

בדלתיים כפחות

מהו עתידו של שוק ה-CDS הלאומי?

מערכת הלחצים שהופעלה על ידי פוליטיקאים ומוסדות כדי למנוע "אירוע אשראי" סביב חדלות הפירעון של ממשלת יוון היא תמרוז אזהרה למשתמשים במכשירים לגידור סיכונים



לפי תכנית החילוץ, בעלים פרטיים של אג"ח יוון היו אמורים להסכים לוותר על 53.5% מערך החוב הנומינלי שבו הם החזיקו. בנוסף, כוונתו הגלויה של האיחוד האירופי הייתה להתחמק ממצב של חדלות פרעון פורמלית של יוון, כדי להימנע, ככל האפשר, מ"אירוע אשראי". בין ההסברים האפשריים לכוונה זו היה רצונם של קובעי המדיניות שלא לתגמל ספקולנטים שהימרו נגד יוון. הסבר אחר היה החשש שהפעלת חוזה ה-CDS תעודד משקיעים להמר נגד חובות לאומיים של מדינות אירופיות אחרות הנמצאות במצוקה, כמו פורטוגל, ספרד או איטליה. הימורים כאלה היו מעלים את עלויות האשראי של מדינות אלה ומחריפים את משברן. הסבר אפשרי נוסף היה חשש ליציבותם של מוסדות פיננסים אירופיים אשר מכרו הגנה מפני סיכונים אשראי באמצעות חוזה ה-CDS. על מנת לסייע לרצון האירופי להימנע מאירוע אשראי, יוון ניסתה שלא לכפות את "התספורת" המוצעת על כל בעלי האג"ח שלה. על פי התוכנית, המשקיעים הפרטיים היו יכולים לבחור האם ברצונם להשתתף בהסדר אם לאו. מההתחלה, גורמים רשמיים באיחוד האירופי הפגינו ביטחון רב בכך שבנקים אירופיים שמחזיקים באג"ח יוון, יבחרו להשתתף בהסדר. נראה שגורמים אלו סמכו על כך שהרגולטורים האירופיים ידאגו לכך שאותם בנקים יסכימו להחלפה "וולונטארית" של האג"ח שברשותם לאג"ח בעל ערך נומינלי נמוך יותר.

במבט לאחור, חדלות הפירעון של יוון, כפי שארעה ב-9 במארס 2012, הייתה בלתי נמנעת. עבור הבנקים האירופיים בעלי חוב יווני, זה היה כואב. עבור אותם בנקים שהיו זהירים וגידרו את סיכון האשראי היווני שלהם באמצעות רכישת CDS (Credit Default Swap), הכאב כמעט היה גדול עוד יותר. CDS הינו מכשיר פיננסי - חוזה למעשה - שבמסגרתו קונה ההגנה משלם תשלומים תקופתיים למוכר ההגנה. בתמורה מתחייב מוכר ההגנה לפצות את הקונה במקרה שיתרחש "אירוע אשראי". אירועים כאלה כוללים אי תשלום, שמיטת חוב או דחיית פירעונו, או ארגון חוב מחדש של חייב צד ג'. לכאורה די פשוט, אך השתלשלות האירועים לקראת חדלות הפירעון היוונית מעלה שאלות לגבי חוזה CDS מסוימים המתייחסים לאשראי לאומי. ההסכמה שהושגה בין האיחוד האירופי לבין נציגי הבנקים האירופיים להושיט סיוע חילוץ ליוון, והתהליכים סביב הסדר חדלות הפירעון של יוון, אמורים לגרום למשקיעים לבחון מחדש את שיטת הגידור באמצעות CDS כנגד חדלות פירעון של חייב לאומי באירופה. זאת מפני שהמהלך כלל ניסיון גלוי של הממסד הפיננסי האירופי להימנע מהפעלת חוזה ה-CDS המתייחסים ליוון. הניסיון הפעם אמנם נכשל, אך עצם העובדה שריחף באוויר מעל השוק עד הרגע האחרון חייבת לשמש תמרוז אזהרה.

יוון הכירה בכך שמשקיעים פרטיים מסוימים – למשל קרנות גידור – לא היו רגישים ללחץ רגולטורי ונטו שלא להסכים לעסקה. הבעיה של יוון הייתה שבאג"ח שהונפק על ידה לא היה כל "סעיף פעולה קולקטיבית", המאפשר צמצום חוב גם ללא תמימות-דעים מלאה בין הנושים. יוון מיהרה לכן לחוקק אישור של סעיף כזה עם תוקף רטרואקטיבי לאג"ח שלה שהיו כפופות לחוק היווני.

החקיקה הרטרואקטיבית העניקה לממשלת יוון את הכוח לכפות את ההסדר על בעלי אג"ח. כיוון שכפייה שכזו מבטלת את הוולונטריות של השתתפות בעסקה, הפעלתה מהווה "אירוע אשראי" המפעיל את חוזה ה-CDS, ולכן יוון קיוותה להימנע מהפעלת הסעיף, ונעשו מאמצים כבירים להגיע להסכמה וולונטרית. המאמצים לא צלחו ומספר המסכימים לא הגיע לרוב הנדרש. בפועל, יוון נאלצה להפעיל את סעיפי הפעולה הקולקטיבי, כך שמשקיעים עם 95.7% מאגרות החוב של יוון השתתפו בעסקה. בסופו של דבר אירוע אשראי התרחש, וחר-זי ה-CDS הופעלו במקרה היווני, אך האירוע כולו העלה ספקות לגבי היעילות של המכשירים האלה. משקיעים זהירים צריכים להתבונן בתהליך שעבר ההסדר היווני, ובמאמצים שנעשו על ידי גורמים רבים כדי למנוע התרחשות "אירוע אשראי". עליהם להיות לפחות "קצת

מודאגים" מהאפשרות שהסדרי חוב עתידיים יכולים להיות מעוצבים במיוחד כדי למנוע תשלומים למי שרכשו הגנות. הפר-ליטיקאים נחשפו במקרה זה כמי שנכונים להתערב בהסדר חוב לאומי כדי להנדס הימנעות מאירוע אשראי.

בנקים אירופיים, שהחזיקו בחוב יווני וגידרו את סיכונהם באמצעות חוזה CDS, היו קרובים למצב שבו סיכון האשראי מומש, אך הגידור לא היה מופעל. בנקים כאלו היו עלולים לסבול מפגיעה כפולה: הפסד מתספורת משמעותית על החוב, ובנוסף

על כך, אי קבלת פיצוי למרות ששילמו ביוקר תמורת הגידור. ההשלכות נרחבות מאוד. כל בנק אירופי אשר גידר חוב לאומי אירופי כלשהו באמצעות CDS צריך לחשוש מלחצים רגולטוריים פוטנציאליים בתוך האיחוד האירופי. גם על משקיעים אחרים לשאול את עצמם כמה הם מוכנים לשלם עבור CDS לאומי על מנת לגדר חשיפה למדינות במערב אירופה שבהן הממסד חזק דיו בכדי להפעיל עליהם לחץ. על משקיעים אלו אף לבחון מחדש את יעילות השימוש ב-CDS לאומי לגידור חשיפה למנפיק אג"ח קונצרני שהינו "גדול מכדי ליפול". על משקיעים שרוכשים CDS לאומי, במטרה לגדר באופן גס חשיפה לאג"ח של חברות מסוימות במערב אירופה אשר אין לגביהן שוק CDS, לחשוב מחדש על האסטרטגיה הזו.

גם על הרגולטורים לשאול את עצמם שאלות. בזל III, הסטנדרט העולמי בתחום הרגולציה של הלימות ההון ונזילות בנקאית שייכנס בקרב רוב לתוקף, מעודד בני-קים לגדר את חשיפתם לחוב לאומי דרך CDS לאומי. עידוד זה יכול להוביל לתוצאה מוזרה שבה CDS מסוים שומר על ערך שמשקף גידור רחב ברמה החשבונאית, אך ערכו כמגדר סיכון מצומצם.

בכל הדברים האלה אין משום תח-זית לכך שמתקרב קיצו של שוק ה-CDS הלאומי. ניתן לשער כי השוק ינסה לתמחר את ההסתברות לתשלום אירוע אשראי, ולא רק את ההסתברות לקרות אירוע אשראי. ייתכן גם שהשוק ישנה את ההגדרה של אירוע אשראי או אולי בתי משפט בעלי השפעה יכריעו שהסדר וולונטרי שקרוב מאוד לכפוי הוא אירוע אשראי. שוק ה-CDS הלאומי יכול לצעוד לעבר מגוון רחב של כיוונים, אך בינתיים יהיה נכון למשתתפים בשוק זה לתת משקל ליכולת של חייב לאומי או כוח פוליטי אזורי להשפיע על תוצאות פיננסיות בזמן של משבר. ■



* הכותב הינו שותף במשרד עורכי-הדין כספי ושות' ועוסק במימון ובעסקאות בינלאומיות