

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון מקוון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 18.05.2020

נושא המפגש: "השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

חומר רקע למפגש: [לחומר הרקע - לחץ כאן](#)

[למצגת השלכות על הפניות תשומת הלב והערות עסק חי - לחץ כאן](#)

[למצגת בנק ישראל - לחץ כאן](#)

רשימת הנכחים בדיון המקוון: [לרשימת המשתתפים - לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: דניאל שרון, דקל רינצקי, יואב אטיאס, מיכל ברק

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם, אנחנו פותחים את המפגש המקוון השני של הפורום בתקופת הקורונה – בסוף עוד נתרגל לזה. מקווה שביוני כבר נוכל לחזור למפגשים הפרונטליים הרגילים שלנו. אנו עוסקים היום בהשלכות של המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב והפרת קובננטים וכל זאת על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון בנושא. בדיון נמצאים הגורמים הרלבנטיים מהגופים המוסדיים, הנאמנים וכן נציגים בולטים של החברות. ד"ר משה ברקת, יו"ר רשות ששוק יצטרף אלינו בהמשך כי הוא היה צריך להיפגש עם שר האוצר החדש, נשמע גם סקירה קצרה של בנק ישראל על שוק האגח-מה קרה למרווחים, דירוגים וכו'. בנוסף צוות הפורום הכין לרגל הדיון סקירה מעניינת קצרה בקשר להערות עסק חי והפניות תשומת לב של רואי חשבון – שתכף אציג אותה.

מתווה הדגל של רשות שוק ההון שמדבר בגדול על דחיית לוח הסילוקין של אגרות חוב עד שנה בהסכמת הצדדים תוך הגדלת הריבית, נכנס למשבצת הזאת ועל כך אנחנו מדברים היום. ראינו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לאחרונה שגם משרד המשפטים יצא במתווה משלו לגבי מתן גרייס של שלושה חודשים לפני הכרזה על חדלות פירעון – ועוד מעט נשמע גם על זה ממכל – נציגת משרד המשפטים. אגב, התפתחות מאד מעניינת של הימים האחרונים בנוגע למערכת היחסים בין החברות למחזיקי האג"ח היא הפנייה של פתאל לנאמן בבקשה לזימון אסיפת מחזיקי אג"ח בכדי לקבל ויתור לשנה קדימה על עילת פירעון מידי בגין אי עמידה צפויה בקובננטים שקשורים ל-EBITDA שנפגע קשות מהמשבר. מעניין לראות כיצד יסתיים הדיון בבקשה של פתאל – ויתכן שזה יתבטא בתשלום ריבית נוספת. שימו לב שמדובר כאן על ויתור על עמידה בקובננטים ולא על דחיית לוח סילוקין.

השאלות שעולות לגבי מתווה הדגל נוגעות בין היתר לרלבנטיות שלו – בהחלט זה נראה כרגע שחברות בענפים שנפגעו ישירות מהמשבר יהיו זקוקות לו והשאלה האם הוא יספיק (כלומר עד כמה משבר הנזילות שאנו רואים היום יגלוש לכיוון משבר סולבנטיות שזה כבר משהו אחר לגמרי)? ולא פחות מכך – האם הוא בכלל יחול עליהן? מדובר במתווה המתייחס לחברות חזקות יחסית – דירוג אשראי של A לפחות, עם הון עצמי חיובי, ללא הפרה משמעותית של קובננטים וללא הערת עסק חי. יש כאן משהו פרדוקסאלי כי דווקא החברות שהכי זקוקות לכך נמצאות לכאורה מחוץ למסלול הירוק הנ"ל. יש כאן עוד הרבה שאלות והמוסדיים נמצאים כאן – יהיה מעניין לשמוע מהם כמה המתווה הזה שהוא וולונטרי יוביל לאור תנאיו ומאפייניו לכך שהם יהיו דה-פקטו מחויבים לו והאם הוא אכן יהפוך בפועל להיות מסלול ירוק שכן כאמור הוא וולונטרי לגמרי ופורמלית מהווה מעין Best Practice ולא מעבר לכך. היבט נוסף שיעלה הוא מה יקרה עם יתר הנושים – לדוגמה בנקים שלכאורה מרוויחים מכך. ובכלל מעניין לשמוע את הזווית הבנקאית במשבר הזה – ונמצא איתנו לשם כך שמוליק ארבל מבנק לאומי.

מהזווית החשבונאית – שינוי תנאים של אג"ח לפי מתווה הדגל הוא כנראה שינוי לא מהותי בתנאי האג"ח – כלומר, לא יתבצע שערך לשווי שוק בעקבות שינוי התנאים – אלא רק מדידה של התזרים המעודכן לפי הריבית האפקטיבית. ככל הנראה ייווצר כתוצאה מכך הפסד קטן יחסית למנפיק ורווח מקביל למשקיע ככל שהוא מיישם עלות מופחתת.

