

# Рамочное соглашение GMRA как пример стандартной документации на международном рынке репо

**Аннотация.** В статье приводится общая характеристика договорных стандартов Международной ассоциации рынков капитала (ICMA) для заключения и исполнения внебиржевых договоров репо, а также делается особый акцент на GMRA 2011 — актуальном стандартном соглашении этой ассоциации. Автор констатирует недостаточность международной унификации правового регулирования в области рынков ценных бумаг, которая приводит к необходимости договорной унификации самими участниками таких рынков. В статье последовательно рассматривается общая характеристика договора репо, деятельность ассоциации в области подготовки стандартной документации, механизм трансграничного договора репо согласно соглашению GMRA 2011. Отмечается, что положения этого договора о порядке заключения отдельных сделок репо отличаются высокой гибкостью, а права стороны в случае нарушения договора защищены при помощи механизма ликвидационного неттинга. В качестве преимуществ использования документации ICMA отмечается наличие страновых приложений, приводящих ее в соответствие с требованиями локального законодательства отдельных стран, а также регулярное обновление стандартных договоров. Успешному применению GMRA 2011 в сделках с российскими контрагентами способствует ее признание российским регулятором в качестве примерных условий договора репо, наличие специального странового приложения, а также перевод договора на русский язык. В условиях санкционного давления и наличия российских антисанкций возможность использования договора GMRA в сделках с контрагентами из «недружественных» стран представляется затруднительной. Однако документация ICMA по-прежнему может применяться для операций репо со сторонами, инкорпорированными в других регионах, делая возможным переориентацию российского финансового сектора на азиатские рынки.

**Ключевые слова:** рамочное соглашение; GMRA; ICMA; договоры репо; неттинг; единый договор; *lex mercatoria*; обратная покупка; финансовые рынки; международные контракты.

**Для цитирования:** Клементьев А. П. Рамочное соглашение GMRA как пример стандартной документации на международном рынке репо // Актуальные проблемы российского права. — 2024. — Т. 19. — № 1. — С. 66–78. — DOI: 10.17803/1994-1471.2024.158.1.066-078.

---

© Клементьев А. П., 2024

\* Клементьев Алексей Петрович, старший преподаватель департамента правового регулирования бизнеса факультета права Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» Мясницкая ул., д. 20, г. Москва, Россия, 101000 aklementiev@hse.ru

## The GMRA Framework Agreement as an Example of Standard Documentation on the International REPO Market

**Aleksey P. Klementyev**, Senior Lecturer, Department of Legal Regulation of Business, Faculty of Law, National Research University Higher School of Economics  
20, Myasnitskaya St., Moscow 101000, Russian Federation  
aklementiev@hse.ru

**Abstract.** The paper provides a general description of the contractual standards of the International Capital Markets Association (ICMA) for concluding and executing over-the-counter repo agreements and focuses on the GMRA 2011 — the most relevant standard agreement of this Association. The author underlines insufficiency of international unification of legal regulation in the field of securities markets, which leads to the need for contractual unification by the participants of such markets themselves. The paper consistently examines general characteristics of the repo agreement, work of the Association in preparing standard documentation, the mechanism of a cross-border repo agreement in accordance with the GMRA 2011 agreement. It is noted that the provisions of this agreement on the procedure for concluding individual repo transactions are highly flexible, and the rights of a party in case of violation of the agreement are protected using the liquidation netting mechanism. The advantages of using ICMA documentation include the availability of country applications that bring it into line with the requirements of local legislation in certain countries, as well as regular updating of standard contracts. Successful application of GMRA 2011 in transactions with Russian counterparties is facilitated by its recognition by the Russian regulator as approximate terms of the repo agreement, a special country application, and translation of the agreement into Russian. In the context of sanctions pressure and the presence of Russian anti-sanctions, the possibility of using the GMRA agreement in transactions with counterparties from «unfriendly» countries seems difficult. However, ICMA documentation can still be used for repo transactions with parties incorporated in other regions, making it possible to refocus the Russian financial sector to Asian markets.

**Keywords:** framework agreement; GMRA; ICMA; repo agreements; netting; single agreement; lex mercatoria; reverse purchase; financial markets; international contracts.

**Cite as:** Klementyev AP. The GMRA Framework Agreement as an Example of Standard Documentation on the International REPO Market. *Aktual'nye problemy rossijskogo prava*. 2024;19.(1):66-78. (In Russ.). DOI: 10.17803/1994-1471.2024.158.1.066-078

### Введение

Согласно самому тривиальному определению, сделка репо представляет собой продажу ценных бумаг с обратным выкупом, т.е. совокупность двух разнонаправленных договоров купли-продажи<sup>1</sup>. Термин «репо» имеет англоязычное происхождение<sup>2</sup> и является сокращением словосочетания «сделка купли-продажи с выкупом» (*sale and repurchase transaction*)<sup>3</sup>,

а соответствующий договор, по сути, является «суммой» двух транзакций, которые, впрочем, как правило, оформляются одной сделкой.

Договор репо имеет продолжительную историю на зарубежных финансовых рынках. В Соединенном Королевстве контракт репо в его нынешнем виде окончательно сформировался и стал применяться в биржевой торговле в качестве квазиобеспечительного договора в начале XX в.<sup>4</sup> На американском фондовом рын-

<sup>1</sup> Адамович Г. О некоторых способах обеспечения кредитных обязательств // Хозяйство и право. 1996. № 9. С. 42.

<sup>2</sup> Селивановский А., Зайчик М. Договор репо // Хозяйство и право. 2014. № 5. С. 66.

<sup>3</sup> Benjamin J. Financial Law. Oxford : Oxford University Press, 2008. P. 308.

<sup>4</sup> Benjamin J. Op. cit. P. 308.

