

**Мария Кудрявцева**

генеральный директор консультационной
компании «РискИнфоСервис», эксперт СРО НФА,
канд. экон. наук

СТАНДАРТ КАЧЕСТВА И НАДЕЖНОСТИ — ДОГОВОР РЕПО НФА

Операции РЕПО, составляющие мощнейший сегмент международного финансового рынка, в российской практике появились относительно недавно. Для этого инструмента характерно динамичное развитие как по объемам, так и по широте распространения — кругу участников, используемых инструментов, инфраструктурных возможностей, инструментов управления рисками и т. д. По своей идеологии РЕПО позволяют существенно снизить кредитные и рыночные риски за счет несколько более сложной структуры операции, увеличивающей операционные и регулятивные (правовые и налоговые) риски. Деятельность СРО НФА по стандартизации российских РЕПО призвана сделать этот инструмент операции более простым, эффективным и безопасным.

РЫНОЧНЫЕ СТАНДАРТЫ

В российском законодательстве операции РЕПО напрямую определены только в налоговых нормативных документах. Соответственно, эти операции в целом возможны и легитимны, однако многие их формы, аспекты и детали спорны.

Договорные отношения участников рынка индивидуальны, соглашения разнородны и разнообразны и относятся больше к сфере искусства, нежели к технической документации, отражающей деловую, правовую и налоговую практику.

Дополнительным фактором риска здесь выступает развивающийся харак-

тер рынка, предполагающий, с одной стороны, изменения технологических и регулятивных условий, а с другой — недостаток опыта как в части делового оборота, так и в судебной практике. В этой ситуации регулятивные риски могут рассматриваться как фактор, сдерживающий развитие рынка.

Участники рынка едины во мнении, что отраслевой стандарт договора способен упростить бизнес, повысить его эффективность и надежность. Стандартный договор упрощает и сокращает процедуры согласований, не вызывает сомнений у регуляторов, имеет больший вес в спорных ситуациях. Причем такого рода стан-

дарты не являются исключительно инструментом поддержки развивающихся рынков. Напротив, они скорее характерны для развитых, «зрелых» систем.

Для международного рынка РЕПО стандартный договор является доминирующей практикой: договор *ICMA* (*International Capital Market Association* — Международной ассоциации рынков капитала) обязателен для всех членов *ICMA*, т. е. для большей части участников рынка.

Российские операторы международного рынка РЕПО, а некоторые из них также являются или планируют в ближайшем будущем стать членами *ICMA*, в своих операциях с иностранными контрагента-

ми широко используют договор *ISMA*. Однако для внутренних российских РЕПО этот формат не вполне эффективен.

В этой ситуации НФА совместно с крупнейшими участниками рынка — ВТБ, Газпромбанком и Сбербанком и при консультациях с регуляторами начала работу по созданию российского аналога стандарта *ISMA* — Договора РЕПО НФА.

С одной стороны, политической целью проекта было создание функционально аналогичного инструмента. Проект одобрен *ISMA*, ассоциированным членом которой является НФА. Причем в долгосрочной перспективе предполагается объединение российского и международного стандартов, однако на сегодняшний день это вопрос больше теоретический, нежели практический.

С другой стороны, текст договора *ISMA* был предложен экспертной группе НФА в качестве первоначальной основы, базового материала для разработки собственных соглашений участников рабочей группы (как формально, так и психологически, естественно, имевших определенный вес) и, наконец, формального образца. Собственно, одним из первых шагов проекта была подготовка и публикация официального перевода соглашения *ISMA*. Кроме того, параллельно шел процесс организационного приближения российского сообщества РЕПО к принятым в международной практике формам, и в том числе формирования РСР — Российского совета РЕПО.

В результате на сегодняшний день Генеральное соглашение НФА об общих условиях проведения операций РЕПО на рынке ценных бумаг (далее — Типовой договор, Договор РЕПО НФА) принято РСР в качестве рекомендательного стандарта. Одновременно поставлена задача проанализировать рыночную практику условий соглашений и спорных вопросов для последующего развития Типового договора.

