ЭКОНОМИКА СВЯЗИ

Управление финансовыми рисками с использованием производных финансовых инструментов

Т.Ю. Сафонова, старший менеджер Группы консультирования компаний финансового сектора Налогово-юридического отдела КПМГ, советник налоговой службы I ранга, к.э.н.; tsafonova@kpmg.ru

УДК 658.152(571.63)+621.396.1

Аннотация. *Рассматриваются механизмы страхования валютных, процентных и ценовых рисков компаниями реального сектора экономики. Приводятся виды инструментов хеджирования. Анализируются статические и динамические хеджерские стратегии. Особое внимание уделено стоимости операций хеджирования.*

Ключевые слова: *деривативв, производный финансовый инструмент, валютный риск, процентный риск, хеджирование.*

Финансово-хозяйственная деятельность организаций во всех ее формах сопряжена с многочисленными рисками, в том числе с финансовыми, степень влияния которых на результаты хозяйствования существенно возрастает в условиях рыночных отношений. Особенно сложными становятся периоды острой финансовой нестабильности, когда негативные движения на финансовых рынках могут в любой момент привести бизнес к банкротству. Волатильность валютных курсов катастрофически отражается на компаниях, имеющих заимствования в иностранной валюте или импортирующих иностранное оборудование. В короткий срок осуществить полное импортозамещение удается не всегда, и предприятиям высокотехнологичного сектора определенную часть элементной базы приходится закупать за рубежом.

ВВЕДЕНИЕ

В складывающейся ситуации компании отрасли связи, для которых рублевый эквивалент стоимости электронной компонентной базы в короткий промежуток времени практически удвоился, сталкиваются с задачей недопущения дальнейшего роста стоимости закупок. Для поддержания конкурентоспособности компании-импортеры обычно используют деривативы – производные финансовые инструменты [1], важной функцией которых является уменьшение или полная ликвидация валютного, ценового риска или риска изменения процентных ставок путем передачи его контрагенту. Подобная операция по уменьшению влияния рыночных колебаний на финансовое положение компании получила название хеджирования, или страхования финансовых рисков с использованием производного финансового инструмента.

Следует отметить, что государство в последнее время уделяет большое внимание развитию рыночных институтов, позволяющих компаниям реального сектора экономики хеджировать свои финансовые риски. Так, например, согласно Концепции долгосрочного социально-экономического развития РФ на период до 2020 года *«...формирование инвестиционного ресурса должно осуществляться за счет развития страхования рисков, включая развитие рынка производных инструментов, заключаемых с целью **хеджирования рисков**»*. Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 года предполагает *«...расширение спектра производных финансовых инструментов, с одновременным решением задач по распределению рисков между участниками рынка, с учетом необходимости **обеспечения защиты имущественных прав** владельцев финансовых инструментов»* [2].

Более того, непосредственно перед началом текущего кризиса, осенью 2014 года, Правительство РФ выпустило директиву об обязательном создании в компаниях с государственным участием единого казначейства и необходимости, во избежание негативного влияния колебаний курсов валют на деятельность компаний с государственным участием, разработки и принятия компаниями хеджерской политики: *«...в целях централизации управления финансовыми потоками, минимизации финансовых рисков и операционных расходов необходимо создать единое казначейство группы компаний, основными функциями которого будут являться ... управление финансовыми рисками, в том числе **хеджирование** процентных, валютных, ценовых и прочих рисков»*.

Серьезными проблемами при решении поставленных Правительством РФ задач для телеком-компаний, как и для коммерческих организаций прочих отраслей

экономики, являются недостаточность понимания базовых принципов управления финансовыми рисками, а также отсутствие подготовленных кадров, способных осуществлять профессиональную деятельность на рынке производных финансовых инструментов.

В данной статье рассматриваются основные подходы к формированию компаниями – импортерами оборудования политики хеджирования валютных и процентных рисков, а также преимущества некоторых деривативных инструментов.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ХЕДЖИРОВАНИЯ

Хеджирование представляет собой заключение некоторого вида договора, так называемого производного финансового инструмента (ПФИ), позволяющего снизить или полностью ликвидировать риск [3] неблагоприятного изменения будущей цены какого-либо актива, лежащего в основе ПФИ, либо риск изменения генерируемых активом денежных потоков путем компенсации убытка по активу прибылью по ПФИ.

