הון משוכלל: עסקאות נגזרות מעבר לדלפק[1]

מנחם פדר

מבוא

היקף שוק העסקאות הנגזרות מעבר לדלפק (over the counter), או במילים אחרות, עסקאות נגזרות מחוץ לבורסה, כיום הוא עצום. על מנת לסבר את האוזן, סקר שוק שנערך למחצית הראשונה של 1999, אשר כלל נתונים אשר נמסרו על ידי 102 מהשחקנים בשוק, הראה כי היקף סכומי הבסיס (להבדיל מהחשיפה האמיתית לסיכון) של העסקאות הנגזרות מחוץ לבורסה עמד על 52 711 טריליון דולר. על אף תפקידו המרכזי של שוק זה בעולם הפיננסי, הידע בדבר דרך פעולתו בקרב גורמים חיצוניים לשוק הוא בדרך כלל מועט.

דיון

מהן עסקאות נגזרות?

עסקאות נגזרות הנן מוצרים פיננסיים אשר המבנה שלהן, כמו גם ערכן, תלויים בעסקאות אחרות או במוצרים פיננסיים אחרים ומפנים אליהם. במובן זה, כשמם כך הם. נגזרות של מוצרי הבסיס. לדוגמא: אופציה המקנה לרוכשה את הזכות לרכוש מניה מכותב האופציה, נגזרת מהמניה אליה היא מתייחסת

---

1 אין הדברים שלהלן בגדר המלצה משפטית או עסקית

מאת: הפרקליטה והמגזרת התמרונית בישראל ובאזור
ספר הכנס תשרי – חסון תש"ס אוקטובר (1999)

אף שאין הדבר מחויב המציאות, עסקאות נגזרות עשויות להיות מורכבות. בשורשו של דבר, כמעט כל העסקאות הנגזרות מעבר לדלפק בנויות משלושה סוגי מוצרים או מכשירים פיננסיים: אופציות ("options"); פורוורדים ("forwards"); ועסקאות סוואפ ("swaps"). משלוש אבני יסוד אלה בונים המוסדות הפיננסיים קשת רחבה של מוצרים פיננסיים, המתאימים לדרישות הספציפיות של כל לקוח וצורכיו המשתנים.

אופציה היא הזכות, אך לא החובה, לקנות (אופציה מסוג "קול") או למכור (אופציה מסוג "פוט") נכס במועד ובמחיר מוסכמים וקבועים מראש. באופן זה, לדוגמא, תמורת פרמיה של 2$ יכול משקיע לרכוש זכות למכור מניה של חברה בורסאית תמורת 50$ במועד מסוים. אם במועד מימוש האופציה יהיה מחיר השוק של המניה 40$, יממש המשקיע את האופציה וירוויח 8$: הפרש המחיר פחות שני הדולרים אשר שולמו כפרמיה עבור האופציה. אם מחיר השוק במועד מימוש האופציה יהיה גבוה מהקבוע בכתב האופציה, לא יממש המשקיע את האופציה והפסדו יצטמצם לשני הדולרים אשר שילם כפרמיה. המרב שעלול בעל האופציה להפסיד הנו הפרמיה, כך שהאופציה פועלת כמעין ביטוח.

פורוורד היא ההתחייבות לרכוש או למכור נכס במועד ובמחיר מוסכמים וקבועים מראש. כך, בעסקת פורוורד יכולה חברת תעופה להבטיח לעצמה מחיר קבוע מראש עבור הדלק שיהיה עליה לרכוש בתום תקופה מסוימת, נאמר שלושה חודשים, ללא תלות בשינויים אפשריים במחירי הדלק באותה תקופה. במקביל, מבטיחה לעצמה ספקית הדלק תקבולים קבועים מראש לאותה תקופה. באופן זה יכולות שתי החברות המהוות צדדים לעסקת הפורוורד למזער את חשיפתן לסיכוני השוק ולצפות מראש את תזרים המזומנים העתידי שלהן. קיימים סוחרים (ואין זה ניתוח משפטי), הרואים את עסקאות הפורוורד כשילוב של שתי אופציות מנוגדות: אופציית קול של צד אחד ואופציית פוט של הצד השני.

