



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

איגוח

הנפקות ציבוריות של אגרות חוב מגובות בנכסים

ספטמבר 2019

מסמך היועצות להערות הציבור

**סגל רשות ניירות ערך מזמין את הציבור להעביר
הערותיו למסמך זה**

הערות תתקבלנה עד ליום 10 באוקטובר 2019

אנשי קשר להערות:

עו"ד (רו"ח) יעקב יודקוביץ, עו"ד חנוך הגר

טל': 02-6556456 ; פקס': 02-6513169 ; דוא"ל: SecLaw@isa.gov.il

א. מבוא

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 – Originator) 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 התיק 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, ובכך 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. במדינת ישראל, גיוון מקורות האשראי חשוב במיוחד, בפרט עבור חברות קטנות יחסית, שאין ביכולתן להנפיק אגרות חוב בשוק ההון ושחלקן מתמודדות עם אתגרים בהשגת מימון מספק או עם עלויות מימון גבוהות בשוק האשראי החוץ בנקאי. בנוסף לכך, איגוח מאפשר לאגד תחת מכשיר אחד מספר רב של הלוואות, ליצור סטנדרטיזציה, ולהגדיל משמעותית את פיזור הסיכונים במסגרת המכשיר המונפק. הדבר צפוי להזיל את עלויות המימון לתאגידים. זאת משום שמנגנון החיתום בעסקאות ופיזור הסיכונים מצמצמים את סיכון האשראי בעסקה, וכך עשויות לפחות העלויות הנלוות להעמדת האשראי.

לאור האמור, מדינות רבות בעולם ובהן 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 שמירה על תפעולם של הנכסים. מנגנון כזה מיטיב עם המערכת הפיננסית כולה. מחד גיסא, היזם יכול להפנות הון

להשקעות נוספות, אך 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 (להלן: "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 להן פתרונות מוצעים, ואף הציג 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, בעוד בשוק הסחיר לא בוצעו עסקאות כאלה כלל. 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 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.

על רקע האמור מפרסמת הרשות מסמך היוועצות זה. מטרה אחת של המסמך היא הגברת ההכרות וההבנה של שחקני השוק עם המאפיינים המרכזיים של עסקאות איגוח, המעוררים שאלות בראיית המשקיעים, ולפיכך יבחנו גם על-ידי הרשות. 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

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](#).

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 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.

ב. העסקאות נושא מסמך זה

עסקאות האיגוח בהן עוסק מסמך היועצות הן עסקאות שמבנה האיגוח, נכסי הבסיס, סיכוני האשראי והסיכונים הנוספים הגלומים בהם, הם סטנדרטים, 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 היועצות זה עוסק בעסקאות איגוח בלבד ואינו נוגע למכשירים פיננסיים אחרים, ובפרט לא למכשירים פיננסיים מורכבים כדוגמת סטרקצ'רים. לכן אין גם להקיש ממנו לצורך הטיפול במכשירים אלה.

ג. 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 ובארה"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, שכן ככל שעסקת האיגוח אינה עסקת מכר, במקרה שבו התזרימים מהנכסים המגבים לא יספיקו לכיסוי אגרות החוב מגובות הנכסים, יוכלו רוכשי אגרות החוב מגובות הנכסים להיפרע מנכסיו, והן עבור המשקיעים, שכן במקרה של חדלות

פירעון של היזם, ככל שעסקת האיגוח אינה עסקת מכר, הנכסים 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 שישאו 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 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, ולהבהיר 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 את הבעלות בנכסים המגבים, על חוות הדעת לבחון, בין היתר, אם מתקיימים המאפיינים הבאים בעסקה:

- האם לתאגיד הייעודי זכות לבצע כל עסקה בנכסים המגבים, 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 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?

חוות דעת משפטית לגבי עסקאות איגוח ציבוריות שיעשו קודם לחקיקתו של חוק איגוח תידרש לערוך ניתוח בין היתר, בהתאם למבחני הפסיקה, בעוד שעסקאות איגוח לאחר חקיקתו של חוק איגוח תדרושנה מטבע הדברים לערוך ניתוח גם של התקיימות התנאים שייקבעו בחוק זה. ככל שיאוגחו נכסים שחל עליהם דין זה, תידרש חוות הדעת המשפטית לנתח גם את השפעתו על העסקה.

