Midroog

בוסט מידרוג למוסדיים

אפיון ודירוג מכשירים היברידיים

ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

ינואר 2020

תוכן עניינים

1. מכשירים היברידיים - מבוא
2. גישת מידרוג לניתוח וסיווג מכשירים היברידיים
   - 2.1 תחולת המתודולוגיה
   - 2.2 קווים מנחים להכרה ברכיב הוני
   - 2.3 תקרת הכרה בהון
   - 2.4 דוגמאות להמחשה
3. גישת מודי'ס להכרה ברכיב ההוני (דירוג בינלאומי)
4. גישת מידרוג לדירוג מכשירים היברידיים

1

מכשירים היברידים
מבוא

מכשירים היברידיים - מבוא

מהם מכשירים היברידיים?

מידרוג מגדירה ומסמנת את המכשירים ההיברידיים באופן הבא:

» *"מכשירים היברידיים ומניות בכורה כוללים לרוב שילוב הן של מאפיינים הוניים והן של מאפייני חוב."*

» *"בהתאם לתנאיהם, מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויה לגרום לחוב להפוך לפגום, בקרות שמיטה כזו."*

» *"מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים גם למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם."*

מכשירים היברידיים - מבוא

תכונות

- מח"מ ארוך — תקופה לפדיון של 20 שנים ומעלה
- השהיית קופון — המנפיק רשאי\מחויב לדחות תשלומים תחת תנאים מוגדרים
- נחיתות מבנית — בכירים רק למניות רגילות בסדר הנשייה

דוגמאות

- CoCo
- מניות בכורה
- חובות נחותים
- המירים
- חובות צמיתים

מכשירים היברידיים - מבוא

היררכיית מבנה ההון

מכשירים היברידיים

- חוב בכיר
- חוב נחות
- חוב נחות משני
- מניות בכורה
- מניות רגילות

מדוע תאגידים מנפיקים מכשירים היברידיים

לגיוס מכשירים היברידיים ישנם יתרונות עבור המנפיקים

» גמישות פיננסית גבוהה יותר, תוך תמיכה בנזילות החברה במידת הצורך

» משפר את כושר החזר האשראי של המנפיק, בהשוואה לגיוס חוב בכיר

» תומך ביכולת של המנפיקים עתירי-השקעה/רכישה לעמוד ביעדי מינוף, חשבונאיים ומימוניים

» בשונה מדיבידנד רגיל, ריבית על מכשירים היברידיים מנוכה כהוצאה מוכרת למס

» חיזוק מבנה ההון של החברה, תוך תמיכה בדירוג המנפיק

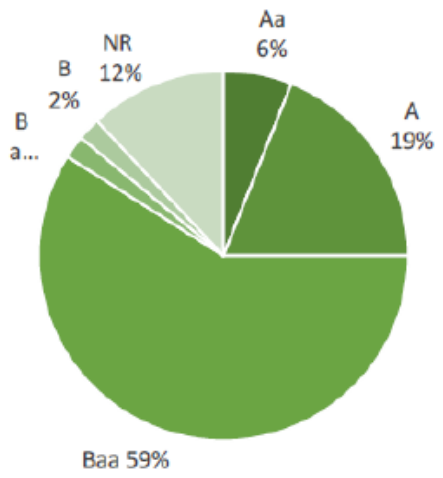
» הרחבה וגיוון של מנעד מקורות המימון וסוג המשקיעים

