

**Елена Чайковская**

Начальник отдела регулирования операций и развития финансового рынка  
Департамента операций на финансовых рынках Банка России

## ВНЕБИРЖЕВОЕ РЕПО С БАНКОМ РОССИИ: ПЛАНИРУЕМЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ

ВНЕБИРЖЕВОЙ рынок РЕПО динамично развивается: с начала 2008 г., когда была заключена первая сделка внебиржевого РЕПО с Банком России, изменилось многое — и технология проведения операций, и само представление о внебиржевом РЕПО как о важной составляющей финансового рынка.

### КАК ВСЕ НАЧИНАЛОСЬ

Для Банка России операции РЕПО на внутреннем рынке выступают одним из основных инструментов рефинансирования, на долю которого приходится значительный объем ликвидности, предоставляемой банковской системе. Учитывая уроки кризиса 1998 г., Банк России принял активное участие в совершенствовании правовой базы функционирования рынка РЕПО в России. Введение в действие новой редакции ст. 282 Налогового кодекса Российской Федерации и появление нормативных документов Банка России, регулирующих совершение сделок РЕПО с государственными ценными бумагами, фактически дало старт возрождению российского рынка РЕПО.

Свое начало операции РЕПО с Банком России получили на секции государственных ценных бумаг ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа». Допол-

нением к ним выступили операции внебиржевого РЕПО. В настоящее время Банк России осуществляет операции РЕПО также на Фондовой бирже ММВБ.

Впервые термин «внебиржевое РЕПО» прозвучал в Банке России в начале 2007 г., когда были получены предложения от участников рынка о включении корпоративных еврооблигаций в состав обеспечения по операциям прямого РЕПО с Банком России. Эмитентами таких облигаций, которые выпускаются за пределами Российской Федерации в пользу российских корпораций, как правило, выступают иностранные юридические лица. При ближайшем рассмотрении поступивших предложений и разработке схемы их реализации было выявлено следующее: действующее на тот момент законодательство налагало довольно жесткие ограничения на публичное обращение облигаций иностранных эмитентов. Так внебиржевое РЕПО впервые стало

для Банка России альтернативой биржевому рынку.

В последнее время отношение к внебиржевому РЕПО изменилось. С внесением поправок в законодательство первоначальная причина создания внебиржевого механизма потеряла свою актуальность, и на первый план вышли другие факторы. Теперь внебиржевое РЕПО с Банком России начинает восприниматься как полноценный инструмент денежно-кредитной политики, обладающий как недостатками, так и преимуществами по сравнению с привычными биржевыми сделками.

### ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ОПЕРАЦИЙ ВНЕБИРЖЕВОГО РЕПО

До недавнего времени Закон о рынке ценных бумаг ограничивал состав ценных бумаг иностранных эмитентов, допущен-



ных к публичному обращению в России, только ценными бумагами, выпускаемыми международными финансовыми организациями, список которых утверждается Правительством Российской Федерации. Также публичное обращение было возможно при наличии соответствующего международного договора Российской Федерации или соглашения о взаимодействии между ФСФР России и аналогичным регулятором страны эмитента.

Корпоративные еврооблигации, которые предполагалось включить в со-

кам. Тем не менее любые биржевые торги ценными бумагами, независимо от состава их участников, признаются публичным обращением. Последние изменения, внесенные в Закон о рынке ценных бумаг, упростили процедуру допуска ценных бумаг иностранных эмитентов к публичному обращению в России, предоставив фондовым биржам право самостоятельного принятия решения о допуске их к торгам при соблюдении ряда условий.

Для совершения сделок РЕПО с корпоративными еврооблигациями был раз-

ного РЕПО с корпоративными еврооблигациями. Расчеты по ним осуществлялись на условиях «поставка против платежа» по модели DVP-1 через НДЦ и Расчетную палату ММВБ.

Включение корпоративных еврооблигаций в список ценных бумаг, с которыми могут совершаться сделки прямого РЕПО, соответствовало общей политике Банка России по расширению состава активов, принимаемых в обеспечение при рефинансировании кредитных организаций. Осенью прошлого года началось резкое увеличение объемов предоставляемой Банком России ликвидности, в том числе и по операциям прямого РЕПО (рис. 1). Исключением не стали и операции внебиржевого РЕПО (рис. 2). Их рост наблюдается с сентября 2008 г., в ноябре стартовали операции Банка России по предоставлению кредитов без обеспечения, и затем рост продолжился.

