В интервью Cbonds Владимир Козинец, директор департамента казначейства и управления рисками ГК РОЛЬФ, президент Ассоциации корпоративных казначеев, говорит о том, почему рынок хеджирования в России развивается не так быстро, как этого бы хотелось, какие проблемы предстоит решить корпоративным казначействам, чего не хватает российскому законодательству для эффективной работы и каким образом будет меняться культура хеджирования в будущем.

Неправильно использовать слова «выигрыш» и «проигрыш» в одном контексте со словом «хеджирование»

– Какие компании в России хеджируют риски? Кому это выгодно и почему?

– В первую очередь это компании (как экспортеры, так и импортеры), в капитале которых имеется весомая валютная составляющая. Хеджирование и использование деривативов наиболее развито в нефтяных, металлургических и телекоммуникационных компаниях. В некоторых торговых компаниях-импортерах тоже используются инструменты хеджирования, хотя объемы сделок намного меньше, а инструменты проще.

Хеджирование — это процедура, которая используется прежде всего для снижения волатильности финансовых результатов. Но, к сожалению, акционеры компаний и топ-менеджмент не всегда это осознают. Очень часто можно наблюдать такую ситуацию: когда переоценка деривативa положительная — все спокойны, когда она

отрицательная — начинаются проблемы. Хотя задача инструментов хеджирования — не выиграть или проиграть, а просто снизить волатильность.

Очень важно в этой ситуации правильно презентовать руководству результаты хеджирования — показать переоценку всей позиции целиком.

— Каким образом в компании принимается решение о хеджировании рисков? Какие альтернативы могут быть использованы помимо инструментов хеджирования?

— В идеале хеджирование является лишь одним из элементов системы управления рисками компании. Поскольку деривативы являются достаточно сложным инструментом, применять их следует в последнюю очередь, когда все другие варианты уже исчерпаны. Безусловно, в каждой компании решение о хеджировании принимается индивидуально. На мой взгляд, решение должно приниматься в компаниях следующим образом: у компании имеется карта рисков, которые должны быть по возможности оценены и оцифрованы. Далее необходимо (в первую очередь акционеру и топ-менеджменту) определиться с аппетитом к риску: что и в каком объеме компания принимает, а что — нет. Важно понимать, что захеджировать можно практически все что угодно, но вопрос в том, какой от этого будет финансовый результат у компании. Любой бизнес — это риск. Логично из этого заключить, что брать на себя следует только те риски, в которых компания считается экспертом, и отказываться от непрофильных рисков. Например, риски от изменения цен на сток автомобилей компания «РОЛЬФ» на себя принимает, потому что считается экспертом в области продажи автомобилей, но при этом не принимает валютные риски, потому что формально не является экспертом в области изменения курса валюты. Но и здесь есть нюансы. Например, если у компании есть валютные обязательства, не покрытые требованиями, то вне зависимости от того, что происходит на рынке, казначей закрывает позицию форвардом. Это и есть хеджирование. Но если казначей сомневается, пойдет курс вверх или не пойдет, и в зависимости от этого обдумывает свое решение о хеджировании, то это уже будет являться спекуляцией.

— Что происходит после того, как компания определила, какие риски она не может брать на себя?

— После этого в силу вступает так называемый natural hedge. Например, если у компании есть валютные кредиты, но при этом нет валютной выручки, следует перевести валютные кредиты в рубли (погасить, использовать свопы и др.). Другой пример: если у компании есть кредиты с плавающей ставкой, но при этом нет активов, размещенных под плавающую ставку, следует перевести кредиты под фиксированную ставку. Если подобные решения физически невозможно реализовать по тем рискам, которые не принимаются компанией, в дело вступают деривативы. Отмечу, что в этой ситуации очень важно по всем активам посчитать единую позицию. В разных активах (особенно это свойственно для холдингов) позиция может быть короткой или длинной, и если захеджировать отдельно одну и другую позиции без неттинга, то компания лишь удвоит свои риски.

— Как вы считаете, почему в России так мало компаний, занимающихся хеджированием?

— Это не совсем так, потому что корпораты достаточно активно хеджируют риски на российском рынке. Нельзя сказать, что у нас этого рынка нет или он развивается очень слабо. Правильнее сказать, что рынок развивается не так, как хотелось бы. Действительно, взрывообразного роста нет, но те компании на рынке, которым нужно хеджироваться и которые этот факт осознали, уже давно и вполне успешно занимаются хеджированием. Инструментов хеджирования на российском рынке достаточно. Базовых инструментов всего три: форвард, своп и опцион, а все остальное — это различные модификации и структурные стратегии. Единственное, стоит отметить, что сейчас достаточно остро стоит вопрос о возможности появления такого инструмента, как своп на ключевую ставку ЦБ. Да, этот инструмент еще широко не реализован, но его очень ждут на рынке и уже начинают предлагать.

