

# ЖАРТаньян и три маркетера, или «Совет четырех»

Продолжение. Начало в № 1-8 за 2015 год.

Сергей  
ГЛУБОКИЙ

## ГЛАВА 9. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СТРАТЕГИИ «ЗМЕИ» ДЛЯ ЗАЩИТЫ ИННОВАЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

### ЭКСКУРСИЯ ПО «ЗООПАРКУ» ПРОДОЛЖАЕТСЯ...

Наши друзья Андрей Парфейнчик по кличке Портвос и Артур Пыжов по прозвищу Артос попали в затруднительную ситуацию. Они вели довольно серьезный проект компании, в которой работали. Артос разработал конструкцию и дизайн инновационного продукта – облицовочной плитки из листового титана, а Портвос должен был обеспечить его производство и продажи.

Мы же с нашим умником и эрудитом Эдиком Абрамяном по прозвищу Абрамис временно оказались фрилансерами, хотя на всякий случай налаживали связи с российскими товарно-сырьевыми биржами.

Оказалось, что инновационный проект Артоса и Портвоса находится под угрозой срыва из-за периодического дефицита листового титана на биржах или скачкообразного роста цен на него.

Абрамис воспользовался этим, чтобы продолжить свою лекцию по арбитражным стратегиям:

– Арбитражеры работают с деривативами – производными ценными бумагами в виде текстов срочных контрактов, а также складских, транспортных, залоговых, почтовых, гарантийных, страховых и других сертификатов.

Стратегии и условия совершения арбитражных сделок, а также используемые деривативы систематизированы в виде таблицы 1. Поскольку еще со времен первых лондонских бирж для наименования спекулятивных стратегий использовались «звериные» названия, все это часто называют арбитражным «зоопарком».

Стратегия арбитражирования включает в себя не только стратегию сбытовых переговоров, но и стратегию реализации всей коммерческой сделки в целом. Безусловно, тактические приемы работы с покупателем актива, переговоров и торгов – основа арбитражирования, но здесь еще много других маркетинговых, финансовых, психологических нюансов.

Стратегия «змеи» относится к разряду «новых старых» стратегий по принципу «все новое – это хорошо забытое старое». Слишком много лет отечественный бизнес с трудом выживал в условиях гиперинфляции.

Одним из основных правил бизнеса стало: «как можно раньше требуй деньги с дебиторов, как можно позже плати кредиторам».

Но в условиях, когда инфляция минимальна, когда мы выходим на внешний рынок, когда экспортно-импортные контракты заключаются с дифференциацией валюты

Таблица 1

## Стратегии и условия арбитражирования (Арбитражный «зоопарк»)

| Тип арбитражной стратегии   | Обозначение  | Расшифровка   | Тип дериватива  |
|---|--|---|---|
|   | условия арбитражной сделки                                   |   |   |
| Стратегия «быка» – игра на повышение цены или котировки                                     | СПОТ<br>(от англ. spot – немедленный, текущий)               | Поставка актива не позднее 2-го рабочего дня после заключения сделки  | Варрант, риверс, коносамент   |
| Стратегия «медведя» – игра на понижение цены или котировки                                  | ФОРВАРД<br>(от англ. forward – предварительно установленный) | Поставка актива в течение или по истечении установленного срока, начиная с 3-го рабочего дня, по фиксированной цене | Форвард, фьючерс  |
| Стратегия «лося» – игра на повышение или на понижение в зависимости от ситуации на рынке    | СВОП<br>(от англ. swap (swop) – обмен с защитой)             | Покупка или поставка актива с правом отказа от исполнения контракта одной из сторон                                 | Двойной опцион, опцион до востребования, опцион с обратной премией      |
| Стратегия «бабочки» – игра на повышение или на понижение вследствие малой информированности | СПОТ-ФОРВАРД   | Поставка актива с «плавающим» сроком по фиксированной цене  | Варрант, риверс, коносамент, форвард, фьючерс                           |
| Стратегия «змеи» – игра на выгодном моменте оплаты  | ФОРВАРД-СВОП   | Покупка актива с правом отказа от исполнения контракта, опережения или запаздывания платежа                         | Фьючерс с оговорками типа «аут-райт» или «лидз-энд-лэгз»                |
| Стратегия «крокодила» – игра на выгодном моменте выкупа                                     | РЕПО<br>(от франц. report – возвратный выкуп)                | Поставка актива с обязательством последующего выкупа  | Фьючерс на валюту или государственные краткосрочные обязательства (ГКО) |

сделки и валюты платежа, стратегия «змеи» становится актуальна и вполне рациональна.

