

17.83x21.17	1/2	עמוד 24	בנקאות	31/03/2015	47340218-9
דורון אפיק עורך די - 38990					

## בדלתיים תוחות

# הדרך לעולם הנגזרים

הרפורמות שבוצעו בארה"ב ובאירופה בעסקאות בסיכון גבוה, כולל נגזרים פיננסיים, מחייבות היכרות עם שורה של דרישות ומסמכים. מה חשוב לדעת לפני שחותמים על עסקה



2012. גם רפורמת EMIR מחילה דרישת סליקה בגופים מרכזיים, בטחונות ודיווח.

עסקאות נגזרות מעבר לדלפק, בניגוד לעסקאות הנעשות במסגרת הבורסה, אינן

כפופות למערכת כללים מרכזית אלא להסכמות בין הצדדים. כדי ליצור סטנדרטיזציה של ההסכמים הקיימים בשוק, נוצרו מספר תבניות הסכמי מסגרת בהם צדדים לעסקאות נגזרות מעבר לדלפק נוהגים להשתמש, כאשר תבנית הסכם המסגרת השלטת כיום היא התבנית שגובשה על ידי ארגון איסד"א (ISDA) – הארגון הבינלאומי של סוחרי עסקאות החלף ועסקאות נגזרות (International Swaps and Derivatives Association) – בשנת 1987 ותוקנה מאז מספר פעמים. כיום, הסכמים חדשים נחתמים על פי התבנית העיקרית משנת 2002. חשוב להבין, כי חתימת הסכם מסגרת כאמור מחילה את ההסכם על כל העסקאות הקיימות בין הצדדים באותה עת ועל אלו אשר אליהם יכנסו הצדדים בעתיד. במהלך השנים גיבש הארגון גם שורה ארוכה של נספחים לתבנית, המסדירים סוגיות שונות, לרבות הגדרות רבות בהם משתמשים הצדדים והסדרת נושא תיחום החשיפה של הצדדים – האחד לסיכונים של השני.

תבנית הסכם המסגרת נועדה להסדיר סוגיות משפטיות מורכבות רבות, לרבות היכולת להתייחס לכל העסקאות כעסקה אחת, היכולת לחשב את החשיפה על בסיס נטו (סוגיה חשובה בייחוד לאור כללי הלימות ההון החלים על גופים פיננסיים), אופן סגירת עסקאות במקרה של חדלות פירעון ותיחום חשיפת האשראי, הנעשית באמצעות נספח להסכם.



שוק העסקאות הנגזרות מעבר לדלפק (Over-the-counter) – עסקאות שאינן נעשות במסגרת בורסה – הינו עצום והכפיל עצמו פי 10 במהלך 15 השנה האחרונות. עסקאות

אלה הינן לא רק בסכומים גבוהים ביותר אלא שבהתקיים יכולת לבצען באופן סינטטי (היינו ללא צורך להחזיק כלל את נכס הבסיס), נושאות בחובן סיכון גבוה ביותר.

במסגרת חקיקה המכונה "רפורמת Dodd-Frank", על שם חברי הקונגרס שיזמו חקיקה זו, ואשר הנשיא אובמה חתם עליה ביולי 2010, החיל הממשל האמריקאי על גופים פיננסיים מגבלות על שימוש בהון עצמי לעסקאות בעלות סיכון גבוה, לרבות נגזרים פיננסיים. מטרת רפורמה זו היא, בין היתר, הפחתת סיכונים האשראי של גופים פיננסיים בעת המסחר בשוק הנגזרים החוץ-בורסאיים והגברת השקיפות בשוק זה. הרפורמה מחילה כללים שונים כדרישת סליקה בגופים מרכזיים, בטחונות ודיווחים.

בשנת 2012 פורסמו כללים מפורטים ליישום רפורמת Dodd-Frank ואלה חלים (כרפורמות אמריקאיות קודמות, כדוגמת FATCA או האיסור על סליקת עסקאות מסוימות או על תשלום שוחד במדינות זרות), לא רק על גופים פיננסיים אמריקאים אלא גם על גופים שאינם אמריקאיים המבצעים עסקאות בהיקפים משמעותיים עם גופים אמריקאיים, באמצעות איסור על גופים אמריקאים להתקשר עם מי שלא עומד בכללים. משנת 2013 החלו להיכנס לתוקף כללים דומים גם בשוק האירופי, המכונים European Markets and Infrastructure Regulation (או בקיצור: EMIR), שאושרו בחציון הראשון של

