

"גדול מדי מכדי ליפול" - תיאוריה מול פרקטיקה

דוח מיוחד | ינואר 2017

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דו"חות דירוג ו/או מתודולוגיות דירוג מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, התפתחויות בחקיקה או התפתחויות רגולטוריות), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

עו"ד יונתן אוחנה - אנליסט
yonatano@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

"גדול מדי מכדי ליפול" - תיאוריה מול פרקטיקה

ההנחה כי בנקים עשויים "ליהנות" מתמיכה חיצונית (Bail Out) בחסות משלם המיסים אינה הנחה מופרכת. לא חסרות דוגמאות לתמיכה באמצעים שונים שהוענקה לבנקים לאורך השנים ובפרט לבנקים גדולים ומשמעותיים. שיאי התמיכה נשברו במשבר הפיננסי האחרון, עם הזרמות מסיביות של כספי משלם המיסים למערכת הבנקאית בארה"ב ובאירופה. הזרמות אלו מנעו אירועי כשל רבים יותר, הדבקה משמעותית במערכת הבנקאית ואולי אף מנעו פגיעה קשה יותר בכלכלה. תוצאות הלוואי של המשבר שהחל בשנת 2007 בהיבט הבנקאי הינן רגולציה מקיפה לשרידות הבנקים - בדמות דירקטיבת באזל III ורגולציה לטיפול בבנקים כושלים, בעיקר הגדולים שבהם, תוך הגנה על משלם המיסים ע"י כפיית הפסדים על משקיעים (Bail In). כפיית הפסדים נתמכה רשמית ע"י מדינות ה-G-20 ואומצה ע"י האיחוד האירופאי (בשנת 2014) בדמות ה"דירקטיבה האירופית לטיפול בכשל במערכת הבנקאית" (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD) - אשר עושה שימוש בכלים לכפיית הפסדים על משקיעים (Bail In) לאורך סולם ההתחייבויות של הבנקים והקטנת סיכוני ההדבקה. כלומר שימוש הולך וגובר, לפחות בתיאוריה, ב-Bail In והקטנת השימוש בכלי ה-Bail Out.

בפועל ה-BRRD אינה מונעת שימוש בכספי ציבור על מנת לתמוך במוסדות פיננסיים ובמוסדות בנקאיים בפרט. למעשה, הדירקטיבה קובעת באופן מפורש, כי כספי ציבור יכולים לשמש לחילוץ מוסדות פיננסיים כושלים, לרבות בדרך של הזרמת הון ו/או הלאמה. אלא שהדירקטיבה פועלת למזער את השימוש בכלי הסיוע ובכספי המסים, בעיקר ע"י כפיית הפסדים על משקיעים בחובות הבנקים. **התנאי המרכזי שנקבע ב-BRRD הוא שהזרמת הון ו/או הלאמה, כרוכה בכפיית הפסדים בגובה של 8% מנכסי הבנק לאורך סולם ההתחייבויות שלו ולפני הזרמת כספי ציבור.** בנוסף, כל סיוע כפוף לתנאים של הנציבות האירופית לגבי מתן סיוע מדינתי למוסדות פיננסיים.

זוהי התיאוריה על רגל אחת, אך מה קורה בפועל? בנק איטלקי אחד בשם מונטפסקי סיינה (Banca Monte Paschi de Siena S.p.A), הבנק הוותיק בעולם שעדיין פעיל והשלישי בגודלו באיטליה, נקלע לקשיים בעשור האחרון בעיקר בשל חובות בעייתיים משמעותיים, שמאיימים על יציבותו. קשיים אלו מהווים למעשה את המבחן הראשון ליישום ה-BRRD עבור בנק בסדר גודל משמעותי ומלמדים להערכתנו על הקשיים ביישום הדירקטיבה. כך, נכונות ממשלת איטליה והבנק המרכזי האירופי לתמוך בבנק באמצעות הזרמת כספי ציבור מעמידה בסימן שאלה את מחויבות רשויות האיחוד האירופי לכפיית הפסדים על בנקים במסגרת ה-BRRD.

