



זרקור // מכשירי חוב בנקאיים

בשנה האחרונה משקל ההנפקות של הגופים הפיננסיים ירד משמעותית לכ-20% מסך ההנפקות החדשות וזאת לעומת משקל היסטורי של כ-30%. בין הגורמים לירידה בהיקף ההנפקות ניתן לציין את החמרת הרגולציה ובצידה הגדלת רכיב הון הליבה הנדרש במסגרת הנחיות באזל 3 וכן חקירות והליכים משפטיים של חלק מהבנקים אשר מנעו הנפקות תחת תשקיף. מטרת זרקור זה היא לשפוך אור על ההבדלים בין מכשירי החוב השונים של הבנקים לאור חידוש הגיוסים באפיק ולצורך תמחור אופטימלי של אגרות החוב הקיימות בשוק.

רפורמת באזל 3 נולדה מתוך הכשלים שהתגלו במערכת הבנקאית בזמן המשבר הכלכלי העולמי בשנים 2007-2009. עיקרי הרפורמה היה בהעלאת האיכות והשקיפות של רכיבי ההון השונים ועדכון יחס הלימות ההון משוקלל הסיכון הנדרש מהבנקים. המטרה העיקרית שעמדה לנגד עיניהם של המחוקקים הייתה לשפר את יכולת ספיגת הפסדים של הבנקים וצמצום הסיכון המערכתי. כאמור, הרגולציה על המערכת הבנקאית מבדילה בין סוגים שונים של הון עבור הבנקים כאשר לכל רובד יש מאפיינים שונים והיקפו מוגבל ביחס לרבדים האחרים המרכיבים את ההון.

מכשיר		הון רובד 1	
מניות ועודפים		הון ליבה הון מניות ועודפים	
מניות בכורה צמיתות, COCO צמיתות עם טריגר להמרת הקרן למניות.	←	הון רובד 1 נוסף - מניות בכורה צמיתות שאינן מכשירי הון מורכבים, מכשירי הון מורכבים לא חדשניים וחדשניים	
		הון רובד 2	
שטר הון או COCO שאינן צמיתות בעלות מנגנון המרה למניות או צוברות ריבית בהתקיימות טריגר	←	הון רובד 2 עליון - מכשירי הון מורכבים בתנאים מסויימים	
כתבי התחייבות נדחים ללא מנגנון צבירת ריבית או מחיקה	←	הון רובד 2 תחתון - כתבי התחייבות נדחים או מכשירי הון אחרים	

להלן ההבדלים המרכזיים בין מכשירי החוב הבנקאיים:

דרגת הנשייה – הון רובד 1 הינו המרכיב המרכזי של הון הבנק. שאר שכבות ההון כגון הון רובד 1 נוסף וכן הון רובד 2 עליון / תחתון נבדלים זה מזה בדרגת הנשייה ומשמשים כרית נוספת לספיגת הפסדים וזאת רק לאחר שהרבדים העליונים יותר אינם מספיקים או נדרשים לתמיכה הונית נוספת.

מועד הפירעון – בעוד לכתבי התחייבות נדחים ולאג"ח יש מועד פירעון סופי מובהק בדומה לאג"ח קונצרני רגיל, ישנם מכשירים הוניים כגון COCO צמיתות (תאריך הפירעון לא יפחת מ-49 שנים). למכשירים הללו מתקיים מנגנון פדיון מוקדם לאחר 5/10 שנים ממועד ההנפקה, בכפוף להתאמת מנגנון הריבית. אם הבנק בוחר לממש את זכותו לשלם את הריבית בהתאם למנגנון, מועד הפירעון של האג"ח מוארך ב-5 שנים נוספות.

מנגנון השהיית ריבית – במכשירי ההון ההיברידיים כגון שטרי ההון ו-COCO מתקיים מנגנון של השהיית / הפסקת תשלומי ריבית במקרה בו ישנם הפסדים משמעותיים לבנק או בכפוף להנחיית הפיקוח. המטרה במנגנון זה השתתפות של בעלי החוב בספיגת הפסדי הבנק. חלק מהמכשירים עשויים לצבור את הריבית או במקרים אחרים לקבל תמורה מנייתית בגין הריבית שלא שולמה.



