



רשות ניירות ערך

מחלקת תאגידים

רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 9546434

טל': 02-6556444 פקס: 02-6513160

דוא"ל: corporate@isa.gov.il

www.isa.gov.il

פיתוח שוק האיגוח -

הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים

יוני 2020

א. רקע

בחודש ספטמבר 2019 פרסמה רשות ניירות ערך ("הרשות") מסמך היועצות עם הציבור בנושא איגוח – הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים.

במסגרת המסמך הוצגו לציבור מספר שאלות בנוגע למאפיינים של עסקאות איגוח הכוללות הצעה לציבור של אגרות חוב ומתאימות כשלב ראשון בפיתוח שוק זה בישראל. זאת, תוך התמקדות בעסקאות איגוח פשוטות, שקופות וסטנדרטיות.

בעקבות פרסום מסמך ההיועצות התקבלו ברשות תגובות ממספר גורמים בשוק ההון בישראל ואף מגורמים בחו"ל, ובעקבותיהן נערכו התאמות במסמך. הרשות מודה לכל המגיבים על כך.

כפי שיפורט בהמשך, מטרת מסמך זה להגביר את ההכרות וההבנה של שחקני השוק עם המאפיינים המרכזיים של עסקאות האיגוח, ולהציג את המאפיינים של עסקאות איגוח פשוטות יחסית במטרה להגביר את הוודאות המשפטית בקרב גורמים השוקלים הנפקה ציבורית של אגרות חוב מגובות בנכסים.

עסקת איגוח היא עסקה שבה מונפקות תעודות התחייבות שפירעוןן 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) בגין תמורת הנפקת תעודות ההתחייבות. השימוש בתאגיד הייעודי נועד לאפשר השקעה שהסיכון הכרוך בה ממוקד לנכסים המגבים בלבד, ללא הסיכון הכרוך בהשקעה כוללת ביזם. לשם כך, נדרש שעסקת האיגוח תהיה נפרדת מהיזם מבחינה משפטית וכלכלית, ולא תהא כפופה לסיכונים חדלות הפירעון שלו. תיק הנכסים המגבים משמש כמקור הבלעדי לשירות החוב. המשך ניהול תיק זה מתבצע בדרך כלל על ידי היזם, אך יכול להתבצע גם על ידי שרת שאינו היזם.

עסקאות איגוח הן מכשיר פיננסי חשוב בשוקי ההון בעולם. הניסיון העולמי בתחום מלמד כי יתרונותיו של שוק איגוח מוסדר הם רבים וכי הנזקים משוק איגוח שאינו מוסדר עלולים להיות גדולים. להערכת הרשות, שוק איגוח מפותח ושקוף, השעון על תשתית רגולטורית המסייעת למשקיעים להבין את הסיכויים והסיכונים הכרוכים בעסקאות הרלוונטיות, עשוי לתרום רבות לשוק ההון המקומי ולכלכלה הישראלית.

עסקאות איגוח מאפשרות להביא לפיזור יעיל יותר של הסיכונים בשווקים הפיננסיים, וכך לספק מקורות מימון נוספים לכלכלה. פיתוח השוק עשוי להגשים שתי תכליות עיקריות –

ראשית, יצירה של מקור מימון אטרקטיבי לכלכלה הריאלית המקומית, ובפרט לעסקים קטנים ובינוניים. במסגרת עסקאות איגוח המתקיימות בשווקים מפותחים, פרטים וגופים המבקשים לקבל הלוואה עשויים לקבל אשראי בתנאים נוחים יותר מכפי שהיו יכולים אלמלא היה קיים. במדינת ישראל, גיוון מקורות האשראי חשוב במיוחד, בפרט עבור חברות קטנות שאין ביכולתן להנפיק אגרות חוב בשוק ההון, ושחלקן מתמודדות עם אתגרים בהשגת מימון מספק או עם עלויות מימון גבוהות בשוק האשראי החוץ-בנקאי. בנוסף, איגוח מאפשר לאגד תחת מכשיר אחד מספר רב של הלוואות, ליצור סטנדרטיזציה ולהגדיל משמעותית את פיזור הסיכונים במסגרת המכשיר המונפק. בפרט, התפתחות שוק איגוח צפויה להוזיל את עלויות המימון לתאגידים. זאת, משום

שפיזור הסיכונים בעסקאות אלה מצמצם את סיכון האשראי בעסקה, וכך עשוי להפחית את העלויות הנלוות להעמדת האשראי.

לאור האמור, מדינות רבות בעולם, בהן ארה"ב ומדינות אירופה, הכירו בתועלות הרבות שביכולתו של שוק איגוח להניב לפיתוח הכלכלה הריאלית, ובפרט להזרמת אשראי לעסקים.

שנית, גיוון והרחבה של הזדמנויות ההשקעה והחיסכון לציבור, המופנות לישראל. התועלות באיגוח כרוכות בכך שבעסקאות אלה ניתן לבצע התאמה בין אופי המשקיע לאופי ההשקעה. למשל, לא אחת מחזיק היזם בנכסים ארוכי-טווח, על אף שמבנה המאזן שלו אינו מתאים לנשיאת סיכונים אלה. לעומת זאת, ציבור המשקיעים, המורכב בעיקר מגופים מוסדיים המנהלים כספי אחרים, רואה לעתים קרובות לנגד עיניו ניהול כספים וסיכונים לטווח הארוך, בעיקר ככל שהוא עוסק בכספי חיסכון פנסיוני המיועדים לטווח הארוך עבור החוסכים. מנגנון האיגוח מאפשר ליזם להוריד ממאזניו את הנכסים ארוכי הטווח ולהעבירם לציבור החוסכים, תוך שהוא ממשיך לתפעל את הנכסים. מנגנון כזה מיטיב עם המערכת הפיננסית כולה. מחד גיסא, היזם יכול להפנות הון להשקעות נוספות בעודו ממשיך לנהל את הנכסים. מאידך גיסא, ציבור החוסכים נהנה מהשקעה ארוכת טווח, בטוחה יחסית, המגובה בנכסים.

