

Рыночные риски в корпоративном секторе: валютный и процентный риск

Артем Кокош, CFA, FRM

ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС»

06.02.2011





План работы



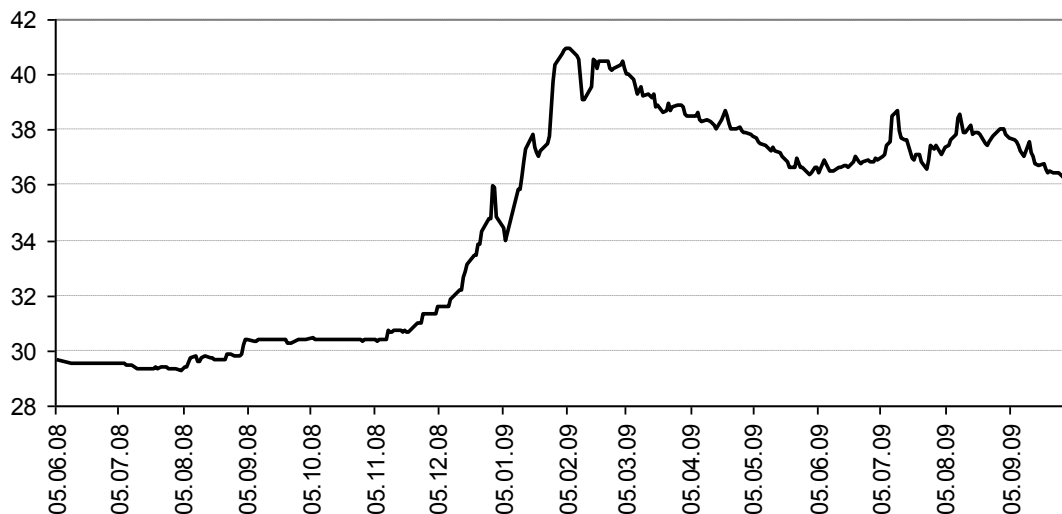
1. Классификация валютных рисков корпорации.
2. Процесс управления валютным риском, основные этапы.
3. Есть ли в хеджировании смысл? – взгляд науки и практики.
4. Основные факторы, ограничивающие возможности применения производных инструментов в текущих российских условиях.
5. Практические методы и инструменты активного управления валютным риском.
6. Процесс заключения сделок хеджирования – основные моменты, на которые следует обращать внимание: разработка и одобрение стратегии, документальное оформление, договорная обвязка, выбор инструментов, выбор банка-контрагента, налоговый и бухгалтерский учет сделок хеджирования.
7. Ошибки, которые допускают на практике при хеджировании.



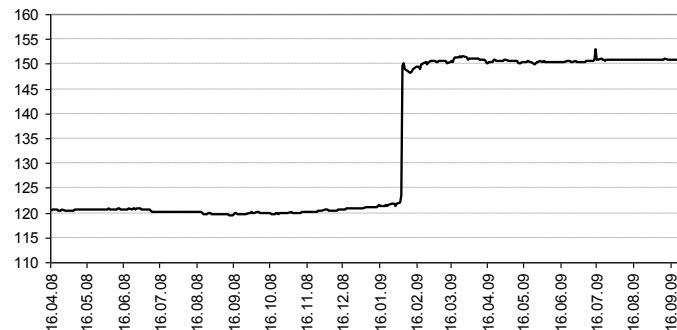
Кризис принес резкое увеличение волатильности



