

זרקור על התפתחות ההנפקות המגובות בביטחונות

אוקטובר 2013

אנשי קשר:

עמרי שטרן, (03)7539725, omri.stern@standardandpoors.com

גלית אופק, (03)7539720, galit.ofek@standardandpoors.com

תוכן עניינים

מבוא

נקודות עיקריות

השתכללות השוק- גידול בשיעור ההנפקות המגובות בביטחונות

שיפור מערך ההתניות הדירוגיות

בחינת איכות הביטחונות

מבט גלובאלי

סיכום

נספח מתודולוגי

זרקור על התפתחות הנפקות המגובות בביטחונות

מבוא

יישום המלצות ועדת חוקק הוסיף נדבך נוסף בתהליך קבלת החלטות ההשקעה של המוסדיים. לצד פעילותה של המערכת הבנקאית כספקית אשראי לסקטור העסקי, התפתחה והשתכללה מערכת מממנת חוץ בנקאית, אשר הגבירה את היצע המימון ועשויה בשנים הבאות לתרום לצמיחה במשק.

שלוש שנים לאחר כניסתם לתוקף של הכללים שנקבעו בעקבות המלצות ועדת חוקק (להלן: "כללי חוקק"), נתוני שוק האג"ח משקפים, להערכתנו, את השתכללות והתבגרות השוק בעקבות המשבר. כך, למשל, ניכר שיפור הולך וגובר במספר הנפקות המגובות בביטחונות.

בסקירה זו נתמקד במאפייני אג"ח שהונפקו לראשונה במהלך השנים 2011-2013, לאחר כניסת הכללים החדשים של אגף שוק ההון לתוקף (מעבר לסדרות החדשות שהונפקו בתקופה, נכללות גם הרחבות של סדרות, שהונפקו לראשונה לאחר כניסת הכללים לתוקף). נקדיש תשומת לב מיוחדת לשאלת הביטחונות והגנות אחרות שהוצעו למשקיעים במסגרת אותן הנפקות.

