

חומר רקע למפגש מקוון (מאי 2020)

השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון

רקע

התפרצות נגיף הקורונה במהלך הרבעון הראשון של השנה הייתה אירוע בלתי צפוי שיצר השפעה דרמטית ופתאומית לרעה על המשק בישראל, כמו גם על הכלכלה העולמית. מדובר במשבר מאקרו כלכלי שכבר הוביל ענפים ותאגידים ספציפיים למשבר מיקרו כלכלי. הפעילות העסקים של תאגידים רבים הופסקה בפתאומיות וחלקם נמצאים בבעיית נזילות חריפה.

המשבר גורם לנזקים כלכליים רבים ויצר מצב חסר תקדים בתולדות המשק כאשר הנתונים מעידים על למעלה ממיליון מובטלים ועשרות אלפי עסקים שפעילותם הופסקה לתקופה ארוכה. כלכלנים רבים העריכו בתחילת המשבר שההתאוששות ממנו תהיה מהירה אבל ככל שחולף הזמן עולות טענות שהמשק לא יחזור בזמן הנראה לעין למצבו ערב המשבר.

לאור חשש מאפקט פרו-מחזורי שיכול להיגרם כתוצאה מהשפעת המשבר, רגולטורים שונים ברחבי העולם הגיבו על ידי נקיטת צעדים היסטוריים. כך למשל הבנק המרכזי בארצות הברית הכריז שירכוש יחידות השתתפות בקרנות שמשקיעות באג"ח ספקולטיבי וגם ירכוש באופן ישיר אג"ח קונצרניות שאיבדו את דירוג ההשקעה שלהן וירדו לדירוג בקבוצת ה-BB. באירופה, במטרה למנוע מימושים בהיקפים גדולים, הבנק המרכזי האירופי הודיע לבנקים שיקבל כביטחונות גם אג"ח קונצרניות שבמהלך גל הורדות הדירוג הידרדרו לדירוג מקבוצת ה-BB. יש לציין כי הבנק המרכזי באירופה מבצע בשנים האחרונות רכישות של אג"ח קונצרניות, וישנה סבירות שגם הוא יפרסם בקרוב תוכנית לרכישה ישירה של אג"ח שאיבדו את דירוג ההשקעה שלהן.

המשבר גרם לחוסר ודאות שמוביל באופן טבעי לקושי משמעותי בכל הקשור לניתוח כושר החזר של תאגידים. אחת השאלות המרכזיות שהשווקים בישראל ובעולם מתמודדים איתה היום היא האם חברות מתמודדות עם משבר נזילות זמני בשל תנאי השוק שנגרמו כתוצאה מהתפשטות נגיף הקורונה, או שמא עומק המשבר הכלכלי, ואולי גם מינוף גבוה בכניסה אליו, יובילו חברות רבות למצב של חדלות פירעון.

היבט נוסף של מצב הדברים החדש נוגע לאחריות דירקטורים לאור כניסתו לתוקף של חוק חדלות פירעון החדש. סעיף 288 לחוק מטיל אחריות אישית על דירקטורים של חברה שנעשתה חדלת פירעון. כלומר, אם הדירקטורים ידעו (או היו צריכים לדעת) על אפשרות סבירה לחדלות פירעון של החברה,

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

והם לא נקטו אמצעים לצמצום נזקי חדלות הפירעון, החובה החדשה חושפת אותם לנזק שנגרם לנושים. למעשה הדירקטורים של החברות נמצאים בסוג של מלכוד כאשר טובת החברה צריכה לעמוד מול עיניהם כאשר הם מקבלים החלטות, חובה המתעצמת כאשר החברה נקלעת לקשיים תזרימיים. בהקשר זה ועל רקע ההתייחסות בזמנו בדוח ועדת אנדרון על כניסה מאוחרת להסדרי חוב, מתעוררת טענה הפוכה של חיפזון יתר בפתיחת הליכי חדלות פירעון בבתי המשפט. מכל מקום ההבחנה בין משבר תזרימי זמני או משבר סולבנטיות פרמננטי המאיים על יכולת פירעון (חלקית או מלאה), היא מהותית.