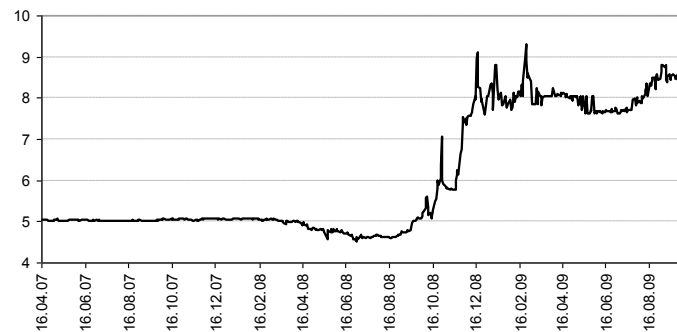
RUB BASKET



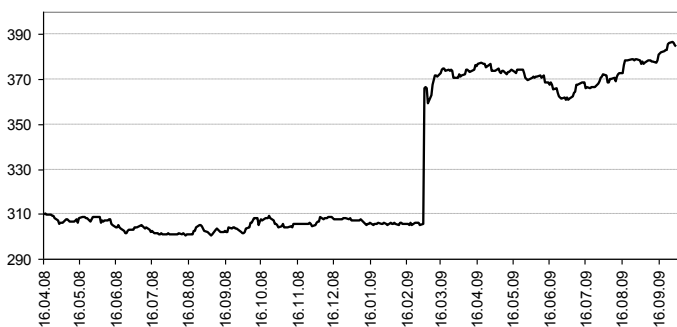
USD KZT



USD UAH



USD AMD



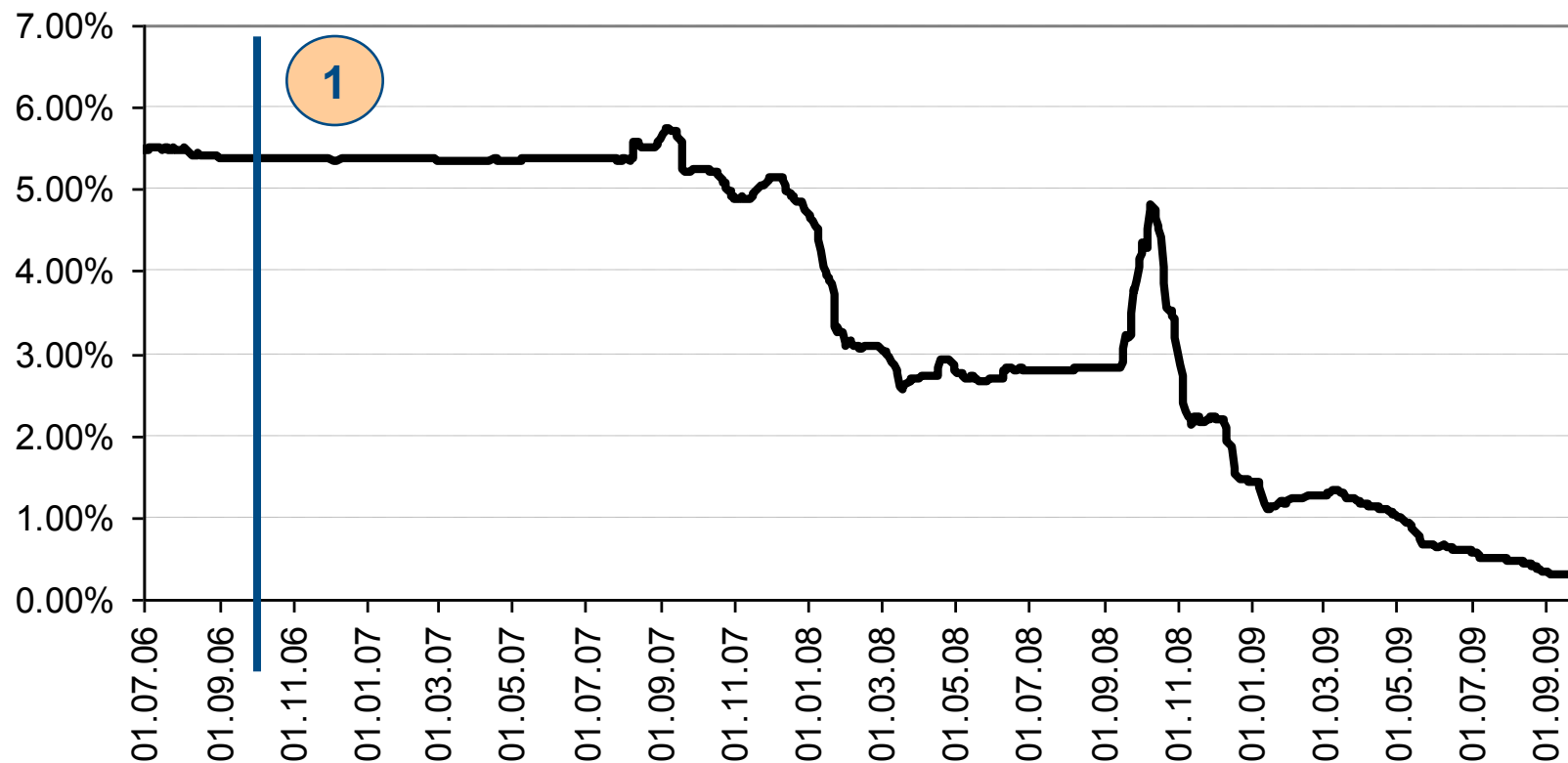
1. Спасательные шлюпки строят в хорошую погоду, а не на корабле во время шторма
2. Применение хеджирующих инструментов без внятной risk-policy очень опасно