חוות הדעת המשפטית תידרש להעריך גם את הסיכון מפני תקיפה עתידית של העברת הנכסים לתאגיד הייעודי. בפרט יהיה עליה להתייחס לאפשרות לתקוף את הקביעה שהעברה מהווה המחאה על דרך המכר (Recharacterization Risk) ואת האפשרות שתידרש השבה כלשהי של נכסים (Claw-Back Risks).

סוגיות נוספות שחוות הדעת המשפטית תידרש להתייחס אליהן הן ההשלכות של מתן שירותים תפעוליים מצד היזם (ככל שיש מעורבות נמשכת שלו אחרי העסקה), 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, עשויים להשליך בין היתר על דרישות הגילוי לרבות הצורך בגילוי על עסקי היזם, להבדיל מגילוי על הנכסים המגבים בלבד.

מס'	שאלה
1.	האם לדעתכם תחת המצב המשפטי הקיים בישראל, מתן חוות דעת משפטית בנוגע להמחאה על דרך המכר בעסקאות איגוח מסוגים שונים עשויה להעלות קשיים מיוחדים?
2.	האם יש סוגיות ייחודיות הנוגעות לדין הישראלי שחוות הדעת המשפטית תצטרך להתייחס אליהן?

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 (Originator) 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.
 - ייזום העסקה יבוצע על ידי גורם אחד בלבד, אשר ישמור את מלוא הסיכון.
- ככלל, שימור הסיכון רלבנטי לרוב עסקאות האיגוח, 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, במנגנונים דומים לאלו המקובלים במדינות בעלות רגולציה מפותחת בנושא איגוח, אינן מהוות עסקאות פשוטות. זאת, מאחר שאינן נעשות בהתאם לסטנדרטים המקובלים בעולם. בנוסף, הן מגלמות סיכון מוסרי (moral hazard) משמעותי יותר, הואיל והמלווה המקורי אינו חשוף לסיכון האשראי בגין הנכסים המגבים.
- 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%.

מס'	שאלה
3.	מה צריכים להיות לדעתכם גובה ומנגנון שימור הסיכון עבור עסקאות איגוח פשוטות? האם לדעתכם נדרש שימור סיכון בשיעור העולה על 5% ביחס לנכסים מסוימים?
4.	מעבר לגילויים במסגרת התשקיף ולכך שהיזם ישמר סיכון כאמור, האם אתם רואים צורך בכלים נוספים לשם צמצום הפוטנציאל לסיכון מוסרי בעסקאות איגוח פשוטות? אם כן, אנא ציינו את הכלים המוצעים והסבירו את הצעתכם.

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 בתפעול העסקה, וכן בתמחור שלה בראיית המשקיעים. עסקאות איגוח פשוטות מאופיינות בכך שהן נעשות לכל היותר תוך שימוש בשתי שכבות בלבד – חוב ואקוויטי. ההנחה היא כי בעסקאות האיגוח הציבוריות תונפק לציבור שכבת החוב בעוד ששכבת האקוויטי תונפק בהקצאה פרטית למשקיעים כשירים בלבד.

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

אין באמור כדי לשלול באופן גורף הנפקת שכבות ביניים בעסקאות איגוח, בדגש על שכבת מזנין, הנחותה לחוב הבכיר ובכירה לרצועת האקוויטי. יתרה מזאת, הרשות סבורה שעם צבירת ניסיון בשוק, שילוב הדרגתי בעסקאות של רצועות חוב נחותות נוספות מעבר לשכבת האקוויטי עשוי להועיל ליזמים ולמשקיעים כאחד, שכן הוא יאפשר להם להגדיר שכבות בעלות פרופיל תשואה וסיכון שונים, בהתאם לתיאבון הסיכון והפרופיל של המשקיעים.

לנוכח המורכבות הכרוכה בשילוב רצועות מזנין בעסקה, ככל שבעתיד יונחו על שולחן הרשות תשקיפים כאמור, היא תצפה כי ההגנה שמקנה השילוב בין רצועת המזנין והאקוויטי והסכומים המושקעים בהן לא תיפול מזו שהייתה מוקנית למשקיעי החוב באמצעות שכבת אקוויטי בלבד. לדוגמה, באמצעות מימון מלא גם של שכבת האקוויטי הנחותה לשכבת המזנין, כפי שיובהר בהמשך מסמך זה. כמו כן, במקרים בהם יעשה שימוש ברצועת מזנין, יתאפשר בשלב ראשון רישום למסחר של שכבת החוב הבכיר בלבד.

