

операции реpo: значение и управление рисками

Аннотация

Одним из инструментов финансового рынка, получившим широкое распространение как в международной, так и в российской практике, являются операции РЕПО. В настоящее время для данного инструмента характерно динамичное развитие: расширяется круг участников, объемы операций, совершенствуется правовая база и технологии операций РЕПО. Однако риски операций РЕПО и методы управления ими неоднозначно оцениваются участниками рынка и требуют детального рассмотрения.

Ключевые слова: операция РЕПО, управление рисками, дисконтирование, механизм компенсационных взносов

Термин РЕПО происходит от английского *«repurchase agreement»*, что в переводе означает «соглашение об обратном выкупе». Операция¹ РЕПО представляет собой сделку, состоящую из двух частей:

- по первой части одна сторона (продавец по первой части РЕПО, далее – продавец) обязуется передать в собственность другой стороне (покупателю по первой части сделки РЕПО, далее – покупатель) ценные бумаги, а покупатель обязуется принять ценные бумаги на определенный срок и уплатить за них определенную денежную сумму;
- по второй части сторона, являющаяся покупателем, выступает продавцом по второй части, а сторона – продавец является покупателем. Иначе говоря, сделка РЕПО представляет собой обмен цен-

**Гусев
Александр
Валерьевич**
аспирант кафедры
управления рисками
и страхования
экономического
факультета,
Московский
государственный
университет
им. М.В.Ломоносова,
заместитель
начальника отдела
рисков ОАО «Брокерский
дом «ОТКРЫТИЕ»
alexh.gusev@gmail.com

¹ В тексте данной статьи, как и среди участников финансового рынка, словосочетания «сделка РЕПО» и «операция РЕПО» принято считать равнозначными.

**...сделка РЕПО
представляет собой
обмен между ценных
бумаг на денежные
средства двумя
контрагентами на
определенный срок
за обговоренную
процентную ставку
с последующим
обратным обменом
этими активами**

ных бумаг на денежные средства между двумя контрагентами на определенный срок за обговоренную процентную ставку с последующим обратным обменом этими активами.

Что такое сделка РЕПО?

По экономической сущности операция РЕПО является кредитованием деньгами (обеспечением служат продаваемые ценные бумаги), либо кредитованием ценностями бумагами под «залог» денежных средств. Обычно проценты по сделке РЕПО уплачивает продавец, но в случае дефицита определенной ценной бумаги процентная ставка может быть отрицательной, то есть проценты будет уплачивать покупатель. В большинстве случаев сделки РЕПО заключаются сроком на один день и используются в основном для поддержания мгновенной ликвидности. В посткризисных условиях операции РЕПО превратились в основной инструмент «доставки» ликвидности на финансовый рынок [1].

Операция РЕПО имеет ряд преимуществ по сравнению с обычным кредитом, так как оформляется двумя отдельными, но взаимосвязанными сделками купли-продажи. Это дает возможность контрагентам распоряжаться полученными на время активами и извлекать дополнительные выгоды – например, инвестировать денежные средства по более высокой процентной ставке, или использовать ценные бумаги в качестве обеспечения по другим финансовым операциям. Покупатель имеет право в случае неисполнения контрагентом своих обязательств реализовывать полученные ценные бумаги по их рыночной стоимости без дополнительных согласований с ним. Преимущество РЕПО для продавцов заключается в том, что при наличии ценных бумаг, характеризующихся высокой ликвидностью, можно получить в пользование денежные средства, не имея длительной положительной кредитной истории. Как правило, процентные ставки по сделкам РЕПО ниже ставок по кредитам под аналогичное обеспечение и на такой же срок, так как покупатель лишается выгод от владения ценностями бумагами (например, ростом курсовой стоимости, выплат дивидендов и купонных выплат), а требо-

вания к продавцу значительно ниже по сравнению с классическим кредитованием [2].

Сделка РЕПО является сложным финансовым инструментом, и ее участники подвержены различным рискам – кредитным, рыночным (включающими ценовой, процентный риски и риск рыночной ликвидности) и операционным рискам. Юридические, налоговые и репутационные риски также входят в комплекс рисков, присущий сделкам РЕПО, и в зависимости от точки зрения могут быть рассмотрены как подвид операционных рисков, либо отдельно.

