

בחינת האפשרות להנפיק אגרות חוב היברידיות - פרסום להערות הציבור

מחלקה מקצועית - אוקטובר 2019

א. רקע

המונח "מכשיר פיננסי היברידי" כולל קבוצה רחבה של מכשירים פיננסיים הנושאים מאפיינים של חוב והון. בשוקי ההון בעולם קיימים מכשירים פיננסיים היברידיים מסוגים שונים ומגוונים, אשר ניתן לחלקם, בין היתר, באופן הבא:

1. מניות בכורה;
2. אגרות חוב להמרה;
3. אגרות חוב להמרה כפויה בהחלטת התאגיד המנפיק (Mandatory Convertible Bonds).
4. אגרות חוב הניתנות למחיקה או להמרה כפויה, המונפקות על ידי מוסדות פיננסיים, ובפרט מסוג CoCo (Convertible Bonds);

5. אגרות חוב היברידיות - אגרות חוב שאינן להמרה, המקנות לתאגיד המנפיק גמישות בכל הנוגע לפירעון הריבית ו/או הקרן שלהן, המונפקות על ידי מוסדות שאינם פיננסיים.

רשות ניירות ערך (להלן - "הרשות") רואה חשיבות בפיתוח שוק הון הישראלי ופועלת לגיוון המוצרים הפיננסיים הזמינים למשקיעים השונים. ניתן להנפיק מכשירים דוגמת אלו המנויים בסעיפים א'-ד' לעיל.

במהלך השנים, קיבל הסגל הרשות פניות הנוגעות לאפשרות הנפקת מכשירים פיננסיים היברידיים מסוגים נוספים, לרבות גם אגרות חוב היברידיות שאינן להמרה המקנות גמישות בכל הנוגע למועדי הפירעון שלהן. נייר זה ידון באפשרות ההנפקה של אגרות חוב היברידיות, אך סגל הרשות מזמין גורמים המעוניינים בכך לקיים עמו שיח גם בנוגע למכשירים פיננסיים היברידיים אחרים.

על רקע האמור פרסמה הרשות באוגוסט 2019' מסמך שנועד לבחון את האפשרות להנפיק אגרות חוב היברידיות (להלן - "המסמך"). המסמך נועד להגביר את מידת ההכרות וההבנה של שחקני השוק עם המאפיינים המרכזיים של אגרות חוב היברידיות, ולקבל את התייחסות הציבור לתנאים ולדגשים הנדרשים להיות בהנפקה של אגרות חוב מסוג זה. עוד נועד המסמך להציג מאפיינים של אגרות חוב

¹ המסמך פורסם להערות הציבור עד ליום 26 לספטמבר 2019.

היברידיות המעוררים קשיי תמחור ודרכים אפשריות להתמודד עימם, וכן לשקף אילו מאפיינים צפויים לחייב בחינה נוספת ופרטנית מצד סגל הרשות.

אגרות חוב היברידיות

משמעות המונח "אגרות חוב היברידיות" במסמך זה היא אגרות חוב נחותות בפירוק, המעניקות זכות חוזית לתאגיד המנפיק לדחות את תשלומי הקרן ו/או הריבית המשולמת בגין. אגרות החוב ההיברידיות אינן להמרה או להמרה כפויה. הן מונפקות על פי רוב לתקופות ארוכות מאד ומקנות לתאגיד המנפיק גמישות פיננסית מסוימת. במסגרת תנאיהן, מוקנית לתאגיד המנפיק **הזכות לדחות** (לפי שיקול דעתו או בהתקיים תנאים אובייקטיביים שנקבעו מראש) את תשלום הריבית עד תקופה מקסימאלית שנקבעה מראש. זכות דחיית הריבית בדרך כלל פוקעת בעת ביצוע פעולות הוניות מסוימות. כמו כן, לרוב, לתאגיד המנפיק מוקנית גם האפשרות לבצע פירעון מוקדם של אגרת החוב ההיברידית במחיר ידוע מראש ובמועדים ידועים מראש.

