

מזכר לקוחות: גיוסי אג"ח נדל"ן "אמריקאי"

מאז שנת 2011 וביתר שאת, 2013, הבורסה הישראלית פתחה שעריה לגיוסי אג"ח של חברות נדל"ן אשר נכסיהן בעיקר בארה"ב. גיוסי אג"ח אלו נעשים ברמת ה-Corporate (לא בחברת הנכס), כאשר סכום הגיוס מנוצל בכדי לחלץ את רכיב ההון העצמי מההשקעות או החלפת הלוואות יקרות בהלוואות זולות יותר. בפועל, גיוס חוב ברמת ה-Corporate המחליף את ההון העצמי דומה להלוואות מזן בנכס (שכן בנכס תמיד יש שעבוד ראשון בנקאי). הלוואות מזן כאלו ניתנות בארה"ב בריבית דו ספרתית או קרוב אליה בעוד בישראל גיוסי האג"ח נעשו ברמות ריבית של כ-4% ומטה (עלות הכסף הייתה גבוה יותר לחברה שכן יזמי ההנפקות הללו לקחו למעלה מ-1% מההנפקה).

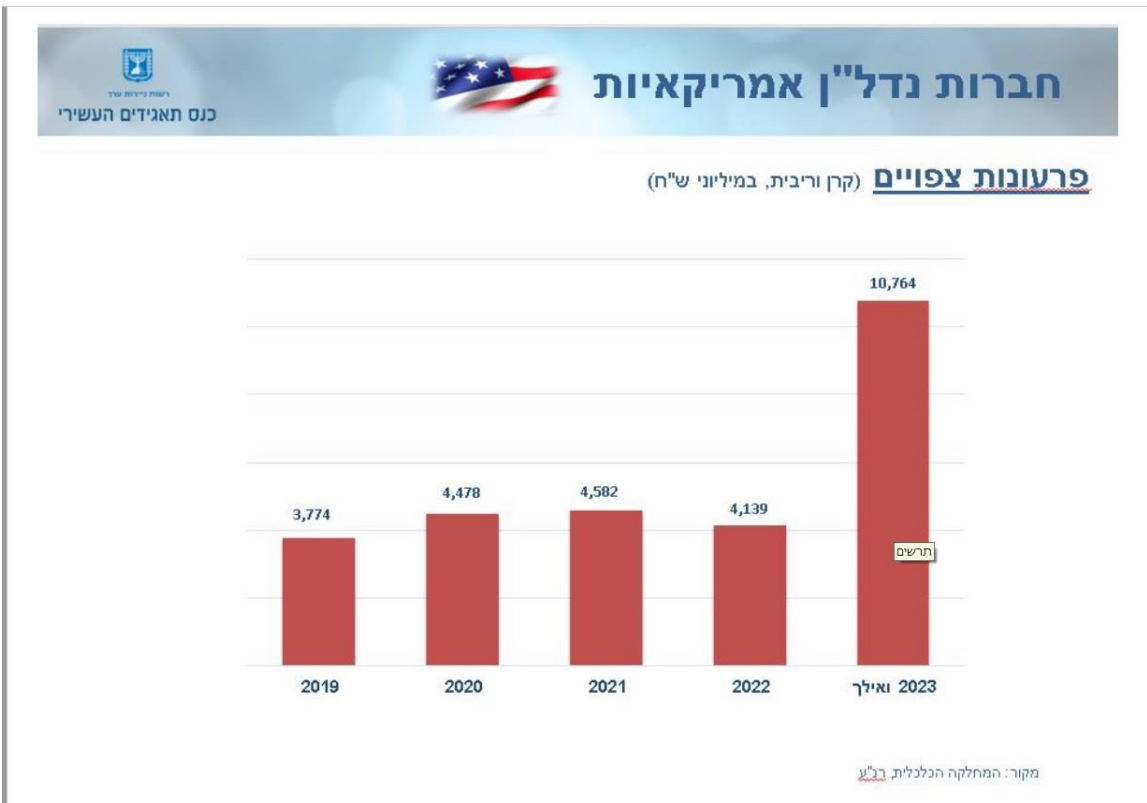
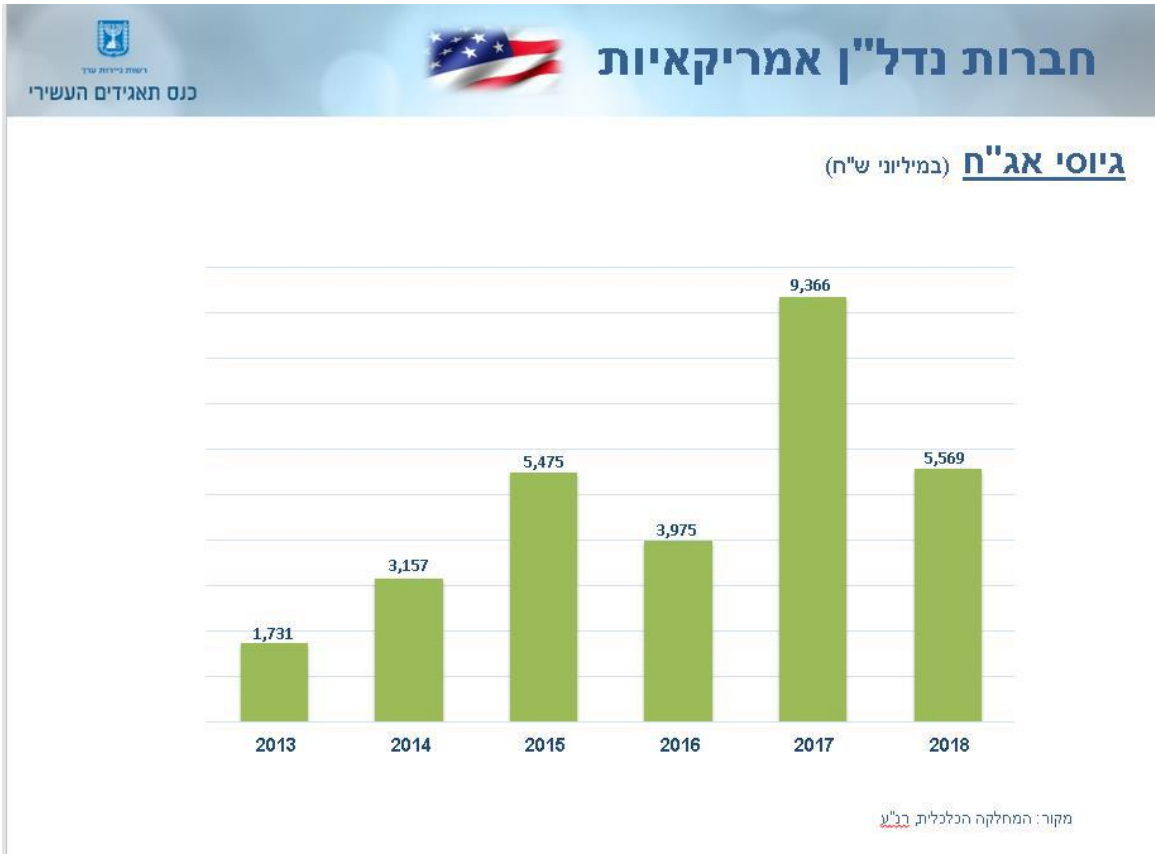
מה שמאפיין גיוסי חוב אלו הוא שלמעשה ברוב רובם של המקרים החברה המגייסת נוצרה לצרכי ההנפקה. במהלך זה פנו פעילי שוק הון ישראלים ליזמי נדל"ן בגודל בינוני בארה"ב, אשר מחזיקים בזכויות ניהול, שותף כללי ו/או אחוזים בנכסים רבים ולמעשה שכנעו אותם לרכז את אחזקותיהם/זכויותיהם בנכסים בחברה אחת חדשה. חברה זו הינה החברה המגייסת את החוב ולרוב נשלטת באופן בלעדי על-ידי היזם.