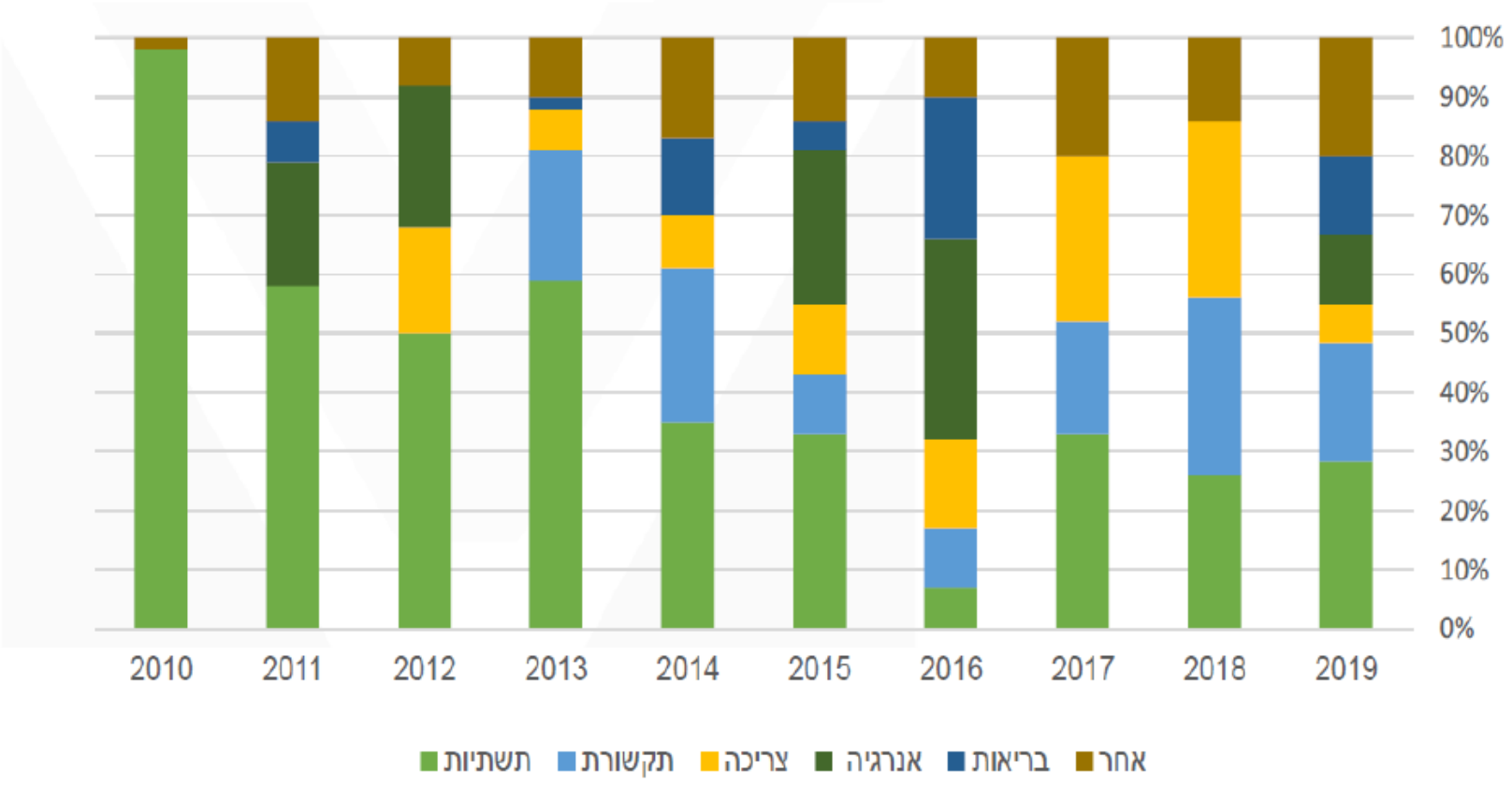
» משפר יחס רווח למניה ביחס להנפקת חוב רגיל

» מונע דילול של בעלי המניות

פילוח הנפקות מכשירים היברידיים לפי ענפים באירופה

לאורך השנים התרחב הייצוג הענפי של המנפיקים





* מקור: Dealogic

2

גישת מידרוג לניתוח וסיווג מכשירים היברידיים

גישת מידרוג לניתוח וסיווג מכשירים היברידיים

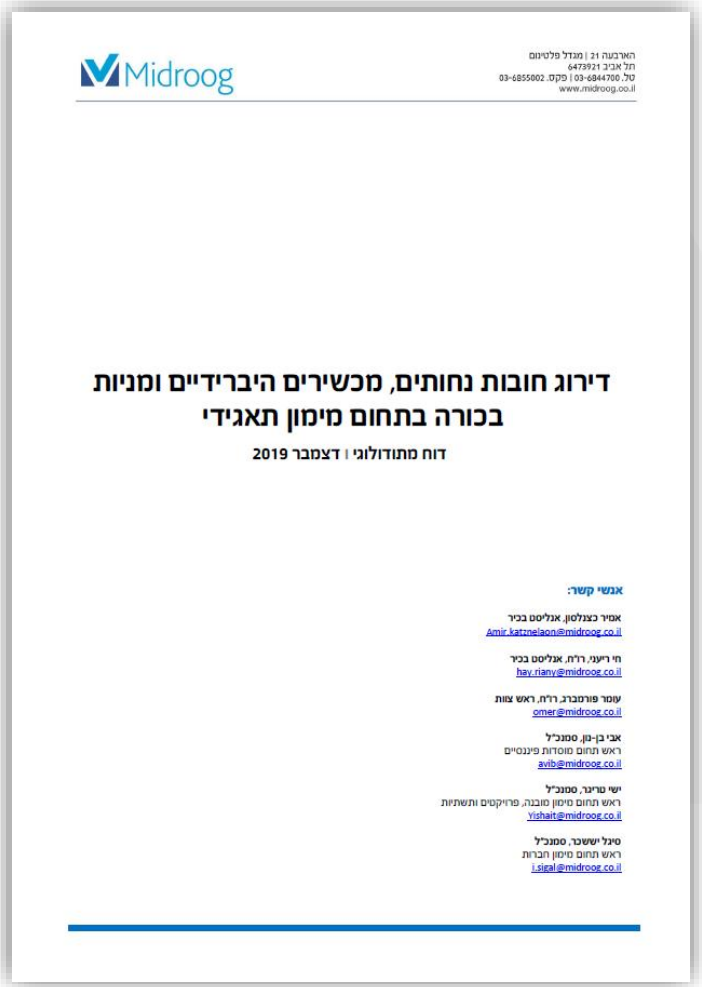
תחולת המתודולוגיה

» מתודולוגיית הדירוג חלה על מנפיקים שאינם תאגידים פיננסיים

» מידרוג תתייחס למכשיר כאל היברידי רק במידה והתקיימו שני התנאים הבאים במצטבר:

» המכשיר נושא מאפייני חוב (כלומר, התחייבות מוגדרת של המנפיק לתשלום חוב)

» במידה וקיימים טריגרים לתשלום או אי תשלום קופון או קרן במכשיר – עליהם להיות קשורים לסיכון האשראי של המנפיק או למבחני החלוקה בהתאם לדין החל עליו



Midroog

הארבעה 21 | מגדל פלטינום
תל אביב 6473921
טל. 03-6884700 | פקס. 03-6855002
www.midroog.co.il

דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי

דוח מתודולוגי | דצמבר 2019

אנשי קשר:

אמיר כצנלסון, אנליסט בכיר
Amir.katznelson@midroog.co.il

חי ריעני, רו"ח, אנליסט בכיר
hay.riany@midroog.co.il

עומר פורמברג, רו"ח, ראש צוות
omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל
ראש תחום מימון סובבה, פרויקטים ותשתיות
Yishait@midroog.co.il

טיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

לינק למתודולוגיה באתר מידרוג

גישת מידרוג לניתוח וסיווג מכשירים היברידיים

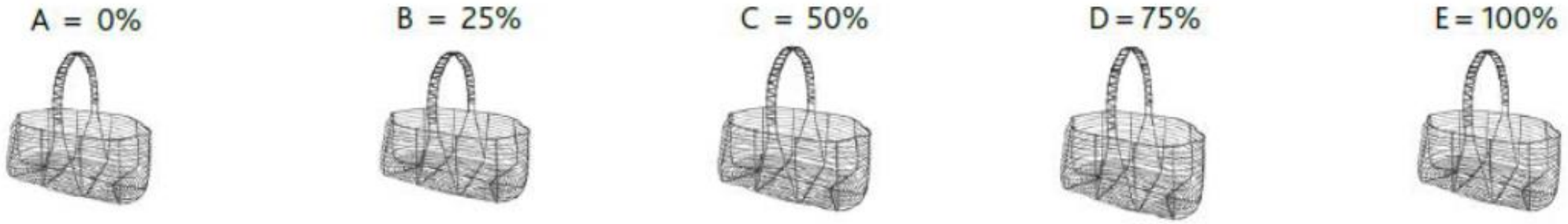
לצורך אפיון המכשיר ההיברידי, אנו בוחנים 3 שאלות:

1. האם המכשיר סופג הפסדים ומשמר נזילות כאשר החברה עודנה "עסק חי"?
2. האם המכשיר סופג הפסדים בכשל פירעון?
3. האם המכשיר יהיה זמין לכשיזדקקו לו?

גישת מידרוג לניתוח וסיווג מכשירים היברידיים

סיווג המכשיר לפי מרכיב הוני

» מידרוג מסווגת מכשירים היברידיים ומניות בכורה ל-5 "סלים" ברצף שבין חוב להון:



» כאשר סל A הוא הקרוב ביותר לחוב וסל E הוא הקרוב ביותר להון

» הסיווג משפיע על מבנה והרכב ההון במאזן, וכנגזר מכך על יחסי המינוף של המנפיק

» סיווג המכשיר עשוי להשפיע על דירוג המנפיק, אך לא בהכרח

גישת מידרוג לניתוח וסיווג מכשירים היברידיים

קווים מנחים בקביעת המשקל ההוני

- הדקים המפעילים מנגנון ספיגת הפסדים
  - מכשיר בעל הדקים מחייבים הכופים דחיית תשלומים בסבירות גבוהה יותר, יהיה בעל שווי הוני גבוה יותר
- מאפייני השהיית התשלום
  - בהתקיים הדקים מחייבים וחזקים לעצירת תשלום, היעדר אפשרות לצבור קופונים (מחיקה) עשוי להקנות למכשיר משקל הוני גבוה יותר מאשר במכשיר הכולל אפשרות של צבירה
- נחיתות (נדחות) תזרימית ובחדלות פירעון
  - ככל והמכשיר צפוי לספוג הפסדים כשהחברה "עסק חי" הוא יקבל שווי הוני גבוה יותר
- תקופה לפדיון
  - סיווג תקופה לפדיון לפי קבוצות, כאשר תקופה לפדיון ארוכה יותר מביאה לשווי הוני גבוהה יותר
- אופציית המרה
  - מכשיר הכולל אופציית המרה למכשיר הוני בטווח קצר-בינוני (לצד הדקים מחייבים חזקים) הוא בעל משקל הוני גדול יותר

גישת מידרוג לניתוח וסיווג מכשירים היברידיים

- לצורך סיווג כל מכשיר מידרוג בוחנת 5 מאפיינים עיקריים
- לכל פרמטר נקבע שיעור מקסימלי של הכרה בהון
- שיעור המשקל ההוני למכשיר הינו, בדרך כלל, הנמוך ביותר מבין שיעור ההכרה המקסימלי שנגזר בכל מאפיין

