



תעודות סל - התכסות באמצעות עסקאות SWAP

דוח מיוחד

1

מחברים:

יובל סקורניק - אנליסט

yuvals@midroog.co.il

אביגיל קוניקוב - ראש צוות בכירה

avigail.k@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים

meravb@midroog.co.il

שוק התעודות ועסקאות ה-SWAP

במסגרת פעילות ההתכסות של מנהלי תעודות הסל לצורך עקיבה אחר המדדים השונים, מנהלי התעודות רשאים לרכוש ני"ע ונגזרים. בתעודות הסל המדורגות, מנהל תעודות הסל נטל על עצמו התחייבות להתכסות בנכסים המרכיבים את המדד הנעקב בלבד, עם אפשרות של סטייה בשיעור מסוים בני"ע בודד ו/או בקבוצת ני"ע. כמו כן, בחלק המדדים החברות רשאיות להתכסות בנגזרים הנסחרים בבורסה לני"ע בת"א או בבורסות זרות (למשל: בתעודת סל על מדד S&P 500).

החל מפברואר 2011 החלו מנהלי תעודות סל להתכסות בעסקאות Equity SWAP, חלף נכסים מגבים בתעודות העוקבות אחר מדד ת"א 25, ת"א 100 ובנקים. מנהלי תעודות הסל ביצעו 11 עסקאות כאלו. היקף עסקאות ה-SWAP עומד על כ-2.6 מיליארד ₪, במונחי נכסי הבסיס והיקף העסקאות מהווה כ-20% במוצע מהיקף ההתחייבויות לציבור בתעודות על מדד ת"א 25, ת"א 100 ות"א בנקים של מנפיקים אשר התקשרו בעסקאות אלו. התכסות באמצעות מכשיר זה מייצרת מקור רווח נוסף למנהלי תעודות הסל וזאת בעיקר על רקע פער הריביות בין הריבית הדולרית לבין הריבית השקלית, כמתואר בהמשך.

הרשות לני"ע פרסמה באוקטובר מסמך בשם "עקרונות לפעילות תעודות הסל בעסקאות החלף (SWAP)" ובו עקרונות להסדרת פעילות זו, אשר צפויים להיות מעוגנים בתקנות, במסגרת רפורמה להעברת תחום תעודות הסל לפיקוח תחת חוק השקעות משותפות בנאמנות, בדומה לקרנות נאמנות. העקרונות מתייחסים לעסקאות Equity SWAP וכוללים כללים ביחס להיקף העסקאות, תנאי הביטחונות, קנסות היציאה, מועדים בהם מתבצעת העברה של כספים בין הצדדים לעסקה במהלך חיי העסקה, אופן שיערוך העסקה, תפקידי הנאמן, דיווחי החברה ביחס לעסקה, הקצאת הון ביחס לסיכון האשראי של הבנק מולו מתבצעת העסקה.

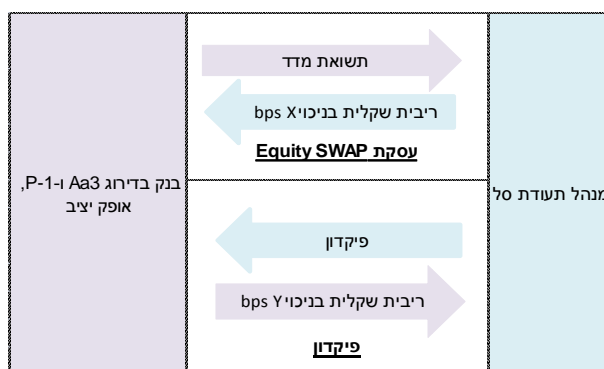
בהתאם לעקרונות, עסקאות SWAP על מדדים ישראליים תהיינה מוגבלות לשיעור של עד 25% מסך ההתחייבויות למחזיקי בתעודה זו וכן תותר חריגה פסיבית (עקב פדיונות של מחזיקי התעודה) עד להיקף של 40% מהתחייבויות התעודה.