בישראל נמשכים המאמצים להסדרה ולקידום של שוק איגוח. בשנת 2005 מינו שר האוצר ויושב ראש רשות ניירות ערך את ועדת חיימוביץ-אשר, שהתבקשה לבחון היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים. ועדה זו זיהתה ובחנה את החסמים המונעים התפתחותו של שוק איגוח תקין, והמליצה, בין היתר, לקבוע הסדר בדין להסרת אי ודאויות בתחומי המשפט, החשבונאות והמיסוי, המלוות עסקאות אלה.¹ בשנת 2015 פורסם דוח של צוות בין משרדי לקידום האיגוח בישראל ("דוח הצוות"), אשר קבע אף הוא כי חסרה תשתית מתאימה בתחומי החקיקה, המיסוי הרגולציה והחשבונאות, לשם פיתוח שוק איגוח בישראל. הצוות בחן את המצב בעולם, סקר את הבעיות בתחומים השונים, הציג הצעות לפתרונות עבורן, ואף העלה על הכתב נוסח הצעת חוק להסדרת עסקאות איגוח.² בעקבות עבודתו של צוות זה התקיימה עבודת מטה לקראת פרסום תזכיר חוק להסדרת תחום האיגוח בישראל.

בישראל בוצעו עד כה מספר עסקאות איגוח בשווקים פרטיים. בשנים האחרונות החלו להתבצע עסקאות בהן מכרו בנקים תיקי אשראי באופן ישיר לגופים מוסדיים. במסגרת העסקאות נרכשו בעיקר תיקי משכנתאות, אך נערכו גם עסקאות בהן נרכשו תיקי אשראי צרכני.

בשנים האחרונות פנו מעת לעת לרשות ניירות ערך גורמים המעוניינים להציע לציבור על פי תשקיף ניירות ערך מגובים בנכסים. רשות ניירות ערך רואה חשיבות רבה בהסדרת שוק האיגוח ופועלת לקידומו כפי שהוצע על-ידי הוועדות הציבוריות שעסקו בעניין זה. בד בבד, הרשות בדעה כי גם תחת הדין הקיים במסגרתו לא קיימת חקיקת ייעודית בנושא איגוח, יש יתרונות בשוק איגוח ציבורי על פני הפרטי. על יתרונות אלה אפשר למנות את השקיפות הנדרשת בהנפקות ציבוריות; היכולת הנגזרת משקיפות זו להעביר ביקורת על איכותן של הנפקות אלה ולתמחר את ניירות הערך באופן

¹ דוח הוועדה לבחינת היבטים הנוגעים להנפקת אגרות חוב מגובות בנכסים (איגוח) (2005). לדוח לחצו [כאן](#).

² דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל (2015). לדוח לחצו [כאן](#).

שוטף לאחר ההנפקה בהתבסס, בין היתר, על מחיריהם בבורסה; דרישות הנוגעות להתנהלות הנהלת החברה ושומרי הסף המלווים אותה בעת ההנפקה ואחריה; בדיקת מסמכי הגילוי של המנפיקים בידי רשות ניירות ערך; האחריות המוטלת מכוח דיני ניירות ערך על המנפיקים; והיכולת לבצע אכיפה כלפיהם מקום בו הפרו את הדין. בהיבטים אלה ונוספים עשוי שוק איגוח ציבורי לצמצם בעיות פוטנציאליות הגלומות בהתפתחותו של שוק איגוח פרטי.

ב. מטרת פרסום המסמך

כאמור לעיל, על רקע האמור מפרסמת הרשות מסמך מדיניות זה. מטרה אחת של המסמך היא הגברת ההכרות וההבנה של שחקני השוק עם המאפיינים המרכזיים של עסקאות איגוח. מטרה אחרת של המסמך היא להציג מאפיינים של עסקאות איגוח פשוטות יחסית, במטרה להגביר את הוודאות המשפטית בקרב גורמים השוקלים הנפקה ציבורית של אגרות חוב מגובות בנכסים, באשר לשאלות שהם עשויים להידרש אליהן. ככל שיובאו לטיפול עסקאות איגוח מורכבות יותר מהמתוארות להלן, הן צפויות לחייב דיונים וטיפול משמעותיים וארוכים יותר, וכן בחינה של הדרישות שיחולו ביחס אליהן. בהקשר זה, חלק מהמאפיינים המתוארים במסמך זה נשענים על מסגרת העבודה הרגולטורית האירופית באשר לאיגוחים "פשוטים", שקופים וסטנדרטיים" (STS), וחלקם נשענים על תובנות מהרגולציה האמריקאית הרלבנטית. עם התפתחות השוק, יש להניח כי יבוצעו עסקאות איגוח מורכבות יותר מאלה המתוארות במסמך זה, אך משיקולי מיקוד ורלבנטיות יעסוק המסמך בעסקאות איגוח פשוטות.

