

## במעו"ף כדאי ללמוד מניסיונם של אחרים

סגן נשיא בכיר בחברת אופנהיימר מספר על ניסיונו האישי בשוק המעו"ף

1

### מאת איתן עציוני

מכשירים עתידיים ופיננסיים (מעו"ף) או בתרגום מלולי מאנגלית – נגזרות, הם כלים רבי עוצמה וחשיבות בניהול תיקי נכסים. באר"ה"ב החל המסחר הסדיר (בבורסות) באופציות ב־1973 (אותה שנה בה פיתחו BLACK & SCHOLES את הנוסחה המפורסמת). מסחר בעתידיות על מדדים נפתח ב־1982 ואופציות על מדדים ב־1983. כיום היקף המסחר בעתידיות על מדדים ואופציות על מדדים הוא 15 מיליארד דולר כל אחד, כפול מהמסחר היומי במניות של כ־7 מיליארד דולר. כתחילה נחשבו אופציות

2

מפני ירידות חריפות בשוק. 3. שילוב של איגרות חוב ממשלתיות (TREASURY BILLS) וקניית אופציות רכש (CALL) עם עלות ששווה לריבית יוצרת מעין תיק מניות שבו אין שום סיכון לקרן. 4. עתידיות נקנות או נמכרות כדי לשלוט בחשיפה של הלקוח לשוק המניות. למשל, כשלקוח חדש מקצה הון לאופנהיימר קפיטל להשקיע במניות, אנחנו קונים עתידיות כדי לתת ללקוח מיד את החשיפה הרצויה לשוק. ואם מנהל תיק הנכסים יכול לקנות מניות בהדרגה ובהזדמנות

3

צה לקנות חשיפה למדד בינלאומי של מניות (EAFE, למשל), יכול לעשות זאת בפעולה אחת באמצעות רכישת מוצר מובנה מתאים. באופן כללי, נגזרות מאפשרות למשקיעים לפרק את נכסי ההון לרכיבים שונים של סיכון ורווח פוטנציאלי, בהתאם להשקפותיהם וצרכיהם. כך כל משקיע רוכש את כמות החשיפה לשוק המניות ואת הספציפי בתפוזרת החוזרים שהוא מרגיש נוח איתו. התהליך הזה מביא להגדלה של הביקוש למניות ושל הנזילות שלהן, והוא גורם מאוד חיובי בתהליך יצירת ההון.

### ארביטראז' אפקטיבי

על מנת ששוק מעו"ף יעיל יתקיימ, חייב להיות ארביטראז' אפקטיבי בין מכשירי המעו"ף השונים ובין נכס הבסיס. הארביטראז' הזה שומר על רמת מחירים סבירה והוגנת ועל מירווח מצומצם בין מחיר הקנייה למחיר המכירה. ובעצם, ההצלחה של כל שוק פיננסי תלויה במידה מרובה ברמת הנזילות שלו. בארה"ב הסחר גם בעתידיות וגם במניות המהוות את נכס הבסיס הוא רציף, כך שאם, למשל, העתידיות עולות למחיר גבוה מדי יחסית למניות, מיד באים סוחרים המוכרים את העתידיות ובו זמנית קונים את המניות ומבטיחים לעצמם רווח קטן (לתהליך הזה קוראים ארביטראז').

יחס ארביטראז' קיים גם בין אופצ"יית רכש ואופצ"יית מכר, לפי יחס שנקרא PUT-CALL PARITY. כשהיחס הזה לא נשמר יש ארביטראז' שכולל קניית נכס הבסיס, מכירת אופצ"יית רכש וקניית אופצ"יית מכר שנקרא CONVERSION. הסחר של ה־CONVERSION מאוד רגיש לשערי הריבית. בארץ אין סחר רציף אלא רוטציה.

