

## ОСОБЛИВОСТІ ПРОВЕДЕННЯ ОПЕРАЦІЙ РЕПО НА УКРАЇНСЬКОМУ ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

*В статті авторами розглянуто проблему проведення операцій РЕПО на українському фінансовому ринку. Аналіз механізму РЕПО - угод, а також практика здійснення операцій РЕПО дають змогу висвітлити основні переваги та ризики для учасників таких операцій та сформулювати рекомендації щодо перспективних напрямків їх використання.*

*In this article authors presented review of problems arising in course of conducting REPO operations on Ukrainian financial market. Analysis of REPO-contract mechanism along with practice of REPO operations provides basis for making conclusions concerning advantages and risks for participants of this type of operations and for formulating recommendations regarding perspectives of using REPO contracts.*

**Постановка проблеми.** Створення ефективно діючого фінансового ринку є найважливішими завданнями розвитку економіки країни. Будь-які масштабні економічні перетворення залишаться незавершеними без створення конкурентоспроможного фінансового сектора, здатного мобілізувати, перерозподіляти та надавати реформованій економіці інвестиційні ресурси. Тому розвиток фондового ринку, як невід'ємної частини фінансового ринку та важливого сегмента національної економіки, набуває першочергового значення.

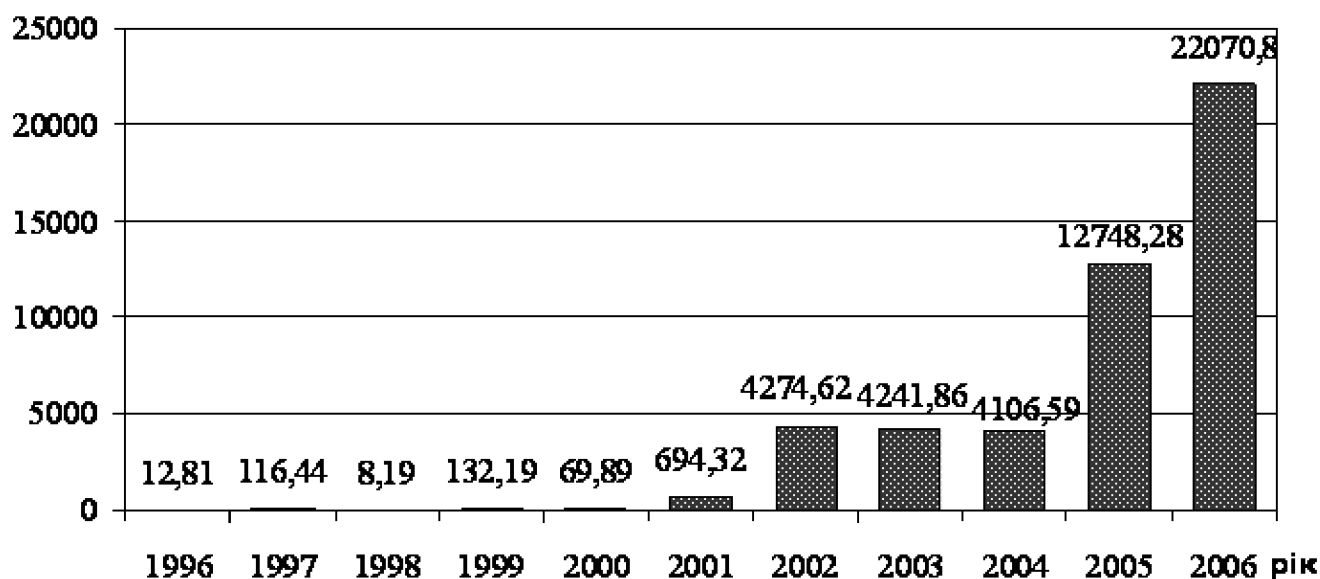
В умовах, коли відбувається синхронізація темпів економічного зростання в базових галузях економіки та зміцнення міжгалузевих зв'язків, простежується тенденція активізації діяльності на фондовому ринку за рахунок збільшення обсягів зареєстрованих випусків цінних паперів та збільшення обсягів торгів на ринку цінних паперів. Протягом 2006 року найважливішим джерелом залучення фінансових ресурсів на ринку цінних паперів був випуск акцій, інвестиційних сертифікатів та облігацій підприємств. Комісією з цінних паперів і фондового ринку зареєстровано 800 випусків облігацій підприємств на суму 22,07 млрд. грн. У структурі емітентів облігацій 2006 року 22,63 % склали банки, 0,39 % - страхові компанії; частка решти емітентів в сукупності складає 76,98 %. Найбільш активними операторами на вторинному ринку облігацій є УКРСИББАНК, "ІНГ Банк (Україна)", "Банк НРБ (Україна)", Кредобанк, ВАБАНК, "Банк ВТБ (Україна)", "Альфа-банк (Україна)".

