

## האם השוק וחברות הדירוג מתמחרים באופן שונה את האג"ח המשועבדות

תבור פיננסים: "ניתן לצפות כי חברות הדירוג והשחקנים בשוק יעניקו ערך שונה לסדרות המגובות בשעבוד - אבל בפועל הן אינן עושות כך"

07:10 14.06.2011 מאת: ליאור זנו

>>גל הסדרי החוב האחרון הפוקד את החברות בתל אביב, שבמסגרתו נמצאים בהסדר כ-2.5 מיליארד שקל שהציבור העניק לחברות כהלוואות, ממחיש יותר מכל את חשיבותם של שעבודים ראשונים וקבועים על נכסים. שיעבודים שיכולים להותיר את בעלי החוב רגועים יחסית ואולי אפילו למנוע "תספורות": למחזיק אג"ח מגובה קיימת קדימות על פני נושים אחרים של החברה, למשל הבנקים, ובמקרה של חדלות פירעון הם יכולים לממש את הנכס המשועבד ולקבל את התמורה.

בבורסה בתל אביב המשקיעים נוטים להיות סלחניים יותר, ולהשקיע דווקא בסדרות אג"ח שאינן מגובות בשעבודים. הלוואות הבנקים דווקא מגובות, ועובדה זאת מקנה להם עדיפות על פני בעלי האג"ח. כלומר, במקרה של חדלות פירעון יאלצו המחזיקים להסתפק בשאריות שייותרו לאחר שהבנקים ישיבו את חובם.

"תמחור אג"ח נכון אמור לשקלל את ההסתברות לחדלות פירעון של החברה ולהכפילו בשווי הנכסים הצפוי. ניתן לצפות כי חברות הדירוג והשחקנים בשוק, המשקללים את ההסתברות, יעניקו ערך שונה לסדרות המגובות בשעבוד. בהתאם לכך, סדרות אלו אמורות להציג מרווח תשואה קטן יותר מהאג"ח הממשלתיות, לעומת המרווח של הסדרות שאינן מגובות בשעבוד כפיצוי על אותו הסיכון הגלום באירוע של חדלות פירעון", אומר צביקה בק, ראש צוות אנליזה בתבור כלכלה ופיננסים, המעניקה שירותי אנליזה לגופים מוסדיים. עם זאת, למרות ההבדל המהותי, לעתים נוטים המשקיעים להזניח עובדה זאת בתמחור השוק שלהם ופעמים רבות איגרות חוב מגובות ושאינן מגובות של אותה החברה נושאות באופן מפתיע תשואה דומה.

ואולם לא רק השוק נוטה להתעלם מההבדלים. "בשוק יש הסתמכות רבה של הגופים המוסדיים על הדירוג שניתן לאג"ח, שלא תמיד מתחשב בשעבוד לטובת סדרה ספציפית. אחד היתרונות הנלווים להוראות ועדת חודק המחייבות את המוסדיים לנתח את האג"ח שברשותן, הוא הפחתת ההסתמכות והתלות בחברות הדירוג", מסביר בק.

"ניתן היה לצפות כי חברות הדירוג יבצעו את אותה האבחנה בין הסדרות, יתנו להן דירוג שונה ובהתאם לדירוג זה, נקבל מרווחי תשואה שונים בין הסדרות", אומר בק ומוסיף גם לאחר כישלון בתשלום, הדירוג של חברה שיש לה נכסים לממש לטובת בעלי האג"ח חייב להיות שונה מאשר חברות שבהן הנושים בדין קדימה רוקנו את החברה משארית נכסיה".

עם זאת, בק מסביר כי חברות הדירוג זונחות התייחסות זו פעמים רבות: "מבחינת S&P מעלות ברגע שחל אי תשלום במועד לסדרת אג"ח, אותה הסדרה מקבלת דירוג D על אף שיש הבדל גדול בין חברה שכשלה בתשלום, אך נכסיה מספיקים לשלם את האג"ח, לעומת חברה שהבנק לקח את כל נכסיה ששועבדו לטובתו בדין קדימה, כך שהאג"ח חסרות כל ערך".

בחברות רבות ניתן לראות את אותו הדירוג לסדרות מגובות ולכאלו שאינן. למשל, חמש סדרות האג"ח של פטרוכימיים נושאות דירוג Baa1 של מדרוג, בעוד שרק שלוש מהן מגובות במניות בזן. במקרה זה, השוק דווקא מתמחר באופן שונה את הסיכון.

בחמש סדרות האג"ח של חברת הליסינג שלמה החזקות, ניתן לראות את המצב שמתאר בק, שבו הן השוק הן חברות הדירוג מעניקות אותו תמחור, בלי להתחשב בבטוחות. סדרה ז' אינה מובטחת בביטחונות, שעבודים או התניות בעוד שסדרות ט'-יב' מובטחות בשעבוד מדרגה ראשונה על כלי הרכב החברה, פקדונות וערבות של החברה.

השווי המופחת של כלי הרכב שאינם משועבדים לטובת התחייבויות שונות, מהווה כ-70% בלבד מיתרת החוב הפיננסי נטו שאינו מגובה בשעבוד. "למרות ששווי כלי הרכב המשועבדים עולה על יתרת החוב המגובה, ניתן להניח כי בעת חדלות פירעון, כמות כלי רכב מהותית כזו לא תימכר בשווי המופחת אלא בשיעור נמוך מזה וספק אם התמורה תספיק לכיסוי התחייבויות שאינן מגובות בשעבוד. אמנם הסיכוי לחדלות פירעון בחברה כמו שלמה החזקות הוא נמוך יחסית, אולם עדיין ראוי היה לדרג את סדרה ז' בדירוג נמוך יותר ולתמחר אותה בהתאם, עם תשואה עודפת גבוהה יותר", מדגיש בק.

דוגמה חיובית אפשר למצוא בסדרות האג"ח של חברת הנדל"ן אדרי-אל, המזיקה בין השאר בשטחים להשכרה בדיזינגוף סנטר. מעלות נתנה דירוג שונה לסדרה ב' המגובה בשעבוד והשוק נתן למצב החברה ולדירוג משקל ראוי ובהתאם לכך קיים פער בין התשואות העודפות של סדרות א' ו-ב'. תשואת סדרה ב' נמוכה אומנם רק ב-0.8% אך זאת מכיוון שלאחר קיזוז הנכסים המגבים את הסדרה והאשראי הבנקאי עדיין נותרים בידי החברה נכסים לכיסוי 80% מסדרה א'.