Сделки внебиржевого РЕПО совершаются на основании соответствующего рамочного договора, подписанного между Банком России и кредитной организацией, разработанного в рамках деятельности Саморегулируемой организации «Национальная фондовая ассоциация» по унификации договорной документации российского рынка РЕПО. По состоянию на апрель 2009 г. такой рамочный договор о проведении операций внебиржевого РЕПО с Банком России заключили 108 кредитных организаций. Что касается количества выпусков ценных бумаг, принимаемых в обеспечение, то в настоящий момент оно составляет 50 еврооблигаций ведущих российских эмитентов.

### СХЕМА ПРОВЕДЕНИЯ ОПЕРАЦИЙ ВНЕБИРЖЕВОГО РЕПО

На сегодняшний день из-за технологических ограничений операции прямого внебиржевого РЕПО, в отличие от прямого РЕПО с Банком России на организованных рынках, проводятся только со сроком 1 день, в форме аукциона заявок кредитных организаций.

Первым этапом совершения операций внебиржевого РЕПО является сбор от кредитных организаций заявок на заключение сделок внебиржевого РЕПО. Осуществляется этот процесс с использованием технологических возможностей ММВБ, выступающей как провайдер информационных услуг.

Банк России проводит единый аукцион прямого РЕПО сразу на трех рынках: сбор заявок от кредитных организаций происходит одновременно в Секции

Рисунок 1. ЗАДОЛЖЕННОСТЬ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПО ОПЕРАЦИЯМ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ БАНКА РОССИИ

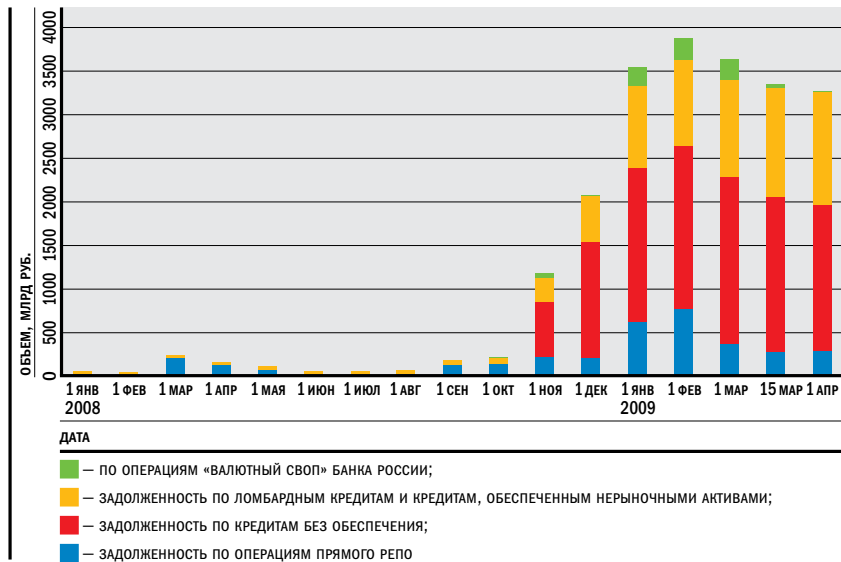
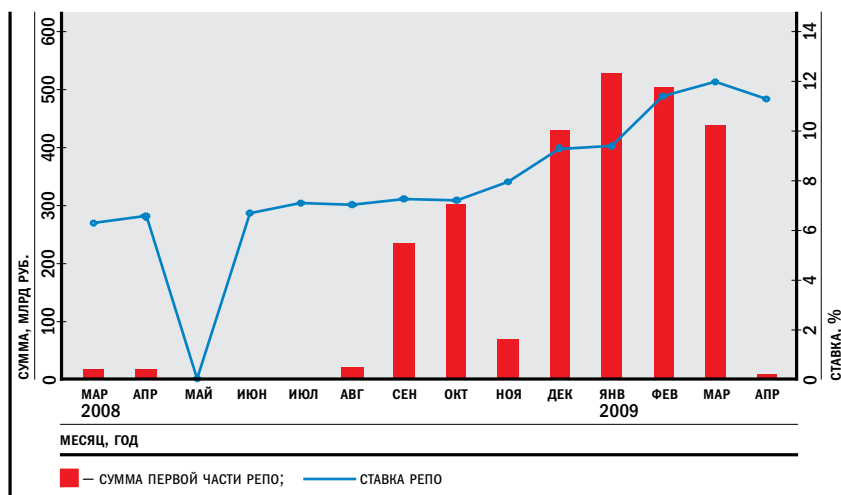


Рисунок 2. ОБЪЕМ И СТАВКИ ПО ОПЕРАЦИЯМ ВНЕБИРЖЕВОГО РЕПО С БАНКОМ РОССИИ



став обеспечения по операциям прямого РЕПО, таким требованиям не отвечали. Под публичным обращением ценных бумаг в законодательстве понимается совершение сделок на организованных торгах или с неограниченным кругом лиц. Состав участников операций прямого РЕПО с Банком России всегда ограничен — это только кредитные организации, допущенные Банком России к таким сдел-

работан механизм их заключения без использования услуг организатора торговли — как адресных внебиржевых сделок. При этом для удобства участников рынка схема их совершения была максимально приближена к существующим биржевым технологиям осуществления Банком России операций рефинансирования.

