

## רכישה עצמית של אג"ח חברות בשנת 2008

סך הרכישות העצמיות ב-2008 מהווה כ-3% מהשווי של האג"ח הסחיר שהונפק ע"י הסקטור הריאלי,

וכ-1.5% בלבד מסך האג"ח בשוק האשראי החוץ בנקאי

יובל צוק, יחידת המחקר

### מבוא

הירידות החדות בשערי איגרות החוב הקונצרניות בבורסה, בעקבות המשבר הכלכלי שהחל במחצית השנייה של שנת 2008, היו תמריץ לחברות רבות לרכוש את איגרות החוב שלהן. חברות אלו ניצלו את המחירים הנמוכים של איגרות החוב, אשר חלקן נסחרו בתשואה של עשרות ואף מאות אחוזים מהערך המתואם (פארי). הרכישות הקטינו את החוב ואת רמת המינוף של החברות, צמצמו את הוצאות המימון העתידיות והביאו לרישום רווחי הון (בהתאם לכללים החשבונאיים). במקביל, כמובן, פחתה רמת הנזילות של אותן חברות.

מהנתונים עולה, כי במהלך שנת 2008 כ-200 חברות ביצעו רכישה עצמית של איגרות חוב, בהיקף כולל של כ-3 מיליארד שקל, כאשר עיקר הרכישות בוצע בחודשיים האחרונים של השנה. מעניין לציין, שעל אף שמספר החברות שביצעו רכישות עצמיות הינו גבוה באופן יחסי (כ-60% מהחברות שהנפיקו אג"ח), סכום הרכישה הכולל נמוך יחסית לסך שווי איגרות החוב הקונצרניות הנסחרות בבורסה.

בשנת 2008 סבלו קרנות הנאמנות המתמחות באיגרות חוב מפדיונות כבדים של הציבור, ומנהליהן נאלצו למכור איגרות חוב קונצרניות בשווי מיליארדי שקלים – ובכך איפשרו לחברות המנפיקות לרכוש את איגרות החוב שלהן במחירי שוק, הנמוכים בעשרות אחוזים מערך המתואם. לעומתן, המשקיעים המוסדיים האחרים כגון: קופות הגמל, קרנות השתלמות והפנסיה, נמנעו כמעט ממכירת אג"ח חברות בתקופה וההיקף הכולל של אג"ח חברות שנמכר על ידם בשנת 2008 היה נמוך, יחסית לשווי אחזקותיהם.

### רכישה עצמית של איגרות חוב בשנת 2008

סך הרכישות העצמיות בשנת 2008 הסתכם, כאמור, בכ-3.1 מיליארד שקל, כאשר כ-43% מהסכום נרכשו ע"י החברה המנפיקה עצמה ואיגרות החוב נמחקו מהרישום למסחר. כ-90% מאיגרות החוב שנרכשו היו איגרות חוב רגילות, והיתרה איגרות חוב להמרה. מתוך הרכישות, כ-57% בוצעו באמצעות חברות בנות, כך שניתן יהיה בעתיד למכור את איגרות החוב במסגרת המסחר בבורסה או בעסקות מחוץ לבורסה, ואכן כשהחלו עליות השערים בשנת 2009 מכרו חברות הבנות חלק מהמלאי שרכשו.

**סך הרכישות במונחי ערך נקוב מגיע לכ-5.3 מיליארד שקל, כלומר, הרכישות בוצעו במחיר ממוצע של כ-59 אגורות עבור כל 1 שקל ערך נקוב.**

כדי לאמוד את חלקו של האג"ח שנרכש ע"י החברות מסך האג"ח הסחיר, נבדק שווי השוק של האג"ח, שהונפק לציבור ע"י הסקטורים הריאליים (לא כולל אג"ח שהונפק ע"י הסקטור הפיננסי). שווי זה הסתכם ביוני 2008 בכ-125 מיליארד שקל, ואילו בסוף השנה הצטמק לכ-83 מיליארד שקל. כלומר, הרכישות העצמיות של האג"ח מהוות כ-3% בלבד מהשווי הממוצע של האג"ח הסחיר הנ"ל בתקופת המשבר (ראוי לציין, שבמחצית השנייה של 2008 ירד מדד אג"ח חברות בכ-16%). בחישוב דומה, שווי האג"ח להמרה שנרכשו – כ-325 מיליון שקל – מהווה כ-6% משווי השוק הממוצע שלהן בתקופה זו.

