

ספטמבר 2019



גיוון מוצרים פיננסיים - הנפקת אגרות חוב המשלמות גם במניות; אגרות חוב היברידיות; ואגרות חוב מגובות בנכסים

אגרות חוב היברידיות - מסמך להערות הציבור

רשות ניירות ערך פרסמה מסמך להערות הציבור בקשר לבחינת האפשרות להנפיק אגרות חוב היברידיות - קרי, אגרות חוב שאינן להמרה, המקנות לחברה המנפיקה אפשרות לדחות את תשלומי הקרן או הריבית (לפי שיקול דעתה או בהתקיים תנאים אובייקטיביים שנקבעו מראש).

אגרות החוב ההיברידיות מונפקות לרוב לתקופות ארוכות מאוד והינן נחותות לעומת החוב של החברה, אך בכירות לזכויות ההוניות בחברה, ולאור זאת הריבית של מכשיר כזה תהא גבוהה מהריבית בגין אגרות חוב רגילות של המנפיק. לפיכך, לעתים מעוגן במכשירי אגרות חוב היברידיים מנגנון Step-up, הקובע כי במקרה שבו לא בוצע פירעון מוקדם עד למועד מסוים, תחול עליה בריבית, ובכך נוצר למנפיק תמריץ לפירעון מוקדם.

בנוסף לגמישות בנוגע למועדי התשלום שמעניקות אגרות החוב ההיברידיות למנפיק, הן עשויות להקנות למנפיק יתרון בדירוג האשראי ביחס לאגרת חוב רגילה, וזאת לאור כך שלצרכי דירוג אשראי שיעור מסוים מאגרות החוב ההיברידיות עשוי להיות מוכר לצרכי הון. ההתייחסות לחלק מהמכשיר כהון עשויה להיות רלוונטית אף בהיבטי סיווג חשבונאיים.

להשקעה באגרות חוב היברידיות עשויים להיות סיכונים ייחודיים למשקיע, לרבות סיכון הנובע מנחיתות אגרות החוב ההיברידיות ביחס להתחייבויות אחרות של התאגיד המנפיק.

תנאי הסף המוצעים על ידי הרשות

לאור החדשנות של המכשיר ונחיתות זכויותיהם של המחזיקים בהשוואה לאגרות חוב רגילות, מציעה רשות ניירות ערך לקבוע (במסגרת תקנון הבורסה) תנאי סף מחמירים בהם על המנפיק לעמוד לצורך רישום למסחר של אגרות חוב היברידיות:

1. מניות המנפיק משתייכות למדד ת"א-125 ולפחות סדרה אחת של אגרות חוב שאינן היברידיות של המנפיק רשומות למסחר.
 2. שווי החזקות ציבור באגרות החוב ההיברידיות של לפחות 200 מיליון ש"ח וכן אחד מאלה:
 - הון המנפיק עומד על לפחות 500 מיליון ש"ח;
 - אגרות החוב ההיברידיות תהיינה לכל הפחות בקבוצת דירוג אשראי של A3.il או ilA-.
- בנוסף, רכישה של אגרות חוב היברידיות תהיה בסכום שלא יפחת מ-50 אלפי ש"ח למשקיע.

תמחור אגרות החוב ההיברידיות

לאור מורכבות המכשיר, מוצעים במסמך ההצעה של רשות ניירות ערך מאפיינים שונים, שמטרתם להשיג תמחור נאות של אגרות החוב ההיברידיות:

1. סוג המכשיר ומועדי תשלום
 - לקרן יהיה מועד פירעון סופי אחד, למועד שלא יאוחר מ-60 שנים ממועד ההנפקה.
 - על הנפקה של אגרות חוב היברידיות יחולו הדרישות החוקיות המתייחסות להנפקת אגרות חוב (כגון קיומו של נאמן, שטר נאמנות, דרישות רישום למסחר וכו').
 - למנפיק תהיה אפשרות לדחות את מועד תשלום הריבית לפי שיקול דעתו המוחלט או בהתקיים תנאים אובייקטיביים וידועים מראש. בנוסף, יוכל לציין כי בכוונתו להפעיל את אפשרות הדחייה בריבית במצבים שבהם תשלומה עשוי לפגוע ביכולתו לפרוע התחייבויות לנושים בכירים יותר.
 - תקופת הדחייה המרבית לא תעלה על 6 שנים וריבית שנדחתה תצבור בתקופת הדחייה "ריבית-דריבית".
 - תנאי אגרות החוב יכול שיכללו מנגנון Step up לעדכון שיעורי הריבית במועדים קבועים מראש או מנגנון התאמה לריבית עוגן הכוללת מרווח.
2. דרגת בכירות - לאגרות החוב ההיברידיות תהיה קדימות בפירוק ביחס למכשירים הוניים של המנפיק, כגון מניות רגילות, מניות בכורה הוניות או שטרי הון.
3. תניות - בתנאי אגרות החוב ההיברידיות תיכללנה תניות מקובלות ביחס למגבלות בתקופת דחיית תשלומי ריבית, לרבות אי חלוקת דיבידנד, ביצוע רכישה עצמית של מניות, פירעון שטרי הון או מניות בכורה הוניות, עד לפירעון מלוא הריבית הצבורה, לרבות ריבית דריבית. בנוסף, ביצוע של הפעולות המוגבלות הנ"ל יביא לפגיעת זכותה של החברה לדחות תשלומי ריבית לחצי שנה מהמועד בו בוצעה הפעולה כאמור.
4. פירעון מוקדם - אגרות החוב ההיברידיות תכלולנה אפשרות לביצוע פדיון מוקדם על בסיס הערך ההתחייבותי של אגרות החוב בתוספת ריבית צבורה (פארי) או בהתאם למנגנון אחר, בתחנות פירעון מוקדם מדי תקופה של 5 שנים לפחות (כלומר, אחת ל-5 שנים לפחות תקום אופציה לפדיון מוקדם), כאשר לאחריהן יחול שינוי בריבית. פירעון שלא בתחנות הפירעון הקבועות יבוצע לפי הגבוה מבין הערך

ההתחייבותי או שווי השוק ב-30 ימי מסחר שקדמו למועד ההחלטה. בנוסף, ניתן יהיה לקבוע כי במקרים חריגים אובייקטיבים מוגדרים מראש (כגון - שינוי מהותי בדיני המס המביא לכך שהוצאות הריבית של המכשיר לא מוכרות עוד כהוצאה לצרכי מס) ניתן יהיה לפרוע את אגרות החוב כאמור בתמורה לערכן ההתחייבותי בתוספת קנס.

מסמך ההצעה הינו להערות הציבור עד ליום 26.9.2019.

למסמך ההצעה לחצו [כאן](#).

אגרות חוב המשלמות גם במניות

כיום קיימת לחברות שמניותיהן נכללות במדד ת"א-125 אפשרות להנפיק ולרשום למסחר אגרות חוב או אגרות חוב ניתנות להמרה, שניתן לשלם את תשלומי הקרן או הריבית בגינן גם באמצעות הנפקת מניות.

יודגש כי בניגוד למכשירי המרה למניות שתלויים בשיקול דעתו של המחזיק, במקרה זה האפשרות לבצע תשלום במניות הינה בהתאם לשיקול דעתה של החברה, אשר רשאית להודיע טרם מועד התשלום הרלבנטי כי הוא יבוצע במניות.