В феврале 2008 г. Банк России начал проведение операций прямого внебирже-



государственных ценных бумаг ММВБ, на Фондовой бирже ММВБ и внебиржевом рынке. Поступившие заявки сводятся в единый реестр, и Банк России устанавливает единую ставку отсечения. После этого происходит заключение биржевых сделок и направление Банком России информации о готовности к удовлетворению заявок участников внебиржевого рынка.

Второй этап — непосредственно заключение сделки внебиржевого РЕПО. Участнику, чья заявка подлежит удовлетворению, Банк России направляет оферту через систему электронного документооборота НДС. Кредитная организация подписывает (акцептует) оферту и отправляет ее обратно. Моментом заключения сделки внебиржевого РЕПО является момент получения Банком России акцепта от кредитной организации.

Третий, заключительный этап — расчеты. До июня этого года технологически они осуществлялись путем подачи сторонами сделки внебиржевого РЕПО (Банком России и кредитной организацией) поручения депо с пометкой «поставка против платежа» в НДС.

## НЕДАВНИЕ И ПЛАНИРУЕМЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ

### Технология *roll-over* и другие изменения

С целью расширения возможностей финансовых организаций по управлению ликвидностью Банком России были направлены в адрес НДС предложения о создании посттрейдингового сервиса для участников внебиржевого рынка, позволяющего проводить расчеты по внебиржевым сделкам на условиях «поставка против платежа» по модели *DVP-3*, с неттингом обязательств сторон по денежным средствам и ценным бумагам. Ближайшей задачей этого глобального проекта стала реализация технологии *roll-over* для сделок внебиржевого РЕПО, заключаемых с Банком России.

Поскольку в настоящее время операции прямого внебиржевого РЕПО с Банком России проводятся только на однодневной основе, было предложено разработать технологию перезаклучения таких сделок на следующий день без движения денежных средств и ценных бумаг (или только в сумме разницы между двумя сделками). Учитывая актуальность поставленной задачи, такая технология была реализована через временный механизм включения сделок прямого внебиржевого РЕПО в общий клиринг ЗАО ММВБ.

Изменения коснулись только третьего этапа проведения операций внебир-

жевого РЕПО — расчетов. Остальные два этапа сохранились в первоначальном виде: обмен информацией через терминалы ММВБ (сбор заявок и направление Банком России сообщения о готовности к удовлетворению заявки) и затем обмен офертой и акцептом через систему электронного документооборота НДС.

Для исполнения обязательств по сделке внебиржевого РЕПО кредитные организации и Банк России вместо поручений депо направляют клиринговые поручения с параметрами сделок и отчеты на исполнение в клиринговую систему ЗАО ММВБ, которая рассчитывает обязательства и передает информацию о них НДС и Расчетной палате ММВБ для осуществления расчетов. При этом важно помнить, что со стороны Банка России поручение на клиринг подается не ранее получения акцепта от контрагента, поскольку именно момент его получения Банком России по-прежнему считается моментом заключения сделки внебиржевого РЕПО.

Реализация этой схемы потребовала изменений в договорной базе — было разработано дополнительное соглашение к действующему рамочному договору о проведении операций внебиржевого РЕПО с Банком России. Так же, как и основной договор, дополнительное соглашение заключается Департаментом центрального аппарата Банка России, Департаментом обеспечения и контроля операций на финансовых рынках (в отличие от ряда других инструментов, договоры по которым заключаются территориальными учреждениями Банка России). С новыми участниками операций внебиржевого РЕПО будет заключаться один договор — с учетом редакции дополнительного соглашения.

Кроме изменений в порядке расчетов, дополнительное соглашение содержит ряд других новшеств. Так, в нем более подробно прописаны последствия неисполнения второй части сделки прямого внебиржевого РЕПО. В связи с возросшими кредитными рисками потребовалось детализировать процедуру урегулирования обязательств, возникающих у Банка России и кредитной организации при невозврате предоставленных денежных средств.