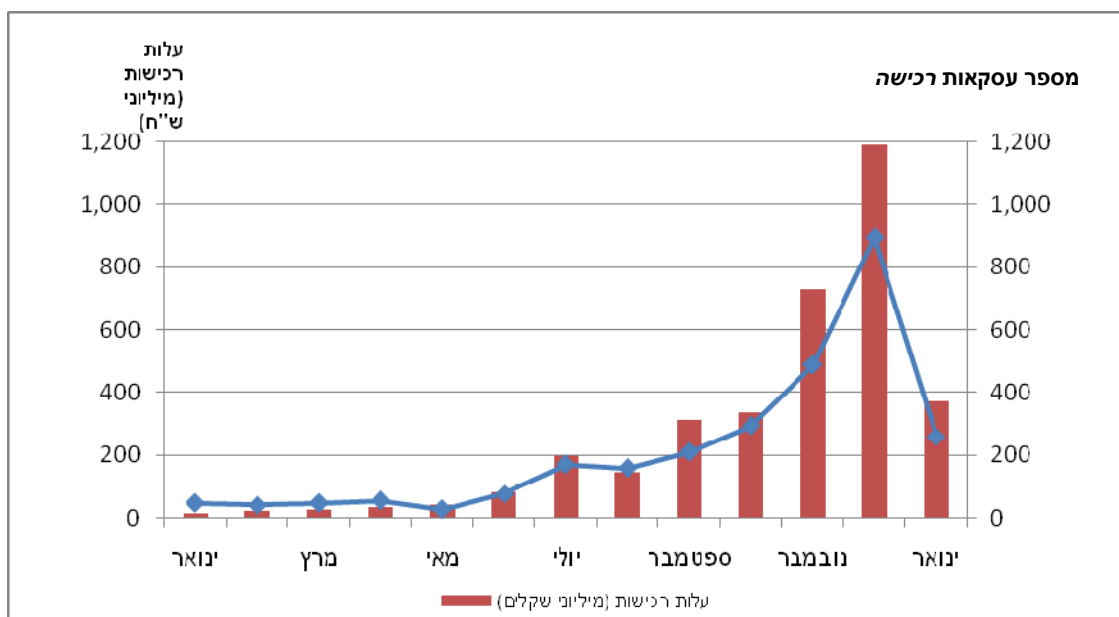
בעת בחינת חלקו של האג"ח שנרכש ברכישה עצמית, יש לזכור כי האג"ח הסחיר שהונפק לציבור מהווה כ-60% מסך היקף האג"ח שגויס ע"י החברות בשנים 2004-2008. היתרה גויסה באמצעות הקצאות פרטיות למוסדיים, בהן הרכישות העצמיות היו בהיקפים שוליים. בנוסף, יש לזכור שהסקטור הפיננסי נמנע כמעט לחלוטין מביצוע רכישות עצמיות. כלומר, אם נכלול בחישוב גם את האג"ח שהונפק למוסדיים בלבד וגם את

האג"ח שהונפק ע"י הסקטור הפיננסי, הרי שחלקו של האג"ח, שנרכש ע"י חברות ברכישה עצמית, מסך האג"ח בשוק האשראי החוץ בנקאי, קטן עוד יותר, ומסתכם בכ-1.5% בלבד.

הרכישות העצמיות של איגרות החוב זינקו מרגע פרוץ המשבר בספטמבר 2008. לאחר שבמחצית הראשונה של השנה בוצעו בממוצע מדי חודש כ-50 עסקאות רכישה בסך כולל של כ-40 מיליון שקל, גדל מספרן ושוויין במחצית השנייה של השנה והגיעו לשיא בדצמבר 2008, בו בוצעו כ-900 עסקאות של רכישת אג"ח בשווי כולל של כ-1.2 מיליארד שקל (ראה גרף 1).

