**Нелли МЕЩЕРЯКОВА,**
директор по корпоративным финансам, Группа НЛМК

Группа НЛМК экспортирует существенную долю продукции, поэтому риск колебаний курсов валют входит в число топ–рисков реестра, который находится под регулярным контролем руководства.

# От банковских инструментов хеджирования до контроля валютной позиции

## Эволюция подходов к управлению валютным риском в Группе НЛМК

До финансового кризиса 2008–2009 годов НЛМК, как и большинство других компаний-экспортеров, активно применял банковские инструменты хеджирования. Это был, наверное, самый популярный способ управления валютным риском — покупка форвардов, опционов и прочих инструментов, широко предлагаемых финансовыми институтами на рынке. Однако на фоне стремительного обесценения национальной валюты и падения рынков в целом возросли риски использования финансовых инструментов хеджирования, что послужило толчком к пересмотру стратегии компании по оценке валютного риска и управлению им.

В компании начал внедряться принципиально иной, комплексный подход к управлению рисками. В процесс были вовлечены подразделения на всех производственных площадках. Они выявля-

ют собственные риски, анализируют и оценивают их, разрабатывают мероприятия по минимализации последствий.

Компания стала применять новый подход и к управлению валютными рисками. Прежде всего была проведена техническая подготовка: было проанализировано законодательство в области управления рисками и хеджирования, проработаны все бухгалтерские и налоговые аспекты сделок хеджирования. В результате к концу 2011 года была подготовлена полная инфраструктура для работы с финансовыми рисками:

• Разработана политика хеджирования финансовых рисков, одобренная правлением и принятая к сведению советом директоров. Политика описывала распределение ролей и обязанностей в этом процессе, принципы выявления и оценки рисков, принципы определения уровней толерантности к риску, принципы выбора стратегий хеджирования и контрагентов при заключении сделок, а также оценку результатов хеджирования.

• Проработаны и заключены рамочные соглашения на основе РИСДА[1] с основными банками-партнерами.

• Внесены изменения в учетные политики компании, определяющие бухгалтерский и налоговый учет сделок хеджирования.

Одним из ключевых изменений в подходе к управлению валютным риском стал переход к анализу риска на основе открытой валютной позиции (ОВП) по каждой из валют (RUB, USD, EUR). В 2011 году компания впервые применила практику составления бюджета в разрезе основных валют в целях более точного прогнозирования и работы с валютными рисками.

В начале 2012 года была разработана и внедрена пилотная в истории компании стратегия хеджирования. Она отражала все аспекты работы с валютными рисками: полный анализ ОВП, стресс-тестирование, возможность применения различных финансовых инструментов хеджирования (включая анализ последствий их применения), максимальные потенциальные убытки и выгоды и прочее.

При подготовке этой стратегии главный акцент был сделан на натуральном хеджировании. Например, мы увидели существенную корреляцию между ценами на металлопродукцию на внутреннем рынке и динамикой курса рубля по отношению к другим валютам. Так, падение курса национальной валюты и снижение цен на нефть тянут за собой сокращение потребительского спроса, в том числе на металлопрокат и, соответственно, оказывают давление на цены.

В идеале компания стремится иметь сбалансированную валютную позицию, учитывая при этом взаимосвязанность динамики рынков.

В целях диверсификации применяемых инструментов защиты от колебаний курсов валют был принят вариант хеджирования 25% ОВП с использованием трехмесячных форвардов со встроенными механизмами контроля рисков (стоп-лосс, позиция на банк, гросс-позиция и др.) По результатам реализации данной стратегии компания получила более-менее нейтральный эффект (плюс чуть более $10 млн), но, по нашим оценкам, были достигнуты хорошие результаты с точки зрения анализа применения возможных инструментов, включая тестирование системы заключения сделок, отчетности, анализа и срабатывания внутренних контролей (стоп-лосс).

Стратегией было предусмотрено также использование кросс-валютных процентных свопов для хеджирования выплат по рублевым обязательствам (биржевые облигации) в размере до 25% от общего объема обязательства. Это более длинный инструмент сроком 2.5 года. На протяжении большей части срока сделки инструмент показывал положительную переоценку (что означает положительную оценку исполнения инструмента в текущих условиях), однако понятно, что основной эффект по подобным инструментам получается в конце срока (при обмене номиналами). С учетом резкого ослабления рубля во второй половине 2014 года, весь накопленный

## СПРАВКА

Группа НЛМК является вертикально интегрированным металлургическим предприятием, крупнейшим в России и одним из самых эффективных предприятий в мире. Производственные объекты НЛМК расположены в России, Европе и США. Объемы производства стали превышают 17 млн тонн в год, из которых около 16 млн тонн производится в России.

Высококачественная стальная продукция НЛМК используется в различных отраслях — от строительства и машиностроения до производства электрогенерирующего оборудования и морских ветровых турбин.

Группа НЛМК признана мировым лидером стальной индустрии (Industry Leadership Awards – Steel) в престижном конкурсе 2016 Platts Global Metals Awards, который проводит ведущее международное отраслевое и аналитическое издание S&P Global Platts.

Подробнее о Группе НЛМК читайте на сайте www.nlmk.com/ru.

В ИДЕАЛЕ КОМПАНИЯ СТРЕМИТСЯ ИМЕТЬ СБАЛАНСИРОВАННУЮ ВАЛЮТНУЮ ПОЗИЦИЮ, УЧИТЫВАЯ ПРИ ЭТОМ ВЗАИМОСВЯЗАННОСТЬ ДИНАМИКИ РЫНКОВ

[1] РИСДА — буквально российская ИСДА (ISDA), примерные условия срочных сделок на финансовых рынках, российский аналог типового договора международной ассоциации деривативов и свопов (ISDA).

