

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 4 בינואר 2016

נושא המפגש: בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג"ח COCO – תמחור והשלכות

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש ינואר 2016

אורחים שנכחו בדיון: רונית הראל (מנכ"לית מעלות), אמיר הסל (משנה למנכ"ל הראל), הילה קונפורטי (משנה למנכ"ל ומנהלת הסיכונים הראשית, כלל ביטוח), יהושע נגיד (מחלקת סולבנס, הממונה על שוק ההון, משרד האוצר), נחמן ניצן (ראש חטיבת החשבונאי הראשי, הבנק הבינלאומי), שרון גור (סגנית ראש החטיבה הפיננסית, בנק לאומי), אייל סדובסקי (בנק לאומי), נעמי שפירר (בנק הפועלים), ערן צימרמן (בנק הפועלים), שי נבו (לאומי פרטנרס), אריאל כינורי (בנק הפועלים), מיכל גור כגן (מעלות), איתי רושקוביץ (גיזה, מלווה את בנק לאומי בהנפקה).

נוכחים: פרופ' אמיר ברנע, רו"ח שלומי שוב, רקפת שני, לילי איילון, דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), גיא טביביאן (Deloitte), אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), יוסי רייטן (לשכת השמאים), רני שחם, יניב זיו (BDO), פרופ' צבי וינר (האוניברסיטה העברית), נדב שטינברג (בנק ישראל), רו"ח אורן פרנקל (סמנכ"ל כספים, אלוני חץ), מאיר סלייטר (בנק ירושלים), אלון גלזר (לידר), פניני שמואלי, יניב אבדי (בטא פיננס), רו"ח איתי גוטליב (EY), רו"ח אפרים דרור, רו"ח זיו כהן (רשות ניירות ערך), רו"ח יעקב יודקוביץ (רשות ניירות ערך), רו"ח ואדים פורטנוי, ד"ר טל מופקדי, עו"ד נטלי גייקובס (הרצוג פוקס נאמן), עדי סקופ (IBI), זאב נהרי (יו"ר בנק ירושלים), רו"ח דני ויטאן (KPMG), רו"ח טלי רובינזון (KPMG), קרן בנגלס שנער (המפקח על הבנקים), דן אבנון (מנכ"ל הרמטיק).

צוות מקצועי: לידור רוזנצוויג, עמרי כהן ורעות קליינמן.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

על סדר היום שלנו נמצא הבוקר אג"ח COCO. מכשירי ה-COCO הן תולדה של באזל 3 שהפיק את לקחי המשבר הפיננסי העולמי של 2008. המגמה היא חיזוק האיתנות של הבנקים – קודם כל באמצעות גידול בהון הליבה (tier1) אך גם בהקשחה דרמטית של ההתייחסות להון המשני. בעקבות השינוי אין כבר מספר רבדים של הון משני ויש רובד אחד שלו (tier2). הדרישה לחיזוק ההון המשני היא מהות ה-COCO.

ה-COCO זה אג"ח שהוא אג"ח רגיל שבנוסף התנאי הנוסף מדבר על הגעה לטריגר מוגדר מראש בין אם כיחס הלימות הון ובין אם בהחלטת פיקוח, החלטת רגולטור. הוא כולל מנגנון של ספיגת הפסדים – בין אם באמצעות המרה למניות ובין אם באמצעות מחיקת הקרן. ישנן וריאציות שונות לא כל COCO דומה ל-COCO אחר. בגדול, מבחינת כללי ההלימות – כאשר הטריגר הוא על 5% כפי שראינו עכשיו בבנק מזרחי ובנק לאומי מתכנן, זה tier2, ואם הכל יצליח אז יהיו לנו גם COCO עם טריגר של 7% ואז זה כבר יכנס ל-tier1.

ממש בימים האלה רואים בישראל שני מכשירים חלוצים בתחום הזה - אנחנו רואים את בנק המזרחי שהנפיק אג"ח COCO עם מחיקה של קרן. ניסו להנפיק במיליארד שקל הצליחו לגייס כ-400 מיליון. האג"ח של מזרחי יש בו ניואנסים שהם חשובים בהקשר של ההצלחות של ההנפקות האלה. זה אג"ח לא סחיר. לפי הבורסה עדיין לא ניתן לסחור במכשיר שבעקבות הטריגר יש מחיקה. אי הסחירות מייצרת מכשול השקעה מבחינת הגופים המוסדיים. לעומת זאת, בנק לאומי מתכנן להנפיק אג"ח COCO עם מנגנון אחר - שאם הטריגר מתממש יש המרה למניות. זה לא אמור לפגוע בבעיית הסחירות והאג"ח הזה אמור להיות סחיר.

למרות ששני המכשירים הם אג"ח COCO הרי שיש להם מנגנוני ספיגת הפסדים שונים (אשר משנים במידה מסוימת את ההפסד בהינתן הגעה לטריגר - LGD). לכל מנגנון יש גם את ההשפעה שלו, שהרי מנגנון שהוא בהמרה למניות יכול להביא לדילול. בבנק המזרחי לדוגמה שבו קיים גרעין שליטה יכולה להיות לדילול כזה משמעות. בבנק לאומי זה פחות מעניין כי אין גרעין שליטה והמניות מפוזרות.

כשאנחנו מסתכלים מבחינה כלכלית ולפני שמסתכלים חשבונאית על המכשיר הזה יש לנו מכשיר פיננסי מורכב – יש כאן חוזה מארח שהוא אג"ח רגיל וחבוי פה למעשה גם נגזר פיננסי. מדובר

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כלכלית בנגזר משובץ שמתארח ב-COCO שהוא למעשה נכס מהצד של מנפיק ה-COCO. הנגזר הוא מעין אופציית PUT, אבל זה לא בדיוק אופציה קלאסית כי המימוש שלה לא נתון להחלטתו של אחד מהצדדים לחוזה אלא נתון לתנאי אובייקטיבי (יחס הלימות הון) ולתנאי סובייקטיבי (התערבות המפקח). רק לצורך המחשה, באג"ח להמרה זה להפך - כי החברה המנפיקה כותבת אופציית CALL ופה המשקיע הוא זה שכותב לחברה המנפיקה את ה-PUT. מה גם שבאג"ח להמרה מדובר באופציה קלאסית.

מבחינה חשבונאית מדובר במכשיר חדש בעולם אשר החשבונאות הגלובלית נדרשה להתמודד איתו בשנים האחרונות. בגדול עולות שאלות בשני מישורים: מישור אחד - האם מדובר במכשיר מורכב כמו אג"ח להמרה שחשבונאית אנחנו באים ואומרים שיש מרכיב של התחייבות ומרכיב של הון. צריך לזכור שבניגוד לאג"ח להמרה, הנגזר כאן הוא הפוך ולכן הפרדה כזאת אמורה להוביל לרישום של התחייבות גדולה יותר אשר תוביל להוצאות ריבית אפקטיבית נמוכות יותר בעתיד על פני תקופת האג"ח. במידה והתשובה לשאלה הראשונה היא שלא צריך להפריד ולכן צריך לטפל במישור ההתחייבותי בלבד, עולה שאלה שניה והיא האם צריך להפריד את הנגזר הכלכלי הזה מהחוזה המארח שלו (אג"ח הסטרייט) לצורך המדידה בדוחות.

קיימים דיונים של עשרות עמודים, הן במוסדות התקינה הגלובליים והן מחוץ להם, בשאלות הללו, כלומר, איך לטפל חשבונאית באג"ח COCO. מה שמצחק הוא שבסופו של דבר, כנראה שכולם כ"כ הסתבכו עד שהטיפול המסתמן הוא הטיפול הכי פשוט של פעם - עלות מופחתת ללא הפרדה כלשהי של נגזר. כלומר, הריבית הנוספת המשולמת למשקיעים כפיצוי עבור הנגזר תירשם כחלק אינטגרלי מהוצאות הריבית של האג"ח כאילו היה מדובר באג"ח רגיל. כעקרון לפי התקינה האמריקאית הטיפול יהיה בדרך כלל פשוט כמו אג"ח רגיל לפי עלות מופחתת - ולכן אני מניח שבנק לאומי ובנק המזרחי, שמיישמים את התקינה האמריקאית כמו יתר הבנקים בישראל, יטפלו בזה כאג"ח רגיל. מה שכן צריך להגיד שלפי התקינה האמריקאית קיימת אפשרות לחברה לייעד מכשיר פיננסי לשווי הוגן דרך רווח והפסד אבל צריך לבחור זאת ב-day1 ואין אפשרות לשנות זאת. ממה שאני זוכר, המפקח על הבנקים בישראל מתיר ליישם זאת רק אם המכשיר סחיר ורק באישור מראש שלו. לפחות לגבי המכשיר של בנק לאומי שאמור להיות סחיר, הדבר לכאורה יכול להיות רלוונטי. אם ירשו לבנק לטפל פה לפי שווי הוגן לרווח והפסד אז נוצרה סיטואציה מעניינת ברגעי משבר כי יש פה כרית ביטחון חשבונאית שנוצרת מעצם זה שהשווי של האופציה עולה - מה שמקטין את שווי ההתחייבות (מחיר האג"ח COCO בבורסה) דבר שמגדיל את ההון ליבה. הקוריוז הוא שזה יכול

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

להוביל למעין מנגנון ריפוי עצמי – כלומר, יכול להיות שזה מה שיעזור לבנק בסופו של דבר לא להגיע לטריגר...