כפי שדיברנו במפגש הקודם – העובדה כי השלכות המשבר מבחינת מדידת הדוחות הכספים (להבדיל מנושא העסק החי/הפניית תשומת לב שכאמור מתייחס גם למה שקרה לאחר תאריך המאזן) מתנקזות לרבעון הראשון – מובילה לסוג של "השהיית הפסדים" לתוצאות הרבעון – דרך אגב אני מעריך שרוב החברות יפרסמו את הדוחות בשבועיים הקרובים ורק החלק הקטן יותר (אגב סביר להניח עם הבעיות היותר מורכבות) ינצלו את הדחיה שנתנה רשות ני"ע ויפרסמו בחודש יוני. זה מוביל

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לתוצאה מאד מוזרה לפיה לעניין הערת עסק חי והפניות תשומת לב צריך להתחשב בכל המידע אבל לא לצורכי המדידה בדוחות. ראינו את זה היטב לפני מספר ימים בדוחות של אל על שכללו מצד אחד הערת עסק חי אבל מצד שני המדידה בדוחות עצמם התעלמה לחלוטין מהמשבר – כך למשל לא נבדקה ירידת ערך המטוסים בנימוק כי לא היה סימן לירידת ערך ב- 31.12 – כאשר כבר די ברור שבדוחות הרבעון הראשון שכבר חלף יהיה הפסד משמעותי מירידת ערך - תוצאה קשה לעיכול לפחות ברמה האינטואיטיבית.

בואו נעבור כעת למצגת קצרה שהוכנה על ידי הצוות המקצועי של הפורום לקראת הדיון היום, לגבי נתונים ראשוניים של השפעת המשבר על הערות עסק חי והפניות תשומות לב. עשינו זאת באמצעות השוואה של הדוחות השנתיים שפורסמו במרץ ואפריל והביאו בהקשר זה בחשבון כבר את המשבר, לפחות באופן חלקי, אל מול דוחות הרבעון השלישי של 2019 שפורסמו לפני שבכלל ידענו מה זה קורונה. לצורך העבודה לקחנו גם הפניות תשומת לב למצב הפיננסי וגם הפניות תשומת לב למשבר הקורונה – שזו די "המצאה ישראלית" חדשה שקיבלה גם גושפנקא לפי המסמך שפרסמה רשות נייע בשבוע שעבר (כאילו מדובר בדרגת טיפה מופחתת מתחת להפניה הרגילה למצב הפיננסי שהיא עצמה דרגת ביניים להערת עסק חי). אני לא רואה הרבה הבדל כזה מהותי ביניהן, למעט זה שהסוג השני לא מוביל בהכרח לצירוף דוח תזרים מזומנים חזוי ומכאן גם האינסנטיב. אגב, התקינה הבינלאומית בביקורת לא אוהבת, בלשון המעטה, שרואי החשבון מפנים לאי ודאות כלכלית גנרית כללית שקוראי הדוחות אמורים בין כה להיות מודעים אליה.

הממצאים שקיבלנו מאד משמעותיים לטעמי: קודם כל, השורה התחתונה היא שעל בסיס הדוחות לשנת 2019 יש לכ- 22% מהתאגידים הערת עסק חי או הפניית תשומת לב – וזה מייצג גידול של כ- 50% ביחס לדוחות הרבעון השלישי 2019.

הנתונים מדאיגים במיוחד לגבי החברות שיש להן אגח שזה כמחצית מהחברות – אנו רואים שיותר משני שליש מהגידול נובע מהן (שימו לב לקפיצה בהערות עסק חי בחברות אלה של יותר מפי שניים וכן קפיצה עקבית בכלל ההפניות) – וחברות אלה אכן עומדות במרכז הדיון שלנו היום. ברור לכולנו, שחלק מהפניות תשומת הלב האלה שאגב הן עצמן גדלו פי 3 יכולות להפוך בדוחות הרבעון הראשון שאוטוטו יפורסמו ובדוחות הרבעונים הבאים להערות עסק חי – אגב הערות עסק חי יכולות גם לקפוץ בבת אחת – כלומר להופיע גם בדוחות שלא כללו קודם לכן הפניית תשומת לב כמו למשל במקרה של קבוצת דלק. מה שכן לא ניתן להתעלם גם מחברות ציבוריות שאין להן אגח – כמו אל על שצירפה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הערת עסק חי או קסטרו שכללה הפניה לאי ודאות קורונה. כל ההפניות האלה הן בעלות רמת פלואידיות גדולה להפוך לעסק חי.

בניתוח ענפי ניתן לראות באופן לא מפתיע כי הגידול המשמעותי ביותר התרחש בשלושה ענפים: 1. בענף האנרגיה וחיפוי נפט וגז – זה מתבקש לאור נפילת מחירי הנפט. 2. בענף המסחר והשירותים - בעיקר המלונאות והתיירות, המסחר, חברות כמו המשביר, גולף ועדיקה, וכן שירותים, בעיקר חברות הליסינג. 3. בענף הנדל"ן והבנייה, בעיקר נדלן מניב בחול – בין היתר חברות אגח אמריקאיות וחברות בניה – בעיקר יזמי בניה.