## גודל תיקי הנגזרות באופנהיימר קפיטל מסתכם ב־3 מיליארד דולר, חלק מההשקעה הוא של קרנות פנסיה

במחירים טובים תוך כדי קניית המניות כמות העתידיות מופחתת בהתאם.

### רמת סיכון

לחילופין, אם מנהל תיק הנכסים של המניות רוצה להפחית את רמת הסיכון של התיק (צופה ירידה בשוק), אבל הוא לא רוצה למכור את המניות שרכש בעמל רב, הוא מוכר עתידיות וכך מבצע את הורדת החשיפה באופן מידי ובעלות נמוכה בהרבה.

התחום הלוהט כרגע של המעו"ף בעולם זה מוצרים נגזרים מובנים (STRUCTURED DERIVATIVE PRODUCTS). זה כולל חוזים חילופיים (SWAP), ובעצם כל חוזי אופציה הנסחרים מעל הדלפק. המכשירים האלה הם כלי שבאמצעותם בנקים להשקעות יוצרים חוזה ספציפי לפי דרישת הלקוח לדוגמה, משקיע שרו-

לספקולטיביות, מנת חלקם של מהמרים אגרסיביים בלבד. ואמנם, למי שמשוכנע, למשל, שהשוק יעלה, אופציות מאפשרות לבצע את ה"התערבות" הגדולה ביותר על המגמה הזאת, בהתחשב במגבלותיו הפיננסיים של המהמר, אבל כיום מקובל על מנהלי תיקי נכסים מקצועיים שנגזרות יכולות לשמש כלי בסיסי ושמרני בתהליך ההשקעה.

באופנהיימר קפיטל, החברה הבת של אופנהיימר לניהול נכסים למוסדות (קרנות פנסיה), גודל התיקים של הנגזרות הוא כ־3 מיליארד דולר. נגזרות משמשות למספר מטרות אסטרטגיות:

1. אופציות נמכרות, כשמחיר השוק שלהן עולה בהרבה על השווי התיאורטי (סטטיסטי), במטרה להגדיל את התשואה של נכס הבסיס.
2. אופציות מסוג מכר (PUT) נקנות במטרה "לבטח" את הלקוח

## תנודות חריפות

העכבישים, לדעת, פותרים את בעיית התנודות החריפות בימי המימוש ויכולים להיות תחליף משופר לחוזים עתידיים. את האופציות על עכבישים עם מימוש פיזי.

לבסוף, עוד שתי נקודות חשובות: ביפאן יש הגבלות נגזרות, כי הם מאמינים בטעות שנגזרות גורמות להחרפת התנודות בשוק. בארה"ב אחרי המפולת של '87 ישבה ועדת ביקורת נשיאותית בראשות מזכיר האוצר לשעבר, בריידי, וקבעה בארץ פן החלטי שהנגזרות הן לא השעיר לעזאזל שכולם חיפשו. אגב, מסקנה זו התייחסה להשפעה מתמשכת של נגזרות ולא לגביה של ימי המימוש.

## פער בביטחונות

אחרון חביב יש לדון בנושא הביטחונות. בארה"ב יש פער גדול בין המכשירים השונים בגלל תחום השיפוט השונה, כאמור. על מניות (ועכבישים) צריך להפקיד לפחות 50% על מכירת אופציה ערך פנימי פלוס 10%-15% (מנכס הבסיס) ואילו בעתידיות 4% בלבד עם תשלום יומי של התנודות. בקביעת רמת הביטחונות יש להתחשב בחריפות תנודות השוק ובזמן הנדרש בלי לקבל ביטחונות נוספים. התנודות בארץ כמובן יותר חריפות מארה"ב, גורם שמצדיק רמת ביטחונות גבוהה יותר. אני מציע פיקדון התחלתי של 30%. אם רמת הביטחונות יורדת מתחת ל-20%, יש לבקש מהלקוח ביטחונות נוספים, ואם הרמה יורדת מתחת ל-15% והלקוח לא נתן ביטחונות נוספים, יש להפחית את ההצמדה שלו עד שהביטחונות מהווים לפחות 20%.