מסמך זה אינו מתיימר לפתור את כל הבעיות העקרוניות שנדונו בדוחות הוועדה ואין לראות בו תחליף לחקיקה הנדרשת בתחום האיגוח במסגרתה ניתן יהיה לפתור בעיות כאמור. אין גם לראות בו מסמך ממצה בנושא האיגוח, שכן הוא מבוסס על העבודה הקודמת שנעשתה בהקשר זה, ומיועד לשקף סוגיות ספציפיות הצפויות להתעורר במהלך בדיקת תשקיפי הנפקות איגוח ציבוריות.

ג. העסקאות מושא מסמך זה

עסקאות האיגוח בהן עוסק מסמך זה הן עסקאות שמבנה האיגוח, נכסי הבסיס, סיכוני האשראי והסיכונים הנוספים הגלומים בהם, הם סטנדרטיים, פשוטים ושקופים.

אחד מלקחי המשבר הפיננסי הוא שעסקאות איגוח בעלות מבנים מורכבים, ועסקאות איגוח הנוגעות לנכסי בסיס שהתאפיינו בסיכון אשראי מורכב, הן גם אלה שהסבו הפסדים גדולים במיוחד למשקיעים. בדיעבד התחוורו הקשיים שהיו כרוכים בהתמודדות עם עסקאות איגוח אלה בהיבטי תמחור ובהיבטים נוספים. אף שמסמך זה אינו עוסק במנגנון איגוח מסוים או בנכסים מגבים מסוג מסוים, יש להביא בחשבון את הלקח האמור בעת פיתוח שוק האיגוח בישראל.

מסמך זה עוסק בעסקאות איגוח בלבד ואינו נוגע למכשירים פיננסיים אחרים, ובפרט לא למכשירים פיננסיים מורכבים כגון סטרקצ'רים. לכן אין גם להקיש ממנו לצורך הטיפול במכשירים אלה.

ד. מאפיינים של עסקאות איגוח פשוטות

להלן יובא תיאור כללי של מאפייני עסקאות איגוח סטנדרטיות, שקופות ופשוטות.

תיאור זה מבוסס בעיקר על המסגרת הרגולטורית הקיימת בנושא באירופה ובאר"ב, וכן על מתווים לעסקאות איגוח פוטנציאליות אשר נחשפנו לקיומן עד כה, והוא עשוי להשתנות בעתיד על בסיס הניסיון שייצבר ביחס לעסקאות איגוח ציבוריות, התפתחות השוק והשתנות התנאים הכלכליים.

מבנה העסקה

עסקת מכר

אחד הסיכונים המרכזיים בעסקת איגוח הוא כי מכר הנכסים לתאגיד הייעודי (SPE) לא יוכר באופן מלא ושלם (True Sale). סיכון זה קיים הן עבור היזם והן עבור המשקיעים. עבור היזם, שכן ככל שעסקת האיגוח אינה עסקת מכר, במקרה בו התזרימים מהנכסים המגבים לא יספיקו לכיסוי אגרות החוב מגובות הנכסים, יוכלו רוכשי אגרות החוב מגובות הנכסים להיפרע מנכסיו. עבור המשקיעים, שכן במקרה של חדלות פירעון של היזם, ככל שעסקת האיגוח אינה עסקת מכר, אזי ייתכן שהנכסים המגבים יהוו חלק ממצבת הנכסים לשירות חובם של נושי היזם.

מכאן חשיבות סיווג עסקת האיגוח כעסקה בה נמכרו הנכסים לתאגיד הייעודי. היותה של עסקת האיגוח עסקת מכר היא גורם מהותי בהחלטה לבצעה ולהשקיע באגרות החוב, בהבנת הסיכונים הגלומים בה, בבחינת כדאיותה, ויש לה השלכות על שורה ארוכה של עניינים ובהם ההתנהלות בעת כשל, הריבית שיישאו אגרות החוב, הדירוג שיוענק לה, ועוד.

לאור האמור, נדרשת להתלוות לעסקאות איגוח חוות דעת משפטית הבוחנת את העסקה וסיווגה כעסקת מכר. חוות דעת כאמור צפויה להידרש בתשקיף על פיו יוצעו אגרות חוב מגובות בנכסים, ועליה לנתח את העסקה על פי הדין, ובפרט את הסוגייה האם תיחשב עסקת מכר. על מנת שציבור המשקיעים יוכל להסתמך על העסקה העומדת בבסיס הנפקת אגרות החוב כעסקת איגוח, על חוות הדעת המשפטית להיות מובהקת במסקנותיה. כמו כן, עליה להבהיר, בין היתר, כי מצד אחד נושי היזם לא יוכלו להגיע לנכסים המגבים ומן הצד האחר המשקיעים הרוכשים את אגרות החוב המגובות בנכסים ייפרעו מהם בלבד.

על מנת לבסס כי עסקת האיגוח אכן מעבירה לתאגיד הייעודי את הבעלות בנכסים המגבים, על חוות הדעת לבחון, בין היתר, אם מתקיימים המאפיינים הבאים בעסקה:

- האם לתאגיד הייעודי זכות לבצע בנכסים המגבים כל עסקה המותרת לו כמנהג בעלים, בעוד ליזם העסקה אין כל אפשרות למנוע זאת ממנו?
- האם התמורה בגין המחאת הנכסים המגבים היא קבועה, אינה ניתנת לשינוי לאורך חיי העסקה ומשקפת את שווי הנכסים המגבים?
- האם התמורה בגין המחאת הנכס מהווה אינדיקציה לכך שבוצע מכר מלא, או שאין מדובר בעסקת מכר של מלוא זכויות הממחה בזכות המומחית?

