



שווקים ומוצרים פיננסיים: אג"ח קונצרני / מאמר מס' 13 בסדרה

מאת: רועי פולניצר

המונח "איגרת חוב" מתייחס למגוון נכסים המציעים טווח רחב של תשלומי ריבית, החל בתשלומי מזומנים קבועים, המשך בצבירות ללא מזומן וכלה בתשלומים בצורת ניירות ערך נוספים. במאמר זה, נספק סקירה של מכשירי חוב עיקריים ומבנה התשלומים שלהם. בנוסף, נטפל בהשפעה של סיכוני אשראי וסיכון אירוע על דירוגים ומאפייני איגרות חוב.

איגרות חוב הן למעשה הלוואה שגוף ממשלתי (הממשלה) או קונצרני (חברה), מבקש מהציבור תוך שהוא מתחייב להחזיר את ההלוואה בתוספת ריבית קבועה וידועה מראש הנקבעת ביום הנפקת האג"ח. בדיוק כשם שלוקחים הלוואה מהבנק.

ביום הנפקת האג"ח יכול כל אדם להחליט אם הוא מעוניין לתת הלוואה בתנאים המוצעים וגם להחליט איזה סכום הוא מעוניין להלוות. כאשר כל איגרת חוב מונפקת בדרך כלל כהלוואה של 100 אגורות (1 ₪). ביום ההנפקה מתקיים בדרך כלל מכרז בין כל המעוניינים לרכוש את אגרות החוב, על מחיר איגרת החוב או על הריבית שהיא תשיא.

מנפיק איגרת החוב, מתחייב לשלם עבור כל איגרת חוב את הקרן (כאמור 100 אגורות בדרך כלל) בתוספת ריבית שנתית ובמרבית המקרים גם בתוספת הצמדה (ישנן איגרות חוב שקליות שאינן צמודות לשום דבר, אגרות חוב צמודות מדד או אגרות חוב הצמודות למט"ח). כל משקיע יכול לבחור את סוג ההצמדה המתאימה לצרכיו.

מועדי תשלום הריבית ומועדי החזר הקרן נקבעים מראש בתשקיף המפורסם לידיעת הציבור. משך החיים הממוצע (המח"מ) הוא מושג המייצג את הממוצע המשוקלל של מועדי התשלום של הריבית והקרן והוא האינדיקטור החשוב ביותר לגבי זמן פירעון האיגרת. חשוב לדעת כי למשל מח"מ של 2.5 שנים אינו אומר שהאיגרת נפדית בעוד שנתיים וחצי אלא שזהו ממוצע התשלומים המשוקלל שלה.

כאן המקום להבחין בין שתי משפחות עיקריות של אגרות חוב – איגרות חוב של המדינה הנחשבות לחסרות סיכון ואגרות חוב של חברות (אג"ח קונצרני) שיש בהן מידה של סיכון.



מאחר ו"אין ארוחות חינם" בשוק ההון, יובהר כי קיים סיכון מסוים ברכישה של אג"ח קונצרני. הסיכון באיגרות החוב הוא חד וברור - באם החברה שהנפיקה את האג"ח תהיה חדלת פירעון, הרי שהקרן והריבית נמצאות בסכנה.

הסיכון של אגרות החוב הקונצרניות מתבטא בפרמיית הסיכון ומוגדרת כהפרש התשואה שבין אגרת חוב קונצרנית לאגרת חוב ממשלתית לאותו משך חיים ממוצע (מח"מ) ולאותו מנגנון הצמדה.

פרמיית הסיכון נקבעת במסחר בבורסה מידי יום והיא נגזרת ממחיר האג"ח בשוק. פרמיית הסיכון במצב עולם רגיל ובשוק משוכלל לוקחת בחשבון פרמטרים שונים הנוגעים לחברה המנפיקה כגון: (1) גובה ההון העצמי; (2) מח"מ האיגרת; (3) רמת המינוף של החברה (כמה חובות יש לחברה מול הונה העצמי); (4) תחום העיסוק; (4) דירוג החברה; (5) הנהלת החברה וכו'.

התשואה שנתית לפדיון של האג"ח נקבעת לראשונה במכרז, אולם מרגע שהיא נסחרת בבורסה התשואה יכולה להשתנות בהתאם למחירה. ככל שמחיר האג"ח עולה כך יורדת התשואה ולהפך.