ке механизм репо начал использовался Федеральной резервной системой США в 1918 г., а в Швейцарии рынок репо получил развитие лишь в конце 1990-х гг.<sup>5</sup> Впрочем, дискуссия о правовой природе сделок репо велась еще дореволюционными отечественными юристами Г. Ф. Шершеневичем и А. Х. Гольмстеном<sup>6</sup>, а сделки репорта и депорта (именно под такими наименованиями договор репо был известен тогдашним биржевым коммерсантам) были распространеными на биржах Российской империи торговыми операциями с ценными бумагами<sup>7</sup>.

Считается, что операция репо не является кредитным договором или договором займа с формально-юридической точки зрения<sup>8</sup>, однако фактически договор репо способствует дешевому кредиту<sup>9</sup>, зачастую оставляя возможность для его интерпретации в качестве договора займа под залог ценных бумаг<sup>10</sup>. Отмечается, что мотивацией для большинства сделок репо выступает именно желание владельца ценных

бумаг получить финансирование<sup>11</sup>. Процентной ставкой по такого рода займу или кредиту выступает ставка репо (*repo rate*), представляющая собой соотношение стоимости ценных бумаг по первоначальной и «закрывающей» сделкам купли-продажи ценных бумаг. Например, в ситуации, когда первоначальная цена покупки равна 1 000 долл. США, а цена выкупа равна 1 050 долл. США, ставка репо составляет 5 %<sup>12</sup>. Эта ставка может быть и отрицательной, если целью договора репо является не «кредитование деньгами», а «кредитование ценными бумагами»<sup>13</sup>.

С одной стороны, договоры репо являются удобным способом финансирования с низким риском благодаря обеспечению в виде ликвидных ценных бумаг. С другой стороны, некорректное предоставление информации по операциям репо может выразиться в искажении отчетности, которое, в свою очередь, способно привести к самым серьезным последствиям. Так, отражение сделок репо в качестве обычных договоров

<sup>5</sup> URL: [https://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref\\_19980417\\_bge/source/ref\\_19980417\\_bge.de.pdf](https://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_19980417_bge/source/ref_19980417_bge.de.pdf) (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>6</sup> Хлюстов П. В. Договор репо в российском гражданском праве : дис. ... канд. юрид. наук. М., 2013. С. 24.

<sup>7</sup> Хлюстов П. В. Указ. соч. С. 19.

В современной отечественной экономике репо также занимает заметное место; по данным Национальной финансовой ассоциации, суммарный объем сделок репо в 2021 г. составил 506 287 млрд руб. (URL: [https://new.nfa.ru/upload/iblock/809/Issledovanie\\_REPO\\_2021\\_fin.pdf](https://new.nfa.ru/upload/iblock/809/Issledovanie_REPO_2021_fin.pdf) (дата обращения: 18.05.2023)).

<sup>8</sup> Paech P. The Value of Financial Market Insolvency Safe Harbours // Oxford Journal of Legal Studies. 2016. Vol. 36. No. 4. P. 855.

<sup>9</sup> Удобство договора репо, связанное с отсутствием необходимости оформления залоговых отношений, привело к его широкому распространению в ЕС; по состоянию на 2020 г. объем рынка данных сделок в ЕС оценивался в 8 трлн евро (см.: International Capital Market Association European Repo Market Survey. No. 40. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Repo/Surveys/ICMA-European-repo-market-survey-number-40-conducted-December-2020-230321v2.pdf> (дата обращения: 18.05.2023)).

<sup>10</sup> См.: постановление Президиума ВАС РФ от 06.10.1998 № 6202/97/.

Российский законодатель урегулировал проблему переквалификации договора репо в договор займа под залог ценных бумаг путем внесения правок непосредственно в отраслевой закон о рынке ценных бумаг (Федеральный закон от 25.11.2009 № 281-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СЗ РФ. 2009. № 48. Ст. 5731). Соответствующие поправки вступили в силу в 2010 г.

<sup>11</sup> Tot I. Financial Market Lex Mercatoria and its Influence on the Financial Collateral Directive // InterEULawEast. 2018. No. 5(1). P. 48.

<sup>12</sup> Липовцев В. Н. Lex mercatoria на международном финансовом рынке : дис. ... канд. юрид. наук. М., 2013. С. 110.

<sup>13</sup> Селивановский А., Зайчик М. Указ. соч. С. 66.

купли-продажи без обязанности по обратному выкупу явилось одной из причин, приведших к банкротству инвестиционного банка Lehman Brothers<sup>14</sup>, ставшего крупнейшим в истории США<sup>15</sup>. Помимо искажения отчетности, существуют и иные риски, связанные с обесцениванием обеспечения и снижением платежеспособности контрагента по договору репо, что вынуждает стороны предусматривать специальные механизмы снижения риска в договорной документации.

### Роль стандартной документации на рынке репо

Сделки репо заключаются на торгах крупнейшей в России Московской биржи, при этом согласно информации, размещенной на сайте биржи, предлагаемые к заключению сделки весьма разнообразны<sup>16</sup>. Механизм репо используется в ходе биржевых торгов и на иностранных биржах<sup>17</sup>. Биржевое репо предполагает наличие стандартных биржевых форм, правил проведе-

ния торгов и расчетов, что ведет к стандартизации биржевых договоров и предсказуемости результатов торгов. Однако вне биржевых площадок правила торгов или правила клиринга отсутствуют, а стороны договоров репо фактически оказываются предоставлены сами себе в том, что касается юридического оформления их взаимоотношений.

