

אוגוסט, 2012

מבט מהפרספקטיבה של S&P מעלות: חדלות פירעון - לא רק מה שחשבתם!

יובל טורבטי

ראש תחום האנליזה, Standard & Poor's Maalot

Yuval_torbati@standardandpoors.com

Standard & Poor's Maalot

רחוב אבא הלל סילבר 12

רמת גן, 52506

טל: 03-7539700

פקס: 03-7539710

www.maalot.co.il

הסדרי החוב, או ה"תספורת" כפי שזה מכונה, זוכים להד תקשורתי נרחב לנוכח העובדה כי מדובר, בין היתר, בכספי הפנסיה והגמל של ציבור החוסכים. דוגמאות להסדרים בולטים בארץ כוללות את אמפל, דלק נדל"ן, אפריקה ישראל וטאו תשואות.

בחלק הארי של המקרים, ההסדר מגיע רק לאחר קרות כשל פירעון קונבנציונלי בו הלווה לא עמד בתשלום של קרן או ריבית במועד התשלום המקורי. המו"מ על הסדר החוב מתקיים לאחר שהחברה הפכה חדלת פירעון, ולמעשה, משקף את מאמצי הצדדים למזער נזקים.

הצדדים להסדר מונעים משיקולים שונים. הנושים פועלים במטרה ברורה למקסם את ערכי השבת החוב (recovery value). מטרתם מושגת, בין היתר, באמצעות הזרמת המזומנים שבעלי העניין מתחייבים להכניס לחברה כחלק מההסדר. הסכמת הנושים להסדר, אם כן, נובעת מבחינה מפוכחת של האלטרנטיבות העומדות בפניהם. קרי הערך הצפוי להתקבל כתוצאה מתהליך של פירוק או כינוס נכסים כולל העלויות הכרוכות בתהליכים אלו, בהשוואה לערך הצפוי להתקבל במסגרת הסדר החוב והמשך הפעלת החברה כעסק חי.

מנגד, מרבית בעלי העניין פועלים במטרה לשמר את שליטתם בחברה ככל שניתן, ולשקם את המוניטין, לפחות חלקית, לטובת עיסוקיהם האחרים ולימים שיבואו. הזרמות הון, לכאורה "ולונטריות", של בעלי השליטה, משקפות את העלות של מאמצים אלו.

עם זאת, ישנם מספר מהלכים נוספים, שמושכים פחות כותרות (אם בכלל) ושבמהותם זהים להסדר חוב. חברות עשויות לבצע מהלכי מנע, לכאורה, בטרם הגיעו לחדלות פירעון קונבנציונאלי. המתודולוגיה של S&P מכנה חלק מהמהלכים כאלה כ- distressed exchange. ביניהם ניתן למנות היענות של נושים להצעות המרה (החלפת נייר מקורי תמורת נייר חדש המגלם ערך נמוך יותר) או ארגון מחדש של לוח הסילוקין שמבוצע "תחת לחץ", כלומר, על ידי חברה חלשה ובסמוך למועד פירעון. ההצעות לכאורה "ולונטריות", אך הן נובעות בד"כ ממצוקה פיננסית של הלווים ומטרתן להימנע מכשל פירעון קונבנציונאלי בטווח הזמן הקרוב עד הבינוני.

לאחרונה, ובעזרת רוח גבית של עליית התשואות בשוק האג"ח, אנו גם עדים לתופעה של חברות חלשות המבצעות רכישות חוזרות של אגרות חוב במחיר הנמוך משמעותית מערכן המתואם. בכפוף לנסיבות ולמאפיינים מסוימים, S&P מתייחסת לרכישות חוזרות כאמור כאירוע distress exchange, ולפיכך, כאירוע שווה ערך לחדלות פירעון.