באופן קבוע, חברה זו אף התאגדה באיי הבתולה וזאת כמובן משיקולי מס. כך, הואיל וחברות הנכס הינן חברות מסוג LLC, כלומר "שקופות" לצרכי מס בהתאם לדין האמריקאי, הוספת חברות המאוגדות באיי הבתולה מעליהן, מאפשרת זרימה של הכסף מהנכס למחזיקי אגרות החוב ולאחר מכן לבעלי השליטה מבלי שישולם מס בדרך. באמצעות שימוש במבנה של חברת BV המחזיקה בחברות "שקופות" אמריקאיות ניתן להעביר את הכסף בין החברות ללא מס חברות או מס על דיבידנד – המס חל באופן ישיר על בעל השליטה.

יש מספר הסברים לכך שחברות אלו גייסו בארץ חוב זול אשר מהבחינה המהותית חוב דומה לו ניתן לקבל בארה"ב רק בריבית גבוהה בהרבה. סיבה אחת הינה שחוב ברמת ה-Corporate לעומת חוב מזן בנכס חשוף למספר נכסים רב. גם אם יש כשל באחד מהם, אומרת התיאוריה, אין זה אומר בהכרח שכל החוב לא ישולם. כן הוסבר הפער בכך שלאורך התקופה הייתה ריבית נמוכה יותר באג"ח ממשלתי ישראלי לעומת אמריקני (!!!). יחד עם זאת, ניתן לומר בוודאות יחסית, כי המניע המרכזי ליכולת לגייס אשראי זול בהשוואה לארה"ב נובע מהיצע הכסף הגדול של הגופים המוסדיים בישראל והחובה להשקיע בשוק ההון. אותם גופים, המחויבים להשקיע בשוק ההון בישראל, ראו באגרות חוב אלו הזדמנות לחשיפה נוספת לשוק הנדל"ן האמריקני, שאכן האיר פנים למשקיעים בעשור האחרון.

להלן טבלאות הסוקרות את היקף התופעה בשנים האחרונות לצד הפירעונות הצפויים. תשומת הלב לכך שטבלת הפירעונות הצפויים אינה כוללת את שנת 2018, בה היה סך הפירעונות זניח. לפיכך שנת הבסיס (2019) מהווה תחילת קפיצה בפירעונות של אגרות החוב מסוג זה¹:

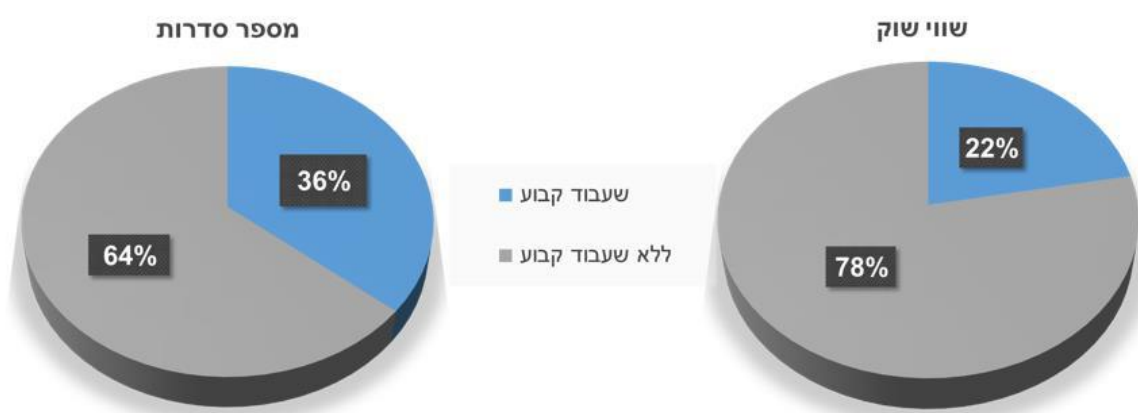
¹ הנתונים להלן לקוחים מאתר הרשות לניירות ערך.



המסקנה היא ששנת 2019 תהא שנת הפרעונות המשמעותיים הראשונה בשוק האג"ח כאשר מגמה זו תישמר (ותתעצם) בארבע השנים הקרובות.

נתון מעניין נוסף, הינו מיעוט הסדרות המובטחות בגיוסי חוב אלו. להלן טבלה המדברת באופן כללי על התופעה בשוק:

 **התפלגות אגרות החוב לפי שעבודים**
כנס תאגידים העשירי



ניתן לראות שלמרות שחלק מהסדרות ניתנו עם שעבוד קבוע בנכס, ככלל מדובר בסדרות בסדר גודל קטן יחסית. הסיבה לכך היא שלמעשה בשוק ההון לא היה אינטרס מובהק למגייס החוב לתת שעבודים לאור הריבית בה גויסו האג"ח הלא מובטחות לאורך מרבית התקופה. מגמה זו מתחזקת בחברות הנדל"ן האמריקאיות הואיל והחוב לא גויס בכדי לרכוש נכס (אז בדרך כלל לוקחים שעבוד כלשהו), אלא זהו חוב שלאחר שהנכסים נרכשו כבר ומדובר למעשה רק ברה-ארגון אחזקות או exit יזמי.

יחד עם זאת, במצב בו חברה נכנסת למצוקה פיננסית או מזהים פערים משמעותיים בין סדרות מובטחות במניות של נכס בסיס לבין כאלו שרק ברמת Corporaten. יאמר כבר עתה, כי להערכתנו, זיהוי מוקדם של כשל פירעון יחד עם שיעבוד מניות בחברות הנכס הפנויות משעבוד, מהווים הזדמנות לצמצום הסיכונים מבחינת הנושים ואף הזדמנות לתשואה חיובית באג"ח בטווח הקצר.