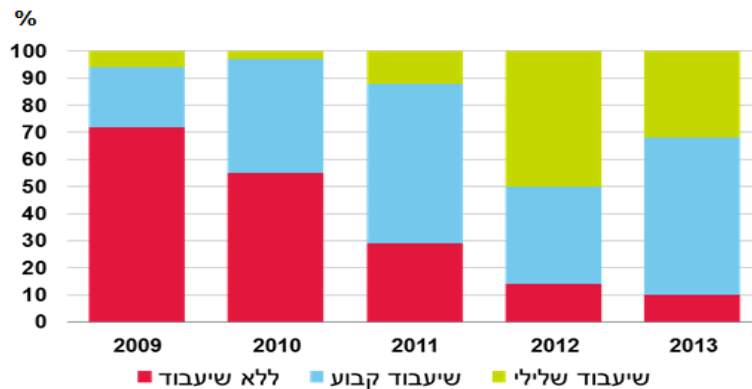
נקודות עיקריות

- החל משנת 2011 ניכר גידול משמעותי בשיעור הסדרות החדשות המגובות בביטחונות, בהשוואה לשנים 2009-2010, לפני כניסתם לתוקף של "כללי חוקק". בשנת 2009 שיעור האג"ח שהונפקו ללא בטחונות וולא שיעבוד שלילי הגיע לכ-70% מסך הנפקות ושלוש וחצי שנים לאחר מכן, ב-2013, רק כ-10% מהסדרות הן ללא בטחונות וולא שיעבוד שלילי.
- מגמת הגידול בהנפקות המגובות בביטחונות המשיכה גם בשנת 2013: כ-60% מהסדרות שהונפקו כללו שיעבוד של בטוחות מכל הסוגים, וכ-30% בוצעו עם שיעבוד שוטף שלילי.
- כחלק משיפור מערך ההתניות, בשנה האחרונה אנו מזהים עלייה בשיעור הנפקות הכוללות התניה דירוגית. מעל 50% ממספר הסדרות החדשות שהונפקו במהלך 2013 הינן בעלות התניה דירוגית לעומת כ-33% בשנים 2011-2012.
- מבחינת איכות הביטחונות עולה כי כ-22% מהביטחונות שניתנו במסגרת הנפקת סדרות חדשות מתחילת 2013 מוגדרים על ידנו כדרג א' וכ-35% מוגדרים כדרג ב'. משמעות הדבר, שבמרבית המקרים בהם ניתנו בטחונות ב-2013 היו אלה בטחונות שאנו מגדירים כדרג ב'. יתרה מזאת, העלייה בהיקף הסדרות המגובות בביטחונות מטריאלים בין 2012 ל-2013 (מ-37% ל-57%) נובעת כולה מגידול בסדרות המגובות בביטחונות מדרג ב', אשר אנו רואים בהם בטחונות חלשים באופן יחסי.
- המגמות בשוק הישראלי דומות למגמות בשוק האירופאי, ובשני השווקים הללו היקף הנפקות המגובות בביטחונות הולך ועולה בשנים האחרונות, עם היציאה מהמשבר של 2008. לעומתם, השוק האמריקאי שבו ה'תיאבון' לסיכון גבוה יותר והינו שוק נזיל מאוד, עם היקפי פעילות גדולים יותר מאירופה, ממשיך להתנהל לרוב ללא ביטחונות ובמוצע דירוגים נמוך יותר מאירופה. רק 21% מסך הנפקות ה-High Yield בארה"ב בשנת 2013 (7 חודשים) הינן מגובות בביטחונות, לעומת כ-49% מסך הנפקות ה-HY באירופה באותה תקופה.
- מבחינת שווי האג"ח המגובה בביטחונות (להבדיל ממספר סדרות), שהונפק בשנתיים האחרונות בישראל, השוק הישראלי טרם הגיע לרמה האירופאית, לפיה ב-2013 קרוב ל-50% משווי האג"ח שמונפק באירופה מגובה בביטחונות, זאת, בין היתר, בגין מספר הנפקות לא מגובות בהיקפים גדולים, של חברות בדירוגים גבוהים, שבוצעו בישראל.

השתכללות השוק- גידול בשיעור הנפקות המגובות בביטחונות

החל משנת 2011 ניכר גידול משמעותי בשיעור הסדרות החדשות המגובות בביטחונות, בהשוואה לשנים 2009-2010, לפני כניסתם לתוקף של "כללי חודק". ב- 2009 שיעור האג"ח שהונפקו ללא בטחונות וללא שעבוד שלילי הגיע לכ- 70% מסך הנפקות, ושלוש שנים לאחר מכן, התמונה שונה לחלוטין, כאשר כ-10% מהסדרות הן ללא בטחונות או ללא שעבוד שלילי. (ראה גרף 1). שנת 2011 הייתה למעשה "שנת הפיילוט" בהיותה השנה הקלנדרית הראשונה ליישום המלצות הוועדה. מרבית הסדרות החדשות המגובות בביטחונות שהונפקו ב- 2011 היו של חברות בעלות איכות אשראי נמוכה יחסית, שהנפיקו עם בטחונות (גם אם חלשים יחסית) ובמקביל, נמצא שיעור נמוך של סדרות עם שעבוד שלילי. לעומת זאת, במהלך 2012 גדל באופן ניכר מספר הסדרות החדשות הכוללות שעבוד שלילי, כאשר רוב הנפקות הללו בוצעו על ידי חברות בעלות איכות אשראי גבוהה יחסית. בשנת 2013 שיעור הסדרות המגובות בביטחונות גדל, לעומת 2012. כ- 60% ממספר הסדרות שהונפקו כללו שעבוד של בטוחות מכל הסוגים, וכשליש מההנפקות בוצעו עם שעבוד שלילי בלבד. סה"כ כ- 90% מהסדרות החדשות שהונפקו מתחילת 2013 מגובות בביטחונות או כללו שעבוד שלילי ויתרת הנפקות (כ- 10%) בוצעו ללא מתן בטוחות או שעבוד שלילי. נתונים אלו עולים מגרף 1, המציג את שיעור סדרות האג"ח המגובות בביטחונות שהונפקו בשנים 2009-2013, מסך הסדרות החדשות שהונפקו בתקופה זו¹, על ידי חברות שאינן מהסקטור הפיננסי (כזכור, הכללים החדשים, יחסית, אינם חלים בתקופה זו על הבנקים וחברות הביטוח). מעניין לציין כי השימוש בשעבוד שלילי מתחילת 2013 ירד בהשוואה ל- 2012 (30% מהסדרות החדשות ב- 2013 כללו שעבוד שלילי לעומת כ- 50% בשנת 2012), כאשר קיטון זה לווה בגידול בהנפקות מגובות בביטחונות. חשוב לציין כי שעבוד שלילי אינו נתפס בעינינו כבטוחה, בעיקר בשל אופן מתן השעבוד הנ"ל בארץ (בגדר התחייבות חוזית שאינה נרשמת ברשם החברות) ולאור העובדה שאין כל מגבלה על הכנסת נושים חדשים תחת אותה מטרייה של נכסים.