מבחינת ה-IFRS הסיפור קצת יותר מורכב, למרות שגם שם כנראה לא נדרש להפריד חשבונאית את הנגזר המשובץ המרכזי ואנחנו נדון בזה בהמשך. אגב מבחינת מס, יש סיכוי גבוה שמס הכנסה ילך עם החשבונאות ויכיר בזה כהתחייבות, גם אם הבנקים ישלמו ריבית שהיא יותר גבוהה זה יוכר להם כהוצאה.

העניין המרכזי של הדיון שלנו הבוקר הוא נושא תמחור אג"ח ה-COCO. אין ספק שיש פה עניין מורכב ביותר מבחינת הבנת המכשיר והתמחור שלו ונוצרים פה לכאורה כל התנאים המקדמיים הקלאסיים לכשל מערכת. הסיפור מדאיג אותי, יש את החשש הזה שכולם אומרים שהכול בסדר ויש אינטרס של כל המערכות להרגיע. מבחינת בנק ישראל המכשיר מייצר סיטואציה נוחה כי "בעת פקודה" הוא יקל עליו שלא להכניס את היד לכיס של משלמי המיסים כך שאין ספק שמבחינת הרגולטור יש כאן אינטרס ברור. גם מבחינת הבנקים יש אינטרס לגייס את הכסף במחיר שהוא זול ככל הניתן ולהרגיע את כולם תוך כדי.

איך מתמחרים נכון את הסיכון של האג"ח הזה? איפה יהיה קו פרשת המים? איך מודדים את ה-probability של ה-default? עד נכון להגיד שלא מציאותי כניסה לטריגרים? אם אני מסתכל על בנק לאומי, אז הוא נמצא ביחס הלימות הון כמעט כפליים מאשר מיחס הטריגר. מצד שני הבנקים נסחרים היום במחירי שוק משמעותית מתחת להון העצמי. זה יכול להיות שזה אומר משהו על איך שהשוק רואה את הנכסים. במצב של מיתון ואבטלה אני לא יודע אם הפסד 4%-5% מנכסי הבנק הוא הפסד לא מציאותי. בואו נניח שאיכשהו ניתן לתמחר את נושא הטריגר של הלימות ההון שהוא אובייקטיבי אבל איך מתמחרים טריגר סובייקטיבי כמו החלטת מפקח? וישנה שאלה עד כמה ה-COCO הוא הון בתחפושת של חוב. אנחנו מבינים שבנקודות הזמן הזו שהבנקים נסחרים מתחת להון שלהם קשה להם עד בלתי אפשרי להנפיק מניות. אם הייתי משקיע הייתי מעדיף לכאורה היום לקנות את מנות הבנקים מאשר את האג"ח COCO שלהם, שהרי ברכישת המניות שלהם יש לי לפחות את האפסייד.

אני במיוחד מודאג מההשוואה לאירופה – כלומר, למרווחים שאנו רואים כיום באירופה של האג"ח COCO ביחס לאג"ח הבכיר לאור המרווחים המסתמנים. אנחנו לא המצאנו את זה, באירופה יש

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ניסיון, היו שם מחיקות לא מעטות של אג"חים במשבר והניסיון באירופה מראה שהמרווחים הם מרווחים משמעותיים וממה שאנחנו מתרשמים מדברים פה בארץ על מרווחים מזעריים.

אולי זה תלוי בתחושות הכלל משקיות של הלאמת הבנקים בשעת פקודה ושהכול חסר סיכון. מהניסיון שהיה באירופה, אנחנו רואים שהרגולטורים "אכלו" את האג"חים הנחותים והם הלכו למשל המיסים לפני שהם פגעו באג"ח סיניור. זה היה קו פרשת המים וזאת לדעתי הנקודה הכי חשובה כאן כמדברים על תמחור. כלומר, היכן יהיה קו פרשת המים של הרגולטור הישראלי בשעת פקודה? מתי הוא יכניס את היד לכיס של משלם המיסים לפני ש"יאכל" מהאג"ח? הניסיון האירופאי אומר שהוא יכניס את היד לכיס רק אחרי שהוא ימחק את כל האג"חים הנחותים שבראשם כעת נמצא ה-COCO. אגב, אני מבין שבאירופה חוקקו חוק/תקנה שאומרת שאם יקרה בעתיד מצב שמכניסים יד לכיס של משלם המיסים אז צריך לעשות גם תספורת מוגבלת לאג"ח הסיניור. בישראל אין עדיין אפילו את זה.

השאלה המרכזית היא היכן אנחנו צריכים להיות בתמחור ביחס למרווחים הנצפים באירופה הן לאור המדיניות הצפויה של הרגולטור ב"שעת פקודה" והן לאור הבדלים אפשריים באיתנות הנוכחית של הבנקים. כמובן שצריך לצאת מהשוואה של תפוחים לתפוחים – כלומר, tier 2 ל- tier 2.

שאלה נוספת היא ההבחנה בין בנקים לחברות ביטוח. כרגע ה-COCO שלנו הוא בבנקים והשאלה אם זה גם יגיע לחברות הביטוח. זה עסק שהוא אחר מעסק שהוא בנקאי, זה עסק הרבה יותר מסובך אבל חברת הביטוח יכולה לצמצם את הסיכונים שלה. זה מודל שהוא מודל סטטיסטי והיא יכולה לתמורת מבטחי משנה לצמצם את הסיכון.

שי נבו

אתם יודעים בכמה נסגר מזרחי? 3.25%. יותר גבוה מאחוז.
325 נקודות מהממשלה, הנחות של מזרחי הוא בחצי אחוז – 60 נקודות spread.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שרון גור

ה-COCO שמונפקים בעולם שייכים לשתי משפחות – Additional tier1 ו-tier2. בארץ כמוכר הפיקוח בכלל לא העמיד יעדים של Additional tier1 וכל המכשירים שיונפקו יהיו של הון רובד 2. התמחור של שתי המשפחות האלה שונה לגמרי. מכשירי הון רובד 1 נוסף מכשירים ללא זמן פירעון, הטריגר שונה ולכן כל התמחור מערבב שני מכשירים שונים וקשה מאוד להשוות.

אמיר ברנע

שרון צודקת לגבי ההבחנה בין רובד 1 לרובד 2. אם מדובר ברובד 1 שמחייב אג"ח צמיתה וטריגר גבוה של 7% הלימות הון מדובר על מכשיר הוני כמעט טהור. ברובד 2 זה סיפור אחר. במסגרת המרחב בין הון עצמי לבין חוב, רובד 1 אולי קרוב להון עצמי ורובד 2 אולי קרוב לחוב. השימוש ב-COCO נבחן בשני אספקטים: אספקט הרגולציה – האם המכשיר משרת את מטרת הרגולציה? אין זה רק עניין העלות למשלם המיסים במצב משברי אלא ההשפעה הרוחבית שיש למשבר בשוק ההון על המשק. האם המכשיר ממתן השפעה רוחבית בשוק ההון? האם המכשיר עומד בפני עצמו או שהוא חלק ממערך שכולל ביטוח פיקדונות. האם בנק ישראל חושב שדרך הלימות ההון הוא פותר את בעיית המשבר הרוחבי? ומה ההשלכות על הבנקים? למשל מה משמעות הודעה של בנק שהגענו או מתקרבים לטריגר? האם תתחיל ריצה על הבנק?

האספקט השני הוא נושא התמחור – איך מתמחרים נייר כזה. באה מעלות וקבעה שני notch פער בדירוג בין COCO רובד 2 ובין חוב בכיר. אם נבחן את טבלת דירוג מעלות נראה משהו כמו פער רבע עד חצי אחוז ל-notch. כלומר מעלות מעריכה פער של חצי אחוז עד אחוז ל-COCO רובד 2. האם סביר?