17.86x21.86	2/2	עמוד 25	בנקאות	31/03/2015	47340252-7
דורון אפיק עורך די - 38990					



צילום: שארסווי

- **חובת דיווח** של כל פרטי העסקה למאגר מסחר החל מיום כניסתן לתוקף של התקנות.
- **חובת סליקה** על נגזרים מסוימים באמצעות גורם מרכזי אשר יהיה מעורב בכל הסכם נגזרת. הגורם המרכזי יפעל כרוכש מול המוכר וההפך. גורם מרכזי הנו ישות שכפופה לרגולציה מחמירה. אחד מתפקידיו של אותו גורם מרכזי הוא להעריך את הסיכון שכרוך לכל צד בכל חוזה נגזרים.
- **שימוש בטכניקות להפחתת סיכון לנגזרים שאינם עובדים דרך הגורם המרכזי** (על כל ארגון ו/או מוסד כספי). בין היתר, ניתן באמצעותן לאמוד את הסיכון אשר כרוך בהסכם בין הצדדים ואישורו.
- לבסוף, בעוד שהסכמים מבוססים תבנית איסד"א נראים על פניהם פשוטים, המדובר במסמכים מורכבים שחשוב להכירם היטב וכדאי שניסוחם יופקד בידי גורם המתמחה בתחום. בנוסף, עסקאות מורכבות רבות נעשות כיום במה שנראה כהסכם עקרונית קצר ופשוט המפנה למסמכים חיצוניים. חשוב לדרוש לקבל את כל המסמכים האמורים ולוודא שאין מדובר במסמכים אשר חלקם לפחות מבוסס על תבניות איסד"א – ככל שקיימים מסמכים כאלה חשוב לבחון באמצעות מומחה באשר אלה משליכים על העסקה כולה, ולעתים יש לחתום על הסכם מסגרת מבוסס תבנית איסד"א בטרם ניתן לבצע את העסקה. ■

בתחילת שנת 2006 חוקק בישראל חוק הסכמים בנכסים פיננסיים, התשס"ו-2006, אשר הכשיר את הקרקע לבנקים ישראלים לפעול בהתבסס על תבניות איסד"א ללא חשש לחוסר יכולת אכיפה של הוראותיהן המרכזיות.

על אף שהמשא ומתן על הסכמים מבוססי תבנית הסכם איסד"א מצומצם לניסוח נספח שינויים והתאמות לתבנית, ניהול משא ומתן כזה לא רק שדרוש מומחיות בתחום, אלא לעתים גם זמן רב. לשם התאמה לשינויים הרגולטוריים, כגון כניסתם לתוקף של רפורמות Dodd-Frank ו-EMIR, פרסמה איסד"א פרוטוקולים שצדדים להסכמים נדרשים לאמץ באופן שמתקן את ההסכמים עליהם הם חתומים.

נציין, כי עם כניסתה לתוקף של רפורמת EMIR, כדי לסחור מול גוף אירופאי, נדרש להזדהות באמצעות מספר זיהוי אלפא\* נומרי בן 20 סימנים המכונה LEI (Legal Entity Identifier) ואשר קיימים מספר עשרות גורמים ברחבי העולם שהוסמכו להנפיקו. גורם החתום על הסכמים מבוססי תבנית איסד"א מול גורמים אירופאים, או כל המתכוון לסחור מול גורם אירופאי, כדאי שיפעל במהרה לקבל מספר זיהוי זה.

ה-EMIR בעיקרו נועד, כאמור, למזער את הסיכונים הקיימים במסחר בשוק הנגזרים ולהגביר את השקיפות. ה-EMIR מטיל שלוש דרישות עיקריות על כל משתתפי שוק הנגזרים:

\* עו"ד אפיק הינו שותף בכיר במשרד עורכי הדין אפיק ושות', ועו"ד וקנין מנהלת את מחלקת המיסוי במשרד Crowe Horwath (Israel) עובדיה, פיק, קריכלי ושות'

The Path to the Financial Derivatives World/Doron Afik and Ora Vaknin<sup>3</sup>

Reforms in US and European high-risk transactions, including financial derivatives, requires familiarity with a long line of requirements and documents. What does one need to know before entering a derivative transaction?

The over-the-counter (OTC – transactions that are not made within the stock exchange) financial derivatives transaction market is huge and was multiplied by ten over the past 15 years. The transactions are not only in very high nominal amount but also, because they can be made synthetically (i.e. without the need to actually hold the base asset) involve a very high risk.