שימו לב, נראה שזו רק ההתחלה, לפי סימני אזהרה שראינו בדוחות במסגרת ביצוע העבודה שלא הובילו עדיין להפניה – זה עוד צפוי לגדול ברבעון הראשון שבו כאמור יגיע הצונאמי החשבונאי של המדידה וברבעונים הבאים – מה שיכול להוביל להפרת קובננטים ועילת פירעון מידי וצפוי להחמיר משמעותית את המצב. כלומר, הנתונים האלה הם בגדר סימנים ראשוניים מדאיגים בלבד ואם נשווה את זה לקורונה, שיש אצלה דיליי של שבועיים בזיהוי המחלה, יכול להיות שאנחנו רק בתחילת דרכה של העקומה ונקווה שנצליח לשטח גם את העקומה הזאת.

זווית מעניינת נוספת היא שכל זה עדיין זה לא בא לידי ביטוי משמעותי בדירוגים. צריך לקחת בחשבון שהורדת הדירוגים לוקחת בדרך כלל זמן. אנחנו עדיין לא רואים בארץ נפילה סיסטמית בדירוגים - כרגע זה יותר במישור של Credit Watch, הורדת אופקים או הורדת דירוגים במקרים מאד ספציפיים. אבל לפי הממצאים נכון לעכשיו זה נראה שזה בדרך לשם.

בשורה התחתונה, בראיית שוק החוב הסיפור של המשבר הזה הוא חברות שיש להן אג"ח עם קובננטים שהופרו וכאלה שלא יכולות לעמוד בפירעונות לפי לוח הסילוקין וצריכות כעת שיתנו להן אורך נשימה. אי אפשר להתעלם מהמשבר בהקשר של שוק האג"ח והחשיבות של כך לכלכלה – ניתן לראות זאת היטב דרך הצעד התקדימי והשנוי במחלוקת של הפד בחודש שעבר שהכריז כי ירכוש אג"ח קונצרני ספקולטיבי/זבל. ראינו חברות אמריקאיות בולטות כמו פורד ודלתא אירליינס שאיבדו במשבר הנוכחי את דירוג ההשקעה שלהן, אבל עדיין מדובר במהלך דרמטי ולא טריוויאלי בכלל של התערבות ממשלתית שיש לו שורה של תופעות לוואי לא פשוטות – כמו בין היתר עיוות מרווחים וחינוך לקוי. ניתן אף לומר כי במשבר הזה החברות הממונפות שנפגעו ישירות החליפו את הבנקים האמריקאיים במשבר של 2008 בהקשר של תוכנית החילוץ. אנחנו רואים שגם הבנק המרכזי האירופאי עושה צעדים בכיוון של תמיכה באג"ח הקונצרני. ולפחות לפי מה שנשמע עוד מעט מנדב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מבנק ישראל אין סטייה של המרווחים בארה"ב מהנורמה ביחס לישראל. בכל מקרה לפחות לעת עתה לא מדברים על זה כאן – והשיח מתמקד במערכת היחסים בין בעלי האג"ח לבין החברות.

אין ספק שיש כאן אירוע דרמטי בראיה משקית בכלל ושוק ההון ובפרט – ואני שמח שיש לנו היום נוכחות רחבה של משתתפים – לרבות רגולטורים כדי שננסה להגיע לתובנות לגבי כלל ההיבטים. ברמה הטכנית - שימו לב שלדיון מקוון יש לא מעט חסרונות. ננסה לנהל את הדיון ברמה האופטימאלית ואנא קבלו בהבנה את זה שכנראה לא אצליח לתת רשות דיבור לכל מי שירצה. כמו כן - במסגרת הפקת הלקחים שלנו מהדיון המקוון הראשון הגענו למסקנה שאי אפשר לעצור הדלפות ולכן העדפנו כבר לזרום עם הציבוריות של הדיון וקחו בחשבון שהדיון היום פתוח לתקשורת. אני מקווה שבחודש הבא כבר נוכל לחזור למתכונת הרגילה שלנו.

אמיר ברנע

בוקר טוב, ברור שחברות ממונפות, ציבוריות ופרטיות, מושפעות ממשבר הקורונה עקב העדר הכנסות בתקופת הסגר שיוצר בעיה תזרימית שוטפת וכן עקב צפי של ירידה ושינוי בתמהיל הביקושים שנובע מאי ודאות לגבי משך המשבר, עוצמתו והשלכותיו ארוכות הטווח. הירידה בשווי חברות וההפסדים השוטפים פוגעים ב-NAV ויוצרים בעיה של הפרת קובננטים ששלומי הזכיר אשר מהווים זרז להליכי חדלות פירעון עם השפעת דומינו עקב הקשרים הרוחביים בין החברות. ישנן שתי חלופות קריטיות לבחינת המשבר. אפשרות אחת לראות אותו כמשבר זמני, שיתוקן אולי בתוספת הזרמה מתונה על מנת להגביר את הנזילות, אבל יפתר על ידי השווקים. או לחלופין אפשר לראות אותו כמשבר כלכלי-מחזורי עמוק, שרק אמצעים אנטי-מחזוריים גרעוניים תקיפים, כלומר מעורבות ממשלה ביצירת ביקושים, יכולה למתן את השפעתו על המשק. לאור שתי גישות אלה אפשר לבחון את מתווה הרשות בנפרד מפעולות אחרים למשל. המדינה שמזרימה כסף, בנק ישראל שמזרים הזרמה מוניטרית, משרד המשפטים שיוצר חקיקה וכו'. להבנתי מתווה הרשות עקבי עם הגישה שרואה את המשבר כמשבר זמני שבסיוע רגולטורי מתון הוא יפתר על ידי השווקים. אני מנמק זאת בכמה נקודות שקשורות למתווה הרשות. ראשית, למתווה אין קופה ואינו מקור להזרמת כספים. שנית, המתווה הוא וולנטרי, כלומר אינו מחייב. שלישית, המתווה לא מעניק גיבוי משפטי, לא לנאמנים ולא לדירקטורים, ולכן משאיר את האחריות עליהם. מכאן שהמתווה משאיר למשתתפי השוק את ההחלטה על חדלות הפירעון תוך הצעת מסגרת שאם תאומץ על ידי הצדדים תקבל כנראה את גיבוי הרגולטור. אזכיר שהמתווה מתייחס למרכיב אחד של החוב – אגרות חוב ולא מתייחס ליתר מרכיבי החוב שקשורים להסדר החוב. מכאן שלמתווה יעד צנוע שבסיטואציה משברית יכול להקל על הצדדים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

