



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY
מחלקת תאגידים www.isa.gov.il

בחינת האפשרות להנפיק אגרות חוב היברידיות – פרסום להערות הציבור

אוגוסט 2019

מסמך היוועצות להערות הציבור

סגל רשות ניירות ערך מזמין את הציבור להעביר
הערותיו למסמך זה

הערות תתקבלנה עד ליום 26 לספטמבר 2019
רו"ח אביבה בן משה; עו"ד יונתן חיימי ארנרייך

מחלקת תאגידים

טל': 02-6556444, פקס: 02-6513160; דוא"ל:

corporate@isa.gov.il

א. רקע

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

- (א) מניות בכורה;
- (ב) אגרות חוב להמרה;
- (ג) אגרות חוב להמרה כפויה בהחלטת התאגיד המנפיק (MCB - Mandatory Convertible Bonds);
- (ד) אגרות חוב הניתנות למחיקה או להמרה כפויה, המונפקות על ידי מוסדות פיננסיים, ובפרט מסוג CoCo (Convertible Bonds);
- (ה) 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.

גם במסגרת כל אחת מן הקטגוריות שצוינו לעיל, תיתכן שונות משמעותית הנוגעת למאפייניו הספציפיים של כל מכשיר.

רשות ניירות ערך ("הרשות") רואה חשיבות בפיתוח שוק ההון הישראלי ופועלת לגיוון המוצרים הפיננסיים הזמינים למשקיעים השונים. למועד כתיבת דברים אלה, אפשריים, בין היתר, ההנפקה והרישום למסחר של אגרות חוב להמרה, אגרות חוב מסוג CoCo ומניות בכורה בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ("הבורסה"). עוד אפשריים כיום ההנפקה והרישום של תעודות התחייבות המשלמות גם במניות.¹

במהלך השנים, קיבל סגל הרשות פניות הנוגעות לאפשרות הנפקת מכשירים פיננסיים היברידיים מסוגים נוספים, ולאחרונה נמנים עליהם 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 מפרסמות הרשות מסמך זה. המסמך נועד להגביר את מידת ההכרות וההבנה של שחקני השוק עם המאפיינים המרכזיים של אגרות חוב היברידיות, ולקבל את התייחסות הציבור לתנאים ולדגשים שצריכים להיות בהנפקה של אגרות חוב מסוג זה. עוד נועד המסמך להציג מאפיינים של אגרות חוב היברידיות המעוררים קשיי תמחור ודרכים אפשריות להתמודד עימם, וכן לשקף אילו מאפיינים צפויים לחייב בחינה נוספת ופרטנית מצד סגל הרשות.

* תודתנו נתונה לרו"ח יבגני אוסטרובסקי ולרו"ח רוית אליהו-דורי, עובדי רשות ניירות ערך לשעבר, אשר נטלו חלק משמעותי בגיבושו של מסמך זה.

¹ תעודות התחייבות או תעודות התחייבות הניתנות להמרה שניתן לשלם את תשלומי הקרן ו/או הריבית בגינן גם באמצעות הנפקת מניות, לבחירת התאגיד, בכפוף להתראה מראש, ובמחיר שייגזר ממחיר הבורסה, בהתאם למנגנון הקבוע בהצעה. עם זאת, יודגש כי להבדיל מחלק מאגרות החוב היברידיות הנסחרות בעולם מסוג Mandatory Convertible Bonds (MCB), מנגנון ההמרה הכפויה המעוגן בהנחיות הבורסה נגזר ממחיר השוק ולא ממחיר קבוע.

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 בעדן. אגרות החוב ההיברידיות אינן להמרה או להמרה כפויה. הן מונפקות על פי רוב לתקופות ארוכות מאוד 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 הדחייה של הריבית בדרך כלל פוקעת בעת ביצוע פעולות הוניות מסוימות. לרוב, לתאגיד המנפיק מוקנית גם האפשרות לבצע פירעון מוקדם של אגרת החוב ההיברידית במחיר ידוע מראש ובמועדים ידועים מראש. כך מאופייין המכשיר בגמישות גם בנוגע למועדי התשלום.