"מתווה הדגל" של רשות שוק ההון

לאור מצוקת הנזילות המשמעותית שחלק מהגופים במשק מתמודדים עמה בעקבות המשבר, פרסמה לאחרונה רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון את "מתווה הדגל" (מצורף לחומר רקע זה – ראה נספח א'). מטרת המתווה היא למנוע מצב בו חסר בנזילות שוטפת לחברות סולבנטיות כאשר קיים כשל שוק והשפעת דומינו, תביא לקריסת חברות. המתווה מנסה לשמר (תניות הדומות לתניות מסוג - standstill) את המצב הקיים בתקופת הדחייה, כדי למזער סיכון להעדפת נושים. בין היתר, איסור שעבוד נכסים קיימים, איסור שינוי תחום פעילות ואיסור פירעון רצוני של אשראי בנקאי.

המתווה אינו מספק נזילות אלא מתווה מתכונת דחיית תשלומים בהסכמה וולונטרית של נושים וחייבים. מתכונת זו מוגבלת לחברות בדירוג A ומעלה. במסגרת המתווה פורסמו עקרונות מנחים להחלפה ודחייה זמנית של לוחות סילוקין של הלוואות ואג"ח. הכללים הלא מחייבים שפורסמו במסגרת המתווה נועדו לאפשר "מסלול ירוק" לדחייה זמנית (עד שנה) בתשלומי אג"ח לתאגידים נקלעו לקשיי תזרים בשל משבר הקורונה. הקונספט של המתווה הוא התייחסות לתאגידים אשר מתמודדים עם מצב של חדלות פירעון תזרימית בלבד ולא מאזנית, כלומר בהסתכלות ארוכת טווח סך החוב שלהם אינו עולה על סך שווי הנכסים, זאת באופן עקבי עם עקרונות חוק חדלות הפירעון החדש המתמקד בחדלות פירעון מאזנית.

במטרה לזהות חברה שהיא במהותה חברה סולבנטית שנמצאת בקושי תזרימי זמני, נספח לדוגמא שמצורף למתווה מגדיר מה הוא "תאגיד זכאי" לעניין המתווה. על פי הנספח, "תאגיד זכאי" הוא תאגיד שקיימות לו אגרות חוב או הלוואות מותאמות שניטלו מכספי עמיתים אשר מנוהלים בידי גוף מוסדי. כדי שתאגיד יחשב ל"תאגיד זכאי" הוא צריך לעמוד במצטבר בכמה תנאים אשר פורטו בהרחבה במסגרת המסמך. שלושת התנאים העיקריים נוגעים לדירוג האשראי של התאגיד (A לפחות), המינוף שלו (פחות מ-90%) וההיסטוריה שלו בתור לוה (האם בעבר הפר קובננט שהוביל להעמדה לפירעון מידי של מכשיר חוב שהנפיק או האם בוצעה "תספורת" לחוב שלו ב-10 השנים האחרונות).

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בנוסף לעקרונות המנחים לגבי תאגיד שיחשב "תאגיד זכאי", הנספח מפרט גם הגדרה ל"אגרות חוב מזכות" לעניין המתווה. גם בהקשר הזה ישנם מגבלות אשר מפורטות בהרחבה בנספח אשר עיקרן נוגע לדירוג אגרת החוב (A לפחות) ולתשואה השנתית בה היא נסחרת (לא יותר מ-10%).

מהנתונים (ראו ניתוח נתוני שוק החוב על בסיס המתווה בהמשך חומר הרקע) עולה כי כ-56% מהערך הנקוב שבמחזור נכון לסוף אפריל עומד במצטבר בתנאים הכמותיים העיקריים אשר פורסמו במתווה. ברור כי העקרונות של המתווה אינם יכולים להצביע על כל החברות הסולבנטיות אשר נקלעו למשבר תזרימי עקב התפרצות קורונה. בעוד שמוצעת מתכונת למוסדיים להסכים לדחיית פירעון תשלומי אג"ח קרובים עם פיצוי ריבית, המתווה אינו מתייחס לתשלום לנותני אשראי אחרים אם כי מזהה התערבות של בנק ישראל בהקשר לדחייה כוללת של תשלומי ריבית וקרן למוסדות בנקאיים.