הגמישות הפיננסית המוקנית לתאגיד המנפיק, הנחיתות של המכשיר המונפק ומשך החיים הארוך שלו מביאים לכך שהריבית אותה נדרש המכשיר לשאת תהא **גבוהה** מהריבית בגין אגרות חוב רגילות של אותו מנפיק. לעיתים, על מנת למתן את תוספת הריבית הנדרשת בגין מאפייני המכשיר, מעוגנים מנגנונים שונים המגבילים גמישות זו כגון מנגנון המכונה Step-up ולפיו במקרה שבו לא בוצע פירעון מוקדם עד נקודה מוסכמת, תחול עלייה מוגדרת בריבית הנקובה של אגרת החוב. כך נוצר לתאגיד המנפיק תמריץ נוסף לפירעון מוקדם של המכשיר, אחרת יידרש לשאת במחיר של תוספת ריבית. לכן, מנגנון זה עשוי להביא לקיצור משך החיים הממוצע הכלכלי של אגרת החוב ההיברידית (הן בראיית המשקיעים והן בראיית המנפיקים) ביחס למשך החיים המשפטי המקסימלי שלה, ולהביא להפחתה של הריבית על המכשיר, במיוחד במצב של עקום ריבית עולה.

תמריצים עיקריים להנפקת אגרות חוב היברידיות

אגרות חוב היברידיות מאפשרות לתאגיד המנפיק **גמישות פיננסית רבה יותר** ביחס לאגרות חוב רגילות. היבט העשוי לסייע לתאגיד המנפיק במיוחד בתרחישים של מצוקת נזילות זמנית. כמו כן, אגרות חוב היברידיות עשויות להקנות **יתרון בדירוג האשראי** של הישות המנפיקה ביחס לאגרות חוב רגילות כיוון ששיעור מסוים מן המכשיר עשוי להיות מוכר לצרכי דירוג כהון, כתלות במתודולוגיות הדירוג הרלוונטיות².

יודגש כי ההתייחסות לחלק מן המכשיר **כהון** עשויה להיות רלוונטית גם כאשר המכשיר מסווג **במלואו** כהתחייבות פיננסית בהתאם לתקני הדיווח הכספי הבינלאומיים (IFRS). כך, ניתן לעשות שימוש במכשיר זה כאמצעי מימון גמיש שאינו פוגע במינוף לצרכי דירוג מחד ומאידך אינו מביא לדילול בעלי המניות הקיימים. במקרים אחרים נעשה שימוש במכשיר כאשר תאגידים נדרשים לגייס מקורות כספיים מבלי לפגוע בדירוג האשראי שלהם והם מנועים, מסיבות שונות, מלהנפיק מניות או חוב רגיל. על כן ובדומה למכשירים פיננסיים מורכבים אחרים, הנפקת אגרות חוב היברידיות אינה מתאימה לכל תאגיד.

קיים דמיון מסוים בין אגרות חוב היברידיות לבין מניות בכורה. ואולם, אגרות החוב ההיברידיות המתוארות בנייר זה (שלהן מועד פירעון סופי) מובחנות במספר היבטים משמעותיים ממניות בכורה רגילות, אשר, בדרך כלל, לא נדרש לפרוע אותן. הבדלים אלה עשויים להיות **בהיבטי מיסוי** (כיוון שאגרות החוב ההיברידיות נושאות ריבית ואינן זכאיות להשתתפות בדיבידנד), **בהיבטי חלוקה** (היות אגרות החוב נוקבות במועדי וסכומי פירעון קרן וריבית), בהיבט של **כללי ההשקעה** של גופים מוסדיים ו**בהיבטי תמחור** (בהתחשב בכך שמשקיעים עשויים לתמחר את המכשיר ביחס לאגרות החוב הרגילות של החברה ולא מניות החברה). לכן, הנפקתן של אגרות החוב ההיברידיות עשויה לשמש תחליף מסוים להנפקתן של מניות בכורה.