רקע- הבנק המרכזי האירופאי (ECB) עורך מדי תקופה מבחני קיצון למערכת הבנקאות האירופאית, כאשר באחרון שבהם מחודש יולי 2016, התגלה כי הבנק האיטלקי היה היחיד שבמסגרת תרחיש הקיצון נכנס לגירעון בהון הליבה (גירעון של 2.4% בתרחיש הקיצון, למרות יחס הלימות הון מדווח של 11.8% ליום ה-30.09.2016 ומעל היעד הרגולטורי הנדרש). בעקבות תוצאות התרחיש ניסה הבנק ליישם מס' צעדים להגדלת בסיס ההון, לרבות באמצעות המרת חוב להון, ניסיונות אשר נכשלו והובילו להכרזה של ממשלת איטליה על תכנית חילוץ בהיקף של כ-6.6 מיליארד אירו לטובת הבנק, לאור חשיבותו וגודלו וכאמצעי לשמור על יציבות מערכת הבנקאות האיטלקית.

תכנית החילוץ- כוללת רכיב משמעותי של הזרמת הון מצד המדינה (Bail Out) לצד רכיב מסוים של כפיית הפסדים (Bail-in) על מחזיקי החוב הנחות בלבד וכן בשיעור נמוך משמעותית לעומת הנחיות הדירקטיבה האירופית הקובעת, כאמור, כתנאי לתמיכת מדינה, כפיית הפסדים בהיקף של כ-8% מנכסי הבנק (במקרה זה, לפחות 12.8 מיליארד אירו). מטרת התכנית, היא להגדיל את יחס הון הליבה ואת יחס ההון הכולל של הבנק ל-8.0% ו-11.5%, בהתאמה, במסגרת תרחיש הקיצון של הבנק המרכזי האירופי. עמידה ביחסים אלו מחייבת גידול בהון העצמי של בנק בהיקף של 8.8 מיליארד אירו.

כפיית הפסדים המוצעת כוללת המרת חוב בהון מניות בהיקף של כ-4.2 מיליארד אירו. אולם, מכיוון שהחוב הנחות הונפק בשנת 2008, לפני יישום הדירקטיבה האירופית, וכן משום שהנפקת החוב הנחות כוונה למשקיעים לא-מתחכמים מקרב הציבור,

ממשלת איטליה התחייבה "לפצות" את מחזיקי החוב הנחות מקרב הציבור. במסגרת הפיצוי, חוב נחות בהיקף של 2.0 מיליארד אירו המוחזק על-ידי משקיעים מקרב הציבור יומר לחוב בכיר שאינו צפוי לספוג הפסדים (חלף המרה למניות), והממשלה היא זו שתקבל את המניות שהיו צריכים המשקיעים מקרב הציבור לקבל תמורת החוב הנחות. יתרת החוב הנחות, אשר מוחזק על-ידי משקיעים מוסדיים (2.2 מיליארד אירו), יומר למניות ללא פיצוי. בנוסף, ממשלת איטליה התחייבה להזרים הון בהיקף של כ- 4.6 מיליארד אירו, מה שמביא את סך התמיכה הממשלתית לסכום של 6.6 מיליארד אירו. הזרמת הון הנוספת, מונעת את הצורך בכפיית הפסדים על בעלי החוב הבכיר ומהווה הלכה למעשה "חילוץ" של בעלי החובות הבכירים, כאשר המדינה תהפוך לבעל השליטה בבנק ובעלי המניות הנוכחיים ידוללו בצורה ניכרת.

תכנית החילוץ האמורה אושרה על-ידי הפרלמנט האיטלקי, על ידי ממשלת איטליה וכן על-ידי הבנק האירופי המרכזי. עתה ממתינים לאישור של הנציבות האירופית (הרשות המבצעת של האיחוד האירופי), שטרם הביעה את דעתה.

אישורה הצפוי של תכנית החילוץ, אשר כאמור כוללת כפיית הפסדים נמוכה משמעותית מהנדרש על-ידי הדירקטיבה האירופית, מעמיד בסימן שאלה את המחויבות של האיחוד האירופי לדרוש כפיית הפסדים כתנאי לתמיכת מדינה. כאמור, חילוץ בנק מונטפסקי סינה הוא למעשה המבחן הראשון של יישום הדירקטיבה האירופית. אמנם, קיימים מס' תנאים "מקלים" ביחס לבנק הספציפי ובהם מבנה מקורות ייחודי המבוסס על חוב נחות ששווק לציבור הרחב שנים לפני כניסת ה-BRRD לתוקף. אולם, הנכונות המסתמנת לסטות מעקרונות הדירקטיבה, מצביעה להערכתנו על ספקות לגבי מחויבות רשויות האיחוד האירופי להיצמד לדירקטיבה האירופית שאושרה אך רק בשנת 2014 ומצביעה על קשיים ביישום מנגנון כפיית הפסדים כתנאי לתמיכה חיצונית בתהליך שיקום של בנקים.