נשאלת השאלה מה יעלה בגורל חברות סולבנטיות אחרות שאינן עומדות בתנאים או חברות שהנפיקו חוב פרטי לנושים אחרים. האם ניתן ליישם את המתכונת המוצעת במתווה גם על מסלולים אחרים שאינם נכללים ב-"מסלול ירוק", למשל על ידי יישום המתכונת על חברות שאינן מדורגות או בעלות דירוג הנמוך מ-A.

מתכונת המתווה איננה אובליגטורית ואיננה מחסנת דירקטורים מתביעה הן בחברה והן בגוף המוסדי הנושה. אי קשירת המתווה עם תכנית הסיוע הממשלתי (דווח שמשרד המשפטים מציע לקשור בין השניים) ממתנת מאד את השפעת המתווה לא ברורה גם חלוקת הסמכויות בין רשות שוק ההון ורשות ני"ע. האם מתווה רשות שוק ההון מיועד לגוף מוסדי נושה בעוד שמזכר רשות ני"ע נועד לחברות (ובעלי המניות שלהם)? בימים אלה דווח על הצעת חוק שיוזם משרד המשפטים להקפאה אוטומטית של חובות. לא ברור איך נוצרת בה הבחנה בין חברות שבמשבר נזילות וחברות שאינן סולבנטיות.

כל גישת המתווה מתבססת על ההבחנה בין סולבנטיות ונזילות אך מתעלמת מהבעיה הקונספטואלית הנובעת ממנה: ככל שהמשבר ארוך יותר בעיית נזילות הופכת לאיום על סולבנטיות. מכיוון שלא ידוע משך המשבר מיון משברי לנזילות או סולבנטי מטשטשת וזו בעיה מרכזית במתווה.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עמדת רשות ניירות ערך

רשות ניירות ערך פרסמה את התייחסותה ל"מתווה הדגל"¹. במסמך התייחסה הרשות לכמה מן העקרונות הכמותיים והאיכותיים אשר הופיעו במתווה, בין השאר בהקשר הדרישות לדירוג ההשקעה, הדרישות לעמידה ברף התשואה השנתית ואיך נכון לסווג תאגיד אשר בדוחותיו הכספיים נכללה הערת עסק חי לראשונה בעקבות משבר הקורונה. עמדת רשות ניירות ערך בהתאם להתייחסות פומבית זאת, היא שהמתווה והעקרונות העולים ממנו הם נכונים וחשובים ויסייעו בהגברת הוודאות והבהירות למשקיעים. מנגד, הרשות הביעה חשש שהמתווה והתנאים העולים ממנו עלולים לייצר מצב שבו תאגידים סולבנטיים אשר זקוקים לפתרון תזרימי לא יכללו בו לאור תנאי הסף שהמתווה מגדיר.

בהתאם, לעמדת רשות ניירות ערך המתווה לא צריך לחול רק על אגרות חוב המדורגות בדירוג A ומעלה. הרשות מציינת כי תנאי סף זה מפחית באופן ניכר את מספר החברות שנכנסות תחת המתווה בעיקר לאור העובדה שישנן סדרות רבות אשר אינן מדורגות או כאלה שהן מתחת לדירוג A אבל הן בדרגת השקעה לפי הדירוג המקומי.

הרשות מציינת בהתייחסותה כי באשר לרף ה-10% בעניין התשואה השנתית הממוצעת לפדיון של האג"ח נכון יהיה לבחון את התשואה בהסתכלות על חודש פברואר 2020 ולא על ה-30 ימים שקדמו למועד הצעת הדחייה כמו שהמתווה קובע. בהתאם לעמדת הרשות, הדרישה שקיימת במסמך עלולה לגרום לכך שחברות רבות שהן סולבנטיות לא יכנסו לתחולת המתווה מכיוון שהתשואות בשוק בימים אלה גבוהות לאור המשבר.