- האם כל הסיכונים והתשואות הנוגעים לנכסים המגבים הועברו לתאגיד הייעודי?
 - האם ליזם אין זכות לרכוש בחזרה את הנכסים המגבים?
 - האם לתאגיד הייעודי אין זכות לקבל תשלום נוסף מהיזם אם ערך הנכסים המגבים ירד?
- לגבי עסקאות איגוח ציבוריות שתבוצענה קודם לחקיקתו של חוק איגוח, הרשות מצפה שהבחינות במסגרת חוות הדעת המשפטית ייערכו, בין היתר, בהתאם למבחני הפסיקה. לאחר חקיקתו של חוק איגוח, מטבע הדברים חוות הדעת תנתח גם את שאלת התקיימות התנאים שייקבעו בחוק זה. ככל שיאוגחו נכסים שחל עליהם דין זר, חוות הדעת המשפטית תנתח גם את השפעתו על העסקה. הציפייה היא שחוות הדעת תעריך שהעברת הנכסים לתאגיד הייעודי מהווה המחאה על דרך המכר, וזאת ברמת ודאות גבוהה. זאת, לנוכח סיכונים כגון ערעור על סיווג העסקה ככזו (recharacterization risk) והאפשרות שתידרש השבה כלשהי של נכסים (claw-back risk).
- סוגיות נוספות שחוות הדעת המשפטית תידרש להתייחס אליהן הן ההשלכות של מתן שירותים תפעוליים מצד היזם (ככל שמעורבותו נמשכת לאחר שהעביר את הנכסים לישות הייעודית), קיומן של דרישות לביצוע העסקה כגון קבלת הסכמות של החייבים לצורך ביצוע המכר, דרישות רגולטוריות לגבי נכסים מסוגים מסוימים, ועוד.
- פשטות העסקה ומובהקות חוות הדעת עשויות להשליך, בין היתר, על דרישות הגילוי. זאת, לרבות הצורך בגילוי על עסקי היזם, להבדיל מגילוי על הנכסים המגבים בלבד.

שימור סיכון (Risk Retention)

כפי שהוסבר בדוח הצוות, בעסקת איגוח עלול להיווצר כשל שוק, כתוצאה ממידע אסימטרי בין היזם ובין ציבור המשקיעים בנוגע לסיכונים הנובעים מהנכסים המגבים. הניסיון שנצבר במדינות שונות מצביע על כך שכשל שוק זה הוביל לא אחת לכך שתעודות התחייבות שהוצעו למשקיעים בעסקאות איגוח תומחרו ביתר, תוך שיזמי העסקה מגלגלים חלק בלתי פרופורציונלי בסיכון אל כתפי המשקיעים. כדי לצמצם את החשש מפני כשל שוק זה, הוצע בדוח הצוות לדרוש כי היזם יהיה שותף לסיכון המגולגל למחזיקי תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים במסגרת עסקת האיגוח.

מטבע הדברים, דרישות הגילוי הנרחבות בתשקיף ובדיווח השוטף נועדו לסייע בהתמודדות עם בעיות שונות של אסימטריה במידע, והן יסייעו בכך גם ביחס לסוגיה האמורה. אולם בכך אין כדי להפחית מחשיבות הדגש על סוגיית שימור הסיכון מצד יזם העסקה. בהקשר זה יש חשיבות לא רק לשיעור שמירת הסיכון, אלא גם לאפקטיביות שמירת הסיכון, העלולה להיפגע כתוצאה מפעולות להעברת הסיכון, כגון ביצוע פעולות גידור לגביו.

ככלל, הרגולציה החלה על עסקאות איגוח בארה"ב ובאירופה קובעת שעל היזם להחזיק לכל הפחות 5% מכל אחת הרצועות המועברות למשקיעים בעסקה ("שמירת סיכון אנכית"). במסגרת שימור סיכון באופן זה לא נדרשים חישובי שווי הוגן של כל אחת מהרצועות, משום שהיזם מחזיק בכולן. שמירת סיכון באופן זה היא פשוטה יותר ליישום וכן מקלה על היזם לגרוע את העסקה חשבונאית ולעשות בה שימוש לצורכי הלימות הון, בהשוואה לחלופה של שמירת סיכון נחותה, כפי שתואר להלן.

חלופה אחרת שמתירים הרגולטורים בארה"ב ובאירופה, היא החזקה של היזם ברצועה הנחותה בעסקה, ובמקרים בהם השווי של רצועה זו קטן מ-5% מהשווי ההוגן של החשיפות המאוגחות בעסקה, גם ברצועות נוספות שפרופיל הסיכון שלהן מסוכן יותר או זהה לזה שהועבר או נמכר למשקיעים, כך שהיזם מחזיק לכל הפחות 5% מהשווי ההוגן של החשיפות המאוגחות בעסקה ("שמירת סיכון נחותה"). לצורך שמירת סיכון נחותה נדרשת הערכת שווי באשר לשווי הרצועה הנשמרת ביחס לסך ההתחייבויות בעסקת האיגוח.