בחודש ינואר 2009, במקביל לעליות בשערי האג"ח הקונצרניות בכ-9%, והירידה בפדיונות בקרנות האג"ח, חלה ירידה משמעותית בהיקף הרכישות העצמיות של איגרות החוב בהשוואה לחודשיים הקודמים, והן הסתכמו בכ-640 מיליון שקל ערך נקוב (תמורת כ-375 מיליון שקל) – סכום נמוך יותר מנתוני אוקטובר 2008.

### גרף 1: רכישות עצמיות בשנת 2008

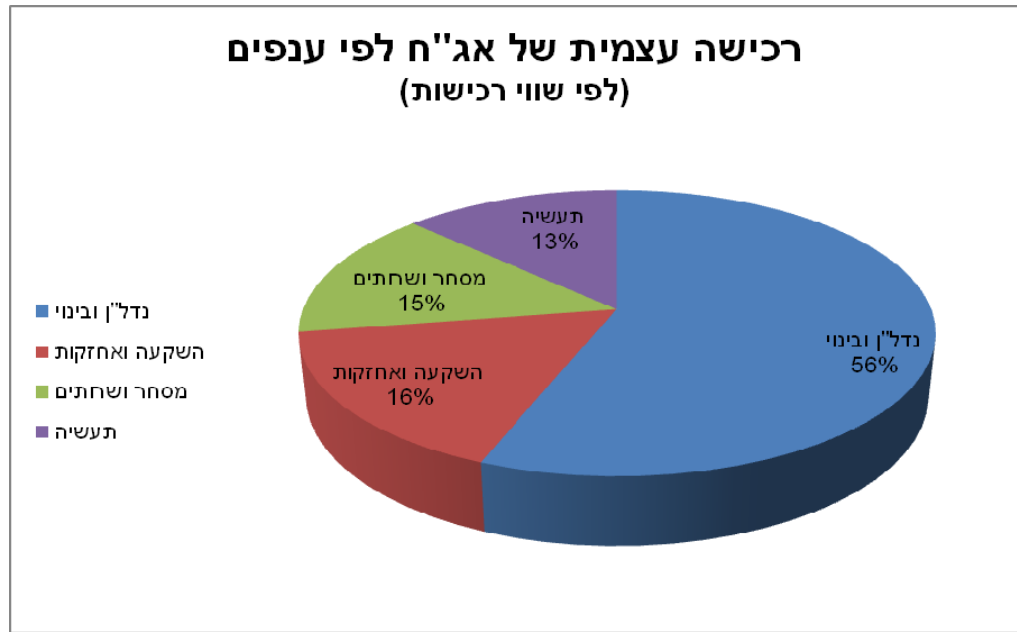


### מאפיינים עיקריים

#### חלוקה ענפית של החברות הרוכשות

- כ-56% מרכישות האג"ח (במונחים כספיים) בוצעו ע"י חברות נדל"ן (ראה גרף 2), כאשר הרוכשות הבולטות מענף זה הן **נכסים ובנין** (221 מיליון שקל), **ארזים** (116 מיליון שקל) ו**אלוני חץ** (72 מיליון שקל).
- יתרת הרכישות מתחלקת בין ענף ההשקעות (16%), ענף המסחר והשירותים (15%) וענף התעשייה (13%). כמעט ולא בוצעו כלל רכישות עצמיות של איגרות חוב ע"י הבנקים המסחריים וחברות הביטוח.
- יש לציין, כי חלקו של ענף הנדל"ן ברכישות העצמיות הינו כמעט כפול מחלקו מסך האג"ח הסחיר (במונחי ערך נקוב), בין היתר מאחר ואיגרות החוב של חברות הנדל"ן ירדו בשיעורים החדים ביותר.

**גרף 2: רכישה עצמית של אג"ח - חלוקה לענפים (לפי שווי רכישות)**



**גודל החברות הרוכשות**

בדיקת הרכב החברות שביצעו רכישות עצמיות מבחינת גודלן מצביע על כך שרוב החברות, שביצעו בשנת 2008 רכישה עצמית, הן חברות קטנות – כ-11% בלבד מהרוכשות הן חברות שמניותיהן נכללו במדד ת"א-100, כ-18% מהן - חברות שמניותיהן נכללו במדד יתר-120, ואילו שאר החברות הן חברות מדד היתר, או חברות, שרק איגרות החוב שלהן נסחרות בבורסה (ראה לוח 1).