במטרה למנוע מצב שחברה שהיא לא סולבנטית תכנס לתחולתו המתווה קובע, בין השאר, כי תאגיד שנכללה הערת "עסקי חי" באחד מדוחותיו הכספיים בשנתיים האחרונות לא יחשב כ-"תאגיד זכאי" לעניין המתווה. לדעת רשות ניירות ערך, יש לכלול גם חברות אשר לאור כשל תזרימי כתוצאה ממשבר הקורונה, נכללה בהן לראשונה הערת "עסקי חי" בדוחות הכספיים השנתיים לשנת 2019.

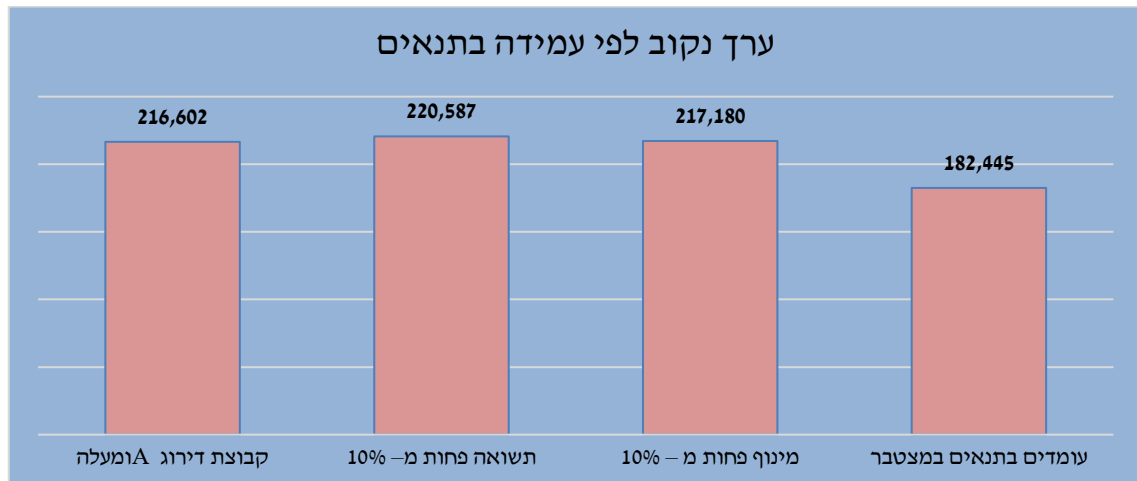
בסיפא של התייחסות הרשות היא מציעה להוסיף דרישה לכך שהחברה תעשה כל שביכולתה להגיע להסכמות מקבילות עם נושים אשר הלוו לחברה חוב פרטי וזאת במטרה למנוע מצב שבו הדחייה של מחזיקי האג"ח תוביל בעקיפין למצב של העדפת נושים פיננסיים אחרים. הרשות גם מציינת שפעולה זו יכולה להוביל להפחתת סיכוי לניגוד עניינים שיכול להיווצר בין חוב ציבורי לחוב פרטי שניתן לחברה מסוימת על ידי אותו גוף מוסדי.

1 ההתייחסות הייתה למסמך הטיוטה של המתווה מיום ה-30.3.2020 ולא לגרסה הסופית אשר פורסמה.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ניתוח נתוני שוק החוב על בסיס המתווה (כל הנתונים שלהלן התקבלו מרשות שוק ההון)

כשבוחנים את סך הערך נקוב הנמצאים במחזור נכון לסוף אפריל (כ-323.5 מילארד ₪), אפשר לראות שכ-67% אחוז ממנו נמצאים בקבוצת דירוג A ומעלה, 68% בעלי בשיעור תשואה הנמוך מ-10% ו-67% מהמנפיקות שלו עומדות בתנאי המינוף של פחות מ-10%².



