

Политические риски в инвестиционной оценке нефтегазовых проектов

Екатерина Головкина

Несмотря на интенсивное развитие передовых технологий и широкое распространение альтернативных источников энергии, доминирующие позиции на мировом энергетическом рынке продолжают занимать первичные энергоресурсы, представленные углеводородами – нефтью и природным газом. Для удовлетворения растущего спроса на невозобновляемые природные ресурсы основным субъектам нефтегазовой отрасли – международным и национальным нефтегазовым компаниям – необходимо разработать четкую, дальновидную инвестиционную стратегию, предусматривающую привлечение масштабных капиталовложений в разведку, добычу, транспортировку и переработку углеводородного сырья, а также нацеленную на повышение рентабельности этих вложений и рост стоимости компании в целом.

В период 2000–2008 гг. международные нефтегазовые компании действовали, с одной стороны, в условиях благоприятной конъюнктуры рынка и стабильно высоких цен на их продукцию, а с другой – устанавливались определенные рамки при привлечении финансовых, мате-

риальных и кадровых ресурсов. При этом растущее политическое давление со стороны правительств государств, в которых компании осуществляют добычу, ужесточение экологического законодательства, объективное истощение месторождений, сокращение разведанных запа-

ГОЛОВКИНА Екатерина Юрьевна – аспирант кафедры политологии Финансового университета при Правительстве Российской Федерации. *E-mail:* ek.golovkina@gmail.com

Ключевые слова: нефтегазовый сектор, политический риск, риск-фактор, инвестиционный проект.

сов, рост капитальных и операционных затрат – все это в совокупности оказывало определенное влияние при принятии итоговых решений куда и как инвестировать, на какой рынок выходить.

Комплекс данных условий, особенно в ситуации мирового финансового и экономического кризиса, поставил перед инвесторами эти вопросы гораздо острее. Принятие неправильного или недальновидного решения представляет значительный риск для нефтегазовых компаний, что приводит не только к ухудшению их финансово-экономических показателей, но и к потере доступа к месторождениям в определенных странах, закрытию национальных рынков сбыта.

Примером может явиться деятельность президента Венесуэлы Уго Чавеса по национализации нефтегазовых активов страны.

Летом 2007 г. американская нефтяная компания *CopocoPhillips* отказалась принять условия венесуэльских властей, предпочтя уйти с рынка. Правительство, как считает концерн, в качестве компенсации за национализацию активов *CopocoPhillips* предлагало выплатить значительно меньше рыночной стоимости*. Покинув рынок, *CopocoPhillips* лишилась около 5,5% своих мощностей по добыче нефти.

ExxonMobil также отвергла предложение продолжить участие в национализируемых крупных проектах¹. Затем спустя три года Венесуэла национализировала 11 нефтяных вышек в штате Ансоатеги на востоке страны, принадлежащих другой, пусть и не такой крупной американской компании *Helmerich & Raule*. Мотив: отказ согласовывать тарифы на буровые услуги².

В соответствии с современными подходами к управлению компаниями основной целью их развития, как известно, является максимизация рыночной стоимости, что достигается за счет повышения экономической эффективности всех направлений деятельности компаний – операционной, финансовой и инвестиционной. На практике это выливается в необходимость повышения эффективности инвестиционных вложений.

Инвесторам в нефтяной промышленности требуются соответствующие средства, чтобы определить привлекательность инвестиционных возможностей, будь то разработка новых месторождений, проекты по добыче дополнительной нефти, модификация существующих нефтепромысловых объектов и оборудования, выбор оптимального проекта, предложения о приобретении или же реализации активов путем продажи. Хотя экономика является одним из важнейших инструментов для принятия решений, экономический анализ – не единственный используемый критерий; иногда в основе важных стратегических решений лежат количественно неопределяемые факторы. Огромное значение для инвесторов при принятии решений играет оценка разных групп рисков, которые оказывают прямое воздействие на результат реализации того или иного проекта.

В наши дни привычные группы рисков, такие как: рыночный риск, инфляционный риск, валют-

* По оценке инвестиционных аналитиков, рыночная стоимость активов компании превышала 10 млрд долл.

ный риск, операционный риск, отходят на второй план, когда речь заходит об инвестиционных проектах в энергетической отрасли, уступая первое место политическим рискам.