להגיע להסכמים שימנעו חדלות פירעון ותוצאותיו לחברה הציבורית ולשוק ההון. עוד שלוש הערות קצרות ואני מסיים. קודם כל, המתווה נותן משקל לדירוג ודורש דירוג מינימום. על פי נתוני שלומי המשבר לא הביא לשינוי בינתיים בדירוגים אלא רק בהפניות תשומת הלב. מכאן שכנראה שגם חברות הדירוג אופטימיות לגבי החזרת המשק למסלול רגיל בזמן קצר.

שנית, מונח לפני מאמר אחרון של פרופסור אלטמן מ-NYU לפיו לפחות שליש מהחברות שמדורגות בארצות הברית בדירוג השקעה, לא זכאיות לדירוג זה. כלומר קיימת הטיה כלפי מעלה בדירוג במיוחד במעבר לדירוג השקעה. המחקר מקנה הצדקה מסוימת לקביעת הרשות את A בתור מינימום כי היא כבר לוקחת בחשבון שהדירוג מטה כלפי מעלה את מצב הסולבנטיות של החברה. לצד המתווה, קראתי בעיתונות שמשרד המשפטים פרסם הצעה להקפאת פירעון חוב לשלושה חודשים עם קשר בין מענק המדינה לבין מו"מ בין החברה והנושים. גם המתווה הזה יצטרך לעמוד בביקורת הבסיסית-האם אנחנו עוזרים לכל החברות בלי הבחנה או רק עוזרים לחברות שמשבר הקורונה יצר לגביהן בעיית נזילות חולפת. הערה אחרונה, מוצגות שאלות לגבי מתווה הרשות. יש שאלה האם המתווה יוצר מצב של העדפת נושים כאשר חלק מהחוב נדחה וחלק לא נדחה. איך המתווה מתייחס לנושא של ניגודי עניינים בין מוסדיים לבין עצמם. האם נכון לקבוע באופן שרירותי פרמיית סיכון מנחה לחוב שנוצר עקב דחיית התשלומים. כל השאלות האלה, אני מניח, יועלו במהלך הדיון.

נדב שטיינברג

אני אתמקד בתקופת שיא המשבר, בחודשים מרץ ואפריל. שוק החברות הישראלי מאוד התפתח ב-15 השנים האחרונות, על רקע מספר רפורמות מרכזיות. בשקף הראשון שהצגתי רואים את הגידול בשיעור האחזקות של קרנות הנאמנות על חשבון המשקיעים המוסדיים בשנים האחרונות. זאת אומרת שערב המשבר אנחנו מגיעים למצב שקרנות נאמנות מחזיקות כשליש מהשוק הזה ומה שבאמת ראינו במשבר שפדיונות מאוד גדולים מקרנות הנאמנות הובילו ללחץ היצע בשוק האג"ח חברות ולחצו את המחירים כלפי מטה וזה כנראה תרם לנפילות שראינו במרץ. לפני שאני מתמקד במרץ, בוא נסתכל על המשבר הזה בראייה יותר ארוכת טווח. אם אנחנו מסתכלים על אג"ח צמודות בענפים השונים משנת 2005 עד היום, אפשר לראות שהמשבר הנוכחי הוא פחות או יותר בסדרי הגודל של משבר החוב האירופי שהיה לפני כ-9 שנים וקצת יותר מתון ממה שראינו ב-2008. חברות הנדל"ן לדוגמא ב-2008 הגיעו לתשואות לפדיון של 25% בממוצע, הפעם לא התקרבו לרמות האלה. מי שבלט בעיקר במשבר הנוכחי אלו חברות ההשקעה והאחזקות, וגם זה קצת מוטא כי חלק מהחברות הגדולות היו בקשיים כבר טרם המשבר. באופן כללי רואים זינוק בענפים השונים אבל לרמות של

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

2011, לא לרמות של 2008. אם אנחנו מתקדמים קצת יותר בתקופה האחרונה- מאמצע פברואר ועד סוף אפריל, אפשר לראות באמת את הזינוק במרווחים. אפשר לראות שזה בכל הדירוגים אבל הרבה יותר בולט בדירוגים הנמוכים (האיורים הם ללא קבוצת דלק ששינו לה את הדירוג באמצע התקופה והיא הייתה "מעופה" לנו את הסקלות כלפי מעלה). אפשר לראות את העלייה בדירוגים הנמוכים, מרמות של 6% בערך לרמות של 20%. אני מזכיר שטריפל B בדירוג המקומי זה עדיין דירוג השקעה אז יש לנו אג"ח לפדיון בדירוג השקעה שהגיעו לתשואה של 20%.