ברי, שהגמישות 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. כך למשל, כדי למתן את תוספת הריבית בגין משך החיים הארוך של המכשיר, לעיתים מעוגן מנגנון step-up. מנגנון כאמור קובע כי 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, על אף שקיימת לו הגמישות להימנע מפירעון מוקדם כאמור 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.

שוק אגרות החוב ההיברידיות הוא שוק צעיר יחסית שהחל להתפתח בעולם באמצע העשור הראשון של שנות ה-2000. מאז ועד היום התפתחות השוק באירופה נעה במספר גלים כאשר בשנים האחרונות נאמד היקפו בשיעור של כ-3% עד 4.5% מהיקפו הכולל של שוק החוב באירופה.²

תמריצים עיקריים להנפקת אגרות חוב היברידיות

כאמור לעיל, על פי רוב צפוי שאגרות חוב היברידיות תישאנה ריבית גבוהה יותר בהשוואה לאגרות חוב רגילות של אותו תאגיד. לצד זאת, הן מאפשרות לתאגיד המנפיק גמישות פיננסית רבה יותר ביחס לאגרות חוב רגילות. עניין זה עשוי לסייע לתאגיד המנפיק במיוחד בתרחישים של מצוקת נזילות זמנית.

בנוסף, אגרות חוב היברידיות עשויות להקנות יתרון בדירוג האשראי ביחס לאגרות חוב רגילות. יתרון כאמור בדרך כלל גלום בכך, שלצרכי דירוג האשראי של התאגיד המנפיק (העשוי להשפיע גם על דירוג המנפיק וגם על דירוג ההתחייבויות האחרות שלו, כגון אגרות החוב הרגילות) שיעור מסוים מן המכשיר עשוי להיות מוכר לצרכי דירוג כהון, כתלות במתודולוגיות הדירוג הרלוונטיות.³

² ראו הפניה מצורפת למאמר באתר האינטרנט SCOPERATING בנושא הבא : Hybrid bond issuance bounces back in Europe, helped by M&A, low interest rates, scope, 16 May 2018.

³ למשל, בשיעורים של עד 25-50% מהערך הנקוב של המכשיר.

ההתייחסות לחלק מן המכשיר כהון עשויה להיות רלוונטית גם כאשר המכשיר מסווג במלואו כהתחייבות פיננסית בהתאם לתקני הדיווח הכספי הבינלאומיים (IFRS). כך, פעמים רבות אגרות חוב היברידיות מונפקות על ידי תאגידים כאמצעי מימון גמיש לצורך רכישה או עסקה משמעותיות, על מנת שלא להגדיל את המינוף לצרכי דירוג ולהביא לפגיעה בדירוג האשראי של התאגיד מחד (כפי שהיה מתרחש בעת גיוס של הלוואות או אגרות חוב רגילות), ובכדי לא להביא לדילול של בעלי המניות הקיימים ולייקר את הגיוס מאידך (באמצעות הנפקת מניות רגילות). 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, שאינן מקימות חובות פירעון כאמור. הבדלים אלה עשויים להיות בהיבטי מיסוי (בהתחשב בין היתר בכך שאגרות החוב ההיברידיות נושאות ריבית ואינן זכאיות להשתתפות בדיבידנד), בהיבטי חלוקה (בהתחשב בין היתר בכך שאגרות החוב נוקבות במועדי וסכומי פירעון קרן וריבית), בהיבט של כללי ההשקעה של גופים מוסדיים (למשל, האופן בו רכישת אגרות חוב היברידיות תעמוד במדיניות ההשקעה ובדרישות הדין החלות על מנהלי קרנות נאמנות), ובהיבטי 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 (ונמוך יותר מהסיכון הגלום בהשקעה במניות רגילות או במניות בכורה הוניות). אגרות חוב היברידיות נסחרות, אם כן, לרוב, בתשואה הגבוהה מאגרות חוב רגילות מקבילות.

