

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש ינואר 2015¹:

“בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג”ח COCO - תמחור והשלכות”

א. רקע

ה-Coco (Contingent convertible Capital Instrument) הינו מכשיר פיננסי חדש יחסית שנוצר לאחר המשבר הפיננסי ב-2008, כאשר ההנפקה הראשונה של מכשיר זה הייתה בשנת 2009 על-ידי Lloyds Bank². למרות שמדובר על שוק קטן יחסית בהשוואה לחוב הבכיר של הבנקים (Senior debt) ולכתבי התחייבות הנדחים (Subordinated Debts) מדובר על שוק צומח וגדל. כך למשל, מיוני 2009 לספטמבר 2013 הונפקו על-ידי תאגידים פיננסיים למעלה מ-70 מיליארד דולר של Cocos (בהשוואה להנפקה של למעלה מ-550 מיליארד Subordinated Debts Non-Cocos) ולמעלה מ-4.1 טריליון דולר Senior unsecured debt באותו הזמן³. בשנים 2009-2014 כ-80% מהנפקות של ה-Coco בוצעו על-ידי בנקים אירופאיים, כאשר הבנקים האנגליים היו האקטיביים ביותר בשוק ולאחריהם הבנקים השווייצרים⁴.

נתונים מעודכנים⁵ מראים שבשנת 2014 היקף ההנפקות של Coco (175 מיליארד דולר) היו יותר מפי 3 בהשוואה לשנת 2013 (שבה היקף הנפקות היה כ-51 מיליארד דולר). יחד עם זאת, ההנפקות ב-9 חודשים הראשונים של שנת 2015 ירדו בכ-44% בהשוואה לשנת 2014 (השוואה לפי Year to Year) והערכות מודיס הן כי היקף הנפקות בשנת 2015 יגיע לג-105 מיליארד דולר.

לאור מאפייניו הייחודיים של ה-Coco (המאפשר מחיקה של החוב להון הבנק או ללא פיצוי כלל במידה וטריגר כזה או אחר מופעל) ממשלות מעודדות את הנפקתו מאחר ומכשיר זה מאפשר להעביר את הסיכון מהממשלות הנאלצות לסייע לייצוב הון הבנק במצב משברי (כפי שראינו במשבר 2008 אם באמצעות מתן ערבויות, אם באמצעות הלאמה ואם באמצעות הזרמות הון לבנק) למחזיקי ה-Coco. זאת במקביל לאימוץ החקיקה ליישום ה-BRRD, במדינות אירופה אשר לפיה, מחיקה של 8% מהתחייבויות הבנק הנה מנדטורית לפני סיוע ממשלתי⁶.

¹ חומר הרקע הוכן כמצע ראשוני לדיון בפורום שווי הוגן בלבד. אין להסתמך על המידע בחומר הרקע, לרבות הנתונים המספריים שבו, לכל מטרה אחרת מלבד לצורך הכנה לדיון בפורום, לרבות שלא למטרות השקעה.

² Lloyds exchange offer – November 2009

³ CoCos: a primer, BIS Quarterly Review, September 2013 43

⁴ Contingent Convertible Bonds (Cocos) Issued by European Banks, NR. 19 | 2014

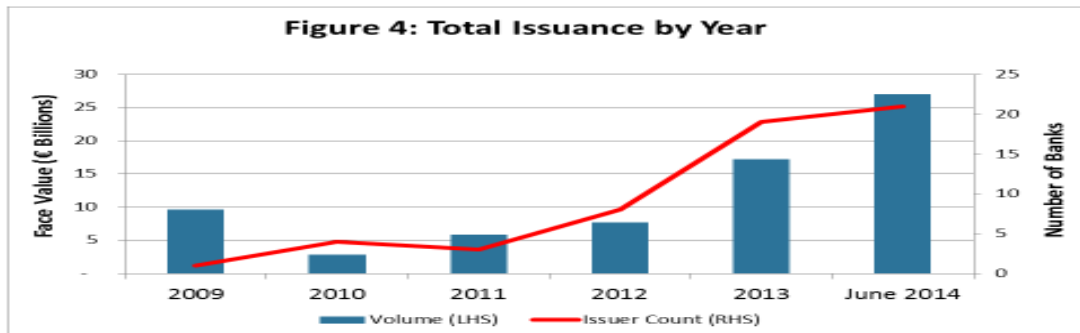
⁵ Global Credit Research - 24 Sep 2015, Announcement: Moody's: Global issuance of contingent capital instruments drops by 44% year-on-year in first nine months of 2015

⁶ EU Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD): Frequently Asked Questions, Brussels, 15 April 2014

תכנית בחשבונאות

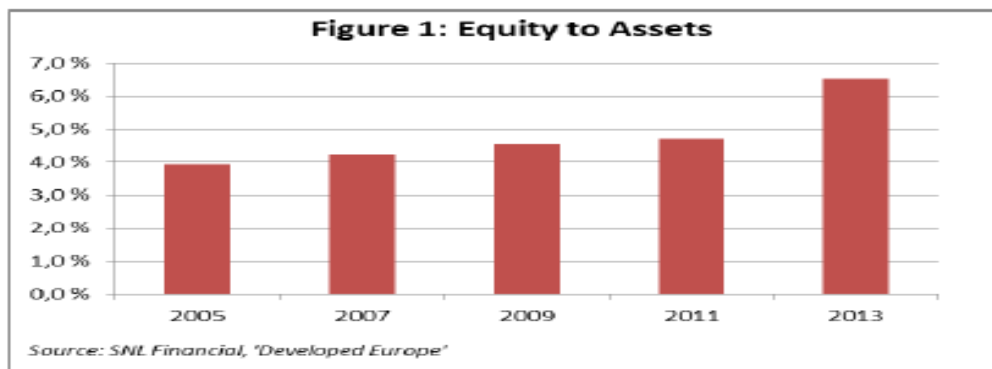
”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

להלן התפתחות היסטורית של גיוסי ה-Coco באירופה משנת 2009 ועד יוני 2014:



הטיפול הרגולטורי של ה-Coco בהתאם לבאזל 3⁷ מהווה מאיץ מרכזי בהנפקות של מכשירים אלו, כך שתחת הוראות באזל 3 מכשירים אלו יכולים להיות מסווגים AT1 (additional Tier1) או T2 (Tier2) וזאת מחלק מהמגמה (הנובעת מדרישות של באזל 3 כאמור) להוריד את יחסי המינוף של הבנקים.

להלן התפתחות ביחסי המינוף של הבנקים בשנים 2005-2013:



בהתאם להוראות באזל 3 הדרישה באשר לטריגר המינימלי (במונחים של CET1/RWA) מ-Coco כדי שיהיה מסווג כ-AT1 הוא 5.125% וכתוצאה מכך קיימת מגמה הולכת וגדלה של הנפקת מכשירים עם שיעור ספציפי זה. הנחיה אחרת מדברת על אורך החיים של המכשיר, כאשר הנחיות באזל קובעות שעל-מנת שהמכשיר יסווג ב-AT1 הוא חייב להיות נצחי (ללא מועד פירעון), דבר המסביר מדוע רוב המכשירים שהונפקו היו ללא מועד פירעון. יתר ה-Coco מסווגים כ-T2 בהתאם

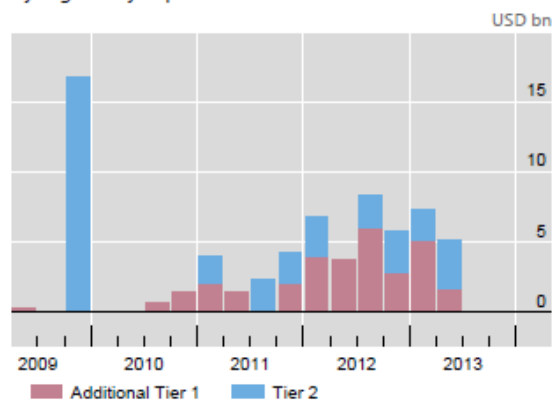
⁷ Basel Committee on Banking Supervision (2011): Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, June

תכנית בחשבונאות

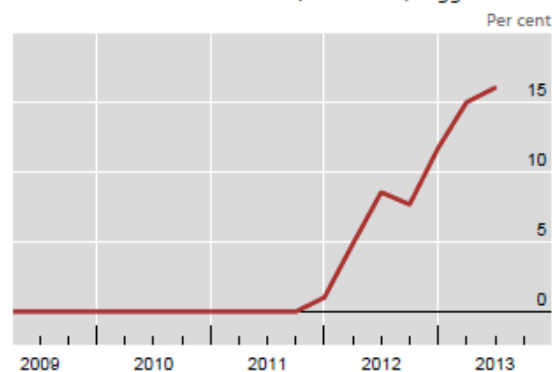
“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

לבאזל 2 ותקופת החיים שלהם לרוב היא 10 שנים. העמידה בדרישות באזל 3 יכולה להיות מושגת הן באמצעות מנגנון של המרה כפויה של החוב למניות הבנק והן באמצעות מחיקה של החוב (במצב שהטריגר מופעל) עם זאת משנת 2013 יותר ממחצית ה-Coco שהונפק היה מסוג מחיקת הקרן (לצורך ספיגת הפסדים של הבנק).

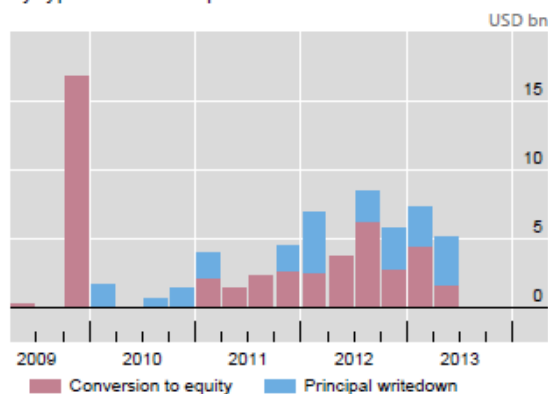
By regulatory capital classification



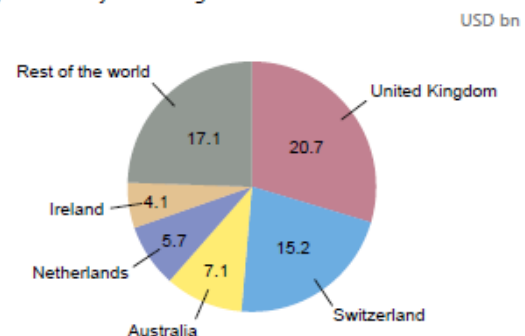
Ratio of CoCos with a 5.125% (CET1/RWA) trigger level¹



By type of loss absorption mechanism



By nationality of issuing bank



¹ Ratio of the volume of CoCos with a 5.125% (CET1/RWA) trigger level to the volume of all issued CoCos.

Sources: Bloomberg; Dealogic; authors' calculations.

ב. מבנה המכשיר

ה-Coco הינו מכשיר הוני היברידי אשר סופג הפסדים בהתאם לתנאים החוזיים שלו וזאת כאשר הון הבנק נופל מתחת לרמה מסוימת. ה-Coco בנוי כך שיעמוד במטרתו העיקרית – להיות זמין כמקור להון הבנק בתקופות משבר.

בכדי לעמוד במטרתו זו הוא נדרש לכלול שני מאפיינים עיקריים:

1. ה-Coco סופג הפסדים באופן אוטומטי לפני או בנקודה של insolvency.

תכנית בחשבונאות

”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

2. הפעלת המנגנון של ספיגת ההפסדים (Loss absorption mechanism) חייב להיות פונקציה

של רמת ההון הבנקאי.

לכל Coco יש שני מאפיינים מרכזיים מגדירים אותו :

(1) Loss absorption mechanism

(2) Trigger Level אשר מפעיל את המנגנון.

ה-Coco יכול לספוג הפסדים אם באמצעות המרתו להון מניות הבנק או/ו מחיקת הקרן, חלקה או כולה (PWD- Principal write-down).

מאפיינים מרכזיים של ה-Coco		
מכשיר מארח	Trigger*	Loss absorption mechanism
בכיר	Mechanical	Conversion to Equity
Tier1	Book Value (accounting Value)	מספר מניות משתנה
Tier2	Market Value	מספר מניות משתנה עם רצפת מחיר
	Discretionary	מחיר מניה קבוע מראש
		Principal Write-Down
		מחיקת קרן זמנית / קבועה
		מחיקת קרן חלקית / מלאה

*הטריגר יכול להיות משולב (שיקול דעת ומכני).

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ה-Trigger

אחד המאפיינים המרכזיים של ה-Coco הוא הגדרת הטריגר (הנקודה שבה מנגנון ספיגת ההפסדים מופעל). ה-Coco יכול להכיל אחד או יותר טריגרים. כאשר במצב של ריבוי טריגרים, המנגנון מופעל כאשר אחד מהטריגרים מופר. הטריגר זה יכול להיות מכני (כלומר להיות מופעל על-ידי יחס מספרי ספציפי) ויכול להיות מופעל לאחר שיקול דעת של רגולטור. כאשר טריגר הוא מכני הא מופעל כאשר ההון העצמי של הבנק נופל מתחת לשיעור מוגדר של Risk-Weighted assets (RWA). טריגר שיקול הדעת (מכונה גם PONV – Point of non-viability) מופעל על-ידי הרגולטור כאשר האחרון מאמין שפעולה כזו יכולה למנוע חדלות פירעון של הבנק (במיוחד במצבים בהם יש פיגור בהפעלת הטריגר המכני או באמינותו (בעיקר Book Value Trigger).

מנגנון ספיגת ההפסדים (Loss absorption mechanism)

המנגנון של ספיגת ההפסדים יכול להיות לשפר את הון הבנק באמצעות אחד משני הדרכים הבאות:

(1) המרתו של ה-Coco להון הבנק (CET1 – Common Equity Tier1). שיעור ההמרה (conversion rate) יכול להיקבע בהתבסס על: (א) מחיר המניה במועד הפרת הטריגר (ב) מחיר מניה מוגדר (ג) שילוב בין השיטות (א) ו-(ב).

(2) על-ידי מחיקת הקרן של ה-Coco (PWD) כולה או חלקה. מחקר משנת 2013 מראה כי מרבית ה-Coco הונפק עד 2013 היה עם מחיקה מלאה של הקרן.⁸

ג. דירוג המכשיר

אחת השאלות המהותיות ביותר בהנפקת אג"ח בכלל ובהנפקת מכשיר ה-Coco בפרט הוא מה דירוג האשראי של המכשיר מאחר ודירוג זה יכול לסייע בפני המשקיעים לתמחר את רמות הסיכון של המכשיר וכפועל יוצא לדרוש תשואה הולמת לסיכון.

בהתאם למתודולוגית S&P לדירוג מכשירים היברידיים של הבנקים⁹, דירוג האשראי של מכשירים אלו הוא בגישת forward-looking opinion אשר מביאה בחשבון את הסיכון לספיגת ההפסד מחד ומאידך את הנחיתות של המכשיר (מול יתר המחויבויות של המנפיק). מתודולוגיית הדירוג הוא

⁸ Lloyds exchange offer – November 2009

⁹ Bank Hybrid Capital And Nondeferrable Subordinated Debt Methodology And Assumptions, JANUARY 29, 2015

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בעצם תהליך של notch down מדירוג החוב של המנפיק (ICR). למעט חריגים, לפי S&P, הדירוג של מכשירים היברידים נדרש להיות 2 notches של המנפיק, אם דירוג המנפיק הוא BBB או גבוה מכך או 3 notches אם דירוג המנפיק הוא BB או נמוך מכך. לעניין notch בדירוג במונחי תשואה ראו נספח א'. המדריך של S&P מניח כי הדירוג צריך להיות תחת ההנחה שהמשלה לא תסייע בכיסוי החוב (במצב משברי) לטובת מחזיקי ה-Coco. בנוסף, כחלק מהדירוג הספציפי של המכשיר יש להביא בחשבון את מאפייני ספיגת ההפסד (טריגר, וכן את מאפייניו ההוניים (אפשרויות דחייה, המרה ומחיקה) יביאו לדירוג נמוך יותר).

מחקר¹⁰ משנת 2013 מצביע על מספר גורמים הדוחקים משקיעים מסורתיים (כמו קרנות הפנסיה וחברות ביטוח) להשקיע ב-Coco. בין היתר, מציין המחקר כי לא כל ה-Coco מדורגים (למעלה מ-50% לא מדורגים) והסיבות לחוסר הרצון של חברות הדירוג לבצע דירוג על מכשירי ה-Coco הן:

(1) הטרוגניות בטיפול הרגולטורי של ה-Coco במדינות שונות מוביל למתודולוגיה לא אחידה בדירוג.

(2) לטריגר עם שיעור המרה גבוה יש פוטנציאל לשנות את ההיררכיה (עדיפות) של המשקיעים.

(3) טריגר שיקול הדעת גורם לאי-וודאות בהערכות דבר המקשה על תהליך הדירוג.

להלן נתונים אמפיריים שלדירוג האשראי של Coco המסווג כרובד¹¹ בהתאם למחקר שבוצע על-ידי מדרג אחר (מודיס) מספטמבר 2015

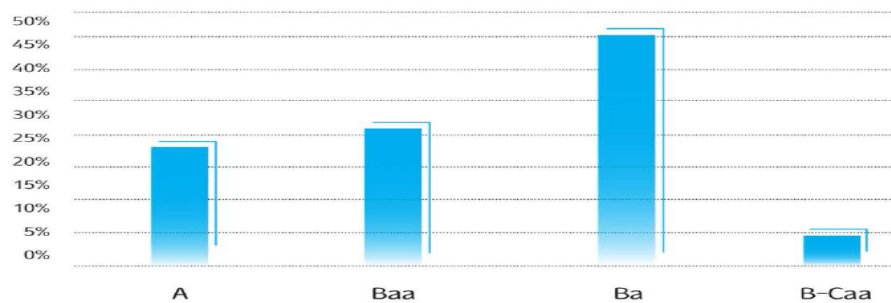
¹⁰ CoCos: a primer, BIS Quarterly Review, September 2013 43

¹¹ בנק לאומי מצגת למשקיעים, דצמבר 2015

תכנית בחשבונאות

”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

התפלגות דירוגים בינלאומיים לאג”ח מסוג CoCo חבד 2, בעת הנפקה



Source: "Global Banking - Moody's Quarterly CoCo Monitor," Moody's Investor Services, 24 September 2015

ד. תמחור המכשיר

מחקרים הצביעו על העובדה כי לא ניתן לגוון את תיק השקעות ולשפר את פיזור התיק באמצעות מכשירי חוב של הבנקים (כמו CoCo) זאת לאור העובדה כי משבר פיננסי או/ו מצוקה פיננסית של בנק (בשונה ממשבר טבעי) הינם אירועים אשר מתואמים עם מחזורי עסקים⁽⁶⁾.

יחסי הגומלין בין בעלי המניות לבין מחזיקי ה-Coco

על-מנת לנתח את ה-Coco נדרש לזהות את מפת האינטרסים ובמיוחד את הקונפליקטים בין בעלי המניות של הבנק לבין מחזיקי ה-Coco.

ראשית, בניתוח יחסי הגומלין בין שני בעלי עניין אלו ניתן לזהות כי האינטרס שלהם מתנגשים כאשר מביאים בחשבון את Trigger Level. Trigger Level נמוך מעניק תנאים עדיפים למחזיקי ה-Coco על-פני בעלי המניות מאחר והסיכוי להפעלת הטריגר נמוך יותר ולכן הסיכוי של בעלי ה-Coco לספוג הפסדים יורד. יוצא אפוא, שעבור YTM נתונה, בעלי המניות מעדיפים טריגר גבוה מאחר ובעלי ה-Coco יהיו קרובים יותר לספיגת הפסדים. מכאן, שניתן להניח שהתשואות CoCo בעלות טריגר גבוה הינן גבוהות בהשוואה ל-Coco בעלות טריגר נמוך.

כמו-כן, קיים קונפליקט בין מחזיקי ה-Coco ובעלי המניות גם בעניין PONV טריגר. כאמור בנקים אשר מנפיקים CoCo מעדיפים לכלול טריגר זה תחת הוראות באזל 3 לעומת מחזיקי ה-Coco אשר

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

מעדיפים מכשירים ללא טריגר זה. הסיבה לכך היא שתחת הנחה שיתר התנאים דומים, Coco עם טריגר זה הוא בעל הסתברות גבוה יותר שהמנגנון ספיגת ההפסדים יופעל (ומכאן שהתמחור של Coco בעל טריגר זה נדרש להיות גבוה יותר מאשר Coco דומה ללא טריגר זה).

גם בעניין מנגנון ספיגת ההפסדים בעלי המניות ובעלי ה-Coco נמצאים בקונפליקט. בעלי המניות יעדיפו PWD Coco מאחר וסוג של Coco לא ידלל אותם מחד ומאידך מסיט את עלות ה-Financial Distress על בעלי ה-Coco. לחילופין, בעלי ה-Coco יעדיפו CE clause על-פני PWD clause, מאחר והם מקבלים פיצוי יחסי (בצורת מניות) על מחיקת החוב אליהם.

ממצאים אמפיריים

במסגרת מחקר שבוצע על-ידי BIS⁽¹⁾ (באשר להנפקות מיוני 2009 ליוני 2014), נמצא שתשואות ה-Coco עקיבות עם מבנה ההון של הבנק, כך שמאחר וה-Coco הן נחותות מיתר מכשירי החוב הנחותים של הבנק (מאחר והן סופגות הפסד ראשונות), התשואה הממוצעת של ה-Coco (Yield to Maturity – YTM) במועד ההנפקה נטו להית גבוהות יותר מיתר מכשירי החוב של הבנק המנפיק. נמצא כי ה-YTM של סדרה חדשה של Coco גבוהה בממוצע ב-2.8% מ-Non-Cocos Subordinated Debts ובכ-4.7% גבוהה יותר מ-Senior unsecured debt. במסגרת אותו מחקר נמצא כי תשואות ה-Coco נטו להיות גבוהות יותר מאשר מכשירי חוב בדירוג גבוה של אותו מנפיק וממצאים אמפיריים מראים שהמרווח (Spread) של ה-Coco מעל Subordinated Debt תלוי בעיקר משני גורמים ב-Coco: (1) Trigger Level (2) מנגנון ספיגת ההפסדים (Loss absorption mechanism). נמצא כי PWD Coco נטו להיות עם YTM גבוהה יותר במועד ההנפקה מאשר CE Coco. בממוצע ה-YTM של PWD Coco גבוהות ב-3.9% מאשר Non-Cocos Subordinated Debts של אותו בנק מנפיק בהשוואה ל-2.5% של CE Coco. עוד נמצא כי Low-trigger Coco נטו להיות עם פרמיית YTM נמוכה יותר במועד ההנפקה מאשר High-trigger Coco. ה-Spread הממוצע של High-trigger Coco על פני Subordinated Debts הוא 3.6% לעומת 2.5% של Low-trigger Coco. הלכה למעשה, יחסי הגומלין בין בעלי המניות של המנפיק ושל מחזיקי ה-Coco שתוארו קודם לכן, אכן מביאים שה-Coco הכי פחות יקר בהנפקה הוא זה הכולל את המאפיינים של Low-trigger ו-CE Trigger, כאשר ה-spread הנמצא ב-Coco מסוג זה הוא 2.3% על-פני Subordinated Debts אחרים. בקצה השני ה-Coco הכי יקר בהנפקה הוא זה הכולל את המאפיינים של High-trigger ו-PWD Trigger, כאשר ה-spread הנמצא ב-Coco מסוג זה הוא 3.6% על-פני Subordinated Debts אחרים.

מרווח YTM הנצפים בהנפקה של Coco על פני Non-Cocos Subordinated bonds (באחוזים):

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

	All	Conversion to Equity (EC)	PWD
All	2.8	2.5	3.9
Low-Trigger ⁽¹⁾	2.5	2.3	4.8
High-Trigger ⁽²⁾	3.6	3.5	3.6

(1) Mechanical trigger level $\leq 6\%$ (CET1/RWA)

(2) Mechanical trigger level $> 6\%$ (CET1/RWA)

מחקר אחר¹² באשר להנפקות מינואר 2009 ועד יוני 2014 שנערך על-ידי Norges Bank (הבנק המרכזי של נורבגיה) מציין כי באותה תקופה הונפקו Cocos על-ידי 37 בנקים באירופה מ-12 מדינות שונות כאשר Face Value הכולל שלהם היה 74 מיליון אירו וכאשר הרוב הונפק מתחילת 2013. באותו מחקר נמצא כי שהתשוואות על ה-Coco היו גבוהות מ-Lower Tier2 subordinated debt, ו-spread היה 350 נקודות בסיס. במסגרת המחקר נמצאה שונות ב-Spread בין סוגי Coco שונים לבין מכשירים שונים¹³.

הטבלה להלן מציגה את ממצאי ניתוח ה-Spread של שלושת הבנקים מרכזיים :

Table 1: Average Spreads Observed in Secondary Market¹⁴

Issuer	Coco	Lower Tier 2	Senior Unsec	Coco Min	Coco Max	Coco SD	Coco Issue Date	Conversion Type
Lloyds	671	422	203	456	1162	186	November 2009	Equity Conversion
Rabobank	424	179	88	208	717	119	March 2010	Partial Perm Write Down
Intesa	903	338	243	248	2508	471	September 2010	Temporary Write Down

¹⁴ Source: Bloomberg, Basis Points over Swaps - Issuance Date until June 2014

מהטבלה ניתן לראות כי קיים Spread בין ה-Coco אל מול כל המכשירים האחרים של המנפיק.

מהגרפים להלן ניתן לראות כי ה-spread של ה-Coco נע באותו הדפוס כמו של יתר המכשירים של

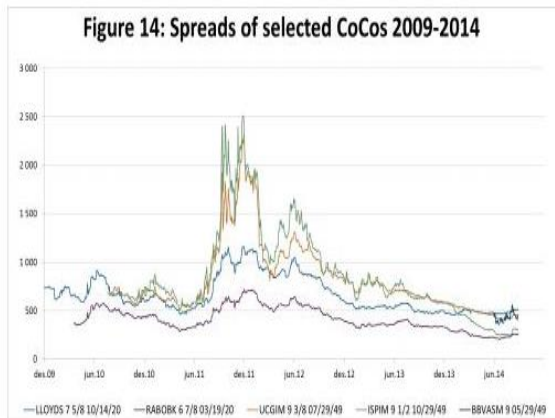
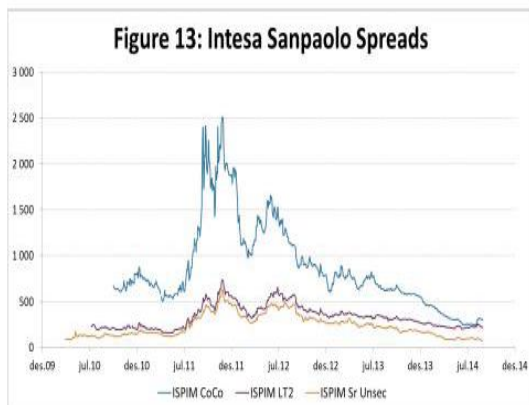
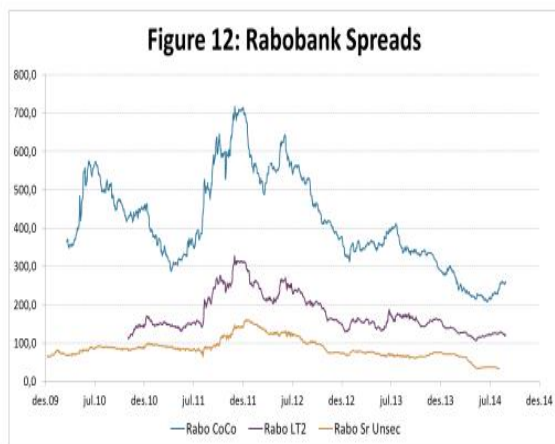
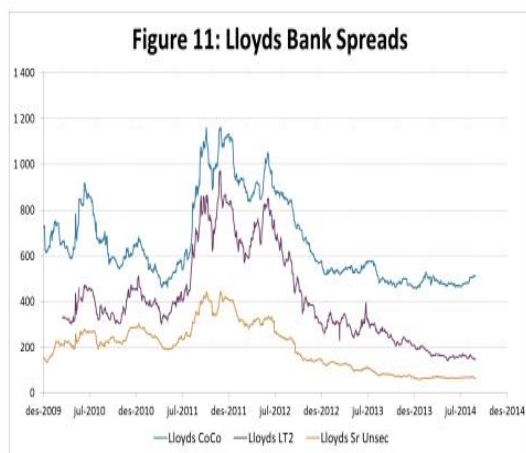
¹² Contingent Convertible Bonds (Cocos) Issued by European Banks, NR. 19 | 2014

¹³ החוקרים במחקר טענו כי למרות ששוק ה-Coco הוא שוק הולך וגדל עדין מספר התצפיות קטן יחסית. לפיכך, המחקר התמקד בשוק המשני של ה-Coco. ה-Spread בין המכשירים חושב באופן יחסי ל-Mid Swap Reference rate.

תכנית בחשבונאות

”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

אותו מנפיק, ולפיכך המחקר טוען שהתמחור של המכשירים השונים של אותו מנפיק נדרש להיות רק בהתאם להפסד הצפוי של כל מכשיר במצב של דיפולט. כמו-כן, נמצא כי התנהגות ה-Spread של ה-Coco בין מנפיקים שונים היא דומה (גם כאשר הסתברות לדיפולט בין המנפיקים שונה או/ו שדירוג הסיכון של המנפיק משתנה).



באמירת אגב באשר לשוק המשני, יש לציין כי נמצא שה-Coco מתואם יותר עם Spread של Subordinated Debt אחרים של אותו מנפיק על-פני CDS Spread ומחיר המניות של המנפיק.

ה. המודל המימוני

ה-Coco הינו אגרת חוב מורכבת הכוללת נגזר משובץ הכולל אופציה למנפיק למחוק את הקרן (חלקה או כולה או להמיר את החוב להון המניות של הבנק) בתנאים נחותים למחזיק האגרת. אופציה זו מופעלת באמצעות טריגר מסוים, שיכול לכלול יותר מטריגר אחד (combined Triggers) וכן האופציה כוללת מנגנון לספיגת הפסדים בהתממשות אירוע אשר מוגדר חוזי

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בתשקיף.

תמחור ה-Coco יכול להתבצע באמצעות מודל מרטון כאשר הנחה היא שנכסי הבנק מחולקים בסוף התקופה בין 3 גורמים הבאים : בעלי המניות, מחזיקי ה-Coco ומחזיקי החוב הלא מובטח (unsecured debt).

הרציונל הוא, כאשר במצב בו ה-Coco נמחק לחלוטין כאשר יחס הון מותאם סיכון (CAR) יורד מתחת לשיעור הטריגר מסוים (K2) גרף התשלום לבעלי ה-Coco נראה בהתאם לגרף A. היבט אחר הוא שאם הבנק ממנפיק subordinated debt במקום ה-Coco מבנה התשלומים לבעלי המניות של הבנק נראים לפני גרף B.

התשלום לבעלי המניות (כאשר יש שלושה בעלי עניין: בעלי מניות, בעלי ה-Coco ובעלי subordinated debt) שווה לתשלום עבור אופציית Call על נכסי הבנק כאשר מחיר המימוש הוא (החוב הכולל של Coco + subordinated debt).

התשלום לבעלי המניות במצב עולם עם Coco (הכולל אפשרות של מחיקה מלאה של הקרן עם הפעלת הטריגר) הוא בהתאם לגרף C, כך שהמחיקה של קרן ה-Coco (בטריגר K2) מגדילה את שכבת האקוויטי בסך רכיב החוב של ה-Coco.

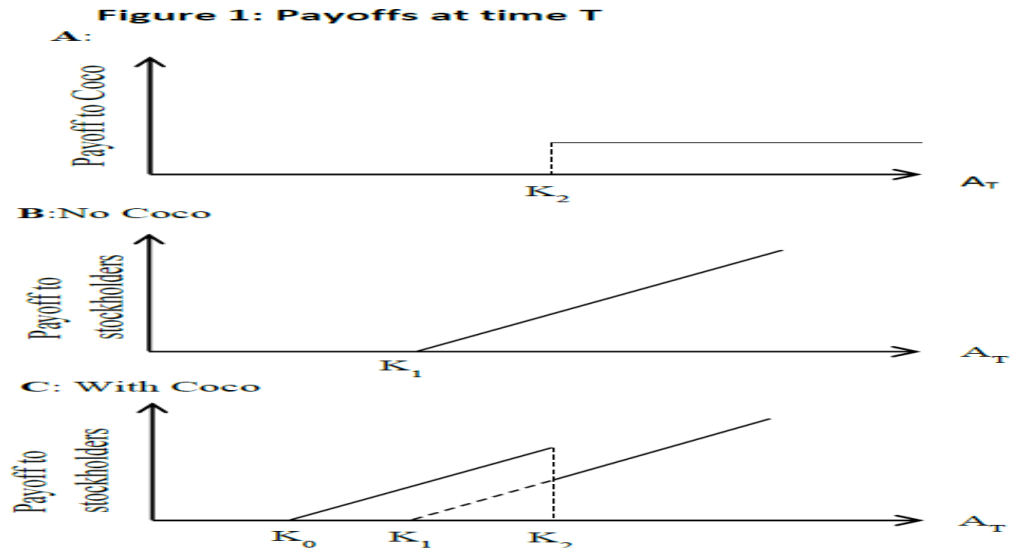
כמו-כן, ההנחה היא בעלי המניות לא יקבל כל תשלום עם נכסי הבנק ירדו מתחת לרמת subordinated debt.

הנחה נוספת בתמחור היא ששיעור הטריגר של ה-Coco המונפק לא משפיע על שיעור התשואה של subordinated debt. כלומר שיעור הטריגר של ה-Coco משפיע רק על החלוקה של הנכסים נטו לאחר חלוקה לבעלי subordinated debt, כאשר הנכסים נטו מחולקים בין בעלי המניות לבעלי ה-Coco. בהתאם למודל, השווי לבעלי המניות גדל כאשר הבנק משתמש יותר במכשיר ה-Coco על-פני subordinated debt וכן כאשר הטריגר הוא גבוה יותר.

דוגמא למבנה התשלומים :

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum



1. היבטים חשבונאיים ומיסויים

מכשירי ה-COCO, צריכים להיות מסווגים כהתחייבות פיננסית הן לפי כללי החשבונאות המקובלים בארה"ב (US GAAP) והן לפי תקני IFRS מכיוון שהם כוללים מחויבות חוזית לשלם סכומי קרן וריבית.

הטיפול החשבונאי בדוחות הכספיים של בנקים בישראל במכשירים אלה מבוסס על US GAAP. לפי כללי החשבונאות המקובלים בארה"ב, מכשירים אלה צריכים להיות מסווגים כהתחייבות פיננסית שתימדד לפי עלות מופחתת (או לפי שווי הוגן, בהתאם לאפשרות בחירה שקיימת בתקינה האמריקאית במועד ההכרה לראשונה במכשיר). לאור חריגים בתקינה האמריקאית, נראה כי רכיבי ההמרה והפדיון המוקדם במכשירים אלה לא יופרדו כנגזרים משובצים.

בהתאם לתקני IFRS, המכשיר יסווג כהתחייבות פיננסית, אך ככל הנראה תנאי ההמרה בקרות אירוע הלימות הון מותנה ייחשב כנגזר משובץ (נכס) ויופרד מהמכשיר בכללותו ויימדד לפי שווי הוגן, אם המכשיר יימדד לפי עלות מופחתת. לחילופין, המכשיר בכללותו יימדד לפי שווי הוגן דרך רווח והפסד, אם התאגיד המנפיק/המדווח ייבחר בכך, לאור קיומו של נגזר משובץ במכשיר המונפק.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

לפי IFRS, לא מדובר במכשיר פיננסי מורכב, אלא במכשיר פיננסי מעורב, הכולל נגזר משובץ, מכיוון שההמרה אינה לכמות קבועה של מניות.

היבט המס

יש לציין כי להבנתנו עמדת רשות המיסים הינה כי ה- COCO יטופל עד למועד ההמרה כאגרת חוב גלילה ולכן כל הוצאות הריבית (לרבות אלה הנובעות מהפיצוי למשקיע עבור מנגנון ספיגת ההפסדים) יותרו בניכוי.

בכל מקרה נראה כי ההתייחסות של רשות המיסים לאג"ח COCO צריכה להיות עקבית עם ההתייחסות שלה למכשיר ההפוך – אג"ח להמרה. ככל שההתייחסות לאג"ח להמרה לצרכי מס היא כמקשה אחת כהתחייבות פיננסית לא סביר להתייחס לאג"ח COCO אחרת.

שאלות לדיון

1. האם במקרה של מחיקה יהיה recovery בהנחה שהבנק נרכש או מתמוזג?
2. האם תכונות ה- COCO כהון רגולטורי משתנות דינמית עם התקרבות מועד הפירעון שלו?
3. בראיה רגולטורית - כיצד תהיה התייחסות למקרה של ביטול החוב- האם אין חשש ליצירת run על הבנק?
4. בהמשך להתייחסות בנק ישראל¹⁴ כי “השקעה באג"ח מסוג זה בהיבט המשקיע כרוכה בסיכונים לנוכח האפשרות שיספוג הפסדים, עד למחיקת ההשקעה במצבים קיצוניים. לפיכך אגרות החוב הללו מיועדות במהותן למשקיעים מתוחכמים, להם ידע וניסיון בהערכת הסיכונים הגלומים בהן, וככלל, אינן מתאימות למשקי בית”, האם על הרשות לניירות ערך – אגף שוק ההון להגביל את המסחר בניירות ערך רק לאותם “משקיעים מתוחכמים”? אם רמת הסיכון של ה- Coco דומה לרמת הסיכון של כתבי התחייבות רובד 2, האם יש מקום לאסור למשקי הבית להשקיע בו?

¹⁴ בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים אישר לראשונה לבנק בישראל לגייס הון רגולטורי באמצעות אג"ח עם מנגנון ספיגת הפסדים, 18 בנובמבר 2015. <http://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/PressReleases/Pages/18-11-2015-RaisingRegulatoryCapital.aspx> במיוחד לאור האמירה של בנק ישראל כי “בשל האפשרות שהמשקיעים יספגו הפסדים משמעותיים בתנאים מסוימים, פועל הפיקוח על הבנקים, בשיתוף עם הרשות לני”ע והבורסה, להגביל את אפשרות ההשקעה בהם על ידי משקי בית ומשקיעים קטנים אחרים”.

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

5. מהו רמת הסיכון בהשקעה ב-Coco בישראל? והאם עצם הגדרתו כמכשיר הנחות ביותר משליכה על התשואה הנדרשת למחזיקים?¹⁵ במיוחד לאור טענת בנק ישראל: "שיהסיכון לספיגת ההפסדים משתקף בפרמיית הסיכון של אג"ח מסוג זה, שהיא גבוהה מאשר באג"ח רגילה".
6. דירוג האשראי של ה-Coco – כיצד ניתן ליישב את הפער בין המרווחים הנצפים (בשוק הראשוני ובשוק השני בפרספקטיבה בינלאומית) בין ה-coco ליתר המכשירים הנחותים לבין הדירוגים של חברות הדירוג? האם נובע מחוסר הניסיון הבינלאומי?
7. כיצד יש להתאים את דירוג האשראי של ה-coco לדירוג האשראי הישראלי?
8. טריגר משולב (שיקול דעת או הגעה לטריגר מכני) – בעד או נגד התערבות רגולטור?
9. תמחור Coco בבנקים בישראל – האם בעלי ה-Coco נדרשים לתשואה גבוהה יותר מאשר מכשירי חוב אחרים של הבנק (לאור הניסיון בעולם שמראה כי מכשירים אלו נסחרים בתשואות משמעותיות גבוהות יותר ממכשירים נחותים אחרים של אותו בנקים מנפיקים)? או שרמת הסיכון במערכת הבנקאית בישראל נמוכה בהשוואה לבנקים אחרים בעולם,¹⁶ ולכן לא נדרשת תשואה עודפת משמעותית?
10. המורכבות הקיימת ביישום מודל מרטון לאור הייחודיות של אג"ח ה-COCO אשר נכס הבסיס שלה הוא למעשה יחס הלימות ההון על כל המשתמע מכך, לרבות בנושא תנודתיות נכס הבסיס.

¹⁵ בהודעה מידית בנק לאומי, הנפקה אפשרית של כתבי התחייבות נדחים, 6 בדצמבר 2015, נכתב כי: "אגרות החוב כוללות הוראות המקנות להן מעמד נחות ביחס לסדרות אג"ח אחרות של החברה". כמו-כן נכתב: "**תמצית הוראות הנחיות:** זכויות המחזיקים בכתבי ההתחייבות הנדחים לתשלום הקרן והריבית, וכן כל הזכויות והתביעות האחרות הנובעות מכתבי ההתחייבות, לרבות הזכויות לקבלת פיצויים בגין הפרת כתבי ההתחייבות על ידי הבנק, תהיינה כולן נדחות מפני תביעותיהם של כל הנושים האחרים של הבנק מכל סוג שהוא, לרבות פקדונות הציבור המופקדים בבנק מעת לעת, בין כאלו הקיימים במועד הנפקת כתבי ההתחייבות ובין כאלו שיהיו קיימים בעתיד, בין מובטחים ובין בלתי מובטחים פרט לזכויותיהם של נושים אחרים של הבנק שתקבע לגביהן במפורש (על-פי דין או באופן אחר), דרגת פירעון שווה לזו של כתבי ההתחייבות הנדחים או נחותה ממנה. מובהר לענין זה כי, (א) כתבי ההתחייבות הנדחים הינם בדרגת פירעון שווה (פרי-פסו) לדרגת הפירעון של שטרי הון נדחים של הבנק שהונפקו בעבר והוכרו על ידי המפקח על הבנקים כהון משני עליון; ו- (ב) כתבי ההתחייבות נדחים מפני תעודות התחייבות וכתבי התחייבות אחרים של הבנק שהונפקו בעבר, וזאת על אף כל הוראה סותרת אחרת שנקבעה בתנאיהם, ככל שקיימת.

¹⁶ המפקח על הבנקים, בנק ישראל, שאלות ותשובות, הפיקוח על הבנקים אישר לראשונה לבנק בישראל לגייס הון רגולטורי באמצעות אג"ח עם מנגנון ספיגת הפסדים –

מה המשמעות של טריגר להפעלת המנגנון לספיגת הפסדים שבו יחס הלימות הון ליבה של הבנק המנפיק יורד ל-5%? כיום יחס הון הליבה המינימלי שבנקים נדרשים להחזיק לפי הוראות הפיקוח על הבנקים בישראל הוא בסביבות 10% לשני הבנקים הגדולים ו-9% ליתר הבנקים. בפועל יחסי הון הליבה המוחזקים על-ידי הבנקים אף גבוהים יותר, ומשקפים כרית נוספת של הון שמוחזקת כנגד סיכונים הבנק. מצב בו יחס הון הליבה של בנק כלשהו בישראל ירד מתחת לרמה של 5% משמעו שהבנק ספג הפסדים בהיקף משמעותי ביותר וקיים חשש להתקיימותו כעסק חי, אולם ההון שלו עדיין חיובי והוא עדיין בגדר עסק חי. לפי הבדיקות וההערכות של הפיקוח על הבנקים, ירידה של יחס ההון של בנק כלשהו ליחס הטריוויר האמור תתקיים רק בתרחיש מאוד חמור וקיצוני. יש לציין שיחס זה נמוך גם מהיחס אליו מתייחס הפיקוח על הבנקים כאשר הוא עורך את מבחני הקיצון ליציבות הבנקים מדי שנה, כיחס המינימלי אליו ניתן לאפשר לבנק לרדת. נציין שוועדת באזל קבעה טריגר כמותי מחייב להפעלת מנגנון ספיגת הפסדים רק ביחס למכשירי הון רובד 1, ולא ביחס למכשירי הון רובד 2 (מעבר להפעלת המנגנון בהתאם לשיקול דעת המפקח במצב שבו הבנק עלול להיקלע למצב של אי-קיימות). בישראל, הפיקוח על הבנקים קבע טריגר כמותי גם למכשירי הון רובד 2 על מנת להקטין את אי הודאות ולחזק את השקיפות למשקיעים בניירות הערך מסוג זה. בהקשר לטריגר הכמותי המחייב במכשירי הון רובד 1 נעיר שבישראל הוא נקבע על יחס הון ליבה של 7%.

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

11. הדמיון בין מכשיר ה-Coco לשטרי ההון הנדחים שהנפיקו הבנקים – האם רמות הסיכון דומות ואם כן האם התשואות הנדרשות ב-Coco יהיו דומות לאלו של שטרי ההון הנדחים? בנוסף, עולה השאלה ממה נובעים ההבדלים בדירוג בין מכשירים אלו לבין ה-Coco? לענין זה ראה גם נספח ב'.

נייר	תשואה	דירוג מעלות	מח"מ	הצמדה
מזרחי טפחות שה א	1.36%	יציב-A	5.38	מדד
דיסקונט שטר הון א	1.85%	יציב-A	5.31	מדד
פועלים ש"ה נד א	0.98	יציב-A	0.98	מדד

12. שיקול דעת של הרגולטור – האם נדרש תמחור בחסר לאור אי וודאויות בדומה לאימפריקה בעולם? האם מודל מרטון מייצר פער כזה?

13. עד כמה ניתן לומר שה-COCO במצב של חלק מהבנקים בישראל שנסחרים משמעותית מאד מתחת להון העצמי שלהם הוא למעשה "מחליף הון עצמי" לאור כשל השוק בהערכת מניות הבנקים שחוסם מעשית הנפקת מניות?

14. עד כמה אופציית פירעון מוקדם שמוקנית למנפיק באג"ח COCO אמורה להביא לתשואה עודפת למחזיקים?

15. האם נדרש לתמחר בישראל את ה-Coco בהנחת Too big to fail (במיוחד לאור הניסיון הישראלי)? האם תמחור בחסר (מול מרווחים מקובלים בעולם) משמעותו הנחה סמויה של המשקיעים כי בנק ישראל עדיין יציל את הבנקים הכושלים?

16. האם צריך להיות פער מהותי בין התמחור של האופציה הגלומה באג"ח COCO בין בנק לבין חברת ביטוח לאור מאפייני הפעילות השונים?

17. מהו הטיפול החשבונאי באג"ח COCO? האם כדאי להנהלות של הגופים הפיננסיים לייעד את ה-COCO מבחינה חשבונאית לקבוצת השווי ההוגן לרווח והפסד וכך לקבל פיצוי להון הליבה במקרה של תחילת הידרדרות פיננסית וזאת במחיר של תנודתיות בתשואה להון?

תכנית בחשבונאות

”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

נספח א: notch בדירוג במונחי תשואה

טבלה 1 - עקומי תשואה

a3	a2	a1	aa3	aa2	aa1	aaa	rf	y2m
3.25%	2.58%	2.11%	1.72%	1.48%	1.33%	1.06%	0.28%	2.5
4.92%	4.10%	3.59%	3.09%	2.86%	2.44%	2.08%	1.10%	5
5.85%	4.97%	4.43%	3.90%	3.61%	2.97%	2.62%	1.79%	7.5
6.49%	5.62%	5.07%	4.60%	4.17%	3.35%	3.06%	2.27%	10

טבלה 2 - ה - Spread מול אג"ח ממשלתי

a3	a2	a1	aa3	aa2	aa1	aaa	rf	y2m
2.97%	2.29%	1.82%	1.44%	1.20%	1.05%	0.77%	0.00%	2.5
3.82%	3.00%	2.49%	1.99%	1.75%	1.34%	0.98%	0.00%	5
4.06%	3.18%	2.64%	2.12%	1.83%	1.19%	0.84%	0.00%	7.5
4.22%	3.35%	2.80%	2.33%	1.91%	1.08%	0.79%	0.00%	10

תכנית בחשבונאות

”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

נספח ב: דוגמאות לשטרי הון נדחים סחירים של הבנקים

שם הנייר	מזרחי שטר הון נדחה א'	דיסקונט שטר הון נדחה א'	הפועלים שטר הון א'
מספר נייר	6950083	691005	6620207
רוב ההון	הון רובד 2	הון רובד 1 נוסף	הון רובד 2
הסכום שהוכר בהון הפיקוחי נכון ל- 30.09.2015 (מש"ח)	1,354	968	721
תאריך הנפקה	16/11/2006	2006-2008	09/12/2001
תאריך פדיון מקורי	01/01/2106	01/01/2106	28/02/2100
תאריך פדיון מוקדם הקרוב	01/01/2022	01/01/2022	28/12/2016
דירוג אחרון	A+	A-	A+
האם נסחר בבורסה או ברצף מוסדיים	בורסה	בורסה	בורסה
האם צמוד או שקלי	צמוד	צמוד	צמוד
תשואה	1.35%	1.92%	0.82%
מקור התשואה (שוק/מרווח הוגן וכו')	שוק	שוק	שוק
מח"מ	5.38	5.31	1

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

0.29%	0.20%	0.20%	תשואת ממשלתי רלוונטי
0.53%	1.72%	1.15%	מרווח
1.73%	2.30%	1.45%	תשואה לפני רבעון
0.80	1.60	4.40	מחזור ממוצע בחודש
יחס ההון הראשוני לנכסי סיכון ירד מתחת ל-6% ולא חזר תוך 90 יום לשיעור האמור או יתרת העודפית הפכה שלילית או אזהרת עסק חי. שיעור המרה: הנמוך מבין (1) 80% מההון העצמי למניה (לפי דוח הכספי האחרון שפורסם טרם קיבעת שיעור ההמרה (2) ממוצע שערי סגירה ב-14 ימי המסחר אחרי יום ההודעה על ההמרה בכל מקרה שער ההמרה יעמוד בטווח: לא יותר מ-8.5 ש"ח ולא פחות מ-4.25 ש"ח	יחס ההון הראשוני לנכסי סיכון ירד מתחת ל-6% ולא חזר תוך 90 יום לשיעור האמור או יחס הון ליבה ירד מתחת ל-5.5% ולא עלה בחזרה עד לפירסום דוח כספי לרבעון הבא או יחס הון ליבה בין 5.5% ל-6% במהלך יותר משני רבעונים או יתרת העודפית הפכה שלילית או אזהרת עסק חי. אם יחס הון ליבה ירד מתחת ל-5% תבוצע המרה מיידית, אך חלקית, בסכום שיחזיר את היחס ל-5% שיעור המרה: הנמוך מבין (1) 80% מההון העצמי למניה (לפי דוח הכספי האחרון שפורסם טרם קיבעת שיעור ההמרה (2) ממוצע שערי סגירה ב-14 ימי המסחר אחרי יום ההודעה על ההמרה בכל מקרה שער ההמרה יעמוד בטווח: לא יותר מ-9.181 ש"ח ולא פחות מ-3.5 ש"ח	יחס ההון הראשוני לנכסי סיכון ירד מתחת ל-6% ולא חזר תוך 90 יום לשיעור האמור או יתרת העודפית הפכה שלילית או אזהרת עסק חי. שיעור המרה: הנמוך מבין (1) 80% מההון העצמי למניה (לפי דוח הכספי האחרון שפורסם טרם קיבעת שיעור ההמרה (2) ממוצע שערי סגירה ב-14 ימי המסחר אחרי יום ההודעה על ההמרה בכל מקרה שער ההמרה יעמוד בטווח: לא יותר מ-37 ש"ח ולא פחות מ-18 ש"ח	תנאי המרת הקרן למניות
2.5.7	2.5.11	2.4.8	מיקום בשטר של תנאי המרה

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

דחיית תשלום או ביטול והמרתו למניות	דחיית תשלומי ריבית במקרה בו קיימות "נסיבות משעות" כגון החלטת דירקטוריון כי אין לבנק יכולת/קיים חשש סביר לפרוע התחייבויות עם דגרת קדימות גבוהה יותר, או אם ב-6 רבעונים רצופים לא דיווח הבנק על רווח מצטבר, או אין לבנק עודפים הראויים לחלוקה	לא ישולמו תשלומי ריבית במקרה בו קיימות "נסיבות מיוחדות". ריבית זו לא תשולם וחלף ריבית זו יקצה הבנק מניות למחזיקי שטר הון. נסיבות מיוחדות הנם החלטת דירקטוריון כי אין לבנק יכולת/קיים חשש סביר לפרוע התחייבויות עם דגרת קדימות גבוהה יותר, או אם ב-6 רבעונים רצופים לא דיווח הבנק על רווח מצטבר, או אין לבנק עודפים הראויים לחלוקה	דחיית תשלומי ריבית במקרה בו קיימות "נסיבות משעות" כגון החלטת דירקטוריון כי אין לבנק יכולת/קיים חשש סביר לפרוע התחייבויות עם דגרת קדימות גבוהה יותר, או אם ב-6 רבעונים רצופים לא דיווח הבנק על רווח מצטבר, או אין לבנק עודפים הראויים לחלוקה
------------------------------------	---	---	---