

סוגים שונים של עסקאות "סוואפ".

עסקאות סוואפ (SWAP באנגלית), או החלף בעברית, מופיעים בכמה צורות. למרות שכולם נקראים באותו שם, ויש לכולם תכונות דומות, אבל בהרבה פרטים אינם דומים אחד לשני.

במה הם כן דומים?

א) כל עסקת החלף כשמו כן הוא – ומבוסס על החלף בין שני צדדים, דהיינו שכל צד מקבל התחייבות לתזרים מסויים מהצד השני, ומחליפים ביניהם הפער בין התזרימים. שני ההתחייבויות נקראים שני ה"רגלים" של החלף.

ב) הרגל הראשון הוא ההתחייבות של הגוף השני (הנגדי) לשלם לנו התשואה של המדד (או כל מוצר אחר) שאנחנו רוצים להשקיע בה, ולכן בכל סוגי העסקאות החלף הרגל הראשון יהא זהה, שבסופו של דבר מטרת החלף הוא לקבל אותה תשואה.

ג) עמלת החלף. בכל עסקת החלף יש תוספת עמלה (אבל בהמשך נראה שיש בזה הבדלים משמעותיים)

ובמה הם שונים?

א) עיקר ההבדל בין הסוגים השונים של עסקאות החלף מונח במהות של הרגל השני. בעסקאות החלף הכי פשוטות, הרגל השני הוא הריבית על המחיר העכשווי של המדד. (בדומה לחוזה עתידי, שמחיר החוזה משקף המחיר העכשווי של המדד + ריבית על המחיר העכשווי לתקופת החוזה). בעסקאות אחרות, הצד השני קובע איזה תזרים הוא רוצה לקבל ממנו.

ב) יש עוד הבדל משמעותי בין סוגי עסקאות החלף. ברוב המקרים, הרגל השני הוא התחייבות, דומה לרגל הראשון. ההתחייבות שלנו לצד השני נקבע ע"פ פרמטר מסויים, אולי שיעור הריבית, או תשואת מדד מסויים. במקרים אלו, האחריות מוטלת עלינו לחפש דרך למלאות התחייבות זו.

במקרים מסויים אחרים, הרגל השני אינו נקבע לפי מדד מסויים, אלא שקונים מראש סל של השקעות, והרווח שמתקבל מהסל הוא הרגל השני של העסקה.

בצורה הראשונה אין לנו מוצר מסויים שאמור להרויח הסכום הדרוש, ולכן כדי לקבוע הסכום של ההתחייבות ברגל השני תמיד יצטרכו להשתמש בפרמטר מוכרת, כגון מדד או שיעור ריבית וכדומה. לעומת זאת, בסוג השני ההתחייבות לא חייב להיות כפוף לפרמטר מוכרת, מכיון שיש כאן סל מוגדר של השקעות, שהרווח שלהם הוא בעצמו ההתחייבות לגוף השני.

ג) הגוף שמתחייב לתת לנו את תשואת המדד, תמיד יגבה עמלה, אבל לפעמים נראה העמלה כתשלום נפרדת, ולפעמים העמלה משוקלל ברגל השני של העסקה (דוגמא לדבר – בחוזה עתידי אין עמלה, כי זה כבר משוקלל בתוך מחיר של החוזה).

בסוג הראשון של עסקת החלף, שקובעים הרגל השני לפי פרמטר מסויים, בד"כ אפשר להוסיף עמלת החלף בתוך תשלום הרגל השני, ולכן לא יצטרכו להוסיף תשלום נפרדת. אבל בסוג השני, רואים את עמלת החלף כתשלום נפרד, כי אין דרך להוסיף את העמלה בתוך תשלום הרגל השני.

תכלית, מה זה משנה לנו?

אחד הדוגמאות הבולטות להבדל בין הסוגים, הוא בענין עמלת החלף. בצורה השניה, אין דרך לכסות את המחיר של עסקת החלף, שהרי כל ההשקעות שלנו "שייכים" לצד השני. כל רווח שנקבל מההשקעות מגיע ישר לצד השני, ובנוסף נשאר לנו לשלם מהכיס שלנו את עמלת החלף.

לעומת זאת, בסוג הראשון כל הרווח שנקבל מהכסף שאנחנו משקיעים, שייך לנו. מהכסף הזה, אנחנו צריכים לשלם שני דברים – 1) הרגל השני של עסקת החלף, שכלול בתוכו גם 2) עמלת החלף. אם נצליח להשקיע הכסף בצורה טובה, אנחנו נרויח מספיק לכסות את שניהם, ואולי גם אם רווח בצד.

ואיך כל זה קשור אלינו למעשה?

יש פולמוס גדול על הנושא של קרנות ישראליות מול הקרנות של אנוסקו. אחד ההשוואות שעושים הוא שבאנוסקו משלמים עמלת החלף, ואילו בישראליות לא רואים עמלת החלף.

ולמה לא רואים בישראליות עמלת החלף באמת, הרי אתה אמרת בעצמך שבכל עסקת החלף יש גם עמלץ החלף?

נכון, וגם הסברתי שיש הבדל גדול בין הסוגים של העסקאות. הסברתי שבקרנות מהסוג ה"ראשון", מצליחים לכסות את העמלת החלף מההשקעות של הקרן, ולכן תכלית לא נופל העמלה הזו על המשקיע. בקרנות מהסוג ה"שני", אין דרך לכסות עמלת החלף, ולכן תמיד מדווחים למשקיע על העלות הנוספת של עמלת החלף.