ככלל, הציפייה היא כי גם בהנפקת איגוח הנחלקת לרצועות, צד ההתחייבויות למשקיעים (בכל הרצועות) יהיה מגובה 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 לגיבוי מלא של ההתחייבויות מראש.

מס'	שאלה
5.	האם אתם רואים בעייתיות בשימוש בשכבות נוספות על שכבת האקוויטי והחוב? אם כן, אנא הסבירו.
6.	האם אתם מסכימים עם ההנחה שניירות ערך מגובי נכסים שאינם מהווים את השכבה הבכירה אינם מכשירים פשוטים? אם לא, אנא נמקו.
7.	האם לדעתכם קיימות סוגיות מהותיות נוספות שיש לתת עליהן את הדעת בקשר לשימוש בשכבות מזנין? אם כן, אנא ציינו אותן, והסבירו.

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 השכבה העליונה הוא כי תשלומי הקרן, לרבות פירעונות מוקדמים, מועברים לשכבת החוב בלבד עד לפירעונה המלא (כלומר, מתאפשר Sequential Pay בלבד). מקור הפירעון היחיד של שכבות נחותות טרם פירעון שכבת החוב הבכיר הוא פערי הריביות בין מאגר הנכסים לריבית שתשולם לחוב בעסקה, בהתחשב במינוף שייקבע במסגרת העסקה. תשלומי הקרן השאריתיים בעסקה, לאחר פירעון רצועת החוב, מועברים לשכבות הנחותות.

מס'	שאלה
8.	האם אתם סבורים כי על עסקאות איגוח פשוטות להתאפיין בכך שתשלומי קרן יועברו לשכבת החוב הבכיר בלבד עד שזו תיפרע באופן מלא? אם לא, אנא נמקו.

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. חריגים לכך עשויים להיות למשל במקרה בו חברות ישראליות הפועלות בחו"ל יבקשו לאגח נכסים נקובים במט"ח הנובעים מפעילותן.

ככלל, שימוש בנגזרים כדי לגדר סיכוני Mismatch מטבעיים בין צד הנכסים לצד ההתחייבויות בעסקה לא ימנע מעסקאות איגוח להיחשב פשוטות.

מס'	שאלה
9.	האם אתם רואים נסיבות נוספות בהן עשויות להתבצע עסקאות איגוח שלא יהיו נקובות בשקלים?
10.	האם אתם רואים בעייתיות בשימוש בנגזרים לצורך גידור של סיכוני מטבע? האם אתם סבורים כי סוגים מסוימים של גידור אינם מתאימים לעסקאות איגוח פשוטות?

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 בנצי'מרק מקובלות בישראל (ריבית בנק ישראל, ריבית פריים ובעתיד ייתכן שגם ריבית התלבור). 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.

יצוין, כי ככל שעם הניסיון הנצבר בשוק, יבוצעו איגוחים מורכבים יותר שיכללו גם סיכוני ריבית משמעותיים יותר, צפוי להידרש גילוי נרחב יותר באשר להתמודדות עם סיכונים אלה, ובפרט עם האופן שבו סיכונים אלה עלולים להוביל לחוסר התאמה (Mismatch) בין הנכסים להתחייבויות, וכן עם השימוש בנגזרים כדי להתמודד עם סיכונים אלה. בכל מקרה, ככלל, שימוש בנגזרים כדי לנהל סיכוני ריבית אינו מונע מעסקת איגוח להיחשב פשוטה.

מס'	שאלה
11.	האם אתם מסכימים כי פשטות העסקה תלויה בכך ששכבות החוב יישאו ריבית קבועה או משתנה בהתאם לריבית בנכסי הבסיס? אם לא, אנא נמקו.

מס'	שאלה
12.	האם אתם רואים בעייתיות בשימוש בנגזרים לצורך גידור של סיכוני ריבית? האם אתם סבורים כי סוגים מסוימים של גידור אינם מתאימים לעסקאות איגוח פשוטות?

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 מכשירים פיננסיים. הדבר מוסיף למורכבות העסקה באופן שאינו מאפיין עסקאות איגוח פשוטות.