Риски

Под кредитным риском принято понимать риск возникновения убытков вследствие неисполнения или ненадлежащего исполнения контрагентами обязательств по сделкам, либо риск дефолта эмитента ценных бумаг². Пожалуй, самым значительным рисковым событием по операциям РЕПО является умышленное либо непреднамеренное неисполнение обязательств (дефолт) одним из участников по второй части сделки. Наиболее вероятными причинами неисполнения обязательств являются рыночные факторы: например, при значительном росте котировок у покупателя ценных бумаг появляется экономический стимул реализовать полученные бумаги и выручить денежные средства в объеме, превышающем объем переданных средств по первой части, и наоборот – в случае снижения курсовой стоимости у продавца может возникнуть желание не исполнять обязательства по возврату полученных денежных средств. Если с полученными по операции РЕПО бумагами совершились торговые операции по продаже, то неисполнение обязательств может быть вызвано реализацией риска рыночной ликвидности – из-за ухудшения рыночной ликвидности обратный выкуп ценных бумаг будет затруднен либо вовсе невозможен.

Особенность кредитных рисков операций РЕПО заключается в том, что при их реализации полу-

*по экономической
сущности операция
РЕПО является
кредитованием
деньгами
(обеспечением
служат продаваемые
ценные бумаги),
либо кредитованием
ценными бумагами
под «залог» денежных
средств*

² Дефолт эмитента ценных бумаг – неуплата эмитентом основного долга и (или) процентов в срок, установленный условиями выпуска ценных бумаг

ченный во временное пользование актив по первой части сделки остается в собственности второй стороны. То есть для продавца существует кредитный риск на обязательства по возврату ценных бумаг контрагентом, но данный риск обеспечен полученными денежными средствами. Для покупателя кредитные риски по обязательствам контрагента по денежным средствам обеспечены полученными цennыми бумагами, стоимость которых, как правило, превышает сумму переданных денежных средств. В случае одновременного дефолта контрагента и обесценения обеспечения в результате дефолта эмитента (например, невыплаты купонного дохода по облигациям), может реализоваться риск потери всей суммы денежных средств, переданных по первой части сделки. Очевидно, что при взвешенном подходе к выбору контрагента и ценных бумаг вероятность наступления такого события минимальна. Таким образом, для участников кредитный риск трансформируется в рыночный, главным фактором которого является несоответствие текущей цены обеспечения установленной цене второй части сделки.

Для управления этими рисками в рамках операций РЕПО существует ряд общепринятых в мировой практике механизмов, по сути, являющихся дополнительными условиями, которые согласуются между участниками до заключения первой части сделки. Важнейшими из них является дисконтирование и механизм компенсационных взносов.

Механизм управления рисками

Дисконтом по сделке РЕПО является величина превышения рыночной стоимости ценных бумаг над суммой денежных средств. Дисконт отражает взаимно приемлемое для обеих сторон соотношение стоимости обеспечения и суммы обязательств на момент заключения сделки РЕПО. Большое начальное значение дисконта снижает риск покупателя – потенциальные рыночные риски возникают только в случае снижения цены обеспечения ниже величины дисконта. Для защиты интересов продавца дисконт может принимать отрицательные значения, в этом случае в

в большинстве случаев сделки РЕПО заключаются сроком на один день и используются в основном для поддержания мгновенной ликвидности

**в посткризисных
условиях операции
РЕПО превратились
в основной
инструмент
«доставки»
ликвидности
на финансовый рынок**

момент исполнения первой части сделки РЕПО сумма полученных денежных средств будет превышать стоимость переданных ценных бумаг. Размер дисконта в каждом конкретном случае зависит от риска изменения курсовой стоимости и степени ликвидности ценных бумаг, являющихся обеспечением, надежности контрагента, срока сделки РЕПО и общей ситуации на фондовом рынке. В целях размещения денежных средств в обеспечение по сделкам РЕПО рекомендуется принимать только ценные бумаги, характеризующиеся большим среднедневным оборотом торгов и входящими в Список ликвидных ценных бумаг, который ежеквартально составляется фондовыми биржами³. Участники рынка могут опираться на иные критерии ликвидности ценных бумаг, определяемые на основе собственных методик. Как правило, минимальный уровень дисконта устанавливается при совершении сделок РЕПО с «голубыми фишками» и облигациями эмитентов высокого кредитного качества и составляет 10–15%. Для низколиквидных акций и прочих инструментов уровень дисконта может достигать 50% и выше. Стоит отметить, что зависимость прибыли от размещения денежных средств операциями РЕПО и уровня дисконта нелинейна [5].

