

## Bevezetés

*A pénzpiac rohamos fejlődése következtében az utóbbi időkben egyre gyakrabban kerültek terítékre repóval kapcsolatos kérdések. Tanulmányunkban összefoglaltuk a repópiacok főbb jellemzőit, a fogalmi meghatározásoktól kezdve a történeti áttekintésen keresztül a jelenlegi nemzetközi és hazai gyakorlatig.*

*A magyar repópiac elemzése során számos problémával találtuk szembe magunkat. Ezek elsősorban a repó jogi szabályozatlanságából, az egyes jogszabályok értelmezési problémájából, a jegybanki tartalékrendelkezésekből, a repó számvitelével és elszámolásával kapcsolatban, illetve az egyes piaci szereplők ismereteinek hiányosságaiból származnak. A problémák rendszerezett áttekintésével reményeink szerint tisztázásukhoz is hozzájárultunk.*

*A repópiac fellendítése fontos célként kezelendő, hiszen a fejlett pénz- és tőkepiacok alkotóelemeként hozzájárul a monetáris politika hatékonyságának növeléséhez.*

*Köszönetet mondunk Dr. Istvánovics Évának a jogi vonatkozású részekhez nyújtott segítségéért, Romhányi Baláznak a német, Gyulafalvi Enikőnek a francia nyelvű szakirodalom fordításáért. Külön köszönet illeti mindazokat az üzleti területen dolgozó szakembereket, akik támogatásukkal hozzájárultak ahhoz, hogy ez az elemzés megszülethessen.*

## 1. | A repó definíciója, típusok, egyedi elemek, testvérkonstrukciók

*a repóügylet két tranzakció eredője*

A repó elnevezés a 'sale and repurchase agreement' kifejezés rövidítése, amit magyarul visszavásárlási megállapodásnak fordíthatunk. A repóügylet két tranzakció eredője, amelynél a felek a tranzakciókat egy csomagként kezelik. Az ügylet első lépése egy adott értékpapír (legtöbbször állampapír) prompt eladása vagy vétele, majd ezt követően a prompt tranzakció fordítottjának megfelelő tranzakció egy előre meghatározott idő elteltével. A repóügyletnek tehát eltérő időpontokban két lába van, melyek közül az első az azonnali vagy prompt (illetve eladási) láb, míg a másodikat határidős (vagy visszavásárlási) lábnak nevezzük.

A repóügyletben a prompt pénz- és értékpapírmozgások egy előre rögzített későbbi időpontban ellentétes irányban megismétlődnek, ezért az ügyletet felfoghatjuk egy értékpapírkölcsön és egy ellentétes irányú pénzkölcsön eredőjeként. A repószerződések értelmében általában a kölcsönadott értékpapírhoz kapcsolódó jogok (árfolyam- és kamatjövedelem) az eredeti tulajdonost illetik meg. A repóügyletek célja mindig pénzkölcsön felvétele vagy adása megfelelő értékpapír-fedezete mellett, illetve specifikus értékpapírok kölcsönvétele.

Az eredeti eladási és a határidős visszavásárlási árakat már az ügylet kezdetén megállapítják a felek. A két árat úgy határozzák meg, hogy azok különbözete megegyezzen egy fedezettel biztosított kölcsön kamatával.

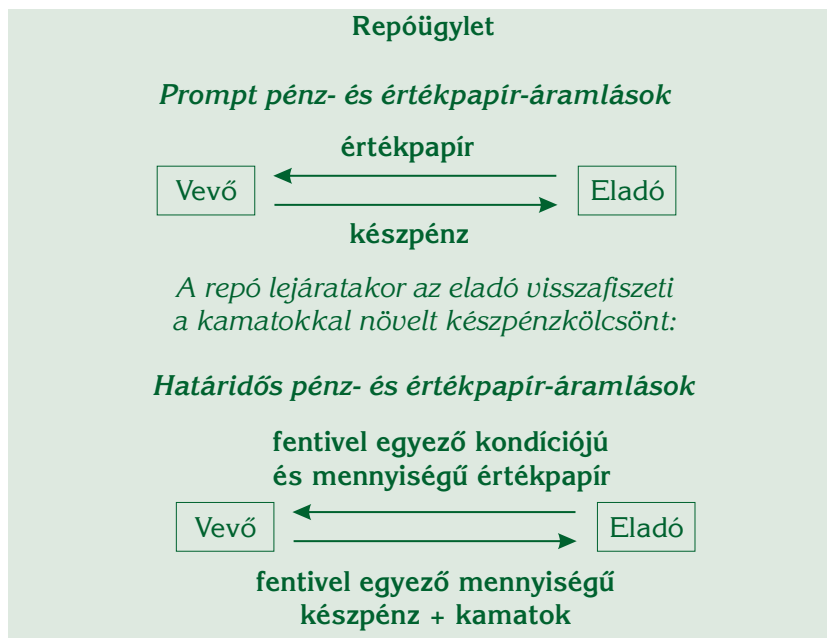
*a repóügylet két szereplője*

A klasszikus repóügylet két szereplője az **eladó** (vagy kölcsönadó) – aki a kezdeti időpontban eladja értékpapírját, majd egy későbbi időpontban visszavásárolja azt –, valamint a **vevő** (vagy kölcsönvevő vagy befektető) – aki gyakorlatilag pénzkölcsönt nyújt értékpapír-fedezet mellett. Fontos megjegyezni, hogy a fenti elnevezések a kötvénypiaci terminológiát követik, és nem a pénzpiacit. Pénzpiaci terminológia szerint ugyanis kölcsönadónak a pénz kölcsönadóját, vagyis az értékpapír kölcsönvevőjét nevezik.

Amennyiben a repóügylet a vevő befektetési szándéka által motivált (vagyis pénzt akar kihelyezni), számára nincs jelentősége annak, hogy a fedezetként kapott értékpapír (*collateral*) pontosan milyen futamidővel, kamatozással stb. rendelkezik. Számára elsősorban az értékpapír hitelképessége és likviditása fontos, ezért legtöbbször állampapírokat használnak repóügyletek fedezeteként.

Bizonyos esetekben előfordul, hogy a repó a vevő fél kezdeményezésére jön létre, aki valamilyen értékpapírból short (határidős eladási) pozícióban van. Ilyen esetben a vevő számára kifejezetten fontos, hogy pontosan olyan papírt kapjon pénzért cserébe, amelyből eladási kötelezettsége áll fenn. Az angol terminológia különbséget tesz az ilyen **speciális értékpapír-fedezetek** (*special*) és a fentebb tárgyalt **általános értékpapír-fedezetek** (*general collateral v. GC*) között.

Egy értékpapír attól függően válik speciális fedezetté, hogy mennyire van iránta túlkereslet a piacon. Amennyiben a vevő által igényelt értékpapír nehezen beszerezhető, az eladó könnyen kialakulhat magának alacsonyabb kamatot a kölcsönvett pénzre. Minél ritkább értékpapírról van szó tehát, annál alacsonyabb lehet a repókamatláb.



A repók alapvetően rövid – egy nap (O/N) és egy év között változó, de jellemzően 1 hónapon belüli – lejáratú ügyletek. A konstrukció egyik fő vonzerejét éppen a futamidő megválasztásának rendkívül rugalmas lehetősége adja, ami tág teret enged a különböző lejáratú szabad pénzeszközök kihelyezésének. Emellett azonban adódnak más előnyök is. A készpénz kölcsönadója számára a repó vonzó kihelyezést jelent alacsony kockázata miatt. Ha a pénz kölcsönvevője nem fizet, a kölcsönadó felhasználhatja a fedezetként nála lévő értékpapírokat. Az ügyletet megelőzően a készpénz kölcsönadójának érdemes megvizsgálnia mind a kölcsönvevő, mind a fedezetként

*a repó előnyei*

szereplő értékpapír kibocsátójának hitelképességét. A pénz kölcsönvevője szempontjából a repóügylet előnye abban rejlik, hogy a portfóliójában lévő értékpapírok segítségével olcsóbb hitelekhez, vagy olyan forráshoz juthat, amelyet papírok hiányában képtelen lenne megszerezni.

