – WBS, oraz SME dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw), ale także z wprowadzenia bardziej restrykcyjnych procedur przez EBC, zgodnie z którymi do transakcji repo mogą być wykorzystywane papiery wartościowe o ratingu A – lub powyżej¹⁰.

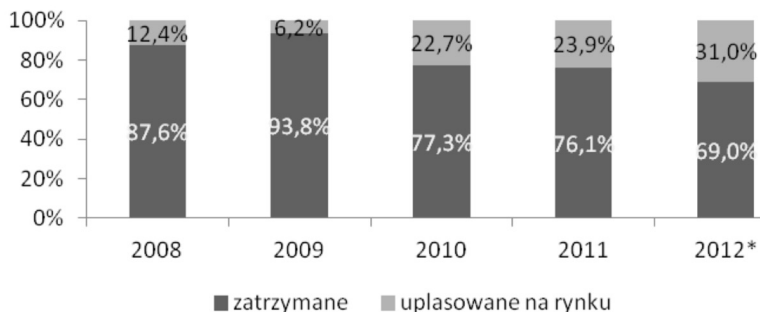
W Stanach Zjednoczonych rolę utrzymywania rynku kredytów hipotecznych przejęły na siebie agencje rządowe – Freddie Mac, FannieMae and GinnieMae, które od 2008 r. emitują ponad 80% papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi. Wartość emisji uplasowanych na rynku prywatnym spadła z 2,2 bln USD w 2006 r. do 129 mld w 2010¹¹. Większość z tych, które wciąż znajdują inwestorów, to transakcje typu ABS zabezpieczone przede wszystkim kredytami samochodowymi i pożyczkami studenckimi.

⁸ Standard&Poor's, za: H.J. Bloomenstein, A. Keskinler, C. Lucas: *Outlook for the Securitization Market*. „OECD Journal: Financial Market Trends” 2011, Vol. 2011, Iss. 1, s. 261.

⁹ *Europe Securitisation Issuance*. AFME (Association for Financial Market in Europe) oraz SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association).

¹⁰ European Central Bank (ECB): *Recent Developments in Securitisation*. Eurosystem Report, February 2011, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recentdevelopmentinsecuritisation201102en.pdf>.

¹¹ SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association).



* Do końca drugiego kwartału 2012 r.

Rys. 2. Emisja papierów wartościowych w drodze sekurytyzacji według udziału uplasowanego na rynku i zatrzymanego

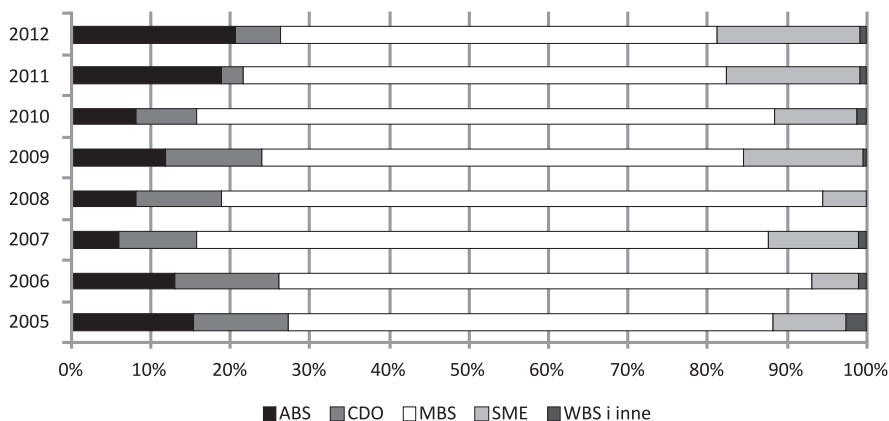
Źródło: *Europe Securitisation Issuance*. AFME (Association for Financial Market in Europe) oraz SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association).

2.2. Znaczenie poszczególnych instrumentów sekurytyzacji przed i po 2008 r.

Zdecydowana większość transakcji sekurytyzacyjnych w Europie i Stanach Zjednoczonych to transakcje MBS. Ich dominacja trwa nieprzerwanie od 2000 r. Wśród sekurytyzacji MBS najbardziej wyróżniają się transakcje RMBS, których udział sięgał od 53% w 2009 do 76% wartości wszystkich emisji w 2008.