Для заполнения образовавшегося «вакуума» и используется стандартная документация, публикуемая отраслевыми ассоциациями и объединениями профессиональных участников рынков ценных бумаг, в основе которой находится рамочный договор<sup>18</sup>. К примеру, такая документация используется на территории Европейского Союза, а также в отдельных странах — России<sup>19</sup> и Германии<sup>20</sup>. В частности, в Германии действует подготовленное под эгидой Немецкой банковской ассоциации Генеральное соглашение для сделок репо (Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfe (Repos)). Как и на других рынках, конструкция договора внебиржевого репо по немецкому праву предусматри-

<sup>14</sup> Правило бухгалтерского учета в США Repo 105 позволяло отражать сделки репо как продажу ценных бумаг без обязанности их обратного выкупа (Lehman Bros. used accounting trick amid financial crisis — and earlier // URL: <https://www.csmonitor.com/USA/2010/0312/Lehman-Bros.-used-accounting-trick-amid-financial-crisis-and-earlier> (дата обращения: 18.05.2023)). В настоящее время Федеральная резервная система США требует представления достоверной отчетности по сделкам репо, однако не занимается ее проверкой, оставляя эту задачу аудиторским фирмам (URL: <https://www.newyorkfed.org/markets/primarydealers> (дата обращения: 18.05.2023)).

<sup>15</sup> URL: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Roe\\_796.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Roe_796.pdf) (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>16</sup> Участники торгов могут заключать сделки с центральным контрагентом, без его участия, а также с Банком России // URL: <https://www.moex.com/s968> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>17</sup> URL: <https://www.euronext.com/en/post-trade/euronext-clearing> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>18</sup> Согласно определению, предложенному отечественным законодателем в ст. 429.1 ГК РФ, рамочным договором (договором с открытыми условиями) признается договор, который предусматривает общие условия обязательственных взаимоотношений сторон. Такие взаимоотношения могут быть конкретизированы и уточнены сторонами путем заключения отдельных договоров, подачи заявок или иным образом.

<sup>19</sup> Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР России) более 10 лет назад утвердила примерные условия для договоров репо между российскими контрагентами, таким образом способствовав формированию отечественного внебиржевого рынка репо. См.: письмо Банка России от 14.02.2012 № 21-Т «О Генеральном соглашении “Об общих условиях заключения договоров РЕПО на рынке ценных бумаг”, утвержденном саморегулируемой организацией “Национальная фондовая ассоциация”».

<sup>20</sup> URL: [https://cms.bankenverband.de/sites/default/files/2022-12/rvwpp2020-44018\\_1122a\\_m.pdf](https://cms.bankenverband.de/sites/default/files/2022-12/rvwpp2020-44018_1122a_m.pdf) (дата обращения: 18.05.2023).

вает, что передача ценных бумаг осуществляется между продавцом (Pensionsgeber) и покупателем (Pensionsnehmer). Однако в этой стране существует отличие между типичными (echte Pensionsgeschäfte) и атипичными сделками репо (unechte Pensionsgeschäfte), по которым покупатель имеет право, но не обязан продавать ценные бумаги по второй части сделки репо<sup>21</sup>.

Специально для заключения договоров репо на финансовых рынках Европейского Союза может применяться документация, подготовленная Европейской банковской федерацией (European Banking Federation)<sup>22</sup>, объединяющей локальные банковские ассоциации Европы. Ее основой служит Рамочное соглашение для финансовых сделок (Master Agreement for Financial Transactions)<sup>23</sup>, а возможность совершения сделок репо реализуется при помощи специального «продуктового» приложения к нему<sup>24</sup>. Преимуществом данного рамочного соглашения является наличие версий на нескольких европейских языках, а также применение национального права стран ЕС и положений о подсудности локальным судам, однако вплоть до настоящего времени стандартная документация Европейской банковской федерации широкого распространения на рынке ЕС не получила<sup>25</sup>.

В отношениях по внебиржевым договорам репо, осложненным иностранным элементом, также наблюдается широкое использование

стандартной документации. Не в последнюю очередь это объясняется низкой степенью унификации и гармонизации правового регулирования отношений из эмиссионных (инвестиционных) ценных бумаг<sup>26</sup> в трансграничном контексте. Непосредственно являясь предметом сделок репо и подразделяясь на две больших категории — долевые (equity) и долговые (debt)<sup>27</sup> ценные бумаги, эти финансовые инструменты обладают рядом признаков, которые позволяют им обращаться на организованном рынке ценных бумаг наравне со стандартизованными товарами.

Однако, в отличие от коносамента, векселя и чека, применительно к этой категории ценных бумаг отсутствуют какие бы то ни было действенные универсальные международные инструменты. Так, Конвенция УНИДРУА 2009 г. «О материально-правовом регулировании ценных бумаг, хранящихся у посредника»<sup>28</sup> и Гаагская конвенция 2006 г. «О праве, применимом к отдельным правам в отношении ценных бумаг, хранящихся у посредника»<sup>29</sup> не могут претендовать на эту роль. Хотя данные международные инструменты отражают современную тенденцию в области трансграничного коммерческого оборота, а именно переход к опосредованному учету прав на ценные бумаги, их нельзя признать успешными. К первому международному договору присоединилась только одна страна

<sup>21</sup> Vogt A. Germany — securities: repurchase agreements (repos) // Journal of International Banking Law. 1997. No. 12(11). P. 200.

<sup>22</sup> URL: <https://www.ebf.eu/> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>23</sup> URL: <https://www.ebf.eu/home/european-master-agreement-ema/> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>24</sup> URL: [https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2020/06/EMA-Product-Annex-for-Respos\\_2020.pdf](https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2020/06/EMA-Product-Annex-for-Respos_2020.pdf) (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>25</sup> URL: [https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/omg/2019/201912/2019-12-05\\_ECBOMG\\_Item\\_4\\_update\\_on\\_the\\_EMA.pdf?f1c9c5105f5d2a87cc0c031a05c2235e](https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/omg/2019/201912/2019-12-05_ECBOMG_Item_4_update_on_the_EMA.pdf?f1c9c5105f5d2a87cc0c031a05c2235e) (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>26</sup> Российский законодатель понимает под такими цennыми бумагами документы или имущественные права, отвечающие совокупности признаков, среди которых выделяются удостоверение имущественных и неимущественных прав, размещение бумаг выпусками и равный объем прав и обязанностей внутри выпуска (ст. 2 Федерального закона от 22.04.1996 № 46-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918).