מוצע לנו מודל האופציות כמכשיר תיאורטי להערכת COCO. מודל האופציות הכוונה למודל מרטון משנת 1974, מודל מקובל לתמחור סיכון באגרות חוב. נלקח במודל בחשבון משך זמן הפירעון כך שלא ברור איך ייושם לרובד 1 כשמדובר באג"ח צמית אבל אלה שאלות טכניות. מה המשתנה המקרי על הציר האופקי? באופציה רגילה זה מחיר המניה. בהערכת חוב, זה שווי נכסי החברה למועד הפירעון. כאן זה יהיה ההון העצמי של הבנק. זאת שאלה כי לכאורה הטריגר הוא במונחים של הלימות ההון אבל הלימות הון נגזרת מהשתנות שווי הנכסים. כמה צריכים הנכסים להשתנות כדי שנגיע ל-5% הלימות הון שזה מחצית מההלימות ההון tier1 שהיא נניח 10%. האם

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בגלל המינוף הגבוה של המערכת הבנקאית מספיק שינוי בשווי נכסים של 5%? שינוי של 5% בשווי הנכסים משפיע ב- 50% על ההון העצמי. נכון שהנכסים של הבנק הם לא רק אשראי, חלקם נכסים סחירים, חלקם מזומנים. אבל האם ההשתנות של הנכסים ב- 5% היא השתנות כל כך מרחיקה לכת? אומנם לא בחנתי הפעלה של מודל מרטון לקביעת התמחור הראוי אבל להערכתי התוצאה יותר קרובה למספרים באירופה מאשר בתמחור כאן בו מדובר על בערך חצי אחוז פער בין COCO לאג"ח בכירה.

שרון גור

יחס הלימות ההון מוחשב כהון של הבנקים חלקי נכסי הסיכון. לכאורה כדי שנרד במחצית ביחס הלימות ההון שלנו, אנחנו צריכים או לאבד חצי מההון שלנו או להכפיל את הנכסים שלנו.

אמיר ברנע

כדי שנגיע למחצית מההון, כמה צריכים הנכסים לרדת? 5%!
את צודקת בזה שיש מורכבות כי הנכסים לא הומוגניים. האשראי מהווה שני שליש מהנכסים כשליש הם נכסים פיננסיים. שנית, יש בעיה של מיסוי שמקזזת את הירידה. שלישית, יש דינמיקה של תיקון תוך כדי תנועה. זה לא הליך שהוא מעבדתי שמשנתה מקרי זו באופן לא מבוקר. אם למשל תהיה ירידה חדה בנכסי הבנקים תחולנה פעולות מתקנות. כל הדברים האלה אינם במודל האופציות. המעורבות המתקנת איננה חלק מהמודל ולכן הפעלת המודל בעייתית.

איתי רושקוביץ

דיברתם על מרווחים של tier1 ו-tier2. צריך לדעת שבעולם היו עד היום 285 הנפקות, יותר מ-80% מההנפקות היו ב- tier1 ויש לכך שתי סיבות: סיבה ראשונה היא שהבנקים בעולם צריכים להדליק ורובד אחד נוסף במפורש זה כתוב ביחסי הלימות ההון שלהם. שתיים ולא פחות חשוב זה שיחס רובד 1 נוסף לעומת רובד 2 עומד כנגד יחס המינוף. מכיוון שרוב הבנקים בעולם ובטח הבנקים הגדולים שהם ממונפים ויש להם פעילויות נגזרים גבוהות צריכים את רובד 1 נוסף כדי לשפר את יחס המינוף וזה יותר זול מלהנפיק הון ליבה. בישראל שני הדברים האלה לא מתקיימים. אף אחד לא צריך את זה במפורשות ביחסי הלימות ההון – זה לא קבוע בחוק בבנק ישראל. ויחס המינוף לא מצריך הנפקה של רובד 1 נוסף. בנק לאומי לדוגמא נדרש ל-6% ונמצא יותר קרוב ל-7%, זה spread מאוד משמעותי לא מצריך הנפקה של רובד 1 נוסף.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כשאנחנו מסתכלים על עולם המרווחים צריך להסתכל רק על רובד 2, ובמקרה של לאומי צריך להסתכל על תת-קטגוריה מאוד קטנה שהיא רובד 2 המרה למניות. המרווחים ברובד 2 בעולם אומנם נמצאים בערך 300 נקודות מהממשלתי. אבל אם מסתכלים על ההנפקות המאוד בודדות של רובד 2 של בנקים שהנפיקה עם המרה למניות, רואים מרווחים של פחות, של בערך 250 נקודות. מלכתחילה כל האוכלוסייה הרלוונטית להשוואה זה בנקים שמנפיקים רובד 2 של COCO שזה קרדיט סוויס, UBS וברקליס. לא תראו עוד בנקים מובילים שהנפיקו רובד 2.

בהשוואה לסיכון צריך להביא בחשבון שפרופיל הסיכון של בנקים בישראל פחות מסוכן בהשוואה לבנקים באירופה. כאן משתמשים בגישה סטנדרטית של הלימות הון ולכן כשאתם משווים יחס הלימות הון של 9.5% בבנק לאומי ל-12%-11% בבנקים בחו"ל אתם לא משווים תפוח לתפוח. אם תסתכלו על צפיפות נכסי הסיכון, תראו שבנק לאומי לדוגמא מקצה בגישה הסטנדרטית 75% נכסי סיכון למאזן והבנקים באירופה אנחנו רואים 25%-30%-40%. אם שנינו היינו עוברים לגישה סטנדרטית הלימות ההון של בנק לאומי היתה נראית הרבה יותר טובה בהשוואה לבנקים הזרים.

כמו כן, הפרופיל המאזני בישראל הרבה פחות מסוכן. לדוגמא נכסי הסיכון שוק בבנק לאומי עומדים על 2% בלבד. אם נשווה זאת לבנקים גדולים באירופה מדובר על 10%-15%, זה חשיפה להפסד ממסחר שיקרב מאוד לטריגר. גם אם נסתכל על התנהגות של הון רגולטורי, גם ב-2008 תחילת 2009 ההון הרגולטורי כמעט לא זז. ההון הרגולטורי כשלעצמו הרבה פחות רגיש לשינויים מאשר שווי השוק של המניות. אם נסתכל על סיטי, סיטי ירד ב-99% במהלך המשבר וההון הרגולטורי שלו נשאר מעל 8%. מעבר לכך, בנקים במשבר ב-2008 ההון שלהם עלה בהשוואה לבנקים שלא היו במשבר וזה משקף שההון הרגולטורי לא מגיב כל כך במהירות למשבר. אם משהו מצפה לתהליך של jump to default מ-10% ל-6% הדברים האלה לא קורים בפרקטיקה.

אמיר ברנע

אתה אומר שהחשבונאות לא מעדכנת את שווי תיק האשראי כמו שהשוק מעדכן?

איתי רושקוביץ

זה נכון וגם צריך לזכור שכנגד האשראי הזה יש ביטחונות. גם אם אני מחליט לסווג חוב כחוב פגום אבל חוב הוא מובטח היטב אני לא לוקח את ההפסד לספרים. צריך להבין את אופי תיק הנכסים של

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הבנק. הבנק מחזיק גם הרבה נכסים חסרי סיכון לדוגמת אג"ח ממשלתיות שמוחזקות כנגד כרית הנזילות.

עוד דבר שחשוב לנו לחדד – tier2 זה הון gone-concern-capital ויש כאן קצת בלבול בין קורה לבעלי המניות כשמגיעים ל-PONV – קודם כל, יחסי ההון של בנק ישראל לא בנויים כמקשה אחת. אם בנק ישראל היה רוצה 9% הון ליבה היה קובע זאת במפורש בהוראות בבאזל3. הוראות באזל3 בנויות מכריות, מעל יחס הון הליבה של 4.5% המינימאלי יושבת כרית שימור הון של 2.5%. הסנקציות כנגד כרית שימור ההון אומרות שאם אתה יורד לתוך הכרית מוגבלות חלוקת הדיבידנדים והבונוסים. ברור שבפרקטיקה בנק ישראל יעצור זאת לפני אבל הנקודה שהיא שבנק ישראל לא אומר שב-9% הוא עוצר ועכשיו יש PONV. זה לא מכשיר לחידוש הון זה מכשיר שאמור להגיע קרוב ל-default ולכן, אם תיקח את יחס הלימות ההון המינימאלי של 9% הון ליבה ותוריד 2.5% כרית שימור הון תגיע למסקנה שה-PONV האמיתי נמצא באזור אולי של 6.5%. זה באמת הנקודה שבה בנק ישראל יכול לכוון ל-PONV כי אחרת יש כרית שימור הון. ולא סתם מבחני הקיצור מכוונים ל-6.5%. לחשוב שבנק יהיה ב-5.4% ויתלבטו מה לעשות זאת מחשבה יותר רחוקה. נקודה אחרונה לגבי המניות – לא היה עד היום אף אירוע בעולם מחיקה של COCO ולא המרה של COCO למניות. היו באירופה הרבה מחיקות לאחרונה של subordinated, היו ארבעה בנקים איטלקיים שמחקו, בינו-בנקאי בפורטוגל מחקו חוב בכיר אפילו. מה שמשותף לכל הדברים האלה זה שהאקוויטי נמחק. מי שחושב שבנק יכול להגיע לאזור ה-6% ואז יכריזו PONV ומי שיספוג את ההפסדים יהיה ה-COCO שיומר למניות ויוזרם לממשלתי פנימה והאקוויטי כל מה שיקרה לו יהיה דילול זה לא הפרקטיקה בעולם.