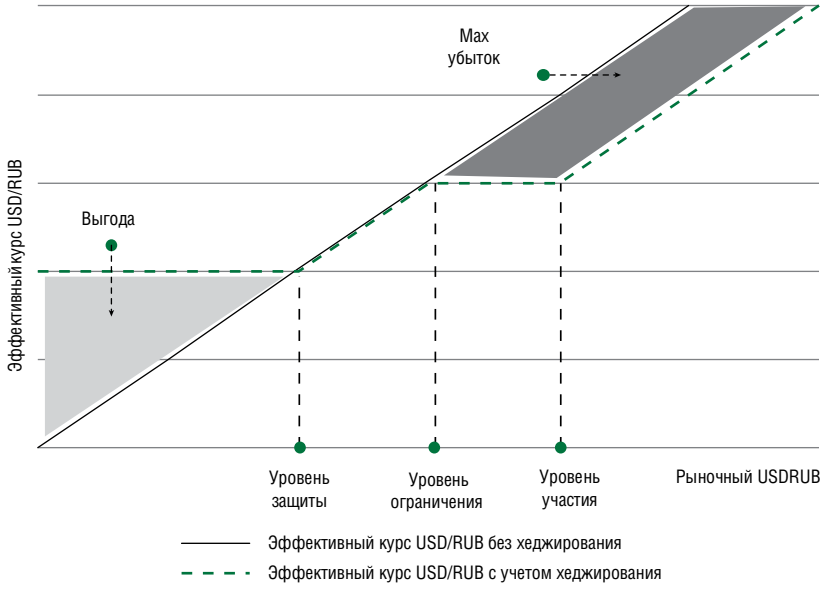


**Рисунок 1**
Структура, используемая для ограничения убытков компании и защиты от неблагоприятного движения рынка, Группа НЛМК
Источник: данные Группы НЛМК

ПРИНЯТАЯ НЛМК СТРАТЕГИЯ ПРЕДУСМАТРИВАЛА СТРОГО ЛИМИТИРОВАННОЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СИНТЕТИЧЕСКИХ ИНСТРУМЕНТОВ

положительный эффект за короткий срок превратился в убыток. Принятая компанией стратегия, предусматривающая строго лимитированное использование синтетических инструментов хеджирования, показала свою состоятельность, убытки существенно не повлияли на результаты деятельности компании. Это еще один показательный пример того, что к стратегии использования финансовых инструментов хеджирования стоит подходить максимально взвешенно.

Реализация стратегии хеджирования 2012 года дала нам богатую почву для размышлений, мы продолжаем постоянно работать над новыми направлениями управления финансовыми рисками. В последнее время мы активно используем управление валютной позицией баланса, которое находит отражение в существенной валютной переоценке в финансовой отчетности. Мы также не исключаем использования сделок хеджирования точечно, под конкретные цели, когда компания видит в этом экономическую целесообразность и возможность дополнительно повысить степень защищенности от влияния финансовых рисков.

## КЕЙС-СТАДИ

В последние пару лет мы увидели структурные изменения на рынке черных металлов, связанные с экспансией Китая и глобальным перепроизводством. У нас сложилось мнение, что возможно нарушение сильной корреляции между ценами и валютным курсом в ситуации, когда курс рубля укрепляется, а цены не растут из-за сложной рыночной ситуации. В этих условиях логичной стратегией выглядела бы фиксация комфортного с точки зрения внутреннего понимания компании уровня рубля к доллару США и/или евро. При этом существенная волатильность курса рубля натолкнула на мысль о необходимости защищаться не только от движения рынка в невыгодном для компании направлении, но и от «черных лебедей»[1], например ограничить убытки, если мы не угадали со стратегией защиты.

Инструментов, при помощи которых можно решить подобную задачу, на рынке довольно много, но возникает вопрос об их стоимости и обоснованности затрат на их приобретение. Можно покупать опционы и чувствовать себя абсолютно уверенно, но, учитывая их высокую стоимость, готовы ли компании сейчас тратить на это огромные деньги? Мы пошли по пути поиска способов удешевления, подбирая нужную структуру сделки. В итоге мы пришли к интересной, на наш взгляд, структуре.

Ее основой стал «коридор» (zero cost collar) — стандартный инструмент (состоящий из двух опционов — пут и колл), который часто используется на рынке. Однако он ограничивает нашу возможность использования благоприятных для компании движений рынка (обесценение рубля выше верхней границы коридора). Для нас комфортна ситуация, когда при любом движении рынка размер максимального убытка был бы нам понятен и приемлем. Решением этого вопроса стала покупка еще одного опциона (колл) на уровне +5 руб. (или 10 руб.) к верхней границе. Причем нам удалось сделать эту структуру также незатратной (см. Рисунок 1).

В результате обеспечивается комфортный уровень продажи валюты не ниже заданного уровня (укрепление рубля как основный риск компании с валютной выручкой закрыто). Вместе с тем, ограничивается потенциальный убыток, если ожидания по укреплению национальной валюты не реализуются и произойдет резкое обесценение рубля, которое мы видели в 2008 и 2014 годах.

В заключение хотелось бы отметить, что, несмотря на то, что НЛМК в настоящее время не является активным участником сделок хеджирования на рынке, управление валютными рисками — это ежедневная работа, постоянный анализ рынка и финансовых потоков компании, обсуждение проблем и стратегий, как внутри компании, так и с другими участниками рынка, поиск идей и решений в целях обеспечения комфорта акционеров в любых макроэкономических условиях.

[1] Термин, введенный в обиход Нассимом Талебом, означающий неожиданное возникновение непрогнозируемого события (книга «Черный лебедь»).