סוואפ הנה עסקה להחלפה של תזרימי מזומנים. לדוגמא: חברה מסוימת בעלת אשראי נמוך מסוגלת ללוות כסף רק בריבית משתנה של, למשל, ליבור (LIBOR) פלוס 2 אחוז. לעומתה, חברה אחרת, גדולה מספיק ובעלת אשראי גבוה, יכולה להנפיק אג"ח בריבית קבועה של, למשל, 10 אחוז. בעסקת החלפת ריביות בין שתי חברות אלה, תשלם החברה בעלת האשראי הנמוך

את תשלומיה העתיים של החברה בעלת האשראי הגבוה (בריבית קבועה) בתוספת פרמיה כלשהי אשר תיקבע בין הצדדים, נאמר פרמיה של אחוז אחד. במקביל, תשלם החברה בעלת האשראי הגבוה את תשלומיה העתיים של החברה בעלת האשראי הנמוך. כך, מששילמה החברה בעלת האשראי הנמוך את תשלומי החברה בעלת האשראי הגבוה ושילמה לחברה בעלת האשראי הגבוה פרמיה של אחוז אחד. יוצא שבסך הכל שילמה ריבית קבועה (העדיפה לה מבחינה אסטרטגית) של 11 אחוז בלבד במקום ריבית משתנה גבוהה, והחברה בעלת האשראי הגבוה שילמה בסך הכל ריבית משתנה נמוכה של ליבור פלוס אחוז אחד בלבד.

מנקודת ראותו של השחקן בשוק הנגזרות ניתן לראות עסקת סוואפ כסדרה של עסקאות פורוורד, אף שבאספקלריה משפטית סיווגה של עסקת סוואפ מסובך הרבה יותר ואינו דווקא סידרתי כאמור. בהתאם, הרואים את עסקאות הפורוורד כשילוב של אופציות מנוגדות, יראו כך גם את עסקאות הסוואפ ויטענו, כי שלוש אבני היסוד קשורות האחת לרעותה.

מדוע לערוך עסקאות נגזרות?

קיימים שני טעמים מרכזיים לכניסה לשוק הנגזרות: שנאת סיכון וספקולטיביות. נציין, כי הקו המפריד בין השניים אינו תמיד ברור.

לכל גוף בעל חשיפה לסיכוני שוק, הנובעת מפעילות מסחרית שוטפת, יהיה זה יעיל ואף רצוי להתגונן מפני תנודות השוק. על ידי השקעה בכלים, אשר נועדו ליצור רווחים במקום בו צפויים הפסדים מתנודות אפשריות של השוק, ניתן לנטרל חלק מסיכוני השוק. כך, חברה המגדרת את סיכוניה יכולה להתרכז בפעילות העסקית העיקרית שלה. עם זאת, יש לזכור כי למרות שהמטרה בגידור סיכונים באמצעות עסקאות נגזרות היא נטרול הסיכון, הרי שבשימוש בעסקאות נגזרות עצמן קיימים סיכונים אינהרנטיים. סיכונים אלה כוללים את האפשרות, שהעסקאות הנגזרות עלולות שלא לכסות את סיכוני השוק באופן מושלם או לפעול באופן בלתי צפוי, וכן את האפשרות שהצד השני לעסקה נגזרת לא יבצע את חיוביו. על אף האמור, עדיין ניתן לומר, כי מי שאינו פועל לגידור סיכוניו הפיננסיים באמצעות עסקאות נגזרות, יימצא בסיכון גבוה מזה אשר פועל לגידורם.

ככל שמדובר בספקולטיביות, אין מחסור בגופים המוכנים לשים את כספם על קרן הצבי על פי צפייתם את תנודות השוק העתידיות, וזאת ללא כל קשר לצורך כלשהו לגידור סיכונים פיננסיים. הסיכון של הספקולנט הוא שבמועד תשלום על פי העסקה יהיה מחיר השוק של מוצר הבסיס שונה מהתמורה הנקובה בתנאי העסקה עבור מוצר הבסיס. נציין, כי במרבית העסקאות הנגזרות מעבר לדלפק מיישבים הצדדים את חובותיהם ההדדיים על בסיס מזומן (cash settlement); היינו, במקום שמוצר הבסיס יחליף ידיים, מחשבים הצדדים את הפרש המחירים בין המחיר שנקבע בעסקה לבין מחיר השוק של מוצר הבסיס ביום הביצוע, והצד החייב משלם רק הפרש זה ולא את מלוא ערך מוצר הבסיס. כך יכולים ספקולנטים לקחת על עצמם התחייבות בסדר גודל גבוה, ממה שהיו יכולים לקחת במסחר במוצר הבסיס עצמו במסגרת גבולות האשראי שלהם.