United States legislation known as the "Dodd-Frank reform" (after the Congressmen who initiated this legislation) which president Obama signed into force in July 2010, applies limitation on financial institutions on the use of their own capital for high-risk transactions, including financial derivatives. The purpose of this reform was, inter alia, to reduce the credit risks borne by financial institutions when trading OTC derivative transactions and to increase the transparency in this market. The reform applies certain restrictions such as a demand for clearing in central clearinghouses, collateral requirements and reporting obligations.

In 2012 a set of elaborated rules for implementation of the Dodd-Frank reform were published and such apply (as previous American reforms such as the FATCA or prohibition on certain transaction types clearing or the payment of bribes in foreign countries) not only to American financial institutions but also to non-American entities that transact with American entities. This is done via a prohibition on transactions by Americans entities with any entity that does not conform with the rules.

In the first half of 2012 similar rules were set also in European market. Such rules knows as the European Markets and Infrastructure Regulation (EMIR) commenced entering into force in 2013. The EMIR reform also applies a demand for clearing in central clearinghouses, collateral requirements and reporting obligations.

---

<sup>3</sup> Doron Afik is the managing partner of Afik & Co., Attorneys and Notaries ([www.afiklaw.com](http://www.afiklaw.com)). Ora Vaknin is head of the tax department at Ovadia Pick Kriheli Crowe Horwath ([www.crowehorwath.co.il](http://www.crowehorwath.co.il)).

OTC derivatives transactions, as opposed to stock exchange transactions, are not subject to a centralized set of rules but are subject to the consent of the parties. To increase the standardization of the market a number of form agreements were created, the dominant of which is the form master agreement prepared by ISDA – the International Swaps and Derivatives Association - in 1987, as amended several times since. Currently new agreements are executed under the 2002 ISDA Master Agreement template. Execution of an ISDA Master Agreement form agreement applies such agreement to all existing transactions between the parties at the time of execution and any future transactions.

Over the years, ISDA formulated a long list of appendices to the Master Agreement to regulate various issues, including many definitions used by the parties to such agreements and regulation of credit exposure of the parties to each other.

The Master Agreement template purpose is to regulate many complex legal issues, such as the ability to treat all transactions as a single transaction, the ability to calculate the exposure on a net basis (an important issue especially in light of the capital adequacy rules applicable to financial institutions), method of closing transactions in case of default and limitation of credit exposure, carried out through an annex to the agreement.

In the beginning of 2006, Israel passed the Transactions in Financial Assets Law of 2006 that set the ground for Israeli financial institutions to act based on the ISDA Master Agreement templates without the apprehension that such will not be enforced in Israel.

Although negotiation of an ISDA Master Agreement based agreement is limited to filling and amending the different annexes to the agreement, managing such negotiations not only requires expertise in the field, but may also be time consuming. In order to conform to regulatory changes, such as entry into force of the Dodd-Frank and EMIR reforms, ISDA published protocols that parties to the agreements are required to adopt in order to amend the agreements to which they are signatories.

We note that with the implementation of the EMIR reform, in order to trade with a European financial institution one is required to identify itself using an alphanumeric 20 symbols ID known as a Legal Entity Identifier (LEI) which several dozen entities worldwide were authorized to issue. An entity that is a signatory of an ISDA Master

Agreement based agreement with a European entity or intends to trade with such should obtain such ID as promptly as practical.

The EMIR reform is primarily intended, as stated, to minimize the risks of the OTC derivatives trade and increase transparency. The EMIR sets three main requirements on all participants in the derivatives market:

- Reporting Obligation – An obligation to report all terms of the transaction to a trade database as of the entry into force of the regulations.
- Clearing Obligation – a central clearing obligation of certain derivatives transactions at a central clearinghouse which is to be involved in any derivatives transaction. The central clearinghouse will act as the buyer vis-à-vis the seller and vice versa. The central clearinghouse is an entity subject stringent regulation. One of the functions of such central clearinghouse is to assess the risk each of the involved parties bear.
- Reducing Risk of Other Transactions – Methods to mitigate the risk of financial derivatives that are not subject to a central clearing obligation by which one may also assess the risks involved and approve such.

Finally, while ISDA Master Agreement based agreements may seem simple, they are complex documents and it is important to be well acquainted with them and have them drafted by a legal expert specializing in such field. Additionally, many complex transactions are conducted by what appears to be a short and simple termsheet referring to external documents. It is vital to demand to receive all such external documents and ensure that these are not documents based, in whole or in part, on ISDA documents. If any of such do, it is important that an ISDA legal expert will review the whole transaction as it may be influenced by the drafting of such documents and sometimes an ISDA Master Agreement need be executed before entering into the transaction.