<sup>27</sup> Toms B. C. International securities: law and practice // Journal of International Banking Law. 1987. Vol. 2(2). P. 130.

<sup>28</sup> URL: <https://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/geneva-convention> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>29</sup> URL: <https://www.hcch.net/en/instruments/conventions/full-text/?cid=72> (дата обращения: 18.05.2023).

(Бангладеш)<sup>30</sup>, что не позволило ему вступить в силу. Гаагская конвенция в силу вступила, однако число ее участников остается ограниченным (Маврикий, США и Швейцария)<sup>31</sup> и не свидетельствует о ее востребованности.

Восполнить этот пробел мог бы универсальный международный договор в области материально-правового регулирования купли-продажи безотносительно предмета внешнеторгового контракта. Однако наиболее «успешная»<sup>32</sup> конвенция в области международных договоров купли-продажи — Конвенция ООН о договорах международной купли-продажи товаров 1980 г. — не распространяется на ценные бумаги<sup>33</sup>. Таким образом, унификация правового регулирования отношений, связанных с ценными бумагами, при помощи международных договоров представляется труднодостижимой. В связи с этим работу по сближению правового регулирования операций на международном финансовом рынке вынуждены брать на себя именно объединения участников этого рынка, а сама унификация принимает форму упорядочения договорной практики, а не правовых норм в соответствующей области.

#### Генеральное соглашение GMRA: основные положения

Международная ассоциация по свопам и деривативам (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) — ведущее международное объединение в области договорного регулирования деривативного рынка — указывает в своем модельном законе<sup>34</sup>, что документация ISDA может применяться не только к операциям с производными финансовыми инструментами, но и к договорам репо. Однако основная роль в области трансграничного регулирования этих договоров принадлежит Международной ассоциации рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA)<sup>35</sup> и подготовленному ею Глобальному рамочному соглашению об обратной покупке (Global Master Repurchase Agreement, GMRA<sup>36</sup>).

Как отмечает ученый из Лондонской школы экономики Ф. Паеч, сделки репо часто «документируются» при помощи GMRA<sup>37</sup>. Почетный профессор того же университета Дж. Бенджамин указывает, что GMRA является рыночным стандартом в Соединенном Королевстве<sup>38</sup>. GMRA применяется различными организациями в большом количестве стран<sup>39</sup>, а роль этих стандартных договоров в международном обороте

<sup>30</sup> Для вступления конвенции в силу необходимо как минимум три ратификации (URL: <https://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/geneva-convention/status/> (дата обращения: 18.05.2023)).

<sup>31</sup> URL: <https://www.hcch.net/en/instruments/conventions/status-table/?cid=72> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>32</sup> Критерием «успешности» здесь выступает число государств, которые присоединились к международному договору и для которых он вступил в силу. Согласно информации, размещенной на сайте ЮНСИТРАЛ, число таких государств применительно к Конвенции ООН о договорах международной купли-продажи товаров на 4 декабря 2021 г. составило 95 стран (URL: [https://uncitral.un.org/en/texts/salegoods/conventions/sale\\_of\\_goods/cisg/status](https://uncitral.un.org/en/texts/salegoods/conventions/sale_of_goods/cisg/status) (дата обращения: 18.05.2023)).

<sup>33</sup> Согласно ст. 2(d) Конвенция ООН о договорах международной купли-продажи товаров не применяется в отношении продажи акций, инвестиционных ценных бумаг, оборотных инструментов, денег // URL: [https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/19-09951\\_e\\_ebook.pdf](https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/19-09951_e_ebook.pdf) (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>34</sup> 2018 Model Netting Act of the International Swaps and Derivatives Association // URL: <https://www.isda.org/2006/03/30/model-netting-act/> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>35</sup> URL: [icmagroup.org/](http://icmagroup.org/) (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>36</sup> URL: [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-2011\\_2011.04.20\\_formular\\_copy-including-annexes-and-buy-sell-back-annex.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-2011_2011.04.20_formular_copy-including-annexes-and-buy-sell-back-annex.pdf) (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>37</sup> Paech P. The Op. cit. P. 855.

<sup>38</sup> Benjamin J. Op. cit. P. 307.

<sup>39</sup> Securities Lending and Repurchase Agreements / ed. by F. J. Fabozzi. United Kingdom : Wiley, 1997. P. 31.

настолько велика, что документация ICMA может рассматриваться в качестве неотъемлемой части современного «купеческого права» (*lex mercatoria*), поскольку, согласно одной из точек зрения, стандартные проформы контрактов являются его источником<sup>40</sup>. При этом документация ICMA обладает подобным статусом наряду с генеральными соглашениями ISDA<sup>41</sup> и соглашениями Международной ассоциации займов ценными бумагами (International Securities Lending Association)<sup>42</sup>.

ICMA является старейшим международным «клубом», объединяющим игроков на международных финансовых рынках. Она была основана в 1969 г. в Цюрихе и первоначально называлась Ассоциация дилеров международного рынка облигаций (Association of International Bond Dealers). В 1992 г. AIBD была переименована в Международную ассоциацию рынка ценных бумаг (International Securities Markets Association), а затем, в результате слияния в 2005 г. с Международной ассоциацией первичного рынка (International Primary Market Association), ICMA получила свое текущее название<sup>43</sup>.

GMRA 2011 г.<sup>44</sup> является актуальной редакцией стандартного договора ICMA для рынка

репо. Она сменила более ранние редакции GMRA — 1992, 1995<sup>45</sup> и 2000 гг.<sup>46</sup> Для удобства участников рынка репо ICMA предложила альтернативный способ перехода на современную редакцию рамочного соглашения путем подписания специального протокола<sup>47</sup>.