בנוסף על מגדרי הסיכון והספקולנטים ה"קלאסיים", קיים מגוון רחב של שחקנים בשוק העסקאות הנגזרות מעבר לדלפק. מנהלי תיקי השקעות מנצלים את שוק הנגזרות לוויסות החשיפה הפיננסית של התיקים שבניהולם ולצמצמה. ארביטראז'רים (arbitrageurs) מנצלים חוסר תאום או תגובות איטיות של השוק, ומעדיפים את שוק העסקאות הנגזרות מחוץ לבורסה עקב חוסר הרשמיות וחוסר הצורך בגילוי מלא הנדרשים בשוק הרגיל. גופים הכפופים לביקורת או פיקוח (בין אם מדובר במבקר-פנים, מפקח רגולטורי או שניהם) מנצלים אף הם את היתרונות הקשורים בעסקאות נגזרות: גופים אלו מורשים לפעמים לנהל עסקאות נגזרות בנכסי בסיס מסויימים, גם אם אין הם מורשים לערוך עסקאות בנכסי הבסיס עצמם על פי מגבלות חוקיות.

כיום, בנקים מסחריים ובנקים להשקעות משמשים כשחקנים מובילים בשוק הנגזרות מחוץ לבורסה. כמעט כל בנק בינלאומי חשוב פעיל בשוק העסקאות הנגזרות הן בשם לקוחותיו והן לצורך ניהול הסיכונים שלו עצמו בריביות ובמטבע חוץ. בנקים יסחרו עם בנקים אחרים כמו גם עם חברות או לקוחות פרטיים בעלי היקף עסקאות גדול. בנקים אשר אינם מספקים שירותים של עסקאות נגזרות מחוץ לבורסה עלולים לאכזב את לקוחותיהם המתוחכמים

נגזרות בבורסה מול נגזרות מחוץ לבורסה

במובן מסויים, עסקאות פורוורד ואופציות אינן שונות בהרבה מאחיותיהן הנסחרות בבורסה, אשר אף הן קרויות עסקאות נגזרות (עסקאות פורוורד במסגרת הבורסה נקראות futures). בשני המקרים מאפשרות העסקאות הנגזרות לשחקני השוק לדמות מסחר בשווקים מסוימים ללא כל צורך להיכנס באופן ממשי לאותם שווקים, ושני סוגי הנגזרות משמשים הן לצורך גידור סיכונים והן לצורך ספקולטיביות. עם זאת, מבחינה אחרת שונות העסקאות הנגזרות מחוץ לבורסה באופן מהותי מאחיותיהן הנסחרות בבורסה, ושוני זה הוא שליבה את הזינוק המטאורי של שוק העסקאות הנגזרות מחוץ לבורסה בשנים האחרונות.

בעסקאות נגזרות הנסחרות בבורסה קיים מגוון מוגבל של נכסים, עליהם ניתן לבסס עסקאות נגזרות, וקיימים חוקים וכללים נוקשים רבים, אשר מחייבים בעת קנייה או מכירה בבורסה. הקונה או המוכר נאלצים להתאים עצמם למסגרת בלתי גמישה של תנאים, כללים והסדרים הנוגעים לתאריכים, לסכומים ולאופן ביצוע כל עסקה. בבורסות רבות הצד השני לעסקה יהיה הבורסה עצמה, והיא אשר תקבע באופן חד צדדי את כללי המשחק.

בדרך כלל, יושוו באופן תמידי ערכי העסקאות הנגזרות הבורסאיות למחירי השוק (market-to-market). כך, עלייה או ירידה בערך עסקה נגזרת ייזקפו כמעט באופן מיידי לזכותו או לחובתו של הקונה. קונה על בסיס אשראי, אשר לא יהיה מסוגל להעמיד בזמן בטוחות כנגד ירידת ערך נכסי הבסיס של העסקאות הנגזרות הפתוחות שלו, עלול למצוא כי עסקאותיו הפתוחות נסגרו בשל עובדה זו. מן הצד החיובי, כאשר משמשת הבורסה כצד לעסקה, היא סופגת בדרך כלל את סיכוני האשראי של הצד השני לעסקה נגזרת. בנוסף, אחידות החוזים הבורסאיים ונזילותם מאפשרת לקונה לאזן את חשיפתו לסיכון תחת עסקה נגזרת מסוימת או להימנע מהצורך בביצוע מסירה של מוצר הבסיס על-ידי הפעולה הפשוטה יחסית של מכירת החוזה בבורסה (בהעדר תנאי שוק יוצאי דופן).

