

שוק פתוח

מימון באמצעות ניירות ערך מתנגש בחוק הישראלי

מאת מנחם פדר

סיכון האשראי של השוקנים בשווקים פיננסיים מחוץ לבורסה הוא בלתי נמנע. בדרך הטבע, שערי שוק ומצבים כלכליים מתנוודים כל העת. בעסקאות פיננסיות עלולות תנודות אלה לגרום לכך שהצד שכנגד לא יוכל לבצע את חיוביו. כך נוצרים סיכונים אשראי. כדי להביא להפחתת סיכונים אלה, פותחו מכשירים פיננסיים שונים. ניירות ערך סחירים הם מכשיר חשוב בגידוד סיכונים אשראי.

ישראל מתוודעת באחרונה למגוון חדשני של מוצרים פיננסיים משוכללים, שנעשה בהם שימוש זה מכבר בשווקים פיננסיים בחו"ל. בשווקים אלה משמשים גם ניירות ערך כאמצעי מימון. מאז הוסרו הגבלות הפיקוח על המטבע ב-98, החלו מוסדות פיננסיים ישראלים להיחשף לשווקים הפיננסיים המתחכמים בעולם. כפועל יוצא החלו מוסדות בינלאומיים לגלות עניין בשוק המקומי, בעוד המוסדות המקומיים לומדים טכניקות וזרשניות.

עם זאת מתברר, כי אין מוציאים ישן מפני חדש. הקצב שבו נעשים שינויים בחקיקה הישראלית אטי, ואינו עונה על הצרכים הפיננסיים במישור הבינלאומי. במצבים רבים יוצר החוק אי ודאות שעלולה לעכב את ההתפתחות. הדבר נכון במיוחד לגבי מימון באמצעות ניירות ערך.

כך לדוגמה, עסקת הרכישה החוזרת (repurchase) המכונה "דיפו" (repo), בעבר נחשבה עסקת ריפו לאוטוריט, אך כיום היא מנוצלת בשווקים רבים מחוץ לישראל. בעסקת ריפו טיפוסית מוכר ראובן לשמעון ניירות ערך תמורת מזומנים, ומתחייב לרכוש את ניירות הערך האלה במועד מאוחר

יותר. מחיר הרכישה מחדש מורכב ממחיר משתנה, שנוסף על מחיר הרכישה המקורי. שיעור המחיר המשתנה נקבע בין הצדדים, כאשר שער העסקה (repo rate) נקבע על פי המחיר המשתנה. שווי ניירות הערך גבוה בשיעור מסוים מהמחיר שמשלם תמורתם שמעון. שיעור זה, המכונה "תספודת" (haircut), נועד להבטיח את שמעון מפני סיכון השוק הטבוע בניירות הערך, שימש שמעון במקרה שראובן לא ימלא אחד חיוביו.

עסקות ריפו עונות על צורכי מימון לטווח הקצר, ומשתמשים בהן באג"חים ממשלתיים או באג"חים אזרחיים בעלי דיוג גבוה. כך, עסקות הריפו מאפשרות למי שמחזיק בניירות ערך איכותיים להמיר את ניירות הערך למוזן באופן זמני. אלה המחזיקים בהם יעשו כן כדי לעמוד בהתחייבויות כספיות האמורות להתגבש בעתיד הקרוב. גם בנקים מרכזיים ישתמשו בריפו לשם קידום מדיניות מוניטרית, או שער ריבית, תוך הגדלה או הקטנה של כמות הכסף המצויה בשוק. מאחר שעסקת ריפו היא עסקה לטווח קצר, והיותו של הנכס הממושכן אטרקטיבי כשלעצמו, מקנים על פי רוב לשער הריפו עדיפות לעומת שערי ההלוואות הבנקאיות.

אין פגיעה בצד שלישי

בעסקת ריפו דרושה לשמעון מידה גבוהה של ודאות כי זכות הבעלות בניירות הערך הנמכר רים אכן הוקנתה לו. ואולם חוק המשכן הישראלי יוצר סיכון שעל פיו עסקת הריפו תסוג מחדש באמצעות בית המשפט כעסקת הלוואה, כלומר, בית המשפט עלול לקבוע כי טיבה האמיתי של העסקה אינו מכר

אלא הלוואה מובטחת. משמע, אם ראובן לא יבצע את חיוביו על פי ההסכם בין הצדדים, יעמוד שמעון בפני שוקת שבר זה בהיעדר זכות קניינית בניירות הערך. בחזרות הפירעון של ראובן יכול להיות מעמדו של שמעון כשל נושה לא מובטח.

בבסיס ההוראה המאפשרת סיווגן של עסקאות לפי מהותן עומדים טעמי מדיניות מוצדקים. ואולם ייתכן שהחוק מהווה כיום מגבלה לעסקאות כלכליות עכשוויות.

כך, למשל, אחת ההצדקות המקובלות לכך שחוק המשכון מבקש לסווג עסקאות "מכר" כמשכון, היא הרצון להגן על צדדים שלישיים, שלא היה ביכולתם לדעת על השעבוד לולא ניתנה לו פומביות. אם יוכל חייב למשכן כמה נכסיו לנושה מסוים בלי לתת לכך פומבי, ייתכן שכתוצאה מכך יהיו יתר הנושים חשופים לחיוב המצוי במצב כלכלי קשה יותר מהידוע להם.

ואולם בעסקת ריפו הבנויה כהלכה לא דרושה הגנה על צדדים שלישיים, מכיוון שזכויותיהם לא ייפגעו. בהתאם לכך ייתכן שבית משפט יצירתי לא ימצא לנכון לסווג את עסקת הריפו כעסקת הלוואה מובטחת, משום שהאינטרסים של צדדים שלישיים, עליהם ביקש חוק המשכון להגן, אינם נפגעים בעסקה זו.

עם זאת קווי הדמיון הרבים הקיימים בין עסקת הלוואה מובטחת לעסקת ריפו טיפוסיות אינם מאפשרים לראובן להסתמך בוודאות על כך שחוק המשכון לא יחול.

כתוצאה מכך, יכולים מוסדות פיננסיים בינלאומיים להתקשר עם צד ישראלי אך ורק בעסקת ריפו שייבנו בהירות ובשמרנות. ואולם פתרון זה אינו מספק, פריחתו של שוק ריפו בישראל

תמתין אפוא לזמנים שבהם המצב המשפטי יהיה מתאים יותר.

חקיקה לא מעודכנת

לאחרונה נרמה, שבית המשפט העליון עצמו נסוג מהחלטתו הגורפת של חוק המשכון. בפסק דין שניתן באחרונה ועסק במימון ורכישת נכס מקרקעין, קבע השופט אנגלרד כי אין להחיל את חוק המשכון על כל עסקה שיש בה יסוד של שעבוד, והביחין לשם כך בין משכון לבטור זה. אף שניתן לומר כי פסיקת השופט מסמנת תפנית בגישתו של בית המשפט לחוק המשכון, מקובלת יותר ההערכה כי דעתו היא בגדר חריג. מכל מקום, יש להדגיש, כי המחוקק לא ערך כל שינוי בחוק המשכון מאז נחקק ב-67.

במציאות הנוכחית אנו ניזוים קיום מכך שהחקיקה שלנו אינה מותאמת בחלקה להתפתחות בעולם. מובן שהליך חקיקתי צריך להיעשות מתוך שיקול דעת, ואין מקום לכך שהמחוקק יפתח חקיקה בקצב המהיר שבו מפתחים מוצרים פיננסיים. עם זאת, החוק צריך להיות מהותיים.

כדי לפתח כלכלה מתחכמת צריכה ישראל לקדם את החקיקה ולהתאימה לשווקים הפיננסיים המפותחים בעולם. עד אז ייאלצו ישראלים לבחור מעט מן הבר, היינו העסקות המתוחכמות, והרבה מן התבן, היינו כמות, והלא משוכללות. כתוצאה מכך מועטות האפשרויות בהן ניתן להשתמש לניהול סיכונים. לכן מתעכבת התפתחותם של השווקים המקומיים, וכך בסופו של דבר ניווקה ההתפתחות של כולנו.

הכותב הוא כותב במשרד עורכי הדין כספי וכותב, המתמחה בעסקאות פיננסיים ובינלאומיות