Хеджирование направлено на уменьшение влияния на компанию, осуществляющую закупку комплектующих за рубежом, риска повышения стоимости валюты платежа путем подписания договора (ПФИ) о покупке валюты по курсу, не сильно отличающемуся от сегодняшнего, в дату будущей оплаты электронных компонентов.

Операция хеджирования базируется на количественной и качественной связи между изменениями курса валюты на наличном рынке и стоимостью ПФИ на рынке деривативов. Эта связь имеет относительно закономерный характер, так как изменения цен на этих двух рынках обычно коррелируют со степенью эластичности, близкой к единице.

В качестве *хеджеров* выступают в основном компании, желающие обеспечить стабильность своих доходов и расходов в условиях неустойчивой рыночной экономики. Хеджирование практикуют, как правило, компании отрасли связи, которые так или иначе являются участниками валютного рынка (имеют на балансе активы или обязательства в валюте), денежного рынка (осуществляют заимствования под плавающие проценты). Традиционно участник рынка может считаться хеджером, если его действия основываются на двух факторах: присутствии на валютном, денежном или товарном рынке и заинтересованности в уменьшении риска.

Основными хеджерами на рынке являются:

- *импортеры элементной базы иностранного производства*, которые регулярно приобретают электронное оборудование иностранного производства; их интерес состоит в том, чтобы захеджироваться от вероятного повышения цены импортируемых товаров;
- *компании, имеющие на балансе валюту*, полученную в качестве выручки от реализации товаров, работ или услуг; их интерес в том, чтобы захеджироваться от вероятного падения курса валюты, находящейся у них в собственности;
- *компании, привлекшие валютные кредиты* по плавающей или фиксированной процентной ставке; их интерес в том, чтобы захеджироваться от вероятного повышения стоимости валюты, которую им предстоит вернуть кредитору.

Разные хеджеры по-разному осуществляют операции с производными инструментами. Так, поставщики электронного оборудования, как правило, имеют большие объемы хеджерских контрактов, но операции с ними совершают относительно редко. Их позиции зачастую остаются без изменения в течение недель и даже месяцев. Они страхуются от значительных скачков цен. Компании, которые проводят много финансовых операций, связанных с привлечением иностранных инвестиций в отрасль связи, имеют длинные кредитные линии и регулярно получают валютную выручку за оказанные услуги, обычно более активны. Постоянно меняющиеся потребности способствуют их широкому вовлечению в торговлю ПФИ. Представители именно этой группы гораздо чаще, чем производители и потребители, становятся членами бирж и клиринговой палаты, имеют своих представителей в операционном зале и занимают должности в различных комитетах и комиссиях биржи.

ВИДЫ ХЕДЖИРОВАНИЯ

В зависимости от требований, предъявляемых компаниями к степени снижения риска и себестоимости хеджирования, различают несколько видов хеджирования. По виду используемого инструмента [4] это хеджирование фьючерсными, форвардными и опционными контрактами или структурными инструментами.

Наиболее предпочтительным для компаний отрасли связи, только начинающих свою деятельность по деривативному хеджированию, является использование простых и ликвидных ПФИ (форвардов и опционов). Выстраивание сложных структурных стратегий может привести к недооценке компанией степени рисков, сопровождающих использование ПФИ, и даже к реализации стратегического риска (неправильному хеджированию – wrong way risk).

Приведем виды хеджирования, применяемые в зависимости от характера хеджерской политики компании и специфики ее бизнеса в отрасли связи. Так, компании, имеющие динамический объект хеджирования, вынуждены выбирать стратегии, поддерживающие динамическое хеджирование. Например, по количеству хеджируемого актива выделяют:

- общее – хеджирование всего объема (общего количества) валюты или оборудования, который должен быть продан или куплен на рынке;
- частичное – хеджирование части от всего объема актива.

По времени проведения операции:

- одновременное хеджирование – совершение ➤

операций на рынке ПФИ одновременно с операциями на рынке хеджируемого актива;
- предвосхищающее (последующее) хеджирование – совершение операций по хеджированию на рынке ПФИ до (после) проведения операций на рынке хеджируемого актива.

По виду хеджируемого актива: валютное; товарное; на процентную ставку; на индекс цен и т.д.