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Протягом січня-листопада 2006 року Комісією зареєстровано 746 випусків облігацій на суму 18,01 млрд. грн. Обсяг зареєстрованих облігацій за січень-листопад 2006 року збільшився на 7,57 млрд. грн. порівняно з відповідним періодом 2005 року (січень-листопад 2005 року – 10,44 млрд. грн.).

Ринкова аналітика підтверджує, що у 2006 р. середні щотижневі обсяги торгів на вторинному ринку корпоративних і муніципальних облігацій зросли майже в 2,5 рази - з 43 млн. грн. до 106 млн. грн. І саме операції РЕПО стали певною альтернативою міжбанківському ринку, додатковим джерелом доходу для інвесторів, а також інструментом «розкручування» андеррайтерами своїх емітентів.

Дослідженням питань розвитку нових форм українського фінансового ринку займалися наступні науковці: В. Войтов, Ю. Я. Кравченко, Ю.М. Лисенков, В.І. Ляшенко, О.Г. Мендрул, О.Н. Мозговий, В.Науменко, А.І. Римарук, В.Б.Руденко, І.А. Шевчук та ін. В роботах названих авторів увага присвячується сучасним інструментам здійснення операцій на фінансовому ринку та новим технологіям роботи з цінними паперами на міжбанківському кредитному ринку з метою оперативного управління ліквідністю банківської системи.

Ринок міжбанківських кредитів – один із сегментів ринку кредитних ресурсів. Він дає банкам додаткове джерело доходів як за рахунок різниці між цінами купівлі-продажу кредитів та фінансових активів, так і за рахунок диверсифікації процентних ставок за кредитами різної категорії терміновості та доходності фінансових активів. Але надлишкова ліквідність, як і раніше, переважає над процентними ставками, знижуючи прибутковість операцій на ринку МБК (ринку міжбанківських кредитів). Підтвердженням цьому є прибутковість кредитів overnight по котируваннях попиту - 0,15% річних, однак це зростання має скоріше умовне значення - особливих змін на ринку не спостерігалось. Ставки на ринку МБК по котируваннях пропозиції оновили історичний мінімум, знизившись до 1,01% річних. Значні суми коштів на кореспондентських рахунках банків змушують їх шукати шляхи вкладення грошей. Зокрема, останнім часом зростає активність по придбанню банками корпоративних облігацій. У той час, як на українському первинному ринку корпоративних облігацій спостерігається уповільнення обсягів росту торгів, на вторинному ринку обсяги торгів зростають дуже швидкими темпами. Основну частину їхнього обсягу (порядку 80-90%) складають угоди РЕПО.



**Рис. 1. Обсяг зареєстрованих ДКЦПФР випусків облігацій підприємств у 1996-2006 рр., млн. грн.**

Операції РЕПО (англ. repo чи repurchase agreement) використовуються банками через низьку питому вагу операцій з первинного розміщення, а також невисокого обсягу вторинних торгів облігаціями, що пояснюється наявністю вузького кола інвесторів і невеликого вибору ефективних інструментів для інвестування. Даний інструмент застосовується системними банками та банками з іноземним капіталом для оптимізації своїх портфелів облігацій та одержання додаткових доходів, залучення ресурсів і допомоги новим емітентам у закріпленні на фінансовому ринку.

**Мета.** На основі огляду практики здійснення операцій РЕПО на українському фінансовому ринку висвітлити механізм РЕПО - угод, переваги та ризики для учасників таких операцій: банків, торговців цінними паперами, компаній, що вирішили управляти своїми грошовими потоками за допомогою РЕПО - угод.

**Виклад основного матеріалу.** В Україні угода РЕПО укладається як звичайний договір купівлі-продажу цінних паперів, в якому продавець згоден зворотно їх викупити через певний строк за раніше обумовленою ціною. Дана операція з цінними паперами складається з двох частин. Перша частина цієї угоди - *пряме РЕПО* - передбачає купівлю або продаж облігацій чи інших цінних паперів одним контрагентом в іншого із твердим зобов'язанням продавця викупити ці ж цінні папери у визначений термін за іншою ціною. Друга частина - *зворотне РЕПО (reverse repo)* – дзеркальне відображення прямого РЕПО, але з позиції контрагента, що купує цінні папери в першій частині операції, – це покупка цінних паперів з угодою продати ці папери в певний момент у майбутньому за зазначеною у договорі ціною (видача кредиту під заставу зазначених у договорі РЕПО цінних паперів).