Если срок сделки РЕПО больше одного дня, то со временем стоимость обеспечения и сумма обязательств под влиянием рыночных факторов могут существенно изменится, что приводит к отклонению текущего значения дисконта от первоначального и становится потенциальным источником риска для одной стороны сделки. Для предотвращения этой ситуации и сохранению рисков в согласованных рамках может быть задействован *механизм компенсационных взносов*, который заключается в приведении текущего значения дисконта в соответствие с его первоначальным значением посредством внесения одним участником сделки другому компенсаци-

³ Данный список составляется фондовыми биржами в соответствии с Положением о критериях ликвидности ценных бумаг, утвержденных приказом ФСФР России от 07.03.2006 № 06-25/пз-н [4].

**как правило,
процентные ставки
по сделкам РЕПО ниже
ставок по кредитам
под аналогичное
обеспечение
и на такой же срок**

онного взноса – соответствующего количества ценных бумаг либо суммы денежных средств. Например, если рыночная стоимость ценных бумаг растет, то продавец сделки вправе требовать внесения денежных средств или возврата части ценных бумаг; и, наоборот, в случае снижения стоимости полученных ценных бумаг покупатель требует дополнительного обеспечения либо возврата части денежных средств. После внесения компенсационного взноса размер соответствующего обязательства стороны по второй части сделки уменьшается. В случае неисполнения одной стороной обязательства по внесению компенсационного взноса, то следующий торговый день является сроком досрочного исполнения второй части сделки РЕПО, в независимости от первоначального срока сделки [3]. Предполагается, что такой механизм позволяет добросовестному контрагенту предпринять своевременные меры к реализации обеспечения.

Процентный риск

После кризисных событий 2008 г., когда многие участники рынка не смогли исполнить свои обязательства, механизм компенсационных взносов получил более широкое признание. Действительно, данный механизм снижает риск неисполнения обязательств по вторым частям РЕПО, но может быть источником операционных и правовых рисков. Это связано со сложностью отражения компенсационных взносов бэк-офисом участников рынка, неоднозначностью налогообложения и бухгалтерского учета таких операций.

Процентный риск заключается в том, что изменение процентных ставок на рынке может привести к переоценке условий уже заключенных сделок РЕПО. Учитывая, что большинство сделок РЕПО заключается на короткий срок (обычно на один день), а ставки кредитования изменяются достаточно плавно, реализация этого риска для одного участника сделки может незначительно ухудшить процентный доход, а другому – позволит немного сэкономить.

Современные тенденции развития и регулирования рынка РЕПО, понимание ключевыми участ-

тниками важности вопросов риск-менеджмента обеспечат более широкое применение данного инструмента, что улучшит ликвидность и повысит эффективность всей финансовой системы.

Литература

1. Развитие операций РЕПО: до и после кризиса // Инвестиционный банкинг. – 2009. – №2.
2. Кредит под залог ценных бумаг, или операция РЕПО? // Налоги. Инвестиции. Капитал. 2005. – № 4–6.
3. Правила проведения торгов по ценным бумагам в Закрытом акционерном обществе «Фондовая биржа ММВБ» от 22.07.2010.
4. Приказ ФСФР РФ от 07.03.2006 N 06-25/пз-н «Об утверждении Положения о критериях ликвидности ценных бумаг».
5. Оценка рисков операций обратного РЕПО // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 23–24.

pn

Alexander V. Gusev

*Postgraduate Student, Chair of Risk Management and Insurance,
Department of Economics, Lomonosov Moscow State University; Deputy Chief,
Department for Risks, Brokersky Dom Otkrytie OJSC*

REPO Operations: Significance and Risk Management

Abstract

REPO operations are one of the financial market instruments, which have become widely spread in both international and Russian practice. Currently, this tool is developing dynamically: the number of participants and the volume of transactions are growing, the legal base and technology of REPO operations are improving. However, the risks and management methods of REPO operations are assessed ambiguously by the market participants and therefore require a detailed consideration.

Keywords: REPO operations, risk management, discounting, compensation payments mechanism