זרקור // מכשירי חוב בנקאיים - המשך

המרת הקרן למניות / מחיקת הקרן / דחיית קרן - שטרי ההון - וה-COCO מקיימים במרבית המקרים מנגנון המרה למניות בהתקיים מצב בו ההון רובד 1 ליבה אינו עומד בדרישות הלימות ההון והבנק נדרש לחזק אותו. לדוגמא: ה-COCO של בנק לאומי מכיל התניה כי הקרן תומר להון מניות בהתקיים טריגר בעוד שאצל חלק מהמתחרים לא קיים סעיף זה. כמו כן, בשטרי ההון הישנים קיימים מנגנונים שונים של דחיית קרן או המרה להון מניות בהתאם לתשקיף הספציפי של שטר ההון, אך לא קיים מקרה של מחיקת קרן, דבר שהינו אפשרי בהנפקות מסוג COCO.

החל מיישום באזל 3, לא יכולים הבנקים להנפיק שטרי הון אלא רק הנפקות מסוג COCO, אולם שני סוגי ההון נכללים בהון רובד 2 עליון של הבנק. **קיימת אבחנה בין שטרי ההון הישנים של הבנקים לבין ה-COCO** בעיקר בשל השוני בטריגר המפעיל המרה למניות / דחיית תשלומים / מחיקה. בעוד ב-COCO נדרש יחס הון ליבה לרכיבי סיכון נמוך מ-5% והון מזערי כולל נמוך מ-9% כדי לאפשר אירוע של המרה, בשטרי ההון הישנים המנגנונים בד"כ מקלים יותר או שהרף הינו נמוך יותר וכולל דחייה וצבירה של ריביות ותשלומי קרן ואילו ההמרה למניות נעשית רק במקרה קיצון. לכאורה, גורם שוני זה מחייב הבדל בתמחור בין שטרי ההון הוותיקים לבין ה-COCO החדשים. אולם יש לזכור כי למפקח על הבנקים שמורה היכולת להורות על הפעלת מנגנון דחיית/מחיקת/המרה של תשלום הן לשטרי ההון והן ל-COCO.

מסחר - יחידת מסחר היא 50,000 ש"ח ב-COCO בעוד באגרות האחרות יחידת המסחר היא כאג"ח קונצרני רגיל. **דירוג אגרת החוב יורד ביחס לרמת הנשייה ובהתחשב בשינוי לרכיב ההון** - לפיכך, ה-COCO ושטרי ההון הם הרכיב הנחות ביותר בדירוג והם מסווגים כהון רובד 1 נוסף / רובד 2 עליון. כתבי התחייבות נדחים שאינם היברידיים נחשבים להון משני תחתון, בכירים יותר בסדר הנשייה וזוכים לדירוגים גבוהים יותר. איגרות החוב הבנקאיות ברמת פיקדון מוגדרות כחוב ולא מסווגות להון ועל כן זוכים לדרגת הדירוג הגבוהה ביותר ביחס לאותו המנפיק / בנק.