עסקת Equity SWAP הינה עסקה בין שני צדדים אשר בה צד א' מתחייב להעביר לצד ב' את שיעור השינוי במדד ביחס אליו נכתב ה-SWAP. במידה ושיעור השינוי הינו שלילי, צד א' יקזז מצד ב' את ההפרש השלילי. לצורך כך צד א' עשוי לבקש בטחונות מצד ב'. בסוגים אחרים של עסקאות SWAP, צד א' יבקש את מלוא היקף ההשקעה במדד (בדרכי לצורך מימון המעקב אחר המדד, קרי רכישת נכסים).

במהלך שנת 2011 מספר בנקים מקומיים הציעו עסקת חבילה על מדדי מניות בבורסה לני"ע בת"א. נכון למועד כתיבת הדוח המדדים ביחס אליהם הוצעו עסקאות החבילה הינם: ת"א 100, ת"א 25 ות"א בנקים, המורכבת מ - Equity SWAP - אשר הינו Unfunded ולכן חברת תעודות הסל משלמת לבנק את "עלות המימון", בנוסף, חברת תעודות הסל מתקשרת בהסכם לפיקדון שקלי נושא ריבית. כאשר פער הריביות בין התקבול בפיקדון לתשלום בגין ה-SWAP הינו חיובי. לדוגמא:

ריבית בנק ישראל (או תל בור) בניכוי X נקודות בסיס (bps) אשר על מנהל תעודת הסל לשלם לבנק והסכם פיקדון נושא ריבית בנק ישראל (או תל בור) בניכוי Y bps, אשר הבנק מתחייב לשלם למנהל תעודת הסל. כאשר: $X > Y$. בהתאם לתנאי העסקאות, בפירעון מוקדם הן של ה-SWAP והן של הפיקדון יחולו קנסות. להלן תרשים סכמטי של עסקת ה-SWAP והפיקדון בין מנהל תעודת הסל לבין הבנק המקומי:

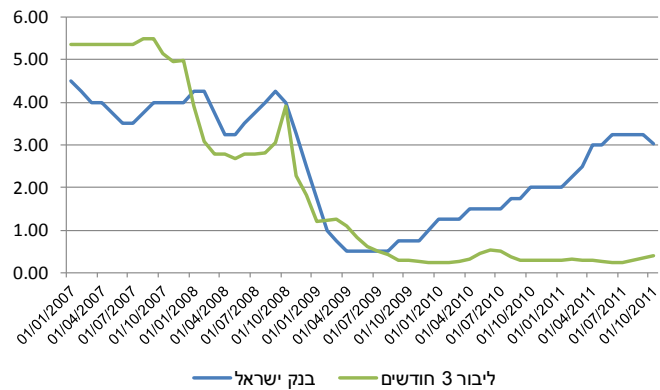
תרשים עסקת ה-SWAP והפיקדון בין מנהל ת. הסל לבין הבנק המקומי



מקור התזרים העודף (או מעורבות הבנק הזר)

בעקבות עלות גיוס המקורות הנמוכה בריבית הדולרית יחסית לריבית השקלית ומגבלות על פעילותם של משקיעים זרים בשוק המט"ח המקומי, בנקים זרים פועלים ליצירת חשיפה לשוק המקומי באמצעות השקעות בתעודות סל וכן גזירת פער הריבית. להלן תרשים המתאר את פער הריבית בין הריבית השקלית (בנק ישראל) לריבית הדולרית (3 months LIBOR), אשר עומד על כ-2.6%, נכון לאוקטובר 2011.