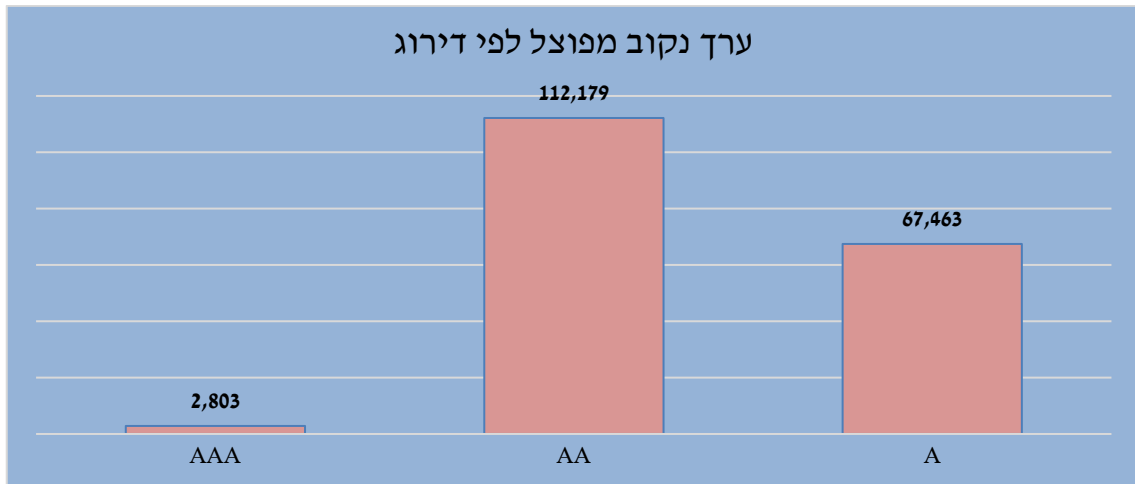
מקור: רשות שוק ההון

כשמסתכלים על שלושת התנאים במצטבר, ישנם כ-182.5 מיליארד ₪ אשר עומדים בשלושתם והם מהווים כ-56% מהערך הנקוב של המחזור. מתוך אגרות החוב אשר עומדות בתנאים, 32% (כ-59 מילארד ₪) נמצאות בהחזקת גופים מוסדיים, כולל קרנות נאמנות.

מתוך אגרות החוב אשר עומדות בשלושת התנאים במצטבר, כ-37% בעלות דירוג A, 61.5% בעלות דירוג AA ו-1.5% בעלות דירוג של AAA.

2 הנתונים בחלק זה נכונים ל-30.04.2020, למעט בנקים, ומתבססים על הדוחות הכספיים המאוחדים העדכניים ביותר שזמינים. מקור: עיבוד רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum



מקור: רשות שוק ההון

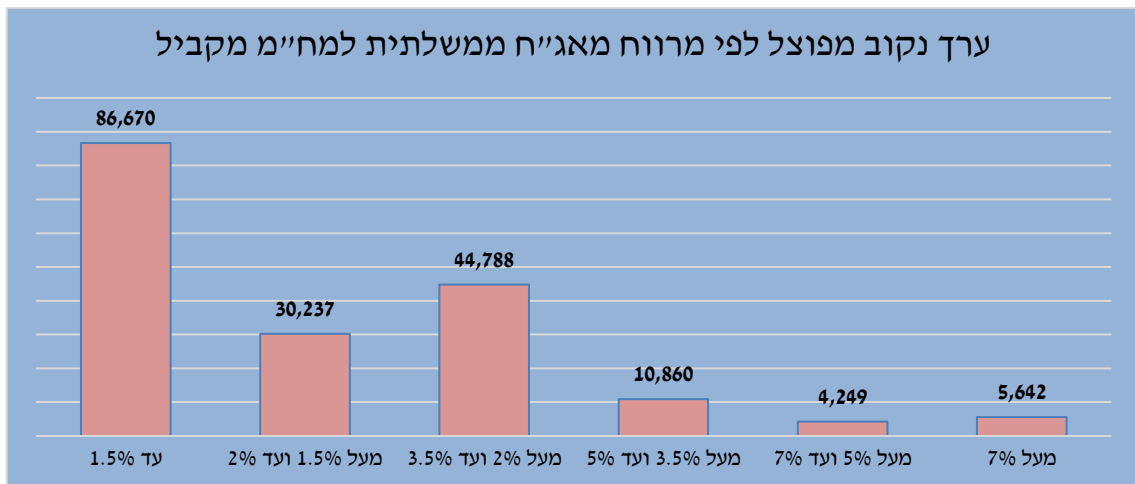
המתווה מפרט שחוב שידחה פרעונו יהיה זכאי ל"פיצוי", למשל בדמות תוספת ריבית. בהקשר של תוספת הריבית המתווה מציע תוספת ריבית לריבית הנקובה של החוב לכל משך חייו אשר תקבע כתלות במרווח הממוצע בין התשואה של אגרת החוב בחודש פברואר 2020 לבין אג"ח ממשלתי בעל מח"מ ממוצע דומה.