В этом блоке рисков можно выделить несколько основных:

- политическая стабильность;
- отношение к иностранным инвесторам;
- уровень национализации;
- степень бюрократизации;
- местное управление и пр.³

Степень их значимости, т.е. удельный вес при оценке проекта, будет варьироваться в зависимости от направления деятельности компании. Для игроков энергетического рынка основными рисками становятся следующие: политическая стабильность и государственная интервенция в виде национализации активов иностранных инвесторов. Подобная интервенция может включать в себя национализацию, насильственное партнерство в проектах, завышенные налоговые ставки, дополнительное законодательное регулирование различных аспектов бизнеса и т.д.

Приведенную иллюстрацию правительственных интервенций в Венесуэле можно продолжить еще несколькими примерами политических действий, прямо повлиявших на ряд международных нефтегазовых компаний, ведущих активную инвестиционную деятельность в разных регионах мира.

Так, в августе 2006 г. правительство Чада создало национальную нефтяную компанию, изгнав с месторождений американский концерн *Chevron* и малайзийскую компанию *Petronas*.

Президент Чада Идрис Деби мотивировал это следующим образом: «Менее чем за три года эксплуатации месторождения нефти в

Чаде иностранный консорциум заработал около 5 млрд долл., инвестировал 3 млрд. В то время как доходы Чада от этого проекта составили лишь 588 млн долл.⁴

Эво Моралес, президент Боливии, подписал указ (1 мая 2006 г.) о национализации нефтегазовой отрасли, пообещав, что вслед за ним последует «национализация шахт, лесов и всех природных ресурсов, за которые боролись предки».

Полномочия распоряжаться нефтегазовыми ресурсами страны получила государственная компания *Yacimientos Petroliferos Fiscales Bolivianos (YPFB)*. Местные частные нефтегазовые компании обязывались передавать *YPFB* свой контрольный пакет акций.

Доля отчислений в казну от продажи углеводородного сырья иностранными компаниями, действующими на крупнейших месторождениях, увеличилась с 50 до 82%⁵. Десять иностранных компаний согласились с этими условиями.

Власти Гондураса взяли под контроль нефтяные терминалы американских компаний *Еххол* и *Chevron*. В октябре 2007 г. президент Эквадора Рафаэль Корреа подписал декрет, согласно которому государство будет оставлять работающим в стране нефтяным компаниям только 1% прибыли. Годом ранее был принят закон, по которому государственная доля составляла 50%, а после принятия закона эта цифра была повышена до 99%⁶.

Список таких примеров можно продолжать, но вернемся к проблеме включения надбавки к премии за политический риск в оценке инвестиционного проекта.

Разработка нефтяных и газовых залежей является крайне дорогостоящим предприятием, особенно в шельфовой зоне, и связанные с этим риски велики.

Типичные капиталовложения в нефтяное месторождение среднего размера в Северном море (скажем, с извлекаемыми запасами в 200 млн баррелей, т.е. примерно в 28 млн т) могут быть порядка 1,7–2,3 млрд

долл., а диапазон неопределенности по извлекаемым запасам до начала разработки может составлять $\pm 25\%$.

Результат неблагоприятного исхода, когда инвестиции столь велики, является весьма значительным для большинства инвесторов, которые по этой причине прилагают большие усилия, чтобы понять и количественно оценить неопределенности и определить существенные уровни риска. К этой премии за риск следует добавить еще некую дельту, которая покрывает неопределенности, связанные с политическими рисками. Именно такой подход позволит рассчитать соответствующие вознаграждения того или иного инвестиционного проекта и помочь принять решение о том, стоит ли в него входить.

Для экономического анализа инвестиционных возможностей требуется собрать большое количество информации, такой как:

- капитальные затраты;
- эксплуатационные затраты;
- ожидаемые доходы;
- фискальные (налоговые) затраты и их структура;
- прогнозируемые цены на нефть и газ;
- сроки выполнения проекта и прибыль на инвестиции;
- ожидаемая акционерная.

Эти данные необходимо собрать из разных источников:

- департаменты самой организации (технический, правовой отделы и т.д.);
- внешние источники (налоговая инспекция, правительственные учреждения).

При этом каждый массив данных несет в себе некую долю неопреде-

ленности, а следовательно и риска. Соответственно, определенный риск уже, так сказать, «защит» в проект, так как на основе входящей информации строится прогноз денежных поступлений и затрат, ведется расчет основных показателей оценки эффективности инвестиционного проекта.