על מנת לשמור על אפקטיביות שימור הסיכון בעסקאות איגוח פשוטות וסטנדרטיות, מקובל להוסיף גם את המגבלות הבאות:

- איסור על גידור או מכירה של הסיכון הכרוך באחזקות הנובעות משימור הסיכון.
- שימור הסיכון חל על היזם החל מרגע ההנפקה, ולכל המוקדם עד מועד הפדיון המלא של אגרות החוב המונפקות למשקיעים במסגרת העסקה.
- גורם אחד בלבד ישמור את מלוא הסיכון.

ככלל, שימור הסיכון רלבנטי לרוב עסקאות האיגוח. מובהר כי שיעורו אינו מבוסס על ביצועי העבר של סוג נכס בסיס כלשהו, אלא נקבע באופן אחיד בהתאם לרמה מינימאלית. זאת, למעט מקרים חריגים כגון איגוחים המבוססים רק על נכסים המובטחים במלואם על ידי ממשלת ישראל או בנק ישראל.

עסקאות איגוח שאינן כוללות מנגנוני שימור סיכון פשוטים, במתווים דומים לאלו המקובלים במדינות בעלות רגולציה מפותחת בנושא איגוח, אינן מהוות עסקאות פשוטות. זאת, מאחר שאינן נעשות בהתאם לסטנדרטים המקובלים בעולם. בנוסף, הן עלולות ליצור סיכון מוסרי (moral hazard) משמעותי יותר, הואיל והמלווה המקורי אינו חשוף לסיכון האשראי בגין הנכסים המגבים, ותמריצו לקיים הליכי חיתום נאותים לנכסים המגבים עשויים להיות מצומצמים.

לנוכח השלב הראשוני בו נמצא שוק האיגוח הישראלי, בעיקר בהשוואה לשווקי האיגוח המפותחים בארה"ב ובאירופה, בעת בדיקת תשקיפים תבקש הרשות לבחון גם את מידת זהות האינטרסים ששימור הסיכון יוצר בין יזמי עסקאות האיגוח לבין המשקיעים בהן.

בהקשר זה יצוין כי בדו"ח הצוות משנת 2015 הוצע בהקשר של תאגידים בנקאיים כי היקף שימור הסיכון מצד היזמים בעסקה לא יפחת מסף מינימאלי של 10%.

רצועות בעסקת איגוח

בהנפקות איגוח ניתן לחלק את ניירות הערך לרצועות (tranches), המשקפות תמהילים שונים של תשואה וסיכון, כפועל יוצא של סדר קדימויות בתשלומים המתקבלים מהנכסים המגבים. באופן טבעי, ריבוד של עסקת האיגוח מוסיף מורכבות הן בתפעול העסקה והן בתמחור שלה בראיית המשקיעים.

לפיכך, הרשות מצפה שבשלב הראשון של פיתוח שוק האיגוח הציבורי תונפק לציבור רק רצועת החוב הבכיר. זאת, בעוד רצועת האקוויטי ורצועות הביניים ("מזנין"), ככל שתהיינה רצועות ביניים כאלה, תונפקנה בהקצאה פרטית למשקיעים כשירים בלבד.

לעניין זה יובהר כי שכבת האקוויטי בעסקה מוגדרת כשכבה הנחותה ביותר, אשר זכאית לתזרימי המזומנים השאריתיים בעסקה. זאת, להבדיל מרצועות חוב, הנפרעות בהתאם ללוח סילוקין מוגדר. עוד יובהר שרצועות המזנין הן רצועות הנחותות לחוב הבכיר ובכירות לרצועת האקוויטי.

לנוכח מורכבות מסוימת הכרוכה בשילוב רצועות מזנין בעסקה, ככל שיונחו על שולחן הרשות תשקיפים הכוללים רצועות מזנין, היא תצפה כי ההגנה שמקנה השילוב בין רצועות המזנין והאקוויטי והסכומים המושקעים בהן לא תיפול מזו שהייתה מוקנית למשקיעי החוב באמצעות רצועת אקוויטי בלבד. תנאי מרכזי לכך הינו מימון מלא גם של רצועת האקוויטי הנחותה לשכבת המזנין.

ככלל, הציפייה היא כי גם בהנפקת איגוח הנחלקת לרצועות, צד ההתחייבויות למשקיעים (בכל הרצועות) יהיה ממומן במלואו, ומראש. ביתר פירוט, צבירה של כריות ספיגת הפסדים לאורך ציר הזמן של התקדמות העסקה כחלופה לשכבה נחותה המועמדת במועד ביצוע העסקה אינה חלופה השקולה למימון מלא של ההתחייבויות מראש.

מבנה התזרים לרצועות

בעסקאות איגוח בהן קיימות רצועות של ניירות ערך יש חשיבות לאופן העברת התזרים לרצועות השונות. מאפיין המסייע לפשט עסקאות כאלה ולהגן על הרצועות הבכירות הוא כי תשלומי הקרן, לרבות פירעונות מוקדמים, מועברים לרצועות החוב עד לפירעון המלא על פי סדר הבכירות שלהן. מכאן שמאפיין של עסקאות איגוח פשוטות הנו כי קרן המכשיר תיפרע בהתאם לסדר הבכירות. דהיינו, בתחילה ייעשה תשלום בגין החזרי קרן רק לרצועת החוב הבכירה עד לפירעונה המלא, ורק לאחר מכן, ייעשו תשלומי הקרן לשכבת החוב הבאה בבכירותה וכן הלאה (כלומר, Sequential Pay). במקרה זה, טרם פירעון שכבת החוב הבכיר, מקור הפירעון היחיד של שכבות נחותות הוא פערי הריביות בין הריביות המשולמות בגין הנכסים המגבים ובין הריביות המשולמות לאגרות החוב הבכירות (שיונפקו לציבור), בהתחשב במינוף שייקבע במסגרת העסקה. תשלומי הקרן השאריתיים בעסקה, לאחר פירעון רצועת החוב, יועברו אף הם לשכבות הנחותות.