מס'	שאלה
13.	האם אתם מסכימים כי עסקאות איגוח סינתטיות, במסגרתן סיכוני האשראי מועברים שלא תוך מכירת הנכסים אלא באמצעות נגזרי אשראי או מכשירים פיננסיים, מוסיפות למורכבות העסקה באופן שאינו מאפיין עסקאות איגוח פשוטות? אם לא, אנא נמקו.

מאפיינים המשנים את משך הזמן לפדיון של אגרות החוב

עסקאות איגוח פשוטות עשויות לכלול אפשרות שימוש באופציות רכש מנקות (Clean-Up Calls), לצרכי יעילות וכדאיות כלכלית בהגעת עסקאות איגוח לסוף דרכן.

בנוסף, עם התפתחות השוק כך שיונפקו מוצרים מורכבים יותר תישקל האפשרות לאפשר פירעון מוקדם בפארי בחלוף תקופה מוגדרת.

האפשרות לבצע פירעון מוקדם נועדה להגן על היזמים ומשקיעי האקוויטי בעסקה מניהול מתמשך של עסקה ללא כדאיות כלכלית מספקת, ותואמת לפרקטיקה מקובלת בשוקי איגוח מתקדמים בארה"ב ובאירופה.

מס'	שאלה
14.	אלו תנאים יש להציב לדעתכם לעניין האפשרות לבצע פידיון מוקדם של אגרות החוב?

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.

מס'	שאלה
15.	האם אתם מסכימים כי עסקאות איגוח פשוטות אינן כוללות שימוש בחוזי נגזרים פרט לניהול סיכונים כגון ריבית ומט"ח? אם לא, אנא נמקו.

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.

מס'	שאלה
16.	האם אתם מסכימים כי נכסי הבסיס האמורים אינם מתאימים לעסקאות איגוח פשוטות? האם אתם סבורים שקיימים נכסי בסיס ספציפיים נוספים שאינם מאפיינים עסקאות איגוח פשוטות? אם כן, אנא ציינו אותם ונמקו.

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 מספיקה 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. הגילויים שיידרשו יכללו גם את התפלגות הנתונים ההיסטוריים ולא רק ממוצעים ארוכי טווח. 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.

מס'	שאלה
17.	האם לדעתכם יש פרמטרים מהותיים נוספים שיש לצפות שיינתנו למשקיעים אודות ביצועי נכסי הבסיס? אם כן, אנא ציינו אותם ונמקו.

בחירת הנכסים הספציפיים שיהוו 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 מיתר הנכסים שיוותרו במאזניהם. הדבר עלול לפגוע באיכות נכסי הבסיס באיגוח ובהתאם בביצועי המכשיר המאגוח ולגרום הפסדים למשקיעים.

יצוין כי סיכוני מכירה סלקטיבית מתקיימים בדרך כלל במקרים בהם יזם האיגוח מבצע מכירת תיקים, ללא בקרת אשראי מספקת על ידי גורם עצמאי המנהל את עסקאות האיגוח. כך, מצב זה עלול להתקיים באיגוחי משכנתאות או באיגוח תיקי קמעונאיים על ידי בנק מסוים, אך באיגוחים של תיקי הלוואות עסקיות, במסגרתן מנהל ייעודי של עסקת איגוח המוקמת לצורך רכישת ההלוואות, מבצע חיתום עצמאי ותמחור להלוואות הנרכשות ממספר רב של בנקים פוחת החשש בעניין זה.

לאור הסיכון, בתשקיף ההנפקה יידרש 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, כמו גם האופן בו נמנע "Cherry Picking" של הנכסים המועברים במסגרת האיגוח.

לצד האמור, באיגוח פשוט, הנכסים המאוגחים יהיו כאלו אשר אינם בכשל.

מס'	שאלה
18.	האם אתם מסכימים עם הקביעות לעיל לעניין הימנעות ממכירה סלקטיבית של נכסים? במידה ולא, האם וכיצד ראוי לדעתכם להגביל מכירה סלקטיבית של נכסים? אנא נמקו.
19.	האם אתם סבורים כי ראוי שאיגוחים פשוטים יתאפיינו בכך שטרם הועברו הנכסים לתאגיד הייעודי בוצע בהם לפחות תשלום אחד (פרט לעסקאות קצרות טווח כאמור)?

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.