התשלום במניות אפשרי בכפוף לתנאים שנקבעו בתקנון הבורסה, שעיקריהם כדלקמן:

- מחיר המניה שישמש לצורך קביעת כמות המניות שתוקצה למחזיקים לא יעלה על מחיר המניה הממוצע בתקופה של 10 ימי מסחר המסתיימים 5 ימי מסחר לפני "היום הקובע" לתשלום הקרן או הריבית (במקרה של פדיון סופי, מחיר המניה הממוצע בתקופה של 10 ימי המסחר המסתיימים לפני מועד הפדיון הסופי). החברה רשאית לקבוע מראש בתנאי אגרות החוב מחיר נמוך מהמחיר הממוצע כאמור, כאשר השיעור שבו יפחת המחיר יכול להיות שונה לתשלום ריבית ולתשלום קרן.
- לפני כל תשלום שהחברה מבקשת לבצע במניות, על החברה לפרסם הודעה על ההחלטה לשלם במניות (ככלל, לפחות 15 ימי מסחר לפני "היום הקובע" ולא יותר מ-45 ימים לפני יום התשלום). אם לא תפורסם הודעה - יבוצע התשלום במזומן.
- החברה לא תהא רשאית לבצע תשלום במניות, בין היתר, ככל שהתקיימו בחברה סימני אזהרה כמשמעותם בתקנה 10(ב)(14)(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970; ככל שלא בוצעו עסקאות במניות החברה במסחר בבורסה ב-5 ימי מסחר או יותר מתוך ימי המסחר הנכללים בתקופת החישוב; וככל שמניותיה אינן נכללות במדד ת"א-125 או במדד ת"א 60 SME.

לתקנון הבורסה (עמ' ב' 29 ו-ב' 35) לחצו [כאן](#).

מסמך היועצות להערות הציבור - איגוח, הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים

בחודש ספטמבר 2019 פרסמה רשות ניירות ערך להערות הציבור מסמך היועצות בקשר עם עסקאות איגוח, במסגרתן מונפקות תעודות התחייבות שפירעונן מובטח על ידי תזרים מזומנים צפוי ומוגדר הנובע מתיק אשראי הכולל נכסים מגבים. הנפקת תעודות ההתחייבות מתבצעת על ידי תאגיד ייעודי לביצוע האיגוח, אשר קיבל את

הנכסים המגבים בהמחאה מאת תאגיד אחר (המכונה יזם) תמורת הנפקת תעודות ההתחייבות. השימוש בתאגיד הייעודי נועד לאפשר השקעה שהסיכון הכרוך בה ממוקד לנכסים המגבים בלבד, ללא הסיכון הכרוך בהשקעה כוללת ביזם, ולשם כך עסקת האיגוח נפרדת מהיזם מבחינה משפטית וכלכלית.

בהתאם למסמך, מטרתו הינה, בין היתר, הגברת ההכרות וההבנה של שחקני השוק עם המאפיינים המרכזיים של עסקאות איגוח, וכן הצגת מאפיינים של עסקאות איגוח פשוטות יחסית, המתאימות לשלב ראשון בהתפתחות התקינה של שוק איגוח בו יוצעו אגרות חוב לציבור המשקיעים.

להלן תמצית של עיקרי המאפיינים של עסקאות איגוח פשוטות הנסקרים במסמך הרשות:

- סיווג עסקת האיגוח כעסקה בה נמכרו הנכסים לתאגיד הייעודי באופן מלא ושלם (True Sale) - חברה תידרש לצרף לתשקיף ההנפקה חוות דעת משפטית הבוחנת, בין היתר, את העסקה, סיווגה כעסקת מכר והסיכון מפני תקיפה עתידית של העברת הנכסים לתאגיד הייעודי.
- שימור סיכון מצד יזם העסקה, כך שיהיה שותף לסיכון המגולגל למחזיקים. לצורך כך, מקובל להוסיף מגבלות כגון חובה לבצע את ייזום העסקה על ידי גורם אחד בלבד אשר ישמור את מלוא הסיכון.
- עסקאות איגוח פשוטות מאופיינות בכך שהן נעשות לכל היותר תוך שימוש בשתי שכבות בלבד, חוב ואקוויטי. הנחת הרשות היא כי בעסקאות האיגוח הציבוריות תונפק לציבור שכבת החוב בעוד ששכבת האקוויטי תונפק בהקצאה פרטית למשקיעים כשירים בלבד. עם זאת, הרשות סבורה שעם צבירת ניסיון בשוק, שילוב הדרגתי בעסקאות של רצועות חוב נחותות נוספות מעבר לשכבת האקוויטי עשוי להועיל ליזמים ולמשקיעים.
- שכבת החוב נושאת ריבית קבועה או משתנה, בהתאם לריבית בנכסי הבסיס. הרשות סבורה כי יש לתת את הדעת לכך שלא ייווצרו למשקיעים סיכונים ריבית משמעותיים הנובעים מפערי בסיס ריביות בין הנכסים להתחייבויות בעסקאות האיגוח.
- עסקאות איגוח פשוטות לא יכללו עסקאות של איגוח סינתטי באמצעות נגזרים או עסקאות של איגוח חוזר בהם מאוגחים ניירות ערך שהם תוצר של איגוח קודם.
- בתשקיף ההנפקה יינתן גילוי על היסטוריית ביצועים ממושכת של הנכסים המגבים ומתן ביטוי לסיכון האשראי.
- בתשקיף ההנפקה יינתן גילוי מפורט בנוגע לקריטריונים לבחירת הנכסים המגבים הנכללים בעסקה בהשוואה לנכסים אחרים של היזם אשר לא אוגחו.
- לא יתקיים ניהול אקטיבי של הנכסים המגבים, קרי, לא יבוצעו פעולות מסחר מצד מנהל עסקת האיגוח במסגרת תיק הנכסים של העסקה, לשם תחלופה של הנכסים המגבים במהלך חייהם.
- הישענות על התזרימים השוטפים מהנכסים המגבים ולא על מכירת נכסים לשם תשלום לפירעון ההתחייבויות.
- בתשקיף ההנפקה יידרשו הסברים לגבי חלוקת הסמכויות ותחומי האחריות ומערכת ההסכמים בין בעלי התפקידים בעסקת האיגוח - היזם (השולט בנכסים המגבים לפני המחאת הזכויות לתאגיד הייעודי בעסקת האיגוח); התאגיד הייעודי (שרוכש את הנכסים המגבים ומנפיק את תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים); השרת (אשר מופקד על ניהול הנכסים המגבים ועל ניהול תזרימי המזומנים הנובע מהם) והמשקיעים (הרוכשים את תזרימי המזומנים הנובע מעסקת האיגוח). בנוסף, לאור חשיבות תפקודם של שומרי הסף המלווים את העסקה, יש לצפות כי יידרש גילוי נוסף בדבר עבודתם של הנאמנים למחזיקי אגרות החוב, החתמים שביצעו בדיקת נאותות להנפקה וחברות הדירוג.

- במסמך נשאלת השאלה האם ראוי לקבוע דרישות סף מיוחדות לשם רישום למסחר בבורסה של אגרות חוב מגובות בנכסים.

מסמך ההיוועצות הינו להערות הציבור עד ליום 10.10.2019.

למסמך ההיוועצות להערות הציבור לחצו [כאן](#).

למידע נוסף, נשמח לעמוד לרשותכם.

עו"ד יאיר שילוני, שותף
shiloni@gornitzky.com

עו"ד שרון ורקר-שגיא, שותפה
sagy@gornitzky.com

¹ שכבת האקוויטי בעסקה מוגדרת כשכבה הנחותה ביותר, אשר זכאית לתזרימי המזומנים השאריתיים בעסקה, להבדיל משכבות חוב הנפרעות בהתאם ללוח סילוקין מוגדר.

Rothschild Blvd. Tel-Aviv, 6578403, Israel | Tel: +972-3-7109191 | Fax: + 972-3-5606555 | www.gornitzky.com 45

מידע הכלול במסמך זה הינו מידע כללי ותמציתי בלבד, אינו מחליף את הצורך בעיון מלא ומעמיק בנוסח המלא של ההחלטה/הפרסום/הוראת החוק הרלוונטיים, הוא אינו מהווה חוות דעת משפטית או יעוץ משפטי ואין להסתמך עליו. להרשמה לרשימת התפוצה נא לפנות למערכת G-Capital Market בכתובות המייל הרשומות לעיל.