Пример 1. Хеджирование Libor



LIBOR 3M

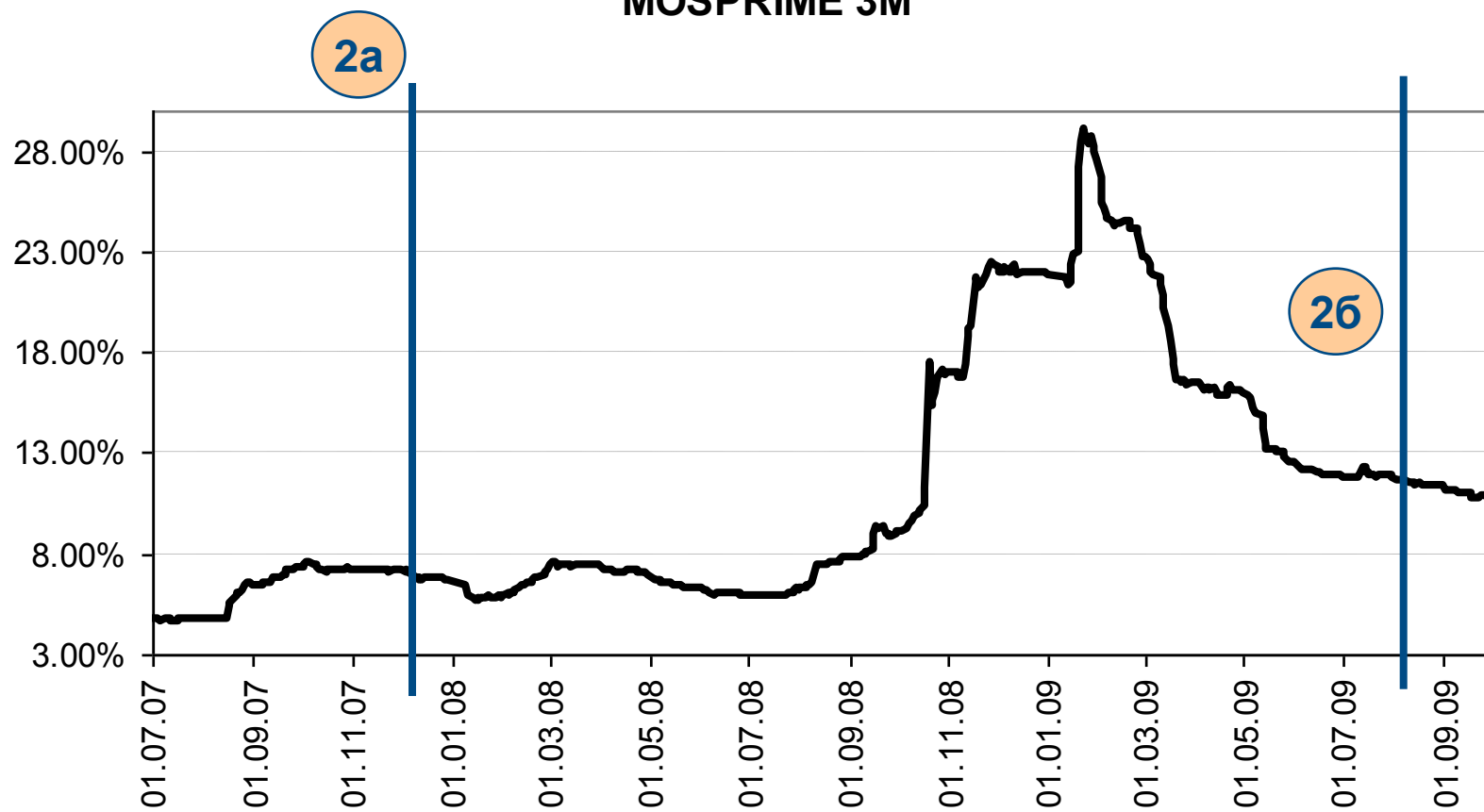




Пример 2. Хеджирование Mosprime



MOSPRIME 3M





Классификация валютных рисков

1. Валютный транзакционный риск (transaction risk)

Риск неблагоприятного изменения денежных потоков корпорации вследствие изменения курсов иностранных валют. Источником риска является несоответствие между денежными притоками и денежными оттоками в иностранной валюте, что заставляет корпорацию совершать операции по покупке/продаже иностранной валюты.

Данный риск реализуется в следующих случаях:

- ☀ к моменту, когда необходимо получить национальную валюту вместо имеющейся иностранной валюты, курс иностранной валюты может упасть ниже планового;
- ☀ к моменту, когда необходимо получить иностранную валюту взамен имеющейся национальной валюты, курс иностранной валюты может вырасти выше планового.

✓ **Риск, которым чаще всего управляют в корпорациях**



2. Валютный трансляционный риск (бухгалтерский риск, translation risk)

Риск негативного влияния изменения курсов иностранных валют на консолидированную отчетность Группы компаний.

Данный риск не несет для корпорации прямые денежные убытки, однако вследствие изменения курсов иностранных валют могут занижаться консолидированные балансовые данные и операционные результаты Группы компаний.

Возможные следствия:

- нарушение финансовых ковенантов, закрепленных в кредитных договорах;
- снижение привлекательности компании в глазах инвесторов, кредиторов.

✓ **Риск, который не нужно недооценивать**



3. Валютный конкурентный риск (economic risk)

Риск снижения конкурентоспособности корпорации и снижения ее денежных потоков в среднесрочном периоде вследствие изменения курсов иностранных валют.

Реализация данного риска приводит к сравнительному изменению выручки и издержек корпорации и ее конкурентов, цен на их товары и услуги, что приводит к снижению привлекательности корпорации как в глазах потребителей, так и в глазах инвесторов.