В ходе эволюции договора GMRA звучали разные предложения по его обновлению, в том числе по увеличению срока сделок и видов активов, которые могут выступать предметом сделки репо, по изменению порядка применения дисконтов, оценки ценных бумаг и событий неисполнения при долгосрочном финансировании<sup>48</sup>. Соглашение 1995 г. было нацелено на снятие противоречий внутри самого документа, а также приведение его в соответствие с актуальной рыночной практикой<sup>49</sup>. Ключевым отличием версий GMRA 2011 и 2000 гг. стал момент наступления события неисполнения<sup>50</sup>. Устаревшая версия договора предусматривала необходимость наступления соответствующего события и направления уведомления для того, чтобы дефолт мог считаться наступившим, в то время как применительно к GMRA 2011 достаточно самого события нарушения<sup>51</sup>. Другими новшествами выступили более подробное опи-

<sup>40</sup> Липовцев В. Н. Указ. соч. С. 32 ; *Manriruzzaman A.* The Lex Mercatoria and International Contracts: A Challenge for International Commercial Arbitration? // American University International Law Review. 1999. No. 3. P. 672.

<sup>41</sup> *Dalhuisen J. H.* Dalhuisen on Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law. Vol. 1. Sixth Edition. Oxford and Portland, Oregon, 2016. P. 191.

<sup>42</sup> URL: <https://www.unidroit.org/english/documents/2013/study78b/cem-03/presentations/session-01/keijser-intermediated.pdf> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>43</sup> Липовцев В. Н. Указ. соч. С. 48.

<sup>44</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/repo-and-collateral-markets/legal-documentation/global-master-repurchase-agreement-gmra/> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>45</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/GMRA1995%20Agreement.pdf> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>46</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/GMRA2000.pdf> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>47</sup> URL: [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-Protocol/2011-GMRA-Protocol-\(Revised\)\\_FINAL\\_WORD\\_New-Address-090715.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-Protocol/2011-GMRA-Protocol-(Revised)_FINAL_WORD_New-Address-090715.pdf) (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>48</sup> *Franks D.* Repos market developments // Butterworths Journal of International Banking & Financial Law. 2008. Vol. 23(8). P. 394.

<sup>49</sup> Securities Lending and Repurchase Agreements. P. 31.

<sup>50</sup> URL: <https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/the-repo-market-and-covid-19-events-of-default-close-out-and-getting-notices-right/> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>51</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/Guidance-Notes-to-the-GMRA-2011.pdf> (дата обращения: 18.05.2023).

сание события банкротства (Act of Insolvency), а также возможность выбора между автоматическим и уведомительным порядком прекращения обязательств. В GMRA 2011 появилась также возможность осуществить зачет (set-off) суммы, образовавшейся в результате прекращения сделок репо, по другим требованиям того же контрагента<sup>52</sup>.

ICMA не только регулярно обновляет свои рамочные соглашения для договоров репо, но и публикует специальные страновые приложения к ним для обеспечения соответствия положений стандартных договоров требованиям законодательства тех стран, которые интересуют ICMA. Например, для сделок с российскими контрагентами ICMA подготовила Russian Annex<sup>53</sup>, согласно которому положения о прекращении обязательств при наступлении банкротства или дефолта были изменены, как того требует российское законодательство о несостоятельности<sup>54</sup>. Применительно к итальянским, канадским и японским контрагентам опубликованы Italian Annex<sup>55</sup>, Canadian Annex<sup>56</sup> и Japanese Annex<sup>57</sup> соответственно.

ICMA не только готовит страновые приложения, но и переводит свои соглашения на иностранные языки. Так, на сайте ICMA доступен перевод GMRA на русский язык<sup>58</sup>. Поскольку GMRA является востребованной и в сделках

с китайскими контрагентами, ICMA перевела договор на китайский язык<sup>59</sup>. Наличие такого перевода представляется вполне уместным, если учитывать, что местная ассоциация NAFMII осуществила публикацию своего рамочного соглашения для сделок репо с облигациями, которое в перспективе может составить конкуренцию GMRA<sup>60</sup>.

При анализе договора GMRA 2011 невозможно обойти стороной вопрос о праве, применимом к договору, особенно когда его сторонами выступают юридические лица, принадлежащие к разным правопорядкам. Параграф 17 «Применимое право» (Governing Law) GMRA предусматривает, что само соглашение и все сделки, заключенные в соответствии с ним, а также любые внедоговорные обязательства, связанные с GMRA, регулируются английским правом. В том же параграфе предусмотрено, что английские суды обладают эксклюзивной юрисдикцией (exclusive jurisdiction) при рассмотрении споров, вытекающих из GMRA, включая требования о зачете и встречных требованиях, а для возможности рассмотрения спора в государственных судах Англии и Уэльса каждая из сторон назначает процессуального агента (process agent), указанного в приложении I (Annex I) к GMRA. Таким образом, решающую роль в интерпретации его положений играют именно английские суды, что

<sup>52</sup> URL: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2011/05/icma-publishes-2011-global-master-repurchase-agreement.pdf> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>53</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/2021/RUSSIAN-ANNEX-TO-GMRA-2011-2021-VERSION-031221.pdf> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>54</sup> См.: ст. 4.1 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)» // СЗ РФ. 2002. № 43. Ст. 4190.

<sup>55</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Italian%20annex%20with%20guidance%20notes.pdf> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>56</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-2011/Canadian-Annex-to-the-GMRA-2011.pdf> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>57</sup> URL: [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-2011/GMRA-2011/Japanese-Annex-2011\\_F.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-2011/GMRA-2011/Japanese-Annex-2011_F.pdf) (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>58</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/2013/Russia-annexes/GMRA-2011-Russian-Translation-Feb-2013.pdf> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>59</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/News/news-in-brief/chinese-translation-of-the-global-master-repurchase-agreement-gmra-is-now-available/> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>60</sup> URL: <https://www.linklaters.com/en/knowledge/publications/alerts-newsletters-and-guides/2022/june/20/nafmii-bond-lending-master-agreement-the-latest-addition-to-chinese-interbank-market> (дата обращения: 18.05.2023).