גרף 1: שיעור סדרות האג"ח המגובות בביטחונות - 2009 - אוגוסט 2013*



*מתוך סך הסדרות החדשות שהונפקו בשנים אלו (לא כולל פיננסיים) עיבוד לנתוני ביזפורטל.

בנוסף, קיימת הבחנה בין הנפקות ללא ביטחונות מהשנים 2009-2010, לבין הנפקות ללא ביטחונות בשנים 2011-2013, כאשר בשנים האחרונות, מרבית הנפקות ללא ביטחונות כוללות תניות פיננסיות (קובננטים). להבנתנו, הגופים המוסדיים מייחסים חשיבות גבוהה לתניות היות והן מאפשרות למשקיע להעמיד את החוב לפירעון מידי עם זיהוי תהליך התדרדרות בחברה ובכך למקסם את שיעור שיקום החוב (recovery). על כן, חלק מהמשקיעים המוסדיים עשויים להסתפק במתן התניות בלבד.

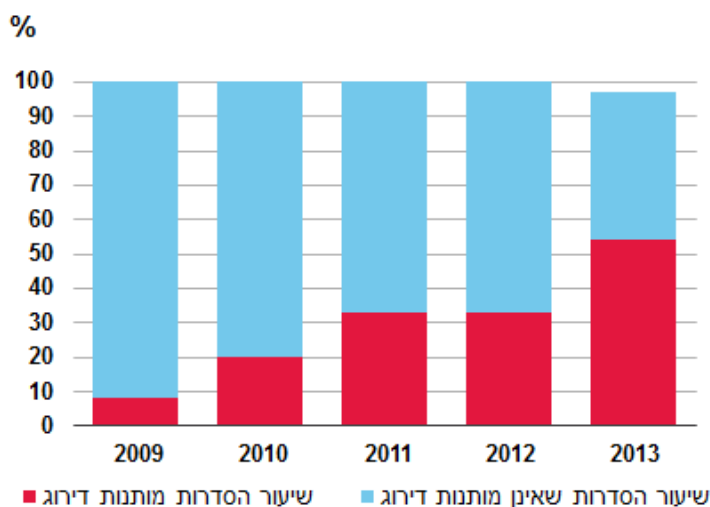
¹נתוני הסקירה הינם עד לתאריך 30.08.2013

קביעת התניות פיננסיות הינה בהתאם למקובל בשווקים בחו"ל, ואנו רואים זאת כצעד נוסף בשכלול השוק המקומי, גם כפועל יוצא מהמלצות ועדת חודק. נראה כי במקביל לפתיחות מסוימת מצד המשקיעים להשקעות בחברות בעלות רמת סיכון גבוהה יותר (בין היתר, עקב רמות הריבית הנמוכות כיום), ואף בחברות שאינן מדורגות, ישנה דרישה לביטחונות והתניות, שמטרתה לקבוע מגבלות על המדיניות הפיננסית של המנפיק וכן למקסם את שיעור שיקום החוב, במקרה שהמנפיק יגיע לכשל פירעון. מפתיע לראות כי מבין מיעוט החברות שהנפיקו ללא בטוחות וללא שעבוד שלילי במהלך 2013, נכללות חברות ללא דירוג או בעלות דירוג נמוך יחסית. להערכתנו, עשוי הדבר לנבוע מן העובדה כי מרבית הנכסים של החברות הללו כבר משועבדים, כך שהן אינן יכולות להציע שעבודים נוספים או שעבוד שלילי. יחד עם זאת, להערכתנו, הריבית בהנפקות הבלתי מובטחות של חברות לא מדורגות הינה גבוהה, ומשקפת הן את הסיכון שהמשקיעים רואים בחברה והן צפי ליכולת שיקום חוב נמוכה בשל היעדר בטוחות. באופן טבעי, ניתן לראות כי הנפקות המגובות הנות משיעורי ריבית נמוכים יותר, לאור הערכת המשקיעים לשיעור שיקום חוב גבוה יותר לאחר אירוע כשל פירעון, ועל כן קיים תמריץ לחברות המנפיקות לבצע הנפקות מגובות בביטחונות. בשל כך, אנו מעריכים ששוק החוב המובטח ימשיך לצמוח ולהתרחב בחודשים הקרובים, בכל רמות הסיכון.