По периодичности:
- однократное (разовое) – хеджирование одной сделкой на первичном рынке актива;
- многократное (систематическое) – повторяющееся хеджирование сделок, совершаемых на первичном рынке.

По цели:
- короткий хедж – вид хеджирования, целью которого является устранение риска падения цены актива;
- длинный хедж – вид хеджирования, направленный на устранение риска повышения цены актива.

Учитывая приведенную классификацию и базируясь на анализе бизнеса конкретной компании (имеют ли активы/обязательства на балансе четко определенный характер или меняются динамически, сохраняется ли у компании аппетит к риску и т.п.), менеджменту необходимо подобрать хеджерскую стратегию, наиболее удовлетворяющую текущим бизнес-задачам компании. Рассмотрим отдельные элементы хеджерской политики более подробно.

ИНСТРУМЕНТЫ ХЕДЖИРОВАНИЯ

Когда говорят о хеджировании, прежде всего имеют в виду цель заключения сделки, а не применяемый инструмент. Одни и те же инструменты могут использоваться и для хеджирования, и для спекуляции – разница только в их назначении. Хеджер заключает сделку с целью снижения риска, связанного с возможным движением цены; спекулянт сознательно принимает на себя риск, рассчитывая на извлечение прибыли из правильно спрогнозированного направления движения цен.

В зависимости от формы организации торговли все инструменты хеджирования можно разделить на биржевые и внебиржевые.

Внебиржевые инструменты хеджирования – это в первую очередь форвардные контракты и свопы, а также внебиржевые опционы. Сделки этого типа заключаются с банками или с профессиональными участниками рынка ценных бумаг. К достоинствам внебиржевых инструментов относится возможность учета в максимальной степени конкретных требований компании на тип базового актива, его объем, условия и сроки поставки. Недостатками внебиржевых инструментов являются:
- низкая ликвидность – закрытие позиции, как правило, сопряжено со значительными материальными издержками;
- относительно высокие накладные расходы;
- существенные ограничения на минимальный объем контракта;
- сложности поиска контрагента;
- риск невыполнения сторонами своих обязательств по ПФИ.

Биржевые инструменты хеджирования представляют собой в основном фьючерсы и опционы. Торговля этими инструментами производится на специализированных торговых площадках (биржах). Существенным моментом при этом является то, что одной из сторон в каждой сделке купли/продажи выступает клиринговая палата биржи, гарантирующая выполнение своих обязательств как продавцом, так и покупателем.

Основные достоинства биржевых инструментов хеджирования:
- сравнительно высокая ликвидность рынка (позиция может быть открыта и ликвидирована в любой момент);
- высокая надежность (контрагентом по каждой сделке выступает расчетная палата биржи);
- относительно низкие накладные расходы на совершение сделки;
- доступность (с помощью средств телекоммуникаций торговля на большинстве бирж может вестись из любой точки планеты).

К недостаткам биржевых инструментов можно отнести весьма жесткие ограничения на тип базового актива, размер партии, условия и срок поставки.

СТРАТЕГИЯ ХЕДЖИРОВАНИЯ

Стратегия хеджирования представляет собой совокупность конкретных инструментов хеджирования и способов их использования для минимизации ценовых рисков. Все стратегии хеджирования основаны на параллельном движении цен на реальном и производном рынках, результатом чего является возможность возместить на производном рынке убытки, понесенные на рынке реального товара.

Существует два основных типа хеджирования – хедж покупателя и хедж продавца.

Хедж покупателя используется в случаях, когда компания планирует покупать в будущем валюту и стремится уменьшить риск, связанный с возможным ростом ее цены. Базовыми способами хеджирования будущей цены приобретения валюты являются заключение на рынке ПФИ фьючерсного или форвардного контракта на покупку валюты или покупка валютного опциона типа «колл».

Хедж продавца применяется в противоположной ситуации, т.е. при необходимости ограничить риски, связанные с возможным снижением курса иностранной валюты или стоимости производимого и реализуемого компанией оборудования, которая зависит от валютного курса. Способами такого хеджирования является заключение на рынке ПФИ фьючерсного или форвардного контракта на продажу валюты или покупка валютного опциона типа «пут».