## 1.1 Repóügyletek fajtái

*csoportosítás a futamidő szempontjából*

A repókat többféleképpen csoportosíthatjuk. Futamidő szempontjából beszélhetünk **rögzített** (*term repo*) és **nyitott futamidejű** (*open repo* v. *day-to-day repo*) repókról. Amennyiben a futamidőt a felek előre nem rögzítik, nyitott repóügyletről beszélünk. Ilyen esetekben bármelyik ügyfél bármikor kezdeményezheti az ügylet lezárását bizonyos (általában két napos) felmondási határidővel. Nyitott repónál a repókamatláb naponta változik – gyakorlatilag a repót napon-ta továbbgörgetik.

*a tranzakció iránya*

A tranzakció irányától függően beszélhetünk aktív, illetve passzív repóról. **Aktív repó** (*repo*) esetén a kezdeti értékpapír-eladást ugyanazon, vagy egy hasonló kondíciójú értékpapír határidős visszavásárlása követ. **Passzív repó** (*reverse repo*) esetén éppen ellenkező tranzakciók sorozatáról van szó – prompt értékpapírvételt határidős eladás követ. Mivel a repóügylet szereplői adott időpontban egymással éppen ellentétes tranzakciókat bonyolítanak, ezért az az ügylet, amely egyikük szempontjából aktív, az a másik szempontjából passzív repónak tekinthető és fordítva. Éppen emiatt a fenti terminológiát (ti. aktív, illetve passzív repó) kizárólag olyan esetekben fogjuk használni, amikor az ügylet egyik szereplője a jegybank, és ezekben az esetekben mindig a jegybank partnerének szemszögéből vizsgálva használjuk az elnevezést. (Amennyiben a jegybank pénzt kölcsönöz, aktív repóról, amikor pedig pénzt von ki a piacról, passzív repóról beszélünk.)

*fedezet feletti tulajdonjog szempontjából*

A fedezetként használt értékpapír feletti tulajdonjog szempontjából beszélhetünk **szállításos** (*delivery repo*), illetve **óvadéki** (*hold-in-custody repo*<sup>1</sup>) repóról. Szállításos repó esetén a tulajdonjog az ügylet idejére az eladóról átszáll a vevőre, aki ezalatt szabadon rendelkezhet az értékpapír felett. A határidős visszavásárlás időpontjában a vevőnek vissza kell szolgáltatnia az eredeti vagy – megállapodástól függően – azzal megegyező kondíciójú papírokat az eladó részére. Óvadéki repó esetén a tulajdonjog az eladónál marad, de az értékpapírokat a vevő részére elkülönített letéti számlára helyezi (zá-

<sup>1</sup> Az óvadéki repó (vagy más néven zárolásos repó) leggyakrabban használt angol elnevezése a hold-in-custody (HIC) repo, de emellett még számos elnevezése ismeretes, úgymint: nondelivery repo, pledged repo vagy letter repo. Tulajdonjog szempontjából óvadéki típusú repónak tekinthető az ún. háromszereplős repó is, bár a klasszikus óvadéki repó és a háromszereplős repó között különbséget kell tenni. Ezzel a kérdéssel később részletesen foglalkozunk.

rolja). Amennyiben az eladó a visszavásárlás időpontjában nem tud eleget tenni fizetési kötelezettségének, az értékpapírok a vevő tulajdonába kerülnek.

A repópiacon három, jellegében nagyon hasonló ügyletet különböztethetünk meg: a **klasszikus repót** (*classic v. 'US-style' repo*), az **eladás/visszavásárlás (buy/sell-back) ügyleteket**, valamint az **értékpapír-kölcsönzést** (*securities lending*).

### 1.1.1 Klasszikus repó

A klasszikus repóügyletekre vonatkozó szerződéseket Amerikában az ún. PSA (*Public Securities Association*) megállapodás (*PSA agreement*) szabályozza, míg Európában a PSA/ISMA Általános Repó Keretegyezmény (*PSA/ISMA Global Master Repo Agreement - GMRA*) alapján köttetnek a repóügyletek.

*a fejlettebb piacok rendelkeznek repó-keretszerződéssel*

Klasszikus szállítós repóügylet időtartama alatt a fedeztként szolgáló értékpapírral kapcsolatban felmerülő kamatfizetések a vevőt illetik meg, de a visszavásárlás időpontjában (vagy megegyezéstől függően akár visszavásárlás előtt is) az értékpapírral együtt a vevő köteles a kamatbevétellel azonos összeget az eladó számára jóváírni. Óvadéki repó esetén a kuponfizetések az eladó számláján kerülnek jóváírásra, mivel maga az értékpapír is az ő tulajdonában marad.

A nemzetközi gyakorlat szerint a repóügyletekbe bevont értékpapírok többnyire bruttó pénzáramlású papírok, vagyis a kamatokat adó levonása előtt fizetik ki. A GMRA egyezmény alapján kötött szerződések kifejezetten ilyen értékpapírokkal történő repóügyleteket támogatnak. A GMRA szerint ha a vevő bármilyen – az értékpapírhoz kapcsolódó – adózott (nettó) jövedelemben részesül, az eladó felé akkor is a bruttó összeget köteles megfizetni. Nettó kifizetésű értékpapírok esetén a felek külön repószerződést köthetnek.

### Árkalkuláció

A repó ára megegyezik a repókamatlábbal. Ez az ár a repóügylet spot és határidős tranzakcióiban bekövetkező pénzmozgások különbözeteként jelenik meg. A spot tranzakció során az értékpapír kölcsönvevője kifizeti az értékpapír árát, amelyet a határidős visszavásárlás során a repó kamatának összegével növelve visszakap. Az értékpapír ára nem minden esetben egyezik meg a piaci vagy a cash-flow alapján számított árral. Mivel repóügyleteknél az értékpapírok fedeztként szolgálnak, ezért a befogadási árfolyam a piaci árhoz képest felárat (vagy bizonyos esetekben diszkontot) is tartalmazhat.

*a repó ára megegyezik a repókamatlábbal*

Óvadéki repó esetén a határidős tranzakcióban fizetett ár csak a repókamatlábbal növeli meg a spot pénzmozgás összegét, s nem tükrözi az értékpapír időközben felhalmozott kamatát. A kamatok ugyanis az értékpapír eredeti tulajdonosát illetik meg.

Szállításos repónál viszont a tulajdonjog átszáll a vevőre, így a futamidő során az értékpapírhoz kapcsolódó pénzáramlások is őt illetik meg. A kapott kamatok, illetve egyéb jövedelmeket a vevő a határidős pénzmozgás során visszafizeti az eladónak.

### Repóügylet pénzáramlásai

**Spot pénzáramlás** = kötvény névértéke  $\times$  (nettó árfolyam + felhalmozott kamat) / 100

**Határidős pénzáramlás:**

Óvadéki repónál: spot pénzáramlás  $\times$  (1 + repókamat  $\times$  repó futamideje / 360 v. 365<sup>2</sup>)

Szállításos repónál: spot pénzáramlás  $\times$  (1 + repókamat  $\times$  repó futamideje / 360 v. 365) + futamidő alatt fedezeti papírra kapott kamat  $\times$  (1 + repókamat  $\times$  T),

ahol T = a kamatfizetés és a repó lejáratá közötti napok száma / 360 v. 365.

repóügyletek  
indíttatása

A fenti számítás azt feltételezi, hogy az ügylet egy meghatározott értékpapír-mennyiség kölcsönadásán alapul. Ilyenkor adott mennyiségű értékpapír alapján kell a pénzáramlások nagyságát kiszámítani. Ez valóban jellemző a repóügyletek egy részénél, főleg akkor, ha az ügyletet egy speciális értékpapír kölcsönvételi szándéka motiválja, vagy ha a kölcsönadó az általa birtokolt értékpapírokat előreláthatólag nem fogja felhasználni egy bizonyos ideig, ezért arra az átmeneti időre ki szeretné azokat helyezni. A repóügyletek egyik része ilyen ún. **értékpapír-indíttatású** (*security-driven*), másik részük pedig **pénz kölcsönvételén vagy kölcsönadásán alapul** (*cash-driven*). A pénzvezérelt repóügyleteknél a kölcsönadott pénzösszeg adott, és abból kell visszaszámítani a fedezetként szolgáltatott értékpapírok mennyiségét.

