

Риски РЕПО: первые стандарты



Риски РЕПО сегодня достаточно широко обсуждаются и неоднозначно оцениваются. Некоторые участники рынка из-за высоких рисков ограничивают или даже избегают данного вида операций. Другие отрицают наличие рисков, либо признают их несущественными и не требующими управления. И, наконец, есть мнение, что профессиональное сообщество переоценивает риски РЕПО, а это приводит к завышению рыночных ставок.

Мария КУДРЯВЦЕВА,
генеральный директор консультационной компании
«РискИнфоСервис», эксперт СРО НФА,
кандидат экономических наук

Разброс мнений по поводу рисков РЕПО связан с их разнородностью. Операции РЕПО, включающие два достаточно разнородных по экономическому содержанию и профилю рисков инструмента — прямое РЕПО и обратное РЕПО, влияют практически на все основные виды банковских рисков. При этом, с точки зрения механизмов реализации, риски РЕПО можно условно разделить на две группы — организационные и экономические.

РЕПО, Операция РЕПО — это совокупность двух заключаемых одновременно взаимосвязанных последовательно исполняемых сделок купли-продажи ценных бумаг одинакового выпуска в одинаковом количестве.

Прямое РЕПО — операция РЕПО для первоначального продавца, или продажа ценных бумаг с обратным выкупом.

Обратное РЕПО — операция РЕПО для первоначального покупателя, т.е. операция покупки ценных бумаг с обратной продажей.

Первая по времени исполнения сделка купли-продажи считается первой частью операции РЕПО («первая часть РЕПО»), а вторая, соответственно, — второй частью операции РЕПО («вторая часть РЕПО»). Сделки признаются взаимосвязанными и являются операцией РЕПО в случае, если обязательства сторон по сделке, являющейся второй частью РЕПО, возникают при условии исполнения первой части РЕПО. Сторона — продавец ценных бумаг по первой части РЕПО — выступает

покупателем по второй его части, а сторона, являющаяся покупателем ценных бумаг по первой части РЕПО, выступает продавцом ценных бумаг по его второй части.

Организационные и экономические риски РЕПО

Организационные риски — операционные, правовые и налоговые — зависят от комплекса внутренних и внешних факторов, соответственно, организационного характера.

Внутренние факторы, естественно, находятся в компетенции участника рынка и могут управляться в том числе такими методами, как организация профессиональной экспертизы операций/их условий (договоров), стандартизация договорной базы, а также формализация регламентов взаимодействия, в частности, в рамках нестандартных ситуаций.

Внешние факторы, соответственно, реализуются и регулируются на общерыночном уровне. Причем по мере развития рынка, как правило, происходит развитие законодательной и методической базы, инфраструктуры, а также, как ни странно, стандартизация индивидуальных процедур, договорной базы и аналитического аппарата участников рынка. Указанные процессы, как правило, сопровождаются снижением рисков — и для отдельных участников, и на общерыночном, системном уровне.

В отношении «экономических» рисков складывается противоположная общая тенденция. Мировой опыт последних десятилетий позволяет судить о росте данной категории рисков, что, по мнению как регуляторов, так

и самих участников рынка, увеличивает потребности в риск-менеджменте. Причем в сферу интересов участников рынка попадают и непосредственно собственный риск-менеджмент, и риск-менеджмент контрагентов.

В последние годы для российских и международных финансовых институтов характерно повышенное внимание к риск-менеджменту — на комплексном уровне и в отношении отдельных инструментов. В рамках данной тенденции в 2007 г. в целях содействия повышению качества управления рисками участников российского рынка РЕПО группа экспертов в рамках Комитета по рискам СРО НФА¹ разработала проект Стандартов управления рисками по операциям РЕПО (далее — стандарты).

Стандарты управления рисками по операциям РЕПО

По общему подходу стандарты исходят из приоритета экономического смысла и распространяются на все операции, по содержанию являющиеся РЕПО или близкие к нему, вне зависимости от их бухгалтерского либо налогового признания. При этом определяется, что система управления рисками должна соответствовать «уровню принимаемых рисков, в том числе рыночной роли участника рынка, объему и основным характеристикам его операций». Также предусматривается, что в определенных случаях некоторые риски РЕПО участника рынка могут быть признаны несущественными, что служит основанием для применения упрощенных процедур управления.

Стандарты структурированы по основным², возникающим в связи с проведением операций РЕПО видам рисков:

- кредитным;
- рыночным или ценовым (фондовым);
- ликвидности;
- операционным;
- правовым (юридическим);
- налоговым.

