



КАК ПРАВИЛЬНО ВЫБРАТЬ ОПЦИОН НА НЕПРАВИЛЬНОМ ПУТИ

АЛЕКСАНДР ЛОСЕВ,
гендиректор управляющей
компании «Спутник —
управление капиталом»

Компании реального сектора, как правило, используют производные финансовые инструменты в двух случаях: для хеджирования валютных рисков (колебания рубля по-разному влияют на финансовую эффективность экспортеров и импортеров) и для снижения относительной стоимости своих кредитов и займов. Потребности в хеджировании валютных рисков возникают также в случаях, когда валюта обязательств не

совпадает с валютой выручки или активов компании, процентные риски необходимо страховать, если есть кредиты или депозиты, платежи и выплаты по которым происходят по плавающей процентной ставке. Кроме того, есть сложные гибридные деривативы, в какой-то степени страхующие компании от негативного воздействия колебаний цен на сырьевые товары. Правда, российский бизнес зачастую стремится переложить все риски на потребителей. В развитых странах корпоративные правила предписывают компаниям хеджировать риски, если нестабильность валют или высокая ценовая волатильность на товарных рынках являются критичными для их бизнеса. Следуя этим правилам, многие «дочки» иностранных корпораций в России смогли избежать серьезных проблем в момент резкой девальвации рубля. И напротив, убытки российских нефтегазовых корпораций от сделок с деривативами в период с 2014 по 2016 год — прекрасная иллюстрация того, что стратегии хеджирования могут и не сработать. Все дело в том, что компании-экспортеры, у которых активы формируются в иностранной валюте, во-

все не стремятся фиксировать курс конвертации своей валютной выручки в рубли, им важнее снизить относительную стоимость заимствований и долговых обязательств. Нефтегазовые и металлургические компании заинтересованы в наиболее дешевом привлечении финансирования в той валюте, которая соответствует структуре их экспортной выручки. Для этих целей служат производные инструменты, например валютно-процентные свопы, искусственно конвертирующие пассивы компаний в одной валюте в обязательства в другой валюте. В эпоху сверхмягкой монетарной политики ФРС США и ЕЦБ проценты по долларам и евро резко снизились, а курс рубля в период высоких нефтяных цен казался стабильным, хотя уровни CDS и премия за страновой риск оставались высокими. Эти обстоятельства сделали популярной у российских корпораций стратегию привлечения финансирования в рублях с последующим заключением сделок кросс-валютных процентных свопов или валютных форвардов с целью искусственно получить вместо обязательства в рублях обязательство, например,

в долларах, но на более выгодных условиях, чем у западных банков. Этот механизм позволял платить по искусственному обязательству в иностранной валюте существенно меньшую процентную ставку, чем по займу, изначально привлеченному непосредственно в той же иностранной валюте. Экономия благодаря подобным операциям могла достигать 1,5–2% на купонных и процентных платежах, что существенно при миллиардных заимствованиях. Эти сделки получили в международной практике название wong-way или «неправильных», так как в основе операций лежит перевод пассивов компаний из национальной валюты в иностранные валюты. Вот и «Транснефть», вслед за «Роснефтью» и рядом других корпораций, решила таким образом снизить стоимость обслуживания рублевых облигаций. Из отчетности «Транснефти» следует, что компания решила «перевернуть» обязательства из рублей в доллары с помощью синтетического форварда — композиции опциона колл и опциона пут, что сходно со стандартной комбинацией сделок спот и форвард. Для того чтобы сэкономить на опционных премиях, компа-

ния заключила со Сбербанком сделки не с обычными, а с барьерными опционами типа knock-in, действие обязательств по которым зависит от того, достигла цена базового актива определенного уровня или нет. Барьерные — потому что это дешевле, чем обычные ванильные; knock-in, а не knock-out потому, что условия по опционам были отлагательные, а не отменительные. Но как только котировки доллара на российском рынке достигли уровня барьеров и действия обязательств по опционам прекратились, а рубль при этом продолжил падение к доллару, у компании возникла гигантская отрицательная валютная переоценка, а опционная стратегия wong-way реально стала неправильной. И как бы ни развивалась дальнейшая ситуация на российском финансовом рынке, именно свопы и форвардные контракты останутся для компаний основными инструментами управления рисками. Однако предпочтение следует отдавать таким производным инструментам, обязательства по которым можно прекратить в случае улучшения ситуации, например, путем взаимозачетов требований по сделкам обратной направленности.



Класс Комфорт
на авиалайнерах Boeing 777 - 300ER

Летайте с комфортом

В классе Комфорт даже длительный перелет будет максимально приятным и удобным. Преимущества начинаются уже на земле, продолжают в воздухе и не заканчиваются даже после посадки. А главное – Вы можете создавать Ваше персональное пространство в зависимости от Ваших желаний, решите ли Вы отдохнуть, поработать, посмотреть фильм или послушать музыку.

Насладитесь полетом – оцените все преимущества класса Комфорт!



Норма бесплатного провоза багажа – 2 места по 23 кг*



Широкие кресла высокого уровня комфорта



Горячие блюда из меню класса Бизнес



Современная бортовая система развлечений



Приоритет при выходе из самолета**

* Норма провоза багажа может меняться в зависимости от маршрута полета.

** В соответствии с принятой последовательностью, пассажиры класса Комфорт выходят из салона самолета ранее пассажиров класса Эконом.



www.aeroflot.ru

Реклама. Сертификат эксплуатанта № 1 от 17.11.2011. ПАО «Аэрофлот», 119002, Москва, ул. Арбат, д. 10, ОГРН 1027700092661.