

קושנר מגיע לתל אביב; האם המשקיעים הישראלים למדו את לקחי העבר?

מעניין איך יתמחר שוק ההון הישראלי את האג"ח שחותנו של דונלד טראמפ, ג'ארד קושנר, מבקש להנפיק בבורסה של תל אביב

14:23 19.01.2021 מאת: איתן שמואלי

באחרונה פורסם כי ג'ארד קושנר - חתנו של הנשיא האמריקאי היוצא, דונלד טראמפ - מתכוון להנפיק איגרות חוב בבורסה של תל אביב. אם תתבצע, הנפקה זו תצטרף לשורה ארוכה של חברות נדל"ן אמריקאיות שהנפיקו איגרות חוב בבורסה של תל אביב בעשר השנים האחרונות.

המגמה של הנפקת אג"ח בבורסה של תל אביב על ידי חברות אמריקאיות למטרת מימון פרויקטי נדל"ן בארה"ב, עוררה מאז ומתמיד תמיהה - מדוע בוחרות חברות אלה, שנכסיהן בארה"ב, להנפיק בבורסה של תל אביב, במקום להנפיק אג"ח דומות בשוק ההון האמריקאי, המשוכלל, המתוחכם והנזיל מאוד.

התשובה בדרך כלל היתה ששוק ההון בארה"ב אינו מכיר מכשיר פיננסי דומה לזה שמנפיקות חברות הנדל"ן האמריקאיות. טיעון זה נראה מוזר, לאור העובדה שמדובר בשוק משוכלל הכולל מכשירים פיננסיים מרובים.

בתקופה האחרונה חלק מחברות הנדל"ן האמריקאיות נכנסו להליכי חדלות פירעון. עובדה זו מעלה את השאלה אם השוק בארה"ב היטיב לתמחר את המכשיר הפיננסי המיוצג על ידי חברות הנדל"ן האמריקאי, ובשל כך בוחר לא להשקיע בהן, בעוד ששוק החוב הישראלי התפתח להשקיע באיגרות חוב אלה, תוך הערכה שגויה של הסיכון הכרוך בהן?

בחינה של תשקיפי ההנפקה של איגרות חוב אלה, מצביעה על מבנה קבוע שבו אג"ח מונפקות על ידי חברה שמוקמת לצורכי ההנפקה במקלט מס (בדרך כלל בא"י הבתולה הבריטיים), שאליה מועברות אחזקותיו של בעל השליטה במניות של תאגידים הרשומים בארה"ב ובבעלותם נכסי נדל"ן מניבים בארה"ב ("חברות הנכס"). תמורת ההנפקה הועברה רובה ככולה לחברות הנכס, ושימשה בחלק מן המקרים להחלפת הלוואות שהתקבלו מממנים אמריקאיים, או מבעלי השליטה בהן.

למעט מספר קטן של סדרות של איגרות חוב, שהובטחו בשעבודים ספציפיים על נכסים של חברות הנכס, מרבית האג"ח שהונפקו בשנים האחרונות אינן מובטחות בשעבודים כלשהם. פירעון קרן איגרות החוב, כמו גם הריבית שהן נושאות, תלויים בעודפים שיווצרו בחברות הנכס, לאחר שחברות אלה ישלמו את תשלומי הריבית והקרן על הלוואות מובטחות בשעבודים על נכסיהן, שנרשמו לטובת מלווים אחרים (בדרך כלל בנקים אמריקאיים). מדובר למעשה לפיכך בסוג של השקעה הונית (הון משלים) בחברות הנכס.

שיעורי הריבית על האג"ח הלא מובטחות, שהונפקו על ידי חברות הנדל"ן האמריקאיות נעים בין 5% ל-7%. ריבית זו אינה משקפת תשואה על הון משלים, ואת הסיכון הכרוך בהעמדת הסכומים שגויסו כהון כזה לחברות הנדל"ן האמריקאיות. ריבית זו היתה צריכה לנוע בין 8% ל-11% לשנה, לפחות כתלות בתשואה הצפויה מן הנכס, ובגובה החוב הבכיר שעל הנכס.

ההתייחסות של המשקיעים בשוק ההון הישראלי לאיגרות החוב של חברות הנדל"ן האמריקאיות, כהשקעה בהון ולא כחוב, היתה מביאה אותם לתמחור שונה של איגרות החוב, ולדרישה של ריבית גבוהה מזו שנסגרה במכרזי ההנפקה.

מתברר אם כך, ששוק ההון האמריקאי היה זה שתימחר נכון את הסיכונים הכרוכים בחברות הנדל"ן האמריקאיות כשלא העמיד להם הלוואות בריבית שגופי השקעה ישראליים להסתפק בה. מעניין איך יתמחר השוק את האג"ח שקושנר מבקש להנפיק בבורסה של תל אביב, ואם המשקיעים הישראלים למדו את לקחי העבר.

הכותב הוא שותף וראש מחלקת שוק ההון במשרד ליפא מאיר ושות'