● **Кредитные риски** — *риски возникновения у участника рынка убытков вследствие неисполнения, несвоевременного или неполного исполнения должником финансовых обязательств в соответствии с условиями договора (условиями выпуска ценной бумаги).*

Они возникают при проведении операций РЕПО:

на контрагента по операции РЕПО;

на эмитента ценных бумаг, являющихся предметом операции РЕПО;

а также расчетные кредитные риски на инфраструктурные организации (организаторы торговли, расчетные банки, депозитарии и пр.

Кредитные риски по операции РЕПО обеспечены встречными активами, передаваемыми сторонами по первой части операции РЕПО (денежными средствами или ценными бумагами), а также могут быть ограничены комплексом «встроенных» инструментов управления рисками.

Первоначальный покупатель (кредитор по денежным средствам) несет кредитные риски по обязательствам в денежных средствах:

на контрагента по операции РЕПО (первоначального продавца) — риск обеспечен передачей встречного актива (ценных бумаг). Как правило, стоимость переданных в обеспечение ценных бумаг превышает сумму обязательств в денежных средствах, что регулируется применением коэффициента обеспечения и нижней переоценки;

на эмитента ценных бумаг — риск опосредован риском на первоначального продавца (т.е. может быть реализован только в случае неисполнения обязательств по операции РЕПО.) Данный риск тесно связан с правовым риском, поскольку при формальном переходе права собственности на ценные бумаги первоначальному покупателю возможности по их реализации могут быть ограничены в связи с юридическими нюансами, связанными с условиями договора РЕПО и ситуацией первоначального продавца (в том числе в части процедуры банкротства).

Первоначальный продавец несет кредитные риски по обязательствам в ценных бумагах на контрагента по операции РЕПО (первоначального покупателя), данный риск обеспечен передачей встречного актива (денежных средств).

Соотношение стоимости ценных бумаг и обязательств в денежных средствах может регулироваться применением коэффициента обеспечения и верхней переоценки.

Ценовые риски по операции РЕПО могут быть ограничены комплексом «встроенных» инструментов управления рисками.

Первоначальный покупатель несет ценовые риски по купленным по операции РЕПО ценным бумагам, опосредованные кредитным риском на первоначального продавца (т.е. реализующиеся только в случае неисполнения обязательств по операции РЕПО). С другой стороны, реализация ценовых рисков влияет на степень обеспеченности кредитных рисков.

Ценовые риски первоначального покупателя регулируются применением коэффициента обеспечения и нижней переоценки.

Кроме того, если договорные условия операции РЕПО и внутренние процедуры участника рынка допускают продажу приобретенных по операции РЕПО ценных бумаг, то по возникающим при этом коротким позициям участник рынка также несет ценовые риски.

Первоначальный продавец несет ценовые риски по проданным по операции РЕПО ценным бумагам исходя из обязательства их обратного выкупа на фиксированных стоимостных условиях.

Ценовые риски первоначального продавца могут регулироваться правом требования досрочного исполнения второй части операции открытого РЕПО.

¹ Национальная фондовая ассоциация, саморегулируемая организация (СРО) участников российского фондового рынка, объединяющая более 24 финансовых организаций из 23 регионов 7 федеральных округов России.

² Прочие виды рисков по своим проявлениям и механизмам управления не несут никакой специфики, связанной с операциями РЕПО, поэтому в рамках стандартов не рассматриваются.

В случае рассмотрения участником рынка ценных бумаг, являющихся предметом операции РЕПО, как нерыночного инструмента, ценовые риски по такой операции могут быть признаны несущественными (и замещены кредитными рисками на эмитента ценной бумаги).

Наряду с мерами, необходимыми для адекватного управления каждым видом рисков, стандарты рассматривают комплексные инструменты, одновременно регулирующие (ограничивающие) несколько видов рисков. К таким инструментам для РЕПО относятся лимиты и так называемые встроенные инструменты управления рисками – механизмы управления рисками, предусмотренные структурой операции РЕПО.