CMBS w Europie tradycyjnie stanowią marginalny odsetek dokonanych transakcji. Na relatywnie stabilnym poziomie utrzymują się transakcje ABS, zabezpieczone przede wszystkim kredytami samochodowymi, konsumpcyjnymi i należnościami z kart kredytowych¹². W 2011 r. przewyższyły wartość transakcji ABS sprzed kryzysu, dane do końca trzeciego kwartału 2012 r. pokazują, że sytuacja taka utrzyma się również w tym roku. Maleje natomiast znacznie udział transakcji CDO, które w 2011 i 2012 r. stanowiły margines wszystkich transakcji.

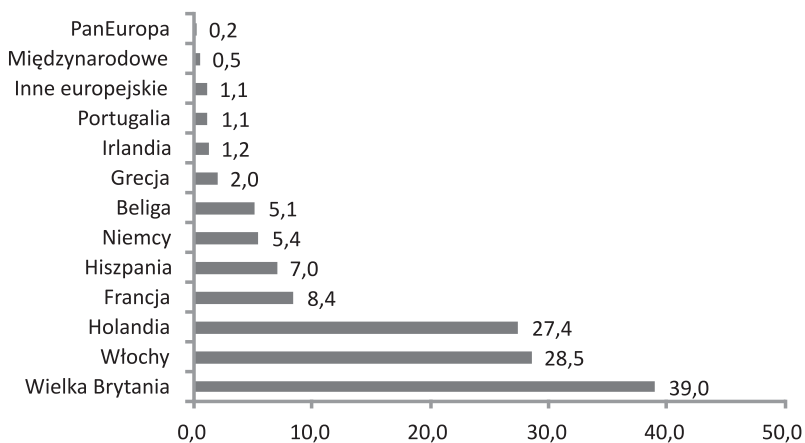
¹² *Recent Development in Securitization*. European Central Bank, Eurosystem, Frankfurt am Main 2011, s. 8-10.



* Do końca drugiego kwartału 2012 r.

Rys. 3. Udział poszczególnych instrumentów sekuryzacyjnych w Europie w latach 2005-2012

Źródło: Ibid.



Rys. 4. Wartości transakcji sekuryzacji w wybranych krajach w Europie w roku 2012 (do końca II kwartału)

Źródło: Ibid.

Do końca trzeciego kwartału 2012 r. transakcje o największej wartości w Europie przeprowadzono w Wielkiej Brytanii (26% wartości transakcji sekuryzacyjnych ogółem), na drugim miejscu znalazły się Włochy (24%), a kolejno Holandia (23%), Belgia (8%) i Hiszpania (5%).

3. Innowacje w sekurytyzacji

3.1. Sekurytyzacja WBS

Załamanie na rynku sekurytyzacji zamroziło rozwój instrumentów opierających się na transferze ryzyka, nie oznaczało to jednak całkowitego zaprzestania transakcji, tym bardziej prac koncepcyjnych nad udoskonaleniem instrumentów analizowanych w kategoriach innowacyjnych. W związku z tym, że sekurytyzacja jest instrumentem, który może mieć wiele zastosowań i może znaleźć zastosowanie zarówno w sektorze bankowym, finansowym nie-bankowym, a nawet ubezpieczeniowym, daje ona duże możliwości rozwoju.

Jedną z najnowszych koncepcji wykorzystującą emisję zabezpieczonych papierów wartościowych jest **sekurytyzacja whole business – WBS**. WBS to transakcja, która po raz pierwszy pojawiła się w Wielkiej Brytanii w połowie lat 90. i dotyczyła transferów przepływów finansowych domów opieki. Klasyczna transakcja WBS angażuje spółkę SPV, u której bank – inicjator transakcji, formalnie zaciąga pożyczkę, następnie udzielaną przedsiębiorstwu. Kredyt taki jest zabezpieczony całym majątkiem spółki, w tym w szczególności przyszłymi przepływami środków pieniężnych. Spółka SPV środki na kredyt pozyskuje z emisji papierów wartościowych¹³.