- ✓ Почему в среднесрочном периоде, а не в долгосрочном?
- ✓ Риск, который сложно нивелировать силами корпорации



Процесс управления валютным риском



1. Идентификация риска
2. Оценка риска
3. Управление риском (управляющее воздействие)
4. Мониторинг и контроль

✓ Именно в такой последовательности



Оценка валютного риска

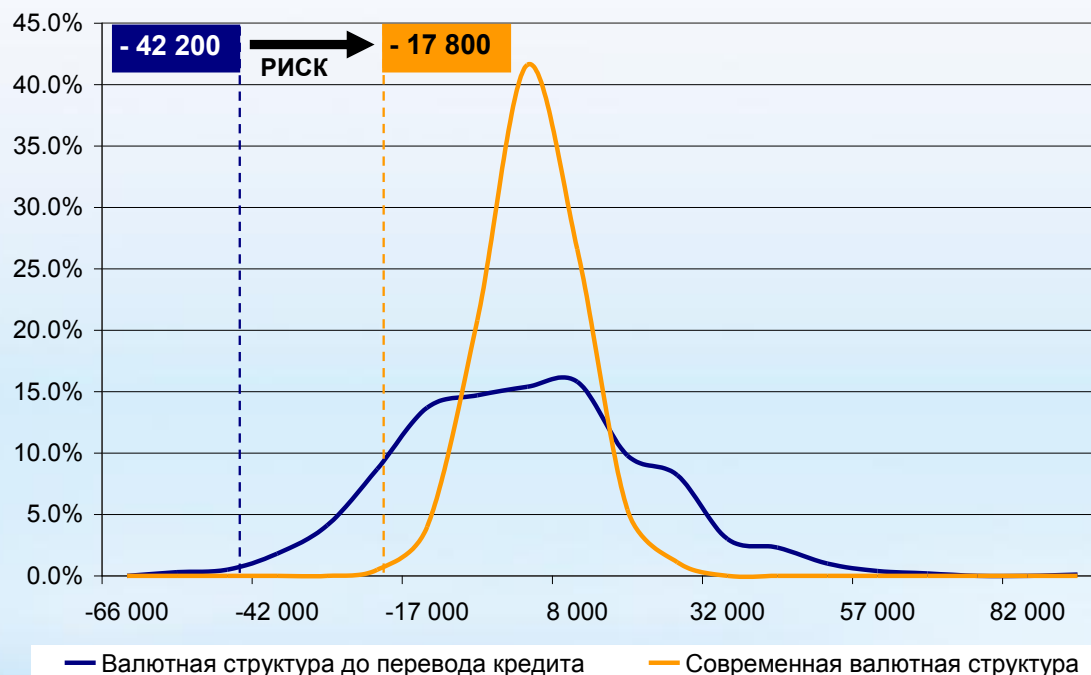


Моделирование и оценка мер риска – VaR, CFaR, EaR

Монте-карло

Консерватизм vs гибкость моделей

Оценка каждого типа валютного риска





1. Избегание риска

Прекращение деятельности, в результате которой возникает риск

2. Снижение риска

Применение системы мер по снижению вероятности и/или неблагоприятных последствий наступления рискованного события без передачи риска другим лицам

3. Перераспределение риска

Уменьшение вероятности и/или неблагоприятных последствий наступления рискованного события вследствие передачи части риска другим лицам: страхование, хеджирование.

4. Принятие риска

После идентификации и оценки риска – принятие решение о том, что данный риск допустимо принять в процессе достижения целей компании.



Если ли в хеджировании смысл?

1. Паритет процентных ставок

- Изменения курсов и изменения уровней цен нивелируют друг друга.
- Средний период возврата курсов развитых стран к «справедливым» значениям – 3-5 лет.

2. Модильяни и Миллер – финансовая политика компании не влияет на стоимость компании

- Отсутствие налогов и транзакционных издержек
- Вся работы по снижению рисков могут выполнить инвесторы, владеющие ценными бумагами данной компании

✓ **В условиях эффективного рынка хеджирование не добавляет компании стоимости**



Есть ли в хеджировании смысл?



В случае ослабления предположений об эффективности рынка:

1. Наличие налогов и особенности налогообложения
 - случай прогрессивной ставки налогообложения прибыли компании
 - ограничение переноса убытков на будущее
 - стабильность позволяет увеличивать долговую нагрузку компаний и использовать дополнительный налоговый щит
2. Издержки финансовых затруднений
 - хеджирование снижает вероятность финансовых затруднений;
 - хеджирование снижает влияние обязательных финансовых условий (ковенантов) на решения, принимаемые фирмой



Есть ли в хеджировании смысл?



3. Транзакционные издержки инвесторов и компаний

- Вследствие сравнительно больших транзакционных издержек инвесторы не могут самостоятельно захеджировать свои позиции

4. Агентские издержки

- Хеджирование помогает убедить кредиторов в том, что издержки конфликта интересов не столь велики

5. Асимметрия информации

- В лучшем случае инвестор может лишь догадываться о наиболее крупных источниках финансового риска в компании
- Прозрачность российских компаний в среднем гораздо ниже прозрачности партнеров по BRIC (S&P)
- Хеджирование улучшает информативность финансовых показателей компании



Есть ли в хеджировании смысл?