מאפייני המכשיר - קווים מנחים	שיעור הכרה מקסימלי כהון
קיום של הדקים המפעילים מנגנוני ספיגת הפסדים	
מחייב חלש	**25%**
אופציונלי תחת מגבלות	**50%**
אופציונלי	**50%**
מחייב חזק ואופציונלי	**100%**
מנגנון השהיית תשלום	
מצטבר	**50%**
לא מצטבר	**100%**
מידת נחיתות (נדחות) תזרימית ובחדלות פרעון	
חוב נחות	**25%**
מניות בכורה בהתאם להגדרת מידרוג	**100%**
תקופה לפדיון	
עד 20 שנים	**0%**
20-59 שנים	**50%**
60 שנים / צמית	**100%**
אופצית המרה	
לא המיר	**75%**
המיר למכשיר בעל מאפייני הון זהים למכשיר הקיים	**75%**
המיר להון בלבד (הדקים חזקים/תוך זמן קצר-בינוני)	**100%**

גישת מידרוג לניתוח וסיווג מכשירים היברידיים

תכונות ומגבלות במכשירים היברידיים

- מועד הפדיון
  - מידרוג מכירה ברכיב ההוני במכשיר החל מ-"Day 1", קרי, בוחנת את המכשיר החל מיום ההנפקה על מנת לקבוע את רכיב ההון שלו
  - אם מתרחש במכשיר היברידי פדיון מוקדם, זה לא בהכרח יוביל לפעולה ושינוי אופן הבחינה של מכשירים היברידיים קיימים אחרים
- Step-up בריבית:
  - קיום מנגנון Step-ups עלול להגביל את תקופת הפדיון האפקטיבית
  - שיעור Step-ups משמעותי ביחס לריבית הנקובה (למשל של 100 נקודות בסיס ומעלה), יגביל את תקופת הפדיון למועד אופציית הפדיון הראשונה לאחר תוספת הריבית
  - ייתכן וגובה ה- Step-ups ייבחן ויעודכן כתלות בסביבת הריבית במשק
- מכשירים היברידיים שאינם צמיתים מאבדים את רכיב ההון 10 שנים לפני מועד הפירעון הסופי
  - עבור מכשירים בעלי תקופה לפדיון של 60 שנים, רכיב ההון יוסר בשנה ה-50

גישת מידרוג לניתוח וסיווג מכשירים היברידיים

דוגמאות לקביעת המשקל ההוני

» **מאפייני אגרות חוב היברידית:**

- » לוח סילוקין: בולט
- » תקופה לפדיון: 60 שנה
- » ניתן לדחות תשלומים, לפי שיקול דעתו של המנפיק, ללא קריטריונים מוגדרים
- » כל תשלום שידחה, יצבור "ריבית דריבית"
- » תקופת הדחייה המרבית: 10 שנים
- » מנגנון Step-ups של 100 נקודות בסיס, במהלך 25 השנים הראשונות
- » ניתן לבצע פדיון מוקדם לאחר 25 שנים
- » קיימת נחיתות ליתר החובות הקיימים, ובעלת קדימות בפירוק ביחס למניות רגילות
- » מכשיר לא המיר

	דוגמא 1	דוגמא 2	דוגמא 3	דוגמא 4	דוגמא 5
קיום של הדקים המפעילים מנגנוני ספיגת הפסדים					
מחייב חלש					
אופציונלי תחת מגבלות					
אופציונלי	X	X	X		
מחייב חזק ואופציונלי				X	X
מנגנון השהיית תשלום					
מצטבר		X	X		
לא מצטבר	X			X	X
מידת נחיתות (נדחות) תזרימית ובחדלות פירעון					
חוב נחות	X	X			
מניות בכורה בהתאם להגדרת מידרוג			X	X	X
תקופה לפדיון					
עד 20 שנים	X				
20-59 שנים		X			
60 שנים / צמית			X	X	X
אופציית המרה					
לא המיר		X	X	X	
המיר למכשיר בעל מאפייני הון זהים למכשיר הקיים					
המיר להון בלבד (הדקים חזקים/תוך זמן קצר-בינוני)	X				X
שיעור המשקל ההוני למכשיר היברידי	0%	25%	50%	75%	100%