אמיר ברנע

תחשוב על אבסורד לפיו קיימים פערים משמעותיים בפרמיית סיכון בין חברות בדירוג נתון. כלומר השוק מעריך תוספת סיכון לחברה מדורגת וחברות הדירוג אינן נותנות לכך ביטוי. היינו מצפים לפרמייה אחידה פר דירוג.

נדב שטיינברג

נכון. ההתאמות של השוק הן הרבה יותר מהירות. אנחנו מכירים את זה גם ממשברים קודמים וגם ממחקרים. התאמות בשוק, לטוב ולרע, הן הרבה הרבה יותר מהירות מאשר חברות הדירוג והן גם באות ואומרות את זה- "אנחנו מוכנים לספוג איזה שהוא חוסר עדכון כדי להיות יותר מדויקות", זאת הטענה שלהן. מאידך, נראה גם שהשוק ביצע 'אובר-שוטינג' בשלב מסוים, כפי שעולה מהפער בין רמות המרווחים הגבוהות מאוד באמצע מרץ לרמות המרווחים המתונות יותר בשבועות שלאחר מכן.

בראייה בינלאומית אפשר לראות שלא רק בישראל הייתה עלייה חדה במרווחי התשואה אלא גם באירופה וארצות הברית. אני מדגיש כי מה שאנחנו רואים בדירוג השקעה ובדירוג הספקולטיבי זה לאחר התאמה של סולם הדירוג, בישראל כפי שאתם יודעים משתמשים בסולם דירוג מקומי שהוא בערך בפער של שני דירוגים, כשישה נוטצ'ים, מהדירוג הבינלאומי, אז כאן ביצענו התאמה של הדירוג לדירוג הבינלאומי. אפשר לראות שהמרווחים היו טרם המשבר דומים לארצות הברית ולאירופה ומה שקרה בתחילת המשבר הוא שהמרווחים בישראל, באירופה ובארצות הברית זינקו, אבל המרווחים בישראל נפתחו עוד יותר מאשר באירופה ובארצות הברית. רואים את זה גם באגרות חוב בדירוג השקעה וגם באגרות חוב בדירוג ספקולטיבי או דירוג "זבל". כל זה נכון עד לאמצע מרץ. מה שקרה מה-18 במרץ זה שהתחיל להסגר הפער בין ישראל לבין העולם ואפשר לראות שכבר בתחילת אפריל הפער הזה נסגר, וזה בין השאר על רק צעדים של בנק ישראל בין ה-15 ל-18 במרץ, של התערבות בשוק האג"ח הממשלתי ועסקאות Swap בדולר שהקלו על מצוקת הנזילות של המוסדיים וקרנות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הנאמנות. בעצם הגופים האלה נאלצו למכור, בין השאר, אג"ח קונצרניות כדי לקבל נזילות וההתערבות בשוק האג"ח הממשלתיות ובשוק המט"ח הקלה על מצוקת הנזילות והורידה קצת מהלחץ בשווקים. היום אנחנו רואים בסך הכל רמות דומות של מרווחים בישראל ובעולם.

שלומי הזכיר את נושא הדירוגים וגם אמיר. באמת מה שאנחנו יכולים לראות זה של-14 חברות הורידו דירוג בחודשים מרץ ואפריל 2020 ועוד 25 חברות שירדה להן או תחזית הדירוג או נכנסו לרשימת מעקב עם אופק שלילי. זאת אומרת שהיו התאמות בדירוגים אבל מדובר עדיין על 14 חברות וזה יחסית לא שיעור גבוה משוק האג"ח המקומי. מתוך כ-200 חברות שיש להן אג"ח אנחנו מדברים על 7%-7.5% שירד להן הדירוג. מכיוון אחר, התחלנו לראות גם באיזה שהוא שלב הנפקות של אג"ח. ואולם, זה לא שכל חברה יכולה ללכת היום ולהנפיק; אנחנו רואים הנפקות של אג"ח בכמות שהיא כחצי מהממוצע בשנה שלפני המשבר, ואנחנו רואים שמי שמנפיק זה החברות בדירוג A ומעלה, בעיקר חברות נדל"ן מניב, כמעט ולא רואים חברות בדירוגים נמוכים או מענפים אחרים שמנפיקות אג"ח. אז יש הנפקות ראשוניות, אבל זו עדיין לא חזרה לשגרה.

קצת במבט קדימה, וזה גם מאוד רלוונטי למתווה של רשות שוק ההון שמתייחס לתשואה לפדיון של אגרות החוב, אנחנו רואים שהיום 17.5% מהחברות ו-11.5% מהערך הנקוב, של כלל אגרות החוב (כולל גם את הגופים הפיננסים) נסחרים בתשואה דו-ספרתית. אני מזכיר שאלו הן אגרות החוב שלפי מתווה הדגל של רשות שוק ההון לא יכולות להיכנס למתווה. אנחנו עדיין ממש לא במצב הנורמלי, למרות השיפור הגדול אנחנו רואים שעדיין הרבה חברות והרבה אגרות חוב, בשווי משמעותי, נסחרים בתשואה דו-ספרתית.

