



הבטחת דמי שכירות בשיעור 8% מערך הדירה בכל שנה - ערבות שכירות או נגזר פיננסי?

האקטואר רועי פולניצר מסביר כיצד התחייבות הנראית כערבות שכירות עשויה להתגלות כמכשיר פיננסי מורכב המחייב הערכת שווי כלכלית.

ארבע גישות להערכת ההתחייבות

אופן הערכת השווי תלוי בראש ובראשונה במבנה ההסכם. יש להבחין בין שני סוגי התחייבויות. בסוג הראשון, היום מתחייב לשלם תשואה קבועה בכל מקרה, ללא קשר להכנסות השכירות בפועל. בסוג השני, היום מתחייב רק להשלים את ההפרש בין התשואה בפועל לבין התשואה המובטחת. לכל אחד מן המקרים מתאימה מתודולוגיית הערכת שווי שונה.

הגישה הראשונה – היוון תזרימי מזומנים (DCF)

אם ההתחייבות היא בלתי מותנית, כלומר היום חייב לשלם 8% בכל שנה ללא קשר להכנסות השכירות בפועל, אזי מבחינה כלכלית מדובר באנונה קבועה. אם נסמן ב- V את שווי הדירה, ב- r את שיעור ההיוון וב- $0.08V$ את התשלום השנתי, אזי שווי ההתחייבות יהיה:

$$L = \sum_{t=1}^5 \frac{0.08V}{(1+r)^t}$$

זהו הערך הנוכחי של סדרת תשלומים קבועה, ולכן זוהי גם שיטת ההערכה הפשוטה והישירה ביותר.

הגישה השנייה – מודל הסתברותי

לעומת זאת, אם ההסכם קובע שהיום ישלים רק את ההפרש עד לתשואה של 8%, מבנה ההתחייבות משתנה לחלוטין. לדוגמה, אם התקבלה תשואה של 6%, היום ישלם 2%; אם התקבלה תשואה של 8% או יותר, לא ישלם דבר. במקרה כזה התשלום בכל שנה יחושב כך:

$$Payment_t = \max(8\% - ActualYield_t, 0)$$

כאן כבר אין מדובר בהתחייבות ודאית אלא בהתחייבות מותנית, ששווייה תלוי בהתפלגות העתידית של תשואות השכירות.

הגישה השלישית – אופציית Put

כאשר ההתחייבות היא רק להשלים ההפרש, ניתן לנתח אותה גם באמצעות מודלים לתמחור אופציות. מבחינה כלכלית, היום מעניק לבעל הדירה רצפה (Floor) על תשואות השכירות. בעל הדירה יודע שלא יקבל פחות מ-8%, גם אם התשואה בפועל תהיה נמוכה יותר. לפיכך, ניתן לראות כל שנת שכירות כאופציית Put אירופית על תשואת השכירות של אותה שנה, כאשר שווי ההתחייבות הכוללת מתקבל כסכום שוויון של כל האופציות. גישה זו מאפשרת לנתח את חלוקת הסיכונים באמצעות הכלים המקובלים בתמחור נגזרים פיננסיים.

הגישה הרביעית – סימולציית מונטה קרלו

כאשר ההתחייבות תלויה במשתנים אקראיים רבים, כגון שיעור התפוסה, גובה דמי השכירות, אינפלציה, תקופות שבחן הדירה, עומדת ריקה או חדלות פירעון של שוכרים, ניתן להשתמש בסימולציית מונטה קרלו. בכל מסלול מדמים את התפתחות תשואות השכירות לאורך התקופה, מחשבים את התשלום שהיום צפוי לשלם, מהווים את התשלומים לערכם הנוכחי וממוצעים את התוצאות על פני אלפי מסלולים. שיטה זו מאפשרת לאמוד את שווייה הכלכלי של התחייבות מורכבת גם כאשר לא ניתן לקבל פתרון אנליטי פשוט.

באיזה שיעור היוון יש להוון את ההתחייבות?

אחת השאלות המעניינות ביותר היא באיזה שיעור היוון יש להשתמש לצורך הערכת שווייה של התחייבות זו. במבט ראשון, ניתן לחשוב שיש להשתמש במחיר ההון המשווקל (WACC) של החברה, משום שמדובר בהתחייבות שנוצרה במסגרת פעילותה העסקית. אולם לדעתי זו אינה הגישה הנכונה. שיעור ההיוון צריך להיקבע בהתאם לסיכון של התזרים המהוון. כאשר היום מתחייב לשלם לבעל הדירה 8% בכל שנה, ללא קשר לשאלה אם הדירה הושכרה בפועל ובאיזה מחיר, מדובר למעשה בהתחייבות חוזית לתשלום קבוע. מבחינת בעל הדירה, הסיכון היחיד שנותר הוא שהיום לא יעמוד בהתחייבותו. לפיכך, שיעור ההיוון המתאים צריך לשקף את סיכון האשראי של היום, ולא את הסיכון העסקי של פעילות ההשכרה. בדרך כלל יהיה זה מחיר החוב הנורמטיבי של החברה, קרי, שיעור הריבית