Неопределенности в закладываемых данных и допущениях поддаются контролю с помощью установления базового варианта (часто с использованием «наилучшим образом угаданных» значений переменных величин) и последующего определения чувствительности ограниченного количества ключевых переменных величин. Такой подход не только показывает, какие из параметров больше всего влияют на привлекательность инвестиционного предложения, но и позволяет определить предельно низкие или высокие значения переменных (например, минимальную цену на нефть, при которой проект остается привлекательным или максимально приемлемый уровень риска) и подобрать оптимальные условия выполнения проекта.

Наибольшее количество неточностей в данных возникает на самой ранней стадии жизненного цикла месторождения, т.е. на стадии разведочных работ.

Типичное предложение на тендер лицензий на разведку в новом нефтегазовом районе может быть основано только на результатах гравиметрической съемки, тогда как по старым месторождениям, например, на континентальном шельфе в британском секторе Северного моря, имеется больше информации. Мето-

ды, применяемые в экономике геологоразведки, в значительной степени основаны на теории игр с той аналогией, что затраты на разведку (например, на сейсосъемку) сравниваются с ценой лотерейного билета, причем результат (сухая скважина, открытие непромышленных или промышленных запасов) рассматривается как выигрыш/проигрыш. Но целесообразно рассматривать неопределенности гораздо уже и считать, что залежь открыта, поэтому основное внимание надо обратить на проблему включения в расчет проекта премии за политический риск.

В первую очередь, следует принять во внимание еще одно ключевое условие. При оценке политического риска необходимо сфокусироваться на значительных рисках, наступление которых окажет серьезное воздействие на инвестиционный проект в целом. Не стоит размениваться на несущественные риск-факторы, которые не столь приоритетны, но при этом, затратны с точки зрения времени и денег.

Анализ политических рисков можно условно разделить на три стадии: образование гипотез, определение соответствующих риск-факторов и оценка риска⁷. Схематично этот процесс представлен на рис. 1.

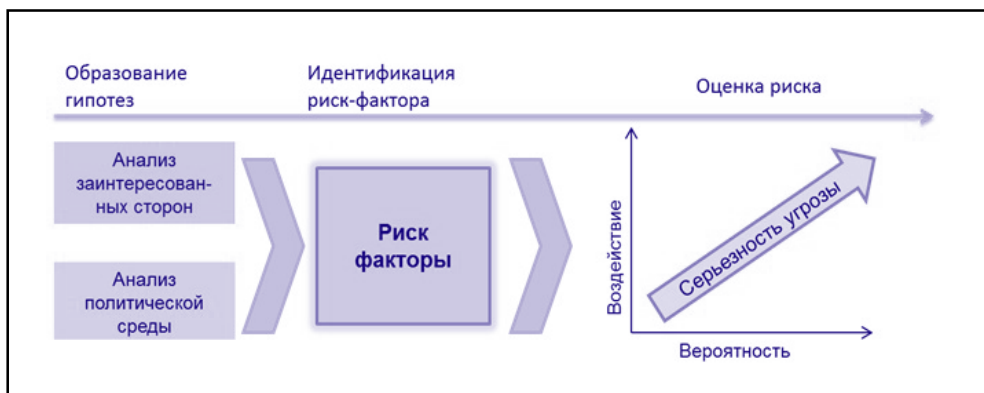


Рис. 1

Некоторые исследователи, такие как, например, А.Соколов, выделяют еще 4-й этап – управление политическим риском³. Но принятие решений и управление рисками следует выделять в отдельный процесс.

На первом этапе проводится комплексный анализ объекта инвестиций. Необходимо получить ответы на вопросы, какие политические события/изменения могут повлиять на

деятельность и интересы компании-инвестора, окажут ли они прямое или косвенное воздействие на бизнес, положительное или отрицательное. Если прогнозируемое воздействие расценивается как потенциальная угроза, то этот риск-фактор необходимо брать в расчет.

Следующий этап – это выделение существенных риск-факторов и их ранжирование по степени значимо-

сти, определение веса того или иного фактора в структуре модели.

Третий этап – оценка, включающая разработку наиболее вероятных сценариев развития ситуации и ее последствий, с применением исторических и общих аналогий, экспертного опроса, анализа мировых тенденций и т.д.

