

С МИНИМАЛЬНЫМ РИСКОМ

Практика хеджирования в нефтегазовом секторе



ДИЛОВАР МАВЛОНОВ
АННА КОТЛОВА
 «Делойт», СНГ

Хеджирование — это механизм, дающий возможность уменьшить или нейтрализовать риски изменения цен на различные виды активов путем их фиксации на определенном уровне. В основном это делается с помощью одного или нескольких производных финансовых инструментов.

Компании нефтегазового сектора могут использовать данный механизм для минимизации своих валютных и процентных рисков, а также рисков изменения цен на сырье и продукцию.

Нефтегаз — рисковый бизнес

Говоря о природе рисков, присутствующих в нефтегазовом секторе, следует принимать во внимание территорию, характер и масштаб их деятельности, объем осуществляемых инвестиций в производственные фонды, доступность финансовых ресурсов, законодательные ограничения и другие факторы.

Например, в США компании нефтегазового сектора активно используют инструменты хеджирования рисков изменения цен на сырье и продукты для поддержания стабильности финансовых потоков и инвестиционных планов.

Китайские компании, напротив, проявляют осторожность при использовании инструментов хеджирования. Это обусловлено негативным опытом прошлых лет и дефицитом подготовленных кадров для такой работы. Однако девальвация курса юаня создает новые экономические реалии. И поэтому интерес китайских компаний вновь обратился к самым простейшим типам контрактов, используемым для хеджирования. В частности, это валютные форварды и бивалютные свопы. Тем не менее инструменты хеджирования считаются в КНР дорогим удовольствием и в основном исполь-

Ценовая волатильность на углеводородных рынках, неустойчивость баланса, спроса и предложения и различные геополитические пертурбации привели к повышению рисков для нефтегазовых компаний. Не секрет, что в последние годы у многих из них значительно сократился объем чистой выручки. В связи с этим всё более актуальной становится проблема хеджирования рисков в нефтегазовой отрасли. Компании ведущих стран мира, таких как США, активно используют различные стратегии хеджирования с целью повышения стабильности финансовых потоков и эффективного управления инвестициями в проекты нефтегазового сектора. Современная система хеджирования предлагает достаточно широкий набор инструментов. К их числу относятся, в первую очередь, свопы, опционы, фьючерсы и форварды. Вместе с тем хеджирование не может служить панацеей для участников нефтегазового рынка. Для снижения производственных и операционных рисков необходимо использовать более широкий арсенал инструментов и придерживаться заранее разработанной стратегии.

зуются крупными корпорациями с международным присутствием.

В России наиболее актуальным вопросом является хеджирование валютных рисков. Они характерны для компаний нефтегазового сектора в связи со следующими обстоятельствами:

- ⊙ заключение большого количества экспортных контрактов в иностранной валюте;
- ⊙ привлечение финансирования в валюте для новых проектов и обновления мощностей, в частности путем эмиссии еврооблигаций или получения займов и кредитов;
- ⊙ требования валютного законодательства об осуществлении расчетов на территории РФ между резидентами в рублях.

Также нефтегазовым компаниям присущи и процентные риски. Это связано с высокой капиталоемкостью их деятельности и привлечением значительных заемных средств (в том числе с условием о начислении процентов по плавающей ставке) для финансирования капитальных вложений и инвестиционных проектов по разработке новых месторождений.

Продуманная стратегия хеджирования предоставляет нефтегазовым компаниям ряд преимуществ, основным из которых является возможность эффективного управления финансовыми потоками. Указанное преимущество достигается за счет того, что использование различных инструментов хеджирования позволяет:

- ⊙ заранее зафиксировать цену реализации части или всего объема продукции;
- ⊙ согласовать курсы валют, в которых компания получает прибыль и в которых она несет расходы;
- ⊙ заранее определить неизменную величину процентной ставки по привлеченным заемным средствам.

Обычно вопрос о хеджировании решается компаниями самостоя-

тельно в соответствии с их бизнес-стратегией. Однако в некоторых случаях они лишены подобного права выбора, так как испытывают давление со стороны кредиторов и/или инвесторов, которые заинтересованы в стабильности потока доходов финансируемых компаний.

Следует отметить, что проработка эффективной стратегии хеджирования является довольно непростой задачей. Она требует как понимания природы самого риска, так и грамотного подбора инструментов и определения сроков хеджирования.