שיפור מערך ההתניות הדירוגיות

כחלק משיפור מערך ההתניות, בשנה האחרונה אנו מזהים עלייה בשיעור הנפקות הכוללות התניה דירוגית. הכוונה בהתניה דירוגית הינה לקביעת מנגנון לפיצוי בריבית הנקובה בעת שינוי שלילי בדירוג האג"ח. גרף 2 מציג את התפלגות הסדרות שהונפקו עם וללא התניה דירוגית. מהנתונים עולה שמעל 50% ממספר הסדרות החדשות שהונפקו במהלך 2013 הינן בעלות התניה דירוגית, לעומת כ- 33% בשנים 2011-2012 ואחוזים נמוכים יותר באופן משמעותי בשנים 2009-2010.

גרף 2: שיעור סדרות האג"ח מותנות דירוג בשנים 2009-אוגוסט 2013*



* מתוך סך הסדרות החדשות שהונפקו בשנים אלו עיבוד לנתוני ביזפורטל

בחינת איכות הביטחונות

איכות הביטחונות ממשיכה להיות מגוונת וללא קו אחיד, וזאת בעיקר עקב ההבדלים הקיימים באופי הפעילות של החברות המנפיקות. לצורך בחינת טיב הביטחונות, ביצענו חלוקה של הביטחונות המטריאליים לשניים: ביטחונות דרג א' וביטחונות דרג ב'. הביטחונות מדרג א' כוללים מבחינתנו שעבוד ראשון וקבוע על נכסים ריאליים (נכסי נדל"ן, רכבים וכו') ושעבוד של מניות סחירות של חברות תפעוליות, והינם איכותיים יותר. הביטחונות מדרג ב' כוללים שעבוד שני על נכסים ריאליים, שעבוד שוטף על מלאי ולקוחות, שעבוד על חשבון עודפים ושעבוד של מניות לא סחירות. התפלגות הביטחונות נבדקה הן לפי מספר הסדרות החדשות שהונפקו (לוח 1) והן לפי שווי הסכומים שגויסו באמצעות הסדרות החדשות (לוח 2).

כעולה מלוח 1 להלן, כ- 57% מכלל הסדרות החדשות גובו בביטחונות ממשיים (דרג א' ודרג ב' יחד), לעומת כ- 37% בשנת 2012. העלייה בהיקף הסדרות המגובות בביטחונות מטריאליים בין 2012 ל-2013 (מ-37% ל-57%) נובעת כולה מגידול בסדרות המגובות בביטחונות מדרג ב', אשר אנו רואים בהם בטחונות חלשים באופן יחסי.

גם במונחי שווי ההנפקות בולט השיפור, כאשר כ- 23% מהיקף הסכום שגויס במהלך 2013 היה באמצעות סדרות מגובות בביטחונות מדרג א' לעומת 13% בלבד במהלך 2012 (ראה לוח 2). בבחינת סך הביטחונות שניתנו (דרג א' ודרג ב'), כמוצג בלוח 2, עולה כי חלה עלייה בהיקף הסכומים שגויסו באמצעות סדרות חדשות עם בטחונות מ- 22% ב- 2012 ל- 34% ב- 2013. ראוי לציין כי נמצאו הבדלים בנתונים ובעוצמות המגמות, כאשר בחנו את התפלגות הביטחונות לפי מספר הסדרות החדשות המגובות (לוח 1) לעומת השווי הכולל של ההנפקות (לוח 2). הנתונים המוצגים בלוח 2 – התפלגות לפי שווי הנפקות - מצביעים על אחוז נמוך יותר באופן משמעותי של אג"ח המגובות בביטחונות. להערכתנו, הבדל זה נובע מקיומן של מספר הנפקות בהיקפים גדולים ובדירוגים גבוהים, שהונפקו ללא ביטחונות. בשל כך, ולאור גודלו של השוק הישראלי, אנו מאמינים שבחינת התפלגות לפי מספר הסדרות צפויה לתת תמונה נכונה יותר של המגמות, היות והנפקות ספורות גדולות של חברות בעלות איכות אשראי גבוהה (המתבצעות ללא ביטחונות) עשויות להטות את הנתונים המודדים את המגמה לפי שווי ההנפקה.