יובהר כי לפחות בשלבים הראשונים של פיתוח השוק, קיימת העדפה לעסקאות בהן תיק נכסי הבסיס הוא "סטטי", למעט במקרים חריגים ומוגדרים היטב מראש בהם נדרשת החלפת נכסים

מגבים, וגם זאת בנכסים זהים במאפיינים ובאיכות האשראי שלהם, בהתאם לקריטריונים מוגדרים היטב.

מעבר להגדרת הניהול האקטיבי לעיל, קיימת עדיפות גם למבני איגוח פשוטים בהם כלל תזרימי מזומנים הנובעים מהחזרי קרן של הנכסים המגבים, בין אם במועד פירעון חוזי או פירעון מוקדם, משולמים לרצועות החוב באיגוח ולאחר פירעונם המלא, לרצועות האקוויטי. כלומר, מודל איגוח בו לא מבוצעת השקעה מחדש של החזרי קרן מהנכסים המגבים.

מס'	שאלה
20.	האם אתם מסכימים כי עסקאות איגוח פשוטות מתאפיינות בהיעדר ניהול אקטיבי של תיק הנכסים? אם לא, אנא נמקו.
21.	האם להערכתכם ראוי להגדיר אחרת ניהול אקטיבי של עסקאות? אם כן, אנא הציעו חלופה.

איגוחים מתגלגלים (Revolving)

בעולם האיגוח נעשים לעיתים איגוחים מתגלגלים (Revolving), במסגרתם נמכרים נכסים עתידיים שטרם נוצרו. אף בהיעדר מניעה חוקית לבצע עסקאות מסוג זה, הן עשויות להוסיף למורכבות העסקה. פתרון אפשרי עבור יזמים המבקשים לאגח נכסי בסיס בעלי תקופה קצרה לפירעון היא להשתמש באיגוחים קצרים טווח מבוססי ניירות ערך מסחריים, המונפקים מחדש בכל תקופה בה מאגר הנכסים או חלק הארי ממנו מגיע לפדיון.

מס'	שאלה
22.	האם אתם מסכימים כי אין להתייחס לעסקאות איגוח מתגלגלות כאל עסקאות פשוטות בשלב הנוכחי של פיתוח השוק? אם לא, אנא נמקו.

התזרים הצפוי מהנכסים המגבים

אגרות חוב מגובות נכסים סטנדרטיות מתבססות על התזרימים השוטפים מהנכסים המגבים. הן אינן נשענות על מכירת נכסים לשם תשלום לפירעון התחייבויות, בין היתר משום שמכירה כאמור גורמת לרמה גבוהה יותר של אי ודאות במקורות הפירעון לעסקה, לעומת פירעונות חוזיים. 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.

מס'	שאלה
23.	האם אתם מסכימים כי עסקאות פשוטות מאופיינות בכך שהתשלומים לאגרות החוב מתבססים רק על התזרימים השוטפים מהנכסים המגבים ולא על מכירת נכסים לצורך פירעון? אם לא, אנה נמקו.

ד. 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 – שהוא ישות משפטית שהתאגדה לצורך רכישת הנכסים המגבים והנפקת תעודות ההתחייבות המגובות בנכסים;
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 שתשלומיה למשקיעים מבוססים על התשלומים העתידיים.

בתשקיף ההנפקה ידרשו הסברים ברורים לגבי חלוקת 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.

ה. דרישות סף בהנפקות איגוח ציבוריות

כאמור בפתח הדברים, מטרתו של מסמך היוועצות זה היא בין היתר הצגת מאפיינים של עסקאות איגוח פשוטות יחסית, המתאימות לשלב ראשון בהתפתחותו התקינה של שוק איגוח בו יוצעו אגרות חוב לציבור המשקיעים. אחת השאלות בהקשר זה היא האם ראוי לקבוע דרישות סף מיוחדות לשם רישום למסחר בבורסה של אגרות חוב מגובות בנכסים. לשם השוואה, בשנת 2016 נקבעה במסגרת כללי הבורסה מגבלה לפיה אגרות חוב מסוג COCO המונפקות על-ידי בנקים יירכשו וייסחרו ביחידות בעלות ערך נקוב של לפחות 50,000 שקלים.

מס'	שאלה
24.	האם יש מקום לקבוע דרישות סף מיוחדות להנפקות של אגרות חוב מגובות בנכסים? אם כן, אנה ציינו מהן דרישות אלה לדעתכם.