תוספת הריבית על פי המתווה	
שיעור תוספת הריבית	מרווח ממוצע (אג"ח ממשלתי בעל מח"מ דומה)
0.5%	עד 1.5%
1.0%	מעל 1.5% ועד 2%
1.5%	מעל 2% ועד 3.5%
2.0%	מעל 3.5% ועד 5%
3.3%	מעל 5% ועד 7%
כפוף לשיקולים נוספים	מעל 7%

מקור: רשות שוק ההון

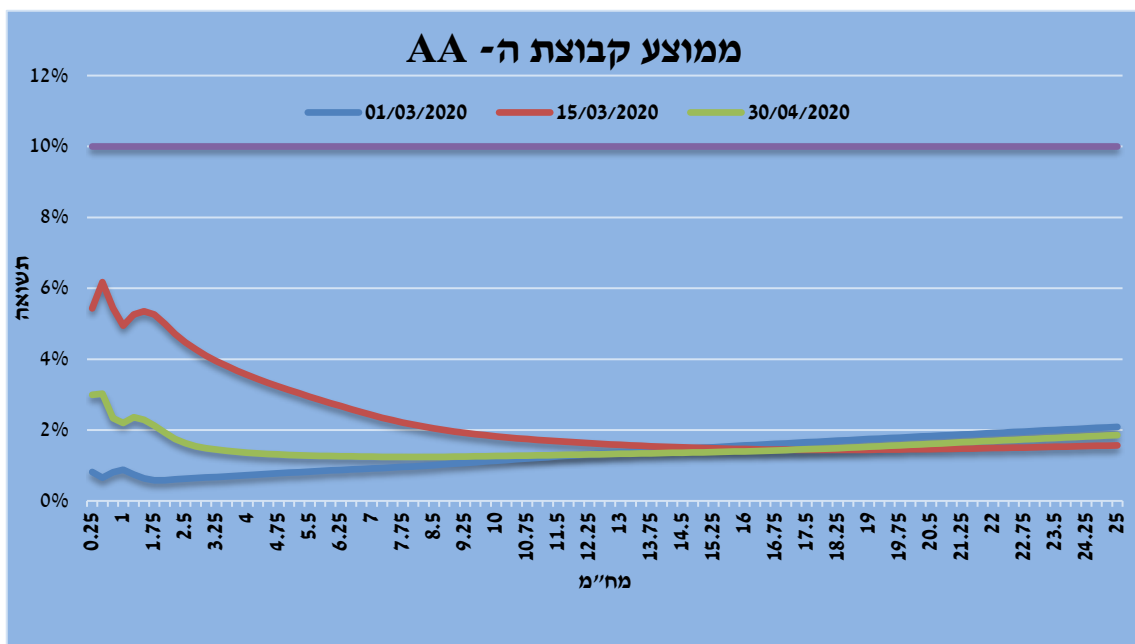
בהסתכלות על הערך הנקוב של האג"ח אשר עומדות בשלושת התנאים המצטברים של הדירוג תשואה ומינוף, כ-48% ממנו בעל מרווח של עד 1.5%, 17% בעל מרווח של בין 1.5% ל-2%, 25% בעל מרווח של בין 2% ל-3.5% וכ-11% מהערך הנקוב הוא של אגרות חוב בעלות מרווח של מעל ל-3.5%.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum



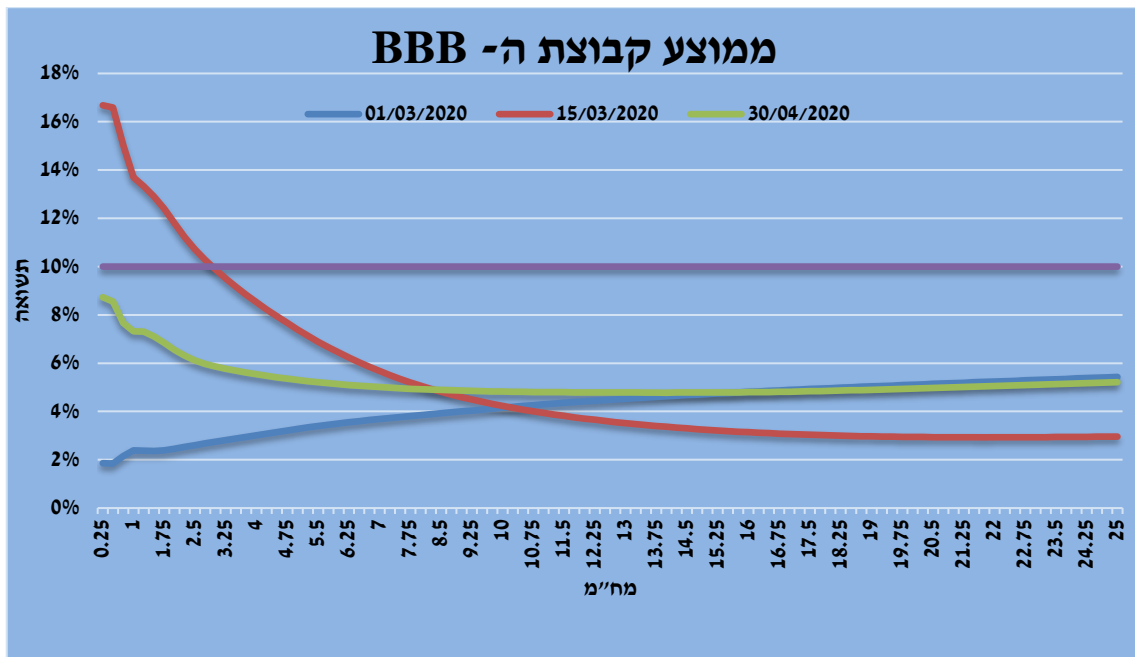
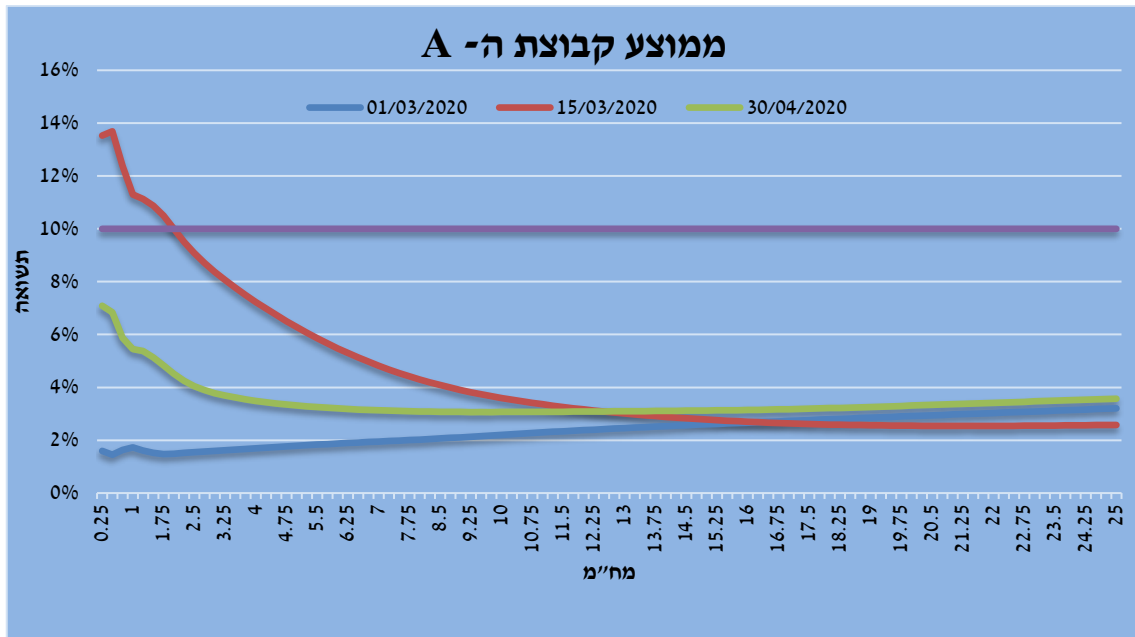
מקור: רשות שוק ההון