### ТАКИЕ НЕОБХОДИМЫЕ ОГОВОРКИ

– А можно по поводу «змеи» поподробнее? – попросил Портвос.

– Можно, – сказал Абрамис. – Во внешнеэкономических операциях используются курсы валют, соответствующие условиям арбитражных сделок. Их сравнение представлено в виде таблицы 2. Кроме того, различают валюту сделки и валюту платежа.

– А это разве не одно и то же? – поинтересовался Артос.

– Бывает, что одно и то же. Но! – Абрамис поднял указательный палец вверх. – Валюта сделки – это валюта, в которой ведутся расчеты цены и стоимости внешнеторгового контракта. Валюта платежа – это валюта, которая используется для опла-

ты товара или услуг по внешнеторговому контракту. Очень часто валюта сделки и валюта платежа совпадают, но опытные экспортеры всегда на первых стадиях сбытовых переговоров предлагают дифференцировать их. Если потенциальный покупатель категорически не соглашается с этим (по неопытности он видит в такой дифференциации некий подвох), то экспортер снимает вопрос, но это уже очко в его пользу. А если соглашается, то у продавца гораздо больше рычагов для последующего давления на импортера. Впрочем, дифференциация валюты сделки и валюты платежа выгодна и покупателю. Особенно если он знает толк в стратегии «змеи».

– Так в чем выгоды? Зачем их дифференцировать? – одновременно спросили Портвос и Артос.

Абрамис, как всегда, начал издалека.

– Точно определить курсовые изменения валюты невозможно, – сказал он. – Тем не менее в текст соглашения необходимо «забивать» какую-то вели-

Таблица 2

## Виды курсов и условий совершения валютных сделок

| SPOT  | FORWARD   | SWAP (SWOP)   |
|---|---|---|
| СПОТ-курс   | ФОРВАРД-курс  | СВОП-курс   |
| курс валюты, установленный на данный момент времени (как правило, момент заключения сделки)                       | курс валюты, прогнозируемый на определенный момент времени в будущем  | курс валюты, установленный на определенный момент времени в будущем, наиболее приближенный к реальному благодаря почти полному устранению валютного риска |
| СПОТ-сделка   | ФОРВАРД-сделка  | СВОП-сделка   |
| немедленная поставка валюты или обмен валютами не позднее второго банковского рабочего дня                        | поставка валюты по установленному курсу по истечении или в течение* оговоренного срока, начиная с третьего банковского рабочего дня | одновременная покупка и продажа иностранной валюты (как правило, на приблизительно равные суммы) с условием расчетов по ним на разные даты                |
| *Формулировка «в течение оговоренного срока» означает периодические поставки валюты равными или неравными частями |   |   |

чину, и чаще всего это форвард-курс валюты сделки. Оговариваемый сторонами при торгах, он отражает разницу процентных ставок, действующих в государствах, чьи валюты задействованы в конверсионных (обменных) операциях. Хотя обе стороны прекрасно понимают, что вероятность совпадения форвард-курса с реальным на момент совершения сделки очень мала. Это означает, что на самом деле движение процентных ставок может идти в одну сторону, а движение котировок соответствующих валют – в противоположную. Игра на этих «ножницах» называется процентным арбитражированием, но о нем чуть позже. Пока рассмотрим оговорки в текстах срочных соглашений, которые позволяют реализовать стратегию «змеи» и снизить валютный риск коммерческой операции.

Валютный риск возникает с момента заключения форвардных внешнеторгового или валютного контрактов. Чем больше срок валютного платежа, тем труднее спрогнозировать курс на момент его совершения, тем больше валютный риск, который означает опасность потерь по внешнеэкономическим операциям в связи с неблагоприятным изменением СПОТ-курса. Экспортер несет убытки при понижении курса валюты сделки по отношению к национальной валюте в период между заключением контракта и осуществлением платежа по нему. Для импортера убытки проявляются при противоположном движении курса. Исключение составляют чисто бартерные сделки с фиксированными ценами по взаимным поставкам и со стопроцентным покры-

тием товарных обязательств сторон в виде встречных поставок товаров.

Валютный риск обычно велик при спекулятивных и арбитражных валютных операциях, но по принципу хеджирования экспортер и импортер должны перекладывать больший валютный риск именно на биржевых игроков – «быков», «медведей» и «досей». Заключаемый в таких случаях контракт опционного типа обеспечивает соблюдение СВОП-курса (защищенного от валютного риска).

– А как происходит защита? – спросил Портвос.

– Защита может осуществляться включением в текст фьючерсного контракта оговорки типа «аут-райт» и «лидз-энд-лэгз», – ответил Абрамис, а я «слазил» в интернет и выдал информацию из маркетинговой энциклопедии:

– «Аутрайт» (outright) – оговорка простой срочной сделки, предусматривающая платежи по форвард-курсу в сроки, строго определенные сторонами сделки.

– Такой оговоркой фьючерсный контракт можно практически превратить в опционный, поскольку одна сторона оказывается в «бесправном» положении по отношению к другой, – прокомментировал Абрамис. – За это более свободная в своем выборе сторона платит другой (это может быть как покупатель, так и продавец) опционную премию.

– «Лидз-энд-лэгз» (leads n' lags) – оговорка сложной срочной сделки, связанная с манипулированием сроками расчетов (опережением или запаздыванием платежей), – продолжил я цитировать маркетинговую энциклопедию.

– Это оформляется в виде установления временного диапазона платежа, например, в рамках рабочей недели, – пояснял Абрамис, – либо как договоренность сторон о порядке пересмотра сроков или иных условий сделки, например, при нарушении каких-либо позиций договора одним из партнеров.

Основные формы реализации «лидз-энд-лэгз» представлены в таблице 3.

«Лидз-энд-лэгз» широко применяется:

- при предполагаемых резких изменениях валютного курса (особенно при девальвации и ревальвации);
- при значительных колебаниях процентных ставок в государствах;
- при опасности введения валютных ограничений;
- при ужесточении системы налогообложения (фискального режима);
- в случаях снижения устойчивости валютных позиций сторон.

– «Лидз-энд-лэгз» – сильный аргумент при торгах в ходе сбытовых переговоров. Только надо уметь показать потенциальному покупателю возможности, которые открывает перед ним эта оговорка в тексте соглашения, – подвел Абрамис своеобразный промежуточный итог.

### ИГРА НА ОПЕРЕЖЕНИИ ПЛАТЕЖА

– А откуда пошло такое название? – спросил Артос. Его, как всегда, больше интересовали вопросы нейминга.

Абрамис пожал плечами:

– Трудно однозначно объяснить происхождение названия этой стратегии. Графические изображения зигзагов валютных трендов действительно напоминают ползущую змею.

– А может, это все в честь исторической «валютной змеи» – устанавливавшегося с марта 1973 года соотношения курсов валют Бельгии, Германии, Дании, Люксембурга, Нидерландов, Норвегии, Франции, Швеции? Отклонения валютных курсов по отношению друг к другу не должны были выходить за пределы  $\pm 2,25\%$ , а к странам, не входившим в данное соглашение, его участницы применяли систему плавающих курсов, – решил и я блеснуть своими знаниями, полученными в университете.

– А как это все на практике работает? – спросил Портвос.

– Самый простой вариант – это сыграть на сроке, используя оговорку «лидз-энд-лэгз», – начал Абрамис. – На основании прогнозирования по трендовым диаграммам, опыта компании или собственной интуиции арбитражер-«змея» просчитывает наиболее выгодный момент оплаты. Например, срок платежа по контракту – 2 ноября. Однако оговорка «лидз-энд-лэгз» позволяет покупателю произвести оплату в течение двух недель – с 26 октября до 8 ноября. Сумма сделки – 100 000 EUR (это и указание на валюту сделки). Валюта платежа – USD. Курс доллара США относительно евро на 26 октября составляет 1,2686 USD/EUR. В течение двух недель возможны колебания курса,

Таблица 3

### Основные формы реализации leads'n'lags

|   | leads<br>(опережение платежа)   | lags<br>(затягивание платежа)               |
|---|---|---|
| 1 | Досрочная оплата товаров (услуг)  | Задержка платежа                            |
| 2 | Отсрочка совершения коммерческой операции   | Оформление коммерческого кредита            |
| 3 | Ускорение<br>репатриации прибылей, выплаты процентов (дивидендов, роялти), погашения кредитов | Замедление                                  |
| 4 | Регулирование сроков конверсии валютной выручки в национальную валюту                         |   |
| 5 | Ужесточение<br>режима хеджирования и других способов защиты от валютных рисков                | Ослабление                                  |
| 6 | Европейские модели  | Американские модели<br>фьючерсов и опционов |

но «змея» знает, что более выгодного курса не будет, а на 2 ноября он прогнозирует вообще самое высокое значение – 1,2776 USD/EUR. «Змея», используя оговорку «лидз-энд-лэгз», 26 октября проводит платеж с опережением на сумму 126 860 USD. Если бы «змея» не воспользовалась «лидзом», то 2 ноября пришлось бы переводить сумму 127 760 USD. Таким образом, доход «змеи» от опережения платежа составляет:

$$D_{\text{«з»}} = 127\,760 - 126\,860 = 900 \text{ USD.}$$

– И это всего лишь за 5 рабочих дней? – оживился Портвос. – Не так уж и плохо!

– Да, таким стимулом можно мотивировать многих покупателей, ведя переговоры о покупке крупной партии товара, – согласился Артос. – А если еще пообещать декортивную скидку за опережение платежа, доход «змеи» будет еще больше.

– Что ж, выигрыш на запаздывании, думается, всем понятен, – продолжил Абрамис. – Лет пятнадцать наши коммерсанты по мере возможности играли на этом, учитывая общий тренд к росту курса доллара и «дойч марки» (затем – евро) по отношению к рублю. Теперь, учитывая общий тренд роста курса EUR к USD, можно аналогично играть на «лэгзах». Но нужно быть осторожным, чтобы не быть ужаленным «змеей» подобно пушкинскому вещицу Олегу. Да и с самой «змеей» запаздывание может сыграть злую шутку.

## ПРЕВРАЩЕНИЕ «ЗМЕИ»

### В... «БАБОЧКУ»

– А что за злая шутка? – заинтересовался Артос, который, казалось бы, не очень внимательно следил за нашим разговором.

– Скажем, если «змея» из рассмотренного примера все-таки понадеется на «лэгз» и будет ждать более выгодного курса вплоть до 8 ноября, то сильно проиграет по сравнению с «лидзом»:

$$D_{\text{«з»}} = 126\,860 - 128\,360 = -1500 \text{ USD,}$$

поскольку курс на 8 ноября окажется 1,2836 USD/EUR, – ответил Абрамис.

– То есть «змея» превратится в... «бабочку»! – сказал я.

– Почему? – быстро спросил Портвос.

– Из-за того, что пренебрегла маркетинговым прогнозированием, – пояснил я.

– Или скольжение по трендам оказалось ошибочным, – добавил Абрамис. – Но запаздывание, как уже говорилось, может приносить доход.

– Это каким же образом? – недоверчиво посмотрел на него Артос.

– А вот смотри... Срок платежа по контракту – 10 ноября. Однако оговорка «лидз-энд-лэгз» позволяет покупателю произвести оплату в течение двух недель – с 3 до 16 ноября. Сумма сделки – 100 000 EUR (это и указание на валюту сделки). Валюта платежа – USD. Курс доллара США относительно евро на 10 ноября составляет 1,2844 USD/EUR. «Змея» прогнозирует снижение курса 16 ноября до 1,2795 USD/EUR. Используя оговорку «лидз-энд-лэгз», она дожидается наступления предельной даты и проводит платеж с запаздыванием на сумму 127 950 USD. Если бы «змея» не воспользовалась «лэгзом», то 10 ноября пришлось бы переводить сумму 128 440 USD. Таким образом, доход «змеи» от опережения платежа составляет:

$$D_{\text{«з»}} = 128\,440 - 127\,950 = 490 \text{ USD.}$$

– Не такой уж большой доход по сравнению с опережением, – вздохнул Артос.

– И на скидку рассчитывать не приходится! – добавил Портвос.

– Но все-таки не проигрыш, как в предыдущем примере! – отметил Абрамис и невозмутимо продолжил: – Более тонкая работа – сыграть на выборе валюты платежа в ситуации, когда соглашением установлена оговорка «аутрайт».

– Тонкая? – В голосе Артоса опять зазвучали скептические нотки.

– Тонкая! – подтвердил Абрамис. – Потому что надо иметь перед собой изображение тренда, которое, как уже говорилось выше, по форме напоминает «змею», и видеть, в нижний или верхний пик попадает величина валютного курса в день платежа.

## ИГРА НА ВЫБОРЕ ВАЛЮТЫ ПЛАТЕЖА

– Скажем, если дата оплаты – 2 ноября, то это верхний пик курса евро – 1,2776 USD/EUR. 1 ноября – 1,2754 USD/EUR, 3 ноября «змея» прогнозирует некоторое снижение. И платить лучше в этой же валюте (даже приобретая ее по этому курсу)! – сообщил Абрамис.

– И в чем «прикол»? – не понял Портвос.  
– На следующий же день евро «подешевел» и «змея» смогла приобрести его по курсу 1,2540 USD/EUR. Выигрыш «змеи»:

$$D_{\text{«з»}} = 127\,760 - 127\,540 = 220 \text{ USD.}$$

– И это за один день?  
– Да, за один день! Если же дата платежа по «аут-райт» – 16 ноября, то курс 1,2795 USD/EUR – нижний пик тренда. 15 ноября – 1,2830 USD/EUR, 17 ноября «змея» прогнозирует некоторое повышение. И платить лучше в долларах США! Но доллары для этого платежа «змея» покупает 15 ноября и получает на следующий же день выигрыш:

$$D_{\text{«з»}} = 128\,300 - 127\,950 = 350 \text{ USD.}$$

– А что было бы, если бы?.. – начал Портвос, но запнулся, очевидно, не зная, как толком сформулировать вопрос.

Но Абрамис как будто понял его:

– Ты хочешь знать?.. Если бы платеж производился в альтернативной валюте (в первом случае – в долларах США, а во втором – в евро), то 220 USD и 350 USD означали бы потери или упущенные возможности арбитражера-«бабочки». Но «змея» искусно лавирует между этими рисками, не упускает своих возможностей и выигрывает.

– Но, предоставляя своему покупателю такие возможности, коммерсант может оказывать давление по поводу иных пунктов соглашения, – высказал Артос свое предположение, и Абрамис удовлетворенно кивнул:

– Да, при сбытовых переговорах со «змеей» можно смело делать ставку на ее потенциальных выигрышах, предлагая включить в текст контракта оговорку *leads n' lags* и право выбора покупателем валюты платежа (доллар США или евро).

– Для покупателя это означает практически бесприбыльную работу на рынке. А для продавца?

– Для него тоже, – встрял я. – Самое главное – он продает свой товар на взаимовыгодных условиях.

– Еще более привлекательный вариант реализации стратегии «змеи» – игра и на сроке, и на выборе валюты платежа, – произнес Абрамис. – Вы как продавец в ходе сбытовых переговоров можете сломить сопротивление покупателя тем, что предоставите ему возможность и оплаты в течение

недели, и выбора валюты платежа – доллар США или евро.

### ИГРА НА «НОЖНИЦАХ»

– Помимо игры на опережении-запаздывании платежа, «змеи» играют на «ножницах» между изменением процентных ставок (доходности коммерческих сделок) и колебанием курсов валют, – напомнил Абрамис. – Эффект «ножниц» особенно ярко проявляется при такой операции, как процентное арбитражирование.

Я снова «слазил» в электронную маркетинговую энциклопедию и выдал:

– Процентное арбитражирование – это коммерческая деятельность, предполагающая игру на процентных ставках (доходности, рентабельности) и включающая как минимум одну конверсионную (валютнообменную) операцию.

– А на примере можно? – попросил Портвос.

– Скажем, специалисту по продажам необходимо оценить целесообразность процентного арбитражирования для предприятия, располагающего суммой 100 000 EUR, которому в условиях СПОТ-курса  $\text{spot } \text{€}/\text{\$} = 0,864 \text{ €}/\text{\$}$  предлагаются следующие сделки:

#### I. Депозиты со ставками:

$$E_{\text{€}} = 5\% \text{ или } E_{\text{\$}} = 3\% \text{ годовых.}$$

Курс, прогнозируемый на 3 месяца вперед, рассматривается как ФОРВАРД, поскольку он не защищен особыми условиями депозитного договора:

$$\text{forw } \text{€}/\text{\$} = 0,873 \text{ €}/\text{\$}.$$

II. Коммерческие операции с доходностью (рентабельностью продаж):

$$P_{\text{€}} = 20\% \text{ или } P_{\text{\$}} = 12\% \text{ годовых.}$$

В этом случае прогнозируемый курс рассматривается как СВОП, поскольку он проходжирован (защищен) особыми условиями («аут-райт», «лидз-энд-лэгз») или заключением кол-опциона:

$$\text{swap } \text{€}/\text{\$} = 0,873 \text{ €}/\text{\$}.$$

I. Оценим целесообразность процентного арбитражирования в виде игры на депозитах.

1) Оценка дохода по евро-депозиту (процентный доход):

$$S'_\epsilon = S_\epsilon (1 + E_\epsilon \times t) = 100\,000 \times (0,05 \times 3 / 12) = 101\,250 \text{ EUR.}$$

Процентный доход по депозиту:

$$\Delta S_{II} = S'_\epsilon - S_\epsilon = 101\,250 - 100\,000 = 1\,250 \text{ EUR.}$$

2) Оценка дохода по доллар-депозиту (процентно-арбитражный доход):

$$S_s = S_\epsilon \times 1 / \text{spot } \text{€}/\$ = 100\,000 \times 1 / 0,864 = 115\,740,74 \text{ USD;}$$

$$S'_s = S_s (1 + E_s \times t) = 115\,740 \times (0,03 \times 3 / 12) = 116\,608,80 \text{ USD;}$$

$$S'_\epsilon = S'_s \times \text{forw } \text{€}/\$ = 116\,608,80 \times 0,873 = 101\,799,48 \text{ USD.}$$

Процентно-арбитражный доход по депозиту:

$$\Delta S_A = S'_\epsilon - S_\epsilon = 101\,799,48 - 100\,000 = 1\,799,48 \text{ EUR.}$$

$$\Delta S_A > \Delta S_{II}.$$

Следовательно, процентное арбитражирование целесообразно.

II. Оценим целесообразность процентного арбитражирования в виде коммерческих сделок.

1) Оценка дохода по коммерческой евро-операции (процентный доход):

$$S'_\epsilon = S_\epsilon (1 + P_\epsilon \times t) = 100\,000 \times (0,20 \times 3 / 12) = 105\,000 \text{ EUR.}$$

Процентный доход по коммерческой операции:

$$\Delta S_{II} = S'_\epsilon - S_\epsilon = 105\,000 - 100\,000 = 5\,000 \text{ USD.}$$

2) Оценка дохода по коммерческой доллар-операции (процентно-арбитражный доход):

$$S_s = S_\epsilon \times 1 / \text{spot } \text{€}/\$ = 100\,000 \times 1 / 0,864 = 115\,740,74 \text{ USD;}$$

$$S'_s = S_s (1 + E_s \times t) = 115\,740,74 \times (0,12 \times 3 / 12) = 119\,212,96 \text{ USD;}$$

$$S'_\epsilon = S'_s \times \text{swap } \text{€}/\$ = 119\,212,96 \times 0,873 = 104\,072,91 \text{ USD.}$$

Процентно-арбитражный доход по коммерческой операции:

$$\Delta S_A = S'_\epsilon - S_\epsilon = 104\,072,91 - 100\,000 = 4\,072,91 \text{ EUR.}$$

В этом случае  $\Delta S_A < \Delta S_{II}$ .

Следовательно, процентное арбитражирование нецелесообразно.

Как видно, при ведении сбытовых переговоров необходимо учитывать «ножницы» между вариантами доходности коммерческой операции и курсами валют. Это может стать весомым аргументом в пользу заключения того или иного варианта экспортно-импортного соглашения и дифференциации валюты сделки и платежа.