תמריצים עיקריים להשקעה באגרות חוב היברידיות

במצב דברים רגיל הסיכון בהשקעה באגרות חוב היברידיות גבוה יותר מהסיכון הגלום בהשקעה באגרות חוב רגילות של אותו תאגיד אך מאידך, נמוך יותר מהסיכון הגלום בהשקעה במניות רגילות או במניות בכורה הוניות. בהתאם, אגרות חוב היברידיות נסחרות, לרוב, בתשואה הגבוהה מאגרות חוב רגילות מקבילות המהווה את התמריץ העיקרי להשקעה בהן.

עם זאת, **הסיכונים הייחודיים** הנוגעים להשקעה באגרות חוב היברידיות כוללים, בין היתר, את אלו:

² למשל, בשיעורים של עד 25%-50% מהערך הנקוב של המכשיר.

- א. סיכון לדחייה בתשלומי הריבית;
- ב. סיכון לאי מימוש האופציה לפירעון מוקדם על ידי התאגיד המנפיק, בפרט כאשר ההשקעה במכשיר בוצעה מתוך הנחה שהתאגיד המנפיק יבחר לבצע פירעון מוקדם;
- ג. סיכון הנובע מנחיתותן של אגרות החוב היברידיות ביחס להתחייבויות אחרות של התאגיד המנפיק, בעת פירוק או אף לפני כן.
- מעבר לאמור, מובן כי בדומה לכל אגרת חוב קונצרנית רגילה, אגרות חוב היברידיות נושאות גם סיכונים אשראי, סיכונים ריבית שוק ולעיתים גם סיכונים מט"ח. על כן, בראיית המשקיע כדאיות ההשקעה תלויה אפוא **בניתוח פרטני**, ובין היתר ביחס שבין תוספת הסיכון ותוספת המרווח.

ב. תנאי סף

- החדשנות של המכשיר בשוק הישראלי ונחיתות הזכויות של מחזיקי אגרות חוב כאמור בהשוואה לאגרות חוב רגילות כמו דין הצורך לאפשר מסחר/תמחור נאות, מעלים צורך בקביעת **תנאי סף מחמירים** ביחס לתנאי הסף הקבועים לאגרות חוב שאינן היברידיות, **כתנאי לרישום של אגרות החוב היברידיות למסחר בבורסה**. תנאים אלה צפויים להיכלל בהצעה לתיקון תקנון הבורסה אשר צוין כי זו עתידה להתפרסם בעת הקרובה.
- לפי המוצע, ניתן יהיה לרשום למסחר אגרות חוב היברידיות של תאגיד שיעמוד במועד ההנפקה **באחד** התנאים הבאים:
- א. מנייתו רשומות למסחר ומשתייכות למדד תל אביב 125, ולפחות סדרה אחת של אגרות חוב שאינן היברידיות שלו רשומות למסחר;
- ב. אגרות החוב היברידיות המונפקות תהיינה בשווי החזקות ציבור בהיקף של 200 מיליון ש"ח, או יותר וכן יתקיים אחד מאלה:
- הון התאגיד המנפיק על פי הדוחות הכספיים האחרונים שנכללו בתשקיף עומד על 500 מיליון ש"ח או יותר;
 - אגרות החוב המונפקות תהיינה בקבוצת דירוג אשראי של iA או A3.il או מקבילה לה, לכל הפחות.
- עוד מוצע לקבוע, כי רכישה של אגרות החוב היברידיות תתאפשר בסכום **שלא יפחת** מ-50 אלף ש"ח למשקיע.