До середины 70-х годов большинство корпораций ограничивались качественным анализом политического климата в стране, используя методы *old hands* («старых знакомств») и *grand tours* («больших туров»)⁸.

Анализ проводился крайне нерегулярно, а лишь в тех случаях, когда вставал вопрос о новых инвестиционных проектах. При этом, если вероятный политический риск казался слишком велик, то инвестиции либо не размещались вовсе, либо принимались другие меры.

Как правило, на основе собранных данных стране присваивался некий политический рейтинг, который пересматривался, только когда в стране происходило что-то из ряда вон выходящее.

Оценки политического риска по методу *old hands* представляют собой традиционные отчеты, составленные специалистами, обладающими экспертными знаниями о соответствующей стране и имеющими некоторое влияние в политических и деловых кругах.

Главным недостатком этого метода является его предельный субъективизм. Среди плюсов следует отметить простоту и дешевизну. Кроме того, помимо прогноза он позволяет с помощью тех же специалистов лоббировать интересы компании.

Метод *grand tours* предполагает посещение группой экспертов исследуемой страны и налаживание там контактов с представителями местной элиты. Этот метод наиболее распространен, но кроме субъективизма к минусам данного метода можно отнести поверхностность собранных данных, излишний оптимизм и приукрашивание действительности.

Формализация и моделирование как политических, так и в большей степени экономических рисков начали широко разрабатываться и применяться с конца 70-х годов.

Количественный метод нельзя признать идеальным и лучшим, среди его недостатков стоит отметить использование ограниченного количества факторов риска, принимающихся во внимание.

Анализом и оценкой страновых, и в частности политических рисков, как отдельным видом деятельности занимаются специализированные агентства, аналитические центры. Их продуктом деятельности являются периодически обновляемые индексы и рейтинги, формируемые на основе интегрированной оценки групп показателей.

Среди наиболее известных фирм, занимающихся оценкой политических рисков, можно выделить следующие:

- *Political Risk Service, Bank of America World Information Services;*
- *Business Environment Risk Intelligence (BERI) S.A.;*
- *Control Risk Information Services (CRIS);*
- *Economist Intelligence Unit (EIU);*
- *Institutional Investor, Euromoney;*
- *Standard and Poor's Rating Group;*
- *Moody's Investor Services;*
- *Fitch IBCA.*

А также целый ряд исследовательских институтов.

Для определения надбавки к премии за риск, используемой при оценке инвестиционного проекта, модель *BERI* является одной из наиболее эффективных.

Эта модель была создана профессором Ханером и была первой в своем роде, позволяя оценивать политический риск в различных странах мира.

Модель представляет мониторинг 50 стран, используя различные переменные, характеризующие как политическую среду, так и экономические условия.

Для составления странового рейтинга используются промежуточные субиндексы.

Индекс политического риска (*PRI – Political Risk Index*) строится на основании экспертной оценки восьми факторов социально-политического риска и двух «симптомов» (индикаторов риска), используя шкалу оценок от 7 до 0 баллов, где 0 – огромные проблемы⁹.

Среди факторов политического риска:

- выделяют внутренние (фрагментация политического спектра и властный ресурс каждого сегмента;
- менталитет, включая ксенофобию, национализм, отношение к коррупции;
- этническая, религиозная и языковая фрагментация;
- социальные условия, включая плотность населения и распределение благ;
- необходимость в запретительных/карательных мерах для поддержания власти;
- организованность и сила радикальных политических группировок) и внешние (зависимость от и(или) значимость для основных противни-

ков; негативное воздействие региональных политических сил).

Индекс риска операций (*ORI*) составляется при ранжировании 15 факторов риска по 4-балльной шкале, где 0 – неприемлемые условия для бизнеса.

Кроме того, отдельный индекс составляется по такому набору факторов, как готовность страны не препятствовать репатриации капитала, а также импорту комплектующих и сырья. Для составления этого индекса, в свою очередь, конструируются дополнительные субиндексы, но это является закрытой информацией компании. Компоненты индекса риска проведения операций и их веса представлены в табл. 1.