לוח 1: התפלגות מספר הסדרות החדשות שהונפקו בשנים 2012- אוגוסט 2013 - לפי סוגי הביטחונות

התפלגות מספר הסדרות החדשות שהונפקו במהלך 2012-אוגוסט 2013 לפי סוגי הביטחונות				
ללא ביטחונות		מגובה בביטחונות*		
ללא שיעבוד	שיעבוד שלילי	ביטחונות מדרג ב'	ביטחונות מדרג א'	
10%	33%	35%	22%	אוגוסט 2013
13%	50%	14%	23%	2012

* ביטחונות דרג א': שעבוד ראשון וקבוע על נכסים ריאליים, ושעבוד של מניות סחירות של חברות תפעוליות. ביטחונות דרג ב': שעבוד שני על נכסים, שעבוד שוטף על מלאי ולקוחות, שעבוד על חשבון עודפים ושעבוד של מניות לא סחירות.

לוח 2: התפלגות שווי ההנפקות, שבוצעו באמצעות סדרות חדשות בשנים 2012-אוגוסט 2013

לפי סוגי הביטחונות

התפלגות שווי ההנפקות באמצעות הסדרות, העומדות בכללי חודק, שהונפקו במהלך 2012-אוגוסט 2013 לפי סוגי הביטחונות				
ללא ביטחונות		מגובה בביטחונות*		
ללא שיעבוד	שיעבוד שלילי	ביטחונות מדרג ב'	ביטחונות מדרג א'	
21%	44%	11%	23%	2013
33%	46%	9%	13%	2012

* ביטחונות דרג א': שיעבוד ראשון וקבוע על נכסים ריאליים, ושיעבוד של מניות סחירות של חברות תפעוליות. ביטחונות דרג ב': שיעבוד שני על נכסים, שיעבוד שוטף על מלאי ולקוחות, שיעבוד על חשבון עודפים ושיעבוד של מניות לא סחירות.

חשוב לציין כי איכות הביטחונות איננה מהווה משתנה מסביר יחיד לשיעור שיקום החוב הצפוי, שכן ישנה חשיבות רבה מאד גם ליחס בין השווי המוערך של הבטוחות לבין היקף החוב המובטח. לדוגמא, בטוחות מדרג ב' בהיקף הגבוה משמעותית מסך החוב, עשויות להוביל לשיעור שיקום חוב גבוה יותר, בהשוואה לחברה שנתנה ביטחונות מדרג א' ששווין הכולל קטן משמעותית מקרן החוב המובטח. לפיכך, היחס בין שווי הבטוחות להיקף החוב (Loan to Value), וכן הערכת התנודתיות של שווי הבטוחות (לאחר כשל הפירעון) הנם פרמטרים חשובים מאד בחישוב שיעור השיקום הצפוי.

מעניין לראות שבין החברות אשר מנפיקות עם בטוחות איכותיות נמצאות גם חברות בדירוגים גבוהים יחסית (קבוצת ה-ilA הגבוהה ומעלה) ולא רק חברות בעלות דירוגים נמוכים. להערכתנו, נובע הדבר מרצון החברות לנצל את הריבית האטרקטיבית אותה הן יכולות לקבל, לאור מתן הבטוחה האיכותית. נתון זה מהווה, להערכתנו, איתות נוסף להשתכללות והתחזקות שוק האשראי החוץ בנקאי, כאשר בעבר מתן בטוחות היה שמור כמעט בבלעדיות למערכת הבנקאית והנפקות אג"ח היו ללא בטחונות.