Так, сложное сочетание различных методов может привести к негативным последствиям для финансового результата компаний и к многомиллиардным искам для провайдеров производных финансовых инструментов. Например, подобная ситуация возникла у АХК «Сухой» при хеджировании валютных рисков с использованием барьерных опционных контрактов, заключенных со Сбербанком.

Классификация операций

По месту совершения операции хеджирования могут быть разделены на биржевые и внебиржевые. Участники нефтегазового рынка могут заключать сделки любого из указанных видов в зависимости от аппетита к риску, требований кредиторов и/или инвесторов, ликвидности и других факторов.

Преимущества внебиржевого хеджирования заключаются в том, что стороны свободны в определении условий сделки. Тогда как при биржевом хеджировании они стандартизированы. Однако биржевые инструменты характеризуются высокой ликвидностью, что предполагает возможность дальнейшей их реализации в пользу третьих лиц.

Следующая классификация основана на способе исполнения хеджи-

рования. Здесь выделяются поставочные и беспоставочные инструменты. Первые предполагают осуществление реальной поставки базисного актива в определенный момент в будущем по заранее закрепленной цене. Обычно такие инструменты не используются при хеджировании рисков нефтегазовых компаний по следующим причинам:

- ⊙ продукция НГК обычно реализуется по индексной, а не фиксированной цене;
- ⊙ большинство первоначальных покупателей (например транспортные компании) обычно не принимают на себя ценовые риски, которые сопутствуют контрактам с фиксированной ценой;
- ⊙ большая часть первоначальных покупателей не обладает достаточными финансовыми ресурсами для исполнения своих платежных обязательств по таким контрактам;
- ⊙ поставочные инструменты хеджирования предполагают существование риска, связанного с необходимостью обеспечения достаточного количества продукции для осуществления реальной поставки; требуются также значительные транспортные расходы при доставке продукции покупателям.

Беспоставочные инструменты хеджирования не подразумевают реальной поставки базисного актива. Их результатом служат финансовые расчеты между сторонами.

Инструменты хеджирования

Наиболее распространенными инструментами хеджирования, которыми оперируют нефтегазовые компании, являются свопы, опционы, форварды и фьючерсы. Рассмотрим их основные характеристики, а также причины и сферы их использования.

Свопы

При хеджировании свопами происходит осуществление серии разнонаправленных денежных потоков,

Хеджирование и налоги

Налоговое законодательство предусматривает возможность учета доходов и расходов, полученных в результате осуществления операций хеджирования путем использования одного или нескольких производных финансовых инструментов (в том числе инструментов разных видов).

Для подтверждения обоснованности отнесения операций с производными финансовыми инструментами к операции хеджирования налогоплательщик составляет справку на дату

заключения данных сделок. В ней подтверждается, что, исходя из прогнозов налогоплательщика, совершение данных операций позволяет уменьшить неблагоприятные последствия, связанные с изменением цены (в том числе рыночной котировки, курса) или иного показателя объекта хеджирования.

Если налогоплательщик решил заключить несколько сделок в рамках одной операции хеджирования, то справка составляется на дату заключения первой из них.

расчет величины которых основан на различных показателях.

Так, при хеджировании риска изменения цен на продукцию один из потоков обычно представляет собой стоимость определенного количества продукции по фиксированной цене. А другой — стоимость того же объема продукции, но по индексной цене, сложившейся на рынке на дату расчетов по свопу.

Схожим является механизм хеджирования процентных рисков. Один поток определяется исходя из фиксированной процентной ставки, а другой — из рыночной плавающей (например LIBOR).

При хеджировании валютных рисков денежные потоки выражены в различных валютах.

Использование свопов нефтегазовыми компаниями обусловлено следующими причинами:

- ⊙ свопы обычно не предусматривают необходимость авансовой выплаты премии;
- ⊙ свопы являются высоколиквидными инструментами;
- ⊙ хеджирование с использованием свопов обеспечивает финансовую стабильность компаний.

Опционы

Опцион предоставляет его держателю право, но не обязанность купить (колл-опцион) или продать (пут-опцион) базисный актив определенного количества и качества в определенном месте на установленную дату по заранее зафиксированной цене. Нефтегазовые компании могут приобрести пут-опцион с целью хеджирования риска падения цен на реализуемые ими продукты или для минимизации валютных рисков. Эмиссия опциона обычно предполагает выплату премии его эмитенту.

