

CoCo's במבחן - מקרה ראשון של מחיקת המכשיר באירופה

דוח מיוחד | יולי 2017

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוגים 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:

עומר פורמברג, רו"ח - אנליסט בכיר
omer@midroog.co.il

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

ה-CoCo מממש את ייעודו- מקרה ראשון לכפיית הפסדים במכשיר באירופה

רקע

הבנק השישי בגודלו בספרד - בנקו פופולר (Banco Popular Espanol, S.A.), עם היקף נכסים של כ- 150 מיליארד אירו ליום ה-31 במרץ 2017 היה נתון בקשיים מזה תקופה. אלה כללו, בין היתר, שחיקה משמעותית בנזילות ובהלימות ההון והתקרבות משמעותית לחסם הרגולטורי (כ-53 נקודות בסיס לדרישת הלימות ההון הכולל). ב-31 במרץ 2017 הבנק הציג יחס הלימות הון ליבה של כ-10% (לעומת כ-12.8% שנה לפני כן) ויחס הלימות הון כוללת של כ-11.9% (ביחס לכ-13.5% שנה לפני כן) וזאת לעומת הלימות הון כוללת נדרשת מצד הרגולטור של כ-11.375%. בנוסף, מאמצי הבנק העצמיים לחיזוק כרית ההון וניסיונות המכירה שלו נכשלו.

על רקע התדרדרות זו ובפרט היעדר נזילות מספקת לשירות התחייבויותיו בטווח הזמן הקצר, החליט הבנק המרכזי האירופאי (ECB) ביום ה-6 ביוני 2017 שהבנק נמצא בכשל או בסבירות גבוהה לכשל והודיע על כך לרשויות האיחוד האירופאי לטיפול בבנקים כושלים ה-SRB (Single Resolution Board). ה-SRB והרשות הרגולטורית המקומית בספרד (FROB) הגיעו להחלטה שלאור כישלון המאמצים העצמיים להבריאת את הבנק יש צורך בשימוש בסמכויות הרגולטוריות לטיפול בבנקים כושלים לשם טובת הציבור. במקום לספק אמצעי חירום (תמיכה חיצונית) בכדי לתמוך בנזילות הבנק ובהמשך פעולתו ובהתאם למנדט הטיפול בבנקים כושלים הוחלט לכפות הפסדים על משקעי חוב נחות ולמכור את נכסי והתחייבויות הבנק הנותרים לבנק אחר. המכירה בוצעה לבנק סנטנדר (Banco Santander) עבור סכום סמלי של 1 אירו. כחלק מניהול ההון הנפיק הבנק בעבר מספר חובות היברידיים מסוג הון ראשוני חלקם עם טריגר מכני גבוה להפעלת מנגנון ספיגת הפסדים (הון ליבה של מעל 7%) וחלקם עם טריגר נמוך יותר (5.125%) לפי הוראות באזל להון ראשוני, עם מנגנוני המרה כפויה למניות בקרות פריצה של הטריגרים האמורים. בעסקה זו נדרש בנקו פופולר למחוק התחייבויות בהיקף של כ-2 מיליארד אירו (Coco וחוב נחות בכיר יותר), כאשר הבנק הקונה התחייב להשלים במידת הצורך את ההון הנדרש לשירות יתר ההתחייבויות. מחיקה זו כללה לראשונה באירופה מחיקת מכשירי החוב ההיברידיים מסוג הון ראשוני נוסף שהנפיק הבנק ובפער ניכר מעל הטריגר המכני, כאשר הבנק הציג כאמור בדוחות הכספיים האחרונים יחס הון ליבה של 10% בעוד שהטריגר נקבע ב-7%.

לבנקו פופולר היו שתי איגרות חוב מסוג AT1 במחזור, אחת מהן הונפקה באוקטובר 2013 בהיקף של כ-500 מיליון אירו עם טריגר מכני סטנדרטי שהוגדר כנקודת אי-קיימות, כלומר הלימות הון ליבה של 5.125%, השנייה הונפקה בפברואר 2015 בהיקף של 750 מיליון אירו, עם טריגר מכני גבוה של ה-7%. בשתייהן היה קיים מנגנון ספיגת הפסדים של המרה להון ושיקול דעת רגולטור בהפעלת מנגנון ספיגת הפסדים.