מאז קריסת ברוקלנד (חברת איי בתולה יזמית המחזיקה בנכסים בברוקלין) בסוף 2018, יחד עם עליה בריבית באופן כללי, השוק הישראלי למעשה כמעט סגור לחברות נדל"ן "אמריקאיות". הואיל ומרב החברות תלויות במחזור חובות, בהינתן המצב הקיים ניתן כבר כעת לצפות אירועי כשל חוב משמעותיים בשנים הקרובות.

בנוסף, בתחילת חודש מארס 2019, נודע כי רשות שוק ההון הוציאה הנחיה לגופים המוסדיים בדבר חובת גילוי הפעולות שננקטו לצרכי אנאליזה וקבלת החלטת ההשקעה קודם להשתתפות גופים מוסדיים בהנפקות חוב אלוי². עדיין מוקדם להעריך אולם על פניו נראה כי הנחיית גילוי זו נועדה דה-פקטו להפסיק את השתתפות הגופים המוסדיים בהנפקות חוב אלו, ודאי בריביות בהן גויס החוב מלכתחילה. צפוי כי להנחיה תהא השפעה דרמטית על יכולת מחזור החוב של החברות הללו.

לבסוף, הלקח המעשי במקרה ברוקלנד, הינו בעיקרו שנקיטת צעדים "חזקים" בדמות כניסה להליכי חדלות פירעון, משמעה אירוע דיפולט בחברות הנכס מול המממנים הבנקאיים בעלי השעבוד הראשון. לפיכך נקיטת צעדים פורמאליים כאמור אינה חלופה אמיתית לנקיטת פעולות מקדמיות להגנה.

מכיוון שכך, טוב יעשו בעלי החוב אם ינקטו באסטרטגיה של נקיטת פעולות "שקטה" אשר נועדה להגן על זכויותיהם ללא הליכי חדלות פירעון פורמאליים.

עניין זה מתחזק ומקבל רוח גבית מחוק חדלות פירעון החדש אשר נחקק במהלך שנת 2018 ואשר יכנס לתוקף במהלך שנת 2019. בהתאם לחוק החדש, הדגש הרגולטורי הינו מעתה על שיקום חברות כ"ערך עליון". תוצאה מעשית הינה שהחוק יוצר מוסד אחריות חדש בנושא אחריות דירקטורים ונושאי משרה ב"אזור חדלות הפירעון". על-פי כלל אחריות זה, נושאי משרה בחברה עלולים למצוא עצמם אחראים כלפי נושים אם לא נקטו "אמצעים סבירים לצמצום חדלות הפירעון". אחריות זו נועדה, בפועל, לתמרץ נושאי משרה לבצע פעולות אקטיביות בנושא ניהול חובות החברה, כבר שעה שמתחיל להסתבר כי החברה בדרכה לכשל חוב. חוק חדלות פירעון אף מגדיל וקובע מנגנוני הגנה עבור חברי הדירקטוריון והמנכ"ל בדמות חזקה לפיה דירקטור או מנהל כללי מילא את חובתו כך שלא תחול עליו אחריות אישית, אם נקט באמצעים להערכת מצבו הכלכלי של התאגיד ופעל כדי שהתאגיד ינקוט באחד מהאמצעים שלהלן:

- קבלת סיוע מגורמים המתמחים בשיקום תאגידיים.
- ניהול משא ומתן עם נושי התאגיד כדי להגיע עמם להסדר חוב.
- פתיחה בהליכי חדלות פירעון.

² <https://www.themarket.com/markets/premium-1.6981876>

החוק גם נותן כוח לנושאי המשרה בחברה לנהל "משא ומתן מוגן" לתקופה של שישה חודשים, בתנאי שבעת הכניסה למו"מ המוגן יש בידי החברה לפרוע חובותיה בתשעה חודשים הקרובים. בזמן ניהול המו"מ, לא ניתן לנקוט הליכים כנגד החברה.

לעמדתנו, הטלת אחריות על נושאי משרה בסביבת חדלות הפירעון הינה כלי דרמטי בסל הכלים של הנושים לצרכי פעולות מול חברה המצויה באזור הדמדומים של חדלות הפירעון. לאור האחריות הפוטנציאלית, פניה להנהלת החברה עשויה לאפשר נקיטת צעדים מקדמיים ומניעתיים, בדמות מתן בטוחות נוספות לנושים, או מניעת חלוקת דיבידנדים. צעדים אלו, פוסט מתן האשראי אך בטרם נקיטת הליכי חדלות פירעון פורמאליים, לא היו חלק מארגז הכלים המעשי הנתון לנושים בעבר ויש לשקול שימוש מושכל בהם לשם שיפור מעמדם של הנושים.

ד"ר איל גבע, עו"ד
מטרי מאירי ושות'
נובמבר 2019