Как правило, опционы являются беспоставочными. То есть в случае падения индексной цены на базисный актив ниже величины, определенной в опционе, держатель пут-опциона уполномочен на получение разницы от эмитента.

Существуют следующие способы использования данного инструмента в зависимости от изменения рыночных цен на базисный актив:

- ⊙ исполнение опциона в любую дату в пределах срока действия (американские опционы) или только в дату погашения (европейские опционы);
- ⊙ реализация или зачет опциона;

⊙ возможность держать опцион до истечения его срока в случае экономической нецелесообразности его погашения и/или невозможности его реализации.

Таким образом, опционы защищают их держателей от движения цен в одну сторону и дают возможность получать доход за счет противоположного движения котировок. Так, владельцы пут-опциона защищены от снижения цен базисного актива и получают прибыль, равную величине превышения рыночных цен над фиксированной ценой.

Следует отметить, что существуют стратегии хеджирования ценовых рисков, основанные на использовании нескольких опционов (например стратегии «Коллар», «Медвежий спред» и другие).

Фьючерсы и форварды

Фьючерсы являются стандартизированными биржевыми инструментами. Они обеспечивают принятие или поставку товара определенного качества и количества в указанном месте на фиксированную дату по заранее установленной цене. Фьючерсы используются добывающими компаниями и переработчиками для фиксации цен на газо- и нефтепродукты. Это гарантирует устойчивый постоянный поток дохода, а также снижение валютных рисков.

По аналогии с опционами существуют фьючерсы на покупку и продажу базисного актива. Сторона фьючерса на продажу принимает на себя обязательство осуществить поставку продукта по заранее определенной цене в установленное место. Однако нефтегазовые компании обычно не исполняют фьючерсы поставкой, в большинстве случаев они прекращаются или реализуются третьим сторонам до определенной в них даты исполнения.

Форвард также является договором, по которому одна сторона обязуется передать другой товар, валюту или иной базисный актив, а другая сторона — принять и оплатить такое имущество. В отличие от фьючерса форвардные сделки заключаются на внебиржевом рынке. Кроме того, чаще всего форвардные контракты предполагают реальную поставку товара или иного базисного актива (поставочный договор). Форвардный договор, не предполагающий поставку товара, является расчетным.

Заключение форвардных и фьючерсных контрактов позволяет за-

Панацеи не бывает

Хеджирование может быть эффективным способом снижения ценовых, валютных и процентных рисков, которые присущи компаниям нефтегазового сектора с учетом особенностей их деятельности и торговых отношений.

Однако использование инструментов хеджирования не является панацеей и не защищает компании полностью от вероятности возникновения рисков. Более того, осуществление операций хеджирования может порождать новые риски. Например, кредитный риск, связанный с дефолтом контрагента по операции хеджирования и неисполнением его платежных обязательств.

Кроме того, хеджирование не покрывает производственные и операционные риски компаний, обусловленные их деятельностью как таковой. В данном случае им приходится прибегать к иным стратегиям. Например, к страхованию, горизонтальной и/или вертикальной интеграции и т.д.

Таким образом, компаниям необходимо использовать продуманную стратегию и сбалансированный подход к управлению рисками в целях минимизации внешних и внутренних негативных последствий.

фиксировать цены на газо- и нефтепродукты и снизить риски зависимости цен от рыночных колебаний — как в сторону повышения, так и в сторону понижения. Однако одновременно с хеджированием риска понижения цены участники теряют возможность получения доходов при потенциально возможном повышении котировок.

НАИБОЛЕЕ РАСПРОСТРАНЕННЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ ХЕДЖИРОВАНИЯ, КОТОРЫМИ ОПЕРИРУЮТ НЕФТЕГАЗОВЫЕ КОМПАНИИ, ЯВЛЯЮТСЯ СВОПЫ, ОПЦИОНЫ, ФОРВАРДЫ И ФЬЮЧЕРСЫ

Форвардные и фьючерсные договоры дают возможность зафиксировать курс валюты на момент их заключения и минимизировать риски получения убытков от колебания курсов. В целях снижения процентных рисков могут быть заключены форвардные или фьючерсные договоры, где базисным активом будет выступать процентная ставка. В данном случае доходом будет разница между будущей процентной ставкой, зафиксированной в договоре, и фактической ставкой на дату расчетов по контракту. □