הגידור כחובת אמונים

דירקטורים כיום צריכים לבחון ניהול סיכונים פיננסיים, או לעמוד בפני סיכון משפטי

מנחם פדר

רבית הדירקטורים המכהנים בחברות ישראליות יודעים שעליהם לפעול לטובת חברותיהם. עם זאת, מה שאותם דירקטורים קרוב לוודאי לא יודעים הוא שההתפתחויות האחרונות בטכנולוגיה הפיננסית אולי הביאו את החוק לנקודה שבה דירקטורים נדרשים לנקוט אסטרטגיות פיננסיות מסוימות.

יותר מדויק, היכולת של מימון מוכנה לספק כיום גידור מפני סיכונים כלכליים היא כה טובה עד כי דירקטורים עשויים להידרש לבחינת האפשרות של גידור רק כדי לעמוד בחובות הנאמנות שלהם.

● **דירקטוריים חבים חובת אמונים.** האתגר שגידור מציב בפני דירקטורים מתחיל בדין החברות הבסיסי. לפי חוק החברות, תש"ן-1999, מוטלות על דירקטורים חובות אמונים כלפי חברתם. חובות אלו דורשות מדירקטורים לפעול או להימנע מלפעול לטובת החברה. בנוסף, מטיל החוק חובת זהירות, דהיינו, חובה להשיג את המידע הדרוש לפני שמחליטים אם לנקוט או להימנע מלנקוט פעולה מסוימת.

מאחר שסטנדרטים מטעים-בפשטות תם אלו הם מושגיים בלבד, פיקוח החוק על דירקטורים מתאפיין בגמישות. בהקשר של גידור, תובעים בישראל כמעט בוודאות ינצלו זאת. ברחבי העולם, תביעות נגד דירקטוהים על שנמנעו מלגדר, גם אם עדיין אינן נפוצות, שוב אינן בגדר לא ידועות. Equitable Life Assurance Society הגישה באחרונה תביעה באנגליה נגד חלק מהדירקטורים הקודמים שלה על שבין היתר לא גידרו סיכוני שער ריבית.

יהיו אשר יהיו תוצאותיהן של תביעות כאלו, יש לקחים שניתן להפיק כבר עתה: דירקטורים שנמנעו מלשקול גידור יתקשו בהגנה מפני תביעות שעילתן הפרת חובת אמונים, למרות הגנות שיקול דעת עסקי. הדבר נכון גם לגבי דירקטורים ששילמו מס שפתיים בבחינת הגידור. במילים אחרות, דירקטורים כיום יכולים לבחון בדציות ניהול סיכונים פיננסיים, או לעמוד בפני סיכון משפטי.

● **גידור התפתח באופן דרמטי ומהיר.** גידור, במובן הבסיסי, פירושו להגן. טכנית, משמעותו התקשרות בעסקה שתניב רווח בנסיבות זהות לאלו שייצרו הפסד כתוצאה מחשיפה במקום אחר. בשל הקיזוז הצפוי, מחשיבים גידור כמפחית הסיכון ההוליסטי של החברה.

החשיפות שכנגדן חברות מעוניינות בגידור הן פיננסיות, והמוקות שבהן הן סיכון השוק וסיכון האשראי. בכל עסקה טמון סיכון שאירועים חיצוניים יביאו להפחתת הערך או הסיכוי של ההעברה העתידית. סיכון השוק הוא הסיכוי שהמחיר או השער של מה שיש למסור או לשלם בעתיד ישתנה עד למועד המסירה או התשלום. סיכון אשראי הוא האפשרות שהצד שכנגד, אשר הלה עליו חובת מסירה או תשלום, לא יבצע את חובתו בשל חדלות פירעון.

רק לפני שני עשורים, גידור לא היה מקובל. מוצרי גידור (חוזים שמוגעים מכוחות השוק, המעבירים באופן מלאכותי סיכון לצדדים שאינם קשורים בהכרח לעסקה שהולידה את הסיכון) היו נדירים למדי. אבל הזמנים השתנו, באופן דרמטי ומהיר. התפתחויות מרשימות בידע הפיננסי ובסטנדרטיזציה של מסמכים הפכו מוצרי גידור - נגזרות ומכשירי הון ואג"ח מובנים - למדויקים ומקיפים למדי.

כיום ניתן לבנות מוצרים אלו ולהתאימם באופן פרטני למבחר גדול של חשיפות שוק ולהגנות ספציפיות מפני סיכוני האשראי של הצד שכנגד והבנק שלו. עם יכולת גידור כה רחבה המתאפשרת בשל קיומם של מוצרים חדשים, רבים סוברים היום אינסטינקטיבית שיהיה שקול מצד חברה לבצע גידור מפני סיכונים פיננסיים.

גידור, עם זאת, צריך להישקל לפי ההקשר. שיקול פרקטי הוא שמוצרי גידור אינם בחינם. הם עולים כסף (פרמיה) או בהזדמנות לרווח מקסימלי (הגנה מפני הפסד ניתן לרכוש על ידי הגבלת הפוטנציאל), שכן מקבל הסיכון מצפה לפיצוי מסוים. כמו כן, נקיטת גידורים של פוזיציות פיננסיות אינה תמיד פשוטה ועשויה לדרוש מומחיות ותשומת לב של ממש. כך הוא הדבר בייחוד כאשר המגדר נדרש לספק בטוחה. בנוסף, מוצרי הגידור עצמם יוצרים סוגים שונים של סיכון, כמו סיכון האשראי התמיד חשוב של הצד שכנגד.

ניתן לאתגר גידור גם מבחינה קונספטואלית. ניתן לטעון שזה מזבוז אם נעשה בגידור שימוש לאיזון תנודות לטווח קצר, שבטווח הארוך מתבדרות כלא משמעותיות. באופן אזוטרי יותר, ניתן לטעון כי גידור הוא ספקולטיבי, כי הוא מבוסס על צפי של התפתחויות לא רצויות. גישות אלו אינן משכנעות בהכרח, אך יש לקחת ברצינות את המסר שלהן, לפיו גידור עלול שלא לשרת את מטרות התאגיד.

● **דירקטוריים צריכים לשים לב.** האם גידור מספק באמת ערך משלו? זוהי שאלה פתוחה. התשובה משתנה קרוב לוודאי מתרחיש לתרחיש ועשויה להיות תלויה במידה רבה בנקודות המבט, בפעילויות, בחשיפות ובעלויות הייחודיות של כל חברה. עם זאת, אם מצדדים את ההתקדמות בניהול סיכונים עם חובות חוקיות שחלות על דירקטורים, מתקבלת דרישה מהדירקטורים להגיע להחלטות מושכלות אם לגדר או להותיר את הסיכון על כנו.

אמנם יש גם סיבות טובות להימנע מלגדר, אך יש סיבות מעטות עוד יותר להימנעות מלהביא בחשבון גידור באופן שקול. נכון שגידור נחשב לעיתים ל"לא רגיל", אך יש להביא בחשבון את הקידמה. כיום, השימוש במוצרי גידור הוא כמעט שגרתי. נכון גם שגידור עלול להיות מורכב, אך חובת הזהירות דורשת מדירקטורים להבין את המורכבות על ידי מחקר נאות.

ייתכן שדירקטור יתרשל מלבדוק אפשרויות גידור, אם נקיטת אפשרויות כאלו תפעל בניגוד לאינטרס של בעלי המניות. יכול וחלק מבעלי המניות גיוונו כראוי את תיק ההשקעות שלהם או שהם מעוניינים בחשיפה לסיכונים הפיננסיים שהחברה נתקלת בהם באופן טבעי. היוהרו. אי התאמה בין הערכות בעלי מניות עלולה להעמיד את הדירקטורים בפני סיכון.

דירקטורים של חברה שנעשתה חדלת-פירעון, או שהיא קרובה לכך, עשויים לחוב חובת אמונים בראש ובראשונה לנושים ולכן, בחדלות-פירעון, סביר שהאינטרסים של בעלי המניות לא ישנו.

טכניקות ניהול סיכונים התפתחו במהירות ובאופן מופלא ודירקטורים צריכים להסתגל. אין זה מובן מאליו שגידור סיכון פיננסי הוא הכרח שנובע מחובת אמונים, ניתן לדמיין נסיבות רבות שמצדיקות הימנעות מגידור. ואולם, יהיה קשה להצדיק דירקטורים שלא שקלו גידור באופן אמיתי. גידור הוא יותר מדי משמעותי וזמין מכדי להעמיד פנים שאין הוא ראוי למבט של ממש. ●

הכותב הוא שותף במשרד עו"ד בספי ושות'

הזמנים השתנו, באופן דרמטי ומהיר. מוצרי גידור מודרניים - נגזרות ומכשירי הון ואג"ח מובנים - מדויקים ומקיפים למדי. כיום ניתן לבנות מוצרים אלו ולהתאימם למבחר חשיפות שוק ולהגנות ספציפיות מפני סיכוני האשראי של הצד שכנגד. עם יכולת גידור רחבה, יהיה שקול מצד חברה לבצע גידור מפני סיכונים פיננסיים