המתודולוגיה של S&P בסוגיה זו נועדה להימנע מאפליה בטיפול בין חברה שמגיעה להסדר חוב דרך מו"מ עם נציגות של בעלי האג"ח או דרך בית המשפט, לבין חברה "המנצלת" את העובדה שהחוב שלה סחיר, ומגיעה למעשה ל"הסדר" בלתי פורמאלי מול חלק ניכר מנושיה על גבי מסכי הבורסה. בדומה

להסדרים המתבצעים לאחר קרות כשל הפירעון, המניע של נושים להשתתף בהצעות מסוג נובע מהערכתם כי האלטרנטיבה של כשל פירעון קונבנציונלי עלולה להוביל לערך השבה נמוך יותר.

לפיכך, נקבעו מספר קריטריונים ומאפיינים המסייעים בהבחנה בין רכישות חוזרות שהנן תוצר של כורח, לבין רכישות חוזרות אופורטוניסטיות. על מנת שרכישה חוזרת של אג"ח בשוק המשני תעמוד בהגדרה שלנו ל-distressed exchange ותוביל לחדלות פירעון (דירוג Selective Default למנפיק ודירוג Default לסדרת האג"ח), אנו בודקים את קיומם של שלושה תנאים מצטברים. יצוין כי בחודשיים האחרונים דיווחו כ-20 חברות המדרגות על ידי S&P מעלות על רכישות חוזרות של אג"ח, אליהן התייחסנו כרכישות חוזרות אופורטוניסטיות מכיוון שלא עמדו בכל הקריטריונים להלן:

- הרכישות החוזרות מתבצעות על ידי חברה הנמצאת "תחת לחץ", כפי שמשתקף מדירוג האשראי שלה ערב הרכישה (במרבית המקרים מדירוג ilBBB ומטה).
- הרכישות מעידות על כך שהמשקיע יקבל תמורה הפחותה באופן משמעותי מהערך הגלום בניירות הערך המקוריים.
- הרכישות החוזרות הן בשיעור משמעותי מיתרת האג"ח במחזור ומהוות "מאסה קריטית".

ברכישות חוזרות העומדות בקריטריונים לעיל, חלק ניכר מהנושים מסכימים לקבל פחות ממה שהובטח מלכתחילה, בשל הסיכון המוחשי כי המנפיק לא ימלא את התחייבויותיו המקוריות. לפיכך, המלווים מוותרים על חלק משמעותי מהשווי המתואם של החוב שבבעלותם. כאשר היענות המשקיעים הנה משכנעת, אנו רואים את הרכישות כשקולות לאירוע של כשל פירעון, שכן אנו ב-S&P מעלות סבורים שחלק גדול מבעלי האג"ח הגיעו למסקנה שהם מוגבלים בהשגת חלופות טובות יותר מאשר היענות ל"הצעתה" של החברה לרכוש את האג"ח במחיר שהנו משמעותית נמוך יותר מהערך המתואם (כלומר - ההבטחה המקורית).

ישנו טיעון צודק שרכישות חוזרות יכולות להיות גורם חיובי עבור פרופיל האשראי של החברה. אכן, רכישות חוזרות עשויות לשפר את מצבה הפיננסי של החברה תחת תנאים מסוימים, ולסייע לה להימנע מחדלות פירעון קונבנציונלית או לפחות לצמצם את הסיכונים העתידיים. אולם, גורם חיובי זה יהיה תוצאה ישירה של הפעולה – דהיינו - אי עמידה בהתחייבויות פיננסיות בהתאם לתנאים המקוריים. להשקפתנו, דבר זה שקול להסדר חוב (תספורת) – אירוע המיטיב עם חברה, מכיוון שהוא משפר את מבנה ההון של החברה בהשוואה לתקופה שלפני הסדר החוב. בהתאם לכך, הדירוג שלנו לוקח בחשבון את כישלון החברה לשלם בהתאם לתנאי ההתחייבויות המקוריים, וכל יתרון עתידי ישתקף בדירוג החדש שנקבע ונפרסם ליתרת האג"ח שבמחזור, רק לאחר סיום האירוע.

כפי שניתן להתרשם, הגדרתנו לכשל פירעון אינה משפטית. היריעה רחבה יותר, והיא משקפת את דעתנו העצמאית על מהותם של תהליכים תחת הנסיבות הקיימות.