После того как определен размер рыночного риска, которому подвержена компания, и выбраны инструменты хеджирования, необходимо оценить возможные издержки хеджирования. Затраты на хеджирование желательно минимизировать. Для этого можно выбрать один из двух вариантов: статическое или динамическое хеджирование.

Статическое хеджирование подразумевает разовое формирование хеджирующей позиции на весь срок существования риска. Это значит, что, один раз купив необходимые для хеджирования инструменты, компания удерживает их в течение всего горизонта хеджирования (срок, на который осуществляется хеджирование). Данная стратегия применима, когда стоимость хеджирующего инструмента линейно связана со стоимостью базового актива (фьючерсные, форвардные контракты). Например, компания, привлекая валютный кредит, может заключить хеджирующий валютный форвард или своп на весь срок кредита. При осуществлении статического хеджирования важно, чтобы цены хеджируемой и хеджирующей позиции одинаково изменились за весь срок сделки.

Динамическое хеджирование означает, что структура хеджирующей сделки в течение всего горизонта хеджирования непрерывно изменяется. Этот вариант хеджирования предполагает формирование позиции, защищающей от риска, на горизонте, меньшем, чем срок существования хеджируемого актива, или в объеме, меньшем, чем объем хеджируемой операции, с постоянным изменением данной позиции в будущем. Как правило, динамическое хеджирование подразумевает хеджирование с помощью высоколиквидных инструментов, позволяющих в любой момент с минимальными затратами произвести коррекцию хеджирующей позиции. Такого рода хеджирование требует заключения значительно большего количества сделок, чем при статическом хеджировании.

Потребность в динамическом хеджировании может возникнуть в следующих случаях:

- отсутствуют или слишком дороги инструменты, позволяющие осуществить статическое хеджирование;
- срок существования хеджируемого риска четко не определен;
- компания хочет в некоторой степени сохранить возможность заработать на позитивном движении рынка.

СТОИМОСТЬ ХЕДЖИРОВАНИЯ

Плата за защиту – самый болезненный вопрос при построении стратегий хеджирования. Большинство руководителей компаний недооценивают подлинные размеры и последствия финансового риска. Они менее осязаемы, чем риски утраты имущества, поэтому может казаться, что плата за проведение одной или нескольких финансовых операций, направленных на устранение финансовых рисков, завышена, в то время как в действительности она может быть вполне оправданной в сравнении с уровнем самого риска.

Хеджирование сопряжено с *издержками*, которые подразделяются на следующие типы: прямые издержки; упущенная выгода; отвлечение капитала.

К прямым издержкам относятся затраты, связанные непосредственно с операциями по заключению ПФИ (комиссионные брокерам, оплата услуг бирж, клиринговых центров и т.п.). Однако размер данных комиссий по сравнению со стоимостью хеджируемой позиции и масштабом риска представляет собой крайне незначительную сумму.

Также на практике приходится сталкиваться с ситуацией, когда компания, захеджировав риски с использованием ПФИ, начинает нести убытки по хеджирующему производному инструменту, что снижает ее доходы по объекту хеджирования, т.е. приводит к упущению части выгоды, которую она могла бы получить, если бы осталась на спекулятивных позициях. С экономической точки зрения эти убытки вполне объяснимы. При хеджировании компания фиксирует для себя определенный рыночный показатель (курс валюты, процентную ставку). Это приводит к тому, что в случае движения хеджируемого показателя в неблагоприятную для хеджера сторону поток денежных средств, который генерируется хеджируемым инструментом, компенсирует убыток, получаемый в результате неблагоприятного изменения хеджируемого показателя. Такая ситуация хеджера вполне устраивает.

Если же ситуация на рынке обратная и хеджируемый рыночный показатель движется в благоприятную для хеджера сторону, этот дополнительный непредвиденный доход поглощается убытком, который генерируется хеджирующим инструментом. При этом зачастую дополнительный доход по активу будет получен в некотором более или менее отдаленном будущем, а убытки приходится погашать в текущем периоде (например, если в качестве хеджирующего инструмента применяются биржевые инструменты или внебиржевые инструменты с регулярными промежуточными платежами). Нередко компании могут посчитать эти потери чрезмерными, а в условиях общей неопределенности на рынке потери весьма вероятны. Под «неопределенностью» в этом случае следует понимать неполноту или неточность информации о хозяйственной деятельности, в том числе о связанных с ней затратах и полученных результатах [5].