עסקאות נקובות בשקל

כאמור בפתח הדברים, פיתוחו של שוק איגוח מקומי צפוי לסייע בין היתר בגיוון אפיקי המימון לעסקים בישראל. ההערכה היא כי הנכסים המגבים יהיו על פי רוב בישראל ובמצב דברים זה צפוי כי גם אגרות החוב המגובות בנכסים יהיו נקובות בשקלים.

ככלל, שימוש בנגזרים כדי לגדר סיכוני Mismatch מטבעיים בין צד הנכסים לצד ההתחייבויות בעסקה לא ימנע מעסקאות איגוח להיחשב פשוטות. לצד האמור, סוגיות ספציפיות הקשורות לשימוש בנגזרים לצרכים אלה תיבחנה במסגרת בחינת התשקיף בעסקאות ספציפיות. בין היתר, בחינה זו תיעשה תוך בדיקת האפשרות שעסקאות גידור תיצורנה מורכבות שתגרום לאיגוח שלא להיות פשוט. למשל, כתוצאה מהעברת בטוחות לגוף המגדר באופן שעלול לפגוע בתזרים לפירעון האג"ח או עלייה בסיכון האשראי בגין הצד הנגדי לנגזר. על היזמים לתת את הדעת על כך בתכנון עסקאות ולוודא שלצד התועלות הנובעות משימוש בנגזרים לניהול הסיכונים בעסקה, לא נוצרים למשקיעים סיכונים נוספים, כגון אי התאמה תזרימית שעלולה לחשוף את ה-SPV להיעדר מקורות פירעון למחויבויותיו במסגרת נגזרים.

ריבית קבועה או משתנה

שכבת החוב בעסקאות איגוח נושאת ריבית קבועה או משתנה, בהתאם לריבית בנכסי הבסיס. אם הריבית הנקובה תהא ריבית משתנה, יש מקום לעשות שימוש בריביות בנצ'מרק מקובלות בישראל. כמו כן, יש לתת את הדעת לכך שלא ייווצרו למשקיעים סיכוני ריבית משמעותיים הנובעים מפערי בסיס ריביות בין הנכסים להתחייבויות בעסקאות האיגוח. ככל שאלה מתקיימים, ניתן לצמצם באמצעות ביצוע גידור לסיכוני הריבית.

ככלל, שימוש בנגזרים כדי לנהל סיכוני ריבית אינו מונע מעסקת איגוח להיחשב פשוטה. עם זאת, סוגיות ספציפיות הקשורות לשימוש בנגזרים לצרכים אלה יבחנו על ידי צוות הרשות המטפל בעסקה. בין היתר, בחינה זו תיעשה תוך בדיקת האפשרות שעסקאות גידור תיצורנה מורכבות שתגרום לאיגוח שלא להיות פשוט. למשל, כתוצאה מהעברת בטוחות לגוף המגדר באופן שעלול לפגוע בתזרים לפירעון האג"ח.

איגוחים סינתטיים

עסקאות איגוח סינתטיות הן עסקאות שאינן מבוססות על בעלות מלאה בנכסים המגבים. במסגרתן, מועברים סיכוני אשראי שלא תוך מכירת הנכסים אלא תוך שימוש בנגזרי אשראי או במכשירים פיננסיים. הדבר מוסיף למורכבות העסקה באופן שאינו מאפיין עסקאות איגוח פשוטות.

מאפיינים המשנים את משך הזמן לפדיון של אגרות החוב

עסקאות איגוח פשוטות עשויות לכלול אפשרות שימוש באופציות רכש מנקות (clean-up calls), לצורכי יעילות וכדאיות כלכלית בהגעת עסקאות איגוח לסוף דרכן. לכן, ראוי לאפשר שימוש באופציות אלה במסגרת עסקאות איגוח, לאור התועלות האמורות לעיל.

בנוסף לעסקאות עם אופציות רכש מנקות, עסקאות פשוטות עשויות להיות גם כאלה בהן רצועות החוב ניתנות לפירעון מוקדם, בחלוף תקופה מוגדרת ומדי פרקי זמן שיקבעו מראש ("תחנת פירעון"). התמורה למשקיעים במסגרת פירעון מוקדם כאמור תיקבע בערך ההתחייבותי של רצועת החוב בתוספת ריבית צבורה וטרם שולמה (פארי) או בהתאם למנגנון אחר. מובהר כי התמורה למשקיעים בגין מימוש אופציות אלה לא תהא כפופה לכללי "הגבוה מבין" ערך הפארי של כל אחת מרצועות החוב העומדות לפירעון מוקדם לבין שווי השוק של אגרות החוב העומדות לפירעון.