ג. תמחור נאות של אגרות חוב היברידיות

- תחת ההנחה כי אגרות החוב היברידיות הן מכשיר מורכב יותר מטבעו ואינו מתאים בהכרח לכל סוג של תאגיד או משקיע, יש להבטיח כי ניתן יהיה לתמחר את אגרות החוב שיונפקו. המאפיינים להלן נועדו להשיג תמחור נאות של אגרות חוב היברידיות. מאפיינים אלה גובשו על בסיס השיקולים להלן:
- הניסיון שנצבר בעולם (בשנים האחרונות נאמד היקף שוק אגרות החוב היברידיות בשיעור של כ-4.5%-3% מכלל שוק החוב באירופה);
 - מידת השכיחות של כל מרכיב בהנפקות;
 - היעדר הניסיון בשוק הישראלי, והזהירות הנדרשת, בשלב זה, כתוצאה ממנו;
 - מתודולוגיות דירוג האשראי הנוגעות למכשירים מסוג זה, ועוד.
- יודגש, כפי שצוין גם לעיל, כי מתווים אחרים להנפקת אגרות חוב היברידיות עשויים להיות טעונים בחינה פרטנית של סגל הרשות.

סוג המכשיר ומועדי תשלום

- לקרן אגרות החוב יהיה מועד פירעון סופי אחד למועד שלא יאוחר מ-60 שנים ממועד ההנפקה. המכשיר יוגדר כאגרת חוב כך שבעת הנפקתו יחולו הדרישות החוקיות והאחרות המתייחסות להנפקה של אגרות חוב, לרבות לעניין קיומו של נאמן, שטר נאמנות, דרישות רישום למסחר וכיוצא באלה.
- בגין המכשיר תשולם ריבית תקופתית בתדירות שתיקבע. עם זאת, תנאי אגרות החוב יוכלו לקבוע כי לתאגיד תהיה האפשרות לדחות את מועד התשלום לפי שיקול דעתו, ותוך מתן התראה מראש. בין היתר, ובכפוף לתנאים שלהלן, התאגיד יוכל להגדיר בשטר הנאמנות כי הדחייה בתשלום תתבצע לפי שיקול דעתו המוחלט, ו/או בהתקיים תנאים אובייקטיביים וידועים מראש. כמו כן, התאגיד המנפיק

יוכל לציין כי כוונתו היא להפעיל את האפשרות לדחייה בתשלום הריבית למחזיקי אגרות החוב ההיברידיות במצבים שבהם תשלומה עשוי לפגוע ביכולתו לפרוע התחייבויות לנושים בכירים יותר.

עם זאת, תקופת הדחייה המרבית **לא תעלה** על 6 שנים (ממועד תשלום הריבית המוקדם ביותר שנדחה) וריבית שנדחתה תצבור "ריבית-דריבית" בשיעור נקוב שיקבע, עד למועד תשלומה בפועל.

במקרה בו תקופת הדחייה תחצה את תקופת 6 השנים, הרי שהדבר יהווה **הפרה** של תנאיהן, ויקים עילה להעמדה לפירעון מידי של אגרות החוב ההיברידיות, בדומה להפרת תנאים של אגרות חוב רגילות.

כמו כן, תנאי אגרות החוב יכול שיכללו מנגנון לעדכון שיעורי הריבית במועדים קבועים מראש (Step-up) או מנגנון התאמה לריבית עוגן הכוללת מרווח.

דרגת בכירות

על אף שאגרות החוב ההיברידיות תהיינה נחותות ביחס לחובות אחרים של התאגיד המנפיק (לרבות אגרות חוב רגילות, אגרות חוב להמרה, הלוואות בנקאיות וכיו"ב) תהיה להן **קדימות בפירוק** ביחס למכשירים הוניים של התאגיד המנפיק, כגון מניות רגילות, מניות בכורה הוניות או שטרי הון.