Компании отдают контрагенту свой потенциальный дополнительный доход вместе с риском понесения убытков. Размер риска определяется волатильностью хеджируемого показателя, которая, в свою очередь, влияет на потенциальный убыток и возможный дополнительный доход компании. Если анализ текущей ситуации на рынке и прогноз на предполагаемый срок существования риска, подлежащего хеджированию, с большой степенью вероятности предполагает по- ➤

➤➤ зитивное изменение хеджируемого показателя, входить в хеджирующую сделку особой необходимости нет, так как в этом случае велика вероятность потери дополнительного дохода. Если же финансовый анализ текущей ситуации, наоборот, дает прогноз негативных изменений хеджируемого показателя, целесообразность вхождения в хедж существенна. Платой при этом будет не только выплата комиссионных, но и потенциальная потеря дополнительного дохода, вероятность которого в данном случае незначительна.

Проблема *упущенной выгоды* легко решается использованием ПФИ с возможностью отказа от сделки. Типичным и наиболее распространенным примером таких сделок являются опционы. Однако стоимость их заключения несколько выше, чем форвардных/фьючерсных контрактов. Обычно размер премии по опционам сопоставим с потенциальным вероятным убытком, определяемым исходя из текущей волатильности хеджируемого показателя. Размер этого показателя – основная составляющая стоимости хеджирования.

Другой статьей затрат компании на хеджирование являются *расходы на отвлечение капитала*, используемого в качестве обеспечения своих обязательств по хеджирующему ПФИ. При хеджировании с помощью биржевых инструментов это может быть внесение депозитной маржи, взимаемой биржей для обеспечения выполнения своих обязательств участниками сделки. Размер такого депозита обычно составляет от 2 до 20% объема хеджируемой позиции и определяется, в первую очередь, изменчивостью цены базового актива.

Еще один источник расходов на хеджирование – вариационная маржа, рассчитываемая ежедневно по фьючерсным контрактам, а в некоторых случаях – и по опционным позициям. Вариационная маржа списывается с биржевого счета хеджера, если фьючерсная цена движется против его деривативной позиции (т.е. в сторону его позиции на реальном рынке), и вносится на счет, если фьючерсная цена движется в другую сторону. Именно путем получения вариационной маржи хеджер компенсирует возможные убытки на реальном рынке. Если же хеджер выплачивает вариационную маржу, она покрывается дополнительными доходами, получаемыми на реальном рынке, на которые хеджер не рассчитывал.

Для внебиржевых инструментов обеспечение может взиматься в виде Support Annex Credit, при этом сторона, получающая CSA, платит по нему проценты.

В целом, сделки хеджирования на внебиржевом рынке обходятся дешевле, чем на биржевом, но кредитный риск по внебиржевым инструментам выше, чем по биржевым.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Какие рекомендации можно дать компаниям отрасли связи, начинающим операции хеджирования с использованием ПФИ? Прежде всего необходимо выявить и правильно оценить риски, присущие конкретному виду бизнеса. Руководство компании должно определить свой аппетит к риску, убедиться в необходимости снижать его и в какой степени. Затем под профессионально разработанную хеджерскую стратегию нужно подобрать соответствующие задачам компании инструменты хеджирования. И, наконец, требуется оценить стоимость хеджирования и соотнести ее с потенциальными убытками компании от негативного движения рыночных показателей.

Без грамотного построения стратегии хеджирования финансовых рисков компании не могут быть уверены в стабильности ведения бизнеса, в способности выполнить задачи по обеспечению потребителей качественной связью на базе российского оборудования.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 07.03.2005) «О рынке ценных бумаг» (в ред. от 21.07.2014 N 218-ФЗ) // Собрание законодательства Российской Федерации, 1996, № 17, от 22.04. Ст. 1918.

2. Распоряжение Правительства РФ от 29.12.2008 № 2043-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года».

3. Письмо Центрального Банка Российской Федерации от 23 июня 2004 года № 70-Т «О типичных банковских рисках».

4. Указание Банка России № 3565-У от 16 марта 2015 года «О видах производных финансовых инструментов».

5. Лобанов А.А., Чугунов А.В. Энциклопедия финансового риск-менеджмента. – М.: Альпина Паблишер, 2010.

Получено 08.10.15