не мешает сторонам соглашения заменить положения о подсудности арбитражной оговоркой и передать рассмотрение споров по нему в институциональный арбитраж или арбитраж *ad hoc*.

GMRA предусматривает возможность заключения двух типов сделок — непосредственно сделок репо (*repurchase transactions*) и сделок купли-продажи с обратным выкупом (*buy and sell back transaction*), которые служат той же экономической цели, что и обычные сделки репо. Для распространения договора GMRA на второй тип сделок необходимо, чтобы стороны специально сослались на такую возможность в приложении I к договору GMRA. ICMA указывает, что обе операции являются разновидностями договора репо, а их использование обусловлено особенностями локальных финансовых рынков: если в США, Великобритании, Нидерландах и Швейцарии находят применение «классические» договоры репо, то в Испании и на развивающихся рынках более популярны договоры купли-продажи с обратным выкупом<sup>61</sup>.

Разновидности ценных бумаг, которые могут выступать предметом сделки репо согласно документации GMRA, прямо не поименованы. В параграфе 1(а) GMRA лишь указано, что предметом сделки могут выступать ценные бумаги и другие финансовые инструменты (*securities and other financial instruments*). При этом из числа таких ценных бумаг прямо исключены акции и иные долевые ценные бумаги (*equities*), а также ценные бумаги, выплаты по которым подлежат налогообложению у источника выплаты (*net paying securities*). Стороны соглашений GMRA поименованы как сторона А (*Party A*) и сторона Б (*Party B*), при этом в зависимости от конкретной ситуации каждая из них может выступать в качестве продавца или покупателя по сделке репо.

Ориентиром для определения покупателя и продавца по каждой отдельной сделке выступает ее первая часть: несмотря на то что покупатель по первой части сделки репо в дальнейшем выступает продавцом ценных бумаг, для удоб-

ства словоупотребления стороны соглашений GMRA разных лет по-прежнему именуют его покупателем. Из аналогичной позиции исходил и российский законодатель при формулировании легальной дефиниции договора репо, приведенной в п. 1 ст. 51.3 Федерального закона от 22.04.1996 № 46-ФЗ «О рынке ценных бумаг»<sup>62</sup>. Согласно данному определению, договор репо является соглашением, состоящим из двух частей. Таким образом, заложенная ICMA в GMRA концепция договора репо соответствует стандарту, предусмотренному российским законодательством.

### Порядок заключения сделок репо и взаимные обязанности сторон

Будучи рамочным договором, GMRA предусматривает общие условия взаимодействия сторон, но не условия отдельных сделок. Документом, восполняющим этот пробел, выступает подтверждение по сделке репо (*Confirmation*), стандартная форма которого предусмотрена приложением II (*Annex II «Form of Confirmation»*) к договору GMRA. В качестве условий сделки в подтверждении указываются дата договора, приобретаемые ценные бумаги, их идентификационные номера (*CUSIP, ISIN* или иные), наименование покупателя, наименование продавца, дата покупки, цена покупки, валюта договора, дата обратного выкупа (если договор репо не является договором с открытой датой), ставка репо (*pricing rate*), платежные реквизиты сторон, а также дополнительные реквизиты, которые стороны сочтут целесообразным определить.

С точки зрения юридической силы подтверждение обладает более высоким статусом, чем само рамочное соглашение GMRA, поэтому при наличии противоречий между содержанием рамочного соглашения и подтверждением превалирует именно подтверждение. При этом § 3(а) GMRA не требует использования обязательной

<sup>61</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/repo-and-collateral-markets/icma-ercc-publications/frequently-asked-questions-on-repo/11-what-is-the-difference-between-a-repurchase-transaction-and-a-buy-sell-back/> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>62</sup> С3 РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.

письменной формы сделки репо — сделка может быть заключена (*entered into*) между продавцом и покупателем как в письменной, так и в устной форме. При отсутствии возражений со стороны контрагента к его содержанию, подтверждение выступает признанным сторонами доказательством (*prima facie evidence*) факта заключения сделки и ее условий (§ 1(a)). Соответственно, его отсутствие не влечет недействительность договора репо или признание его незаключенным.

Обязательства сторон по поставке ценных бумаг и уплате денежных средств изложены в § 3 GMRA. В ходе исполнения обязательств по первой части сделки репо стороны обязаны обеспечить передачу приобретаемых ценных бумаг покупателю или его представителю против уплаты покупной цены (§ 3(c)). На дату выкупа (*repurchase date*) покупатель передает продавцу ценные бумаги, являющиеся эквивалентными по отношению к изначально поставленным ценным бумагам, а продавец обязан осуществить уплату денежных средств (§ 3(f)). GMRA предусматривает возможность заключения сделок репо с открытой датой (*on demand transactions*), по которым дата расчетов по второй части репо определяется одной из сторон сделки по телефону или иным способом, но такая дата не может наступать ранее срока, обычно предусмотренного на соответствующем рынке репо (§ 3(c)).

При необходимости стороны GMRA могут также зафиксировать в подтверждении, что одна из них или обе действуют в качестве агента третьего лица, не являющегося стороной рамочного договора, а также указать наименование принципала, в интересах которого заключается сделка. По общему же правилу стороны GMRA предоставляют друг другу заверения о том, что при заключении соглашения и отдельных сделок репо они выступают в качестве принципала, а не агента (§ 3(f)). Таким образом, сделки репо

по «дефолтному» сценарию совершаются сторонами от своего имени и за свой счет. В противном случае требуется подписание специального «агентского приложения» (*Agency Annex*), что позволяет сторонам установить особенности отношений между агентом и принципалом, а также избежать ответственности за предоставление ложного заверения о самостоятельном характере их действий.