— Почему рынок хеджирования в России до сих пор слабо развит? Что мешает?

— Здесь существуют две основные группы факторов: внутренние и внешние. Если говорить о внутренних факторах, то ключевым здесь является недостаточная культура управления рисками в российских компаниях (я говорю о среднем бизнесе, не принимая в расчет крупнейших представителей рынка): отсутствие Положения об управлении рисками, отсутствие карты рисков и так далее.

БРАТЬ НА СЕБЯ СЛЕДУЕТ ТОЛЬКО ТЕ РИСКИ, В КОТОРЫХ КОМПАНИЯ СЧИТАЕТСЯ ЭКСПЕРТОМ, И ОТКАЗЫВАТЬСЯ ОТ НЕПРОФИЛЬНЫХ

Второй очень важный момент — это неготовность топ-менеджмента и акционеров компаний воспринимать деривативы именно как инструмент ухода от рисков, а не как инструмент зарабатывания. Как только идут убытки от переоценки деривативa, начинаются проблемы. Руководство компании сокрушается насчет того, зачем вообще нужно было использовать деривативы, воспринимает ситуацию как финансовый проигрыш и прочее. Например, я своим сотрудникам просто запрещаю использовать слова «выигрыш» и «проигрыш» в одном контексте со словом «хеджирование».

– Как с этим можно бороться?

– Например, в управленческой отчетности не давать только данные о переоценке деривативa, а вместо этого предоставлять данные по переоценке позиции, которую он хеджирует. Приведу пример из жизни. Компанией был реализован синдицированный кредит на весьма крупную сумму под плавающую ставку с привязкой к LIBOR сроком около пяти лет. Руководство компании приняло решение захеджировать ставку LIBOR при помощи свопа. Если еще в начале 2008 года ставка LIBOR демонстрировала относительную стабильность и даже небольшой рост, то к концу года рухнула с 3% до 1.5%. Таким образом было потеряно порядка $5 млн по переоценке MTM деривативa. Разумеется, на это сразу же обратило внимание руководство, а казначею сказали, что он будет работать за еду еще десять лет. При этом никто не упомянул о том, что компания продолжает платить пониженные проценты из-за падения ставок. Парадокс заключается в том, что если бы кредит изначально брался под фиксированную ставку, то потерь никто бы и не заметил, хотя финансовый результат был бы по сути тот же. Подобные проблемы существуют до сих пор.

Говоря о внешних причинах, в первую очередь нужно отметить неповоротливость действующего законодательства. Да, ситуация со временем улучшается, но все-таки до безупречного функционирования еще далеко. Всевозможные решения судов о непризнании тех или иных деривативных сделок, которые в последнее время часто фигурируют в новостных лентах, серьезно напрягают участников рынка и осложняют развитие хеджирования. Второй момент — это история с налогообложением. Начну с примера. Допустим, у рублевой компании имеются временно свободные доллары, которые лежат на депозите и не приносят желаемого дохода. При этом у компании есть постоянная потребность в рублевой ликвидности. В такой ситуации разумно делать своп — привлечь дешевые рубли под залог имеющихся долларов. При первоначальных расчетах выгода очевидна, сделка получается чуть ли не на 3% дешевле, чем кредит. Но далее выясняется, что эта выгода может быть съедена вероятными налоговыми последствиями. Причем размер таких потерь носит совершенно непредсказуемый характер, так как зависит от курса ЦБ на момент закрытия сделки в будущем.Таким образом, компании приходится отказываться от свопа и прибегать к другому решению. Дополнительно появляются новые регуляторные требования. В настоящее время на рынке активно обсуждается инициатива ЦБ об обязательном клиринге деривативных сделок через Центрального контрагента. С одной стороны, цель совершенно понятна — минимизировать объем риска в банковской системе, с другой стороны, далеко не все корпораты готовы применять маржирование. Подобное решение, если оно не будет подробно обсуждено с профессиональным сообществом, тоже может негативно повлиять на развитие рынка деривативов.

СЕЙЧАС ДОСТАТОЧНО ОСТРО СТОИТ ВОПРОС О ВОЗМОЖНОСТИ ПОЯВЛЕНИЯ ТАКОГО ИНСТРУМЕНТА, КАК СВОП НА КЛЮЧЕВУЮ СТАВКУ ЦБ

– В чем заключается основное преимущество свопа на ключевую ставку, о котором вы упомянули? Почему этот инструмент так необходим рынку?