Різниця між цінами продажу і зворотного викупу є процентним доходом для покупця (банка) цінних паперів при прямому РЕПО. Ціна зворотного викупу – це початкова ціна ЦП плюс проценти по даній операції. Процентний дохід, який банк отримує від операцій РЕПО, визначається за формулою (1):

$$\text{Процентний дохід} = \frac{\text{Сума коштів, використана для операції РЕПО}}{365} \cdot \text{Ставка РЕПО} \cdot \frac{\text{Термін операції}}{100} \quad (1)$$

Якщо ринок одночасно є ліквідним та волатильним, можна також заробити на зростанні/падінні цін на самі облігації. Наприклад, продаючи облігації за номінальною ціною із зобов'язанням викупити їх через 1 місяць за ціною продажу плюс 5%, на виручені гроші інвестор може купити цінні папери іншого емітента (номінальна вартість яких приблизно така ж), які через місяць подорожчають на 12%. У результаті після закінчення місяця, продавши придбані папери та викупивши свої, інвестор отримає дохід 7% (12% - 5% = 7%) від їх номінальної вартості.

В основному угоди РЕПО укладаються з облігаціями – угоди з акціями не є дуже розповсюдженими в Україні. Місцем проведення операцій РЕПО в Україні є позабіржовий ринок, через ПФТС, де угоди укладаються на короткий строк і на великі суми. Угоди РЕПО здійснюють двома способами: або укладаючи договір РЕПО, в якому обговорені умови обох частин угоди, або підписуючи одночасно два договори купівлі-продажу цінних паперів. Другий варіант в Україні використовують частіше, тому що в такий спосіб можна обійти ряд обмежень НБУ по операціях РЕПО - зокрема, необхідність надавати Нацбанку інформацію про РЕПО – угоду, а також мінімізувати ризик неплатежів контрагентів.

В Україні РЕПО-угоди здійснюють із обмеженим колом цінних паперів. Найчастіше в операціях РЕПО беруть участь облігації емітентів, що випущені у великому обсязі та обертаються на вторинному ринку. Зокрема, це папери компаній приблизно 20 емітентів "першого ешелону" - ЗАЗ, "Луаз", "АВК", "Сармат", "Кернел", "Зерноторгівельна компанія", "Київ-Конті", аеропорт "Бориспіль" та інші, а також деякі муніципальні облігації, серед яких першість займають облігації м. Києва. Це пов'язане з тим, що зазначені облігації є досить надійним інструментом застави в порівнянні, наприклад, з акціями й векселями. Оператори ринку проводять угоди із цими паперами, оскільки

припускають, що вони випущені надійними емітентами зі стійким фінансовим станом і що будуть погашені вчасно. Український ринок облігацій при всіх своїх "але" є більш ліквідний і прозорий, ніж ринок акцій. Основними операторами РЕПО-ринку є великі андерайтери фондового ринку, а також системні банки й банки з іноземним капіталом. Є серед учасників РЕПО-ринку є і небанківські установи (інвестиційні фонди й торговці), але їх мало - всього 20-30 учасників. Вони є найбільш надійними контрагентами з налагодженою технологією роботи із цінними паперами, зокрема, облігаціями. Таким чином, по суті, ринок РЕПО на 95-99% "міжбанківський" і "кредитний". Єдина його відмінність від звичайного ринку міжбанківських кредитів у тім, що кредитні операції на ньому здійснюються шляхом укладання специфічних угод - угод РЕПО (фактично кредитування під заставу вказаних в угоді цінних паперів).

Залучення коштів - основна мета здійснення РЕПО-угод. Якщо у власника облігацій виникла потреба в ресурсах, він може за допомогою цієї операції підвищити свою ліквідність. Для цього при формуванні портфелю необхідно включити до нього високонадійні папери, на які в більшості банків установлені ліміти.

Операції РЕПО також активно використовуються дрібними банками, для яких процедура одержання кредитів на міжбанківському ринку ускладнена. Для одержання кредиту банк повинен надати щось під заставу, в якості якої і виступають цінні папери. По суті, це міжбанківське кредитування, а по факту – РЕПО-угода. Шляхом купівлі довгострокових цінних паперів і рефінансування їх на короткі строки під заставу банк одержує різницю між прибутковістю портфеля паперів і вартістю залучення ресурсів. В Україні, як правило, у першій частині угоди РЕПО облігації продаються по поточній вартості на ринку, а викуповуються за ціною продажу плюс відсоток за користування кредитом, який найчастіше на 1-2% вище, ніж на міжбанківському кредитному ринку, тобто вартість залучених ресурсів в результаті РЕПО-операцій є досить невисокою.