אגרות החוב של בנק לאומי

שם נייר	מח"מ ברטו	תשואה ברטו	מרווח ממשלתי	סוג הצמדה	דרוג מאוחד	בטחונות	פדיון סופי	מנגנון ריבית	סיווג להון	תנאים עיקריים
לאומי אגח 177	2.16	-0.31	0.58	מדד	AAA	ללא	30/06/2020		לא- חוב בכיר	חוב
לאומי אגח 178	5.48	1.80	0.58	שקלי	AAA	ללא	31/03/2024		לא - חוב בכיר	חוב
לאומי התחייבות יד	2.44	-0.26	0.63	מדד	AA+	ללא	10/11/2020		חבד 2 תחתון	חוב
לאומי ש"ה נד 200	2.65	-0.07	0.76	מדד	AA	ללא	04/02/2060		חבד 2 עליון	דחיית ריבית אין המרה למניות
לאומי ש"ה נד 201	2.72	0.94	0.75	שקלי	AA	ללא	04/02/2060	מק"מ שנה+1.4	חבד 2 עליון	
לאומי ש"ה נד 300	2.18	-0.17	0.77	מדד	AA	ללא	10/08/2059		חבד 2 עליון	
לאומי ש"ה נד 301	2.24	0.87	0.68	שקלי	AA	ללא	10/08/2059	מק"מ שנה+2	חבד 2 עליון	
לאומי התח 400 (COCO)	2.62	1.52	1.04	שקלי	AA	ללא	21/01/2026		חבד 2 עליון	יש המרה למניות

- סדרות 177/178 מדורגות בדירוג AAA ונסחרות במרווח של כ-0.6% מעל לאגרות הממשלתיות המקבילות. יש להבחין כי לאומי 177 נסחר תחת הגנת מדד (מדד המחירים לצרכן הנוכחי נמוך מהמדד בו הונפק הנייר ולכן בעת תשלומי האג"ח המדד לתשלום הוא המדד בו הונפק הנייר ולא מתחתיו עד שהצמדה תהפוך לחיובית).



זרקור // מכשירי חוב בנקאיים - המשך

- כתב התחייבות יד' נסחר במרווח 0.7% בקירוב מול הממשלתי כאשר בפירמידת הנשייה הוא נחשב לבכיר יותר מלבד סדרות 177/178. האג"ח מדורג AA+.
- שטרי ההון הישנים של לאומי 200/201 אינם כוללים מנגנון המרה למניות הבנק אך כוללים דחייה של תשלומים בהפעלת טריגר, דירוגם יותר נמוך בנוסף אחד ביחס ללאומי התחייבויות יד' ולכן הם נסחרים בכ-10 נק' בסיס נוספות מעל כתב התחייבות יד' ובמוצע במרווח של 0.75 ביחס לניירות הממשלתיים.
- הנייר בעל התמחור נמוך ביותר הוא לאומי התחייבות 400 (COCO) שנחשב באותו דירוג כמו שטרי ההון וגם נחשב לאותו רובד בהון אולם המנגנון שלו מחמיר ביחס לשטרי ההון הישנים וכולל המרה למניות הבנק בהפעלת טריגר ולפיכך הוא נסחר במרווח של 1% ביחס לממשלתי וכ-25 נק' יותר משטרי ההון הותיקים.

סקירה זו הינה אינפורמטיבית בלבד ומייצגת את דעותיהם של עובדי אושן פרטנרס בע"מ ואין באמור כאן משום המלצה, הצעה, או שידול לקנות / להחזיק / למכור ני"ע או נכסים פיננסיים כלשהם. הסקירה מבוססת על מידע אשר החברה סבורה כי הוא מהימן אך אינה יכולה לערוב לכך. הסקירה אינה מתיימרת להיות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה והדעות המובאות בסקירה נכונות למועד הסקירה והן עשויות להשתנות מעת לעת ללא הודעה נוספת. אין הסקירה מהווה ייעוץ / שיווק להשקעות ואינה תחליף לייעוץ אישי ללקוחות בהתחשב נתונו ובצרכיו המיוחדים של הקורא. יובהר כי עשוי להיות לנו /או/ ללקוחותינו /או/ לצדדים קשורים עניין /או/ אחזקות בניירות ערך / נכסים פיננסיים המפורטים בסקירה. הסקירה הינה רכושה של חברת אושן פרטנרס בע"מ, אין להעתיק, לצלם, לשכפל, להפיץ, לשדר או לפרסם ברבים הן במישרין והן בעקיפין את הסקירה ו/או חלקים ממנה בכל דרך שהיא ללא הסכמה מראש מטעם החברה.