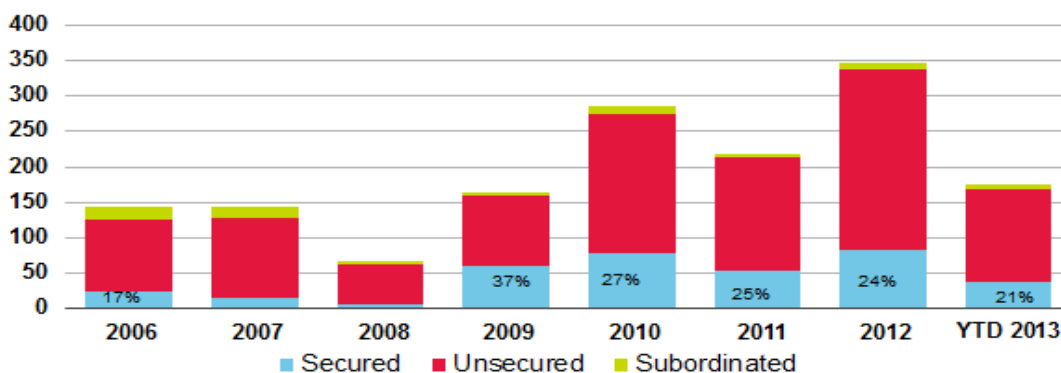
מבט גלובאלי

הנתונים הגלובאליים מאפשרים לבצע השוואה בין המגמות העולות כיום בשוק ההנפקות בישראל, לבין נתוני ההנפקות בארה"ב ובאירופה. הנתונים הרלוונטיים להשוואה הם הנפקות אג"ח בחו"ל בדירוגי High Yield (דירוג BB+ גלובאלי ומטה), אשר על פי טבלת המיפוי שלנו, תואמים לדירוגים המקומיים עד לרמה מקסימלית של ilAA. ניתן לראות כי טרום המשבר הפיננסי האחרון (2006-2007), הנפקות אג"ח מגובות בביטחונות היוו אחוז קטן יחסית מסך ההנפקות, וכי מרבית ההנפקות באירופה ובארה"ב לא היו מגובות בביטחונות. להערכתנו, הדבר נובע מכך ששוק האשראי העולמי טרום המשבר, היה נזיל מאוד ועל כן ניתן היה להנפיק בקלות יחסית גם בדירוגים נמוכים וללא מתן בטוחות (ראה גרפים: 3 ו-4). עם פרוץ המשבר בשנת 2008, ניתן לראות ירידה משמעותית בהיקף ההנפקות, כאשר שוק האג"ח נסגר כמעט לחלוטין, הן בארה"ב והן באירופה. היציאה מהמשבר, לוותה במגמות שונות בארה"ב ובאירופה, כאשר בארה"ב שוק האג"ח המובטחות נשאר ברמה נמוכה יחסית בין השנים 2009-2013, בעוד שבאירופה ניתן לראות מגמה הולכת וגדלה של הנפקות מגובות בביטחונות בדירוגים הנמוכים.

להערכתנו, השימוש הנרחב בחוב לא מובטח בשוק האמריקאי מוסבר בעיקר בשל ה'תיאבון' הגבוה יותר לסיכון בשוק זה והעובדה כי השוק האמריקאי הינו נזיל משמעותית בהשוואה לשוק האירופאי, כך שגיוסים באמצעות אג"ח מובטחות מתבצעים בעיקר על ידי

חברות חלשות יותר, לרוב בעלות סיכוני אשראי גבוהים מאוד. בשל כך, ניתן לראות כי רק 24% מסך הנפקות ה- HY בארה"ב בשנת 2012 הן מגובות בביטחונות. מעניינת העובדה כי ב- 2009, סמוך למשבר, שיעור האג"ח המובטח בביטחונות בארה"ב היה הגבוה ביותר בעשור האחרון ועמד על 37% מסך הנפקות. עם היציאה מהמשבר ובמשך השנים מ- 2009 ועד 2013 שיעור האג"ח המובטח בביטחונות ירד עד לכ- 21% בלבד (בשבעת החודשים הראשונים של 2013), תוך גידול משמעותי בהיקף הנפקות הלא מובטחות בשעבוד. נציין כי בדומה לישראל, חלק מהנפקות הלא מובטחות בארה"ב ובאירופה כוללות התניות פיננסיות או שעבוד שלילי.