אז אם אני מנחש נכון, הקרנות הישראליות עושים הסוג הראשון, ואילו באנוסקו עושים הסוג השני.

נכון מאוד! באנוסקו מדווחים על עמלת החלף, כי המשקיע משלם אותה. ואילו בישראליות לא מדווחים על עמלת החלף, כי זה לא נופל על המשקיע.

בקרנות של אנוסקו, כל הקרן הוא בעצם עסקת החלף אחד גדולה, מול כמה גופים (בנקים גדולים). ועמלת החלף ידוע ומוכרת מראש, ומופיע בתשקיף החברה.

בקרנות הישראליות, יש שימוש בסוגים שונים של חוזים. יש חוזי אקדמה, לפעמים גם חוזים עתידיים, ויש גם עסקאות החלף. כל עסקת החלף הוא עסקה בפני עצמה, ולכל אחד תנאים משלה. אבל הכלל הוא שכולם מהסוג הראשון, שהקרן יכול לכסות עמלת החלף ע"י השקעות של הקרן.

אז בישראליות אי אפשר לראות כלל את פרטי העסקה? לא רואים כלל את העמלה הזאת?

מי שרוצה יכול לראות, כי כל מה שהקרן עושה מופיע בדוח החודשי של הקרן. רק צריכים להבין מה שכתוב שם.

ואולי תוכל להסביר לי?

בשמחה! הנה כמה דוגמאות מהרשומות של קרן ישראלית של הראל 5129275 (רק העמודות הנוגעות).

TICKER	ריבית שנצברה	כמות אגח לפדיון	סוג מחיר	כמות שהושאלה	שווי בשקלים	כמות	סוג נכס	שם נכס
ESU5	0	0	2	0	0	55	33 S&P500 EMINI FUT Sep25	
SPTR	0	0.043181	7	0	6269893.74	1875	45 S_120525_276_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.043191	7	0	2997037.01	1015	45 S_140525_184_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.04321	7	0	5055147.92	1935	45 S_200525_184_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.043214	7	0	34128114.75	10210	45 S_210525_184_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.043274	7	0	26747045.12	10770	45 S_040625_92_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.043274	7	0	7806082.4	3145	45 S_040625_92_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.043275	7	0	7079354.07	2595	45 S_050625_92_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.043337	7	0	6571241.81	3360	45 S_120625_92_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.043337	7	0	13259827.23	6780	45 S_120625_92_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.043213	7	0	1188842.53	1640	45 S_080725_184_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.043213	7	0	11185590.7	15475	45 S_080725_184_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.043109	7	0	900672.06	3500	45 S_180725_215_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.043125	7	0	-211426.23	1100	45 S_230725_210_90_ND_1_N_1_12_01	
SPTR	0	0.04345	7	0	-845021.4	2150	45 S_250725_90_90_ND_1_N_1_12_01	

יש לשים לב לעמודה "סוג נכס". אם רשום "33", הכוונה לחוזה עתידי. אלו שרשום "45", הכוונה לעסקת סוואפ – החלף. אפשר גם לראות בשם הנכס שעסקאות החלף מתחילים באות "S" האנגלית – "SWAP", ואילו החוזה עתידי מתחיל באות "F" - "FUTURE".

ואיך אפשר לדעת מה מדובר?

בחוזה עתידי יותר קל, שים לב לשם הנכס "S&P500 EMINI FUT Sep25" – הכל כתוב לנו "S&P500" – המדד המוכר. "FUT" – חוזה עתידי. "EMINI" – הכוונה לחוזה קטנה יותר מחוזים עתידיים רגילים (אכמ"ל).

ומה לגבי עסקת החלף?

שמה צריך הסבר מפורט יותר. נתחיל עם שם הנכס "S_120525_276_90_ND_1_N_1_12_01", לדוגמא.

S	–SWAP עסקת החלף
120525	תאריך התחלת העסקה
276	תקופת ההסכם בימים – 9 חודשים

90	תדירות "RESET" – כאן רבעונית
ND	סוג סליקה – "NON DELIVERY"
1	מועד התחשבות – ימים בין עסקה לסליקה
N	CSA – לא קיים נספח להתחשבות על בסיס יומי
1	סוכן חישוב – כאן הסוכן הוא הגוף הנגדי, לכן סומן 1
12	ריבית עוגן – SOFR
01	תקופת ריבית עוגן – ריבית קבועה

וכל זה אני אמור להבין?

לא. מה שנוגע אלינו זה ההמשך. יש לציין שחלק מכותרות הטבלה אינם מתאימים לנגזרים, ולכן ברשימות של נגזרים הנתון בטבלה מתיחס לערך אחר – לדוגמא בעמודה "כמות אג"ח לפדיון" הכוונה לשיעור הריבית הבסיס של העסקה, כאן 4.3181%.

שם נכס	מכירים
סוג נכס	כנ"ל
כמות	כמות היחידות
שווי בשקלים	שווי העסקה בשקלים
כמות שהושאלה	עמלת החלף – כאן 0 – כי העמלה כלול ברגל השני ל העסקה.
סוג מחיר	לא חשוב
כמות אגח לפדיון	שיעור ריבית
ריבית שנצברה	קנס בהפסקה מוקדמת של העסקה – כאן 0
TICKER	קוד נכס הבסיס של העסקה – SPTR - בלי ניכוי מס דיבידנדים!

רגע – יש כאן עוד חידוש. לא ידעתי שבקרנות ישראליות לא מנכים את מס הדיבידנדים?

אתה לא היחיד!