ДОГОВОР РЕПО

Базовая схема операции РЕПО выглядит следующим образом: одна сторона (первоначальный продавец) продает, а другая сторона (первоначальный покупатель) покупает ценные бумаги, определяя при этом условия их обратного выкупа. Причем определение условий может осуществляться в различных формах. Так, для «открытой» разновидности РЕПО вместо даты обратного выкупа может быть определен период, в который одной либо обеими сторонами может быть потребовано исполнение РЕПО (и, соответственно, вместо значения цены предусматривается порядок ее расчета на любую да-

ту). В западной практике распространен также вариант возможной замены ценных бумаг на другие инструменты аналогичного инвестиционного качества и рыночной стоимости.

Естественно, исполнение второй части — обратного выкупа обусловлено исполнением первой части, и мы формально имеем 2 взаимосвязанные сделки купли-продажи («первая часть РЕПО» и «вторая часть РЕПО» — по порядку их исполнения), составляющие совместно единую финансовую операцию — РЕПО.

Экономическое «широкое» понятие РЕПО соседствует с формальными ограничениями, позволяющими квалифицировать операции в тех или иных целях как РЕПО. Самой очевидной и практически существенной квалификацией для участников российского финансового рынка является бухгалтерский и налоговый учет.

Экономическое «широкое» понятие РЕПО соседствует с формальными ограничениями, позволяющими квалифицировать операции в тех или иных целях как РЕПО. Самой очевидной и практически существенной квалификацией для участников российского финансового рынка является бухгалтерский и налоговый учет.

Договор РЕПО НФА исходит из общего экономического понятия РЕПО, предлагая необходимые квалификационные условия. Так, например, срок РЕПО, не влияющий на экономическое содержание операции, предлагается ограничить 1 годом в соответствии с требованиями налогового законодательства. Выбор, естественно, остается за участниками рынка и зависит от их целей. Требование поставки по второй части РЕПО эквивалентных ценных бумаг аналогичным образом исключает из понятия «налогового» РЕПО неэмиссионные инструменты, тогда как «экономические» РЕПО с векселями (именуемые также «операции типа РЕПО») являются бесспорной реальностью современного российского рынка.

Типовой договор объединяет общие и частные случаи РЕПО в рамках поставленных целей общего содействия развитию российского рынка РЕПО, текущей поддержки участников рынка и стандартизации договорной базы, а также содей-

ствия развитию регулятивной базы, в том числе в направлении унификации и расширения частных трактовок РЕПО.

По своей структуре Типовой договор построен на опциональной основе и допускает определенные количественные и качественные вариации, фиксируемые при его заключении, при совершении отдельных операций, а также на протяжении их срока действия. По своему содержанию такие опции носят как экономический характер, фактически распространяя Договор РЕПО НФА на ряд однородных опера-

ций, так и формальный, допуская возможность различных трактовок действующего законодательства.

За исключением опциональной составляющей, по содержанию Договор РЕПО НФА представляет собой вполне обычное генеральное соглашение, определяющее общие условия работы с соответствующим финансовым инструментом.

Перечень статей Типового договора в целом отражает его содержание:

Статья 1. Предмет соглашения.

Статья 2. Термины и определения.

Статья 3. Заявления и гарантии сторон.

Статья 4. Существенные условия операции РЕПО. Расчет сумм денежных обязательств по сделке.

Статья 5. Порядок заключения сделки и исполнения обязательств.

Статья 6. Порядок обмена подтверждениями и иной информацией.

Статья 7. Переоценка обязательств по сделке.

Статья 8. Случаи нарушения соглашения.

Статья 9. Ответственность сторон.

Статья 10. Частичная недействительность.

Статья 11. Конфиденциальность.

Статья 12. Основания освобождения от ответственности.

Статья 13. Изменения и дополнения.

НЕКОТОРЫЕ БАЗОВЫЕ ПОНЯТИЯ РЕПО В ТРАКТОВКЕ ДОГОВОРА НФА

Верхняя переоценка — порядок переоценки обязательств по второй части РЕПО в случае увеличения текущей рыночной цены ценных бумаг свыше установленного уровня.

Вторая часть операции РЕПО, вторая часть РЕПО — вторая по времени исполнения сделка купли-продажи из двух заключаемых одновременно взаимосвязанных сделок, составляющих операцию РЕПО.

Дата исполнения первой / второй части РЕПО — дата, в которую исполняется наиболее позднее по времени исполнения обязательство (по поставке или по оплате) по соответствующей части РЕПО.