Відсоток за користування кредитом визначається декількома факторами. Насамперед - поточною ситуацією на міжбанківському ринку та ризиком контрагента. В інших країнах, у тому числі в Росії, у першій частині угоди облігації продаються з дисконтом - фактично приймаються в заставу з дисконтом до їхньої реальної вартості. Це дає покупцеві (кредиторові) додаткову гарантію: якщо контрагент не виконає зобов'язання, держатель паперу зможе швидко й без втрат продати її на ринку. Такі операції практикують банки (у тому числі НБУ) при видачі кредитів (рефінансуванні) під заставу цінних паперів.

Термін, на який видається короткостроковий кредит під облігації (РЕПО-операції) – 7- 30 днів. Залежно від терміну дії операцій РЕПО використовуються такі їх види:

- *нічне repo*, термін дії якого - один день, а процентна ставка є фіксованою на весь термін проведення операцій;
- *відкрите repo*, щодо якого в угоді термін не обумовлюється. Кожна зі сторін угоди може вимагати виконання операції в будь-який час, але з обов'язковим повідомленням про завершення цієї угоди. Процентна ставка не є фіксованою, а перераховується кожного разу;
- *строкове repo* - термін операції чітко визначений, процентна ставка є постійною протягом усієї операції.

Підприємства також можуть використати операції РЕПО для отримання прибутку від тимчасово вільних коштів або мінімізації процентних ставок по кредитах. Наприклад, підприємство заключає договір з торговцем ЦП і передає йому в управління тимчасово вільні кошти. Торговець купує облігації дохідністю 14% і заключає серію РЕПО – угод з банками та компаніями ( тобто залучає серію кредитів під облігації), наприклад, на два

тижні із зобов'язанням викупити їх по дохідності, як правило, значно нижчій, аніж дохідність облігацій - 7%. Після цього він перераховує підприємству кошти (протягом одного дня), які отримані в результаті РЕПО – угод. А після закінчення строку договору торговець викупає папери за обумовленою раніше дохідністю 7%. Для підприємства дохід складається із різниці доходу по облігаціям та витрат за РЕПО – операціями:  $14\% - 7\% = 7\%$ . Для порівняння з альтернативним вкладанням коштів на депозит в банк – банки пропонують юридичним особам розміщувати вільні кошти на 1місяць по ставці 4-8% річних. Тобто отримання прибутку з використання операцій РЕПО очевидне.

Мінімізації процентних ставок по кредитах для підприємств можна домогтися за рахунок різниці між ставками по довгострокових і короткострокових кредитах. Наприклад, одержуючи у банку кредит на рік під 17% річних, підприємство може доручити торговцю ЦП купити облігації з дохідністю 14% річних, який шляхом РЕПО-угоди залучає на цей час серію кредитів під облігації, що дозволить весь цей час одержувати короткострокове фінансування по ставці 7% річних. Процентна ставка по кредиту для компанії у кінцевому рахунку складе 10%.

Примітно, що класична угода РЕПО оформляється одним спеціальним контрактом, а те й зовсім просто фіксується кліринговою палатою. В Україні ж необхідність підписання відразу двох договорів (на покупку й на продаж ЦБ) викликана ризиками неплатежів і складністю відчуження цінних паперів.

Основними ризиками при проведенні угод РЕПО з облігаціями в Україні є:

- ризик контрагента (невиконання зобов'язань контрагентом);
- ризик емітента (невиконання зобов'язань емітентом);
- транзакційний ризик (ризик несвоєчасного виконання операцій інфраструктурою — ПФТС, депозитарій, зберігач и т.п.);
- ризик процентних ставок.

Ризики контрагента й емітента на ринку РЕПО є основними. Вони складаються у невиконанні зобов'язань контрагентом (дефолт контрагента) або емітентом (дефолт емітента). Їх мінімізацію здійснюють шляхом ретельного аналізу й моніторингу фінансового стану контрагентів і емітентів, а також установлення лімітів на операції з ними.

Одним з негативних наслідків довгострокового характеру є можливе зростання ризиків, пов'язаних з побудовою пірамід РЕПО. Коли таких пірамід занадто багато, зв'язки між контрагентами досить заплутані. Та сама ж облігація може з'являтися у пірамідах одного інвестора, але на різних рівнях. У такому випадку дефолт одного учасника ринку може привести до невиконання зобов'язань інших і обвалу на ринку в цілому.