שנים האחרונות הפכו תוכניות של "תשואה מובטחת" לכלי שיווקי נפוץ בשוק הנדל"ן. יזמים רבים מציעים לרוכשי דירות התחייבות שלפיה במשך מספר שנים יקבלו תשואה קבועה על השקעתם, ללא קשר לשאלה אם הדירה הושכרה בפועל, באיזה מחיר או במשך כמה זמן. במבט ראשון מדובר בהתחייבות פשוטה: היום מבטיח לשלם לבעל הדירה 8% מערך הדירה בכל שנה במשך חמש שנים. אלא שכאשר בוחנים את העסקה מנקודת מבט של מעריך שווי, אקטואר או מהנדס פיננסי, מתברר שהתמונה מורכבת הרבה יותר. השאלה איננה כיצד לחשב את סכום התשלומים העתידיים, אלא מהי המהות הכלכלית של ההתחייבות. האם מדובר בערבות? האם זו התחייבות פיננסית הדומה לאגירת חוב? האם מדובר בנגזר פיננסי? או שאולי כלל לא מדובר באף אחת מן האפשרויות הללו? התשובה לשאלות אלה אינה רק עיונית. היא קובעת כיצד יש לסווג את העסקה, כיצד יש להעריך את שווייה ובאיזה שיעור היוון יש להשתמש.

מה באמת מבטיח היום?

נניח כי יום מכר דירה בשווי של 2 מיליון ₪ והתחייב כלפי הרוכש לשלם לו תשואה שנעית של 8% מערך הדירה במשך חמש שנים. במבט ראשון נדמה כי מדובר בהבטחת שכירות. אולם כאשר בוחנים את תנאי ההסכם מתברר כי היום אינו מתחייב להשלים את דמי השכירות, אלא לשלם לרוכש 8% בכל מקרה. אם היום הצליח להשכיר את הדירה בתשואה של 12% – בעל הדירה יקבל 8% בלבד. אם התשואה בפועל תהיה 5% – גם אז יקבל בעל הדירה 8%. ואם הדירה כלל לא תושכר במשך אותה שנה – היום עדיין ישלם לו 8%. כלומר, מבחינת בעל הדירה אין כל משמעות להכנסות השכירות בפועל. התזרים שהוא צפוי לקבל ידוע מראש ואינו מושפע כלל מביצועי הנכס. מבחינה כלכלית, בעל הדירה אינו מחזיק עוד בנכס מניב שתשואתו אינה ודאית. הוא מחזיק בזכות חוזית לקבל סדרת תשלומי מזומנים קבועים במשך חמש שנים.

האם מדובר בערבות?

בדרך כלל נהוג לכוון הסכמים מסוג זה בשם "ערבות שכירות". אולם מבחינה כלכלית זהו תיאור חלקי בלבד. בערבות קלאסית, הערב משלם רק אם החייב אינו מקיים את התחייבותו. כאן ההמנגנון שונה לחלוטין. היום אינו משלם רק כאשר חסרים דמי שכירות, אלא מתחייב לשלם את מלוא התשואה המוסכמת בכל מקרה. לכן, מדובר בערבות להשלמת דמי שכירות. מדובר בהתחייבות חוזית עצמאית לתשלום קבוע, שאינה תלויה כלל בהכנסות השכירות בפועל. ההבחנה הזו אינה סמנטית בלבד. היא משפיעה באופן ישיר על האופן שבו יש להעריך את ההתחייבות.

מי נושא בסיכון?

מרגע שהיום התחייב לשלם תשואה קבועה, חלוקת הסיכונים בין הצדדים השתנתה לחלוטין. בעל הדירה אינו נושא עוד בסיכון שהתשואה תהיה נמוכה מן הצפוי. הוא גם אינו נהנה אם התשואה תהיה גבוהה מן הצפוי. לעומת זאת, היום נושא בכל הסיכונים הכרוכים בפעילות ההשכרה, ובהם סיכון התפוסה, ירידה בדמי השכירות, תקופות שבחן הדירה, עומדת ריקה, חדלות פירעון של שוכרים ועלויות תחזוקה בלתי צפויות. מנגד, אם התשואה בפועל תהיה גבוהה מ-8%, כל הרווח העודף יישאר בידי. למעשה, במסגרת ההסכם היום אינו רק מעניק התחייבות פיננסית לבעל הדירה. הוא מקבל לידיו גם את מלוא הסיכון וגם את מלוא פוטנציאל הרווח של פעילות ההשכרה. זוהי נקודה מהותית, שכן היא מלמדת שהעסקה מורכבת משני רכיבים כלכליים שונים: התחייבות פיננסית ודאית מצד אחד, וזכות ליהנות מתזרימי שכירות בלתי ודאיים מצד שני.