אמיר הסל

אתה ציינת את העובדה שהבנקים נסחרים 0.8 על ההון כנקודה שמצביעה על סיכון שגלום בשוק ושלא מתומחר ב-COCO, אני לנקודה הזאת לחלוטין לא מסכים. כי מה שרואים בייחוד בארץ ככל שבנק ישראל מגדיל את דרישות ההון ומייצר לבנקים עוד ועוד כריות, התופעה שהוא גורם זה הורדה של התשואה להון וירידה של הסיכון בחוב ותופעות האלה דווקא עקביות ויכולות במידה רבה להסביר מחירי מניות נמוכים וסיכון חוב יורד. לא הייתי אומר שמהיחס שהמניות נסחרות על ההון שצריך להשליך על סיכון. לגבי תמחור באופן כללי – העולם היום הוא עולם שבו חוב מתומחר יותר ביוקר מאקוויטי, לבטח מי שהולך על כל מודל מסורתי של תמחור צריך להעדיף אקוויטי על חוב. אין ספק שה-COCO נמצא בתחום שבין חוב להון. מודל מרטון מאוד קשה ליישום פרקטי כי אנחנו לא יכולים לדעת מהו שווי הנכסים – אם לוקחים את שווי המניות אז אם השוק יודע

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שהאפשרות שיש דילול אזי זה פרוקסי טוב לחשב את שווי הנכסים של החברה בהתבסס על שווי שווי המניות הסחיר ועוד שווי החוב.

ניסינו לתמחר את הסיכון ב-COCO כאופציית PUT על מניות הבנק. התוצאה שיצאה הפתיעה אותי אבל מסתבר שכדי להגיע לפרמיות, דומות למחיר שצוטט קודם ל-COCO של בנק מזרחי, נגיד 3% מרווח סיכון לשנה, אם הטריגר הוא ירידה של מעל 50% במניה, צריך להעלות את סטיות התקן כדי להגיע ל-3% מרווח לאזור ה-65% ולהניח דיבידנד של 5%. ציפיתי לקבל שהשוק לא מתמחר פרמיית סיכון מספיקה ויצא פרמטרים מאוד קיצוניים כלומר לפי מודל לא מדויק זה, המרווח שהשוק דרש ממזרחי, אפילו גדול מדי. מה שאני רוצה להגיד זה שקשה להשתמש במודל האופציות ולבטח הוא לא יודע לתמחר מה תהיה ההחלטה הסוביקטיבית של בנק ישראל לגבי אירוע אי קיימות.

אמיר ברנע

אתה מציג את סטית התקן הגבוהה הנדרשת ל-3% בתור אבסורד. היום סטיית התקן של מניות הבנקים היא כ-25% כלומר 65% הוא חריג. מכאן שאתה מצדיק את הגישה של מעלות של פער של שני notch בלבד.

אמיר הסל

אני אומר שמודל האופציות לא מדויק, אבל התוצאה שקיבלתי לפיו מצביעה דווקא שהתמחור הוא יותר מהוגן.

בהיעדר מודל, אנחנו צריכים ללכת לפרמטרים יחסיים ותחושות. התמחור צריך להיות בין עלות החוב של הבנקים לבין התשואה על ההון של הבנקים. כמו שצוין באירופה, COCO של בנקים דומים נסחרים ב-2.5%-3% מרווח מעל ממשלתי. זה מחיר שוק של שוק גדול ומשוכלל ושהוא זמין לנו ואנחנו משקיעים בו. אני לא מבין למה התמחור בשוק הישראלי צריך להיות שונה מאוד משם. אנחנו לקחנו בנקים שדומים במאפיינים לבנקים הישראליים. אולי אפילו ניתן להגיד שלבנקים הישראליים יש פרמטרים מיוחדים שמקטינים יחסית את הסיכון ביחס לבנקים האירופאיים האלה, מצד שני הם יותר קטנים, ויש בהם גם חשיפה לסיכונים של מדינת ישראל שהוא סיכון שאנחנו כבר מאד חשופים לו. שורה תחתונה אני לא חושב שהמרווח של ה-COCO בישראל צריך להיות שונה באופן משמעותי מבנקים דומים באירופה. אני כן רואה תופעה שאותם שלושה ניירות שיש שהם

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

פרוקסי ל- tier1 נסחרים במרווחים יותר נמוכים. אני חושב שהם לא מתמחרים בצורה נאותה אבל צריך לזכור שיש אחד שהוא שנה לפדיון ונשארו רק עם 2 ניירות והם לא benchmark מייצג. כשאני מסתכל על המכשיר הזה ומשווה אותו נגיד לחברה מדורגת ב-AA ה-PD הרבה יותר נמוך, זאת אומרת ההסתברות שיגיע לקריסה הרבה יותר נמוכה, מצד שני אם קורה לנו אירוע זה 0 או 1 וה-COCO יכול להימחק. אם כבר נגיע לשם אז ההפסד הוא הרבה יותר גבוה מאשר באג'י'א אחר של חברה. זה קצת מזכיר לי רצועת ביניים ב-CDO שההסתברות שהרצועות הנחותות עד אליך יאכלו נמוכה אבל אם הגיעו אליך, נחתכת לחלוטין.

מיכל גור

חשוב לציין את הסמנטיקה של הדירוג שלוקח בחשבון רק PD ולא recovery.

אמיר הסל

לכן אני אומר שאין ספק שמדובר במכשיר מסוכן, אין ספק שהוא צריך להיסחר בפרמיה משמעותית מעל ניירות אחרים של הבנק ולתמחור מכיוון שאין לי כלים הייתי לוקח את האזור של הניירות הבינלאומיים כ-benchmark הכי טוב.

שלומי שוב

יש פה גופים מוסדיים, ה-solvency מאוד מחמיר עם השקעות, צריך לראות איך השקעה ב-COCO מסווגות לעניין ה-solvency, האם רואים אותה כמניית, האם היא דורשת הכי הרבה השקבת הון, אני מניח שזה גם משהו שנכנס לתוך השיקולים של הגופים המוסדיים מהצד של המשקיע.

אמיר הסל

מהכספים שחברות הביטוח מנהלות הנוסטרו הוא בסביבות 20%. מה שאני יכול להגיד זה שלא הצלחנו לקבל למרות ניסיונות רבים את התשובה איך צריך להיות מסווג COCO כהשקעה מבחינת solvency2. ההתייחסות היחידה ששמענו זה מודלים ספציפיים של חברות ביטוח שמותר להם לפי רגולטור האירופאי לשים מודל ספציפי ואז הם שמו איזה מודל אופציות אבל זה לא מותר לחברות הביטוח בארץ ולכן אין תשובה כרגע.

אמיר ברנע

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יש לך שתי חברות ביטוח, אחת מנפיקה tier2 והשניה משקיעה בזה. האם נוצר במערכת הון עצמי? הרי אפשר לעשות החלפות בלי סוף.

הילה קונפורטי

יש התייחסות ב-solvency, יש קיזוז מההשקעה במכשירי הון של גופים פיננסיים אחרים אבל רק כשהם בשיעור משמעותי מההון של החברה שמשקיעים בה ומההון בחברה שמשקיעה. זה לא הולך על השקעות שהן בעלות אופי פיננסי. הכלל הוא שכל עוד יש זה לוח סילוקין אתה יכול להתייחס לזה כאג"ח, והשאלה היא האם אתה יודע מה לוח הסילוקין. כל עוד לא היה הטריגר אתה חושב שאתה יודע מה לוח הסילוקין.

