

## צעד נוסף קדימה לקראת פתיחת שוק האיגוח בישראל

ב- 3 ביוני 2020 פרסמה רשות ניירות ערך מסמך מדיניות בנושא עסקאות איגוח, שמטרתו להגביר את ההיכרות וההבנה של שח קני השוק עם המאפיינים המרכזיים של עסקאות איגוח, וכן להציג את המאפיינים של עסקאות איגוח "פשוטות" יחסית, במטרה להגביר את הוודאות המשפטית בקשר אליהן. פרסום הרשות הוא המשך לנייר קודם שפרסמה הרשות ב- 3 בספטמבר 2019 להערות הציבור<sup>1</sup> ומשקף את הדיאלוג שקיימה הרשות עם גופים בשוק ההון בישראל ובחו"ל בפרק הזמן שחלף.

### מהי עסקת איגוח?

עסקאות הכוללות הנפקה של "אגרות חוב מגובות נכסים", או בשמן המוכר יותר, "עסקאות איגוח", הן מכשיר פיננסי מוכר ומקובל ברחבי העולם לגיוס אשראי.

המתווה העומד בבסיס עסקאות אלה הוא בעיקרו כדלקמן:

- 1 "היזם" - חברה המעוניינת לגייס אשראי - מעביר נכסים לידי חברת מטרה (Special Purpose Vehicle / Special Purpose Company), ישות משפטית ייעודית שהוקמה לטובת העסקה.
- 2 חברת המטרה תהיה ריקה מכל פעילות זולת החזקת הנכסים המועברים ופעילות האיגוח.
- 3 הנכסים שיועברו לידי חברת המטרה יהיו, על פי רוב, אגד של זכויות לתקבולים, המניב תזרים מזומנים רציף (למשל: משכנתאות, הלוואות צרכניות, עסקאות ניכיון שיקים, אשראי לטווח קצר, זכויות לתשלום מלקוחות וכו').
- 4 חברת המטרה תנפיק אגרות חוב אשר תהיינה מגובות בנכסים אשר הועברו אליה.
- 5 תמורת אגרות החוב אותן קיבלה חברת המטרה תשמש לתשלום ליזם בעבור הנכסים שהעביר לחברת המטרה.
- 6 התקבולים מן הנכסים שהועברו לחברת המטרה ישמשו לפירעון אגרות החוב שהנפיקה.
- 7 על-פי רוב, היזם וחברת המטרה יחתמו על הסכם, במסגרתו ימשיך היזם לנהל את הנכסים אותם העביר לחברת המטרה ("שרת" / "Servicer").

### מה היתרונות בעסקת האיגוח?

- 1 **מקור מימון חוץ בנקאי אטרקטיבי** - כפי שניתן לראות במתווה שלעיל, **העברת נכסי היזם לחברת המטרה נועדה לנתק בין סיכוני הפעילות העסקית של היזם, כך שההלוואה שהועמדה לחברת המטרה תהיה "אדישה" לכשלים בפעילות העסקית או לחדלות הפירעון של היזם.** המלווים בעסקת האיגוח, רוכשים אגרת חוב בעלת סיכונים ברורים ומוגדרים, המצומצמים על-פי רוב לכך שאגד הזכויות שהועבר לחברת המטרה לא יניב את התזרים הצפוי (כפי שארע למשל, במשבר הסאב-פריים, עם כשל רחב היקף בתשלומי משכנתאות). נטרול סיכוני הפעילות העסקית של היזם, **מאפשר לחברת המטרה לגייס אשראי בעלות נמוכה יותר מזו שהיה מגייס היזם** (שהיה נדרש לשכלל סיכונים רבים ומשמעותיים יותר).

- 2 **התאמת סוג הנכסים המועברים לפי צרכי היזם ואופי המשקיעים** - 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, רואה לעתים קרובות לנגד עיניו ניהול כספים וסיכונים לטווח הארוך. **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.

**יתרונות למשקיעים בשוק האיגוח הציבורי** – לעסקת איגוח ציבורית מספר יתרונות למשקיעים על פני שוק האיגוח הפרטי, לאור השקיפות הנדרשת בהנפקות ציבוריות וכן הנזילות של ניירות הערך. השקיפות תורמת ליכולת להעביר ביקורת על איכותן של הנפקות אלה ולתמחר את ניירות הערך באופן שוטף לאחר ההנפקה בהתבסס, בין היתר, על מחיריהן בבורסה; באיגוח הציבורי קיימות דרישות הנוגעות להתנהלות הנהלת החברה ושומרי הסף המלווים אותה בעת ההנפקה ואחריה; הפיקוח השוטף של הרשות; האחריות המוטלת מכוח דיני ניירות ערך על המנפיקים; והיכולת לבצע אכיפה במקרה של הפרת הדין.

### **מה המאפיינים של עסקאות איגוח פשוטות ?**

כדי לייצר מפת דרכים לאיגוח כבר בעת הזו (ללא חקיקה ספציפית לתחום), פירטה הרשות מאפיינים של עסקאות איגוח פשוטות, וביניהם:

**True Sale** – כדי להעביר נכסים לידי חברת המטרה (כאמור לעיל – על-פי רוב מדובר בזרם תקבולים שאוגד יחדיו), מלווים יבקשו לוודא שבוצעה עסקת מכר מלאה של הזכויות לידי חברת המטרה. בהיעדר תשתית משפטית מתאימה, המציאות כיום (וזו גם המלצת הרשות) **היא שעסקאות איגוח טעונות קבלת חוות דעת משפטית על כך שהעברת הנכסים לחברת המטרה מהווה מכר מלא ושלם ("True Sale")**. הרשות מפרטת את הנושאים שחוות הדעת המשפטית צריכה לבחון ומדגישה כי היא צריכה להיות מובהקת במסקנותיה. עוד מדגישה הרשות כי הציפייה היא שחוות הדעת תעריך שהעברת הנכסים לתאגיד הייעודי מהווה המחאה על דרך המכר, וזאת ברמת ודאות גבוהה.

**שימור סיכון בידי היזם** – כדי לוודא שהיזם לא משתמש במידע העודף שלו לגבי הנכסים המאוגחים, מוצע להטמיע **מנגנון המחייב את היזם לשמור חלק מן הסיכון הכרוך בעסקת האיגוח**. למשל, באופן שהיזם מחזיק לכל הפחות 5% מכל אחת מהרצועות (המשקפות תמהילים שונים של תשואה וסיכון) המועברות למשקיעים בעסקה.

**הנפקה של רצועת החוב הבכיר** – הרשות מצפה שבשלב הראשון של פיתוח שוק האיגוח הציבורי, **יונפק לציבור רק "חוב בכיר" הקשור בעסקת האיגוח**, קרי – עסקת האיגוח לא תכלול הצעה לציבור של רצועות חוב/הון בעלת פוטנציאל סיכון גבוה יותר, כגון רצועת האקוויטי ורצועות חוב ביניים ("מזנין"), וככל שתהיינה, אלה תונפקנה למשקיעים כשירים בלבד.

**פירעון הקרן בהתאם לסדר הבכירות של רצועות החוב** – לשם פישוט העסקה והגנה על רצועת החוב הבכיר, תשלומי הקרן, לרבות פירעונות מוקדמים, יועברו לרצועות החוב עד לפירעון המלא על פי סדר הבכירות שלהן. 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.

**שימוש מוגבל בנגזרים** – עסקאות איגוח פשוטות אינן כוללות שימוש בחוזי נגזרים. אולם, ככלל, שימוש בנגזרים כדי לנהל סיכונים ריבית או כדי לגדר סיכונים Mismatch מטבעיים בין צד הנכסים לצד ההתחייבויות בעסקה אינו מונע מעסקת איגוח להיחשב פשוטה. סוגיות ספציפיות הקשורות לשימוש בנגזרים לצרכים אלה תיבחנה במסגרת בחינת התשקיף בעסקאות ספציפיות.

**עסקאות איגוח פשוטות עשויות לכלול אפשרות שימוש באופציות רכש מוקדמות** (אשר מאפשרות רכישה חוזרת של יתרת חשיפות האיגוח) וזאת לצורכי יעילות וכדאיות כלכלית בהגעת עסקאות איגוח לסוף דרכן. בנוסף, **עסקאות איגוח פשוטות עשויות להיות גם כאלה בהן רצועות החוב ניתנות לפירעון מוקדם**, בחלוף תקופה מוגדרת ומדי פרקי זמן שיקבעו מראש.

**סוגי הנכסים** – איגוח סינתטי (עסקאות שאינן מבוססות על בעלות מלאה בנכסים המגבים) אינו מאפיין עסקאות איגוח פשוטות. עוד צוין, 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** – הרשות מצפה כי **במסגרת תשקיף ההנפקה יתוארו הביצועים של נכסי בסיס דומים, למשך תקופה שאורכה לכל הפחות חמש שנים, ובפרט יגולו נתונים לגבי כשלים ופיגורים בתשלום בנכס הבסיס הרלוונטיים**.

**גילוי הקריטריונים לבחירת נכסי הבסיס** – על-מנת למנוע מצב בו היזם מבצע מכירה סלקטיבית של נכסים באיכות נמוכה יותר מהנכסים שהיזם ישאיר במאזניו (למשל, מכירה של הלוואות בעלות פוטנציאל סיכון רב יותר), הרשות מציעה כי **תשקיף ההנפקה יכלול גילויים מפורטים בנוגע לקריטריונים אשר שימשו את היזם לבחירת נכסי הבסיס**. דרישה נוספת באיגוחים פשוטים הינה שהנכסים שיועברו לתאגיד הייעודי יהיו כאלה שבוצע בהם "תשלום אחד לפחות", שנועדה להקטין סיכונים הונאות וביטולי עסקאות בסמוך לביצוען.

- **איגוחים מתגלגלים** – במקרה של שימוש בנכסים מגבים שבמועד הקמת העסקה טרם באו אל העולם, לעסקאות תתלווה חוות דעת משפטית ממנה יעלה כי אין באופי העסקה כאיגוח מתגלגל בכדי לפגוע בתקפות המכר.
- **פירעון המלא של אגרות החוב לא יהא תלוי במכירת נכסים** – פירעון ההתחייבויות יתבסס על התזרימים השוטפים מהנכסים המגבים ולא יישען על מכירת נכסים, שכן מכירה כאמור גורמת לרמה גבוהה יותר של אי ודאות בנוגע למקורות הפירעון לעסקה.
- **הסברים ופירוטים בתשקיף ביחס לעסקה** – בתשקיף ההנפקה ייכללו הסברים ברורים בנוגע לחלוקת הסמכויות ותחומי האחריות של כל אחד מבעלי התפקיד בעסקה (היזם, התאגיד היעודי, השרת, אשר מופקד על תפעול הנכסים המגבים), לגבי מערכת ההסכמים בבסיס העסקה, ולגבי מומחיות בעלי התפקידים הפועלים במסגרת העסקה וניסיונם הרלוונטי לתפקידם בעסקה. כמו-כן, יינתן גילוי נוסף בדבר עבודתם של הנאמנים למחזיקי אגרות החוב, החתמים שביצעו בדיקת נאותות להנפקה וחברות הדירוג שדירגו את אגרות החוב.
- **חובת דירוג כפול** – הנפקת אגרות חוב לציבור בעסקאות איגוח תהיה מותנית בהצגת דוחות דירוג של שתי חברות דירוג נפרדות וחובת הדירוג הכפול תחול לאורך כל תקופת חיי אגרות החוב.

נשמח לעמוד לרשותכם בכל סוגיה, ובכלל כך בבחינת אפשרות להנפקה ציבורית של אגרות חוב מגובות בנכסים. לקישור למסמך הרשות לחצו [כאן](#).

## למידע נוסף:

elkon@gornitzky.com	עו"ד אליית אלקון, שותפה	sagy@gornitzky.com	עו"ד שרון ורקר- שגיא, שותפה
alonp@gornitzky.com	עו"ד אלון פלד, שותף	shiloni@gornitzky.com	עו"ד יאיר שילוני, שותף

<sup>1</sup> גיוון מוצרים פיננסיים – הנפקת אגרות חוב המשלמות גם במניות; אגרות חוב היברידיות; ואגרות חוב מגובות בנכסים