● **Верхняя переоценка – порядок, в соответствии с которым в случае увеличения текущей рыночной цены ценных бумаг свыше установленного уровня первоначальный продавец имеет право произвести переоценку обязательств по второй части РЕПО.**

● **Нижняя переоценка – порядок, в соответствии с которым первоначальный покупатель в случае уменьшения текущей рыночной цены ценных бумаг ниже установленного уровня имеет право потребовать у первоначального продавца поставки дополнительного количества ценных бумаг, с тем чтобы общая рыночная стоимость ценных бумаг соответствовала предусмотренному условиям операции РЕПО значению дисконта.**

Так, лимиты, как правило, устанавливаемые исходя из задач регулирования кредитных и рыночных рисков, определяют возможные объемы операций РЕПО, ограничивая тем самым и другие риски – операционные, правовые, налоговые. Стандарты рассматривают возможные виды, структуру и условия лимитов и содержат рекомендации по их применению исключительно организационного характера, так как конкретные значения, формы и даже методы расчета лимитов являются не столько «стандартизируемыми» методологическими вопросами, сколько индивидуальными бизнес-решениями участника рынка.

В отношении «встроенных» инструментов управления рисками РЕПО (к которым стандарты относят верхнюю и нижнюю переоценку, коэффициент обеспечения и открытые сроки РЕПО) ситуация несколько сложнее. Участникам предлагается рассматривать как случаи (и возможные требования/рекомендации) применения этих инструментов в собственных интересах, так и случаи (и возможные ограничения) применения тех же инструментов в интересах контрагентов. Стандарты, как и в отношении лимитов, рассматривают влияние инструментов на различные виды рисков и дают рекомендации организационного характера по их применению.

● **Коэффициент обеспечения – величина, отражающая отношение цены ценных бумаг по первой части РЕПО к текущей рыночной цене на дату совершения операции РЕПО.**

● **Дисконт – 1 – коэффициент обеспечения³.**

Открытое РЕПО, или сделка с возможностью исполнения по требованию – операция РЕПО, при совершении которой стороны согласовали, что обязательства по второй части РЕПО могут быть исполнены в любой день до даты исполнения открытого РЕПО при условии предъявления соответствующего требования.

К общим «межвидовым» вопросам управления рисками РЕПО стандарты также относят информационное обеспечение. Здесь, не давая конкретных рекомендаций, которые могли бы не вписаться в частные системы информационного обеспечения, стандарты обращают внимание на ключевые вопросы, которые должны быть решены для эффективного управления организацией, осуществляющей операции РЕПО, и адекватной количественной оценки рисков. В числе таких рекомендаций можно выделить:

● рассмотрение открытого РЕПО аналогично инструментам до востребования с возможной поправкой, отражающей стандартный для данного сегмента рынка период времени между выставлением/получением требования о досрочном исполнении операции и проведением расчетов;

● учет переоценки при анализе потоков платежей в случае, если рассматриваемые сценарии (и условия сделок) предполагают ее проведение;

● рассмотрение доходов, выплачиваемых эмитентом ценных бумаг, как доходов первоначального продавца с учетом ожидаемого срока фактического поступления средств;

● учет в сценариях, предполагающих неисполнение / невозможность исполнения контрагентом обязательств по второй части РЕПО, реальных перспектив урегулирования ситуации;

● отдельное рассмотрение случаев банкротства контрагента и неисполнения обязательств по другим причинам (технический дефолт, кризис ликвидности и т.п.);

● обеспечение единых подходов к интерпретации условий операций в рамках предусмотренных различными методиками подходов и процедур;

● единый порядок учета условий операций для основных применяемых сценариев анализа рисков.

Технический дефолт – неисполнение первоначальным покупателем обязательств по второй части РЕПО в связи с отсутствием ценных бумаг, являющихся предметом операции РЕПО (в том числе в результате их продажи и невозможности последующего откупа на рынке на адекватных условиях) при его готовности по согласованию с первоначальным продавцом исполнить обязательства в альтернативной форме.

³ Альтернативный термин, достаточно широко распространенный в силу более общего характера, не рекомендуемый к использованию в контексте операций РЕПО:

a) в целях общей целесообразности унификации терминологии, осуществляемой в настоящее время на базе договора РЕПО НФА, использующего термин «коэффициент обеспечения»;

b) в связи с наличием специфического сегмента операций РЕПО (как правило, операций, совершаемых в целях кредитования ценными бумагами) со значениями коэффициента обеспечения выше 1 (100%), для которых применение термина «дисконт» некорректно.

Представляется важной рекомендацию стандартов использовать в качестве резервного источника информации по рыночным ценам фиксинга MIRP⁴ — динамично развивающегося в последние месяцы информационного рыночного ресурса, аккумулирующего на регулярной основе средние котировки ведущих участников рынка.