Теперь при неисполнении второй части сделки прямого внебиржевого РЕПО Банк России будет иметь возможность не только реализовать ценные бумаги, составляющие обеспечение, но и оставить эти ценные бумаги у себя в портфеле. Вызвано это тем, что в нынешних условиях при высокой волатильности и

низкой ликвидности рынка реализация одновременно крупного пакета ценных бумаг без значительной потери в их стоимости весьма маловероятна. Стоимость таких ценных бумаг, по которой они будут засчитываться в уменьшение остаточных обязательств кредитной организации, согласовывается сторонами дополнительно.

Также договором предусматривается механизм кросс-дефолта на всех рынках РЕПО. При неисполнении кредитной организацией второй части сделки РЕПО на одном из рынков (организованном (биржевом) или внебиржевом) Банк России вправе направить требование о досрочном исполнении сделок РЕПО на других рынках. Такое же право появляется у Банка России и в случае невозврата кредита без обеспечения.

Если происходит неисполнение по нескольким сделкам РЕПО, ценные бумаги и денежные средства, оставшиеся после погашения задолженности кредитной организации по одной из сделок, могут быть направлены в счет исполнения обязательств по другим сделкам.

### Немного о лимитах

Кредитная организация вправе совершать сделки прямого РЕПО в рамках лимита, установленного для нее Банком России. Лимит представляет собой максимальный объем денежных средств, который кредитная организация может привлечь по операциям прямого РЕПО с Банком России на организованном (биржевом) и внебиржевом рынках. С конца мая порядок расчета лимитов был изменен. Вызвано это тем, что в связи с удлинением сроков прямого РЕПО стало использоваться три кода расчетов: денежные средства по однодневному РЕПО предоставляются Банком России кредитной организации в день заключения сделки (день  $T$ ), по 7-дневному РЕПО — на следующий день после заключения сделки (день  $T+1$ ), более длинные деньги предоставляются на второй день (день  $T+2$ ). При контроле лимита учитывается сумма денежных средств, фактически полученных кредитной организацией от Банка России по операциям прямого РЕПО по состоянию на конец торгового дня. Таким образом, перед началом торгов до кредитных организаций доводятся три значения лимита: первая цифра означает количество денежных средств, которые кредитная организация может получить по операциям прямого РЕПО с расчетами сегодня; вторая и третья — на какой объем могут быть заключены сделки прямого РЕПО с расчетами завтра (послезавтра).



## Удлинение сроков прямого внебиржевого РЕПО

По аналогии с биржевыми сделками прямого РЕПО с Банком России, которые совершаются на срок до 3 мес. (в перспективе — до 1 года), планируется удлинение и сроков внебиржевого РЕПО с корпоративными еврооблигациями. Одним из ключевых вопросов при этом является создание эффективного механизма корректировки соотношения суммы РЕПО и стоимости обеспечения (осуществления *margin calls*).

И здесь опять стоит вернуться к сравнению сделок, заключаемых на бирже и на внебиржевом рынке. Технология взимания компенсационных взносов давно и успешно реализована на ММВБ, в то время как внебиржевая посттрейдинговая инфраструктура находится в России в зачаточном состоянии. Исходя из скорости реализации рассматриваются две возможности удлинения сроков операций РЕПО с корпоративными еврооблигациями — перевод их на биржевые рельсы или построение соответствующих сервисов для внебиржевых сделок. С внесением поправок в Закон о рынке ценных бумаг исчезли законодательные барьеры по допуску к торгам корпоративных еврооблигаций. Банк России направил предложение о включении ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по сделкам внебиржевого РЕПО, в состав инструментов, торгуемых на Фондовой бирже ММВБ. Необходимо также отметить, что пока механизм *cross-currency* РЕПО (предоставление рублей под ценные бумаги, номинал которых выражен в иностранной валюте) на Фондовой бирже ММВБ не предусмотрен.

В числе других задач, решение которых, на наш взгляд, еще предстоит биржевой системе, — расширение возможностей для участников по определению значимых для них условий операций РЕПО на двусторонней основе, таких как: перевод контрагенту полученного от эмитента купона по иностранной ценной бумаге в валюте (в настоящее время поступивший купонный доход автоматически пересчитывается в рубли и уменьшает сумму РЕПО), отказ от услуги по расчету компенсационных взносов для неликвидных ценных бумаг, возможность неисполнения первой части сделки РЕПО без штрафных последствий при наступлении обстоятельств, указанных в договоре сторон, а также возможность проводить операции РЕПО с долговыми ценными бумагами с плавающей ставкой купона.