אמיר ברנע

לגבי התשואה הדו-ספרתית, אתה לא מתייחס להבדלים במח"מ, כי אתה מתייחס פה לתשואה והיא כמובן רגישת מח"מ. השאלה היא אם היית בונה קבוצות אחידות מבחינת המח"מ היית מקבל את אותה תוצאה.

נדב שטיינברג

צריך להסתכל על המח"מ אבל אני כן אציין שבניגוד למצב הנורמלי, היה איזה שהוא היפוך של עקום המח"מ. זאת אומרת שהרבה פעמים דווקא האגרות הקצרות, בניגוד למצב הרגיל, היו יותר בקשיים, אבל זה נכון שפה אין ההתאמה. כן חשוב להדגיש שמרבית הנתונים שהראיתי הם של מרווחים ביחס לאג"ח ממשלתיות בעלות מח"מ דומה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

תסכים איתי שבממוצע, שינויי תשואה גבוהים בתוך קבוצת דירוג נתונה, דורש איזושהי ביקורת. האם הבעיה היא אצל חברות הדירוג או שהבעיה היא שהשוק מגיב ביתר?

נדב שטינברג

אני מסכים לגמרי, אני חושב שאפשר לקחת את שתי הזוויות. כי מצד אחד, כפי שאמרתי, מעט הפחתות דירוג ומהצד השני, כמו שראינו, אם חברות הדירוג היו מגיבות כמו השוק באמצע מרץ, בסוף אפריל התמונה כבר נראית אחרת לגמרי, ראינו שירידת המרווחים כבר קיזזה יותר ממחצית העלייה שלהם בשיא המשבר, כך שאי אפשר גם להגיד שהתגובה של השוק באמצע מרץ היא מה שמייצגת את ההתפתחויות. בגדול ממחקרים אנחנו יודעים שהשוק פחות מתייחס לחברות הדירוג, וכאשר הוא כן מתייחס זה דווקא בכיוון הזה. זאת אומרת להורדות של דירוגים יותר מאשר להעלאות דירוג. בפרט, יש מחקר של צביקה אפיק, איתי פיינשטיין וכורש גליל מבן-גוריון שמראה שהשוק בישראל נוטה להגיב בעיקר להורדות של הדירוג ובעיקר בתקופות משבר. לפיכך, היינו מצפים שאילו היו יותר הורדות דירוג גם השוק היה מגיב עוד יותר בחומרה, מעבר לתגובה להתפתחויות הכלכליות.

יבגני אוסטרובסקי

לפני שאני מתייחס למתווה, אני רוצה להציג עוד כמה אנשים שנמצאים אתנו והיו שותפים להכנה שלו. נמצאים איתנו גם בארי כספי, טל הפלינג וגיא לקן וכולם לקחו בזה חלק. בהיעדרו של משה, אציג את הדברים בכמה מילים קצרות, ואני לא בהכרח אתייחס לכל הדברים ששמענו, כשבהמשך משה יוכל להתייחס גם לעוד דברים. קודם כל, אני חושב שצריך לפתוח בשאלה – למה פרסמנו את זה? ישנן שתי תכליות לפרסום. קודם כל, ישנה תכלית הצהרתית. כלומר, המתווה נועד לייצר איזה שהוא סוג של הלך רוח, אטמוספירה, והוא מדגיש במפורש את החשיבות של דיאלוג פעיל, דיאלוג אקטיבי בעת הזו. גם אם היישום בפועל של הדיאלוג הזה הוא לא יהיה בדיוק כמו בדוגמא שיש במתווה, יש בכך חשיבות כדי לשמור על טובת העמיתים בעת הזאת. מעבר לתכלית ההצהרתית, במצב שבו המצב במשק יחמיר, לדוגמא - אני מניח שאם מחר או מחרתיים יסגרו שנית את המשק השווקים יגיבו בצורה שלילית מאוד - במצב כזה המתווה, על אף הביקורת פה, כן יכול להכניס ולייצר יעילות. יכול לספק כלים סטנדרטיים וסטנדרטיזציה לשוק – ולספק הקלה רגולטורית. כלומר, החשיבות של היעילות גוברת ככל שכמות החוב שישנו במצוקת נזילות זמנית עולה. בהמשך אפרט עוד כמה דגשים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כעת, קצת דגשים לגבי המתווה עצמו. יש במתווה שני חלקים. החלק הראשון, שהוא באמת החלק היותר כללי ודקלרטיבי, הוא לא נוקב לא ב-10%, לא ב-A ולא בכל הדברים שהוזכרו פה, אלא הוא מדגיש את החשיבות של קיום של דיאלוג בזמן הזה וזה משהו שיכול לסייע לפעמים גם בתשואות במצב של מצוקה זמנית ולא רק לפגוע בהן והמטרה העליונה שלנו בסוף זה התשואות של העמיתים. החלק הזה מראה מספר קווים מנחים לדחייה שמנוסחים בצורה אבסטרקטית. הקווים המנחים הם, באופן כללי, מדובר על תאגיד שהוא סולבנטי במובן הנכסי גם אם כרגע יש לו איזה שהיא מצוקה של נזילות. הדחייה היא ללא תספורת ועד שנה, כאשר אפשר לעשות אותה לחלק מהתשלומים או לכל התשלומים, רק בריבית או גם בקרן וכיו"ב. נדרשת תוספת ריבית או תוספת שקולה לה. אפשר למשל לא לבחור בריבית נקובה אלא בפיצוי מכל מיני טעמים - בין אם זה מנגנונים של פירעון מוקדם או דברים אחרים שיכולים להקים לזה חשיבות, כלומר אפשר גם לעשות תוספת חד פעמית שקולה. אפשר לעשות את זה בצורה של החלפה של סדרות או בצורה שקולה כלכלית, כמו למשל הסכמה לדחייה. עוד כלל מנחה חשוב וקשור לחלק מהדברים שנשמעו זה שנדרשת הגנה לנושים (העמיתים) מפני העדפה של נושים אחרים בתקופת הדחייה, איזה שהוא סוג של תניית standstill, המתייחסת לנושאים כגון רכישה עצמית, דיבידנדים, שעבוד שלילי, הקדמה רצונית של תשלום לנושים אחרים ועוד. אפשר כמובן להתעמק בעניין הזה.