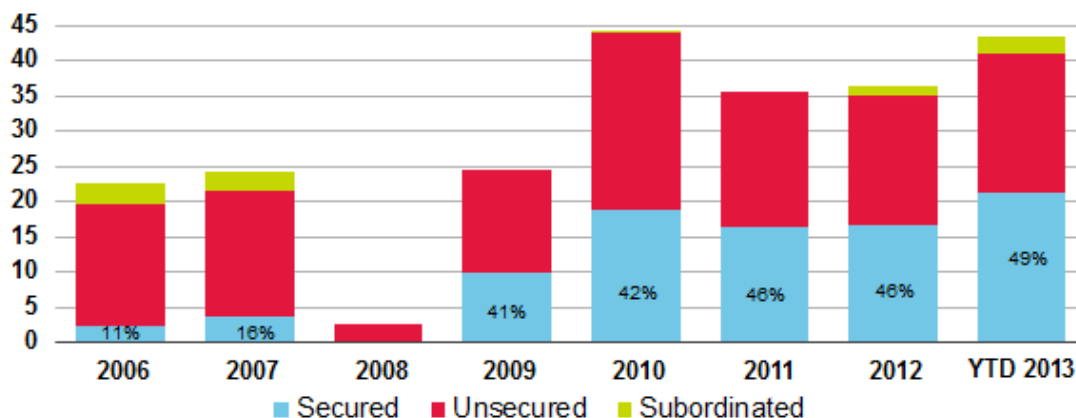
גרף 3: הנפקות אג"ח High Yields בארה"ב - 2006-2013 (מיליארדי דולר)



מקור: נתוני S&P

בניגוד לשוק האמריקאי, בחמש השנים האחרונות נראית באירופה מגמה ברורה, הולכת וגוברת, של הנפקות מגובות בביטחונות. בשנת 2009 היוו הנפקות ה- High Yield המגובות כ- 41% מסך הנפקות, בשנת 2012 כ- 46% ובשבעת החודשים הראשונים של שנת 2013 ניתן לראות כי הן מהוות כבר כ- 49% מסך הנפקות. נציין כי המגמה הכללית זהה בין אם בוחנים את שווי הסכומים שגויסו ובין אם בוחנים את מספר הסדרות שהונפקו.

גרף 4: הנפקות אג"ח High Yields באירופה - 2006-2013 (מיליארדי יורו)



מקור: נתוני S&P

בסה"כ, ניתן לראות כי המגמה בשוק הישראלי דומה לשוק האירופאי, ובשני השווקים הללו היקף הנפקות שמגובות בביטחונות הולך ועולה בשנים האחרונות, עם היציאה מהמשבר של 2008. לעומתם, השוק האמריקאי, שבו ה'תיאבון' לסיכון גבוה יותר, ממשיך להתנהל גם בדירוגים נמוכים יותר ועם שיעור נמוך של סדרות מובטחות.

מבחינת שווי האג"ח המגובה בביטחונות שהונפק בשנתיים האחרונות בישראל, השוק הישראלי טרם הגיע לרמה האירופאית. בין היתר, בגין מספר הנפקות לא מגובות בהיקפים גדולים, של חברות בדירוגים גבוהים. כמוצג בגרף 4, ב-2013 קרוב ל-50% משווי האג"ח המונפק באירופה מגובה בביטחונות בהשוואה ל-34% בלבד משווי האג"ח שהונפק בישראל, זאת כאשר אנו מתייחסים רק לסדרות שהונפקו לראשונה החל משנת 2011 ואילך. (אם ניקח בחשבון גם את שווי האג"ח שהונפק באמצעות הרחבת סדרות ותיקות, שהונפקו לראשונה לפני כניסת "כללי חודק" לתוקף, החלק היחסי המגובה בביטחונות יהיה נמוך משמעותית מ-34%, לאור העובדה שכידוע, רוב רובן של האג"ח שהונפקו לפני 2011 לא גובו בביטחונות).

סיכום

מהנתונים עולה כי החל משנת 2011, עם כניסתם לתוקף של "כללי חודק", קיימת בשוק הישראלי מגמת עלייה בכל הקשור לשיעור הנפקות הכוללות ביטחונות והתניות. אם בעבר, קבלת בטוחות הייתה נחלתם הבלעדית של הבנקים, אנו רואים שהחברות (בכל רמות הדרוג) הפנימו את היתרונות הטמונים במתן בטוחות איכותיות גם בשוק האג"ח, כמתבטא בריבית אטרקטיבית יותר, והן משתמשות בבטוחות ככלי להקטנת עלויות המימון. יחד עם זאת, בחלק ניכר מהמקרים, טיב הביטחונות ורמת השיקום שהם מציעים עדיין מוטלים בספק, לנוכח הימצאותם של לא מעט ביטחונות חלשים, על פי הגדרתנו, וכן לנוכח יחס בטוחות נמוך בהשוואה להיקף החוב המובטח.