האפשרות לבצע פירעון מוקדם בפארי נועדה, בין היתר, להגן על היזמים ומשקיעי האקוויטי בעסקה מניהול מתמשך של עסקה ללא כדאיות כלכלית מספקת, ותואמת לפרקטיקה מקובלת בשוקי איגוח מתקדמים בארה"ב ובאירופה. ידרש כמובן גילוי מלא אודות מנגנונים אלה של פירעון מוקדם על מנת שהמשקיעים יוכלו להביא אותם בחשבון במסגרת החלטת ההשקעה שלהם.

שימוש מוגבל בנגזרים

עסקאות איגוח פשוטות אינן כוללות שימוש בחוזי נגזרים, למעט לשם ניהול סיכוני ריבית או מט"ח, ככל שהדבר רלוונטי, כפי שהוסבר לעיל.

הנכסים המגבים וניהולם

סוגי הנכסים המגבים

עסקאות איגוח פשוטות עשויות להשתמש במגוון נכסים. למרות זאת, על עסקאות איגוח פשוטות לא נמנות עסקאות של איגוח סינתטי באמצעות נגזרים, או עסקאות של איגוח חוזר (Resecuritization) בהן מאוגחים ניירות ערך שהם תוצר של איגוח קודם.

יצוין, כי ככל שהנכסים המאוגחים הם הומוגניים יותר, בפרט באשר לאופי תזרימי המזומנים שהם מניבים ולסיכונים הכרוכים בהם, כך עסקת האיגוח היא פשוטה יותר.

היסטוריית ביצועים ממושכת ומתן ביטוי לסיכון האשראי

תמחור ניירות הערך בעסקת איגוח והערכת איכותם נשענים במידה רבה על היסטוריית הביצועים של הנכסים המגבים. על כן, יש חשיבות לקיומה של היסטוריית ביצועים מספקת וגילוייה, ובכלל זאת בנוגע לכשלים ותשלומים מוקדמים. על פניו, תקופה של פחות מחמש שנים עשויה שלא להיות מספקת על מנת להעריך כיאות את היסטוריית הביצועים של הנכסים המגבים. אין באמור כדי להוות קביעה באשר לסף התחתון הרצוי, והרשות מצפה כי במקרים בהם הדבר רלוונטי להערכת ביצועי הנכסים, טווח הזמן יהיה ארוך יותר.

במסגרת תשקיף ההנפקה מצופה כי יתוארו הביצועים של נכסי בסיס הדומים לאלה המאוגחים במסגרת העסקה. בפרט, המידע האמור יינתן בנוגע לכשלים, הפיגורים והתשלומים המוקדמים בסוג הנכס הרלוונטי, עבור תקופה שאורכה לכל הפחות חמש שנים. בעסקאות שמשך הזמן לפדיון של נכסי הבסיס שלהן הוא קצר-טווח במיוחד, הרשות תשקול אם ניתן להסתפק בגילוי ביחס לתקופה קצרה יותר. הגילוי יכלול לא רק ממוצעים ארוכי טווח, אלא גם את התפלגות הנתונים ההיסטוריים. למען הסר ספק, מובהר כי אין באמור לעיל ובהתייחסות אחרות הנוגעות לגילוי במסגרת מסמך זה, כדי למצות את דרישות הגילוי במסגרת תשקיפי הנפקות איגוח שיבחנו אגב בדיקת התשקיפים עצמם.

בחירת הנכסים הספציפיים שיהיו הנכסים המגבים בעסקה

מכירה סלקטיבית של נכסים, משמעה בחירה ספציפית של נכסים לצורך איגוח על ידי היזם בעסקה. אפשרות בחירה כאמור עלולה להוביל לסיכון מוסרי, במסגרתו יזמים יבחרו להעביר באמצעות איגוחים נכסים באיכות נמוכה יותר מזו של הנכסים שיוותרו במאזניהם. הדבר עלול לפגוע באיכות נכסי הבסיס באיגוח ובהתאם בביצועי המכשיר המאוגח ולגרום הפסדים למשקיעים.

לאור סיכון זה, תשקיף ההנפקה יכלול גילוי מפורט בנוגע לקריטריונים לבחירת נכסי הבסיס הנכללים בעסקה. בכלל זאת, הגילוי יתייחס לאופן בו נמנעת "בחירה שלילית" (adverse selection) של נכסים בהשוואה לנכסים אחרים של היזם או המלווה המקורי, אשר לא אוגחו. בנוסף, הגילוי יתייחס גם לאופן בו נמנעת בחירה סלקטיבית של הנכסים המועברים במסגרת האיגוח (מניעת "cherry picking"). למשל, גילוי המבהיר שסטנדרט החיתום של נכסי הבסיס לא נפל משל נכסים דומים אחרים שלא אוגחו, שלא בוצעה בחירה נקודתית של נכסי בסיס מסוימים מתוך "בציר" של נכסים ללא הצדקה ברורה, ושהנכסים נוצרו במהלך העסקים הרגיל של היזם.

בנוסף, יצוין כי באיגוח פשוט, הנכסים המאוגחים יהיו כאלו אשר אינם בכשל.

דרישה נוספת באיגוחים פשוטים הינה שהנכסים שיועברו לתאגיד הייעודי יהיו כאלה שבוצע בהם "תשלום אחד לפחות". דרישה זו ל"תשלום אחד לפחות" נועדה להקטין סיכוני הונאות וביטולי עסקאות בסמוך לביצוען, באמצעות כך שהיא מבטיחה שאמנם קיים לווה אמתי מאחורי כל נכס מאוגח.