Если бы фирма действовала в «безвоздушном пространстве», спрос на хеджирование был бы очень мал. Его повышают:

- кредиторы;
- потребители;
- государство;
- работники;
- менеджмент.

Заинтересованные лица заставляют фирму вести себя как агента, не склонного к риску.



Есть ли в хеджировании смысл?



Эмпирические исследования:

- Чаще всего исследователи приходят к выводу, что хеджирование валютного риска положительно влияет на стоимость.
- Однако есть исследования, утверждающие обратное
- У эмпирических исследований есть недостатки, позволяющие усомниться в получаемых результатах (различные методы управления валютными рисками, наличие risk-policy как признак корпоративной культуры)

! С учетом приведенных доводов, менеджмент каждой компании должен самостоятельно решать, использовать хеджирование или нет.



Управление риском – активное vs пассивное



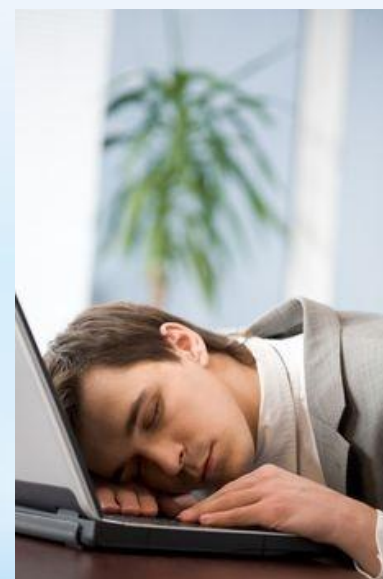
Активное управление риском

Мониторинг и корректировка структуры хеджирующих контрактов и решений в зависимости от прогнозов корпорации относительно будущего движения курса валюты.



Пассивное управление риском

Вне зависимости от движения курса валюты компания сохраняет структуру хеджирующих контрактов (решений) неизменной.



VS



Финансовое хеджирование – снижение подверженности компании риску за счет заключения срочных сделок на финансовом рынке.

Основные преимущества, которые дает корпорации использование производных инструментов при условии развитого финансового рынка:

1. Гибкость и точность в управлении рисками
2. Сравнительно низкие затраты



Полное достижение поставленной цели по снижению риска при минимальных затратах

Более узкое требование: эффективная политика хеджирования должна гарантировать для компании достижение результатов деятельности компании на среднесрочный период. Хеджирование должно существенно повышать финансовую устойчивость компании.



Хеджирование на биржевом и внебиржевом рынке



Две альтернативы: хеджирование на биржевом и внебиржевом рынке.



Биржевой рынок

сделки заключаются на организованном рынке

- **требуется гарантийное обеспечение** (*временное отвлечение ликвидности*) как при открытии позиции, так и при движении рынка
- + компания не несет риска неисполнения обязательств контрагентом
- + позицию можно закрыть в любой момент

Внебиржевой рынок

сделки заключаются напрямую с контрагентом



- + не требует отвлечения ликвидности
- компания несет риск неисполнения обязательств контрагентом → ограниченные объемы хеджирования
- закрытие позиции может потребовать дополнительных издержек
- стоимость внебиржевых контрактов может иметь некоторый дисконт по отношению к биржевой цене



Транзакционные издержки

При заключении большого объема финансовых контрактов неизбежен рост связанных с ними транзакционных издержек. Это следствие неразвитости российского финансового рынка.

- дороговизна хеджирования: уровень предложений от банков и их разброс
- спреда на покупку/продажу
- рынок слабоконкурентный

Доступность инструментов

Многие сложные инструменты либо недоступны, либо слишком дороги

На многих рынках стран СНГ нет даже простых инструментов:

- валютные рынки Армении, Грузии, Украины...
- российский рынок электроэнергии
- опционы и структурированные продукты

Хеджирование на месяц вперед – это не хеджирование!



Ограниченность лимитов со стороны банков

Заключая с компанией срочные сделки, Банки принимают на себя кредитный риск корпорации. Лимиты производных сделок часто рассматриваются банками в совокупности с лимитами кредитования.

Риск контрагента (внебиржевые сделки)

Банки могут не исполнить свои обязательства по срочным сделкам – в результате страховка перестанет существовать

Отвлечение ликвидности (биржевые сделки и не только)


Заклучение биржевых контрактов с обеспечением (маржированием) потребует отвлечения оборотного капитала компании на поддержание позиции на бирже. В случае значительных колебаний валютных курсов это может привести к снижению доступных денежных средств и к потере финансовой устойчивости компании.

- У корпорации мало возможностей для экстренного пополнения ликвидности
- Пример – MGRM, 1993г., хеджирование от роста цен на нефть




ПРИМЕР: MGRM 1993г.