Ризик процентних ставок присутній через те, що операції РЕПО, по суті, є кредитними. Ризик зміни курсової вартості облігацій полягає в тому, що вартість облігацій з моменту початку операції РЕПО до її закриття може змінитися. В Україні цей ризик незначний.

Транзакційний ризик виникає внаслідок того, що в угоді зайнята величезна кількість учасників, яким необхідно підписувати безліч документів. Зокрема, у порівнянні з міжбанком, в угоді РЕПО беруть участь депозитарій і зберігач цінних паперів.

Незважаючи на те, що угоди РЕПО - це, по суті, забезпечений облігаціями кредит, ставка по таких операціях найчастіше на 1-2% вище, ніж на МБК. Це зв'язано, скоріше, зі сформованою практикою, а також з тим, що укладення угод РЕПО - процедура більш трудомістка, ніж видача міжбанківського кредиту. Кожна операція вимагає підписання

декількох договорів, зокрема, висновку договорів купівлі-продажу паперів, перекладу їх з рахунку на рахунок, установлення ліміту на облігацію. Цінні папери можуть одразу ж перераховуватися покупцеві або залишатися у продавця на зберіганні й обслуговуванні. Така операція має назву «*довірче РЕПО*».

Незважаючи на те, що видача міжбанківського кредиту істотно простіше, в операції РЕПО є ряд переваг, які поступово залучають все більшу кількість банків. Строки, на які укладаються угоди РЕПО, невеликі, суми угод, як правило, коливаються від 1 млн. грн. до 10 млн. грн., якщо контрагентами виступають банки, і 30-100 тис. грн., якщо контрагент – інвестиційний фонд або торговець цінними паперами.

Операції РЕПО – це також діючий метод розкручування емітента. З їхньою допомогою на ринок виводили облігації "Киевстар Дж.Ес.Эм." (перший випуск), "Дарницький ЗЖБК" (перший випуск) і ряд інших емітентів. На першому етапі розміщення облігації активно продаються за схемою РЕПО в рамках лімітів на андерайтерів. Основне завдання на цьому етапі - домогтися встановлення лімітів на зобов'язання емітента серед великої кількості інвесторів. Тоді на другому етапі облігації будуть продаватися в рамках ліміту й на "емітент-контрагента". Чим більше інвесторів відкрили ліміти на папір, тим він більш ліквідний, тому що більша кількість осіб можуть купити облігацію або звичайним способом, або в РЕПО. Надалі це полегшує розміщення паперів емітента й знижує вартість запозичення для нього. На третьому етапі облігації можуть продаватися в РЕПО тільки в рамках ліміту на емітента.

**Висновки.** Таким чином, активний розвиток сегменту ринку вторинних торгів, які по суті, представляють собою кредитні операції, позитивно впливає на ринок облігацій в Україні в цілому. Операції типу РЕПО, з одного боку, є кредитними, бо той контрагент, що потребує коштів, продає цінні папери. А з іншого - вони регулюють грошовий обіг у країні і підтримують ліквідність банківської системи, господарчих суб'єктів. Не дивлячись на ризики, що несуть ці операції для банків, торговців цінними паперами та підприємств, що вирішили управляти своїми вільними грошовими потоками за допомогою РЕПО-угод, частка подібних операцій у загальному обсязі з роками не скорочується та складає 70-80% ринку облігацій.

Очевидно, що в майбутньому цей сегмент ринку має гарні перспективи розвитку по збільшенню своїх обсягів, кількості торговельних інструментів і учасників ринку.

### Список літератури

1. Закон України "Про банки та банківську діяльність": Затв. Постановою ВРУ від 20.09.2001 № 2740-111 // ВВР України. — 1991.—№25. —С. 281.
2. Інструкція про міжбанківські розрахунки в Україні: Затв. постановою Правління НБУ від 27.12.99 № 621.
3. Фондовий ринок України: правове регулювання: Ч.1,2.- К.: Український інститут розвитку фондового ринку, 2001.
4. Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг: курс лекций. - К.: ВИРА-Р, 2002.
5. Операції комерційних банків / Р. Коцовська, В. Ричаківська, Г. Табачук, Я. Грудзевич, М. Вознюк. - 4-те вид. - К.: Алерта, 2004. - 500 с.
6. Павлова Л.Н. Операции с корпоративными ценными бумагами. - М., 1997.
7. Росс Стивен и др. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. -М.: Лаборатория базовых знаний, 2000.
8. Гусін Ю, Єременко А. РЕПО-урожай // Бізнес.-2006.- №32