לדוגמא – ניקח אגרת חוב של חברה X שהונפקה לתקופה של שנה כך שבתום שנה אחת המנפיק מחזיר את הריבית ואת הקרן. אם האיגרת הונפקה במחיר 100 אג' והריבית עליה התחייב המנפיק הינה 6%, משמע כי בסוף התקופה ישלם המנפיק 106 אג', וכך התשואה של המחזיק באג"ח תהיה 6%. אולם יתכן שבמהלך המסחר בבורסה יירד מחיר האיגרת ל-90 אג'. גם במקרה זה ישלם מנפיק האג"ח 6 אג' כריבית ו-100 אג' קרן, כשם שהתחייב בהנפקה. במקרה זה התשואה אותה יקבל מחזיק האג"ח שירכוש אותה במחיר 90 אג' תהיה 17.8% (המשקיע מקבל בתום שנה 106 אג' על השקעה של 90 אג').

דירוג אגרות החוב הנו כלי עזר נוסף שנועד לסייע למשקיע להעריך את הסיכון הגלום בהשקעה באגרת החוב. ככל שהדירוג הניתן לאג"ח גבוה יותר כך הערכת הסיכון הכרוך בהשקעה באגרת נמוכה יותר וכמובן שגם התשואה תהיה נמוכה יותר. בארץ פועלות שתי חברות ("מעלות" ו"מידרוג") המדרגות את אגרות החוב. כמובן שיש להתייחס לדירוג בעירבון מוגבל ולשקלל את כל הפרמטרים החשובים למשקיע טרם ביצוע ההשקעה.

דוגמה של אג"ח קונצרני: שם האג"ח - "אלרוב נדלן אג"ח ב". מחיר האג"ח נכון להיום עומד על 107.43 אגורות. בעת ההנפקה התחייב המנפיק לשלם ריבית של 4.8% לשנה פלוס הצמדה למדד. פידיון הקרן והריבית יעשה בארבעה חלקים שווים במועדים הבאים: 31.07.17, 31.07.18, 31.07.19 ו-31.07.20.



הטווח לפדיון של האג"ח הינו 1. שנים בעוד שהמח"מ שלה הינו 1.8 שנים והתשואה לפדיון ברוטו של האג"ח עומדת כיום על 1.59% לשנה.

למעשה איגרת חוב קובעת את התחייבויותיו של המנפיק, כאשר הנאמן מפרש את השפה המשפטית של איגרת החוב ופועל על מנת להבטיח שהמנפיק ממלא את התחייבויותיו למחזיקי איגרות החוב. מנפיק איגרות החוב ממלא את התחייבויותיו במועד הפדיון או לפני כן, כאשר איגרות החוב יכולות להיפדות לפני מועד זה.

הסוגים העיקריים של קטגוריות תשלומי הריבית הינן איגרות חוב "סטרייט" המשלמות תלושים, איגרות חוב תלוש אפס ואיגרות חוב בריבית משתנה. איגרות חוב "סטרייט" המשלמות תלושים משלמות תשלום מזומן קבוע על בסיס תקופתי. איגרות חוב בריבית משתנה משלמות סכום מזומן שמשתנה עם שינויי הריביות בשוק. שוויין של איגרות חוב תלוש אפס עולה על פני משך חייהן.

ישנן וריאציות רבות לסוגים העיקריים של מבני איגרות חוב. לדוגמא, איגרות חוב בעלות ריבית נדחית הינן שילוב של איגרות חוב תלוש אפס ואיגרות חוב המשלמות תלושים בכך שהן לא משלמות ריבית במזומן בשנים המוקדמות ומשלמות תשלום מזומן בשנים המאוחרות. לחלק מאיגרות החוב יש קרן במטבע אחד והן משלמות תשלומים במטבע אחר.

לאיגרות תלוש אפס ישנו סיכון השקעה מחדש נמוך. הריבית מבוססת הן על הזמן לפדיון נכון למועד ההנפקה והן על ניכיון ההנפקה המקורי, שהוא למעשה ההפרש שבין הערך הנקוב לבין מחיר ההצעה. במקרה של פשיטת רגל, למחזיק איגרת החוב יש תביעה השווה רק למחיר ההנפקה בתוספת הריבית הצבורה למועד זה, ולא לערך הנקוב המלא.