Помимо агентского приложения, специально для осуществления сделок с долевыми ценностями бумагами ICMA предусмотрела приложение для акций (*Equities Annex*)<sup>63</sup>. Как правило, сделки репо заключаются с облигациями<sup>64</sup>, но в последние десятилетия получили распространение операции репо с акциями<sup>65</sup>. Приложение определяет долевые ценные бумаги (*equities*) как доли или акции в акционерном капитале корпорации, включая привилегированные акции и другие виды акций и долей. Данный документ предусматривает порядок действий сторон в том случае, если происходит корпоративная реорганизация или конвертация ценных бумаг. Другим важным преимуществом использования этого приложения является достижение правовой определенности по вопросу о порядке осуществления корпоративных прав неимущественного характера.

По общему правилу доходы по ценным бумагам подлежат перечислению продавцу, и это положение может одинаково применяться как к дивидендам, так и к процентам по долговым ценным бумагам<sup>66</sup>. Таким образом, GMRA в этой части следует «залоговой» модели финансирования — право на соответствующие доходы остаются у кредитора. Однако неимущественные права, возникающие из долевых ценных бумаг, рамочное соглашение GMRA обходит молчанием. Для преодоления этой непоследовательности *Equities Annex* в разделе «Корпоративные действия и голосование» (*Corporate actions and voting*) предусматривает, что за исключением

<sup>63</sup> URL: [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-2011/GMRA-2011/Equities-Annex-to-GMRA-2011\\_FINAL.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Legal/GMRA-2011/GMRA-2011/Equities-Annex-to-GMRA-2011_FINAL.pdf) (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>64</sup> Липовцев В. Н. Указ. соч. С. 49.

<sup>65</sup> Benjamin J. Op. cit.

<sup>66</sup> Данное положение применяется, если соглашением сторон не предусмотрено иное (§ 5(a) GMRA).

прямой договоренности сторон покупатель по сделке репо не обязан каким-либо образом способствовать реализации права голоса продавца в соответствии с его инструкциями.

Кроме того, стороны предоставляют друг другу несколько заверений, установленных в § 9 (a-f) GMRA, часть которых относится к стороне GMRA. Среди заверений этого типа присутствуют заверение о наличии полномочий у стороны договора для заключения соглашения и сделок, а также для исполнения обязательств. Лицо, которое осуществляет подписание GMRA от имени соответствующей стороны, также обладает надлежащими полномочиями для его подписания. При этом заключение рамочного соглашения и отдельных сделок репо не противоречит законам, подзаконным актам, уставу или правилам, применимым по отношению к стороне договора, а такая сторона будет выполнять любые налоговые требования, связанные со сделками репо.

Другой категорией заверений являются заверения в отношении самого соглашения GMRA и каждой сделки, заключаемой на его основе (§ 9(g)). К данному типу заверений относится заверение о том, что сторона не полагается на консультации другой стороны при заключении сделок, а также принимает свои собственные решения о заключении сделок, обращаясь к консультациям профессиональных советников, когда она посчитает необходимым обратиться. Сторона осознает условия, положения и риски каждой сделки репо и готова нести соответствующие риски. Кроме того, в момент заключения сделки продавец обладает надлежащим правовым титулом в отношении ценных бумаг,

и покупатель получит права на ценные бумаги без каких-либо обременений.

На случай недостоверности заверений, неуплаты денежных сумм и при некоторых других обстоятельствах<sup>67</sup> «ненарушившая» сторона вправе задействовать специальный способ защиты — ликвидационный неттинг (close-out netting). Согласно GMRA, процедура ликвидационного неттинга состоит из трех этапов: направление уведомления о прекращении, оценка взаимных обязательств и выявление единой нетто-суммы, которая представляет собой разницу между требованиями сторон<sup>68</sup>. Для непоставки ценных бумаг возможен «ограниченный» ликвидационный неттинг (mini close-out), под которым понимается прекращение требований исключительно по той сделке, в рамках которой не были поставлены ценные бумаги<sup>69</sup>. Положения о ликвидационном неттинге генеральных соглашений ICMA обладают высокой степенью предсказуемости в силу наличия их толкования в практике английских судов<sup>70</sup>.

## Заключение

В настоящее время соглашение GMRA является единственным примером стандартной документации для сделок репо, признанной российским регулятором финансовых рынков в качестве примерных условий для договоров этого типа<sup>71</sup>. Для обеспечения возможности заключения сделок с российскими контрагентами ICMA опубликовала специальное страновое приложение, осуществила перевод GMRA на русский язык, а также

<sup>67</sup> Наиболее важным является банкротство (Act of Insolvency), при котором процедура ликвидационного неттинга может быть осуществлена как автоматически, так и путем направления уведомления.

<sup>68</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/market-practice-and-regulatory-policy/repo-and-collateral-markets/icma-erc-publications/frequently-asked-questions-on-repo/26-what-happens-to-repo-in-a-default/> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>69</sup> Для удобства сторон ICMA предусмотрело специальную форму соответствующего уведомления (URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Form%20mini%20clos-out%20notice%20final.pdf> (дата обращения: 18.05.2023)).

<sup>70</sup> См., например: LBI EHF v. Raiffeisen Zentral Bank Österreich [2017] EWHC 522 (Comm) ; LBI EHF v. Raiffeisen Bank International AG [2018] EWCA Civ 719 ; Heis v. MF Global Inc (MF Global UK Ltd (in Administration, Re) [2012] EWHC 3068 (Ch); [2013] 1 W.L.R. 903 ; [2013] 1 B.C.L.C. 552.

<sup>71</sup> См.: указание Банка России от 29.07.2020 № 5516-У // Вестник Банка России. № 71. 09.09.2020.

подготовила соответствующее юридическое заключение<sup>72</sup>. С учетом наличия антисанкционных ограничений<sup>73</sup>, а также иностранных санкций в отношении российских финансовых институтов применение GMRA в сделках со сторонами из «недружественных» юрисдикций представляется затруднительным, а то и вовсе невозмож-

ным. Тем не менее участниками ICMA выступают финансовые институты из Бразилии, Индии и Китая, а также ОАЭ<sup>74</sup>, поэтому GMRA может быть применена для заключения сделок репо с контрагентами из соответствующих юрисдикций для переориентации отечественного финансового сектора на новые рынки в текущих условиях.