במקרה זה, ניתן לקבוע כי בסבירות גבוהה שיקולים פוליטיים ולאומיים לגבי היציבות הפיננסית השפיעו על ההחלטה שלא לכפות הפסדים בהתאם להוראות ה-BRRD, במיוחד כאשר הממשלה צריכה ליישום מנגנונים אלו על החזקות של משקיעים לא-מתחכמים מקרב הציבור. עם זאת, יש לציין כי תכנית הסיוע טרם אושרה באופן סופי, וייתכן כי הנציבות האירופית תאשר את התכנית עם מגבלות מסוימות אשר יעידו כי אין כוונה לבצע סטייה דומה מהנחיות ה-BRRD בעתיד.

ומה לגבי ישראל?

להערכתנו, סבירות התמיכה במערכת הבנקאות המקומית גבוהה, כפי שמשתקף בדירוגי התחייבויות הבנקים (כולל חוב נחות קיים, למעט כתיבת התחייבות מסוג CoCo) שזוכים להטבה של 2 רמות דירוג (נוטשים). הנחת תמיכת המדינה לאורך כל מבנה התחייבויות הבנקים (למעט CoCo) מבוססת על הסיבות הבאות: חשיבות גבוהה של המערכת הבנקאית לכלכלה המקומית והצורך בשמירת יציבותה; ריכוזיות גבוהה של המערכת הבנקאית והמערכת הפיננסית; קישוריות גבוהה בין המערכת הבנקאית לגופים המוסדיים; היותה של המערכת הפיננסית המקומית ספק אשראי מרכזי לממשלה; אי-ודאות מסוימת בנוגע להתנהגות ואמון בעלי החוב השונים ביחס לכפיית הפסדים קרוב לנקודת הכשל בהיעדר ניסיון קודם.

הערכתנו להסתברות לתמיכת המדינה בכל סוגי ההתחייבויות (למעט CoCo) מבוססת גם על היעדר שינוי בפרדיגמת התמיכה המערכתית לאורך השנים האחרונות. בתוך כך, עד כה, הרגולטורים בישראל לא נאלצו להתמודד עם תרחישי לחץ משמעותיים במערכת הבנקאות ובניגוד לאזורים אחרים בעולם לא בוצעה חקיקה ולא ניתנו הוראות שעלולות להצביע על כך שחל שינוי בסיכון של החוב הנחות מנקודת המבט של תמיכת המדינה בחוב זה. להבנתנו, המלצות הועדה לטיפול בבנקים כושלים לא צפויות לכלול מנגנון כפיית הפסדים (Bail In) על חובות נחותים "ישנים" (שאינם מוכרים לצורך באזל III), להערכתנו, מתוך רצון לשמור על אמון הציבור, אשר השקיע במעבר במכשירים אלו גם מתוך הנחת תמיכה ובשל היות אגרות החוב בעלות מנגנון חוזי לספיגת הפסדים (CoCo) כלי הגיוס היחיד של חוב נחות בעתיד לבוא, עם פירעונם העיתי של מכשירי החוב הנחות הישנים.

מקרה המבחן של מונטפסקי סינה ממחיש את הקושי של הרשויות, גם במקום שבו קיימת דירקטיבה מפורשת לכפיית הפסדים, ליישם מנגנונים שכאלו הלכה למעשה. יצוין, כי ההבחנה שמבצעת תכנית החילוץ בין משקיעים מקרב הציבור (להם מוצע פיצוי בדמות החלפת חוב נחות בחוב בכיר) לבין המשקיעים המוסדיים (להם לא הוצע אותו פיצוי) אינה קיימת ב-BBRD וממחישה את השיקולים הפוליטיים המקשים על היצמדות להוראות הדירקטיבה האמורה.

[ייצוב אופק הדירוג לחוב הנחות \(שאינו מוכר לבאזל III\) במערכת הבנקאות המקומית - דוח מיידי, דצמבר 2016](#)

[בחינת הנחת התמיכה בחוב הנחות במערכת הבנקאות - דוח מיוחד, ינואר 2014](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח המיוחד: 26.01.2017

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונותו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק מהמטודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמטודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כתב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודיט'ס (להלן: "מודיט'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיט'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודיט'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il> כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.