למחזיק של איגרת חוב המגובה במשכנתא (MBS) יש שעבוד ראשון על המקרקעין שבבעלות המנפיק. איגרת חוב המגובות בבטוחות (CDO) בידי נאמן מגובות במניות ואיגרות חוב, המייצגות תביעות כנגד החברות הבנות של המנפיק. הבטוחות נקראות גם הרכוש האישי. איגרת חוב המגובות בצידוד (CDA) בידי נאמן הינן צורה של איגרת חוב המגובה במשכנתא כאשר הנאמן הינו למעשה הבעלים של הנכס והוא משכיר אותו למנפיק איגרת החוב. הנכס הינו לעיתים קרובות בצורה של ציוד סטנדרטי (למשל, קרונות רכבת) שנמכר בקלות. איגרות חוב הינן חובות שאינם מובטחים, כלומר, לבעלים איגרות החוב יש תביעה על נכסי החברה שאינם מגבים חובות מובטחים שהונפקו.



פרטי משרד הערכות השווי : שווי פנימי

משרד הערכות השווי **שווי פנימי** מספק שירותי הערכות שווי של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים למטרות מס, עסקאות, דוחות כספיים ולצרכים משפטיים ומתמחה בביצוע ניתוחים כמותיים במכשירים פיננסיים ובמדידת סיכונים לצורכי יישום הוראות רגולטוריות, תקינה חשבונאית, פיתוח, יישום ותיקוף מודלים בתחומי הניהול הסיכונים ובנושאים נוספים.



רועי פולניצר – בעלים של משרד "שווי פנימי" המתמחה בהערכות שווי בלתי תלויות

בעשור האחרון היה רועי אחראי על מאות עבודות להערכות שווי של חברות שונות, ייחוס עודף עלות, ייעוץ כלכלי ומידול פיננסי אשר בוצעו עבור חברות פרטיות וציבוריות, משרדי רואי חשבון ומשרדי ייעוץ כלכלי בישראל.

רועי הקים ועומד בראש לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), פיתח את 9 תוכניות ההסמכה של הלשכה וכתב את כללי האתיקה והסטנדרטים המקצועיים של הלשכה. בנוסף, רועי כיהן כיו"ר הוועדה לקביעת קווים מנחים עבור רשות המסים בישראל לביצוע, פיקוח וניהול הערכות שווי של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים, המוכרת יותר בשמה הלא רשמי – **וועדת פולניצר**.



לרועי ניסיון כמומחה בהליכים משפטיים ובעבודה מול רשות המסים, מול רשות ניירות ערך ומול גופים סטטוטוריים אחרים. כמו כן, הוא יו"ר פורום הפרקטיקנים של לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל וכתב את 8 גילויי דעת של הלשכה.

רועי יבא ארצה את המודל הטוב ביותר בעולם להערכת שווי ופיצול מכשירי חוב/הון היברידיים (כגון: אג"ח להמרה, הלוואה המירה ומסגרת מימון המירה) והתאמתי אותו למאפיינים הייחודיים של שוק איגרות החוב להמרה הישראלי. פרסום עבודה שביצע עבור חברה ציבורית בנושא זה באתרי מגנ"א ומא"י הביא לשינוי המתודולוגיה המשמשת בארץ להערכת שווי ופיצול מכשירי חוב והון משולבים.

רועי פיתח מתודולוגיה ייחודית לבניית עקומי תשואות להיוון תזרימי המזומנים של מכשירים (נכסים והתחייבויות) פיננסיים בכלל ולהתחייבויות פנסיוניות בפרט ומתודולוגיה ייחודית לדירוג פנימי של חברות המבוססת על נתונים המשתמעים באופן ישיר או עקיף מנתוני שוק. בנוסף, רועי פיתח את **מודל פולניצר** להערכת שווי השוק ההוגן של חברה פרטית, **נוסחת פולניצר** לאמידת סטיית התקן של שיעורי התשואה על נכסי החברה, **פונקציית פולניצר** לאמידת שיעור הניכיון בגין היעדר הסחירות (DLOM) של נכס לא סחיר, **ציון פולניצר** לדירוג אשראי סינטטי/פנימי של חברה ישראלית ובימים אלו הוא שוקד על פיתוחים נוספים.

רועי הינו מרצה מבוקש להערכת שווי, ניהול סיכונים ואקטואריה, המופיע בפני חברי הנהלה ודירקטורים, ובפורומים מקצועיים של של לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל. בעבר שימש כמרצה בקורסים מתקדמים בניתוח דוחות כספיים והערכת שווי חברות במכללה האקדמית אשקלון.

רועי הינו בעל תואר שני במנהל עסקים (התמחות במימון) ותואר ראשון בכלכלה ומימון, מאוניברסיטת בן-גוריון. כמו כן, רועי מוסמך הן כאקטואר והן כמעריך שווי מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, ומוסמך כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם GARP.