אמיר הסל

בנקים שמשקיעים ב-COCO של בנקים אחרים צריכים לשים 100% הון ויש מגבלות חמורות כבר היום על השקעה של חברות ביטוח בחברות ביטוח כך שחברות ביטוח לא יוכלו להשקיע אחד בשני ולייצר הון. אני חושב שבחוסר הודאות הרגולטורית סביר להניח הנוסטרו של חברות ביטוח לא ישקיעו ב-COCO בזמן הנראה לעין.

נטלי גייקובס

מדברים על הערכות שווי אבל צריך לזכור שה-COCO נולדו מהרצון לבטח מפני אי ודאות רגולטוריים ומפני שינויים דרמטיים בהון. מה שאנחנו עושים זה שלוקחים קבוצת משקיעים אומרים שאתם תיקחו את הסיכון של שינויים בהון ושינויים ברגולציה. וזה נוגע לשם של ה-Contingent – COCO, אתם יודעים להעריך את השווי של השינויים ברגולציה? הרגולטורים בחו"ל אחרי המשבר לא ידעו לעשות את זה. מה יותר קל לעשות מאשר להגיד שאנחנו יודעים כמה משלמי המיסים שילמו במשבר שהיה אז בוא ניקח את הסיכון הזה ממשלמי המיסים, נעביר אותו לקבוצה ועכשיו צריך לשאול את עצמו האם הקבוצה הזאת מספיק מתוחכמת להבין את האי ודאות ובפורום שווי הוגן כזה לדבר על השווי הנכון של הסיכון הזה. מהזווית המשפטית מטריד אותי כאני מייצגת מוסדיים שמשקיעים או בנקים שכותבים את זה התשובה נמצאת בפרטים. תסתכל על מזרחי ועל לאומי, יש שוני, זה נייר עם אותו שם אבל המהות יכולה להיות שונה בצורה דרמטית. מדברים על tier1 ו-tier2.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

התחלנו בארץ מ- tier2 אבל כשגוף מוסדי משקיע ב- Contingent Securities יש גם tier1 ויש גם tier2 וצריך להבין את הסיכונים של המכשיר הזה. לא דומה הויתור על הקרן להמרה למניות.

שרון גור

בגלל הקושי בתמחור הרבה פעמים אנחנו מסתמכים על השוואה לאירופה לאיזה משפחה קטנה של מכשירים דומים ואני רוצה להמחיש כמה ההשוואה הזאת בעייתית כשאנחנו מדברים על עולם של IRB מול עולם של סטנדרטי. קחו משכנתא בישראל, משכנתא בישראל משוכללת לצורכי הלימות הון ב- 65% ואני צריכה להחזיק עוד אחוז מהון כלומר בערך 75%. כמה בסקנדינביה? 8%-7%. באירופה 30%-15%. אז כשאנחנו מדברים על הבדלים בגישות זה מאוד משמעותי ליציבות הבנקים. וכשאנחנו משווים את התמחור של מכשירים זה מאוד משמעותי. גם העובדה שבנקים באירופה יכולים להחזיק מודלים פנימיים כדי לתקף את הסיכונים שלהם ואנחנו לא.

אמיר ברנע

באופן פרדוקסאלי דווקא הכנסת מכשירים כאלה מקטינה את דרגות החופש של הרגולטור, הוא לא יכול ישר לתת הלימות הון כי הוא יודע ההשלכה שלה על הניירות האלה ועל הסיכון הרוחבי של הבנקים.

שרון גור

אני מסכימה שהוא יכול אבל אני חושבת שהוא לא ירצה. אני רוצה להזכיר לכם שהפיקוח בישראל מנהל את הסיכון של הבנקים לא בהלימות ההון של היום אלא בהלימות ההון של יום אחרי המשבר החמור ביותר שיקרה. ההנחיה לבנקים להחזיק הלימות הון גבוהה מ- 9% או 10% אבל הפיקוח גם אומר לנו לנתח סט של תרחישי קיצון חמורים- מגפות, מלחמות, משברים עולמיים, ותחת התרחיש החמור ביותר הבנקים צריכים להראות לו היום שהם מחזיקים הלימות הון של 6.5%. הוא אומר לנו שתחת התרחיש החמור ביותר שמדבר על 50% ירידה בשוק ההון, 12.5% אבטלה, 25% פגיעה בשערי המטבע, תחת המשבר החמור ביותר כל הבנקים מחזיקים היום מספיק הון כדי להיות מעל ה- 6.5% האלה. זאת אומרת שהפיקוח בניתוח שלו של ה- PD של המערכת הבנקאית לא חושב שסביר שהמערכת הבנקאית תגיע אפילו בקירוב ל- 5%. לכן אני חושבת שיכול להיות שהוא יעשה שינויים רגולטורים אבל הוא לא יעשה שינויים שיביאו את המערכת למקום שבו הוא יצטרך להפעיל את הטריגר הסובייקטיבי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שי נבו

בנק מזרחי הנפיק בפסח 2007, טרום המשבר. אג"ח באזל2, עכשיו המשקיעים בגלל ההנפקות של מזרחי ולאומי נכנסו וקראו את תנאי השטר הזה. השטר הזה הוא COCO לכל דבר ועניין, הטריגר שלו הוא ב-6%. יש לו שיקול דעת של הדירקטוריון לא לשלם ריבית, אם הבנק מפסיד כסף הוא מומר למניות. זה תלוי בשיקול דעת של הדירקטוריון ולא של הפיקוח. זה מתומחר במרווח של 125 נקודות מעל אג"ח ממשלתי.

הסדרה היא כמעט 2 מיליארד שקלים, זה לא איזה אג"ח של 30 מיליון שקל. יש בו מסחר גדול. ברור שזה עיוות. מזרחי הנפיק עכשיו 325 נקודות נייר פחות מסוכן לכאורה. התפיסה של השוק היא שהסיכון בבנקים הרבה יותר נמוך.

אלון גלזר

לבנק הפועלים יש מוצרים היברידים. אחד התנאים היה שאם מפסידים שישה רבעונים רצופים הבנק מפסיק לשלם ריבית. מה שקרה שבמשבר של 2008 היה לו הפסד אחד ענקי ברבעון ואז פתאום הגיעו למסקנה שאם נספור שישה רבעונים אנחנו בדרך להפסד במשך שישה רבעונים רצופים ואז צריך להפסיק לשלם ריבית, אוטומטית הורדת דירוג ובנק ישראל אמר תמשיכו לשלם, כדי שלא תהיה ריצה אל הבנק.

כל הזמן אומרים שהרגולטור לא יעשה שום דבר כדי לא להפעיל את המכשירים האלה, על מנת למנוע פגיעה ביציבות וריצה אל הבנק, אבל תחשבו מה יהיה כשהיו 10 מיליארד של COCO לכל בנק גדול. ואז בנק ישראל יגיד יש לבנק הון עצמי של 30 מיליארד שקל, עכשיו נגיד פתאום יש משבר דיור והוא אומר לפני שנגיע באמת למשבר אמיתי אז במקום שיהיה 30 מיליארד אני אהפוך ל-40 מיליארד ואז דווקא השיקול של בנק ישראל הופך להיות מאוד חשוב בנק ישראל עשוי להגיד ובצדק שאלה מוצרים שהם לא באמת אג"חים (כלומר הקו של בנק ישראל יהיה בין ה-COCO לכל החוב האחר של הבנק), וכדי להציל את הבנק אני אפעיל את ה-COCO עוד לפני, כשהלימות ההון תהיה 9%-8% ולא אחכה ל-6%. בעצם יש פיתוי לרגולטור להפעיל את ה-COCO, עוד לפני שנגיע למשבר ולהפסדים גבוהים

אמיר ברנע

האם כשאתם קובעים את פער הדירוג בין האגרות חוב האלה לאגרות חוב בכירות של בנקים בארץ, האם השיקול שונה מאשר קביעת הפער באירופה? האם יש התייחסות ספציפית לנתונים הישראליים שהועלו פה אשר משנים את פרופיל הסיכון של המערכת?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מיכל גור

לגבי היציבות של הבנקים זה נכנס בדירוג המנפיק. כשאנחנו קובעים את הדירוג של הניירות הספציפיים קובעים דירוג של השטרות השונים ביחס לחוב הבכיר מי משקף יותר סיכון. אחת הסוגיות הכי חשובות זה לקחת בחשבון שאנחנו עובדים פה בסקאלה מקומית ולא בסקאלה גלובלית. ולכן אם תחשוב על הקונספט הגלובלי של אותם דירוגים ilAA זה יכול להתרגם גם מקבוצת הדירוג BB שמשמעותה non-investment grade בסקלה גלובלית, זוהי סוגיה שהוא רוחבית לא רק ל-COCO אלא גם לתמחור האג"חים המדורגים בסקלה מקומית. זה לא תרגום חד ערכי, יכול להיות שיש לך 3-4 notch בסקאלה הגלובלית וזה נותן לך notch או שני notch פחות מרווח בסקלה המקומית. כי ההמרה היא לא חד ערכית. יכול להיות שאתה יורד 3 דרגות בגלובלי וכשאתה ממיר למקומי זה נותן לך רק פער של שניים בגלל הטכניקה של ההמרה.