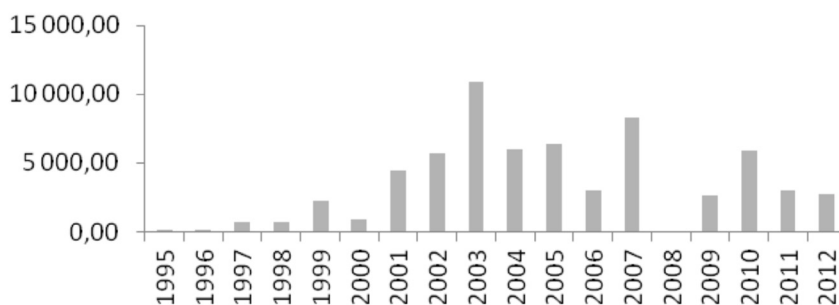
Od klasycznej transakcji ABS oraz od kredytu zabezpieczonego, transakcje WBS różnią się dwoma, podstawowymi względami – przede wszystkim w przeciwieństwie do ABS nie są oparte na konkretnym aktywie, a na cash-flow generowanym przez przedsiębiorstwo, a także wszystkich zasobach, w tym również wartości intelektualnej, doświadczeniu czy inwestycjach spółki. Po drugie taka struktura w niektórych systemach prawa upadłościowego (m.in. w Wielkiej Brytanii), w sytuacji wszczęcia przez spółkę postępowania upadłościowego, kredytodawca wchodzi do spółki i może nią zarządzać na swoją korzyść bez wyroku sądu, celem zaspokojenia istniejącego zobowiązania. Dzięki temu zabezpieczenia posiadają przede wszystkim inwestorzy, którzy zdecydowali się zakupić obligacje WBS¹⁴.

Od 1995 r., kiedy pojawiły się pierwsze transakcje WBS w Europie, ich wartość rekordowy poziom osiągnęła w 2003 r. – ponad 10,5 mld USD. W 2010 r. wartość transakcji zbliżyła się do 6 mld USD, w 2011 zmalała o prawie 50% i na

¹³ C.A. Hill: *Whole Business Securitization in Emerging Markets*. „DUKE Journal of Comparative & International Law” 2002, Vol. 12:521.

¹⁴ Y. Murakami: *Innovative Securitization after the Crisis? Whole Business Securitization in the U.S. and Japan*. Harvard Law School, www.law.harvard.edu (30.10.2012).

podobnym poziomie utrzyma się prawdopodobnie na koniec 2012 r. Szczególnie dynamicznie rozwija się w Wielkiej Brytanii, gdzie w 2010 r. transakcje WBS stanowiły 48% wszystkich transakcji ABS (razem klasyczne ABS z WBS).



Rys. 5. Wartość transakcji whole business securitization w Europie od 1995 do końca 2 kwartału 2012

Źródło: Ibid.

Transakcje WBS pozwalają na spieniężenie przyszłych przepływów finansowych, a dla banku oznaczają minimalizację ryzyka, dzięki czemu stają się alternatywnym źródłem finansowania dla przedsiębiorstw.

3.2. Sekurytyzacja ILS

Sekurytyzacja, chociaż najczęściej kojarzona z rynkiem kapitałowym i z instytucjami finansowymi, w szczególności bankami, swoje miejsce znalazła również na rynku ubezpieczeniowym. Od połowy lat 90. rozwija się koncepcja *RLS/ILS – risk/insurance linked securities*, czyli powiązanie sekurytyzacji z rynkiem ubezpieczeń. Transakcje ILS, które uzależniają osiągnięte zyski od czynników niefinansowych, takich jak trendy demograficzne czy zdarzenia losowe, stają się alternatywą dla inwestycji na rynku kapitałowym i pozwalają na dywersyfikację portfela.

Sekurytyzacja ubezpieczeń dzieli się na dwie grupy:

1. Sekurytyzację ubezpieczeń majątkowych (*property and casualty – P&C*), w szczególności sekurytyzacja ryzyka katastroficznego (*CAT bonds*),
2. Sekurytyzację ubezpieczeń życiowych.

Transfer ryzyka w drodze sekurytyzacji przez zakład ubezpieczeniowy jest formą warunkowego dostępu do kapitału. Gwarancją jego uzyskania przez inwestorów jest utrata zobowiązań przez inicjatora – jeśli nie wystąpi katastrofa,

zakład ubezpieczeniowy utraci zobowiązanie wypłaty odszkodowań i papiery wartościowe przyniosą ustaloną premię ponad LIBOR, w odwrotnej sytuacji – zobowiązania staną się wymagalne i inwestorzy utracą część środków bądź zmniejszeniu ulegnie premia.

Sekurytyzacja ubezpieczeń majątkowych dotyczy głównie zobowiązań, które mogą powstać w wyniku zdarzeń katastroficznych, takich jak katastrofy naturalne, zamachy terrorystyczne czy epidemie. Wśród najczęstszych sekurytyzowanych ubezpieczeń należą huragany i trzęsienia ziemi. Od 1997 r. wartość rynku CAT bonds wzrosła z poziomu 1 mld dolarów do ponad 7 mld w 2007. Wartość rynku zmalała do 2,7 mld w 2008 w konsekwencji kryzysu finansowego, ale w 2010 wzrosła ponownie do 4,8 mld. W 2007 r. dokonano łącznie 27 transakcji, 13 w 2008 i 22 w 2010¹⁵.