### Pénzindíttatású ügyletek számítása

**Értékpapír mennyisége** = spot pénzáramlás / (nettó árfolyam + felhalmozott kamat) / 100

**Határidős pénzáramlás** = spot pénzáramlás  $\times$  (1 + repó kamatláb  $\times$  repó futamideje / 360 v. 365)

<sup>2</sup> A repóügyletek kalkulációjánál megegyezés szerint számolnak 360 vagy 365 napos évvel. A megegyezés általában attól függ, hogy kik a szerződő felek. A bankok általában a 360 napos kalkulációt preferálják (mivel ők a bankközi piacon ehhez vannak hozzászokva), brókercégek pedig kötvénypiaci számításokból kifolyólag inkább 365 napos évvel számolnak.

## Fedezetértékelés

A fedezetként szolgáltatott értékpapírok értéke az ügylet futamideje alatt az árfolyamok mozgásából eredően változhat. Ennek ellensúlyozására hasznos lehet a fedezet értékének napi felülvizsgálata, valamint annak ellenőrzése, hogy a fedezeti érték eléri-e a kölcsön összegét. Abban az esetben, ha a fedezettség nem áll fenn, az értékpapír eladójának pótlólagos befizetést kell teljesítenie, amelyet megegyezéstől függően megtehet készpénzbefizetéssel, illetve állampapír-zárolással. Ellenkező esetben, vagyis ha az értékpapír árfolyama emelkedik, akkor az értékpapír kölcsönadója követelhet pénzvisszatérítést, illetve zárolásfeloldást partnerétől. A fedezet újraértékelését általában naponta végzik, bár ha a kezdetben alkalmazott biztonsági sáv (*haircut* v. *initial margin*) elég magas, akkor nem feltétlenül van szükség a napi újraértékelés alkalmazására. A széles biztonsági sáv hátránya elsősorban a pénz kölcsönvevőjénél jelentkezik, aki ugyanazért az értékpapírért kevesebb pénzösszeghez tud jutni, mint amennyit napi újraértékelés esetén elérhetne. A pénz kölcsönadója szempontjából előnyös ez a konstrukció, hiszen az értékpapír nagyobb árfolyamesése mellett is fedezve érezheti magát (persze csak addig, amíg a biztonsági sáv nagyobb az árfolyamcsökkenés mértékénél).

*napi fedezetértékelés  
us. magas biztonsági  
sáv*

### Biztonsági sáv (*haircut*) érvényesítése az árban

*Készpénzfizetés az ügylet elején = (kötvény névértéke x (nettó árfolyam + felhalmozott kamat) / 100) / [1 + biztonsági sáv által meghatározott diszkont (*haircut* rate)]*

*Ügylet végén visszafizetendő pénzösszeg = ügylet elején fizetett készpénz x (1 + repó kamatláb x napok száma / 360 v. 365)*

A biztonsági sáv alkalmazása és nagysága függ a fedezetértékelés módszerétől, valamint a partnerek hitelképességétől. Ha az eladó bonitása magasabb a vevőénél, könnyen előfordulhat, hogy a pénzkölcsön összege meghaladja a fedezet értékét.

A fedezetként leggyakrabban használt állampapírok napi árfolyamváltozása általában csekély pótlólagos befizetéseket indokol napi szinten. A tranzakciós költségek miatt a kisösszegű napi pénzmozgások veszteségessé tehetik a fedezetkorrigálás folyamatát, ezért a felek gyakran megegyeznek egy úgynevezett túréshatárban (*threshold*), amelyet általában az árfolyam vagy a hozam egy bizonyos százalékában állapítanak meg, és amely eléréséig nem szükséges a pótlólagos befizetések, illetve fölös fedezetfelszabadítások teljesítése.

A fedezetek napi újraértékelésénél célszerű az értékpapírok bruttó árfolyamát figyelembe venni, hiszen ez az az árfolyam, amelyen az eladó esetleges nemteljesítése esetén a papírokat értékesíteni lehetne. Ugyanígy elmondható, hogy a fedezet értékét mindig a pénzkölcsön aktuális felhalmozott kamatokkal növelt összegéhez kell igazítani.

Amennyiben az elszámolási rendszer nem biztosít keretet a fedezetek mozgatásához az ügylet futamideje alatt, a fedezet értékének korrigálását a repóügylet lezárásával, majd egy új, hasonló lejáratú és értékű ügylet megnyitásával, valamint a megfelelő mértékű fedezet biztosításával lehet megoldani (amennyiben az elszámolási rendszer megengedi). Előfordul olyan eset is, amikor az új ügylet az eredeti ügylet biztositott fedezet értéke szolgál alapul, és ahhoz igazítják a fizetendő készpénz nagyságát. Ez főleg akkor jellemző, amikor a repó értékpapír-oldali indíttatású.

### Értékpapír-helyettesítés

*repóügylet vonzerejét  
növeli az értékpapír-helyettesítés lehetősége*

Amennyiben a repószerződés (és az elszámolási rendszer) megengedi, lehetőség van az ügylet futamideje alatt a fedezetként szolgáló értékpapírok helyettesítésére, pontosabban kicserélésére. Ha az ügylet nem egy speciális értékpapír kölcsönvétele által motivált, hanem pénzkölcsön-indíttatású, akkor az értékpapír kölcsönvevője szempontjából általában nincs jelentősége, hogy milyen értékpapír szolgál fedezetül. Számára csak az a fontos, hogy a fedezet megfelelő likviditású és értékű legyen a csere előtt és után egyaránt. Az egy ügylet keretében lebonyolítható cserék számát a repószerződések rögzíteni szokták. Amennyiben a repóügylet értékpapír-indíttatású, általában kizárják az értékpapír-helyettesítés lehetőségét, hiszen ezzel a vevő eredeti szándéka hiúsulna meg.

Az alábbiakban a klasszikus repó számos változata közül ismertetünk néhányat.

### Kétszereplős, háromszereplős és óvadéki repó

*háromszereplős repónál az értékpapírok letétkezelését egy független harmadik fél végzi*

Az eddig vázolt repóügyletek közös jellemzője, hogy mindegyiknek két szereplője van (*bilateral repo*). Előfordul azonban, hogy a két fél megbíz egy harmadik szereplőt (*triparty agent*) a fedezetként szolgáló értékpapírok letéti kezelésével. Ebben az esetben az eladó az értékpapírokat a letétkezelőhöz szállítja, aki azokat a vevő nevére megnyitott letéti számlán tartja. A letétkezelő feladatai magában foglalják:

- a DVP<sup>3</sup> elv biztosítását a repóügylet mindkét végén,

<sup>3</sup> DVP (Delivery Versus Payment = szállítás fizetés ellenében): értékpapírügyleteknél a teljesítés csak akkor történik meg, ha eladói oldalon az értékpapír, vevői oldalon pedig a szükséges pénz egyidejűleg rendelkezésre áll a megfelelő számlákon.



