

כשהכל בוער, קור רוח וחזון הינם מצרך נדיר ומתגמל!

מאז תחילת המשבר הנוכחי, נכסים רבים איבדו את רוב ערכם, והנטייה של מרבית המשקיעים הייתה לממש את השקעותיהם בהפסד, ולשמור את כספם בפיקדונות בנקאיים ובאיגרות חוב ממשלתיות. אנו סבורים שקרי הרוח יכולים למצוא בכאוס הנוכחי, נכסים שערכם ירד באופן לא ריאלי הטומנים בחובם רווחים יפים לטווח הארוך. הרווחים הגבוהים ביותר יושגו דווקא באפיקים הנמצאים במשבר עמוק. אז בואו נשאר רציונליים, ולא נלך שבי אחר הפאניקה הכללית השוררת בשווקים, אפשר להרוויח מזה הרבה כסף!

אג"ח של חברות המגישות בקשה ל Chapter 11 בארה"ב

סקירה זו תתמקד בתחום הנמצא במשבר עמוק והוא אג"ח של חברות שהגישו בקשה להגנה מפני נושים – המכונה בארה"ב – Chapter 11. ותחילה הסבר קצר:

Chapter 11 הינו הליך הגנה מפני נושים, במסגרתו – שם הישות המשפטית מוחלף בד"כ אך המותג נותר בעינו. מניות הישות המשפטית הקודמת הופכות לחסרות ערך, והנושים שלה מקבלים זכויות בישות המשפטית החדשה – ע"פ סדר הנשייה, זאת בתמורה לזיכרון על חלק מחובות הישות הקודמת כלפיהם, כך שהיקף החוב של הישות המשפטית החדשה, מותאם ליכולת שרות החוב שלה. ההחלטות הפרטניות מתקבלות ע"י אסיפות הנושים לסוגיהם, ותוך מו"מ בינם לבין עצמם ולבין דירקטוריון החברה. לבסוף מובא ההסדר לאישורו של ביהמ"ש לפשיטות רגל.

אפשרות נפוצה נוספת הינה כניסה ל Chapter 7 – Liquidation – הליך שבמהלכו מוכרים את כל נכסי החברה, ומחלקים את התמורה שנתקבלה מנכסים אלה בין נושיה, ע"פ סדר הנשייה, תוך הפסקת פעילותה של החברה.

(תסריט, שלא תואר עקב נדירותו, הינו שיקום פעילות החברה במהלך הקפאת ההליכים וחזרתה לפעילות רגילה, ללא הסדר חובות, וללא שינוי בזכויות הקניניות של בעלי המניות והנושים השונים).

מה קורה בתחום זה כיום?

באחרונה, חל גידול עצום בכמות החברות המגישות בקשה ל Chapter 11 בארה"ב. גידול עצום זה נובע מתנועת מלקחיים, כאשר כתוצאה מהמשבר הכלכלי, קטן היקף החוב שפעילות החברה יכולה לשרת, ובד בבד, כתוצאה ממחנק האשראי בארה"ב, קטנים קווי האשראי הניתנים לכל עסק, אף אם תזרימי המזומנים שלו לא נפגעו כתוצאה מהמשבר הכלכלי.

במקרים רבים יש לחברות המגישות בקשה ל Chapter 11 אג"ח – ומחזיקי האג"ח מקבלים מניות בישות המשפטית החדשה. בשל האווירה השלילית האופפת את החברה שנקלעה לבקשת Chapter 11 – מחירי האג"ח שלה מתרסקים, ועשויה להיווצר הזדמנות פז לרווח.

לפני עשרות שנים, חלוצי תעשיית קרנות הגידור, כגון ג'ורג' סורוס, מייקל שטיינהרט וג'וליאן רוברטסון, גילו אפיק זה והרוויחו באמצעותו כסף רב.

עם הזמן, נכנסו קרנות גידור נוספות לתחום ה-Distressed assets בכלל וחברות הנמצאות ב Chapter 11 בפרט, השוק נעשה משוכלל, והזדמנויות הרווח הצטמצמו.

לאחרונה, אנו עדים להצמצמות ניכרת של תעשיית קרנות הגידור, הנובעת הן ממשיכות כספים ע"י משקיעים בקרנות אלו, והן מצמצום קווי אשראי, שבעבר ניתנו להן.

כתוצאה מהצמצום המשמעותי בנכסי קרנות הגידור, בשילוב הבריחה מסיכון (המאפיינת את המשבר הפיננסי) קטן, באופן דרסטי, הביקוש ל Distressed assets, ונוכח ריבוי מקרי Chapter 11, המגדילים את הצע הנכסים הללו, מחירי האג"ח של חברות שהגישו בקשה ל Chapter 11 ירדו משמעותית, כך שנוצרו באחרונה הזדמנויות פז לרווח באפיק זה.

דוגמת נורטל

עד ספטמבר 2008, מניות החברה נסחרו בכ- \$ 6 למניה, והאג"ח שלה נסחרו בכ 90 סנט. אם נתרגם מחירים אלו למונחי שווי שוק, הרי ששווי השוק המצרפי של האג"ח והמניות עמד על כ- 7 מיליארד \$. במהלך ספטמבר 2008 ירדו מניות החברה למחיר של כ- \$ 2, והאג"ח למחיר של כ 60 סנט, כלומר השווי המצרפי של המניות והאג"ח ירד ל 3.5 מיליארד \$.

לאחרונה, בעקבות בקשת Chapter 11 ע"י נורטל – ירדו מניות החברה ל מחיר הקרוב לאפס (היות שסביר שתהפוכנה לחסרות ערך) והאג"ח של נורטל נסחרות בכ 20 סנט, כלומר – שווי השוק המצרפי של החוב והמניות ירד לכ - 0.8 מיליארד \$ בלבד.

להזכירכם – נורטל היא אחת מחברות ציוד התקשורת הגדולות בעולם – האם יתכן שערכם של נכסי החברה התדרדר בשיעור של כ-90% בארבעה חודשים?

להערכתנו, התשובה היא – לא.

ניתן גם להסתכל על התנהגות חברות מתחרות בתקופה זו, ולהיווכח שמחיריהן ירדו - אך לא בשיעור שמתקרב ל 90%. כך לדוגמא אלקטל לוסנט ירדה בכ- 60% ואילו סיסקו וג'וניפר ירדו בכ- 35% בלבד.

* אג"ח בארה"ב נסחר ב- OTC כך שבמידה ומעוניינים לסחור באג"ח יש ליצור קשר עם חדר המסחר בו אתם סוחרים.

הכתבה הוכנה ע"י חברת טופ אלפא ניהול תיקי השקעות בע"מ, והינה בבלעדיות ללקוחות GPIS.

חברת טופ אלפא הינה בין היתר מנהלת ההשקעות של קרן הנאמנות טופ אלפא אג"ח 2B.

אין לראות באמור לעיל משום המלצה לביצוע פעולות ו/או ייעוץ השקעות ו/או שיווק השקעות ו/או ייעוץ מכל סוג שהוא. המידע המוצג הינו לידיעה בלבד ואינו מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. כל העושה במידע הנ"ל שימוש כלשהו - עושה זאת על דעתו בלבד ועל אחריותו הבלעדית. החברה ו/או הכותבים מחזיקים ו/או עלולים להחזיק חלק מן הניירות המוזכרים לעיל.