בהשוואה לשווקים המפותחים בארה"ב ובאירופה ניתן לראות כי המגמה בשוק הישראלי דומה לשוק האירופאי, ובשני השווקים הללו היקף הנפקות המגובות בביטחונות הולך ועולה בשנים האחרונות, עם היציאה מהמשבר של 2008. לעומתם, השוק האמריקאי, שבו ה'תיאבון' לסיכון גבוה יותר, ממשיך להתנהל גם בדירוגים נמוכים יותר ועם שיעור נמוך של סדרות מובטחות.

ראוי לציין כי מבחינת היקף האג"ח המגובה בביטחונות שהונפק בשנתיים האחרונות בישראל, השוק הישראלי טרם הגיע לרמה האירופאית, לפיה ב-2013 קרוב ל-50% משווי האג"ח המונפק באירופה מגובה בביטחונות. זאת, בין היתר, בהשפעת מספר הנפקות לא מגובות בהיקפים גדולים, של חברות בדירוגים גבוהים.

להערכתנו, היקף הנפקות המגובות בביטחונות צפוי להמשיך ולגדול בשנים הקרובות, ולהוות אלטרנטיבה מימונית זולה יחסית עבור חברות בכל רמות הדרוג, הן בשל דרישה לביטחונות מצד הגופים המממנים, בעקבות השתכללות השוק ופעילות המשקיעים המוסדיים ובעקבות "כללי חודק" והן בשל רצון החברות להקטין את עלויות המימון.

נספח מתודולוגי

הסקירה מתייחסת לסדרות חדשות של אג"ח שהונפקו בשנים 2011-2013, לאחר כניסתם לתוקף של "כללי חודק". לרבות הרחבות סדרה של סדרות שהונפקו בשנים אלה, בשנים 2012 ו-2013 מגיעים הסכומים שגויסו באמצעות סדרות חדשות כנ"ל והרחבות של סדרות חדשות ל- 55% ו- 77% מהסכום הכולל שגויס באמצעות אג"ח חברות, בהתאמה, כמוצג בלוח 3. הסקירה אינה מתייחסת לסדרות שהונפקו לפני 2011.

לוח 3 - הנפקות אג"ח בשנים 2012-2013

הנפקות אג"ח 2012-2013 (במיליארדי ש"ח)		
2013 (ינואר-אוגוסט)	2012	
20	22	סה"כ גיוס ע"י אג"ח חברות (ללא מוסדות פיננסיים)
15.4	12.2	היקף הנפקות אג"ח חברות (כולל הרחבות סדרה) של סדרות שהונפקו לראשונה החל מ-2011, לאחר כניסת "כללי חודק" לתוקף
77%	55%	% ההנפקות של אג"ח חברות של סדרות שהונפקו לראשונה לאחר כניסת "כללי חודק" לתוקף מסך הגיוס ע"י אג"ח חברות

גרף 1: חלוקת הסדרות החדשות שהונפקו בכל שנה (לא כולל הרחבות סדרה) על ידי חברות, ללא הסקטור הפיננסי, ל-3 קבוצות כמתואר בגרף. בחלק מהשנים מדובר במספר נמוך יחסית של סדרות (ב-2012 – המספר הנמוך ביותר - כ- 20 סדרות). אג"ח ללא שעבוד יכול לכלול תניות פיננסיות.

גרף 2: חלוקת הסדרות החדשות שהונפקו בכל שנה (לא כולל הרחבות סדרה) על ידי חברות, ללא הסקטור הפיננסי, ל-2 קבוצות כמתואר בגרף. בחלק מהשנים מדובר במספר נמוך יחסית של סדרות (ב-2012 – המספר הנמוך ביותר - כ- 20 סדרות).

לוח 1: התפלגות הסדרות החדשות שהונפקו לפי סוגי בטחונות. מספר סדרות: חלוקת הסדרות החדשות (ללא הרחבות סדרה) ל-4 קבוצות לפי איכות הבטחונות, בהתאם להגדרתנו לבטחונות דרג א', דרג ב' לשעבוד שלילי וללא כל שיעבוד. בשנת 2012 המדגם קטן יחסית וב-2013 היקפו סביר יותר - כ- 50 סדרות.

לוח 2: התפלגות הסכומים שגויסו לפי סוגי בטחונות. במונחים של היקף הסכום שגויס - בחנו את שווי האג"ח שהונפקו באמצעות סדרות חדשות (לרבות הרחבות סדרה של סדרות חדשות התואמות את כללי חודק, כלומר, מועד ההנפקה הראשוני לאחר ינואר 2011)

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES); הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדיון.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.