- a fedezet értékének napi kiszámítását és erről mindkét fél részére történő folyamatos információszolgáltatást,
- annak biztosítását, hogy az értékpapír-fedezet minden tekintetben megfeleljen a vevő elvárásainak,
- az értékpapír napi újraértékelését (*marking to market*) annak érdekében, hogy a fedezet megfelelő mértékű legyen,
- bárminemű értékpapír-helyettesítés ellenőrzését.

A letétkezelővel kötött megállapodás az alaprepószerződéstől külön szerződés keretében történik mindhárom fél részvételével. A letétkezelő díja az eladó számláját terheli. Európában leggyakrabban az Euroclear és a Cedel – nemzetközi elszámolóházak – végeznek nemzetközi repóügyleteknél letétkezelői tevékenységet, míg az USA-ban ezt a szerepet többnyire a Bank of New York vagy a Chemical Bank tölti be.

Értékpapír-helyettesítésre a magyar elszámolási rendszer jelenleg nem biztosít lehetőséget, de a jegybanki aktív repóügyletek futamidejének rövidege miatt erre nem is igazán volt eddig szükség (az aktív repók ugyanis O/N lejáratúak, csak a ritkán előforduló gyorstenderek, illetve az eddig nem alkalmazott normál tenderek futamideje lehet ennél hosszabb). Az értékpapír-helyettesítés jelentősége Magyarországon a piaci repók (ld. később) esetén jelentkezik inkább.

A **háromszereplős repóügyleteknél** a vevő számára hátrányt jelent, hogy a fedezetként kapott értékpapírokkal a repó ideje alatt nem rendelkezhet szabadon (vagyis például nem repózhatja ki azokat egy másik ügylet keretében). Ugyanez az eladó számára előnyös, hiszen ő jogosult marad értékpapír-helyettesítésre az ügylet futamideje alatt. Ha például a fedezeti értékpapírra időközben szükség van, azt helyettesítheti egy hasonló kondíciójú értékpapírral a vevő letéti számláján (*substitution*). Előnyös viszont a vevő számára a harmadik félként beiktatott letétkezelő által nyújtott biztonság, amely garantálja, hogy a zárolt papírokat az eladó nem tudja a futamidő során más ügyletbe felhasználni. A vevő számára a háromoldalú repóügylet az alábbi előnyökkel jár:

- magasabb repódíj beszedésének lehetősége, amit az eladó hajlandó lehet fizetni az értékpapír-helyettesítési lehetőség miatt,
- független letétkezelő miatt biztosított alacsony ügyfélkockázat,
- csekély adminisztrációs és jogi költségek.

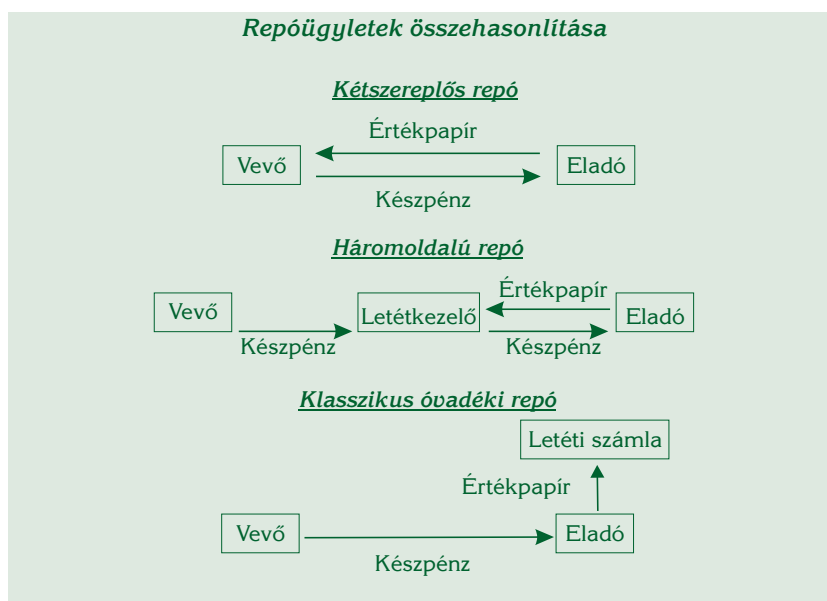
A háromoldalú repót eleinte csak a központi bankok használták az elszámolások biztonságának növelése érdekében. A piaci szereplők egymás között csak később kezdték használni a repónak ezt a formáját. A biztonságnak persze ára van: a fejlett piacokon az elszámolóházak kb. 1,5–4 bázispontos felárat számítanak fel a repó-elszámolások biztosításáért. A felszámított díjak általában a volumen növekedésével arányosan csökkennek. 1997 végén az amerikai O/N repópiac – amely kb. 1 trillió dolláros forgalmat bonyolított – 70%-át háromoldalú repók tették ki. Ugyanekkor Európában a 170 milliárd dolláros O/N repópiacnak csupán kb. 25%-a bonyoló-

*a háromszereplős repó előnyei és hátrányai*

dott háromoldalú repóként az Euroclear adatai szerint. A háromoldalú repók részaránya fokozatosan nő, de a növekedésnek a felár mellett az elszámolási rendszerek infrastrukturális korlátai is akadályt jelentenek.

a klasszikus óvadéki és a háromszereplős repó közötti különbség a letétkezelő személye

Ha egy repó futamideje nagyon rövid, vagy ha az eladó többszöri helyettesítést kíván eszközölni, az értékpapírok szállítási költsége relatíve túl magasra szökhet. Erre nyújt megoldást a **klasszikus óvadéki repó**, amelynél az értékpapír az eladó birtokában marad, de azokat a vevő részére saját elkülönített letéti számláján tartja. A vevő számára a háromoldalú repóhoz képest ez természetesen magasabb ügyfélkockázatot jelent, amiért cserébe magasabb hozamot vár el. Csakúgy mint a háromoldalú repónál, a vevő itt sem használhatja az értékpapírokat az ügylet folyamán. Az eladó számára nagyon kényelmes ez a konstrukció, hiszen az összes adminisztrációt saját letétkezelője végzi, s emellett lehetősége van értékpapír-helyettesítésre is. Fontos megjegyezni, hogy egy adott értékpapírt az eladó egyszerre csak egy repóügyletben használhat fel.



A Magyar Nemzeti Bank által bonyolított aktív repóügyletek óvadéki repóként vannak nevesítve annak ellenére, hogy a fenti sémák alapján ezek az ügyletek nem illelnek bele a klasszikus óvadéki típus fogalmába, inkább a háromoldalú repóhoz állnak közelebb. Értékpapír oldalon a háromoldalú repónak megfelelően egy független letétkezelőnél (Keler Rt.) történik a zárolás, viszont a készpénz oldal nem a Keleren, hanem a Nemzeti Bankon keresztül bonyolódik. Az értékpapír- és készpénzoldali elszámolás különválasztása annak köszönhető, hogy a Keler Rt. nem vezethet pénzforgalmi számlát ügyfelei számára, azt a bankok esetében az MNB végzi. Az elszámolások az MNB és a Keler között működő „hot-line” rendszernek köszönhetően DVP elv alapján működnek.

Nem látjuk szükségesnek a jegybanki repók szállítási típusú repóvá történő átalakítását. Aktív repók esetén a jegybanknak nem célja a papírok forgatása, azokat kizárólag fedezeti célból kéri be partnereitől.

A szállítási típusú konstrukció elsősorban az MNB partnerei számára lenne előnyös, nekik is csak passzív repók esetén, hiszen ilyenkor a fedezetként kapott papírokat az ügylet futamideje alatt továbbforgathatják.