הערכת השווי אינה מסתיימת בהתחייבות

למעשה, כאן נמצאת התובנה החשובה ביותר במאמר. מרבית הניתוחים נערכים לאחר שחושב שווי ההתחייבות. אולם מבחינה כלכלית העסקה אינה יוצרת רק התחייבות. היא יוצרת גם נכס. מצד אחד, היום התחייב לשלם לבעל הדירה תזרים קבוע של 8% מערך הדירה במשך חמש שנים. מצד שני, הוא קיבל לידיו את מלוא הזכות להשכיר את הדירה וליהנות מכל ההכנסות שתפיק במהלך אותה תקופה. לכן, הערכת השווי צריכה להתבצע בשני מישורים נפרדים. הראשון הוא שווי ההתחייבות (הערך הנוכחי של התשלומים המובטחים לבעל הדירה) והשני הוא שווי הנכס (שווייה הכלכלי של הזכות להשכיר את הדירה וליהנות מכל תזרימי השכירות העתידיים). אין כל הכרח ששני השווים יהיו זהים. אם שוק השכירות צפוי להיות חזק במיוחד, ייתכן ששווי הזכות להשכיר את הדירה יהיה גבוה משווי ההתחייבות. מנגד, אם צפויה ירידה בביקוש לשכירות או ירידה בדמי השכירות, ייתכן ששווי הזכות יהיה נמוך מן ההתחייבות שנטל על עצמו היום. זו בדיוק הסיבה שבגללה אין להסתפק בהערכת ההתחייבות בלבד.

מבט אחר: אג"ח סינתטי

אפשר להסתכל על אותה עסקה גם בדרך אחרת. מנקודת מבטו של בעל הדירה, ההסכם דומה מאוד להחזקה באגירת חוב סינתטית לתקופה של חמש שנים. במקום ליהנות מתזרים שכירות משתנה, הוא מקבל תזרים מזומנים קבוע של 8% מערך הדירה בכל שנה. מבחינתו, תזרים השכירות הומר למעשה לקופון קבוע וידוע מראש. מנקודת מבט של היום, מתרחש התהליך ההפוך. הוא "מוכר" לבעל הדירה אג"ח סינתטי הנושא קופון שנתי של 8%, ובתמורה רוכש לעצמו את כל תזרימי השכירות העתידיים על מלוא הסיכונים והסיכויים הגלומים בהם. מבחינה כלכלית, העסקה מורכבת אפוא משני נכסים שונים: התחייבות פיננסית הדומה לאגירת חוב מצד אחד, ונכס עסקי מסוכן המורכב מתזרימי השכירות העתידיים מצד שני.

האנלוגיה לעסקת Total Return Swap

ניתן אף להרחיק לכת ולמצוא דמיון רב בין העסקה לבין Total Return Swap (TRS). ב-TRS צד אחד מוותר על התשואה המשתנה של נכס מסוים ומקבל במקומה תזרים קבוע, בעוד שהצד השני מקבל את מלוא התשואה המשתנה של אותו נכס ונטול על עצמו את מלוא הסיכון הכרוך בו. זהו כמעט בדיוק המבנה הכלכלי של העסקה שלפנינו. בעל הדירה יוותר למעשה על כל תזרימי השכירות העתידיים, ובתמורה יקבל תזרים קבוע של 8% לשנה. היום, מנגד, קיבל את מלוא הכנסות השכירות בפועל, אך גם נטל על עצמו את מלוא הסיכון שהכנסות אלה יהיו נמוכות מן התשואה שהתחייב לשלם. אין משמעות הדבר שההסכם הוא מבחינה משפטית או חשבונאית עסקת TRS. אולם מבחינה כלכלית, הדמיון רב, והסתכלות זו מסוייגת להבין טוב יותר את חלוקת הסיכונים בין הצדדים ואת אופן הערכת השווי.

סיכום

במבט ראשון, התחייבות לתשואת שכירות מובטחת נראית כהתחייבות חוזית פשוטה. אולם מבחינה כלכלית מלמדת כי מדובר בעסקה מורכבת, המשלבת התחייבות פיננסית קבועה עם זכות ליהנות מתזרימי שכירות עתידיים. לכן, הערכת השווי אינה צריכה להתמקד רק בהתחייבות, אלא גם בנכס שנוצר בצדה השני של העסקה. דווקא ההסתכלות באמצעות כלים של הנדסה פיננסית מאפשרת להבין את מהותה הכלכלית האמיתית ולהתאים לה את מודל הערכת השווי הראוי.

האקטואר רועי פולניצר הוא הבעלים ומעריך השווי הראשי של פירמת הערכות שווי "שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים", וכן מייסד ויו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAFA).