В 2017 году исполнилось десять лет с начала ипотечного кризиса в США. Именно секьюритизацию признали одной из виновниц тех печальных событий. Редколлегия «Энциклопедии российской секьюритизации» встретилась с несколькими участниками этого рынка и расспросила их о том, какие истории, события, связанные с кризисом, запомнились им больше всего, какими были самые главные уроки ипотечного кризиса для рынка секьюритизации и что можно считать его главными достижениями за последнее десятилетие.

Рынок и история его становления в рассказах участников

ИПОТЕЧНЫЙ КРИЗИС: 10 ЛЕТ СПУСТЯ

«В начале 2000–х мы создавали совершенно новую реальность»

Александр КАЗАКОВ,
руководитель группы по структурированию, Евразийский банк развития

«В тот период мы формировали национальный рынок ипотечного кредитования…»

— В 2000 году я поступил на магистерскую программу по международному коммерческому праву (LL.M in international business law) на юридический факультет Ляйденского университета (Нидерланды). Магистерский тезис решил писать по совершенно неизвестной тогда в России теме — секьюритизация активов. По возвращении в Россию я принял предложение АИЖК и возглавил юридический департамент агентства. В тот период мы формировали национальный рынок ипотечного кредитования: писали Стандарты АИЖК, выпускали первые закладные, работали над законопроектом «Об ипотечных ценных бумагах», создавали инфраструктуру рефинансирования ипотечных кредитов в стране. Интереснейшее было время.

«Тихой гавани у нас построить не получилось…»

— В сентябре 2008 года в составе делегации Ассоциации строителей России мы посетили с двухнедельным визитом США, где провели большое количество встреч с людьми, имеющими какое-либо отношение к ипотеке. Это были и руководители Mortgage Bankers Association (MBA), и представители Министерства жилья и городского развития США (Department for Housing and Urban Development), ассоциации девелоперов, сенаторы, городские администрации Нью-Йорка и округа Колумбия, ипотечные и инвестиционные банкиры.

Функционеры MBA утверждали, что кризис имеет локальную природу, так как затрагивает примерно 15% рынка нестандартных ипотечных кредитов (subprime), который в свою очередь составляет не более 15% от общего рынка ипотеки. Однако не все были так оптимистичны. Тогда мне особенно запомнилась встреча с Марси Каптур (Marcy Kaptur), представительницей штата Огайо в Конгрессе. Она буквально обвиняла «международных капиталистов» с Уолл-стрит в обмане традиционных национальных ипотечных банков: инвестбанкиры фактически заставляли локальные банки выдавать нестандартные ипотечные кредиты, обещая быстрое рефинансирование. Но в итоге

нарушили свои обязательства. Фактически речь уже шла не об отраслевых проблемах ипотеки, а о всем рынке секьюритизации, который перестал функционировать.

Коллеги из Lehman Brothers во время встреч осенью 2008-го выглядели довольно бодро, однако было очевидно, что они крайне озабочены внутренними проблемами, и ни о каком выходе на рынок секьюритизации российских активов речи в кратко- и среднесрочной перспективе быть не может. Так стали вырисовываться возможные глобальные последствия отраслевого кризиса в американской ипотеке.

По результатам визита мы прогнозировали снижение цен на недвижимость в России и повторение ипотечного кризиса, чем вызвали существенные нарекания со стороны ряда министерств и ведомств, которые в то время формировали образ России как тихой гавани. Тихой гавани у нас построить не получилось.

«Стандартные модели не всегда работают…»

— Ипотечный и развившийся из него глобальный финансовый кризис — это история о том, что стандартные модели не всегда работают. Образно говоря, что бы ни утверждало рейтинговое агентство — всегда есть риск ошибки, риск ложных исходных посылок. Те инвесторы, которые самостоятельно анализировали секьюритизируемые пулы и не играли в «казино» кредитных деривативов, в целом меньше пострадали от кризиса. Попытка подогнать жизнь под модели, пусть даже сложные и на первый взгляд хорошо продуманные – это страусиная политика.

«Секьюритизация родилась в руках коммерсантов и прогрессивно мыслящих государственных служащих…»

— Занятно, что в начале 2000-х юрфаки МГУ и МГИМО в частном порядке отказали мне в соискании степени кандидата юридических наук по теме секьюритизации, сказав, что это совершенно не правовая тема, и рекомендовав обратиться к коллегам с экономических факультетов. Это свидетельство того, что в начале 2000-х мы создавали совершенно новую реальность. Секьюритизация родилась в руках коммерсантов и прогрессивно мыслящих государственных служащих, преодолела «родовые муки» российского догматизма (в том числе и правового), пережила кризис. Секьюритизация в итоге позволила десяткам тысяч семей, включая и мою собственную, получить крышу над головой. Это и есть достижение последних десяти-пятнадцати лет, и им нужно гордиться.

«Вспомним тех, кто был в начале процесса…»

— Мне сложно назвать одно имя, которое можно считать символом рынка секьюритизации в России. Лучше вспомним тех, кто был в начале процесса. Это и генеральный директор АИЖК Александр Семеняка, его первый заместитель, а позднее член правления Газпромбанка – Валерий Серегин. Нельзя не вспомнить Владимира Пономарева, Надежду Косареву, Анатолия Аксакова, Андрея Сучкова и многих других. Я специально не называл своих коллег – юристов, которые были незримым мотором процесса становления ипотеки и секьюритизации, чьими руками писались законы и стандарты, проводились выпуски. Чтобы никого не обидеть, вспомню лишь безвременно ушедшего от нас Евгения Чепенко, который был моим заместителем в АИЖК.

«Создание АИЖК, закон "Об ипотечных ценных бумагах" и кризис…»

— Судьбоносными событиями для мирового рынка секьюритизации, без сомнения, было создание Fannie Mae в 1938 году, появление секьюритизации в 1980-х и, конечно, финансовый кризис. В России зеркально – создание АИЖК, закон «Об ипотечных ценных бумагах» и кризис.

«Инфраструктурные облигации, ГЧП и концессии — серьезный вызов для всего рынка секьюритизации…»

— Последние несколько лет я занимаюсь проектным финансированием, ГЧП и концессиями. Считаю, что это следующая после жилищной ипотеки масштабная цель для секьюритизации. Инфраструктурные облигации, «инфраструктурная ипотека», методы стандартизации ГПЧ и концессий, иных проектных кредитов, их пулирования и выпусков, обеспеченных такими активами бумаг, – это серьезный интеллектуальный вызов для всего рынка секьюритизации.

«За прошедшее десятилетие секьюритизация стала рыночным механизмом»

Наталия КОЛЬЦОВА,
главный исполнительный директор, департамент структурного финансирования, МСП Банк

«Было большое желание сделать историю успеха…»

— В какой-то степени я сталкивалась в своей работе со сделками, похожими на секьюритизацию, еще не зная этого термина. Это было в «Газпроме» на сделках выпуска облигаций под залог контрактной выручки. Многие механизмы в принципе очень похожи на те, что используются в классической секьюритизации.

Помню, когда в 2000 году я проводила отпуск в США, мой супруг в книжном магазине среди многих других книг приобрел «Ипотечные ценные бумаги» Фабоцци. Я долго возмущалась, зачем нужно тащить такой тяжелый и не очень нужный на тот момент учебник. Так он и простоял на полке несколько лет, пока в 2002 году я не получила предложение перейти в АИЖК и заняться в том числе запуском рынка ИЦБ в России. Вот тогда я и вспомнила об этой книге. Пришлось стряхнуть с нее пыль и прочитать.

Но, чтобы сделать сделку секьюритизации, сначала нужно набрать портфель активов, а на балансе АИЖК в 2002 году было всего несколько (может с десяток) ипотечных кредитов. Но зато были стандарты, позволяющие формировать однородный пул, и было большое желание сделать из этого историю успеха. Потом была работа над первой версией закона «Об ипотечных ценных бумагах». И лишь в 2005 году мы начали подготовку к первой сделке. За два года работы выявилась необходимость не только поправить закон, чтобы практически реализовать все принципы секьюритизации, не свойственные обычным корпоративным облигациям, но и существенно перестроить внутреннюю операционную работу, начиная с выкупа и сопровождения закладных и заканчивая доработкой IT-систем. Многие оригинаторы на рынке, мне кажется, солидарны в одном — сделка по секьюритизации заставляет как взглянуть по-другому на качество и параметры актива, так и существенно повысить зрелость операционных процессов внутри компании.

«На первом слайде презентации гордо значилось, что АИЖК — это российское Fannie Mae…»

— В 2007 году ипотечный кризис в США еще не сильно проявлялся на российском рынке, связанном с ипотекой и ипотечны-

ми облигациями. Да и рынка как такового еще не было. Были несколько точечных сделок, и только две из них на российском рынке. Мы работали над подготовкой второй сделки ИЦБ АИЖК, которую разместили в первой половине 2008 года. Дальше строили достаточно амбициозные планы: начали третью сделку, готовили пул одновременно и для выпуска на российском рынке и трансграничную сделку. Но планам на 2008 год уже не суждено было сбыться в полной мере. Помню, как в июле того года я вела переговоры по валютному и процентному свопу в рамках трансграничной сделки, и главным претендентов был Lehman Brothers, сильно демпинговавший по цене. Довести сделку до конца мы так и не успели.

Сейчас довольно забавно вспоминать, как мы маркетировали наши первые сделки перед иностранными инвесторами и рейтинговыми агентствами. На первом слайде презентации гордо значилось, что АИЖК — это российское Fannie Mae. В 2008 году этот тезис надолго исчез из наших материалов.

«Чем прямее путь от базового актива до облигаций, тем правильнее можно оценить риски…»

— Наверное, самый главный урок кризиса для всех — нельзя опираться на аргумент о том, что что-то не может произойти только потому, что этого никогда не было в истории. Если говорить именно о секьюритизации, то можно выделить несколько аспектов. Во-первых, не надо ничего усложнять. Чем прямее путь от базового актива до облигаций, тем легче и правильнее можно оценить риски выпущенных облигаций при наличии достаточного объема раскрываемой информации. В 2009 году я принимала участие в конференции, организованной Федеральной корпорацией по страхованию вкладов США (FDIC, аналог АСВ), посвященной урокам кризиса на ипотечном рынке. Так там бурно обсуждались необходимость ограничений на сделки CDO и введение обязательного раскрытия информации на уровне каждого кредита в портфеле обеспечения. При этом на российском рынке в ипотечных сделках уже изначально были заложены «запрет» на CDO и обязательное ежемесячное раскрытие реестра ипотечного покрытия. Помню, как это в хорошем смысле сильно удивило моих американских коллег.

Во-вторых, должна быть достаточная мотивация участников сделки на качественное выполнение своих функций. Механизм «выдать, чтобы продать» подвергся серьезной критике. АИЖК также столкнулось с негативными последствиями данной модели при выкупе закладных и уже в своих программах по выкупу или гарантированию ипотечных облигаций требовало оставления первого риска на банке, выдавшем и сопровождавшем ипотечный кредит. Сейчас требование по удержанию первого риска включено как в российское (за исключением ипотеки, где до недавнего времени это было просто рыночной практикой, диктуемой АИЖК и рыночными инвесторами), так и европейское регулирование.

«Пройдя "тренировку" на ипотеке, механизм секьюритизации был распространен на другие виды активов…»

Основным достижением рынка за прошедшее десятилетие стало то, что секьюритизация в целом стала рыночным механизмом. Появился пул инвесторов, которые понимают данный инструмент и готовы в него вкладываться.

За это время также произошло достаточно событий, которые позволили протестировать существующие в таких сделках механизмы защиты инвесторов. Это и существенное ухудшение качества активов на фоне кризисов 2009 и 2014 годов, и отзыв лицензии или санация банков-оригинаторов, сопровождающих пулы кредитов. Все это позволило повысить уровень доверия к такого рода инструментам.

Пройдя «тренировку» на ипотеке, механизм секьюритизации был распространен на другие виды активов, и сейчас мы видим новые сделки и новые структуры со своими особенностями для автокредитов, кредитов МСП и других.

Секьюритизация легла в основу многих программ поддержки рынка со стороны институтов развития. Это и программы АИЖК по предоставлению поручительств и выкупу облигаций, и программа Внешэкономбанка по стимулированию строительства нового жилья через выкуп ИЦБ. Сейчас механизмы секьюритизации закладываются в стратегии по развитию МСП и финансирования инфраструктурных проектов.

«Не могу не вспомнить всех своих коллег из АИЖК…»

— Когда начинаешь говорить о конкретных людях, то понимаешь, что список может получиться слишком большой… Хочется отметить Андрея Сучкова («ВТБ Капитал»), который всегда был локомотивом этого рынка, Татьяну Медведеву (Банк России) — строгого критика всех наших законодательных инициатив, позволяющих им стать лучше, Павла Филимошина (Банк России), который мог переформули-

ровать наши многостраничные поправки в регулирование в три строчки без потери смысла, Анну Зайцеву (ДК «Регион»), без которой не обходилась ни одна инновация на этом рынке, а также Ольгу Гехт (Moody's), работа с которой была не всегда удобной, но всегда конструктивной и позволяющей учиться чему-то новому.

Не могу не вспомнить всех своих коллег из АИЖК: без их усилий, я уверена, результаты были бы гораздо скромнее.

«Самая памятная — первая сделка АИЖК по ипотечным облигациям...»

— Из всех сделок с моим участием для меня, конечно, самая памятная — первая сделка АИЖК по ипотечным облигациям. Ее, если так можно выразиться, я делала своими руками, конечно с помощью моих коллег. Было интересно вписать ее в действующее, довольно не гибкое регулирование, найти нестандартные решения, чтобы сделать выпуск возможным.

«Ни один инвестор не потерял деньги на российских ИЦБ, даже во время кризиса»

Дмитрий ДОРОФЕЕВ,
старший менеджер, управление секьюритизации, «ВТБ Капитал»

«Деск представлял собой своего рода храм, вокруг которого ходили на цыпочках...»

— Секьюритизация для меня началась в инвестиционном банке Salomon Smith Barney (ныне он является частью Citigroup) на деске торговли collateralized mortgage obligations (CMO) в 2002 году.

Деск представлял собой своего рода храм, вокруг которого ходили на цыпочках, ведь он был населен характерами поколения, следующего за описанным в знаменитом «Liar's Pocker» Майкла Льюиса. Попасть на деск для молодого associate со свежеиспеченным дипломом MBA было не так сложно — всего-то продать душу дьяволу. Однако такой путь меня не устраивал по религиозным соображениям, так что пришлось долго и нудно ошиваться на деске с утра до вечера, предлагать принести кофе с самой что ни на есть гнусной американской улыбкой и делать вид, что я еще не все забыл из уроков моей ленинградской матшколы. Но самым главным

(как и всегда в жизни) было наладить контакт с потенциальным шефом, турком по национальности.

Каким-то образом мне это удалось и… через 5 месяцев ротации я сидел в заветном кресле! Среди преимуществ нового сотрудника деска особо выделялось право появляться на деске самым первым… в 5.15 утра!!! Не воспользоваться этим почетным правом было нельзя, так как глава деска появлялся в 5.30, и к этому моменту вся торговая позиция уже должна была быть проверена. Она составляла от $1.5 млрд до $2.5 млрд, рисковые характеристики рассчитывались за ночь (эх, дремучие 2000-е!). Если в показателях что-то казалось подозрительным, мне была предоставлена возможность разобраться в проблеме: «Dmitry, what the f***ck is going on here!!! — Aeee… David… Let me check something…».

Так начиналась моя карьера на рынке ИЦБ… Затем была работа над сделками секьюритизации автокредитов для банка «Союз» и ипотечная сделка для Городского ипотечного банка в 2004–2005 годах.

«В августе 2007-го грянул гром! Рынок MBS практически перестал существовать»

— Кризис накрыл меня в Москве, я как раз переехал из Нью-Йорка, чтобы начать… да-да, ипотечный кондуит — RuMAC! Идея состояла в том, чтобы выкупать у агентов тогдашнего АИЖК ипотечные кредиты, создавая большие пулы и фондируя их на балансе компании, а затем секьюритизировать, продавая ипотечные ценные бумаги. В условиях свободно доступного банковского финансирования 2005–2006 годов такая бизнес-модель казалась беспроигрышной, особенно на фоне только что выпущенных сделок секьюритизации ипотеки Городского ипотечного банка и ВТБ.

После почти года работы мы имели предварительное согласие венчурных инвесторов профондировать капитал компании на сумму около $20 млн и предварительное согласие большого лондонского инвестбанка предоставить нам обеспеченную закладными револьверную кредитную линию на сумму около $180 млн. Но, как это часто бывает в нашей истории, в августе 2007-го грянул гром! Рынок MBS практически перестал существовать, а вместе с ним испарились и наши надежды поднять фондирование. Оставался еще год до Lehman-moment (кто-то еще помнит это имя???).

«Свободно доступная ликвидность и низкое качество андеррайтинга – токсичная комбинация для рынка…»

— Сочетание свободно доступной ликвидности и низкого качества андеррайтинга является токсичной комбинацией для рынка. Ничто не может заменить собственный серьезный анализ со стороны инвесторов. Рейтинг — это не панацея!

Но важно то, что российский рынок оправился после кризиса, стал достаточно зрелым. Ни один инвестор не потерял деньги, инвестируя в российские ИЦБ, даже во время кризиса! Разве это не достижение?

«Джона Гутфренда можно смело считать крестным отцом ипотечных облигаций…»

— Джон Гутфренд, CEO Salomon Brothers, — несомненно легенда рынка! Под его руководством зародился рынок ипотечных ценных бумаг в США, каким мы его знаем. Несмотря на скандал с казначейскими облигациями США, можно смело считать его крестным отцом ипотечных облигаций.

«Иностранные инвесторы удивлялись, что в России есть банки, которые кредитуют заемщиков, и люди, которые платят по этим кредитам…»

— Для меня историческими являются сделка секьюритизации автокредитов для банка «Союз» и ипотечная сделка для Городского ипотечного банка в 2004–2005 годах. Первые всегда самые главные!

Пожалуй, самым интересным в процессе подготовки обеих сделок был процесс продажи иностранным инвесторам – инвестфондам в Нью-Йорке и Лондоне. Те из них, кто специализировался на структурных продуктах, были искренне удивлены, что в России (эээ… покажите-ка еще раз, где это на карте?) существуют автомобили и дома, но ведь мало того — есть банки, которые кредитуют заемщиков под залог, и люди, которые довольно исправно платят по этим кредитам! В общем, после 30–40 минут географического и этнографического экскурса люди начинали вникать в детали предлагаемого выпуска облигаций.

К другой группе относились так называемые emerging markets инвесторы. Некоторые из них сами бывали в Москве, а наиболее продвинутые даже могли отличить Бабеля от Бебеля! Для них главной проблемой было понять, почему предлагаемые нами облигации не имели определенного срока погашения (амортизация происходит по мере погашения кредитов в пуле). Однако и среди них были те, кто поверил в наши обещания, что деньги вернутся, когда-нибудь…

Итог той истории весьма оптимистичен — оба выпуска успешно выдержали Армагеддон 2007–2009 годов и порадовали своих инвесторов. Ни один из тех, кто додержал бумаги до погашения, не потерял ни цента!

«Ипотечная секьюритизация превратилась из игрушки в значимый финансовый инструмент»

Олег ИВАНОВ,
вице-президент, Внешэкономбанк

«Мне пришлось погрузиться в тему секьюритизации с 1998 года…»

— С 1998 года при Госдуме начала работать группа по подготовке закона об ипотечных ценных бумагах. С того момента мне и пришлось погрузиться в тему секьюритизации. Работа шла по двум направлениям: германской модели выпуска пфандбрифов и американской внебалансовой секьюритизации. В итоге в 2003 году они обе получили закрепление в законе. Примечательна судьба участников той рабочей группы: одни — в розничном банкинге (ипотека) или корпоративном (структурирование), другие — в органах регулирования и Банке России, третьи — в инфраструктурных организациях. Так что для участников той рабочей группы 2018 год — это «двадцать лет спустя».

«Секьюритизация была признана главной виновницей кризиса…»

— Когда в США начался ипотечный кризис, мы как раз готовили новый проект закона о неипотечной секьюритизации. Мне запомнилось одно из обсуждений законопроекта с участием ипотечных банкиров в начале 2008 года. Тогда они впервые обратили внимание на поведение части недавно выданных в США ипотечных кредитов. Понимание значения этого замечания пришло много позже. Для нового законопроекта кризис вылился в четырехлетнюю задержку с принятием. Первое чтение прошло в 2009 году, а третье — в 2013-м. Ведь секьюритизация была признана главной виновницей кризиса.

Одним из главных уроков ипотечного кризиса для рынка секьюритизации стало то, что никакое структурирование не способно сделать из продукта конфетку в ситуации, когда отсутствует понимание базовых активов. Речь даже не об их фактическом качестве, а о понимании этого качества.

«Произошло законодательное закрепление данной модели финансирования…»

— Говоря о достижениях российского рынка секьюритизации за последнее десятилетие, я бы выделил три аспекта.

Во-первых, произошло законодательное закрепление данной модели финансирования. Во-вторых, ипотечная секьюритизация из игрушки превратилась в значимый финансовый инструмент. В-третьих, сформировались основные элементы рынка секьюритизации: оригинаторы, инвесторы, инфраструктура, кадры.

Одним из главных исторических событий на российском рынке секьюритизации, на мой взгляд, стала конференция, прошедшая в Москве в 2001 году при поддержке IFC. Она дала мощный толчок будущей работе над законодательством, объединив всех на тот момент энтузиастов секьюритизации. Также одна из заметных вех для рынка — первая сделка по выпуску ИЦБ, закрытая АИЖК в 2007 году.

«Это первое столь глубокое знакомство чиновников с секьюритизацией…»

— Для меня лично самым значимым проектом на рынке секьюритизации, вне всякого сомнения, стала разработка законов об ипотечной и неипотечной секьюритизации. На текущий момент считаю самым важным своим проектом Фабрику проектного финансирования, даже несмотря на то что она не является секьюритизацией в чистом виде. Тот факт, что Минфин выступит гарантом по облигациям, заставляет его представителей погрузиться во все детали сделки. Пожалуй, это первое столь глубокое знакомство чиновников с секьюритизацией. Надеюсь, из этого знакомства вырастет доверие, что сулит перспективы рынку в целом.

«Кризис — проверка на прочность для любого рынка»

Игорь АКСЕНОВ,
вице-президент, специалист по рискам на рынке акций и структурированных деривативов, Barclays

«С 2006 года я работал в инвестиционном банке Greenwich Capital трейдером CDO…»

— Я работаю на рынке структурированных продуктов с 1997 года. Начинал аналитиком и программистом в компании, которая являлась консультантом на рынке государственных бумаг GNMA, впоследствии была участником рынка бумаг FNMA и FHLMC. В 2000 году я перешел аналитиком в банк Wachovia, где помогал трейдерам и внутреннему фонду инвестиций в работе на рынке RMBS и CDO. В 2004 году я уже работал аналитиком в инвестиционном подразделении страховой компании Genworth, где отвечал за кредитный анализ всех вложений в структурированные бонды. А с 2006 года перешел в инвестицион-

ный банк Greenwich Capital трейдером CDO. После кризиса, с 2009 года работаю в банке Barclays на разных должностях, связанных с рынком структурированных продуктов.

«В кризис все писаные и неписаные правила начинают игнорироваться…»

В 2007 году я работал в компании Greenwich Capital в должности трейдера на рынке CDO. Тот период запомнился мне несколькими характерными событиями.

Появились многочисленные клиенты, готовые платить большие премии для игры на понижение при помощи всех деривативов, связанных с недвижимостью.

Проходило много сделок через короткие позиции на рынке CDS, где в роли контрагента выступали CDO[1]. Те же хедж-фонды покупали самые младшие транши этих CDO. Фонды, ожидавшие краха, стремились вернуть свои деньги и скорее потребовали изменения формата CDO, что дало им возможность получать деньги при любом положении бумаг в обеспечении[2].

Произошло резкое ухудшение конъюнктуры. В один из дней летом 2007 года OWIC[3] показал, что на вполне обыкновенные CDO-транши BBB за ночь спреды увеличились в три раза (с 250 до 750 б.п.). На рынке, где движение цен до того не превышало 5–10 б.п., это стало сотрясением основ.

Тогда же, в июне-июле 2007 года, произошли крушение первых двух крупных фондов (Bear Stearns Structured Credit) и уход с рынка наиболее агрессивных покупателей. Начала исчезать ликвидность, дилеры отказывались котировать некоторые категории бумаг.

В августе с рынка исчезли asset backed commercial papers. Центральные банки мира провели первые вбросы ликвидности.

Этот период запомнился также первыми юридическими коллизиями: фонды-банкроты пытались реализовать залоги на аукционе, но держатели залогов вопреки всем правилам отказались передать их покупателям, так как имели свои претензии на них. В кризис своя рубашка ближе к телу — все писаные и неписаные правила начинают игнорироваться.

«Все пользовались несовершенством законодательства...»

Кризис — проверка на прочность для любого рынка. Все пользовались несовершенством законодательства. При этом инструменты, имеющие экономическую целесообразность, выжили; а продукты, существовавшие для арбитража устаревших законов, правил и норм, исчезли с рынка.

Правильно составленные структуры (например, Credit Card ABS, Auto ABS, CMBS, CLO) и грамотно написанные юридические документы успешно прошли испытание. Эти инструменты выпускаются на рынок и сегодня. Большинство других инструментов, выпускавшихся до кризиса (non prime RMBS, ABS CDO), связанных с жилой недвижимостью для сомнительных заемщиков, исчезли почти бесследно.

«За последнее десятилетие появилось более ответственное отношение к кредитному анализу…»

Главные достижения последнего десятилетия на рынке секьюритизации — качественное улучшение всех процессов, более ответственное отношение к кредитному анализу, меньше спекулятивных займов, в результате резко ухудшившийся доступ к финансовым ресурсам для большинства заемщиков без идеальной кредитной истории.

---

[1] CDO по своей юридической форме — отдельная компания, минибанк, на балансе которого находятся активы, для финансирования которых выпускаются долговые обязательства разного рейтинга. В данном случае активы были синтетические, то есть CDO был держателем не облигаций, а credit default swaps, по отношению к которым контрагенты держали короткие позиции.

[2] Стандартная структура ABS CDO предполагает наличие так называемых триггеров, которые защищают транши от потерь при ухудшении денежного потока из активов. Например, если количество активов меньше, чем 120% от суммы обязательств с рейтингом выше A, то транши с рейтингами ниже не получат никаких платежей до того момента, пока этот тест не будет позитивным. В тексте речь о CDO без триггеров, которые позволяют всем держателям облигаций получать деньги вне зависимости от положения дел в портфеле.

[3] OWIC = Offer Wanted in Competition, форма bid-листа, ситуация, когда контрагент хочет купить CDS (занять короткую позицию) на бумаги, обозначенные в списке.

«Полсон оказался в нужное время в нужном месте…»

Символом для всего финансового мира можно назвать Джона Полсона. Он не имел никакого отношения к секьюритизации и до 2007 года занимался ситуативными инвестициями (слияния, поглощения и тому подобное). Но Полсон оказался в нужное время в нужном месте — поставил массивную короткую позицию в то время, когда большинство не ожидало краха на рынке subprime. Эта сделка дала ему лично $4 млрд, а также поставила его в один ряд с Джорджем Соросом в представлении публики.

«Magnetar был вовлечен в бизнес на рынке CDO в невиданных масштабах…»

Судьбоносными для мирового рынка секьюритизации, пожалуй, стали сделки хедж-фонда Magnetar в последний год существования CDO. В 2006–2007 годах фонд было вовлечен в бизнес на рынке CDO в невиданных масштабах. Вскоре после закрытия сомнительных сделок серьезные потери понесли все, кроме фондов, сыгравших против их портфелей и купивших младшие транши. Несколько лет спустя дело дошло до разбирательства в Конгрессе, которое ни к чему не привело — юридически все было чисто.