חיתום הנכסים

הסטנדרטים לחיתום נכסי הבסיס יהיו אלה המקובלים עבור סוג הנכס הרלוונטי על-ידי היזם.

היעדר ניהול אקטיבי של הנכסים המגבים

במסגרת עסקאות האיגוח העומדות בסטנדרטים הנוגעים לפשטות, לא יתקיים ניהול אקטיבי של הנכסים המגבים.

משמעות ניהול אקטיבי היא ביצוע פעולות מסחר מצד מנהל עסקת האיגוח במסגרת תיק הנכסים של העסקה, לשם תחלופה של הנכסים המגבים במהלך חייהם. מובהר כי עצם שירות הנכסים אינו מהווה ניהול אקטיבי שלהם. עם זאת, איגוחים של נכסים בעלי מח"מ קצר אשר איגוחם מחייב גלגול יכולים להיחשב איגוחים פשוטים (ראו עוד בסוגיה זו להלן).

איגוחים מתגלגלים (Revolving)

בעולם האיגוח נעשים לעיתים איגוחים מתגלגלים (revolving), העושים שימוש בנכסים מגבים שבמועד הקמת העסקה טרם באו אל העולם.

דוחות הצוותים הבין משרדיים בנושאי איגוח עמדו על כך שתחת הדין הישראלי שורר חוסר ודאות בנוגע לאפשרות להמחות זכויות שטרם באו לעולם. לפיכך, הרשות מצפה כי לעסקאות כאמור תתלווה חוות דעת משפטית ממנה יעלה כי אין באופי העסקה כאיגוח מתגלגל בכדי לפגוע בתקפות המכר.

התזרים הצפוי מהנכסים המגבים

אגרות חוב מגובות נכסים סטנדרטיות מבוססות על התזרימים השוטפים מהנכסים המגבים. הן אינן נשענות על מכירת נכסים לשם תשלום לפירעון התחייבויות. זאת, בין היתר משום שלעומת פירעונות חוזיים, מכירה כאמור גורמת לרמה גבוהה יותר של אי ודאות בנוגע למקורות הפירעון לעסקה. לפיכך, פירעון המלא של אגרות החוב לא יהא תלוי במכירת נכסים.

בפרט, היקף הנכסים המגיעים לפירעון טרם מועד הפירעון המלא של אגרות החוב יעלה על היקף החוב המונפק בעסקה, בתוספת שולי ביטחון הנובעים מכשלי אשראי צפויים. בחישוב שולי הביטחון יתאפשר להביא בחשבון הנחות סבירות באשר לפירעונות מוקדמים (prepayments), הנתמכות בביצועי עבר מספקים ובהתחשב בתנאי השוק הנוכחיים ותנאי שוק אפשריים בעתיד.

ה. הצדדים לעסקת האיגוח וגורמים המלווים את ההנפקה לציבור

בבסיס כל עסקת איגוח מעורבים ארבעה גורמים מרכזיים:

1. יזם – תאגיד השולט בנכסים המגבים לפני המחאת הזכויות בהם לתאגיד הייעודי בעסקת איגוח;
2. תאגיד ייעודי – ישות משפטית שהתאגדה לצורך רכישת הנכסים המגבים והנפקת תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים. לעניין זה יובהר כי הישות המשפטית יכול שתהא גם שותפות

שקופה לצרכי מס – כאשר אופן התאגדות זה עשוי להוות פתרון לבעיות מס אפשריות הנובעות

מהפרשי עיתוי בין הרווחים וההפסדים של התאגיד הייעודי.³

3. שרת – אשר מופקד על תפעול הנכסים המגבים ועל ניהול תזרים המזומנים הנובע מהם ;

4. משקיעים – הרוכשים את תזרים המזומנים הנובע מעסקת האיגוח.

בעסקאות איגוח מסורתיות מועברות הזכויות לקבלת תשלומים עתידיים והבטחות המגבות את הזכויות מידי היזם לידי התאגיד הייעודי. התאגיד הייעודי מנפיק איגרות חוב שתשלומיהן למשקיעים מבוססים על התשלומים העתידיים הנובעים מהנכסים.

בתשקיף ההנפקה ידרשו הסברים ברורים בנוגע לחלוקת הסמכויות ותחומי האחריות של כל אחד מבעלי התפקיד בעסקה, לגבי מערכת ההסכמים בבסיס העסקה, ולגבי מומחיות בעלי התפקידים הפועלים במסגרת העסקה וניסיונם הרלוונטי לתפקידם בעסקה. כמו-כן, הואיל ובהנפקות איגוח יש חשיבות רבה לתפקודם 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 שדירגו את אגרות החוב.

באשר לנושא הדירוג – יצוין כי בשלב הראשון של פיתוח השוק, הנפקת אגרות חוב בעסקאות איגוח תהיה מותנית בהצגת דוחות דירוג על-ידי שתי חברות דירוג נפרדות. חובת הדירוג הכפול תחול לאורך כל תקופת החיים של אגרות החוב, ולא רק בעת ההנפקה. תנאי זה נועד להבטיח את יכולתם של המשקיעים להעריך את הסיכונים בנוגע ליכולת הפירעון של התאגיד הייעודי באופן טוב יותר, תוך מתן אפשרות למשקיעים לבחון מתודולוגיות דירוג שונות למכשיר חדש זה.

³ להרחבה בנדון ראו דו"ח הצוות לקידום האיגוח בישראל, לעיל ה"ש 2, בעמ' 40-41.