Таблица 1

Модель *BERI*. Факторы риска проведения операций

Переменная	Вес переменной
Политическая стабильность	3,5
Отношение к иностранным инвестициям	1,5
Уровень национализации	1,5
Уровень инфляции	1,5
Состояние платежного баланса	1,5
Уровень бюрократизации	1,0
Уровень экономического роста	2,5
Конвертируемость валюты	2,5
Выполнимость контрактов и обязательств	1,5
Стоимость рабочей силы	2,0
Уровень профессиональной подготовки местных кадров	0,5
Развитие инфраструктуры	1,0
Местное управление	1,0
Наличие долгосрочных кредитов	2,0
Наличие краткосрочных кредитов	2,0
Суммарный вес переменных:	25

При составлении странового рейтинга всем переменным присваиваются веса, при этом политическая стабильность имеет наибольший вес.

Таким образом, суммарный результат (при использовании 4-балльной шкалы), означающий полную определенность по всем показателям, – 100. Но, как правило, индексы располагаются от 80 до 30.

Ценность данной системы и ее модификаций состоит в том, что каждая страна имеет свой индекс, что позволяет проводить сравнительный анализ и выбирать наименее рискованные страны для инвестирования.

Этот индекс может являться хорошим критерием оценки для инвесторов, определяющих надбавку за риск.

Надбавку за риск следует прибавить к ставке дисконтирования при расчете чистой приведенной стоимости проекта.

$$NPV = C_0 + \sum [C_t / (1+r+\Delta)]$$

где:
 C_0 – первоначальные затраты на проект

C_t – денежный поток в период t

r – ставка дисконтирования
– надбавка за риск.

Менеджеру, принимающему решение о входе в тот или иной инвестиционный проект, необходимо скорректировать расчет всех показателей эффективности с целью заложить непредвиденные расходы по проекту при наступлении неблагоприятного события, связанного с политической нестабильностью страны, принимающей инвестиции.

Возможно, что чистая приведенная стоимость проекта будет столь низкой, что при текущем положении дел от проекта лучше отказаться и оставить его в статусе перспективных до тех пор, пока не поменяется ситуация в стране или какие-либо другие условия.

Анализ чувствительности не ограничивается только упомянутыми техническими и экономическими параметрами, но также включает потенциальное влияние изменяющихся условий деятельности, которые обычно находятся вне контроля компании.

Планирование сценариев работы включает в себя прогнозирование ряда различных политических, социальных и экономических ситуаций в будущем и использование их для апробирования устойчивости проекта или даже стратегии компании.

При планировании сценариев не ставится цель прогнозировать вероятность, с которой любой из сценариев может реализоваться; такое планирование скорее обеспечивает выбор основы, на которой можно выставлять предложения.

Для компании, управляющей портфелем основных активов, важно то, что она ранжирует эти предложения так, что при наименее благоприятном сценарии компания выживает, а при более благоприятном может воспользоваться преимуществами своего положения.

Примечания

- ¹ Силонов А., Оверченко М. Марш несогласных // Ведомости. 2007. 27 июня.
- ² Белов П. Уго Чавес добрался до вышек // Коммерсантъ. 2010. 25 июня.
- ³ Соколов А. Политический риск от теории к практике. М.: Поколение, 2009. С. 78.
- ⁴ Click R.W., Weiner R.J. Resource nationalism meets the market: Political Risk and the Value of Petroleum Reserves. George Washington University. 2009. July 23.
- ⁵ Шереметьев И., Николаева Л. Арена борьбы за природные ресурсы // Латинская Америка. 2007. 26 июня.
- ⁶ Newsru.com. 2007. 5 октября.
- ⁷ McKellar R. A short guide to political risk. Published by Gower Publishing Ltd., 2010. P. 87.
- ⁸ Neuman W.L. Social Research Methods: Qualitative and Quantitative Approaches, Boston: Allyn and Bacon, 2000.
- ⁹ Haner F.T. Business Environment Risk Index, Appendix B // BERI Ltd. System for Selected Countries. 1981. August.

 **ОБЗРЕВАТЕЛЬ** <http://www.rau.su>
BSERVER E-mail: observer@ru.ru

**На сайте Вы найдете информацию о печатных
и электронных изданиях ООО «РАУ-Университет»:**

- журнал «Обозреватель–Observer» (1992–2013 гг.);
- «Современная политическая история России» – «Хроника» (1985–2009 гг.) на CD;
- книжное издание «Ратная слава Отечества» в 6 томах;
- информация и аналитика.