התפתחות ריבית שקלית מול ריבית דולר ארה"ב, 10/2007-01/2011



מהתרשים עולה כי החל מספטמבר 2009, פער הריביות הינו במגמת עלייה וזאת על רקע מדיניות העלאת הריבית של בנק ישראל לעומת הריביות הנמוכות בארה"ב. פער זה הינו אחד השיקולים המרכזיים באופן השקעתו של בנק זר בשוק המקומי באמצעות עסקאות ה-Equity SWAP. מבנה ההשקעה מנקודת ראות הבנק הזר מבוצע באופן הבא:

הבנק הזר אשר עלות מקורותיו נמוכה יחסית לריבית השקלית, ממיר את מקורותיו לשקלים ופועל באחת הדרכים האפשריות הבאות: רוכש תעודת סל או רוכש ממנהל תעודת הסל נכסים מגבים. בהתאם לדיווחי חברות תעודות הסל העסקאות שבוצעו עד כה, הינן כנגד רכישות של תעודות סל.

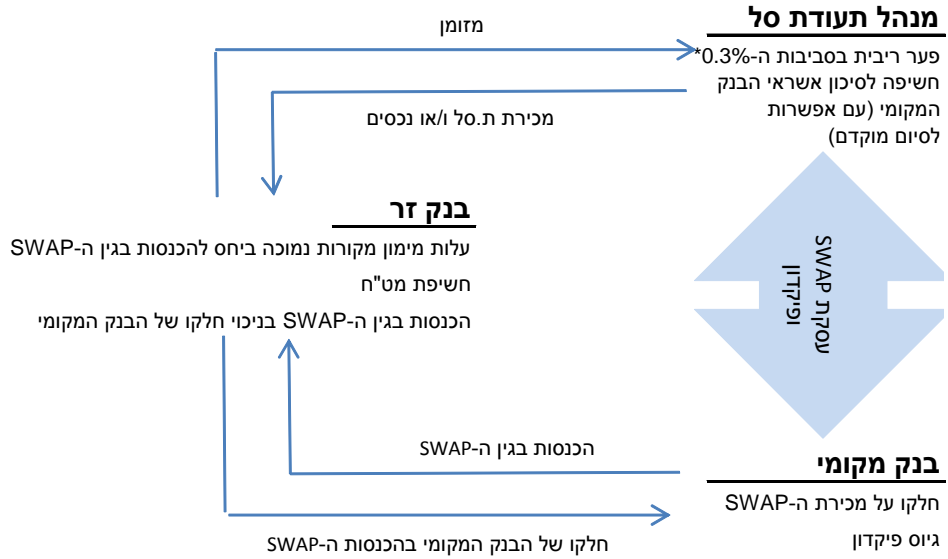
בתמורת המזומן המתקבלת אצל חברת תעודות הסל (בין אם כנגד מכירת ת.סל או כנגד העברת נכסים), חברת תעודות הסל מתקשרת בעסקת הפיקדון וה-SWAP עם בנק מקומי (ראה תרשים עסקת ה-SWAP לעיל).

הבנק המקומי מבצע התכסות מול הבנק הזר ומרוויח הן גיוס של פיקדון והן חלק על מכירת ה-SWAP. באופן כזה, הבנק הזר יכול לייצר תזרים עודף ביחס לעלות המקורות שלו. בנוסף, נוצרת חשיפת מט"ח לשקל.

לאור המנגנון המתואר עולה כי כדאיות העסקאות הינה על רקע פערי ריביות ולהערכתנו אינה פרמננטית.

להלן תרשים המתאר את מבנה ההשקעה מנקודת ראות הבנק הזר וכן שיקולי שני הצדדים הנוספים בעסקה (מנהל תעודת הסל והבנק המקומי):

תרשים מקור התזרים העודף



* בהתאם לפירוט של חלק מהמנהלים

מתודולוגיה לבחינת השלכת הכללת עסקאות SWAP בנכסים המגבים

דירוג תעודות הסל בוחן את יכולת המנפיקה לעמוד בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי תעודות הסל בהתאם להתחייבויות התשקיפיות והחלטות דירקטוריון החברה, דהיינו את הסיכון שבידי החברה לא יהיו בסיום כל יום מסחר, נכסים מספקים להמרת כל תעודות הסל הנסחרות, הדירוג אינו בוחן את התשואה או ההפסד של תעודת הסל. מתודולוגיית הדירוג של תעודות הסל מתבססת על שני ניתוחים הכמותי והאיכותי.