אמיר ברנע

כשאתם קובעים את הפער בין senior debt לבין ה-COCO מה השיקולים ומה ההתייחסות?

מיכל גור

אנחנו לוקחים את הדירוג של הבנק אחרי שאנחנו מנקים ממנו את תמיכת המדינה, מסתכלים על ה-stand alone, מורידים את הסיכון ל-default זאת אומרת לדחיית קופון או להמרה של קרן או למחיקה של קרן שבדרך כלל זה notch אחד או שניים. מגיעים לאיזשהו דירוג גלובלי אחרי שהורדנו את השני notch האלה. מתייחסים גם לסיווג הרגולטורי של המכשיר כהון רובד 1 או רובד 2. רובד 1 נקנס בעוד notch אז זה יכול להגיע אפילו לשלושה notch. אחרי שניקנו את סיכון ה-default על הסקאלה הגלובלית, ממירים את התוצאה לסקאלה מקומית ואז מורידים עוד notch על נחיתות חוזית. כי אנחנו חושבים שהנחיתות החוזית צריכה להיעשות על סקאלה מקומית. הפער בדרך כלל אמור להיות בערך שלושה או ארבעה notch, בסולם דירוג גלובלי. בבנק לאומי מתקבל פער של שני notches בין היתר בגין המעבר לסולם דירוג מקומי. דירוג המכשיר לוקח בחשבון notch אחד על נחיתות חוזית ו-notch אחד על המרה מנדטורית למניות בקרות הטריגר.

אמיר ברנע

הפער בערך בין רבע אחוז לחצי אחוז ל-notch. כלומר, בערך חצי אחוז עד אחוז בפער בתשואה בין אג"ח רגילה של בנק לאומי לבין הנייר הזה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

את לוקחת גם בחשבון שבמקרה של טריגר האג"ח האחות נהנית מההמרה הזאת כי יש לה את הכרית בטחון של האחות שלה?

מיכל גור

זה בא לידי ביטוי אם נותנים משקל הוגני למכשיר הזה, או ע"י מתן תמיכה לחוסן הפיננסי העצמאי (Stand Alone Credit Profile) בגין הון סופג הפסדים (Additional Loss Absorbing Capital), אשר משמש כרית נוספת לחוב הבכיר ולא נלקח כחלק מההון עבור הערכת הדירוג העצמאית. כרית זו בעצם החליפה את תמיכת המדינה שנהגנו לתת לדירוגי הבנקים בעולם לפני עולם הסדרת ספיגת ההפסדים של בנקים בקשיים (BRRD) ע"י הממשלות, בעקבות לקחי המשבר הפיננסי ב-2008. שני גורמים אלו, יחד או לחוד, אכן יכולים לשפר/לתמוך את דירוג החוב הבכיר (זהה לדירוג מנפיק).

אמיר ברנע

אני רוצה להזכיר לך כי אחד הלקחים מהמשבר של שנת 2008 היה שלבנק שמחזיק ביטחון ראשון לא היה בעבר אכפת שמנפיקים ביטחון שני, להפך, מצבו של הבנק כמלווה משתפר. הנפקה שהיא נחותה לחוב הבנקאי לכאורה משפרת את מצב המלווה הבכיר. ראו במשבר שלנחות יש זכות להביא את הלווה ל- default דווקא בסיטואציה המשברית שאז זה פוגע בביטחון הבסיסי. כלומר, נלמד לקח ב-2008 שהנפקה בביטחון שני פוגעת בביטחון הראשון ולא משפרת אותו. האם אי תשלום רובד 2 קורא ל- default או לא קורא? מה קורא לאי תשלום?

איתי רושקוביץ

ברובד 2 זה הרבה יותר קרוב ל- default מאשר אירוע תיאורטי. אתה לא יכול למחוק רובד 2 בנקודת הלימות הון גבוהה. אין תרחיש סביר שבו הבנק נמצא בהלימות הון גבוהה, הרגולטור יחליט שהוא יקצה יותר הון כנגד איזה סיכון ואז הוא אומר שהגענו לאי קיימות, מעצם זה שאני מקצה הון כנגד הסיכון כיסיתי אותו בהון. זה תרחיש מאוד לא סביר והוא גם לא הוגן כלפי הבנק והמשקיעים.

אמיר ברנע

ברמה הפורמאלית מתי יש אירוע default?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

איתי רושקוביץ

אירוע default רובד 2 נמצא בנקודה של הלימות הון מאוד נמוכה שלהערכתנו נמצאת באזור ה-6.5% שבו רגולטור חושב שהלימות הון כל כך נמוכה שהבנק הוא לא בר-קיימא. זה לא default של חברה ששווי ההתחייבויות גבוה משווי הנכסים, עדיין הבנק סולבנטי מבחינה של יכולת פירעון אבל הנקודה פה היא שבגישה בבאזל 2 מנגנון ספיגת הפסדים היה כזה שספיגת הפסדים לא היתה על בסיס עסק חי או על בסיס מצב שהבנק כבר לא עסק חי כי המטרה היתה להגן על בעלי הפיקדונות. זה לא המצב היום, הרעיון הוא שהבנק יגיע למצב עמוק בתוך PONV, הוא יהיה סולבנטי מבחינת יכול פירעון אבל לא בר-קיימא מבחינה רגולטורית ואז ימחקו את המכשירים, ימירו אותם למניות. אנחנו לא אומרים ש-PONV זה מצב של default, זה default רגולטורי ובואו נתמחר בנקודה הנכונה. 6.5% זה מאוד רחוק מהמצב הקיים.

מיכל גור

באופן כללי, מבחינה דירוגית כשמכשיר מומר הוא נכנס לדיפולט. הבנק נכנס לא לדיפולט אלא הנייר בדיפולט, מכיוון שאי התשלום/מחיקה/המרה היא בהתאם לתנאי המכשיר.

איתי רושקוביץ

בעולם senior debt היום הוא לא בהכרח default פורמאלי. תסתכלו מה שקרה בפורטוגל בשבוע האחרון, יש את נובו-בנקו, לקחו 5 סדרות של חוב בכיר של משקיעים מוסדיים, העבירו אותם לבנק הרע והכריזו שהם יקבלו את ה-recovery מהנכסים של הבנק הרע. חוב בכיר פעם ראשונה סופג הפסדים. שינו את החוזה רטרואקטיבית. הרעיון הכללי הוא שבנקים לא צריכים להחזיק רק הון רגולטורי, בנקים מחזיקים לפי כללי ה-FSP 18% מנכסי הסיכון בחוב סופג הפסדים. כלל אצבע שליש מהכרית הזו יהיה בחוב בכיר. והגישה שהולכים ליישם בכל אירופה זו הגישה הגרמנית שאומרת בוא נכפה רטרואקטיבית על אג"חים בכירים שיהיה להם מנגנון ספיגת הפסדים. לכן ההבדלים בין COCO לבין אג"ח בכיר של בנקים אירופאים מאוד מטושטשים.

אמיר ברנע

כשמודליאני ומילר כתבו את המאמר המפורסם שלהם בשנות ה-50 של המאה שעברה הם דיברו על עלות גבוהה מאוד לפשיטת רגל, אז אמרו למה אין מכשיר פיננסי שנקרא לו income bond שהוא כאילו אג"ח מהאספקט היתרונות של המינוף, אבל איננו מביא למצב של פשיטת רגל פורמאלית

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ולכן מונע את העלות של פשיטת רגל. ממש COCO. למה זה לא התפתח? ואז אמר מרטון מילר את המשפט הבא: "כי יש להם ריח של מוות".

יניב אבדי

שיקול הדעת שיש למפקח האמפריקה מראה שהמרווחים גבוהים יותר כשאין שיקול דעת. כלומר, כשיש שיקול דעת ב-COCO המשקיעים דורשים תשואה גבוה יותר. לגבי המכשיר הספציפי בבנק לאומי צריך לזכור שיש שם אופציה מיוחדת - אופציית פירעון מוקדם שזאת זכות עודפת שיש לבנק על פני המשקיעים.