השינוי בתשואות האג"ח לאורך המשבר³



3 הנתונים בפסקה זו הם נתוני חברת מרווח הוגן בע"מ, עיבוד רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון. הנתונים מתייחסים לסדרות צמודות בלבד.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum



פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאלות לדיון

1. האם דרוג מינימלי של A ו-NAV חיובי מבחינים נכון בין חברות סולבנטיות בבעיה נזיליתית ובין חברות שאינן סולבנטיות?
2. האם דחיית פעולה בגין הפרת קובננטים בדוחות הרבעון נדרשת כחלק ממתווה הרשות?
3. האם מוצדקת ההפרדה בין כללי הסיוע הממשלתי והמתווה? האם קיים בכלל צורך במתווה לאור תכנית הסיוע הממשלתי?
4. המתווה מתייחס לחברות בדירוג A ומעלה. האם יש צורך בפתרון רגולטורי גם לחברות פחות יציבות (קבוצת B או חברות שאינן מדורגות)?
5. האם המתווה אינו יוצר העדפת נושים (כאשר חובות נותני אשראי אחרים יפרעו במועדם ורק חוב אג"ח יידחה)?
6. במתווה מדובר על NAV חיובי במועד הדחייה, האם החישוב יסתמך על הערכות שווי ומחירי שוק בדוח הכספי ל 31.3? מהי "דרך מקורבת" במתווה והאם יישומה תלוי במעריכי שווי?
7. מהי מידת הרלבנטיות של המתווה לאור העדר כיסוי משפטי, לאור המגבלות ולאור סימני שאלה לגבי יכולת שנת דחייה לפתור בעיית נזילות?
8. האם יישום המתווה תלוי בשיתוף פעולה של הבנקים הנושים? מה הדין לגבי אשראי חוץ בנקאי (אשר בחלקו תחת רגולציית רשות שוק ההון)?
9. האם יש מקום לקביעה מוסדית של פרמיות סיכון כמפורט בסעיף 5 בתנאי המתווה?
10. האם קיים חשש שהמתווה והסיוע יכסו על בעיית סולבנטיות למרות שהכוונה להתמקד רק בנזילות?
11. האם למתווה השלכה על אחריות נאמנים או אחריות מוסדיים מול עמיתיהם? האם פעולה על פי המתווה משחררת נאמנים וועדות השקעה מאחריות? בהקשר זה, האם לא נוצרת לגופים המוסדיים מחייבות דה פקטו לפעול על פי המתווה, למרות שהוא לכאורה וולונטרי מבחינה רשמית?
12. האם הצעת החוק של משרד המשפטים עושה הבחנה בין חברות שבעייתן נזילות מחברות שאינן סולבנטיות ומה השלכותיה על ניהול חברות בתקופת בדחייה?