Те преимущества, которые несет в себе внебиржевой рынок по сравнению с организованным и которые обеспечи-

вают ему значительную долю в общем объеме операций РЕПО в международном масштабе, обусловили еще одну инициативу со стороны Банка России — предложение Группе ММВБ о разработке такого сервиса, как услуги трехстороннего РЕПО.

Зародившись в середине 1980-х гг. как ответ рынка на последствия дефолта нескольких крупных брокерских компаний в поисках надежного и экономичного способа осуществления операций РЕПО, трехстороннее РЕПО стало быстро завоевывать позиции. Например, ведущие международные операторы финансовой инфраструктуры *Euroclear* и *Clearstream* оказывают такие услуги как по сделкам РЕПО, так и по многим другим операциям, в которых используется обеспечение.

В упрощенном варианте трехстороннее РЕПО можно представить как аутсорсинг функций по управлению обеспечением стороннему агенту (третьей стороне). Информация о сделке РЕПО, заключенной в обычном режиме на внебиржевом рынке, передается сторонами агенту. Предварительно между ними заключается трехсторонний договор, устанавливающий полномочия и обязанности оператора обеспечения. При исполнении первой части сделки РЕПО ценные бумаги переводятся агентом со счета первоначального продавца на специальный счет для хранения обеспечения (*collateral account*), открытый на имя первоначального покупателя (кредитора по деньгам). В течение срока сделки РЕПО агент осуществляет переоценку обеспечения по рынку и корректировку его стоимости, переводя ценные бумаги на счет кредитора по деньгам или возвращая их заемщику, а также отслеживает корпоративные события.

Трехсторонняя схема РЕПО позволяет эффективно использовать такой инструмент рынка РЕПО, как сделки РЕПО под «корзину» обеспечения. Сторонами заранее определяется состав «корзины» — согласовываются требования к ценным бумагам, которые могут выступать обеспечением, например наличие рейтинга определенного уровня (или составляется список выпусков ценных бумаг). В процессе заключения сделки РЕПО дилерам уже не надо согласовывать предмет сделки — они договариваются только о сумме денежных средств и ставке, под которую они предоставляются. Далее агент по управлению обеспечением в соответствии с установленными требованиями осуществляет подбор конкретных ценных бумаг и производит их перевод на счет кредитора. Наиболее популярной разновидностью таких сделок РЕПО является

РЕПО под «обеспечение общего характера» (*general collateral, GC*) — ценные бумаги, отвечающие общим требованиям поставщиков ликвидности на денежном рынке, на которые в данный момент отсутствует специальный спрос.

Кроме того, трехстороннее РЕПО обладает еще рядом несомненных преимуществ. В такую схему легко встраиваются более сложные элементы управления рисками — лимиты концентрации, изменяющиеся в зависимости от «возраста» последней котировки ценной бумаги дисконты (*haircuts*) и т. д. Другой стандартной деталью схемы является возможность замены обеспечения без перезаключения сделки РЕПО. Если заемщику понадобились ценные бумаги, находящиеся у кредитора, агент автоматически произведет замену на счете для хранения обеспечения, переведя туда со счета заемщика другие ценные бумаги, соответствующие первоначально согласованным требованиям по качеству/составу обеспечения.

Первое, что приходится учитывать при разработке новых сервисов, — это правовые условия функционирования финансового рынка в России. Неоправданные законодательные ограничения могут значительно видоизменить механизм или свести на нет его эффективность. Со своей стороны Банк России принимает активное участие в подготовке ряда законопроектов, нацеленных на модернизацию рыночной инфраструктуры и приближение ее к международным стандартам, в частности закона о биржевых торгах, закона о клиринге, поправок по ликвидационному неттингу и изменений, предусматривающих появление в законодательстве понятия сделки РЕПО как отдельного вида договора.

В заключение можно сказать, что на сегодняшний день внебиржевые операции представляют собой достаточно гибкий и динамичный инструмент, способный учитывать интересы сторон и регулироваться договорными отношениями между ними. Кроме того, он сопряжен с меньшими транзакционными издержками. Инициативы Банка России по развитию внебиржевого рынка, отражающие общее направление эволюции международной финансовой инфраструктуры, адресованные Национальному депозитарному центру и Расчетной палате ММВБ, в частности, предусматривающие построение механизма расчетов по модели *DVP-3* и совершенствование технологий использования обеспечения путем создания сервиса по управлению обеспечением на трехсторонней основе, включены в Стратегию развития Группы ММВБ на 2009–2011 гг. ■