Дочерняя компания немецкой Группы Metallgesellschaft  в 1992г. решила застраховаться на 10 лет вперед от **роста** цен на нефть с помощью биржевых фьючерсов на покупку нефти, по цене около 19 долларов за баррель. Тем самым она зафиксировала прибыль по своему контракту на продажу нефти, по которому она продавала нефть за 20 долларов за баррель. **Это был классический хедж.**

НО: Цены на нефть упали в 1993г. до 13 долларов за баррель, то есть пошли против биржевой хеджирующей позиции компании. Требования биржи по обеспечению достигли 1.3 млрд. долл., что было слишком много как для дочерней компании, так и для Группы в целом. Компания была спасена от банкротства только при поддержке федеральных властей Германии.

 Средняя за 1992-2003гг. цена составила около 22 долларов за баррель. То есть компания могла получить от биржевого хеджа прибыль, если бы не закрыла его.



Несовершенное планирование

Хеджирование осуществляется на основе планирования параметров объекта хеджирования.

- Горизонт планирования?
- Качество планирования?

Результат хеджирования может оказаться гораздо хуже ожиданий:

- 1) Горизонт хеджирования слишком мал
- 2) Объекты хеджирования чрезвычайно ограничены
- 3) Хеджирующая сделка может превратиться в спекулятивную, а ее закрытие потребует дополнительных издержек:
 - Кредит досрочно погашается или востребуется кредитором;
 - Возникают другие активы/пассивы или доходы/расходы, которые изменяют валютную позицию компании

* **Закрытие хеджирующей сделки – это не расторжение договора!**



Налоговые, правовые и бухгалтерские риски

Сделки хеджирования требуют специального учета. Так как опыт такого учета в российской практике не наработан в достаточной степени, возможны различные трактовки законодательства и стандартов

- IAS39 и влияние на финансовые результаты
 - Наличие утвержденной risk-policy
 - Требования к объекту хеджирования
 - Перспективная и ретроспективная оценка эффективности
- Налоговый кодекс и налоговая осмотрительность
 - Признание сложных сделок затруднено
 - Активное хеджирование?
- Судебная защита

! **Вывод: финансовое хеджирование целесообразно осуществлять в очень ограниченных объемах**



Внутренние механизмы снижения валютных рисков



1. Валютные активы = валютным пассивам

Н-р, привлеченные валютные кредиты соответствует дебиторской задолженности в валюте

2. Валютные доходы = валютным расходам

Н-р, экспортная выручка соответствует издержкам на импортные комплектующие

* Даже если формально выражены в рублях

** Соответствие редко бывает совершенным – в отдельные периоды могут возникать несоответствия

*** Если речь идет о Группе компаний, то компенсация риска возможна в рамках Группы в целом – при этом в отдельных обществах возможны большие валютные риски + налоговые особенности



Внутренние механизмы снижения валютных рисков



3. Соответствие между доходами/расходами и активами/пассивами

Если доходы в рублях – занимай в рублях,
если доходы в евро – занимай в евро.





Особенности компенсации доходов/расходов за счет переоценки активов/пассивов:

- 1) Подход доказывает свою эффективность только на длительном горизонте – в отдельные временные интервалы возможны значительные убытки
2009г., девальвация рубля

	за 1 кв. 2009	за 2 кв. 2009	за 2 п/г 2009	Итого 2009
Убыток от переоценки баланса	-600 млн.руб.	-15 млн.руб.	-93 млн.руб.	-708 млн.руб.
Увеличение рублевого наполнения ден. потоков	+240 млн.руб.	+111 млн.руб.	+334 млн.руб.	+685 млн.руб.

- 2) Данный подход выравнивает финансовый результат, но не денежные потоки

Переоценка активов и пассивов – неденежная статья

Уменьшение валютной составляющей доходов – денежная статья.



Особенности компенсации доходов/расходов за счет переоценки активов/пассивов:

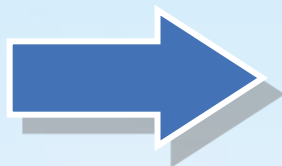


3) Нет гарантии полного ухода от валютного риска

Эффект сильно зависит от движения курсов, времени наступления событий на валютном рынке, корреляции между различными валютными курсами

Для эффективного применения данного метода необходимо определить, какая валютная структура активов/пассивов в текущей ситуации наиболее эффективно снижает совокупный валютный риск компании.

Как это сделать?



см. следующий слайд

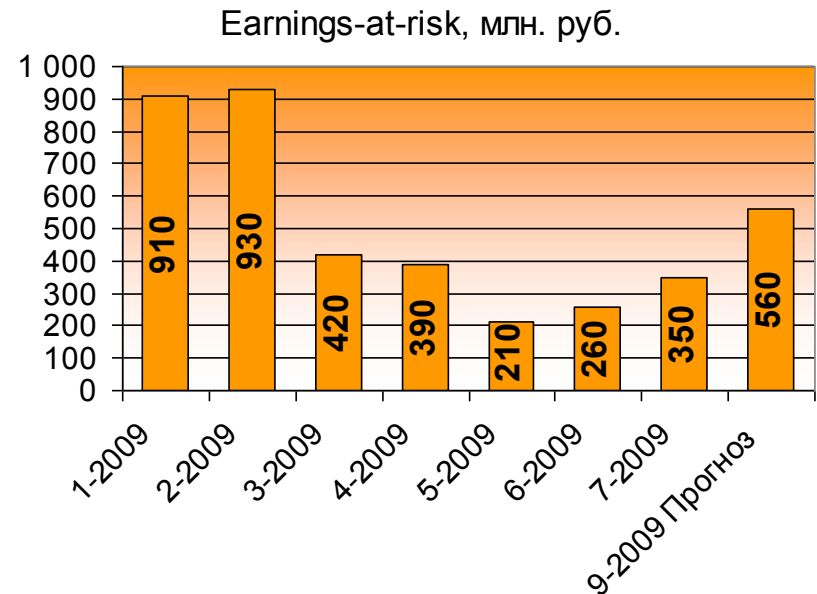


Оценка валютного риска: EaR



1. Определение текущих источников валютного риска и их прогноз
2. Оценка вероятностного распределения каждой пары валютных курсов
3. Оценка корреляций между каждой валютной парой
4. Имитационное моделирование Монте-карло
5. Результат – распределение годового финансового результата в зависимости от тысяч различных сценариев движения валютных курсов

Результат – Earnings-at-Risk





Определение оптимальной валютной структуры портфеля

Если мы умеем считать валютные риски по текущим источникам риска, то мы можем посчитать, при каких параметрах наши валютные риски будут минимальными

Параметры: доля валют в кредитном портфеле, количество и направленность хеджирующих сделок и т.д.