## БИБЛИОГРАФИЯ

1. Адамович Г. О некоторых способах обеспечения кредитных обязательств // Хозяйство и право. — 1996. — № 9. — С. 42–47.
2. Кудрявцева М. Риски по операциям репо: в тихом омуте... // Рынок ценных бумаг (РЦБ): международный информационно-аналитический журнал. — 2006. — № 16. — С. 17–20.
3. Липовцев В. Н. Lex mercatoria на международном финансовом рынке : дис. ... канд. юрид. наук. — М., 2013. — 217 с.
4. Селивановский А. Рамочные договоры о срочных сделках (деривативах) // Рынок ценных бумаг. — 2008. — № 7. — С. 15–18.
5. Хлюстов П. В. Договор репо в российском гражданском праве : дис. ... канд. юрид. наук. — М., 2013. — 277 с.
6. Benjamin J. Financial law. — Oxford, 2008. — 750 р.
7. Choudhry M.P The REPO Handbook. — Oxford, 2002. — 479 р.
8. Dalhuisen J. H. Dalhuisen on Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law. — 6th ed. — Vol. 1. — Oxford and Portland, 2016. — 688 р.
9. Franks D. Repos market developments // Butterworths Journal of International Banking & Financial Law. — 2008. — Vol. 23(8). — P. 394–396.
10. Maniruzzaman A. F. M. The Lex Mercatoria and International Contracts: A Challenge for International Commercial Arbitration? // American University International Law Review. — 1999. — Vol. 14. — No. 3. — P. 657–734.
11. Paech P. The Value of Financial Market Insolvency Safe Harbours // Oxford Journal of Legal Studies. — 2016. — Vol. 36. — No. 4. — P. 855–884.
12. D'Amario P. B. The Non-dollar Repo Market // Securities Lending and Repurchase Agreements / ed. by F. J. Fabozzi. — 1997. — Wiley. — 266 р.
13. Toms B.C. International securities: law and practice // Journal of International Banking Law. — 1987. — Vol. 2(2). — P. 130–132.
14. Tot I. Financial Market Lex Mercatoria and its Influence on the Financial Collateral Directive // InterEULawEast. — 2018. — 5(1). — P. 37–72.
15. Vogt A. Germany — securities: repurchase agreements (repos) // Journal of International Banking Law. — 1997. — No. 12(11). — P. 199–200.

Материал поступил в редакцию 23 мая 2023 г.

<sup>72</sup> URL: <https://www.hedgeweek.com/2013/02/21/180570/icma-publishes-legal-documentation-support-russian-repo-market> (дата обращения: 18.05.2023).

<sup>73</sup> См., например: Указ Президента РФ от 01.03.2022 № 81 (с изм. от 03.03.2023) «О дополнительных временных мерах экономического характера по обеспечению финансовой стабильности Российской Федерации» (С3 РФ. 2022. № 10. Ст. 1466), который предполагает получение разрешения правительственной комиссии для заключения сделок с контрагентами из недружественных стран.

<sup>74</sup> URL: <https://www.icmagroup.org/membership>List-of-principal-delegates-2/> (дата обращения: 18.05.2023).

#### REFERENCES (TRANSLITERATION)

1. Adamovich G. O nekotorykh sposobakh obespecheniya kreditnykh obyazatelstv // Khozyaystvo i pravo. — 1996. — № 9. — S. 42–47.
2. Kudryavtseva M. Riski po operatsiyam repo: v tikhom omute... // Rynok tsennykh bumag (RTsB): mezhdunarodnyy informatsionno-analiticheskiy zhurnal. — 2006. — № 16. — S. 17–20.
3. Lipovtsev V. N. Lex mercatoria na mezhdunarodnom finansovom rynke: dis. ... kand. yurid. nauk. — M., 2013. — 217 s.
4. Selivanovskiy A. Ramochnye dogovory o srochnykh sdelkakh (derivativakh) // Rynok tsennykh bumag. — 2008. — № 7. — S. 15–18.
5. Khlyustov P. V. Dogovor repo v rossiyskom grazhdanskom prave: dis. ... kand. yurid. nauk. — M., 2013. — 277 s.
6. Benjamin J. Financial law. — Oxford, 2008. — 750 p.
7. Choudhry M.P The REPO Handbook. — Oxford, 2002. — 479 p.
8. Dalhuisen J. H. Dalhuisen on Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law. — 6th ed. — Vol. 1. — Oxford and Portland, 2016. — 688 p.
9. Franks D. Repos market developments // Butterworths Journal of International Banking & Financial Law. — 2008. — Vol. 23(8). — P. 394–396.
10. Manriruzzaman A. F. M. The Lex Mercatoria and International Contracts: A Challenge for International Commercial Arbitration? // American University International Law Review. — 1999. — Vol. 14. — No. 3. — P. 657–734.
11. Paech P. The Value of Financial Market Insolvency Safe Harbours // Oxford Journal of Legal Studies. — 2016. — Vol. 36. — No. 4. — P. 855–884.
12. D'Amario P. B. The Non-dollar Repo Market // Securities Lending and Repurchase Agreements / ed. by F. J. Fabozzi. — 1997. — Wiley. — 266 p.
13. Toms B.S. International securities: law and practice // Journal of International Banking Law. — 1987. — Vol. 2(2). — P. 130–132.
14. Tot I. Financial Market Lex Mercatoria and its Influence on the Financial Collateral Directive // InterEULawEast. — 2018. — 5(1). — P. 37–72.
15. Vogt A. Germany — securities: repurchase agreements (repos) // Journal of International Banking Law. — 1997. — No. 12(11). — P. 199–200.