### Variációk klasszikus repóra

*A klasszikus repón belül a változatos piaci igények következtében igen sokféle speciális konstrukció alakult ki. Az alábbiakban ezek közül ismertetünk néhányat.*

#### *Részvény-fedezetű repó (Equity repo)*

Repóügyletekhez nem mindig állampapírokat használnak fedezetül. A '90-es évek eleje óta egyre elterjedtebbé váltak azon repóügyletek, amelyeknél a fedezetet részvények szolgáltatták. A részvényrepó kialakulását elősegítette, hogy a jelentős részvényportfólióval rendelkező befektetési társaságok kedvező hitellehetőséget keresve a meglévő részvényeiket hitelek fedezetül ajánlották fel. Így a fedezetlen hiteleknél alacsonyabb kamattal jutottak külső forráshoz. A likvid piaci szereplők számára is kecsesítő volt a piac ilyen irányú fejlődése, hiszen tágult a pénzkihelyezési lehetőségek tárháza, ráadásul – a részvények magasabb kockázatából fakadóan – a klasszikus állampapír fedezetű ügyletekhez képest magasabb hozamot értek el részvények fedezetként való elfogadása esetén. (A részvények magasabb kockázata nagyobb volatilitásukból valamint alacsonyabb likviditásukból származik. A nagyobb kockázat egyúttal a repókamat és/vagy a fedezetértékelésnél alkalmazott biztonsági sáv növekedését jelenti.)

#### *Opciós repó*

A repónak ezen fajtája Franciaországban terjedt el leginkább (vente a réméré), bár Magyarországon is előszeretettel használják a piaci szereplők, s sokszor 'nem valódi repó' névvel illetik. A konstrukció lényege, hogy a két partner egyike csak opciós jogot vállal határidős kötelezettségének teljesítésére. Tehát vagy a határidős pénzáramlás, vagy a határidős értékpapír-áramlás csupán feltételes lesz, ami a másik fél számára kockázatot jelent, s ezt a repó díjban érvényesíti.

#### *Keresztvalutás repó (Cross-currency repo)*

Előfordul, hogy az eladó más valutában kívánja felvenni a pénzkölcsönt, mint amilyen valutában az általa kölcsönadott értékpapír van denominálva. Az ilyen repó ügyleteket nevezzük keresztvalutás repóknak. Az értékpapír ebben az esetben nagyobb volatilitású, mint a klasszikus repó ügyletek esetében, hiszen árfolyama ki van téve mind a kamatláb, mind pedig a valutaárfolyamok ingadozásainak. Ennek ellensúlyozására a vevő magasabb repódíjat követelhet.

*Dollár repó (Dollar repo)*

Dollár repónál a vevőnek joga van ahhoz, hogy a kölcsönkapott értékpapiroktól különböző papírokat juttasson vissza az eladóhoz az ügylet lejáratkor, de a visszaadott és a kölcsönvett papírok összértékének meg kell egyezniük.

*Határidős repó (Forward start repo)*

A repó ügyletek prompt lábának elszámolása általában az ügyletbe bevont értékpapír elszámolási szabályainak megfelelően történik. Határidős repónál azonban az ügylet első lába egy előre meghatározott későbbi időpontban kerül elszámolásra.

*Részletfizetési repó (Flex repo)*

Részletfizetési repónál a készpénzt részletekben törleszti az eladó. Ez a konstrukció akkor lehet hasznos, ha például az eladó a repóból befolyó pénzt egy amortizálódó eszköz megvásárlására kívánja fordítani.

*Változó kamatozású repó (Floating rate repo)*

A változó kamatozású repók általában hosszabb futamidejűek, és kamatukat egy előre meghatározott irányadó instrumentumhoz (pl. LIBOR) kötve állapítják meg, előre meghatározott időközönként.

*Lejáratú repó (Reverse to Maturity)*

Ha a repó futamideje megegyezik a fedezetként használt értékpapír hátralévő futamidejével, lejáratú repóról beszélünk. Ez az ügylet gyakorlatilag a fedezetként szolgáló értékpapírok eladásával egyenértékű.

**1.1.2 Eladás/visszavásárlás (Buy/sell-back)**

*az E/V ügylet két lábát két szerződés rögzíti*

Az eladás/visszavásárlás (E/V) ügylet nagyon hasonlít a klasszikus repóügyletnek, csupán annyiban különbözik attól, hogy az ügylet két lábát nem egy, hanem két szerződés rögzíti. *Az E/V gyakorlatilag két egymást követő prompt adásvételi ügylet, amelyek végeredménye közgazdasági tartalmát tekintve megegyezik a klasszikus repóval.*

**Kamatfizetés**

Amennyiben az E/V ügylet időtartama alatt a fedezetként szolgáló értékpapírra kamatfizetés esedékes, az a vevőt illeti meg, csakúgy, mint klasszikus szállítási repóügylet esetén. Különbség viszont, hogy az E/V ügyletnél általában ez az összeg nem kerül vissza az eladóhoz, így azt valamilyen formában a vevőnek kompenzálnia kell. A kompenzációt leggyakrabban a kötvény árázásában érvényesítik a felek.

Amennyiben az E/V ügylet futamideje alatt nem történik kamatfizetés, az ügylet végén visszafizetendő összeg az alábbiak szerint számítható ki.

#### *E/V ügylet határidős pénzáramlása*

*Határidős pénzáramlás = (eredeti vételi árfolyam + felhalmozott kamat)  $\times$  (1 + E/V kamat  $\times$  t),  
ahol: t = futamidő napjainak száma / 360 v. 365.*

Kamatfizetés esetén a vevő fogja megkapni a fizetett kamatot, amelynek összegével csökkenteni kell az eladó által az ügylet végén visszafizetendő pénzkölcsönt. Mivel a vevőnek lehetősége van a kapott kamatok befektetésére a futamidő alatt, az ebből szerzett jövedelem is levonható a visszafizetendő összegből. (Általában a befektetés hozamát a repó hozamával egyezőnek tekintik, de más rátával való számolás sem eredményezne lényeges eltérést.)

Az eladás-/visszavásárlás-ügyletek végén visszafizetendő pénzösszeg általános képletét az alábbiak szerint írhatjuk fel.

#### *E/V határidős pénzáramlása*

*Határidős pénzáramlás = (eredeti vételi árfolyam + felhalmozott kamat)  $\times$  (1 + E/V kamat  $\times$  t) – kifizetett kamat  $\times$  (1 + repó kamat  $\times$  T),  
ahol: t = futamidő napjainak száma / 360 v. 365,  
T pedig a kamatfizetés és az E/V lejáratá közt napok száma / 360 v. 365.*

Amennyiben az ügylet futamideje alatt a fedezetként szolgáló értékpapírhoz kapcsolódó bármilyen pénzkifizetés történik, azt a kamatfizetéssel megegyezően kell figyelembe venni a pénzáramlások kiszámításánál.

**Értékpapír-helyettesítésről** az E/V ügyleteknél nem beszélhetünk, mivel az ügylet két különálló tranzakcióból áll. Amennyiben a felek a fedezetként szolgáló értékpapírt másik papírral kívánják helyettesíteni, le kell zárniuk az eredeti ügyletet, és egy új, az eredetivel egyező lejáratú és kamattartalmú ügyletet nyitni az új értékpapírral helyettesítve.

*értékpapír-helyettesítés csak új ügylet megnyitásával lehetséges*

*Az E/V előnyei és hátrányai a klasszikus repóval szemben*

*Hátrányok:*

- Az E/V ügylet eredetileg nem teszi lehetővé nemteljesítés esetén az ügylet lezárását, mivel maga az ügylet nem egy szerződésben van rögzítve, hanem két külön tranzakció eredőjeként adódik. Az E/V PSA/ISMA alapszerződésbe való

bevétele azonban elméletileg lehetőséget ad a nemteljesítés szabályozására.