שרון גור

ה-COCOs כשהם מונפקים משרתים את ההון שלנו עד לחמש השנים האחרונות שלהם שבהן הם מופחתים ב-20% לשנה. כמעט כל הבנקים בעולם כשמנפיקים מנפיקים ככה. כלומר, בחמש השנים הראשונות משרתים את ההון ב-100% ובתום 5 שנים קוראים למכשיר ואז מוציאים סדרה אחרת במקומה כדי שוב לשרת ב-100%.

שלומי שוב

אבל בגלל שהאופציה שלכם אז כשהמוסדיים ואנשי המימון מתמחרים הם צריכים לתמחר לפי 10 שנים.

אמיר הסל

צריך להיות נסיבות מאוד קיצוניות שהוא לא יפדה. רוב הניירות בחו"ל יש להם כאלה תנאים ויש להם הסתברויות שונות למקרה שיקראו להם או לא יקראו. היום ניירות ותיקים למשל הפכו ללא יעילים מבחינת הון כי כיום רק ה-COCO מחליף את כל האחרים אז כולם נסחרים בהסתברות מאוד גבוהה שהם יפדו. בהינתן עולם חצי נורמאלי רוב הסיכויים שהניירות האלה יפדו. בתמחר שמו 10 שנים, אני הולך לשמרנות אבל אתה צריך להניח שה-duration יהיה יותר קצר.

זאב נהרי

בנק ישראל יכול לשנות את כללי המשחק. אל תשכחו שהמטרה העיקרית זה יציבות המערכת הבנקאית. אשראי הצרכני היום הוא במשקל 75%. ברגע שיראו שיש התפתחות יותר מידי מדאיגה יכולים להחליט שזה 100%. כמו כן, יש דברים שלא בשליטה. מחר הריבית עולה, תיק הזמין

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

למכירה חוטף בהון בלי שאף אחד עושה משהו. בבנק לאומי ב-Q2 2009 היתה קרן ההון השלילית קרוב ל-3 מיליארד שקל ומזל שאז זה לא היה חלק מהלימות ההון.

לעשות הערכה של מכשיר זה מסובך מה גם שלא הכל פרוס. כשמשווים הלימות הון היום בין שני בנקים ושניהם בערך 9%, זה ממש לא אותו דבר, כל הלימות ההון היא על נדבך אחד בלבד. בבנק לאומי על סיכוני שוק אין כמעט הקצאת הון, כי כל הקצאת ההון בגין סיכוני שוק זה בנדבך 2. אין גילוי על הלימות ההון המלאה. יש גילוי על יחס הלימות הון נדבך 1 בלבד. אני מניח שאם אתה לוקח בנק כמו מזרחי לעומת לאומי ופועלים, אני בטוח שבנדבך 2 לבנק לאומי ופועלים יש מיליארדים של הון שהם צריכים ובנק מזרחי פחות כי אין לו ריכוזיות נדל"ן וכו'. אין גילוי בדוחות הכספיים לא רק בישראל. ציבור המשקיעים לא יודע. סומכים על זה שהמפקח על הבנקים הוא קובע לכל אחד מהבנקים איזה מספר שנותן ביטוי גם לזה. אבל זה לא שקוף ואנחנו לא יודעים מה עומד מאחורי זה – למה בבנק א' זה ככה ובבנק ב' זה אחרת.

גם באירופה אין גילוי, הלימות ההון שם אבסולוטית הרבה יותר גבוה אבל חישוב נכסי הסיכון שונה לגמרי. במשכנתאות כשהתחיל הנושא של באזל 2 משקל הסיכון היה 35%. כתוצאה מבעיה כלכלית משקית שבנק ישראל רצה להלחם או לבלום את התפתחות הלוואות לדיור התחיל להכביד. מ-35% זה הלך וגדל והיום בממוצע למשכנתאות זה 60% או משהו כזה. עשינו חישוב אצלנו בכמה שינוי הרגולציה הפחית את הלימות ההון וזה בין אחוז לשני אחוז.

אמיר ברנע

אתה מכניס לחוזים פיננסים את נושא הלימות ההון ושם מופיע תנאי הטריגר במונחים של הלימות ההון. ואתה אומר שהלימות ההון לא רק שהיא תלויה ברגולטור אלא גם המספרים האמיתיים כלל לא מדווחים.

זאב נהרי

הלימות ההון הכוללת שכל בנק חישב לעצמו לא שקופה וכשהציבור משווה את יחסי הלימות הון בין שני בנקים ומקבל את אותו מספר אבסולוטי זה לא אותו דבר. אם מחר אחד בנקים עושה שינוי בפרדיגמה העסקית ועובר יותר לליווי בניה, כתוצאה מכך הריכוזיות שלו גדלה והוא צריך יותר הון בנדבך 2, בנדבך 1 לא קרה שום דבר. קחו את נושא הסייבר,

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אתה צריך להקצות הון עבור סיכון הסייבר. מחר חס ושלום קורה משהו אני בטוח שבנק ישראל יגיד הקצתם רק 5 מיליון? צריך עשרות מיליונים בשביל הדבר הזה.

שרון גור

זאב צודק שאנחנו לא משקפים את ניתוח התרחישים לציבור אבל בדוחות הבנקים נדרשו להציג יעד דיפרנציאלי – מעל 9% או 10% כמה הם מתכוונים להחזיק הון כדי לעמוד בכל הסיכונים שהם חושבים שעומדים מולם. כמובן שהדיאלוג הזה עם בנק ישראל על היעד הדיפרנציאלי של הבנקים זה מסמך ה-ICAAP שיוצא עם פריסה של כל הסיכונים שעומדים בפני אותו בנק כולל התרחישים, כולל הכריות, כולל הריכוזיות, כולל כל הסוגים של הנושאים שיכולים להשפיע על הלימות ההון של אותו בנק. במסגרת הדיאלוג הזה באמת הוחלט מהו היעד הדיפרנציאלי של כל אחד מהבנקים.

ערן צימרמן

לדעתי חוסר הודאות הרגולטורית הוא בכיוון של הרחקת האופציות מהכסף. כלומר רוב השינויים הרגולטורים בתקופה האחרונה הם העלאה של דרישות ההון. אם בנק היום ב-10% דרישת הלימות הון, והטריגר הוא 5% ומחר בנק ישראל יעלה את זה ל-11% כאשר הבנק יהיה ב-11% האופציה תהיה יותר רחוקה מהכסף מאשר היום. גם אם השקלולים משתנים עדיין בכל שינויים שבהם בנק ישראל נהיה יותר שמרני, אולי יש תקופת מעבר קצרה אבל בתום השינוי האופציה של המכשירים האלה מתרחקת מהכסף.

זאב נהרי

כשאתה נוגע בטריגר הקוקו הופך ל- tier1 אוטומטית. בתרחיש קיצון הקוקו הוא tier1. בתרחיש קיצון ה- COCO הוא בעצם tier1.

שלומי שוב

בואו נדבר קצת על חשבונאות. מבחינת ה-IFRS, עולה השאלה ראשית האם זה מכשיר מורכב? ושנית, במידה ולא, האם צריך להפריד בו נגזר משובץ? אם מסתכלים על האג"ח של לאומי, ב- COCO של מזרחי ברור שאין מכשיר מורכב כי זה מחיקה, אבל באג"ח של לאומי יש מספר משתנה של מניות אז לפי הכללים של IFRS אם זה מספר משתנה אז זה לא יכול להיות הון. השאלה היא האם חשבונאית צריך להפריד את הנגזר משובץ. ובכלל עולה שאלה מהו הנגזר המשובץ כי תיכן כאן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יותר מווריאציה אחת. אם אתה מפריד את הנגזר המשובץ מהחווזה המארח, החווזה המארח מטופל לפי עלות מופחתת והנגזר המשובץ צריך להימדד כל רבעון לפי שווי הוגן. עולה שאלה האם בכלל זה נגזר שצריך להפריד אותו, האם זה בכלל עומד בהגדרת נגזר. בהגדרת נגזר אם נכס הבסיס שלו הוא משתנה לא פיננסי שתלוי באחד הצדדים לחווזה לא צריך להפריד אותו. כעקרון, הגישה הפרקטית הרווחת היום היא לראות ביחס הלימות הון כמשתנה לא פיננסי גם כמדובר בבנק שמאזנו מורכב בעיקר ממכשירים פיננסיים ולכן למרות שמבחינה כלכלית אין ספק שיש כאן נגזר שצריך לתמחר אותו הרי שלא צריך להפריד אותו כנראה מבחינה חשבונאית.

דני ויטאן

בנושא של IFRS השאלה היא תיאורטית כי בארץ לא ישתמשו בזה. יהיו גופים אולי ציבוריים שישקיעו באג"ח הזה ואם גוף שישקיע באג"ח הזה יסווג אותו בתיק הזמין למכירה הוא יצטרך להתמודד עם שאלה של הפרדה של נגזר אם הוא לא ייעד אותו לשווי הוגן דרך רווח והפסד. לגבי המשתנה הספציפי אתה צודק יש משתנה ספציפי ששייך למנפיק אבל זה לא המשתנה היחיד שמשפיע על השווי. יש פה שני 'אנדר-ליינס' בהמרה למניות. משתנה אחד שהוא לא פיננסי ויש משתנה נוסף שהוא כן פיננסי - שווי המניות. יש עוד משתנה שזה שווי נכס הבסיס כי זה לא מחיר המרה קבוע, זה המחיר של אגרת החוב שצריך לוותר עליו כדי לקבל את המניות וזה משתנה פיננסי נוסף. זה לא כמו אופציה רגילה שיש מחיר מימוש קבוע, פה מחיר המימוש זה הויתור על מכשיר החוב.

גיא טביביאן

בפרקטיקה באירופה לקחו פרשנות של משתנה לא פיננסי של אחד הצדדים לעסקה והתעלמו כאן מנגזר במכשירים האלה שהבסיס הוא מכשיר התחייבותי שיש קרן שחייבים לשלם וריבית. ורק בקרות אותו אירוע יש המרה למניות. במקרה הזה אני חושב שהטיפול הנכון יותר הוא כן להפריד נגזר משובץ וב- IFRS יש אפשרות לייעד את כל המכשיר לשווי הוגן ולא להפריד את הנגזר המשובץ ואז התוצאה שיוצאת היא שהנגזר הזה הוא נכס במנפיקה וככל שמתקרבים לאירוע השווי שלו עולה.

שלומי שוב

אם אני משקיע ב-COCO של לאומי שמיישם IFRS לדוגמא חברות ביטוח בנוסטרו אז הכי פשוט לי זה לייעד הכל לשווי הוגן לרווח והפסד.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דני ויטאן

היבט נוסף שחשוב להבין לגבי ייעוד לשווי הוגן דרך רווח והפסד בצד של מנפיק החוב הוא מה שקרה בתקופת המשבר הפיננסי ב 2008 כאשר שווי השוק של הרבה נכסים נפלו בעוד שמוסדות פיננסיים שיעדו התחייבויות לשווי הוגן דרך רווח והפסד הראו רווחים עצומים מירידת שווי של חובות, שלא רק הגדילה את ההון אלא גם הגדילה את הרווח ברווח והפסד. ב- IFRS 9 קבעו שכל השינוי בשווי שמיוחס לסיכון האשראי ייזקף להון אבל לא דרך רווח והפסד אלא דרך ה- OCI וגם האמריקאים יפרסמו בחודש הקרוב תיקון דומה שיעביר את השינויים בשווי דרך ה- OCI.

שלומי שוב

אני חושב שמדובר בשינוי מבורך של האמריקאים. טוב שהם מוכנים לוותר קצת על האגו וללכת אחרי ה- IFRS. אני דווקא חושב שזה רק יכול לחזק את האינטרס של הבנקים לבחור בכך.

איתי גוטליב

המכשיר הזה ה- COCO שאולי מסורתית לא צריך להפריד אותו, בראיה של חברות אמריקאיות מייצר את הבעיות הכי גדולות. מכשיר דומה קיים בארה"ב החל משנות ה- 2000. התקנות החשבונאיות נובעות מכך שהחשבונאות האמריקאית, ה- FASB, אמר שההפרדה למרכיב הנגזר אני מיישם אותו לראשונה באג"ח מסוג של COCO. אם אני מגיע לרמה של נגזר והרמה של הנגזר דומה ל- IFRS מבחינת ה- fixed for fixed, יש לי דרכים בארה"ב לאפשר התאמות למחירים שלא ייחשבו ל- fixed for fixed. כמו כן, באג"ח COCO יש תרחישים של המרה ועולה שאלה אם אני מתייחס לזה כמרכיב המרה אחד או כארבעה תרחישים עם 4 אופציות בפנים שזה יכול להגיע למסקנה שיש לי נגזר משובץ שמוצג בשווי הוגן או שלא. למכשירים האלה יש מרכיב שנקרא may call provision שמאפשר במצבים מסוימים המרה מוקדמת במחיר שהוא שונה מהמרה רגילה. זאת שאלה חשבונאית איך אני מתייחס, האם זה הופך את זה לנגזר וגורם שיעבור הכל דרך רווח והפסד. ולכן אני אומר שהמכשירים האלה הם מייצרי תקלות הכי גדולים בתקינה האמריקאית. נקודה נוספת, כל מה שהוא tier1 תחת IFRS יכול להגיע למסקנה כל עוד יש אפשרות להימנע מתשלום מזומן אפשר להגיע למסקנה שזה הון ויש כאלה מכשירים באירופה שהם מסווגים כהון, לא הון עצמי אבל הון. בארה"ב, בתקינה האמריקאית, ברגע שקראת למכשיר DEBT בהגדרה הוא לא יכול להיות הון. האמריקאים עשו את ה- COCO בצורה אחרת כדי שהוא ייחשב כ- tier1

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כהנפקה של מניות בכורה עם אפשרות המרה למניות רגילות בתרחישים מסוימים. ואז מכשירים שהם בנויים בצורה כזו כן יכולים להפך להון גם תחת תקינה אמריקאית.

הילה קונפורטי

אנחנו משקיעים פוטנציאלים במכשירים כאלה ומנפיקים פוטנציאלים של מכשירים כאלה אז כמובן שמבחינת ניהול ההון אני אשמח להנפיק את המכשירים האלה ושמישהו יקנה אותם בכפוף להבנה שלי של המשמעות שהיא בעיני המרכזית של השפעה מוניטיבית של נגיעה בטרז'ר. כי אם הרעיון שיהיה לי מכשיר שמשקיעים מתוככמים שמבינים אותו החליטו לקנות אותו ובנגיעה בטרז'ר יגדיל לי את ההון אז אני בטח שמחה על זה. אבל השאלה אם זה הסיפור שיהיה, האם הנגיעה בטרז'ר תגדיל לי את ההון ומשם אני אמשך את עסקיי כרגיל או שזה יצור מפולת של ירידות דירוגים, קרוס-דיפולט, פגיעה מוניטיבית בביזנס, צריך להבין לפני שנכנסים לשם. בכובע של משקיע כמובן חשוב לי שהסיכונים יוערכו נכון, שהתמחור יהיה נכון ושתהיה הקורלציה עם דברים אחרים שיש בתיק. הדבר שמטריד בהשקעה במכשירים מהסוג הזה זה שהם בדיוק בקורלציה עם כל השאר ואז אם זה לא מוסיף לי פיזור לתיק זה בעייתי וזה גם צריך לבוא לידי ביטוי מבחינתי.

מאיר סלייטר

יש לנו ניירות של שלושה בנקים שכבר הנפיקו ניירות שלא קוראים להם COCO אבל לפי ההוראות של ה-COCO הם אותם רמת הון. כל הניירות שכבר יש היום, שטרי הון של פועלים ודיסקונט חלקם הם רובד 1 וחלקם הם רובד 2. אלה שהם רובד 1 – הם נחותים מה-COCO והם נסחרים בעד מרווח של 1.5%-1.8%, יש נייר אחד של דיסקונט שכשהוא הונפק בשיא המשבר הוא הונפק ב-9% ריבית והוא בנוסטרו שלהם. היום המרווחים במרדף אחרי התשואה של המוסדיים והציבור נסחרים במרווחים מאוד נמוכים של עד 1.8%. גם תהיה משמעות שהנייר של מזרחי לא סחיר והנייר של לאומי כן סחיר. כי במצב הנוכחי המרדף אחרי תשואה עשוי להביא את הניירות למרווחים מאוד נמוכים שלא יסקפו בכלל אפילו לא את ה-3% הזה של מזרחי, יהיו שם מרווחים להערכתנו נמוכים. וכשאנשים יבינו שהניירות שהם מחזיקים של פועלים ודיסקונט הם דומים לניירות האלה של ה-COCO אז צריכה להיות איזושהי קורלציה שלא נמצאת היום. מבחינת התמחור אני מעריך שיהיה תמחור יתר כמו של כל שוק החוב שלא מתומחר באופן קורלטיבי לשוק האקוויטי. יהיה מרדף אחרי תשואות ותשואות ירדו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

צבי, מה הסיכום שלך לדיון?

צבי וינר

יש לי רק הצעה אחת לרשות נירות ערך – על התשקיף של הדברים האלה, על דף הכריכה בכותרת שירשמו "אל תדאג יהיה בסדר".

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il