Риски РЕПО

Из упомянутых видов рисков, возникающих в связи с проведением операций РЕПО, первыми, исходя из их роли на современном российском рынке РЕПО, рассматриваются правовые. Также не вдаваясь в методологические детали — уже юридического характера, — стандарты дают ряд организационных рекомендаций, в том числе:

- об оформлении соглашений с учетом доминирующих отраслевых стандартов, в частности:
 - для операций международного рынка — «Global Master Repurchase Agreement» ISMA.
 - для операций внутреннего российского рынка; — Генерального соглашения НФА об общих условиях проведения операций РЕПО на рынке ценных бумаг⁵;
- об экспертизе Правил организаторов торговли на предмет полноты охвата всех правовых аспектов операции, и в случае необходимости — их дополнении двусторонними соглашениями;
- о применении типовых форм соглашений с обеспечением их актуализации (пересмотра) как на периодической основе, так и с привязкой к изменениям в законодательной базе;
- о включении в процедуру заключения соглашений юридической экспертизы как самого договора, так и контрагента — его правоспособности и деловой репутации.

Правовые (юридические) риски – риски возникновения у участника рынка потерь вследствие:

- a. правовых ошибок (неправильная трактовка юридических норм или неверное составление документов);**
- b. несовершенства правовой системы (противоречивость законодательства, отсутствие правовых норм по регулированию отдельных аспектов деятельности участника рынка);**
- c. несоблюдения участником рынка требований нормативных правовых актов и заключаемых договоров;**
- d. несоблюдения контрагентами участником рынка требований нормативных правовых актов и заключаемых договоров.**

Правовые риски по своей форме, источникам, проявлениям и возможным подходам к управлению не несут специфики операций РЕПО.

Вместе с тем в рамках юридически сложной структуры операции РЕПО именно правовые факторы играют ключевую роль во всех проблемных ситуациях, в том числе связанных с реализацией других видов рисков.

Кроме того, для современного российского рынка РЕПО характерен повышенный по сравнению с другими инструментами уровень правовых рисков.

Стандарты рассматривают традиционный для финансовых рынков набор рисков — кредитные, рыночные, ликвидности и операционные — с акцентами на использование лимитов и «встроенных» инструментов управления рисками РЕПО (стандартные механизмы, предусмотренные структурой операции РЕПО, позволяющие сократить риски одной из сторон) и на специфику РЕПО в процедурах управления и методах анализа рисков. При этом имеется в виду, что общие рекомендации по управлению и анализу рисков приведены в стандартах НФА «Управлению рисками на рынке ценных бумаг», и в контексте операций РЕПО достаточно рассмотреть лишь необходимые дополнения к основным процедурам.

Таким дополнением в части анализа кредитных рисков выступает учет в сценариях вероятных последствий неисполнения контрагентом обязательств по операции, в том числе в зависимости от реализации (стадии реализации) процедуры банкротства.

Для рыночных рисков специфика РЕПО преимущественно связана с использованием лимитов, точнее, с необходимостью введения дополнительных регулирующих риски РЕПО условий для операций прямого РЕПО и возможных операций с ценными бумагами, купленными по РЕПО.

Операции РЕПО, с точки зрения рисков ликвидности, ярко выраженной специфики не имеют, и для операторов, работающих с широким спектром финансовых инструментов, как правило, укладываются в общие процедуры.

Риски ликвидности – риски убытков вследствие неспособности участника рынка обеспечить исполнение своих обязательств в полном объеме (указанное не относится к процедурам технического характера, предусматривающим обязательное совершение действий при наступлении определенных условий).

По операциям РЕПО риски ликвидности возникают:

- у первоначального продавца – по обязательствам в денежных средствах;
- у первоначального покупателя – по обязательствам в ценных бумагах (в случае, если договорные условия операции РЕПО и внутренние процедуры участника рынка допускают проведение операций с ценными бумагами, приобретенными по операциям РЕПО).

Для операционных рисков также минимально характерна специфика РЕПО, однако с учетом роли этих рисков, а также распространенного в рыночной практике развивающегося либо «штучного» характера сделок РЕПО. В стандартах данный вид рисков рассмотрен под-

⁴ Moscow Interbank Reference Price – индикативные цены основных инструментов российского рынка облигаций, на ежедневной основе, рассчитываемые НФА на основании специально формируемых котировок уполномоченных операторов. Значения фиксинга ежедневно публикуются на сайте НФА в ряде информационных систем, включая РБК (бесплатный доступ), Bloomberg и Reuters, а также на сайте ММВБ, где фиксинг выступает в качестве резервной цены.