- Az E/V ügyleteknél a fedezet értékének korrigálása az ügylet futamidő alatti lezárásával, újraértékelésével, majd újbóli megnyitásával oldható meg.
- Az E/V ügylet eladójának nincs joga futamidő alatt az értékpapírhoz kapcsolódó jövedelmekhez, ezért a jövedelmet le kell vonnia a visszavásárlási árból. A gyakorlatban hallgatólagos megállapodás van arról, hogy amennyiben a vevő az értékpapírhoz kapcsolódóan valamilyen előre nem várt jövedelmet szerez, az eladót kompenzálja.
- E/V ügylet esetén csak az ügylet lezárásával és újraárazás utáni újbóli megnyitásával van lehetőség értékpapír-helyettesítésre.

*Előnyök:*

- Az E/V ügylet könyvelése egyszerűbb, mint a repóé, mivel nincs szükség napi újraértékelésre.
- A dokumentáció hiánya csökkenti a jogi költségeket és gyorsíthatja az eljárás folyamatát.
- A repóval ellentétben az E/V egyértelműen nem hitelügylet, hanem adásvétel, ami bizonyos országokban (pl. Magyarországon) a bankok számára tartalékolási szempontok miatt előnyt jelenthet.

### 1.1.3 Értékpapír-kölcsönzés

Mint korábban említettük, a repóügyletek egy része értékpapír-indíttatású, vagyis az ügylet egy specifikus értékpapír kölcsönvételi szándéka által vezérelt. Elképzelhető az is, hogy a papír kölcsönadója nem szándékozik az ügylet futamidejére pénzkölcsönhöz jutni a kölcsönadott értékpapír ellenében, mivel likviditása megfelelő, és nem kívánja megfizetni a pénzkihelyezés és a kölcsönvétel kamatainak különbözetét. Mindazonáltal ki tudja használni az előnyt annak, hogy olyan értékpapírral rendelkezik, amelyre kereslet mutatkozik a piacon. Ebben az esetben kölcsönadhatja a tulajdonában lévő értékpapírokat, amelyeket a kölcsön lejártakor egy előre meghatározott felár mellett kap vissza. Az ilyen ügyleteket értékpapír-kölcsönzési ügyleteknek (*securities lending v. stock lending*) nevezzük.

*a kölcsönadott értékpapír fedezete bármi lehet, amit a kölcsönadó elfogad*

A kölcsönadónak természetesen szüksége van valamilyen fedezetre, amelyet általában egy, a kölcsönadott papírral megegyező értékű másik értékpapír biztosíthat. A fedezet nem feltétlenül kell, hogy értékpapír legyen, gyakorlatilag bármi lehet, amit a kölcsönadó fél elfogad. A gyakorlatban legtöbbször valamilyen állampapírt

használnak erre a célra, de fedezetként használható letéti jegy, készpénz, bankári elfogadvány stb.



Az értékpapír-kölcsönzési ügyleteket a repóügyletekhez hasonlóan egyetlen szerződés szabályozza. Régiótól függően változó, hogy melyik keretszerződést veszik az ügylet alapjául. Angliában inkább az **OSLA** (*Overseas Securities Lender's Agreement*), vagy az **ESLA** (*Equity Stock Lending Agreement*) szolgál az ügyletek alapjául attól függően, hogy a kölcsönzés tárgyául szolgáló értékpapír kötvény vagy részvény. Amerikában többnyire a **PSA** "Master Securities Loan Agreement"-je használatos.

Értékpapír-kölcsönzés esetén az átadott értékpapírral együtt nem minden esetben száll át az értékpapír tulajdonjoga a kölcsönvevőre, mint szállítási repó vagy E/V ügylet esetén. Az OSLA szerződés értelmében értékpapír-kölcsönzésnél a tulajdonjog mind a kölcsönadott értékpapírral, mind a fedezetként szolgáló értékpapírral együtt átszáll a másik félre. A PSA szerződések a fedezetként szolgáló papírokat csak zálogként ismerik el.

A kölcsönadott értékpapírra fizetendő kamat (vagy bármely más pénzáramlás) az ügylet futamideje alatt a kölcsönvevőt illeti meg, akinek azután kötelessége a kölcsönadót a kifizetett kamat mértékében kompenzálni. Ugyanez érvényes fordított irányban is a fedezetként adott értékpapírra. Amennyiben az értékpapír-kölcsönzést szabályozó szerződés alapján a kölcsönügylet alatt az értékpapírok tulajdonjoga nem száll át a kölcsönvevőre, a papírokhoz kapcsolódó kifizetések is természetesen az eredeti tulajdonost illetik meg, vagyis ebben az esetben nincsen utólagos kompenzáció sem.

A kölcsönadott értékpapírhoz kapcsolódó jogok (pl. szavazati jog, átváltási jog stb.) szerződéstől függően kerülnek át a kölcsönvevőhöz. Bemutatóra szóló értékpapírok esetén a mindenkori birtokos – vagyis kölcsönügylet esetén a kölcsönvevő – gyakorolhatja a papírhoz kapcsolódó jogokat. A szerződés rögzítheti azt is, hogy a köl-

*a kölcsönadott értékpapír tulajdonjoga nem mindig száll át a kölcsönvevőre*

csönvevő a kölcsönadó akarata szerint gyakorolja a tulajdonosi jogokat a kölcsönadott értékpapír felett.

### *Értékpapír-kölcsönzés az elszámolóházaknál*

*a fejlettebb elszámolóházak automatikus értékpapír-kölcsönzési szolgáltatást biztosítanak*

Értékpapír-elszámolásakor előfordulhat, hogy az értékpapír (kölcsön)vevője nem tudja teljesíteni kötelezettségét, mert az elszámolás pillanatában nem rendelkezik a teljesítéshez szükséges papírokkal. A legtöbb elszámolóház ilyenkor életbe lépteti automatikus kölcsönzési mechanizmusát, amely biztosítja, hogy a vevő fél a megfelelő időben hozzájusson a vásárolt értékpapírhoz. Értékpapír-kölcsönzés alatt ilyenkor azt kell érteni, hogy az elszámolóház az értékpapír kölcsönzési rendszerbe bevont tagok valamelyikétől kölcsönveszi, majd az eladó cég számára kölcsönadja az értékpapírokat. A vevő cég köteles a papírokat egy meghatározott időn belül visszaszolgáltatni a kölcsönadók részére. Ilyenkor általában egy-két nap áll rendelkezésére ahhoz, hogy a megfelelő értékpapírokat a piacon beszerezze. Az automatikus értékpapír-kölcsönzésnek különösen nagy jelentősége van a multilaterális nettó elszámolásoknál, hiszen ilyenkor egyetlen ügylet nemteljesítése felboríthatja a napon belüli összes ügylet elszámolását.

Magyarországon jelenleg a Keler Rt. T+2-es állampapír elszámolási rendszerében létezik automatikus értékpapír kölcsönzés.<sup>4</sup> A rendszer működése a következő:

Az átmenetileg szabad állampapírral rendelkező cégek, amelyek a Keler Rt.-nél vezetik értékpapír-számlájukat, kölcsönadási szándékkal elhelyezik szabad állampapírjaikat egy ún. 'technikai állampapír pool'-ban. A T+2 állampapír-elszámolásban résztvevő klíring tagok, amelyek T+1 napon nem rendelkeznek fedezettel, automatikusan kölcsönt kapnak, amennyiben a szükséges értékpapír a poolban rendelkezésre áll, és a klíringtag rendelkezik a szükséges fedezettel.

A T+2-es elszámoláshoz kapcsolódóan a kölcsön időtartama maximálisan 3 nap lehet. Fedezetlenség esetén T+1 napon délután kerül sor a kölcsönzésre, olyan időpontban, amikor a számlákon már további mozgás nem történhet. T+2 napon megtörténik az elszámolás, és T+3 napon a kölcsönvevő teljesít a pool felé, majd a KELER Rt. a kölcsönadó megfelelő számlájára helyezi a papírokat.