תשואה עודפת זו מהווה את התמריץ העיקרי להשקעה בהן. עם זאת, הסיכונים הייחודיים הנוגעים להשקעה באגרות חוב היברידיות כוללים, בין היתר, את אלו:

- 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 ההיברידיות 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 סיכוני אשראי, סיכוני ריבית שוק ולעיתים גם סיכוני 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 ונחיתותו בהיבט זכויותיהם של מחזיקי אגרות החוב בהשוואה לאגרות חוב רגילות, מעלים צורך בקביעת תנאי סף מחמירים ביחס לתנאי הסף הקבועים לאגרות חוב שאינן היברידיות, כתנאי לרישום של אגרות החוב ההיברידיות למסחר בבורסה, על מנת לאפשר מסחר ותמחור נאות של אגרות החוב ההיברידיות. תנאים אלה צפויים להיכלל בהצעה לתיקון תקנון הבורסה העתידה 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 ההיברידיות 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 ilA- או A3.il או מקבילה לה, לכל הפחות.

עוד מוצע לקבוע, כי רכישה של אגרות החוב ההיברידיות תתאפשר בסכום שלא יפחת מ-50 אלף ש"ח למשקיע.

ג. תמחור נאות של אגרות חוב היברידיות

תחת ההנחה כי אגרות החוב ההיברידיות 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 שיתוארו להלן נועדו להשיג תמחור נאות של אגרות חוב היברידיות. הם מוצעים על בסיס הניסיון שנצבר בעולם, מידת השכיחות של כל מרכיב בהנפקות, התאמה להיעדר הניסיון בשוק הישראלי והזהירות הנדרשת, בשלב זה, כתוצאה ממנו. בנוסף, הובאו בחשבון גם שיקולים נוספים, כגון מתודולוגיות דירוג האשראי הנוגעות למכשירים מסוג זה. יודגש, כפי שצוין גם לעיל, כי מתווים אחרים להנפקת אגרות חוב היברידיות עשויים להיות טעונים בחינות פרטניות 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. במילים אחרות, בעת הנפקת המכשיר 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 שתקבע. 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 וריבית שנדחתה תצבור "ריבית-דריבית" בשיעור נקוב שיקבע, עד למועד תשלומה בפועל. תקופת הדחייה תיספר החל במועד שבו היה אמור להיות משולם תשלום הריבית שנדחה והיא תיפסק רק לאחר ששולמה כל הריבית שנדחתה, כולל ריבית דריבית עליה. במילים אחרות, במקרה בו התאגיד המנפיק דחה מספר תשלומי ריבית וטרם פרע את מלוא הסכומים בגינם (כולל ריבית דריבית), הרי שתקופת הדחייה תיספר החל במועד תשלום הריבית המוקדם ביותר שנדחה. 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 מותנית על פי שטר הנאמנות בכך שהתאגיד לא יפרע או ישלם סכומים למחזיקי הזכויות ההוניות שבו. בין היתר, בתקופת הדחייה לא יתאפשר לתאגיד לחלק דיבידנד, לבצע רכישה עצמית של מניות, לפרוע שטרי הון או מניות בכורה הוניות וכיוצא באלה ("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. במילים אחרות, בתקופה זו התאגיד המנפיק לא יוכל לדחות את תשלומי הריבית, כך שאי תשלומם יקים עילה להעמדה לפירעון מיידי.

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 היברידיים, והצורך במתן אפשרות לתאגיד המנפיק לקבוע תחנת יציאה מוגבלת בתרחישים נקודתיים שבהם תוספת הריבית המשולמת אינה רלוונטית עוד בשים לב לתכליתו המקורית, 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 ("תחנת פירעון"), בהתקיים התנאים הבאים:

- א. תחנות הפירעון המוקדם ייקבעו מדי תקופה של 5 שנים לפחות (היינו, אחת ל-5 שנים תקום אופציה לפדיון מוקדם או אחת לתקופה ארוכה יותר), 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 מיידי 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 ההיברידיים תמורת ערכן ההתחייבותי (פארי), בתוספת קנס בשיעור קבוע שייקבע (קרי – ללא התחשבות במחיר השוק הממוצע). אפשרות זו אם תיכלל, תתייחס לשינויים אובייקטיביים הנוגעים לתכלית המכשיר (למשל, שינוי מהותי ואובייקטיבי במתודולוגיות דירוג האשראי, המביא לכך שהמכשיר אינו מקנה עוד את הרכיב ההוני (equity content) בהתאם לתנאיו, או שינוי מהותי בדיני המס, המביא לכך שהוצאות הריבית בגין המכשיר אינן מוכרות עוד כהוצאה לצרכי מס).