Дефицит маржи / избыток маржи — отрицательная/положительная разность между текущей стоимостью обеспечения и текущей суммой выкупа на расчетную дату (с учетом внесенных предоплат).

Компенсационный платеж — сумма денежных средств, перечисляемая при проведении переоценки.

Коэффициент обеспечения — отношение цены ценных бумаг по первой части РЕПО к текущей рыночной цене на дату совершения операции РЕПО.

Нижняя переоценка — порядок, в соответствии с которым первоначальный покупатель в случае уменьшения текущей рыночной цены ценных бумаг ниже установленного уровня имеет право произвести переоценку обязательств по второй части РЕПО.

Операция РЕПО — две взаимосвязанные одновременно заключенные сделки между одними и теми же контрагентами в отношении купли-продажи ценных бумаг с обратным выкупом эквивалентных ценных бумаг через определенный срок или в пределах определенного срока по определенной цене для второй части РЕПО или порядку ее определения.

Открытое РЕПО — операция РЕПО, при которой обязательства по второй части РЕПО могут быть исполнены в любой день до установленной даты при предъявлении соответствующего требования.

Первоначальный продавец — сторона, выступающая продавцом ценных бумаг по первой части РЕПО.

Первоначальный покупатель — сторона, выступающая покупателем ценных бумаг по первой части РЕПО.

Срок РЕПО — период времени в календарных днях между датами исполнения первой и второй частей РЕПО (и принимаемый равным 1 дню для внутрисдневных РЕПО).

Ставка РЕПО — ставка для расчета обязательств по второй части РЕПО.

Сумма выкупа — сумма денежных средств, подлежащая уплате по второй части РЕПО, рассчитываемая как сумма покупки, наращенная пропорционально ставке РЕПО и сроку РЕПО.

Сумма покупки — сумма денежных средств, подлежащая уплате по первой части РЕПО.

Текущая стоимость обеспечения — величина, рассчитываемая в течение срока РЕПО как сумма текущей рыночной цены и НКД на дату расчета, умноженная на количество ценных бумаг и коэффициент обеспечения.

Текущая сумма выкупа — величина, рассчитываемая в течение срока РЕПО как сумма покупки, наращенная пропорционально ставке РЕПО и части срока РЕПО от дня, следующего за датой исполнения первой части РЕПО, до дня расчета включительно.

Уровень переоценки — величина допустимого процентного отклонения текущей рыночной цены ценной бумаги.

Статья 14. Адреса и реквизиты сторон.

Статья 15. Применимое право. Порядок разрешения споров.

Статья 16. Передача прав.

Статья 17. Проведение зачета встречных однородных требований.

Статья 18. Выплаты доходов по ценным бумагам.

Статья 19. Процедура урегулирования.

Статья 20. Вступление в силу и прекращение действия соглашения.

Причем, как видно из названий статей, большинство положений Типового договора имеют общеправовой характер и не несут какой-либо специфики РЕПО. Заявления сторон, заключение сделки, обмен подтверждениями, проведение зачета (и тем более формальные аспекты правоотношений сторон, такие как конфиденциальность или частичная недействительность) принципиально не отличаются от других операций с ценными бумагами, а во многих случаях и от просто финансовых операций.

Собственно РЕПО посвящены лишь 5 статей: «Термины и определения», «Существенные условия», «Переоценка обязательств», «Выплата доходов по ценным бумагам» и «Процедура урегулирования».

Статья «Термины и определения», естественно, несущая «предметную» специфику, играет особую роль в контексте Типового договора, разрабатываемого в условиях развивающегося рынка. Изначально «заимствующий» характер развития российских РЕПО в сочетании с отсутствием законодательного описания инструмента определил значительный понятийный разброс. Соответственно, естественной задачей типового договора становится унификация терминологии.

Статья «Существенные условия...», по сути, содержит перечень параметров операции. В соответствии со сложной (а также многовариантной в рамках Типового договора) структурой операции этот перечень достаточно внушителен. Кроме того, включение в структуру операции встроенных механизмов управления рисками требует, наряду с фиксацией условий при заключении сделки, возможности динамического расчета параметров в зависимости от даты либо текущей рыночной цены. С другой стороны, возможности и неопределенности в отношении предоплат предполагают необходимость фиксации порядка корректировки обязательств по окончательным расчетам. Соответствующие формулы также представлены в Договоре РЕПО НФА.