A kölcsönzési rendszer közvetett módon működik, ami azt jelenti, hogy mind a kölcsönadók, mind a kölcsönvevők a közvetítő szerepet betöltő KELER Rt.-vel állnak szerződéses kapcsolatban, egymást nem ismerik. A KELER Rt. nem vállal garanciát a kölcsönzésben résztvevő cégek felé. Működteti a kölcsönzéshez szükséges számlákat, a kapcsolódó garanciarendszert, vezeti a nyilvántartásokat, kapcsolatot tart a kölcsönadókkal, figyeli a fedezeteket, limiteket határoz meg, életbe lépteti a nemteljesítések során szükséges kényszerintézkedéseket. A kölcsönzési rendszer igénybevételére eddig még nem volt szükség, köszönhetően annak, hogy ezidáig nem volt példa nemteljesítésre.

*az automatikus értékpapír-kölcsönzés az elszámolások biztonságát növeli*

Az elszámolások biztonságát nagyban növeli a kölcsönzési rendszer bevezetése, amennyiben megfelelő mennyiségű és összetételű állampapír vonható be. Ennek feltétele, hogy a rendszer a köl-

<sup>4</sup> Forrás: A Keler középtávú stratégiája, 1996. március.



csönadók számára megfelelő biztonsággal és ezzel összhangban álló hozammal működjön, a kölcsönvevők számára pedig ne jelentsen irreálisan magas terheket.

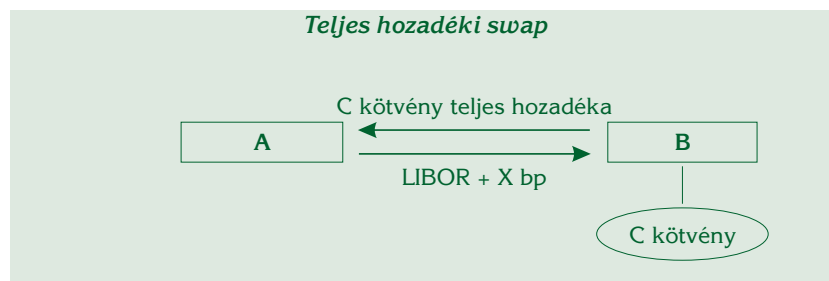
#### 1.1.4 Egy példa szintetikus repóra: teljes hozadéki swap

Repóügyleteket többféle módon lehet előállítani más ügyletek eredőjeként. Az ilyen összetett pozíciókat, amelyeknek közgazdasági tartalma megegyezik a repóval, szintetikus repóknak nevezzük. Fentebb már bemutatunk egy példát a szintetikus repóra – az E/V ügyletet –, amely elterjedtsége miatt ma már a repóügyletek egyik alfajaként is ismert.

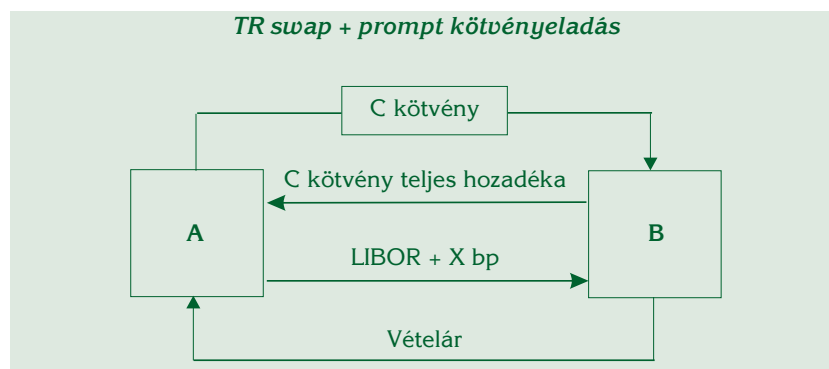
*repóügyletek szintetikus előállítására számos megoldás kínálkozik*

Valamivel bonyolultabb, de bizonyos országokban igencsak elterjedt az ún. teljes hozadéki swap (total return swap: TR swap), amely az ügylet alapjául szolgáló értékpapír eladásával kombinálva a repóügylettel közgazdaságilag azonos eredményt biztosít.

A teljes hozadéki swap hasonlít az egyéb piaci swapokra – leginkább a kamatswapra – abban, hogy valódi fizikai mozgás nem történik, csupán a különbözetek nettó elszámolása valósul meg. A különbség abban áll, hogy az alapul vett értékpapír felhalmozott kamatán kívül a tőke-átértékelődésből származó kockázatot is elcseréli az egyik fél a fix (vagy valamihez kötött) biztonságos kamatra. Ez eredetileg a következő felállásból származott: 'B' rendelkezik 'C' kötvénnyel, amelynek egy bizonyos ideig nem akarja vállalni a kamat- és piaci kockázatát. Ezért ezt megpróbálja elswappolni 'A'-val, aki magas hozamra akar szert tenni (kockázatkedvelő) anélkül, hogy a kötvény vásárlásához szükséges összeggel rendelkezne. 'A' vállalja 'C' kötvénynek a kamat- és piaci kockázatát – a futamidő alatti teljes hozadék az ő birtokába kerül – míg 'B' ezért biztonságos LIBOR+spread kamatot kap. 'A' akkor jár jól, ha az adott időszakban nem következik be jelentős visszaesés a kötvény hozamában, és magasabb lesz 'C' hozadéka, mint az általa fizetni szükséges rögzített kamat. A TR swap teljes futamideje alatt 'A' viseli a 'C' kötvény árfolyam-változásainak előnyeit, illetve hátrányait.



A TR swap a referenciakötvény azonnali eladásával kombinálva előállítja a szintetikus repókonstrukciót. Tétélezzük fel, hogy 'A' a tulajdonában lévő kötvényt eladja 'B'-nek (vagy bárki másnak a likvid piacon), és egyben TR swap megállapodást köt 'B'-vel arról, hogy a továbbiakban is viseli a kötvény minden kockázatát a TR swap futamideje alatt. A futamidő leteltével a swap vevője ('A') választhat, hogy visszavásárolja 'C' kötvényt (akár 'B'-től is) vagy nem. Az eljárás előállítja a repóügyletben szereplő felek közötti cash-flow mozgást, és a gazdasági tartalma is megegyezik vele. Amennyiben 'A'-t tekintjük a szállítós repó eladójának, 'B'-t pedig a repó vásárlójának, akkor pontosan a TR swap egy lehetséges kimenetelét kapjuk (amikor az eladási és a visszavásárlási oldalon is a swapügylet szereplői vesznek részt).



A TR swapnak több előnye is lehet a klasszikus repóval szemben:

- Egyes országokban és esetekben a swap és az adás-vétel költségei alacsonyabbak a repó ügyleténél (beleértve a repóval foglalkozó személyzet költségeit és a fedezet zárolásának a díját).
- Rugalmasabb a repónál, mivel mind az aktív fél, mind a passzív fél akár három különböző partnerrel is lebonyolíthatja a repót szintetizáló konstrukciót. Illetve magasabb a résztvevők szabadsága abban, hogy a TR swapplejázatával kötnék-e egy fordított adás-vételi ügyletet a likvid piacon, vagy a swap ideje alatt fennálló tulajdoni pozícióban maradnak.
- A legfontosabb indok a TR swaprepót kiváltó szerepének elterjedésével kapcsolatban, hogy sok repódealer rendelkezik óriási (magas kockázatú kötvény, illetve) repópozíciókkal a mérlegében. A klasszikus repó fedezetét ugyanis szerepeltetni kell a mérlegben, hiszen a konstrukció szerves részét képezi a visszavásárlási kötelezettség. Tehát egy argentin vagy mexikói kötvénnyel rendelkező értékpapír-kereskedő hiába repózza ki a különlegesen magas kockázatú papírokat, az to-

vábra is rontja a pozícióját a beszámolási időszakban. Ezért ezekben az időszakokban a feszített mérleggel rendelkező kereskedőknek érdekükben áll olyan megoldást keresni, amellyel eltüntethetik rizikós papírjaikat arra az időre, amikor a beszámoló készül. A végleges eladással párosított TR swapügylet során a mérlegből végleg kikerül az eladott papír, ugyanakkor a kockázata továbbra is az eladó felet terheli. A vevő számára ugyanakkor valamilyen ellentételezést kell szolgáltatni, motiválni kell arra, hogy ne egy hasonló tartalmú klasszikus repóügyletet kössön (pl.: a repónál magasabb rögzített kamatot). Ezt úgy is nevezik, hogy a feszített mérleggel rendelkező cég „megvásárolja” a tartalékokkal rendelkező vállalkozás mérlegében lévő kihasználatlan lehetőségeket. Ilyenkor gyakran megfigyelhető, hogy a hónap közben levő repóügyletek magas száma a hó végével lecsökken, és egy-egy rövid időszakra megemelkedik a TR swap + végleges eladási konstrukció népszerűsége.

