

דרושה: חקיקה לעידוד עסקות נגזרות

מאת מנחם סדר

הערך פסיקה בתחום הנגזרות מחליש את ביטחונם של חלק מהמשתתפים בעסקות אלה ביכולתם לקזז את חיוביהם במקרה של פירוק ולפיכך מעכב את התפתחות התחום בישראל

הערכת החשיפה לסיכון על בסיס נטו בכל רגע נתון, וכך מגדיל את נפח העסקות האפשרי תחת הפיקוח. בנוסף, השימוש בבטוחות מקובל ביר תר בעסקות נגזרות, אך עלתו גבוהה. אם יוכלו הצדדים לחשב את חובותיהם ההדדיים על בסיס נטו במקום על פי סך כל חובותיו של כל צד למשנהו, תקטן עלות העסקה בהתאמה.

כדי שמשתתף בשוק הנגזרות יוכל להשתמש בקיוזו הגזרתי נכונה, עליו להיות מסוגל לקזז חובות הדדיים גם אם הצד השני לעסקה מסוימת יחזיק חרלות פירעון היא הגורם הראשי לכך שלון עסקות נגזרות. משהפך צד לעסקה לחרל פירעון קיימת הסכנה שהחוק יפטר אותו מחיוביו הכספיים בה בעת שישאר זכאי לתשלום מלא של החובות הכספיים כלפיו.

עקרונית, מאפשר החוק הישראלי קר זוז בעת הליכי פירוק. ואולם, הערך פסיקה בתחום העסקות הנגזרות מחליש את ביטחונם של חלק מהמשתתפים בעסקות אלה ביכולתם לקזז את חיוביהם במקרה של פירוק. חוסר ביטחון זה מעכב את התפתחות תחום העסקות הנגזרות בישראל.

כאן יכול המחוקק לסייע. מדיניות רבת כבד הכירו בחשיבות מוסר הקיוזו הגזרתי וחוקקו בשנים האחרונות חוקים המאפשרים שימוש במוסר זה בהיקפים שונים. הכלכלה הישראלית נמצאת בשלב בו חקיקה מסוג זה נדרשת.

אין זה מפתיע שהשוק הפיננסי מקדים את המשפט. השוק מתקדם במהירות ומחדש ללא הפסקה. החוק, לאו דווקא ללא הצדקה, נע בקצב איטי ומתון. אף על פי כן, החוק חייב להתאים עצמו לשינויים יסודיים ולא, יהפוך למכשול

יתרון אסטרטגי עבורו, והבנק משלם ריבית לייבור בלבד, המתאימה להלוואות בריבית של לייבור-פלוס, אשר הבנק מייצר. באמצעות עסקת סווף ניתן להדליף גם חיובים במטבעות חוץ שונים. קיימים שני מניעים ראשיים לכניסה לשוק הנגזרות. האחד הוא שנאת סיכון. אכן, חברות שאינן פועלות לגידור סיווג כוניהם באמצעות נגזרות עשויות להימנע צא בסיכון גבוה מחברות שכן פועלות כך.

השני הוא ספקולטיוויז. אין מחסור בגופים המוכנים לשים את כספם על קרן הצבי בתקווה שהערכתם את תנאי השוק העתידית תתממש וזאת ללא קשר לחשיפתם לסיכונים עסקיים. ההכחנה בין סיווג סיכון לבין ספקולטור וייתר אינה תמיד ברורה, אך יש לציין, כי ספקולטיוויז עשויה להקטין את העלויות לכולם היות שהיא עשויה להגדיל את נפח העסקות.

במצב האופטימלי עסקות נגזרות דרשות תנועת כספים מועטה יחסית. זאת הודות למוסר הקיוזו הגזרתי (Netting), במסגרתו מקוויים משתתפים בעסקות נגזרות את החיובים הכספיים ביניהם לסכום "נטו" אחד. על ידי הקיוזו הגזרתי מצטמצמת תנועת הכספים למינימום. למשתתף בעסקת נגזרות חשוב ביר

סיק קילוגרם זיתים במחיר מסוים וכך להבטיח את תשואתו עוד בטרם נקבע מחיר השוק של זיתים מסוי. יצרנית שמן זית, מי שסביר שתהיה הצד השני לעסקת פרוורד זוז, מבטיחה לעצמה מחיר לזיתים, להם תהיה זקוקה בעוד חודשים רבים.

אופציה היא הזכות לקנות או למכור נכס במועד ובמחיר מוסכמים מראש. כך, תמורת פרמיה של, למשל, 3 שקלים, יכול מגדל היתים לרכוש את הדבר למכור קילו זיתים בעוד חודש ימים

עסקת נגזרות מעלות חברות ברחבי העולם לרמת יעילות ותחכום, שלא היו ידועות עד לפני שנים ספורות. בישראל, הליברליזציה בפיקוח על מטבע החוץ, שנערכה לאחרונה, ובגרותם העסקית של חברות מקומיות הכשירו את הקרקע לקראת השתתפות ישראלית בעסקות אלה.

כמעט. לשם שימוש אופטימלי בנגזרות נדרש כי למשתתפים בשוק הנגזרות יהיה ביטחון ביכולתם להבטיח את מימושם המלא של התחייבויותיהם הכספיות של הצד השני, גם אם הפך אותו צד לחרל פירעון. בישראל, למשתתפים רבים חסר ביטחון זה ככל שמדובר בעסקות נגזרות מחוץ לבורסה. חקיקה מתאימה עשויה ליצור את הביטחון הדרוש. עסקות נגזרות מאפשרות לגופים

קיימים שני מניעים לכניסה לשוק הנגזרות. האחד הוא שנאת סיכון. חברות שאינן פועלות לגידור סיכוניהם באמצעות נגזרות עשויות להימצא בסיכון גבוה מחברות שכן פועלות כך. המניע השני הוא ספקולטיוויז.

במחיר של, למשל, 30 שקל. אם במועד המיועד למימוש האופציה יעמוד המחיר על 20 שקל בלבד, יפעיל מגדל היתים את זכותו ובתוצאה מכך ירוויח סך של 10 שקלים פחות הסכום שהוציא על רכישת האופציה. לעומת זאת, אם יעמוד המחיר על 40 שקל, ייתן מגדל היתים תשלום לזקוקה להתפוגג ויפסיד רק את הפרמיה בסך 3 שקלים. באופן דומה יכולה יצרנית שמן זית לרכוש היום את הזכות לקנות זיתים בעוד חודש ימים במחיר קבוע מראש.

סחף היא החלפת תודימי מוזמנים. אם מגדל היתים חב למלווה כלשהו כסף בריבית משתנה, למשל לייבור (LIBOR) פלוס 1%, יוכל להחליף את חבתו עם צד שלישי כבנק, אשר חב לאחר כמות זהה של מוזמנים בריבית קבועה, למשל 9%. לאחד החלפה, יש לם הבנק למגדל היתים את התשלומים שעל מגדל היתים לשלם ללווה שלו, ובתמורה ישלם מגדל היתים ללווה התשלומים שעל הבנק לשלם ללווה שלו, בתוספת עמלה מסוימת - למשל 1%. תוצאת החלפה היא שמגדל היתים משלם ריבית קבועה במקום ריבית משתנה (במקרה דוג, 10%), ודבר המהווה

עסקים לבחור סיכונים פיננסיים מסוים מים ולהעבירם לגורמים אחרים, המוכרים להם לקבלם. סיכונים אלה - של תנודות שוק - נובעים מפעילות עסקית רגילה ונמצאים מעבר לשליטתו של גוף אחד. באמצעות שימוש בכלי העסקות הנגזרות יכולים גופים עסקיים להתמודד עם שינויים במחירי שוק הסחורות, בשערי הדיביז, בשערי מט"ח וכדומה.

נגזרות קדירות בשם זה הואיל הן נגזרות ממוצרים אחרים. למרות היתר המסוידן הסיכון העוטפת אותו, עסקות נגזרות הן לאו דווקא בלתי ניתנות להכנה, והסיכון הטמון בהן לאו דווקא בלתי ניתן לשליטה. בכסיסן, כמעט כל העסקות הנגזרות הפרטיות בנויות משלושה סוגי כלים עסקיים: פרוורדים (Forwards), אופציות (Options) וסוופים (Swaps). משלוש אבני יסוד אלו נבנית קשת מרהימה של מוצרים פיננסיים המאיימים עצמם לרדישות הספציפיות של הגוף העומד בפני הסיכון הפיננסי. פרוורד היא התחייבות לרכישה או מכירה של דבר כלשהו במחיר ובמועד עתידי מוסכמים מראש. באמצעות פרוורד, יכול מגדל זיתים להסכים, עוד בטרם הכשיל הפרי, למכור לאחר המי

חרלות פירעון היא הגורם הראשי לכישלון עסקות נגזרות. משהפך צד לעסקה לחרל פירעון קיימת סכנה שהחוק יפטר אותו מחיוביו הכספיים בה בעת שישאר זכאי לתשלום מלא של החובות הכספיים כלפיו

בפני אורחי המדינה הוכאים לקירמה קיימת רדישה גוברת והולכת לעסקאות נגזרות בישראל. הגיעה השעה שהמחוקק יאמץ כלים חשוכים אלה של נטרול סיכונים פיננסיים בצורה שתאיים עצמה לחברה הישראלית.

תר להיות מסוגל להעריך את חשיפתו לסיכון על בסיס נטו. במקרים רבים מגדל היתים מנגזר פיקוח על האשראי, רגור לטורים או פנימיים, את יכולת החשיפה לסיכון של המשתתף, אם באופן כללי ואם ספציפית מול צד מסוים. כלי הקריוזו הגזרתי מגדיל את חופש הפעולה של גופים מפוקחים בכך שהוא מאפשר

הכתבה היא ע"ד הכתבתה במימון בעסקת בינלאומית