החלק השני של המתווה נותן דוגמא אינטגרלית ליישום הקווים המנחים האלה בפועל. הדוגמא ליישום נוגעת ונכנסת לאספקטים נוספים, ומפרטת באיזה אופן אפשר ליישם את הקווים המנחים. אבל חשוב לי לפני שאני ניגש ומפרט עוד קצת על הדוגמא הזאת לציין שאין בזה כדי לגרוע או להפקיע משיקול הדעת שיש לגופים המוסדיים ואנחנו רוצים ומצפים שהם יפעילו שיקול דעת. בנוסף, המתווה הזה לא נועד ולא צריך לפגוע בכל מנעד הכלים הנוספים שקיימים לרשות השוק. בין אם זה הסדרי חוב, ופה במקרה של המתווה בשים לב לדרישות אנחנו אפילו לא קוראים לזה הסדר חוב ומספקים הקלה, כלומר מבחינת המתווה מדובר באיזה שהיא הסמכה חוזית לדחייה, ולא על הסדר ובוודאי שלא על תספורת. אז יש עוד מגוון של כלים והמתווה הזה לא פוגע ולא מקטין בכלל את היכולת להשתמש בהם - אלא זאת רק אופציה סטנדרטית שאנחנו מניחים על השולחן.

לגבי הדוגמא, היא אכן מזכירה תנאים שנועדו לייצר מסלול יותר "ירוק". דווקא בגלל הקושי המאוד משמעותי שיש לאבחן חברה סולבנטית, וכולם פה אני מניח מבינים עד כמה זה קשה לייצר מתווה שהוא מתאים ונכון בחרנו בקווים מנחים שמרניים בשים לב לתכלית שלעיל. יצרנו מסלול "ירוק" שמרני יחסית בשלב הראשון שהוא מתאים באמת לחלק מהתאגידים שבהם, אני חושב, אפשר לייצר

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יותר נוחות ופחות "פיק ברכיים" לוועדת ההשקעות או לגורם המוסמך בגוף המוסדי לפי העניין כשהוא דן בעניין כזה, אבל לגבי היתר ישנם מסלולים רגילים.

אחד הדברים בדוגמה הוא באמת דירוג של קבוצת A ומעלה, התנאי השני שהוזכר הוא באמת תשואה שהיא לא דו-ספרתית ויש עוד תנאי חשוב שמתייחס להון העצמי החשבונאי וגם ה-NAV שהוא מעל רף מסוים, והרף בהחלט לא שמרני באופן קיצוני. לקראת הדיון נכללו נתונים שסיפקו על הפוטנציאל בתנאים האלה, בניכוי בנקים. אבל, ראוי לציין שיש גם הרבה דקויות בדוגמא הזאת שמתמודדות, או מראות לגוף המוסדי איך אפשר להתמודד, עם חלק מהקשיים שכבר צוינו עד עכשיו בשיחה. אני אזכיר כאן רק את חלקן – למשל, לגבי תשואה שהיא דו-ספרתית וצפונה, אכן יש את התופעה שגם פרופ' אמיר ברנע הזכיר, שהיא תלויה מאוד במח"מ ועשויה להיות גבוהה באופן מלאכותי במח"מ קצר מאוד. הסיבה היא סיבה מימונית, ברגע שחוב הופך להיות במצוקת נזילות, התמחור שלו מתעלם למעשה מהמח"מ המשפטי ומתייחס יותר ל-recovery, כלומר התמחור עובר להיות יותר דומה ל-"אגרות לשקל ע.ג." ואז סדרות קצרות וארוכות מתומחרות במונחי אגרות לשקל דומה, אבל אם מתרגמים את המחיר למונחי תשואה הרבה פעמים מתקבל העקום היורד בחדות שאנחנו רואים אותו עכשיו ביתר שאת בחלק מהתאגידים, ובדרך כלל בעתות שגרה אנחנו רואים אותו רק בדירוגים יותר נמוכים. אז יש במתווה התייחסות מפורשת לכך שאם תשואה דו-ספרתית נובעת רק ממח"מים קצרים טכנית יש דרך "לפלטר" ולהתאים את זה שמפורטת במסגרתו. גם לעניין תנאי הדירוג, אם יש ירידות דירוג מתחת ל-A אבל הן התרחשו אחרי ה-1 למרץ, ועדיין ההתרשמות שזה זמני ומדובר על מצוקת נזילות, יש שם התייחסות לזה ויש פתרון. באותו אופן, אם יש בעיות של קובננטים, והזכרתם את הדוגמא של פתאל, ובאמת הם מציינים במתווה שהם מציעים להפעיל, שהם רוצים מצד אחד הקובננטים יבחנו בצורה דומה, נדחית, ועם התאמה לתקופת הקורונה, גם זה משהו שאנחנו מזכירים אותו במפורש במתווה - שניתן לדחות קובננטים פיננסיים מסוימים ולעשות עליהם התאמה ולבחון אותם תקופה מסוימת אחרי שהדברים נגמרים. אז באמת יש שם הרבה דברים שראוי להזכיר שגם יכולים להרחיב ולהגמיש את המתווה ואת הבסיס לדיון.