הערה: הכותב מנהל במסגרת תפקידו תיק נכסים בשוק המעורף

ינת אותה בדרך כלל. בשוק קטן כמו תל אביב הסכנה שתופעה כזאת תקרה גדולה בהרבה.

ימי מימוש המעורף בארה"ב יוצרים תנודות מחירים חריפות המפחיתות דות משקיעים, ובהתאם הם נקראו "ימי המכשפות". בימים אלה פג תוקפן של אופציות על מדדים, אופציות על מניות בודדות וחוזים עתידיים.

## עכבישים במעורף

הפיתרון לבעיה הזאת טמון במוצר חדש שהחל להיסחר לאחרונה ב-AMERICAN STOCK EXCHANGE שנקרא SPIDERS - עכבישים. העכביש הוא TRUST של קרן נאמנות שכולל בתוכו את כל 500 המניות של ה-S&P 500 (מדד מוסדי מקובל) בפרופורציות המתאימות.

מניות נסחרות אחת אחת לפי הכרוז הכרוז, ואחרי כן יש סיכויים נוספים לחלק מהמניות בשלב שנקרא המש-תנים. סחר לא רציף זה עשוי להקשות על תהליך הארכיטראז' ולהפחית מהנזילות בשוק המעורף.

## מימוש כספי

עד לאחרונה היו כל האופציות והעתידיות על מדדים בארה"ב מבוססות על מימוש כספי. כלומר, הקונה מקבל את ההפרש בין מחיר המימוש למחיר המדד ביום המימוש. ההיגיון לשיטה הזאת פשוט.

אף אחד לא היה רוצה לקבל עשרות או מאות מניות שונות כתוצאה ממימוש פיזי של חוזה עתידי. אבל שיטה זו גם יוצרת בעיה כאובה. נניח שהציבור מוכר הרבה חוזים עתידיים וכך מוריד את מחירם. זה

## בארה"ב יש ל"עכבישים" יתרון נוסף - הם מוגדרים כמניה ולא כאופציה. לפיכך, חלים עליהם כללי חוקי ני"ע

בניגוד לחוזים עתידיים שבהם נשמר יחס הוגן בין מחיר החוזה ונכס הבסיס, בגלל אפשרות המימוש בתאריך קרוב, בעכבישים נשמר היחס בגלל שכל אחד יכול ליצור יחידות עכביש אם מחיר המניות נמוך מדי יחסית למחיר העכביש או לפרק עכביש ולמכור את המניות במקרה שיחס המחירים הפוך. פירוק או הרכבה של עכביש יכול רק להעשות ביחידות של 50 מיליון דולר, כך שמעשית לא כל אחד יכול לעשות את זה, אבל בכל אופן מספיק שהסוחרים הגדולים יעשו את זה בשביל שיחס המחירים ישמר. יחידה אחת של מאה עכבישים יכולה להקנות כ-4,500 דולר בלבד, כך שזה כלי שמאפשר

גורם לסוחרים לעשות ארכיטראז', לקנות את החוזים הנ"ל ולמכור את מניות הבסיס. ביום המימוש שבו פג תוקפם של החוזים ונקבע מחיר המימוש, הסוחרים קונים חזרה את המניות שמכרו. מכיוון שיש בבעלותם את החוזים העתידיים, הם אדישים לגבי המחיר שהם משלמים עבור המניות האלה.

סוחר המניות מודעים לאדישותם של סוחר הארכיטראז', ולפיכך הם יכולים להקפיץ את מחירי המניות ולמכור אותן במחירים מופרזים. הנפגע מהתהליך הזה הוא הציבור שמקבל מחיר פחות טוב ממימוש החוזים שלו, וזה קורה בבורסה בניו יורק למרות הנזילות הגבוהה המאפיינת