«Никто не готов был брать на себя ответственность и сдувать пузырь…»

Сергей КАДУК,
исполнительный директор, департамент секьюритизации и проектного финансирования, Совкомбанк

«Самыми экзотичными были так называемые NIM-сделки…»

— Я пришел в секьюритизацию после окончания бизнес-школы в США. Закончив Darden Graduate School of Business, я присоединился к Structured Finance Group аудиторской компании KPMG. KPMG был частью всеамериканской фабрики по выпуску секьюритизаций. Задачей группы было оперативно давать заключение по правильности оформления эмиссионной документации, включая ее аналитическую часть. Мы проверяли правильность описания водопада платежей и таблицы с анализом поведения траншей при тех или иных сценариях.

Сделки были самые разные: subprime-ипотека, студенческие кредиты, автокредиты, лизинг контейнеров, даже обратная ипотека. Самыми экзотичными были так называемые NIM (net interest margin)

сделки, покрытие которых составляли остатки траншей по действующим сделкам. Именно эти выпуски так красочно описали создатели фильма про американский кризис subprime.

В Россию я вернулся в 2006 году в надежде повторить успех американской модели секьюритизации.

«С кризисом связано воспоминание о визите в США в 2009 году после пика банкротств инвестбанков…»

— В кризис 2008 года я работал в Русской ипотечной акцептной компании (RuMAC). Бизнес-идеей нашего стартапа была секьюритизация ипотечных кредитов и зарабатывание на доходном младшем транше. Нашим партнером в дебютной сделке был Morgan Stanley, который проявлял интерес к покупке старшего транша.

Первые волны кризиса в марте 2008 года (за полгода до падения Lehman Brothers) нас и остановили. В марте 2008-го легли американские кондуиты REITs (Real Estate Investment Trusts), и Morgan Stanley взял «паузу».

С кризисом связано воспоминание о визите в составе делегации Ассоциации строителей России (АСР) в США в 2009 году уже после пика банкротств инвестбанков. Генеральный директор RuMAC Владимир Пономарев по совместительству являлся вице-президентом АСР. Мы встречались с руководством Mortgage Bankers Association (MBA) и обсуждали причины кризиса. Было понятно, что, несмотря на то что провозвестники кризиса, такие как кредиты, объемом превышающие стоимость дома, рост недвижимости на 30–40% ежегодно, легкая возможность получить ипотеку без какого-либо подтверждения дохода, в полный рост стояли перед лицом ипотечных банкиров начиная с 2004–2005 годов, никто не готов был брать на себя ответственность и сдувать пузырь.

«Регулирование Базеля II и III — это история многолетней борьбы рынка с регулятором…»

— Первый урок кризиса: рейтинговые агентства имеют огромное влияние на рынки и несоизмеримо малую ответственность за принятые неверные решения. На мой взгляд, именно рейтинговые агентства в первую очередь ответственны за надувание пузыря. Их модели и стресс-тесты даже не предполагали снижения цен на недвижимость.

Второй урок: регуляторы могут, порой даже исходя из лучших побуждений, убить рынок. Регулирование Базеля II и III — это история многолетней борьбы рынка с регулятором с целью нормализации работы в сфере секьюритизации.

«Наше бесспорное достижение — это закон № 379-ФЗ…»

— Главное, чего российский рынок смог достичь за эти годы, это понимание секьюритизации как продукта. Работая в «ВЭБ Капитале» в 2010–2013 годах, мне приходилось продавать выпуски инвесторам каждый раз с нуля: то есть объяснять водопад платежей, дюрацию, риски. И каждый новый выпуск нужно было продавать как первый. Сейчас секьюритизация уже не вызывает таких вопросов.

Второе наше бесспорное достижение — это закон № 379-ФЗ, открывший дорогу для секьюритизации неипотечных активов в российском праве.

«Мировые легенды прекрасно описаны у Майкла Льюиса в "Покере лжецов"».

— Думаю, еще никто из нас не заработал столько денег, чтобы называться легендой. А мировые легенды прекрасно описаны у Майкла Льюиса в книге "Liar's Poker".

«Мне удалось сделать две уникальные для нашего рынка сделки…»

— Я горжусь тем, что мне удалось сделать две уникальные для нашего рынка сделки. Первая — это балансовая секьюритизация банка «ДельтаКредит» с рейтингом на одну ступень выше рейтинга самого банка. Вторая — сделка ИЦБ Ханты-Мансийского банка, где часть ипотечного портфеля была без закладных. Мы успешно получили рейтинг и разместили этот выпуск.