Статья «Переоценка обязательств» описывает механизм переоценки. В Дого-

воре РЕПО НФА предусмотрен асимметричный вариант.

Во-первых, в отношении прав сторон, которые могут трактоваться не только как продавец и покупатель ценных бумаг, но и как заемщик и кредитор. В первом случае естественными представляются симметричные инструменты управления рисками, реализуемые в форме права несущей риск стороны требовать проведения переоценки.

Во втором случае логично предусмотреть преимущественную защиту кредитора, т. е. первоначального покупателя, предоставив ему право требования переоценки при снижении цен обеспечения — нижней переоценки. При этом в отношении верхней переоценки (соответственно, при росте цен) Типовой договор содержит опцию права заемщика либо согласуемого решения сторон.

В отношении форм переоценки Договор РЕПО НФА также асимметричен, в большей степени по техническим причинам. В обоих случаях переоценки — верхней и нижней — предусмотрены варианты:

- досрочного прекращения операции;
- досрочного прекращения операции и заключения новой, «переоцененной» операции;

- внесения компенсационного платежа (в форме депозита, который в свою очередь может предусматривать начисление процентов по ставке РЕПО либо другой согласованной сторонами ставке).

Кроме того, нижняя переоценка может быть реализована в форме предоплаты. Симметричная ей форма предоплаты ценных бумаг формально также возможна (и в частности, для российских РЕПО реализована в рамках Положения Банка России от 25 марта 2003 г. № 220-П «О порядке заключения и исполнения сделок РЕПО с государственными ценными бумагами РФ»), однако не является доминирующей практикой внебиржевого рынка, на которую ориентирован Типовой договор.

Статья «Выплата доходов по ценным бумагам» регулирует специфический аспект операций РЕПО. Временная передача права собственности ставит вопрос о распределении доходов, выплачиваемых в этот период эмитентом ценных бумаг. Как правило, финансовая конструкция РЕПО предполагает отнесение таких доходов к первоначальному продавцу и, соответственно, обязательства первоначального покупателя по передаче получаемых им от эмитента платежей.

В РФ схема распределения таких доходов законодательно не оговаривается, т. е. полностью относится на договорные отношения. Ее практическая реализация

несет ряд юридически тонких и неоднозначно трактуемых моментов и особенно усложняется для дивидендов, выплата которых может осуществляться уже после завершения операции РЕПО. Соответственно, можно утверждать, что РЕПО с акциями на период выплаты дивидендов несут повышенные правовые риски. С другой стороны, такая операция может иметь и специфические преимущества, предоставляя первоначальному продавцу право участия в годовом собрании в отрыве от связанных с бумагой фондовых рисков.

- операционная эффективность как на уровне внутренних процедур участников, так и в части упрощения и ускорения процедур взаимодействия между участниками рынка;

- организационная основа для формирования и представления регуляторам коллективной позиции рыночного сообщества;

- отражение рыночной практики (или обычаев делового оборота), которое может быть принято во внимание при разрешении споров, в том числе, в судебном порядке.

Представленный на сегодняшней день Договор РЕПО НФА является, естественно, лишь первым этапом стандартизации рыночной практики. И основная ценность этого договора — не текущий рекомендательный статус, а возможная перспективная системообразующая роль.

Статья «Процедура урегулирования» также является специфической составляющей договора (генерального соглашения) РЕПО, а точнее, налогового РЕПО. Согласно ст. 282 Налогового кодекса РФ предусмотрена возможность при неисполнении второй части РЕПО при выполнении определенных условий урегулировать отношения при сохранении квалификации операции в целях налогового учета как РЕПО. Одним из таких условий является описание «Процедуры урегулирования» в договоре, в связи с чем важным становится не только определение порядка действий сторон в случае нарушения обязательств (которые в принципе могут быть отнесены и к другим разделам), но и явное формальное выполнение условия НК.

ЦЕЛИ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Представленный на сегодняшней день Договор РЕПО НФА является, естественно, лишь первым этапом стандартизации рыночной практики. И основная ценность этого договора — не текущий рекомендательный статус, а возможная перспективная системообразующая роль.

При надлежащем развитии Типового договора его преимуществами могут стать:

- высокое качество, обеспечиваемое коллегиальной разработкой с привлечением лучших специалистов и с учетом опыта ведущих участников рынка;