– Ситуация достаточно своеобразная. Если не принимать во внимание крупнейшие компании, которые могут оказывать сильное давление на банки, а взять только те, которые можно отнести к категории крупного и среднего бизнеса, то можно увидеть, что все они сталкиваются с тем, что при выдаче кредита банк сохраняет за собой право на увеличение процентной ставки при изменении рыночной конъюнктуры. Даже при выдаче кредита под фиксированную ставку у банка сохраняется право в одностороннем порядке поднять процентную ставку. Обращу внимание на то, что ставку в рамках такого договора нельзя изменить, а можно именно поднять, так как снижение ставки ЦБ автоматически считается реструктуризацией, и это может повлиять на изменение резервов. Фактически нужно понимать, что сейчас реально фиксированных ставок на рынке нет. Однако при заключении договора под плавающую ставку (а сейчас все большую популярность набирает именно ключевая ставка ЦБ) требова-

ния об одностороннем праве повышения ставки можно избежать. Поэтому, если компания хочет вообще уйти от риска повышения процентной ставки, нужно, как бы парадоксально это ни звучало, заключать договор с банком по плавающей ставке и затем хеджировать ее. Договорившись с банком о предоставлении кредита под плавающую ставку, компания затем фиксирует уровень ключевой ставки свопом, таким образом получая уверенность в своем кредитном договоре, который уже никак не изменится.

– Какие «экзотические» модели уже использовались или могут использоваться компаниями на российском рынке?

– Очевидно, что «экзотические» инструменты используются компаниями значительно реже, чем стандартные. При этом основная цель их применения — спекулятивные операции, например для повышения процента по депозиту. Классический пример — бивалютные депозиты, которые по сути являются структурированным инструментом с продажей опциона. Именно получаемая опционная премия и увеличивает процентную ставку. Мы тоже изучали возможности использования сложных деривативных инструментов с целью снижения ставки по рублевому кредиту: квантосвопы, индексные инструменты и тому подобное. Это тоже фактически является спекуляцией. Главное, чтобы компании четко осознавали, для чего они обращаются к подобным инструментам и каковы могут быть последствия их применения. Собственно, это в равной степени относится и к использованию ванильных инструментов. Однако для компаний, которые имеют в своем балансе сложную структуру активов и пассивов (мультивалютный кредитный портфель с различными видами ставок, диверсифицированные инвестиционные инструменты), использование сложных структурных деривативов может быть вполне оправданным и для хеджирования.

– Каковы ваши прогнозы по дальнейшему развитию рынка хеджирования в России? Каких объемов можно ожидать в 2017 году?

– Если мы говорим именно о корпоративном сегменте, то конкретные прогнозы по объемам сейчас дать достаточно сложно. Думаю, что сохранится динамика небольшого роста. Пока мы не решим те внутренние и внешние проблемы, о которых говорили выше, ждать взрывообразного роста объемов деривативных сделок, осуществляемых корпоратами, вряд ли стоит.

– Каким образом Ассоциация корпоративных казначеев способствует повышению уровня финансовой грамотности среди корпоративных казначейств?

– Один из новых проектов – специальная образовательная программа повышения квалификации казначеев, которая сейчас разрабатывается в АКК совместно с нашими партнерами. Мы планируем запустить ее уже в следующем году на базе Финансового Университета.

Разумеется, существенная часть материалов будет посвящена вопросам правильного построения систем управления финансовыми рисками и применения деривативов.

– Какие шаги предпринимает АКК для развития культуры хеджирования на локальном рынке? Какие цели ставите перед собой на следующий год?

– Кроме наших регулярных круглых столов, образовательных программ и совместных мероприятий с партнерами, на которых обсуждаются в том числе и вопросы хеджирования, мы планируем организовать регулярные исследования и опросы на эту тему, как было сделано в прошлом году. Это позволит понять, какие задачи по развитию хеджирования являются приоритетными, а также поможет наладить обмен лучшим опытом. Дополнительно есть идея разработать и обсудить с профессиональным сообществом рекомендованные стандарты работы. В частности, политики управления рисками и политики хеджирования. Больше планируем уделять времени системному подходу в управлении рисками. Эта работа будет перекликаться с другим важным проектом АКК на денежном рынке – ДОРЗ. В этом проекте на первое место будут выходить уже кредитные риски, которые, кстати, при определенных обстоятельствах можно хеджировать и деривативами. Как видите, в казначейской профессии все очень тесно переплетено.

Очень важно, что вся эта активность проходит в тесном контакте с нашими партнерами — финансовыми институтами, а также представителями регулятора и других профобъединений, таких как Московская Биржа, НФА, АБР, АРБ Россия, MMBA и др.

Уверен, что дальнейшее развитие связей между представителями банковского и корпоративного сегментов в профессиональном сообществе даст дополнительный импульс развитию рынка деривативов.

КЛЮЧЕВЫМ ФАКТОРОМ ЗАМЕДЛЕННОГО РОСТА РЫНКА ЯВЛЯЕТСЯ НЕДОСТАТОЧНАЯ КУЛЬТУРА УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