בעסקאות נגזרות מחוץ לבורסה יכולים הצדדים להשיג את אותן תוצאות כלכליות הניתנות להשגה במסחר הבורסאי, אך ללא הצורך להיות כפופים למערכת הכללים הבורסאיים הנוקשים. בעסקה נגזרת הנעשית מחוץ לבורסה

יכול הקונה או המוכר לעצב לעצמו הסדר מכירה ייחודי התואם את צרכיו בכל הנוגע לתאריכים, מחירים, נכסי בסיס ומבנה העסקה. יתירה מזו, הקונה יוכל להשיג לעצמו תנאי אשראי עדיפים, למשל כאלה אשר אינם דורשים הפקדת כספים כעירבון או השוואה יומיומית למצב השוק, ויוכל לנהל משא ומתן בנוגע לזכויות כל אחד מהצדדים בנוגע לתנאי העסקה. בהתאם, הצדדים לעסקה החוץ-בורסאית יכולים למעשה "לתפור" לעצמם עסקאות, אשר יתאימו באופן מדויק יחסית למצבם. עסקה נגזרת מעבר לדלפק מאפשרת למגדר הסיכונים לגדר באופן יעיל יותר את סיכוניו מאשר אילו גידרם באמצעות הבורסה. עם זאת, מחוץ לבורסה אין סיכוני האשראי מכוסים בדרך כלל על ידי צד שלישי, היכולת לצאת מהחוזה מוגבלת וביצוע העסקאות מסורבל יותר.

סטנדרטיזציה של מסמכי העסקאות

עסקאות נגזרות מעבר לדלפק כפופות אך ורק לתניות שנקבעו בין הצדדים ולמגבלות החוק. כתוצאה מכך, הסכם המשקף את המשא ומתן בין הצדדים מהווה מרכיב הכרחי במסחר בשוק הנגזרות החוץ-בורסאי והוא שקובע את התנאים הכספיים המפורטים של כל עסקה ואת ההגנות שהצדדים בוחרים לאמץ.

בשנים הראשונות לקיומו של שוק העסקאות מעבר לדלפק בעידן הנוכחי, רובן ככולן של העסקאות היו עסקאות סוואפ של שערי ריבית או שערי חליפין, והעסקאות המעטות שנעשו התנהלו באמצעות הסכמים נפרדים ומפורטים. אפילו כיום, חלק מן העסקאות הנגזרות מחוץ לבורסה ממשיכות להתבצע באופן זה.

ואולם, העדר תנאי יסוד מוסכמים על הכל האט את קצב התפתחותו של שוק הנגזרות מחוץ לבורסה. בסופו של דבר הבינו השחקנים בשוק זה, כי רק סטנדרטיזציה יכולה לאפשר את המסחר החוץ-בורסאי בנגזרות ביעילות יחסית, שכן אז נדרשים פחות זמן ופחות משאבים להסכמה על תנאי הבסיס של כל עסקה ועסקה. אכן, בתחילת שנות ה-80 החלה סדרה של מאמצים קבוצתיים ליצירת מסמכי אב לעסקאות נגזרות מחוץ לבורסה.

מאמצים קבוצתיים אלו נעשו לרוב על ידי ארגוני סחר שונים, ואחד מהם הינו הארגון המכונה International Swap and Derivatives Association, Inc. ("ISDA") – ארגון בינלאומי אשר הוקם בשנת 1985 ומשרדיו הראשיים ממוקמים בעיר ניו-יורק. ה-ISDA מאגד משתתפים מובילים בשוק העסקאות הנגזרות מחוץ לבורסה, ומונה כיום מאות חברים, כולל חלק גדול מהמוסדות הפיננסיים המובילים בעולם. אחת ממטרותיו המוצהרות של הארגון היא "קידום פרקטיקות ליישום יעיל של עסקאות סוואפ ושאר עסקאות נגזרות הנעשות בידי חברי הארגון, כולל יצירה ופיתוח של מסמכי אב לעסקאות נגזרות".

כבר בשנת 1985 פרסם ה-ISDA את ההוצאה הראשונה של סטנדרטים ובשנת 1987 הוצאו לראשונה שני מסמכי אב לעסקאות סוואפ. בשנת 1992 נעשתה קפיצת מדרגה משמעותית, כאשר ה-ISDA פרסם שני נוסחים חדשים למסמכי אב. מסמכים אלה יוצרים הסכם סטנדרטי, המכונה הסכם המסגרת, אשר אמור לחול על כל העסקאות הנגזרות מחוץ לבורסה הנערכות בין הצדדים. הסכם המסגרת קובע תנאים ברוב הסוגיות המשפטיות העשויות לעלות, כאשר בעת החתימה על הסכם המסגרת, קובעים לעצמם הצדדים תנאים ספציפיים להם בנספח להסכם המסגרת, ומתאימים בכך את הסכם המסגרת הסטנדרטי לצורכיהם. בהתקיים הסכם המסגרת בין הצדדים, הם נכנסים לעסקאות הספציפיות ביניהם באמצעות אשרורים, אשר הם, דרך כלל, מסמכים קצרים ופשוטים יחסית, המכילים את התנאים הכלכליים של כל עסקה ועסקה.

מן הראוי לציין כי ה-ISDA לא היה הארגון היחיד שפיתח מסמכים סטנדרטיים לעסקאות נגזרות מחוץ לבורסה. כך, בשנת 1985 פרסם ארגון הבנקאים הבריטיים (British Bankers' Association) רשימת תנאים ותניות מומלצים לעסקאות סוואפ קצרות מועד בשער-חליפין וריבית בין בנקים בלונדון. גם בשוק האוסטרלי פורסמו מסמכי אב לעסקאות סוואפ בריביות קבועות ומשתנות בדולר האוסטרלי. גופים בצרפת, גרמניה והונג-קונג פיתחו אף הם תנאים סטנדרטיים, וקבוצות במספר מדינות נוספות פיתחו התאמות של מסמכי האב של ה-ISDA לתנאי השוק המקומי. לעיתים קרובות, המניע של אותן קבוצות היה לספק מסמכי אב אשר אינם מבוססים בהכרח על השפה והחוק האנגלי או האמריקני, כפי שנעשה במסמכי האב של ה-ISDA, וניתן

לומר שבמדינות שאינן מבוססות על אחד מחוקים אלה, מסמכי האב של ה-ISDA אינם שולטים בכיפה.

סיכום

גודלו ומידת תחכומו של שוק העסקאות הנגזרות מעבר לדלפק, כמו גם הפשטות היחסית של ההשתתפות בו בזכותה של הסטנדרטיזציה המוזכרת לעיל, הופכים את העסקאות הנגזרות מעבר לדלפק לאטרקטיביות עבור מספר הולך וגדל של פעילים בשוק הפיננסי. ואולם, המוניטין של העסקאות הנגזרות נתון לחילוקי דעות. יש הרואים את העסקאות הנגזרות כיצורים אקזוטיים אך ארסיים, בה בעת שאחרים רואים אותם כאמצעים משרים ביטחון. אכן, עסקאות נגזרות נוהגות לשחק תפקיד מרכזי בתנודות שוק משמעותיות, כאשר הן מזכות צד אחד באופן משמעותי, בה בעת שהן פוגעות בצד השני בצורה חמורה. ברם, יש לזכור שעסקאות נגזרות בצורה זו או אחרת נמצאות עמנו מימי קדם, וסביר שימשיכו לככב בהון המתוחכם בעתיד.

Privatization and Increasing Competition in the Israeli Economy

Conference Proceedings,
October 1999

SOPHISTICATED CAPITAL: OVER-THE-COUNTER DERIVATIVES TRANSACTIONS

Menachem Feder

The international over-the-counter derivatives markets grow seemingly without pause. New players arrive regularly and new products are continually devised. As a result of increasing financial sophistication and the elimination of national currency control barriers, Israelis now participate readily in the elaborate world of OTC derivatives. When privately negotiated, derivatives can be, but are not necessarily, complex or hazardous. Indeed, entities that do not use derivatives to hedge against various financial exposures may be at more risk than those that do. This discussion addresses the constitution of OTC derivatives products, the motivations for engaging in OTC derivatives transactions, the differences between exchange-traded and OTC derivatives, and the standardization of OTC derivatives documentation, which typifies today's markets. The discussion concludes with an acknowledgment of the intricacy and inevitability of OTC derivatives transactions.