A fenti ügylet alkalmazásának gátja vagy legalábbis a népszerűségét csökkentő tényező lehet a jogi háttér, illetve a szokásjog kialakultságának hiánya. Még a hitel típusú származékos ügyletek terén legkiterjedtebb dokumentációt és szerződéses hátteret kidolgozó ISDA sem készített a szokványokat és a nemzetközi ajánlásokat rögzítő iránymutatást a TR swap tárgyában.

## 1.2 A repó díját befolyásoló tényezők

Az üzleti repókamatok általában alacsonyabbak a bankközi pénzügyi kamatoknál. Ennek egyszerű magyarázata a repó hitel mögött álló értékpapír-fedezet megléte. Ezen kívül még számos tényező befolyásolja a repó díját:

*a repó díját számos tényező befolyásolja*

- A repókamatláb alapvetően inkább a pénzügyi kamatlábakhoz igazodik (betét, CD), mintsem a kötvénypiaci kamatokhoz.
- A kötvénypiaci tendenciák is hatással vannak a repókamatokra: általános besszhangulatban, amikor a brókerek többsége short pozícióban van kötvényekből, s ezért kölcsönpapírokra van szüksége, a repókamatok valószínűleg alacsonyabbak lesznek. Ellenkező helyzetben – vagyis felfelé ívelő piacon – a brókereknek inkább tőkére van szükségük pozícióik finanszírozásához, ami a hiteleket drágítja.
- A repódíj magasabb, ha a fedezetként szolgáló értékpapír kevésbé likvid – mivel ezeket a papírokat a vevő nehezebben tudja értékesíteni az eladó nemteljesítése esetén.

- Szállítási repó esetén az értékpapír-helyettesítés lehetősége megemelheti a repó díját, hiszen az kényelmi előnyöket biztosít az eladó számára, ugyanakkor leszűkíti a vevő mozgásterét. Minél több helyettesítési lehetőség megengedett, annál magasabb lehet a repókamatláb.
- Magasabb hitelkockázata miatt az óvadéki repó drágább a szállítási repónál. A háromszereplős repó hitelkockázata és ezzel együtt a díja is az előbbi két konstrukció között helyezkedik el.
- A repókamatláb negatív irányba leginkább a speciális fedezetű ügyleteknél mozdulhat el. Minél nehezebben beszerezhető papírról van szó, annál alacsonyabb kamaton lehet hajlandó a vevő hitelt nyújtani – esetenként akár jóval a pénzügyi kamatok alatt is.

Nyitott repóügylet esetén, amikor a repókamatláb az O/N kamatokhoz van kötve, és naponta újraszámításra kerül, alacsonyabb repókamatlábba számíthatunk, mint folyamatosan továbbgörgetett egynapos repó esetén. A nyitott repónál ugyanis – bár fennállhat a helyettesítés lehetősége, valamint az ügylet egynapos határidővel felmondható – nem jelennek meg a napi értékpapír-transzferálási költségek, amelyek egy hasonló futamidejű, naponta továbbgörgetett O/N repónál felmerülnének.

### 1.3 Repóval kapcsolatos kockázatok

A repóügyletek egyik fő vonzereje alacsony kockázatukban rejlik. A hagyományos kölcsönügyletekhez képest az értékpapír-fedezet jelentős kockázatmérséklő szerepet jelent, de azért repók esetén is vannak olyan tényezők, amelyek nem zárják ki az esetleges veszteségek lehetőségét.

*a partner  
nemteljesítésének  
veszélye*

Első megközelítésre azt gondolhatnánk, hogy repóügylet során mindkét fél fedezve van, hiszen a pénzmozgással szemben egyidejűleg ellentétes irányú értékpapírmozgás történik, vagyis mindkét fél kezébe kapja az általa kiadott pénz, illetve értékpapír ellenértékét. Ehhez azonban az szükséges, hogy a partnerek valóban teljesítsék a szerződésben rögzített kötelezettségüket, vagyis készpénz-, illetve értékpapír-transzferjüket az ügylet elején és végén. A partner nemteljesítésének veszélye a **partnerkockázatban** jelenik meg. Ahhoz, hogy a felek teljes biztonságban érezhessék magukat partnerük utalásaival kapcsolatban, érdemes köztes szereplőként egy (vagy több) elszámolóházat az ügyletbe iktatniuk (három- vagy többoldalú repó), amely biztosítja a DVP elszámolás teljesülését.

*a fedezet kibocsátójá-  
nak csődje*

Szállítási repó esetén az értékpapír kölcsönvevője szempontjából kockázatot jelent továbbá a fedezetként szolgáló papír kibo-

csátójának csődje (*kibocsátói kockázat*). Amennyiben a kibocsátó csődbe kerül, és a repóügyletben szereplő eladó fél ennek következtében nem hajlandó visszavásárolni a kölcsönadott papírokat, az értékpapír tulajdonosa (a vevő) a csődbe került cég hitelezőjeként hátrасorolt követeléssel rendelkezőként fog szerepelni. Ilyenkor követelése kielégítetlen maradhat. (Részvényfedezetű repónál még rosszabb a helyzet, hiszen a részvénytulajdonosok állnak a kielégítési rangsor legvégén felszámolási eljárás esetén.) Ezen kockázat minimalizálása érdekében fedezetként legtöbbször kizárólag állampapírok szerepelhetnek, amelyek a legnagyobb biztonságot nyújtják.

Hosszabb futamidejű repóügyleteknél még a biztonságos állampapír-fedezetek esetén is adódhat veszteség a fedezet értékének elmozdulásából, amennyiben nem történik meg a fedezetek értékének rendszeres felülvizsgálata. Azokon a piacokon, ahol a kamatok gyakran és relatíve nagymértékben változnak, a fix kamatozású állampapírok árfolyama jelentősen elmozdulhat (*piaci kockázat*). Rövidebb futamidejű repóknál alacsonyabb az árfolyam-elmozdulásból adódó potenciális veszteség. Hosszabb futamidő esetén viszont jelentős veszteségek keletkezhetnek, amennyiben nem használnak megfelelő fedezetértékelési technikát a felek. Mindkét fél számára a legelőnyösebb és legnagyobb biztonságot a napi fedezetértékelés nyújt, amely biztosítja a fedezet értékének napi korrigálását.

Az árfolyam-elmozdulásból adódó kockázat fokozódik, ha keresztvalutás repóról van szó. Ezeknél az ügyleteknél ugyanis a fedezetként használt külföldi értékpapír árfolyamának elmozdulása mellett a valutaárfolyam elmozdulásából adódó kockázat is szerepet játszik (*árfolyamkockázat*).

*a fedezet értékének elmozdulása...*

*...még veszélyesebb lehet külföldi papírok esetén*