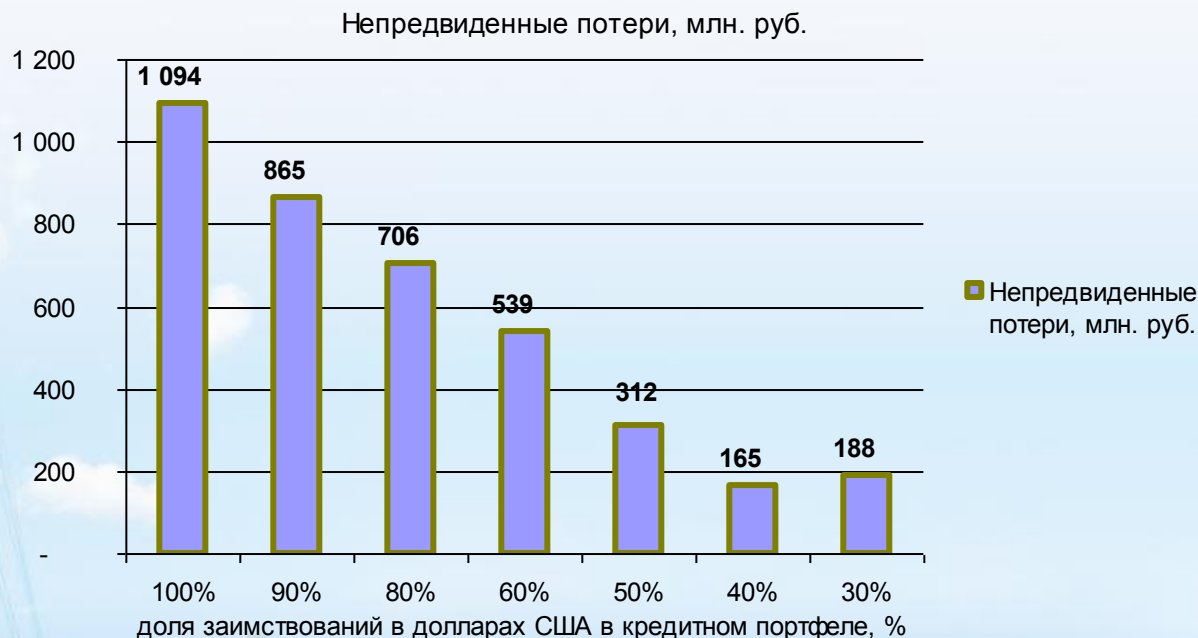


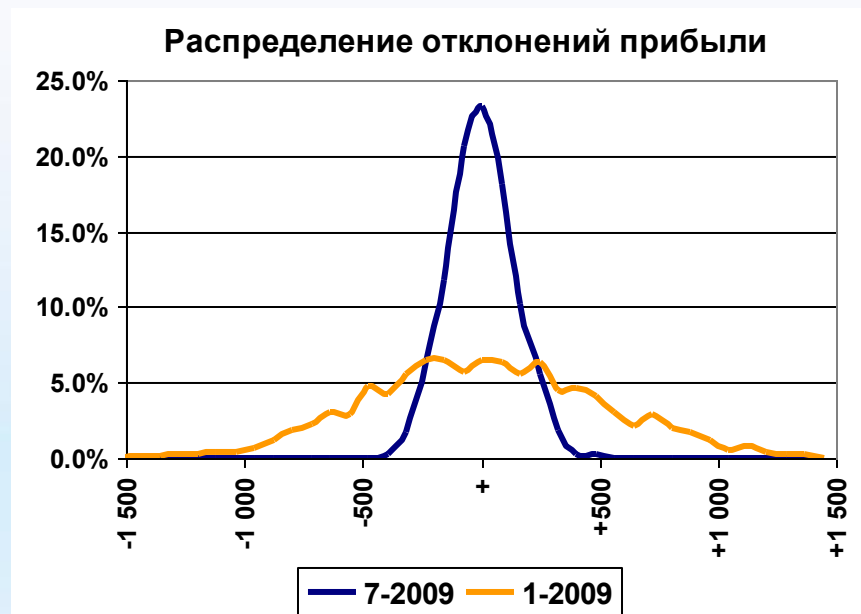


Иллюстрация эффективности мер по управлению рисками



Хорошей иллюстрацией результативности мер по управлению рисками может являться вероятностное распределение прибыли Компании до и после примененных мер

Более «компактное» распределение означает, что прибыль компании стала более стабильной





Достоинства и недостатки внутренних механизмов по управлению валютными рисками



1. Отсутствуют риски контрагента
2. Практически отсутствуют транзакционные издержки
3. Может корректироваться за счет срочных сделок
4. Может быть распространено на Группу в целом
5. Нет налоговых и бухгалтерских рисков



1. Как и в других методах хеджирования, нет гарантии полного ухода от валютного риска
2. Эффект от структурного хеджирования заметен на горизонте год и более



Подход к управлению валютными рисками в российских условиях

Последовательно применяя внутренние механизмы, подверженность валютному риску удастся снизить до умеренного уровня



Эффективно на среднесрочном периоде



Финансовое хеджирование применяется в ограниченных объемах, для корректировки валютной позиции Компании



При этом:

- на приемлемых уровнях находятся дополнительные риски, связанные с финансовым хеджированием
- позволяет оптимизировать процентные расходы компании



Основные финансовые инструменты



Основные финансовые инструменты, используемые крупными корпорациями:

- от простого к сложному
- 1. Форвард / фьючерс
- 2. Процентно-валютный своп
- 3. Опционы cap/floor
- 4. Zero-cost collar
- 5. Структурированные продукты:
 - бивалютный депозит;
 - кэп-спрэд; и др.



Процесс заключения сделок хеджирования



1. Подготовительный этап

- идентификация и оценка рисков компании;
- разработка стратегии хеджирования
- проработка порядка отражения сделок в бухгалтерском учете;
- проработка порядка отражения сделок в налоговом учете;
- проработка порядка отражения сделок в МСФО отчетности компании;
- разработка risk-policy;
- одобрение risk-policy и стратегии хеджирования на уровне высшего менеджмента компании и Совета директоров;
- прогноз ликвидности и обеспечение необходимых финансовых ресурсов;
- адаптация учетной политики компании;
- определение круга потенциальных банков-контрагентов (круг необходимых операций, региональный охват, кредитное качество, цена, обеспечение по сделке и т.д.).



Составляющие risk policy



Risk policy:

- классификация финансовых рисков компании;
- методы оценки риска с подробным описанием стандартного метода расчета главных ключевых показателей;
- формальные процедуры контроля рисков (при заключении договоров, при привлечении кредитов и т.д.);
- основные применяемые инструменты при управлении риском;
- порядок одобрения и заключения сделок;
- формы отчетности по рискам;
- порядок оценки эффективности сделок хеджирования (перспективный и ретроспективный анализ);
- независимый контроль (аудит) системы управления рисками.



Процесс заключения сделок хеджирования



2. Этап заключения сделок

- проработка договорных конструкций: ISDA, договоры по российскому праву, RISDA;
- выбор банка-контрагента: вопрос кредитного качества, цены и обеспечения по сделке, ликвидности - различие между иностранными и российскими банками;
- выбор объекта хеджирования: предсказуемость, горизонт, риск объема, возможность hedge accounting;
- выбор инструмента хеджирования;
- выбор момента заключения сделки;
- документальное оформление сделки (заявка, отчет, подтверждение).



Процесс заключения сделок хеджирования



3. Заключительный этап

- рыночная переоценка заключенных сделок хеджирования – независимые вендоры, Bloomberg/Reuters или собственные разработки?
- оценка эффективности сделок;
- раскрытие информации в ежеквартальном отчете, годовом отчете, отчетности по РСБУ и МСФО.



Основные ошибки



1. Хеджирование без risk-policy / непонимание используемых инструментов
2. Недостаточное полное объяснение процесса хеджирования менеджменту компании
3. Изменение стратегии по ходу операций
4. Несоблюдение баланса между хеджированием и спекуляцией
5. Неучет налоговых последствий
6. Недооценка потенциального оттока ликвидности



СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ

Артем Кокош, СФА, FRM
ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС»