

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש נובמבר 2014:

“מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטריז’ הבנקאי במסחר בסיכונים אשראי”

רקע

איגוח הינו הנפקת ניירות ערך כנגד תזרימי מזומנים הנובעים מנכסים מסוגים שונים, דוגמת, משכנתאות – Mortgage Backed Securities – MBS, הלוואות – CLO – Collateralized Loan Obligations, וחובות – CDO – Collateralized debt obligation. האיגוח מתבצע באמצעות הקמת ישות משפטית מיוחדת (SPE – Special Purpose Entity), העברת נכסי הבסיס מהם נובעים התזרימים לישות, הנפקת ניירות ערך על ידי הישות כגון אג”ח כאשר האג”ח מובטח בתזרימים, כאשר תמורת ההנפקה מועברת ליזם האיגוח.

קיימים סוגים רבים של צורות משפטיות ומימוניות לביצוע איגוח. באיגוח מסורתי של משכנתאות מאגם היזם מאגר (Pool) של משכנתאות ומעביר את המאגר SPE–. ה-SPE מפיקה ניירות ערך המוצעים לציבור (או הנפקות פרטיות למוסדיים).

הגידול המהיר בשוק האיגוח ובעיקר באיגוח המשכנתאות בארה”ב נחשב כאחד הגורמים המרכזיים למשבר הפיננסי שפקד את העולם ב-2008. הגורם המרכזי למשבר נבע מאיגוח נכסי בסיס באיכות ירודה, אשר יצרו סיכון אשראי גבוה לרוכשי המכשירים המאוגחים, בעוד לבנקים המאגחים נוצר תמריץ לאגח כמה שיותר נכסים כדי לגזור רווחים מתהליך האיגוח ולהעביר את הסיכון הלאה אל המשקיעים. כתוצאה מכך, במהלך השנים אחרי המשבר נשמעו ונמצאו עדויות רבות לסיכון המוסרי – Moral Hazard, לאור המאפיינים הבאים באיגוח שתואר לעיל:

- מקרים של העמדת משכנתאות ללא יכולת חזרה ללווה – Non-Recourse ביחס כיסוי – LTV – Loan To Value גבוה מ-100%
- מתן משכנתאות ללווים בעלי יכולת החזר נמוכה (Sub-Prime)
- תקופות גרייס ללא תשלום מקדמה (מה שאפשר למעשה ללווים להתגורר בנכס בחינם ואז להכריז על חדלות פירעון).

וכל זאת בשל העובדה שמפיצי המשכנתאות לא שילמו את מחיר סיכון האשראי (וסיכונים אחרים) שהיו גלומים במשכנתאות שנתנו, מי ששילם את המחיר היו המשקיעים באג”ח ובסופו של דבר משלם המיסים האמריקאי והאירופאי.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

הסיכון המוסרי הינו סיכון שמתממש כאשר ישות (אדם, חברה, מחלקה) נוטלת סיכונים אך אינה נושאת במחיר הסיכון שלקחה שמועברת לישות אחרת. לדוגמה תגמול שמבוסס על כמות האשראי שניתן בלי לקחת בחשבון את איכותו ההפסד הצפוי והבלתי צפוי בגינו וכו'. הכלכלן פול קרוגמן הגדיר את הסיכון המוסרי: “כל מצב בו אדם מקבל את ההחלטה כמה סיכון לקחת, כאשר מישוהו אחר נושא במחיר אם ההחלטה מתבררת כשגויה”.

סוג איגוח חשוב להבנת המשבר הינו האיגוח הסינטיטי, באיגוח זה היזם או המנפיק אינו מחזיק בנכס הבסיס ולמעשה מדובר בנגזר אשראי (כגון CDS, CLN ועוד), כך שהיקף העסקאות אינו נגזר מקיומם של נכסי בסיס. יצוין שמכשירי CDS ו-CLN אינם משמשים רק לצורך איגוח סינטיטי במובנו שתואר לעיל, אלא גם לאיגוח חשיפות בסיס קיימות, בדרך של העברת חשיפות שלא בדרך מכירה ישירה, אלא בדרך של העברת הסיכון באמצעות נגזר. סוג איגוח זה טומן בחובו את אחת הסכנות המשמעותיות הנמצאות במהות המכשירים הנגזרים והיא היכולת למנף פוזיציות סיכון לעיתים עשרות ומאות מונים מעבר להיקף הנכס הבסיס עליהן היא מתבססת. כך למשל בעוד שאיגוח מסורתי מוגבל בהיקף המשכנתאות במשק איגוח סינטיטי יכול לגדול לנפחים עצומים בהסתמך על אותו נכס בסיס. בסוגי איגוח סינטיטיים מהסוג שתואר קיימת משמעות רבה לביטחונות ולהסכמי מרגיין שנחתמו בין הצדדים השונים, שכן לא קיים נכס בסיס אליו קיימת זכות חזרה לרוכשי הנגזר.

בישראל נעשו מאמצים בשני העשורים האחרונים לפתח את שוק האיגוח ובמיוחד את איגוח המשכנתאות. בין הוועדות שהוקמו היו ועדת טלמון וועדת חיימוביץ'. למרות מאמצים אלו אין בישראל פעילות איגוח משמעותית. בהשוואה בינלאומית של גודלו של שוק האיגוח שנעשתה בדוח לשנת 2012 על ידי ה-World Economic Forum, מוצבת ישראל במקום ה-54 מבין 59 מדינות שדורגו (אחרי תורכיה ולפני תאילנד).

יתרונות לאיגוח בסקטור הבנקאי, הם בהפחתת נכסי סיכון. יחס הלימות ההון מהווה במערכת הבנקאית בישראל אילוץ משמעותי, בעיקר עבור חלק מהבנקים במערכת הפועלים בצמוד למגבלות ההון בהוראות באזל 3 וקרוב למגבלות קבוצות לוויים מסוימות וחשיפות לסקטורים מסוימים, בדגש על הנדל"ן. כמו כן, איגוח מאפשר יצירת הכנסות תפעוליות מעמלות שאינן כרוכות בסיכונים מהותיים נוספים שנובעים מהותרת נכסים במאזן הבנקים, כגון חשיפה לסיכונים אשראי וסיכונים שוק.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

דוח הביניים של הצוות לקידום האיגוח בישראל

באוגוסט 2014 פרסם הצוות לקידום האיגוח בישראל מטעם בנק ישראל, בראשות פרופ' צבי אקשטיין, דוח ביניים (מצורף). להלן בנקודות עיקרי ההמלצות בהיבטי הפיקוח על הבנקים:

- על הבנק היזם להחזיק לפחות 10% מהתיק המאגוח בכדי לצמצם את הסיכון המוסרי Moral Hazard.
- איסור על Cherri Picking (בחירה של הלוואות מסוימות ואטרקטיביות), בכדי לא להרע את איכות האשראי של התיק הבנקאי.
- איסור על הבנקים לספק תמיכת נזילות במקרה של מצוקה.
- הטיפול החשבונאי בעסקאות האיגוח יהיה לפי FASB 166 ו-FASB 167 (ASC 810) תחת הקודיפיקציה).
- הקצאת הון עבור היזם בעסקאות האיגוח תהיה לפי המפורט בנב"ת 205 (מצורף כנספח), בשלב זה לא תדרש הכרה חשבונאית במכירה בכדי לקבל את ההקלה ההונית שנקבע בנב"ת 205.
- יותר איגוח של הלוואות לדיור בלבד
- יותר איגוח של לא יותר מ-6% מתיק ההלוואות לדיור של התאגיד הבנקאי

יש לציין כי בדוח, לכאורה, אין התייחסות לכדאיות הכלכלית, מעבר לחיסכון בהקצאת הון כנגד נכסי סיכון אשראי שיגרעו מהדוחות הכספיים של הבנקים. בנטרול עניין זה הכדאיות הכלכלית אמורה להיות הנגשה של מקורות זולים ליזם, וזה אמור להיות מושג בעיקר מכך שעסקת האיגוח משיגה דרוג טוב יותר מאשר דירוגו של היזם וכך באמצעותה הוא מגיע למקורות הזולים ממחיר מקורות הגיוס שלו. חשוב להדגיש כי בארץ כל אחד משני הבנקים הגדולים מדורגים בדרוג גבוה מאד ולכן התועלת הכלכלית שתנבע להם מאיגוח (ללא התחשבות באילוצים של הקצאת נכסי סיכון/ריתוק הון) מוטלת בספק. האמור תקף במידה רבה גם לגבי יתר הבנקים, בדגש על הבנקים הבינוניים. יתרון נוסף הוא כמובן הרחבת אפשרויות ההשקעה בשוק ההון אשר יאפשר עומק ואפשרויות של נגישות רבה יותר למקורות, בעיקר בעיתות של מצוקת מקורות.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

דוח הביניים - היבטים משפטיים ומיסויים

מעבר לנושאים החשבונאיים כולל הדוח גם התייחסות נרחבת לנושאים משפטיים ולהיבטי מיסוי של עסקאות האיגוח. בהיבט המשפטי הדוח מפרט את התנאים אשר עמידה בהם תביא לסיווג עסקת האיגוח כעסקת מכר מבחינה משפטית (“True Sale”) בשונה מעסקת אשראי מגובה במשכון, על כל המשתמע בכך, ובמיוחד במקרים של חדלות פרעון של היזם.

בהיבט המיסוי מנסה הדוח להתמודד עם חסם מיסויי עיקרי בעסקת האיגוח והוא חיוב במס של ה-SPE. ככלל, ה-SPE אמור לשמש כצינור בעסקת האיגוח ללא שיקול דעת וללא כוונת רווח כלשהי. עם זאת, חוסר ההקבלה בין ההכנסות מהנכסים המגבים לעומת ההוצאות מאגרות החוב שהונפקו כנגדם, יוצר רווח בשנים הראשונות של עסקת האיגוח לעומת הפסד בשנים לאחר מכן. הפסד שמעשית ה-SPE לא יוכל לקזזו. מצב זה מייקר את העסקה עד כדי הפיכתה ללא כדאית. לפי ההסדר המוצע בדוח, היה וה-SPE יעמוד בתנאים מסוימים ובעיקר באיזון תזרימי בין התקבולים מהנכסים המגבים ובין התשלומים לבעלי אגרות החוב ולהוצאות נלוות, הרי שה-SPE יהיה פטור ממס. בנוסף, מוצע בדוח, לאפשר הסדר “השקפה” של ה-SPE באיגוח נכסים שאין להם עלות לצרכי מס, כדוגמת תזרים מזומנים עתידי מליסינג תפעולי, כך שכל הכנסותיו והוצאותיו של ה-SPE ייוחסו ליזם. יש לשים לב כי הסדר זה אף נכלל במסגרת הצעת חוק העמקת גביית המיסים לשנת 2013 והוא מוגבל לנכסים מסוימים בלבד.

הלימות הון בנקאית (באזל III)

בכדי שעסקאות האיגוח יהיו כדאיות הן למשקיע והן ליזם נדרשת תשואה נאותה להון עבור המשקיע ואפשרות למקורות זולים עבור היזם. בשוק הישראלי בו מהווים הבנקים שחקנים גדולים ישנה לדעת רבים בעיה בצד ההיצע. התמריץ העיקרי של תאגידים בנקאיים לאיגוח הינו כיום ניהול ההון ולא דווקא השגת מקורות מימון זולים יותר, שכן הבנקים הישראליים משופעים יחסית בנזילות שקלית.

עם זאת, ישנו ספק ניכר אם מכירת משכנתאות שזכאיות למשקל סיכון נמוך יחסית של 35% בהוראות באזל 2 מספק תמריץ הון רגולטורי גבוה מספיק לבנקים¹. הבנקים כיום מוטרדים בצד האשראי העסקי, בו עלויות ההון גבוהות יותר משמעותית, במיוחד כלפי לוויים ללא דירוג אשראי

¹ לאחרונה, ברוח באזל 3, פרסם המפקח על הבנקים טיוטת הוראה המחייבת הפקדת הון נוסף בגין משכנתאות החל מ-2017. גם לאחר יישום ההוראה, הלימות הון בגין משכנתאות נמוכה באופן מהותי מהלימות ההון הנדרשת מאשראי רגיל.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

הנדרשים למשקל סיכון של 100%, וכן כלפי לוויים הנמצאים קרוב למגבלות לווה בודד, מגבלות קבוצת לוויים או בסקטור אליו קיימת חשיפה משמעותית, כגון סקטור הנדל"ן.

בשנים עברו, מקובלת היתה בעולם מדידה נפרדת של הון כלכלי והון רגולטורי, הגדרת ההון הרגולטורי הינה למעשה דרישת ההון כפי שנקבעת בהוראות באזל III, ההון הכלכלי מוגדל כסך ההון הנדרש מהתאגיד להחזיק בכדי לכסות את מלוא הסיכונים הנובעים מהעסקה, בראייתו הפרטנית הפנימית לגבי הסיכונים.

כיום, המיקוד של בנקים בעולם הוא הרבה יותר בהון הרגולטורי, לאור הפיכתו למגבלה אפקטיבית משמעותית כאמור לעיל.

מדד מקובל למדידת כדאיות עסקאות המשקף מדד תשואה להון הינו ה- RAROC, Risk Adjusted Return On Capital, מדד זה בוחן לא רק את התשואה להון של העסקה, אלא את התשואה מותאמת הסיכון. לכן מבחינה תיאורטית, אפשרי בהחלט שמשכנתא בריבית 2% עדיפה מבחינת התשואה מותאמת הסיכון על פני הלוואה קמעונאית בריבית 3% והלוואה קמעונאית זו עדיפה על פני הלוואה לתאגיד בריבית 4% בראיית עלות ההון הרגולטורי, שכן משקל הסיכון של הלוואה קמעונאית הינו 75% ומשקל הסיכון של הלוואה לתאגיד לא מדורג הינו 100%. האמור משמעותי במיוחד במקרה שהלוואות אלה אינן מובטחות בביטחונות והבנקים לא יכולים להכיר ב- Credit risk mitigation.

בישום באזל 3 בישראל מיושמת הגישה הסטנדרטית למדידת סיכונים אשראי, בשיטה זו הקצאת ההון לכל עסקה נקבעת באמצעות מאפיינים הקשורים לצד הנגדי (ריבונות, תאגיד, קמעונאי, אשראי – החברה הממשלתית לביטוח סחר חוץ, עיריה); מאפיינים הקשורים לעסקה (מאזנית, חוץ מאזנית, הלוואה בביטחון נכס למגורים, השקעת הון סיכון, תקופה לפירעון, ימי פיגור); דירוג הצג הנגדי; בטחונות/ערבויות.

בבנקים רבים בעולם, בדגש על הבנקים הגדולים והמובילים, מקובלת גישת ה-IRB, גישת המודלים הפנימיים. בגישה זו הקצאת ההון מבוססת על גורמי סיכון של הלקוח והעסקה, המחושבים על ידי המודלים הפנימיים של הבנק להערכת רכיבי הסיכון: הסתברות לכשל – PD, הפסד בהינתן כשל – LDG חשיפה בעת כשל – EAD ומח"מ – M. גישה זו רגישה יותר לסיכון ונותנת תוצאות ברזולוציה גבוהה יותר ושונות גבוהה בין הלקוחות והעסקאות השונות. בעוד שבגישה הסטנדרטית משקל

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

הסיכון למשכנתא כשירה וביחס LTV העומד במגבלות בנק ישראל הינו 35%, בגישה המתקדמת משקל הסיכון יכול לנוע בטווח רב יותר לפי שונות של ה-PD של הלקוח ושונות ב-LGD, אך ככלל לאפשר משקל סיכון נמוך יותר משמעותית לאור קיומה של הבטוחה בעסקה. סביר להניח כי הדבר יביא בדרך כלל להקצאת הון נמוכה יותר מאשר בגישה הסטנדרטית. חשוב להדגיש כי ככל שהקצאת ההון קרובה יותר להון הכלכלי והאינטרס להיכנס לעסקאות איגוח נמוך יותר (הקצאת ההון נמוכה לכן האפקט של הקלת ההון נמוך אף הוא).

עם זאת, חשוב לציין שהפיקוח על הבנקים לא מאפשר לבנקים בשלב זה ליישם IRB ומרבית הבנקים הפסיקו להיערך לנושא או צמצמו משמעותית את המשאבים, כך שלא צפוי יישום IRB בשנים הקרובות בבנקים בישראל.

בשנה האחרונה בוצעו מספר עסקאות של מכירת סיכון אשראי באמצעות FFCDS (המכונה גם Credit linked note) בעסקאות אלו הבנק קונה הגנת אשראי ממוסדי בתמורה למרווח עודף, בשעת כתיבת שורות אלו ישנן עסקאות נוספות “בקנה”, נושא מחיר ההגנה הינו משמעותי ביותר והוא בעצם קובע האם בסופו של דבר תתבצע העסקה.

עסקאות אלה עשויות להמחיש את שאלת סדרי העדיפויות של הבנק בביצוע פעולות של העברת נכסי סיכון אשראי, בהיבט מכירת אשראי עסקי הצורך כאמור יותר נכסי סיכון ומגבלות רגולטוריות. עוד יצוין כי שימוש בנגזרי אשראי מאפשר להעביר היקף משמעותי של נכסי סיכון בעסקה אחת, ללא התמודדות עם שאלת הגריעה החשבונאית והמורכבויות המשפטיות בביצוע המכירה, שכן הבנק אינו מוכר את החשיפה אלא קונה הגנת אשראי כנגדה. לאופן ביצוע העסקה חשיבות גבוהה, שכן שימוש בנגזרי אשראי ממומן מסוג CLN מייתר את שאלת העברת משקל הסיכון לגוף המהווה צד נגדי לעסקה, שכן הוא מפקיד פיקדון אצל התאגיד הבנקאי כנגד קניית סיכון האשראי. זאת, להבדיל מנגזר CDS, שמצריך החלפת משקל סיכון לגוף הרוכש ומקטין את התועלת ההונית לבנק מוכר הסיכון. גם בעסקאות אלו ניתן לקבל הקלות מסוימות בהון תחת באזל אם עומדים בקריטריונים מסוימים.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

רקע חשבונאי

הטיפול החשבונאי בעסקאות האיגוח מעלה שתי סוגיות חשבונאיות עיקריות: האם ה-SPE תאוחד ע"י התאגיד היזם וכן האם הנכסים שהועברו יוכרו כמכירה חשבונאית ויגרעו ממאזן היזם. בבחינת המכירה הן התקינה הבינ"ל והן התקינה האמריקאית דנות בשאלה האם הנכסים הועברו לישות המאוחדת בדוחות המוכר.

א. איחוד ה-SPE על ידי התאגיד היזם

התקינה האמריקאית מתייחסת לנושא בפרק 810 בקודיפיקציה ה-SPE המוקמות לצרכי איגוח הן בדרך כלל VIE - variable interest entity (מונח שנקבע ב-FIN46R). VIE - הינן ישויות שהשליטה בהן מושגת לאו דווקא ע"י החזקת זכויות הצבעה, במקרים רבים אין להן הון עצמי משמעותי ולעיתים הם נזקקות תמיכת אשראי חיצונית ומימון חיצוני בכדי לפעול. התקינה הבינ"ל התייחסה לנושא איחוד ה-SPE ב-IFRS 10.

תקינה בינלאומית IFRS 10

אם התשובה על אחת מהשאלות הבאות היא לא, אזי ה-SPE לא יאוחד (מבוסס על מדריך היישום של IFRS10):

1. האם למשקיע חייבות להיות זכויות קיימות שמקנות לו את היכולת הנוכחית להתוות את הפעילויות הרלוונטיות?
2. האם המשקיע חשוף, או בעל זכויות, לתשואות משתנות ממעורבותו בישות המושקעת?
3. האם למשקיע יש את היכולת להשתמש בכוח ההשפעה שלו על הישות המושקעת כדי להשפיע על סכום התשואות של המשקיע?

אם התשובה לכל השאלות היא כן אזי ישנה שליטה ויש לאחד את ה-SPE.

דוגמה להשפעה של IFRS10 ניתן לראות בדוחות הכספיים של חברת אדמה (מכתשים אגן לשעבר) לרבעון הראשון של 2013 בהם, כתוצאה מיישום לראשונה של התקן, שונתה מסקנת השליטה בחברה זרה שהוקמה למטרת הסכם איגוח למכירת חובות לקוחות ונקבע כי אדמה הינה בעלת השליטה. בהתאם, תוקנו למפרע הדוחות הכספיים של אדמה על מנת לשקף את איחוד הדוחות של

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

החברה הזרה. התיקון נעשה בדרך של הגדלת יתרת הלקוחות שנמכרו במסגרת עסקת האיגוח אשר התמורה בגינם התקבלה במזומן, כאשר מנגד נרשמה הלוואה לזמן קצר בסכום זהה.

תקינה אמריקאית ASC 810

אם התשובה על אחת מהשאלות הבאות היא לא אזי ה-SPE לא יאוחד

1. האם ישנה השקעה בזכויות משתנות ב-SPE?
2. האם יש את היכולת להשתמש בהשפעה שלו בכדי להשפיע על פעילויות שישפיעו על תוצאות ה-SPE?
3. האם יש למשקיע חובה לספוג הפסדים או זכות לקבל רווחים מהותיים מה-SPE באמצעות אופציות או הסכם רכישה חוזרת?

אם התשובה לכל השאלות היא כן אזי ישנה שליטה ויש לאחד את ה-SPE.

ב. האם עסקת האיגוח תוכר כמכירה?

תקינה בינלאומית IFRS 9, IAS39

בתקינה הבינלאומית מבחן השליטה הינו משני למבחן העברת הסיכונים וההטבות הנובעות מהנכס. אם מירב הסיכונים וההטבות הועברו, הנכס יגרע, אם לא הנכס לא יגרע ממאזן המוכרת אם ישנה אי וודאות האם מירב הסיכונים וההטבות הועברו, יופעלו מבחני השליטה בדומה לתקינה האמריקאית.

תקינה אמריקאית ASC 860

השאלה המרכזית הינה האם המוכר והחברות המאוחדות שלו ויתרו על שליטה בנכס (לכן חשוב קודם כל לדון האם ה-SPE מאוחד במאזן היזם). בכדי שתוכר מכירה נדרשים שלושה תנאים מצטברים:

1. הנכס הוצא משפטית ובודד מנכסי המעביר חברות הבנות שלו ונושיו אפילו במקרה של פשיטת רגל.
2. המועבר הקונה הינו בעל הזכות והיכולת לשעבד ולמכור את הנכס
3. המעביר אינו משמר שליטה אפקטיבית על הנכס

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שאלות לדיון

הדיון יעסוק ביתרונות ובחסרונות של פתיחת שוק איגוח בישראל בהיבטים רגולטוריים של יזמי האיגוח ויתמקד בנושאים מימוניים וחשבונאיים. בפרט הדיון יעסוק בשאלות הבאות:

1. בהקשר של האיגוח עצמו, מהן ההשלכות על התחרות במגזר הפיננסי, לרבות, ההתייחסות לריחוק בין הלווה והמלווה כאשר תימרוץ הבנק הוא בנפח האשראי ופחות באיכותו?
2. האם הסיטואציה הנוכחית בשוק ההון אשר מאופיינת במצב בו אין הנפקות הוניות לבנקים ובנוסף החמרות ביחסי הלימות ההון כולל נגד משכנתאות ויחד עם זאת יש ביקוש מוסדי לאשראי, אינה עיתוי אופטימלי לאיגוח?
3. מבחינת תחרות בשוק האשראי, האם רצוי לרכז את יחס מלווה- לקוח בבנקים ולהסתמך על איגוח או שמא לעודד הקמת מחלקות אשראי בגופים מוסדיים וחוף בנקאיים?
4. עד כמה המלצות ועדת האיגוח הולכות באמת להשפיע? עד כמה הדבר רלבנטי לעניין משכנתאות, שהרי מדובר בעניין שניכר שהיה משמעותי עבור הועדה, לאור המרווחים הנמוכים בהם שלא כל כך מתירים מקום לאיגוח. הדרישה האחרונה של המפקח בקשר להלימות ההון במשכנתאות צפויה לייקר את המשכנתאות ותגרום לביקוש גדול להון אבל כמו כן למציאת דרכים לפנות הון. לכאורה, אם הבנקים ייקרו את המשכנתאות בעקבות הדרישה יהיה מקום (מבחינת מרווחים) וכדאיות לאיגוח מסורתי. בכל מקרה, איגוח מסורתי בבנקים מחייב, לכאורה, את הצורך בהסדרה לפי כללי חשבונאות בארה"ב שאינם כה פשוטים.
5. האם הטרנד החדש של איגוח סינתטי (Funded CDS) הוא עוקף חשבונאות ועוקף איגוח? האם לאור השימוש בטרנד זה, שמתאים יותר לאשראי עסקי הנמכר כמקשה אחת, קטנה רלוונטיות איגוח המשכנתאות?
6. דיון בהיבט כללי הלימות הון המסורתיים והפשטניים מול כללים מתקדמים ומשוקללים: כללי באזל הסטנדרטים מגבילים את יכולת הבנק להקצאת הון מדויקת לפי סיכוני לווי שונים.
7. הדיון עד כה התמקד במשכנתאות, שזהו גם המוצר הקלאסי בחו"ל, עם זאת הנושא יכול להיות רלוונטי גם עבור הלוואות לעסקים, לצורך רכישת רכבים ובחברות כרטיסי האשראי. עד כמה המלצות הוועדה צפויות להשפיע במגזרים אלו? בהקשר זה עולות השלכות הפערים בין התקינה הבינלאומית לאמריקאית בנושא גריעת נכסים ובעיות פוטנציאליות שצפויות להתעורר בנושא האיגוח בגופים לא בנקאיים.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

נספח: סיקור תקשורתי של שתי עסקאות Funded CDS שנעשו לאחרונה

“ארזת לבד? גלגול הסיכונים מגיע לשוק ההון הישראלי”, רחלי בינדמן, כלכליסט,

4.9.2014

שש שנים לאחר שבנק הפועלים קיבל החלטה להפוך לחלוץ בתחום עסקאות נגזרי האשראי — יוצאת לפועל עסקת CDS ראשונה שנחתמת בין בנק ישראלי לגוף מוסדי.

ל“כלכליסט” נודע כי חברת הביטוח הפניקס, בניהולו של אייל לפידות, חתמה על עסקת CDS, שבמסגרתה תבטח את בנק הפועלים עבור סיכוני האשראי של המתחרה כלל ביטוח (מדורגת בדירוג Aa2 על ידי חברת מידרוג). במסגרת העסקה תיטול הפניקס את סיכון איהחזר האשראי שהעניק הפועלים לכלל, תוך שהיא משלמת מראש לבנק את גובה האשראי שנתן לכלל — 50 מיליון שקל. כך תשחרר הפניקס להפועלים הון שבעזרתו יוכל הבנק לבצע עסקאות אשראי נוספות, והפניקס יקבל את ריבית ההלוואה. פרטי העסקה בין הצדדים תוכננו זמן רב ולוו על ידי הפיקוח על הבנקים. מדובר ב“עסקה לדוגמה” לעסקאות הבאות שיבצעו בנקים נוספים.

מכשיר ה-CDS מאפשר לבנקים — שעקרונות באזל חלים עליהם, ומחייבים אותם לדרישות הלימות הון — לשחרר חלק מסיכוני האשראי שלקח במטרה לפנות הון לעסקאות אשראי נוספות. ההון שיתפנה יסייע לבנקים גם בנוגע למגבלת “לווה בודד” שחלה עליהם — שמגבילה את סכום האשראי שבנקים יכולים להעניק לגוף מסוים.

הגוף המוסדי שלוקח על עצמו את הסיכון, פטור מניהול המשא ומתן לגיבוש הסכם ההלוואה ומקבל אותו מוכן בזכות מיומנות מתן האשראי של הבנקים. ה-CDS מאפשר לגופים מוסדיים דוגמת הפניקס, להעניק הלוואה לגוף מתחרה, שהפניקס לא היה בהכרח מעוניין להתקשר איתו ישירות בעסקה למתן הלוואה. בנוסף, תיק האשראי של הבנקים כולל אשראים שניתנו בתקופות שונות. המוסדיים יוכלו להתקשר בעסקת CDS וליהנות מריבית גבוהה מזו שניתן לקבל היום.

הלווה שסיכון האשראי שלו נמכר ממשיך להתנהל ישירות מול הבנק המלווה, זאת עד התרחשות אירוע כשל אשראי. רק אז עובר החוב לידי מוכר הביטוח, והוא צריך לנהל את הליך הגבייה מולו. עם זאת, לבנק יש גם אפשרות לא להעביר למוכר הביטוח את החוב, אלא אג"ח סחירות של אותו לווה, ולהמשיך להתנהל מול הלווה בעצמו. יודגש כי עד לאירוע כשל אשראי כל התנהלות הלווה ממשיכה להיות מול הבנק — כולל בקשות לפריסה מחדש של החוב או שינוי תנאי ההלוואה (בכפוף לאישור הצד המבטח).

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

קיימות עסקאות CDS שבהן הגורם המבטח לא משלם את סכום ההלוואה מראש, אלא רק מספק ביטוח להלוואה בעת התרחשות כשל אשראי. במצב כזה הבנק מחליף את סיכון האשראי של המלווה בסיכון האשראי של המבטח. בעסקאות כאלו אם המבטח מחזיק בדירוג אשראי גבוה משל הגוף שקיבל את ההלוואה, יוכל הבנק להקצות הון נמוך יותר משהיה אמור להקצות לגוף לו העניק את ההלוואה.

בחרו דוגמה למופת

במסגרת העסקה התחייבה הפניקס מול הבנק שבעת אירוע אשראי של כלל ביטוח, היא תיכנס לנעלי הבנק, תקבל על עצמה את החוב ותפעל לגבייתו. להפניקס, כחברת ביטוח, היכרות עמוקה עם ענף הביטוח ועם הסיכונים הגלומים בו, וכלל נתונה לפיקוח הדוק ונדרשת לשמור על עודפי הון מהותיים המבטיחים את איתנותה, כך שסיכוי להתקיימות אירוע אשראי הוא נמוך.

עם זאת, כלל פועלת בסביבה של איודאות על רקע אפשרות כי בעלת השליטה בה, אי.די.בי, תידרש למכור אותה כדי לעמוד בהתחייבויותיה. ככל הידוע, הפועלים אמור להעניק להפניקס תשואה גבוהה יותר מאשר לו הפניקס היתה רוכשת אג"ח כלל או מעניקה לה הלוואה באופן ישיר. העסקה בוצעה עבור תיק העמיתים של הפניקס ומדובר בכלי השקעתי שמאפשר גיוון מקורות התשואה.

מי שהובילה את העסקה היא חנה הולנדר, שמנהלת את מערך המימון של הפניקס. בעקבות פניית "כלכליסט" מסרה הולנדר: "העסקה תהווה בסיס משפטי וכלכלי לחתימה על עסקאות דומות לסיכונים אשראי נוספים שיתבצעו בעתיד".



פרצות של ניצול לרעה

בנק הפועלים ביצע עבודה ארוכה במהלך שנת 2008 כדי להיכנס לתחום וקיבל את כל האישורים מצד הפיקוח על הבנקים, אלא שאז התרחש המשבר הפיננסי העולמי שחשף את הסיכון הגלום במכשירים דוגמת CDS (גורמים בענף הבנקאות טוענים כי אין שום קשר למשבר הפיננסי ולעיכוב לכאורה בניסיון לפתח את המוצר).

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

החשש שעלה בעקבות המשבר הוא שהבנקים ינסו “להיפטר” מהלוואות פחות טובות ולגלגל אותן לפתחם של הגופים המוסדיים, ובהמשך כשיתפתח שוק סחיר ל־CDS, יוכלו ספקולנטים לעשות בו שימוש לרעה. אך בעקבות לקחי המשבר הפיננסי גיבשו הבנקים המרכזיים בעולם מנגנוני פיקוח ובקרה על עסקאות מסוג זה, שמאומצים כעת גם בישראל. תוכנית בנק ישראל היא לפתח את שוק נגזרי האשראי לאט ובזהירות במטרה למנוע סיכונים לא מבוקרים.

הפועלים הוביל את העסקה משום שהוא מבקש לפתח בישראל את שוק נגזרי הפיננסים כמוצר פיננסי נוסף שבו יוכל להשתמש בעצמו ולשווק לגופים פיננסיים אחרים בתמורה לעמלות. בשוק האמריקאי, למשל, קיימת תעשייה ענפה של מסחר ב־CDS, וכל אדם יכול לסחור בפרמיית הסיכון של גופים עסקיים. לכאורה בנק דוגמת בנק הפועלים יוכל להשתמש במוצר זה כדי לרכוש סיכונים מבנקים אחרים, לייצר כלי סחיר למסחר בפרמיות סיכון ובמקביל לתת כלי לבנקים ולגופים פיננסיים אחרים לנהל את הסיכונים שלהם.

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

"אחרי הפועלים: עסקת CDS גם בדיסקונט", רחלי בינדמן, כלכליסט, 8.9.2014

עוד לא יבשה הדיו על עסקת ה-CDS הישראלית הראשונה בין בנק הפועלים להפניקס, ול"כלכליסט" נודע שדיסקונט רוקם עסקה דומה, שבמסגרתה הבנק ירכוש הגנה מגוף מוסדי על הלוואה שהעמיד לחברת הנדל"ן גזית גלוב. עוד נודע כי כבר באפריל ערך דיסקונט סבב מול גופים מוסדיים בניסיון להציע להם לבצע עסקת CDS על חוב של גזית גלוב בהיקף 100 מיליון שקל.

ביום חמישי האחרון חשף "כלכליסט" כי בנק הפועלים חתם על עסקה ראשונה מסוגה בישראל מול חברת הביטוח הפניקס. הבנק רכש "הגנה" על הלוואה בהיקף של 50 מיליון שקל שהעניק לחברת הביטוח כלל, המתחרה של הפניקס. עסקת ההגנה, המכונה CDS, בעצם מעבירה את ההלוואה מהפועלים להפניקס במקרה של כשל אשראי מצד כלל ביטוח. כלומר: הפניקס תיכנס בנעלי הבנק במקרה של כשל בפירעון ההלוואה, וסיכון כשל האשראי של כלל יורד מכתפי הבנק.

עסקאות CDS
איך זה עובד?

מטרה
הבנק העניק הלוואה לגוף עסקי ומעוניין לגדר סיכון של כשל פירעון

התהליך
הבנק פונה לגוף מוסדי שישלם לו את גובה ההלוואה אם הגוף העסקי לא יחזיר אותה. בתמורה המוסדי מקבל תשלומי ריבית שוטפים. אם הגוף העסקי לא החזיר את ההלוואה:

- 1 המוסדי ייקח על עצמו את ההלוואה וינסה לגבות החוב
- 2 הבנק ייתן למוסדי אג"ח סחירות של אותו גוף כפי ערך של ההלוואה
- 3 הבנק ישלם למוסדי את שווי ההלוואה לאחר כשל הפירעון

מנכ"לית דיסקונט
ליכר אשריטופילסקי

עסקאות ה-CDS נועדו בין היתר לאפשר לבנק, שבניהול לילך אשריטופילסקי, לנהל את יחסי הלימות ההון שדורשת הרגולציה. במקרה של עסקת הפועלים והפניקס, למשל, הפניקס שילמה מראש את כל גובה קרן ההלוואה - 50 מיליון שקל - ותקבל מהבנק תשלומי ריבית שוטפים לפי התנאים שסוכמו ביניהם. בתום תקופת ההלוואה, כשהקרן תוחזר, היא תועבר מהבנק להפניקס.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ל"כלכליסט" נודע כי גם הגוף המוסדי שיתקשר מול בנק דיסקונט יפקיד בידיו את כל סכום ההלוואה מראש.

כך הבנק משוחרר מכל החשיפה להלוואה, ולפיכך יכול לשחרר את ההון שריתק בגינה, לפי הוראות בנק ישראל.

הגופים המוסדיים לא מיהרו להסתער

בנק שרוכש הגנה במסגרת עסקאות CDS לא בהכרח חייב להעביר את ההלוואה עצמה לגוף שמספק את ההגנה בעת כשל אשראי. ניתן גם לסכם כי אם החברה לא משלמת את החוב, הבנק יכול להעביר למוכר ההגנה אג"ח סחירות של החברה. ל"כלכליסט" נודע כי במסגרת העסקה המתהווה ובמקרה של כשל פירעון, דיסקונט מתכנן להעביר לגוף המוסדי אג"ח ד' צמודה של גזית גלוב עם מח"מ של חמש שנים.

באופן תיאורטי, דיסקונט יכול להציע את העסקה גם אם אין לו כלל הלוואות לגזית גלוב - רק כדי להגן על עצמו מפני מצב שבו החברה מגיעה לחדלות פירעון. עם זאת, סביר כי העסקה נועדה לגדר את החשיפה של הבנק לאשראי שניתן לגזית גלוב בתנאים שונים מאלו של האג"ח, כגון ביטחונית שלא קיימים באג"ח הסחירות.

בעוד האג"ח הסחירות נסחרות היום בתשואה לפדיון של 1.7%, דיסקונט מציע לגוף המוסדי תשואה של 2.72%. הבנק יכול לעשות זאת כי העמיד את ההלוואה לגזית גלוב לפני תקופה ארוכה, בזמן שהריביות בשוק היו גבוהות יותר, וכעת הוא יכול לגלגל את סיכון ההלוואה לגוף פיננסי אחר. זאת תוך הצעת ריבית גבוהה מהתשואות הקיימות בשוק ועדיין תוך שמירת חלק מהריבית לעצמו.

הגופים המוסדיים לא מיהרו להסתער על העסקה של דיסקונט, ול"כלכליסט" נודע כי חלקם דחה אותה.

במזרחי טפחות ובלאומי בוחנים מהלך דומה

גם בנק לאומי ומזרחי טפחות בוחנים עסקאות דומות, בגיבוי בנק ישראל. בבנק ישראל הסבירו כי קיימות הוראות המסדירות שימוש בעסקאות אלו הן בהיבט החשבונאי והן בהיבט של הלימות ההון. גורמים בבנק מסרו כי מכשירים אלה מקובלים מאוד בעולם גם לאחר המשבר, ושימוש מושכל בהם תוך רגולציה מתאימה מצמצם את הסיכונים הנשקפים מהם. גורמים באגף שוק ההון באוצר, המפקח על המוסדיים, מסרו כי הם רואים בחיוב עסקאות מסוג זה.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

החשש המרכזי בעסקאות שכאלה הוא ניצול מצד ספקולנטים, שיהמרו על קריסה של גוף עסקי. בנוסף, במשבר 2008 ענקים פיננסיים דוגמת AIG קרסו כי מכרו הגנות להלוואות באיכות נמוכה ומבלי לגדר סיכונים, מתוך תפיסה מוטעית כי אין סיכוי שכולן לא יוחזרו.