קביעת תקדים וצורות פעולה שונות באירופה

מקרה זה מצטרף לאירוע הטיפול בבנקים הכושלים באיטליה לאחרונה. הנקודה המעניינת באירועים אלו היא שהטיפול של הרגולטורים והמדינות באותם אירועים היה שונה. בעוד שבאיטליה הוחלט לאחרונה להזרים כספי מדינה (Bail Out) לתוך המערכת לצורך טיפול בבנקים כושלים, בספרד הוחלט לכפות הפסדים (Bail-In) לראשונה על משקיעים לצורך טיפול בבנק כושל. נציין כי ברקע קיימת מסגרת העבודה שאושרה באיחוד האירופאי לטיפול בבנקים כושלים (BRRD), המחייבת כפיית הפסדים, או השתתפות בהפסדים לפני הזרמת כספי ציבור (כפיית הפסדים בגובה של כ-8% מסך המאזן לפני הזרמה חיצונית). כחלק מהכללים לטיפול בבנק כושל ועוד לפני הגעה לנקודת הכשל נוסדו גם כלים במסגרת דירקטיבת באזל 3 - מכשירים היברידיים - CoCo's שמטרתם חיזוק כרית ההון של הבנק, תוך ספיגת הפסדים במועד הכשל, או לפני כתלות במאפייני המכשיר. אחת השאלות המרכזיות שעולה סביב מכשירים אלה ומקשה במידה מסוימת על תמחורם והבנת סיכון האשראי שבהם הוא נושא ההתערבות החיצונית בהפעלת המכשיר, כלומר אי הודאות בנוגע לשיקול דעת הרגולטור בהפעלת מנגנון ספיגת הפסדים. עד לאחרונה לא נחזו מקרים של ספיגת הפסדים על מכשירים אלו (שהונפקו לפי הוראות באזל 3) ומועד התערבות הרגולטור לפני הגעה לטריגר המכני לא היה מספיק ברור. למעשה במקרה זה ה-CoCo's מילאו לראשונה את ייעודם - היוו כרית לספיגת הפסדים ולמעשה נמחקו ובכך תמכו בהתחייבויות

בכירות יותר של הבנק. אולם, אירוע זה גם מעיד במשהו על שיקול הדעת הרגולטורי- אותה נקודה בעיתית לתמחור ולניתוח במכשירים אלו. הלימות ההון של הבנק אומנם נשחקה משמעותית, אבל הריגור המכני ב - CoCo's לא נפרץ (הלימות הון ליבה של 7% במכשיר אחד ו- 5.125% בשני), כלומר החלטת הרגולטור היא שהובילה למחיקת המכשיר. זאת ועוד הרגולטור מחק שני מכשירים בעלי טריגרים שונים במקביל- נקודה למחשבה בהיבט הסיכון השונה (כמו גם התשואה), שמייחסים למכשירים בעלי טריגרים שונים. את המהלך הוביל הבנק המרכזי האירופאי ביחד עם הרשויות האירופאיות אשר עומדים בחזית הרגולציה לטיפול בבנקים כושלים ובניגוד לאירועי העבר עם הזרמות כסף מסיביות למערכת הבנקאות, כאשר רק לאחרונה ובמקביל לאירוע זה הוחלט על הזרמת כספים למספר בנקים איטלקיים במשבר ע"י המדינה כאמור. יכול והוצב במקרה זה רף למועדי ההתערבות ודרכי הטיפול בבנקים כושלים.

השלכות מקומיות

יכול ואירוע זה יעיד במשהו על שיקולי הרגולטור הישראלי לטיפול במכשירים אלו בבנק שמתקרב לנקודת הכשל (למרות שאנחנו רחוקים מאוד מנקודה זו במערכת המקומית) ע"י לימוד ובחינה של הסטנדרטים שהציבו הרגולטורים האירופאים. הכנסת שיקול הדעת הרגולטורי לקביעת מועד הכשל היווה אחד המרכיבים היותר מסובכים בתמחור המכשירים הללו בישראל. נציין, כי אופי המכשירים שהונפקו במערכת המקומית שונה במקצת ביחס למכשירים שנמחקו בעיקר מבחינת רמת הנדחות, מנגנוני ספיגת ההפסדים ואפקטיביות הטריגרים להפעלתם- כך שבישראל הונפקו בשנתיים האחרונות וצפויים להיות מונפקים בטווח הזמן הקצר והבינוני CoCo's מסוג הון משני (Tier 2) ובעלי טריגרים אפקטיביים נמוכים יותר, בעוד שהמכשירים שנמחקו בבנק הספרדי הם מסוג הון ראשוני נוסף (AT1) ובעלי טריגר גבוה יותר (לפחות באחד מהם). אולם, בהתעלם מהבדלים אלו, נדרש להביא בחשבון כי שיקול הרגולטור בקביעת מועד הכשל עשוי לקרות עוד לפני הפעלת הטריגר החוזי, וכפי שנראה במקרה של הבנק הספרדי כאמור ניתן לנסות להבין עד כמה לפני...

תאריך הדוח: 05.07.2017

© 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 יקוט 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 השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו 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 ממתודולוגיה 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 מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כתב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, דירקטורים 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 מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'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.