Druga grupa ILS, czyli sekurytyzacja ubezpieczeń na życie, dzieli się na transfer ubezpieczeń od nieszczęśliwych wypadków, zabezpieczających zakład ubezpieczeniowych przed śmiertelnością wywołaną zdarzeniem zewnętrznym o silnym natężeniu (konstrukcja zbliżona do CAT bonds), oraz ubezpieczeń na dożycie, które poziom zysku dla inwestorów uzależniają od długości życia kohorty. Oba rodzaje rozwijają się równolegle na rynku ubezpieczeń, chociaż druga grupa, oparta na koncepcji *longevity risk* jest zdecydowanie bardziej skomplikowana i budzi większe kontrowersje, przede wszystkim wśród potencjalnych inwestorów¹⁶.

Podsumowanie

Sekurytyzacja jest jednym z ważniejszych narzędzi rynku finansowego. Prawidłowo regulowana i nadzorowana może spełniać ważną rolę w redystrybucji ryzyka i uzupełnieniu systemu finansowego. Szczególną rolę może odgrywać dla podmiotów, które mają utrudniony dostęp do kapitału – takich jak małe i średnie przedsiębiorstwa czy gospodarstwa domowe.

Dla odbudowy rynku sekurytyzacji po kryzysie jest przede wszystkim konieczna implementacja przepisów prawnych, które jednoznacznie określą zasady realizacji i oceny transakcji, a w efekcie doprowadzą do odbudowania zaufania wśród inwestorów. Wśród już wprowadzonych zmian regulacyjnych można

¹⁵ J.D. Cummins: *Cat Bonds and Other Risk-Linked Securities: Product Design and Evolution of the Market*. SSRN, January 3, 2012, <http://ssrn.com/abstract=1997467>.

¹⁶ *The Fundamentals of Insurance-Linked Securities. Transforming Insurance Risk into Transparent and Tradable Capital Market Products*. Swiss Re.

wskazać na wprowadzenie obowiązku zatrzymania 5% sekurytyzowanych aktywów w bilansie inicjatora transakcji. Konieczne jest także wprowadzenie zmian dotyczących zasad działania agencji ratingowych, w szczególności w zakresie transparentności, i wewnętrznego nadzoru nad procesami oceny transakcji¹⁷.

Wśród potencjalnych zagrożeń dla rozwoju rynku sekurytyzacji można wskazać zacieśniania kryteriów, na podstawie których akceptowane są instrumenty do transakcji repo, czy propozycje zapisów Bazylei III, zgodnie z którymi transakcje ABS zostaną wyłączone spośród transakcji spełniających wymogi wskaźnika LCR (*Liquidity Coverage Ratio*).

Sekurytyzacja może funkcjonować na zasadzie pomostu pomiędzy podmiotami, które potrzebują kapitału, a inwestorami szukającymi sposobów na dywersyfikację ryzyka. Może także być narzędziem wspierającym rozwój rynku ubezpieczeń i rynku kredytowego poprzez koncentrowanie ryzyka poza bilansem banków i instytucji ubezpieczeniowych. Poprawnie stosowana i oceniana sekurytyzacja może być znaczącym czynnikiem wzrostu gospodarczego.

SECURITIZATION AS AN INNOVATIVE FINANCIAL TECHNIQUE AGAINST THE BACKGROUND OF CHANGES IN 2008

Summary

By 2008, the securitization was one of the most dynamically developing financial market instrument. The crisis collapsed the market for several years by freezing all the transactions transferring risk. Since 2008, the vast majority of securities have been retained in the balance sheet of the originator, transmitted to the central bank or issued by the government's agency (mainly in US). Nowadays securitization is slowly retuning on the financial markets, not only in its traditional forms – mortgage based securities, but also as a innovative instrument enabling whole business or mortality risk transfer. Careful use of securitizations and changes especially in regulation concerning issuers and rating agency may make from securitization important factor of economic growth. The aim of this article is to analyse the situation in the securitisation market after 2008, in particular in the context of possibilities to implement innovative solutions.

¹⁷ H.J. Bloomenstein, A. Keskinler, C. Lucas: *Outlook for the Securitization Market*. „OECD Journal: Financial Market Trends” 2011, Vol. 2011, Iss. 1.