**לוח 1: רכישה עצמית של איגרות חוב בשנת 2008**

חברות שמניותיהן כוללות במדד	מספר חברות	% מסך החברות	עלות הרכישות (מיליוני שקלים)	% מסך עלות הרכישות
ת"א-25	5	3%	112	4%
ת"א-75	17	8%	771	24%
יתר-120	37	18%	841	27%
יתר	109	54%	1,001	32%
חברות אג"ח	34	17%	411	13%
<b>סה"כ</b>	<b>202</b>	<b>100%</b>	<b>3,136</b>	<b>100%</b>

ראוי להזכיר, כי החברות מקבוצת **אי.די.בי.** בלטו עם רכישות איגרות חוב בשווי של כ-600 מיליון שקל, ובראשן **נכסים ובנין** (221 מיליון שקל), **כור** (153 מיליון שקל) ו**מכתשים-אגן** (64 מיליון שקל). עם זאת, בהתחשב

במצבת ההתחייבויות הסחירות הכוללת של קבוצת אי.די.בי. – כ-27 מיליארדי שקלים – היקף הרכישה העצמית הינו בשיעורים נמוכים ביותר.

### **התייחסות לרכישה עצמית בדין**

רכישה עצמית של איגרות חוב קונצרניות אינה מוסדרת בדין. כאשר איגרות חוב אלו נרכשות ע"י החברה המנפיקה, הן נמחקות מהמסחר לצמיתות. לעומת זאת, חברה בת הרוכשת אותן יכולה למכור אותן לציבור בעתיד, ללא צורך בתשקיף (או להחזיקן עד לפדיון).

חוק החברות, התשי"ט-1999 מתייחס כיום לרכישה של ניירות ערך ניתנים להמרה למניות ע"י החברה המנפיקה, וקובע כי החברה הרוכשת רשאית לבטל ניירות ערך אלו, או לחזור ולמוכרם או להמירם למניות (רדומות). רכישת ניירות ערך הניתנים להמרה ע"י חברה בת, לא תגרום לביטולם.

בדצמבר 2008 פרסמה רשות ניירות ערך הנחיה בדבר הגילוי הנדרש לגבי תוכנית רכישה עצמית של ניירות ערך, לרבות תעודות התחייבות. בהתאם להנחיה זו, על חברה המחליטה לבצע רכישת איגרות חוב על פי תוכנית, להגיש דוח מיידי בעניין עם קבלת ההחלטה.

מעניין לציין שבשנת 2008 הכריזו כ-145 חברות על תוכנית לרכישה עצמית של איגרות חוב, בסך כולל של כ-3.5 מיליארד שקל. רוב החברות הודיעו כי הרכישה תבצע ממקורותיה העצמיים של החברה, בעוד מיעוטן הודיעו כי הרכישה תמומן גם באמצעות אשראי בנקאי.

עוד יצוין, כי נכון להיום טרם נקבעה עמדה רשמית של מס הכנסה לגבי רכישה עצמית של איגרות חוב.

### **מתודולוגיה**

המאמר סוקר את הרכישות של אג"ח חברות ואיגרות חוב להמרה, הנסחרות בבורסה בתל אביב, על ידי החברה המנפיקה או ע"י חברות בנות שלה, כפי שדווחו על ידי החברות עצמן בדיווח מיידי לבורסה. הרכישות בוצעו בשוק החופשי, בין בבורסה ובין מחוצה לה.

הרכישות חושבו על סמך דיווחי החברות לבורסה ולרשות ניירות ערך על פרטי העסקאות, תוך הפרדה בין סדרות שונות. חלק מהדיווחים הינם של עסקה בודדת, וחלקם הינו ריכוז של מספר עסקאות תוך ציון סך ערך נקוב שנרכש ומחיר רכישה ממוצע.

מאחר שאין אחידות באופן הדיווח על הרכישות, אין לייחס משמעות רבה לנתון על מספר הרכישות.

לא נכללו בסקירה רכישות של איגרות חוב מובנות, תעודות פיקדון ואג"ח רצף מוסדיים.