⁵ Типовое соглашение, разработанное на основе GMRA ISMA с учетом особенностей российского законодательства при участии ключевых участников рынка и утвержденное в 2007 г. Российским советом РЕПО в рекомендательной форме.

робно — в разрезе основных необходимых составляющих, сгруппированных по технологическим этапам:

- предварительный анализ операций РЕПО;
- проведение операции;
- учет и контроль;
- анализ и контроль рисков.

Операционные риски – риски потерь, вызванных неадекватными, неэффективными или ошибочными процессами, действиями персонала или систем, а также внешними факторами. Эти риски по своей форме, источникам, проявлениям и возможным подходам к управлению не несут специфики операций РЕПО.

Вместе с тем эффективное управление операционными рисками, как правило, коррелирует с адекватной организацией всего комплекса процедур по проведению операций и управлению рисками.

Здесь важно отметить необходимость документации специфических составляющих операций РЕПО, и в частности, регламентов действий в случаях:

- неисполнения первой части РЕПО;
- необходимости осуществления контроля за рыночными ценами в целях отслеживания наступления случая переоценки;
- получения/необходимости выставления требования о переоценке;
- получения /выставления требования о досрочном исполнении открытого РЕПО;
- выплаты эмитентом дохода по ценным бумагам в период действия операции РЕПО (купоны, амортизация номинала, дивиденды), и в том числе в случае поступления средств первоначальному покупателю после исполнения им обязательств по второй части РЕПО;
- технического дефолта по второй части РЕПО или ее неисполнения;
- выявления нарушения лимитов, ограничивающих риски по операциям РЕПО.

Также к специфике РЕПО может быть отнесена необходимость дополнительных регулярных процедур:

- контроля попадания (в том числе возможного) в интервал между первой и второй частями РЕПО корпоративных событий по ценным бумагам, являющимся предметом РЕПО:
 - выплат купонов и дивидендов, либо принятия соответствующего решения и/или формирования списков для их осуществления;
 - оферт;
 - частичных и полных погашений основного долга;
 - конверсии, новации и прочих изменений вида ценных бумаг;
 - собраний акционеров (они не являются препятствием для проведения операций РЕПО, однако

требуют дополнительного контроля в отношении соответствия условий операций интересам участника рынка и возможных правовых и налоговых рисков);

– мониторинга целесообразности реализации предусматриваемых условиями РЕПО опций (возможностей), предполагающих решение участника рынка⁶ (например при востребовании исполнения открытого РЕПО).

Последними в стандартах рассматриваются налоговые риски – также на организационном уровне, с акцентом на специфику РЕПО, проявляющуюся:

- в наличии сценариев, несущих повышенные риски, – а именно в рамках действующего на момент разработки стандартов законодательства:
 - процедура урегулирования;
 - случаи корпоративных событий;
- в возможности проведения «неналоговых» РЕПО⁷ и необходимости определения порядка их налогообложения.

Налоговые риски – это риски возникновения у участника рынка потерь вследствие несоблюдения или неправильной трактовки норм налогового законодательства, в том числе при противоречивости либо отсутствии норм по налогообложению отдельных видов деятельности.

Налоговые риски по своей форме, источникам, проявлениям и возможным подходам к управлению не несут специфики операций РЕПО, однако для современного российского рынка РЕПО характерен повышенный по сравнению с другими инструментами уровень данных рисков.

В целом организационный подход стандартов представляется адекватным объекту рассмотрения – составному финансовому инструменту, не имеющему особых новационных составляющих. Соответственно и риск-менеджмент здесь не предполагает особых моделей и инструментов, а лишь их комбинации и дополнительные контрольные позиции. Аналогично система лимитов на принятие рисков по операциям с ценными бумагами, игнорирующая операции РЕПО, была бы неполной.

И в этом контексте логичен подход стандартов, не ограничивающий участников рынка в выборе моделей и методов анализа и управления рисками при условии их соответствия регулятивным требованиям и общепринятой мировой практике управления рисками, а также адекватности роли участника рынка объему и основным параметрам его операций.

Разработчики стандартов полагают, что организация управления рисками по операциям РЕПО на основе стандартов может рассматриваться как предпосылка функционирования надлежащей и адекватной системы управления данными рисками.

⁶ Указанное не относится к процедурам технического характера, предусматривающим обязательное совершение действий при наступлении определенных условий (как, например, выставление требования о переоценке при изменении цены выше установленного уровня).

⁷ То есть операций РЕПО, не признаваемых таковыми в целях налогообложения, например, из-за превышения сроков операции установленного Налоговым кодексом РФ ограничения.