תניות

במסגרת תנאים מקובלים של אגרות חוב היברידיות קיימות גם התניות הבאות:

- **תניית Dividend Blocker** - דחיית תשלומי ריבית תהא מותנית על פי שטר הנאמנות בכך שהתאגיד לא יפרע או ישלם סכומים למחזיקי הזכויות ההוניות שבו כך שבתקופת הדחייה **לא יתאפשר** לתאגיד לחלק דיבידנד, לבצע רכישה עצמית של מניות, לפרוע שטרי הון או מניות בכורה הוניות וכיוצא באלה (להלן - "**תשלומים הוניים**"), עד להשלמת פירעון מלוא הריבית הצבורה בגין אגרת החוב ההיברידית, לרבות ריבית דריבית.
- **תניית Dividend Pusher** - בנוסף, שטר הנאמנות כולל תניה לפיה ביצוע של תשלומים הוניים יביא לכך שזכותה של החברה לדחות תשלומי הריבית תפקע למשך חצי שנה מהמועד שבו שולמו בפועל התשלומים ההוניים כך שבתקופה זו התאגיד המנפיק **לא יוכל לדחות** את תשלומי הריבית, ומקרה של אי תשלום יקים עילה להעמדה לפירעון מידי.

ד. פירעון מוקדם

סגל הרשות סבור, כי על אף הקושי בתמחור אופציה לביצוע פדיון מוקדם של קרן אגרות החוב (Call), המאפיינים הייחודיים של אגרות חוב היברידיות, והצורך במתן אפשרות לתאגיד המנפיק לקבוע תחנת יציאה מוגבלת בתרחישים מסויימים, מצדיקים מתן אפשרות לקביעת אופציה לביצוע פדיון מוקדם, על בסיס ערכה ההתחייבותי בתוספת ריבית צבורה (פארי) או בהתאם למנגנון אחר, וזאת מדי תקופה שנקבעה מראש (להלן - "**תחנת פירעון**"), בהתקיים התנאים הבאים:

א. תחנות הפירעון המוקדם ייקבעו מדי תקופה של 5 שנים לפחות, וניתן יהיה לקבוע כי לאחריהן יחול שינוי בריבית הנקובה של המכשיר (מנגנון התאמה לריבית).

ב. בפירעונות שיתבצעו שלא בתחנות הפירעון הקבועות, תמורת הפדיון תחושב לפי המנגנון המקובל המתייחס לפירעון מוקדם של אגרות חוב לפיו התמורה תיקבע לפי **הגבוה** מבין הערך ההתחייבותי (פארי) של אגרות החוב העומדות לפירעון מוקדם (קרן בתוספת ריבית שנצברה וטרם שולמה) לבין שווי השוק של אגרות החוב העומדות לפירעון מידי אשר ייקבע על פי מחיר הנעילה הממוצע שלהן ב-30 ימי המסחר שקדמו למועד קבלת ההחלטה בדירקטוריון החברה על ביצוע הפדיון המוקדם.

בנוסף לתחנות הפירעון הקבועות, ניתן יהיה לקבוע בשטר הנאמנות כי בקרות אירועים חריגים, אובייקטיביים ומוגדרים מראש, יוכל התאגיד המנפיק לפרוע את אגרות החוב ההיברידיות תמורת ערכן ההתחייבויות (פארי), בתוספת קנס בשיעור קבוע שייקבע (דהיינו - ללא התחשבות במחיר השוק הממוצע). אפשרות זו אם תיכלל, תתייחס לשינויים אובייקטיביים הנוגעים לתכלית המכשיר (למשל, שינוי מהותי ואובייקטיבי במתודולוגיות דירוג האשראי, או שינוי מהותי בדיני המס, המביא לכך שהוצאות הריבית בגין המכשיר אינן מוכרות עוד כהוצאה לצרכי מס).

[לקישור למסמך כפי שפורסם על ידי סגל הרשות לחץ/י כאן.](#)

יובהר כי האמור לעיל מהווה סקירה תמציתית של המסמך ולפיכך אינו מהווה תחליף לקריאת נוסחו המלא ולבחינת מכלול ההשלכות הנגזרות מכוחו.

בברכה,
המחלקה המקצועית