הניתוח הכמותי מתמקד באמידת ההפסד הצפוי למשקיע בהתאם להתפלגות הפסדים לוג-נורמאלית, והניתוח האיכותי בוחן את המבנה המשפטי, היכולת התפעולית של החברה המנהלת, התקשרויות עם גורמים פיננסיים שונים והסיכון הטמון בהם.

המדדים עליהם בוצעו העסקאות הינם מדדים של תעודות סל המדורגות אצל כל המנפיקים, ובפרט אצל אלו שביצעו את העסקאות. לצורך בחינת השלכות התקשרויות אלו על דירוג התעודות, החברות קיבלו החלטות דירקטוריון וכן יעבירו לנאמן דיווח במסגרת דוח הבקרה היומי בדבר שיערוך ההתקשרות, בניכוי קנסות ועלויות מימון, אם ישנן וכן על הזרמת פער הריבית (אם ישנו) ודירוג הבנקים ואופק הדירוג.

בבחינת השלכת הכללת עסקאות SWAP כחלק מנכסים המגבים של תעודת סל מדורגת על דירוג התעודה, שיקולי הדירוג להותרת דירוג תעודות הסל (Aaa MILC) על כנו הינם:

- על הבנק להיות מדורג בדירוג פיקדונות Aa3 ו-P-1, באופן יציב. במידה ודירוג הבנק מורע, על החברה להפסיק את ההתקשרות (הן ב-SWAP והן בפיקדון), באופן מיידי. ראה נייר מתודולוגי בדבר סיכון אשראי בהפקדות נזילות¹.
- לצורך חישוב יחס נכסים להתחייבויות, החברה תשערך ה-SWAP והפיקדון בניכוי קנסות פירעון מוקדם (כאילו נפדו ביום החישוב), וכן בניכוי כל עלות אחרת: עלות מימון בגין פערי סליקה, פערי ריבית, ככל שיווצרו בין הריבית בפיקדון לבין הריבית על ה-SWAP.
- החברה תדווח לנאמן במסגרת דוח הבקרה היומי על שיערוך ההתקשרות, כאמור לעיל וכן על דירוג הבנק ואופק הדירוג.
- על החברה לוודא כי יתרת העודפים מספיקה, הן לעלות ההתקשרות בעסקה, הן לפער בין הריבית על הפיקדון לבין הריבית לבנק בגין ההתקשרות מדי רבעון והן למגבלות שהחברה לקחה על עצמה, לרבות עמידה ביחס נכסים להתחייבויות.

¹ [סיכון אשראי בתעודות פיקדון - דוח מתודולוגי \(מאי 2011\)](#)



עם ביצוע התכסות כאמור לעיל, תעודת הסל חשופה לסיכון האשראי של הבנק, ללא חשיפת מדד, נזילות או עיתוי. שכן חשיפת השער מגודרת מול הבנק ועלויות השבירה המוקדמת משוערכות וכך גם עלויות מימון בגין פערי סליקה ופערי ריבית, אם ישנם.

בהקשר מעורבותו של הבנק הזר, נציין כי הדירוג נבחן אל מול חשיפה לסיכון האשראי של הבנק מולו מתקשרת חברת תעודות הסל בעסקה. במבנה העסקאות הקיים במדדים הישראליים, בנק זה הינו בנק מקומי בלבד. החברה מתקשרת במסמכי התקשרות (הפיקדון וה-SWAP) מול הבנק המקומי בלבד כך שהחשיפה הינה לסיכון האשראי שלו בלבד.

מידע מקצועי רלוונטי

[תעודות סל - דוח מיוחד \(ספטמבר 2009\)](#)

[תעודות סל - סיכום שנת 2010 ומגמות ל-2011 \(פברואר 2011\)](#)

[סיכון אשראי בתעודות פיקדון - דוח מתודולוגי \(מאי 2011\)](#)

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של איגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של איגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של איגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.