גישת מידרוג לניתוח וסיווג מכשירים היברידיים

תקרת הרכיב ההוני במכשירים היברידיים

» בעת סיווג רכיבים להון וחוב במכשירים היברידיים, מידרוג מציבה תקרה לסכומים שייוחסו כהון:

$$30\% \geq \frac{\text{רכיבים הוניים של מכשירים היברידיים}}{\text{הון מותאם}}$$

» חסם זה אינו מתייחס להלוואות בעלים

» המכשירים ההיברידיים מוגבלים משום שהון הוא בעל סבירות גבוהה יותר לשמש ככרית בעת קשיים, ולכן מהווה מרכיב יותר דומיננטי במבנה ההון

» במידה ויונפקו מכשירים היברידיים מעבר לתקרה, מידרוג תבצע את הסיווג לסל ההוני אולם הם יילקחו בחשבון כ- 100% חוב בדירוג המנפיק

3

גישת מודי׳ס להכרה ברכיב ההוני (דירוג בינלאומי)

גישת מודי'ס להכרה ברכיב ההוני

- תפישת מידרוג נשענת על מתודולוגית הדירוג של מודי'ס
- גישת "**הכל או כלום**" במכשירים היברידיים המונפקים על ידי חברות High Yield
  - מניות בכורה ללא רכיב מאפייני חוב יסווגו כ-100% הון
  - מכשירים היברידיים עם מאפייני חוב יסווגו כ-100% חוב
  - בכפוף לקריטריון מוגדרים, ניתן לראות בהלוואות בעלים כשוות הון, ללא היכולת להשפיע על ההסתברות לכשל (PD) ותוחלת ההפסד בהינתן כשל (LGD) עבור חובות בכירים יותר של אותו המנפיק
- הרציונל להבדל ביחס בין חברות High Yield לבין חברות Investment Grade:
  - מנפיקי HY קרובים יותר לכשל פירעון
  - מנפיקי HY לרוב בעלי מח"מ קצר יותר ומבנה הון מורכב יותר
  - מנפיקי HY לרוב בעלי קובננטים רבים יותר (והדוקים יותר)

4

גישת מידרוג לדירוג מכשירים היברידיים

גישת מידרוג לדירוג מכשירים היברידיים

קווים מנחים להפחתת דרגות דירוג בחובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה ביחס לדירוג המנפיק

סוג המכשיר	תוספת\הפחתת דרגות
חוב בכיר מובטח	+1 עד +3
חוב בכיר לא מובטח	-
חוב נחות רגיל	-1
מכשיר היברידי	-1 עד -2
מניות בכורה / מכשיר היברידי בנחיתות עמוקה	-2 עד -3

הצהרה

מצגת זו אינה מהווה הצעה לרכישה או מכירה של ניירות ערך או כל נכס אחר והיא מיועדת למסירת מידע בלבד. המידע הכלול במצגת וכל מידע אחר יימסר במהלך המצגת אינו מהווה בסיס לקבלת החלטות השקעה, ואינו מהווה המלצה ו/או חוות דעת והוא אינו תחליף לשיקול דעת של משקיע פוטנציאלי. המידע המובא במצגת, הינו מידע תמציתי בלבד, אינו מתאר באופן מלא את כל הגורמים המשפיעים על הענף. על כל משקיע לבחון את שלמות ו/או נאותות האינפורמציה המועברת במצגת זו בהתאם למטרותיו וצרכיו האינדיבידואלים, ולערוך בדיקות נאותות השקעה עצמאית בטרם קבלת החלטת השקעה כלשהי. אין במידע הכלול במצגת זו כדי להוות חוות דעת ו/או המלצה לרכישת ניירות ערך כלשהם. יתכן שנפלו במידע טעויות או שאינו שלם או עדכני. מידרוג אינה אחראית לאי דיוקים, או להעדר עדכון או לטעויות או חוסרים שנפלו ביחס למידע.

ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

טלפון 03-6844700; טלפון ישיר 03-6844716

אימייל: YishaiT@midroog.co.il

Midroog
BOOST