אבל, כפי שצינתי בהתחלה, צריך להסתכל על זה גם כסל של כלים שאנחנו מעמידים. אכן, במהלך הגיבוש שמענו גם ביקורת משני הצדדים. יש כאלה שטענו שהמתווה הזה מהווה יותר מדי, ומנגד יש כאלה האומרים שהוא בחזקת פחות מדי. אבל אני מוכרח לציין שלרוב במהלך הגיבוש בהחלט שמענו תמיכה על הכיוון ועל המתווה והצורך ושרצריך להסתכל על המתווה ככלי שאנחנו שמים בשלב הזה. אני חוזר ואומר - אנחנו לא רוצים להפקיע סמכויות של הגופים לקיום תפקידם, אנחנו לא רוצים להפקיע שיקול דעת, אבל אנחנו נותנים פה יותר "קומפורט" במצבים מסוימים. צריך גם לאזן בין

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שיקולים שונים בשלבים שונים. נמנענו מלירות כבר עכשיו בכל התותחים, אלא אנו שמים איזה שהוא כלי שהוא בעינינו, כנקודת פתיחה, הוא הכלי הנכון לעת הזאת.

מיכל אלבז

קודם כל שלום לכולם ותודה רבה על ההזמנה להשתתף בדיון. נמצאת איתנו גם עו"ד ליאור נעים ממשרד המשפטים וגם היא היתה שותפה לעבודה על המתווה הזה. אנחנו שותפים להנחה שצפויה עליה בהיקף החייבים שיצטרכו הליכים של הסדר חוב או הליכי חדלות פירעון בעקבות המשבר ומהגבלות שהוטלו בעקבותיו, לכן אנחנו נערכים להתאים את הכלים האלה למאפיינים המיוחדים של החייבים האלה בשתי דרכים. הדרך הראשונה זה עיכוב אפשרות של נושים לפתוח בהליכי חדלות פירעון והדרך השנייה זה עידוד חייבים להגיע להסדרי חוב, או לפנות להליכים של הסדרי חוב על פני חדלות פירעון. הנחת העבודה שלנו היא שהמשבר יוצר מצוקה תזרימית שבחלק מהמקרים תוכל לבוא לה פתרון כשפעילות המשק תשוב למסלול רגיל. הנחה נוספת היא שהיה מאוד קשה להיערך למשבר הזה מראש, שהקושי הכלכלי הזה נוצר בצורה פתאומית. בסוף אנחנו מניחים שהסיבות למשבר הזה הן חיצוניות ובמקרים רבים הבעיה הזאת לא נובעת מאיזשהו ניהול לקוי או מכישלון של תכנית עסקית אלא באמת מנסיבות חיצוניות שלא תלויות בהנהלה. בהתאם להנחות ולמאפיינים האלה אנחנו מגבשים, יחד עם הממונה על חדלות הפירעון ושיקום כלכלי, מסלול ייעודי לטיפול בחובות של חייבים שנפגעו מהמשבר. השאיפה שלנו במתווה הזה היא לעודד הסדרי חוב על פני הליכה להליכי חדלות פירעון פורמליים, בגלל שהחסרונות של התהליכים האלה שידועים לכולנו וכיוון שחלק מהכלים של הליך חדלות פירעון פחות רלוונטיים כשאנחנו יודעים מה הסיבות. אנחנו מגבשים כרגע תזכיר חוק, הוא בשלבי עבודה ולכן אני לא יכולה לרדת ממש לפרטים. המענה שלנו כמו שאמרתי בנוי משני שלבים, השלב הראשון הוא הקפאת מצב. הכוונה היא לצמצם מעט את היכולת של נושה לפתוח בהליכי חדלות פירעון לגבי החייב בגלל מצוקה תזרימית, ונעשה את זה על ידי הערכת משך הזמן לגיבוש חזקת חדלות פירעון. זה נעשה גם בעולם, ובמידה מסוימת זה נעשה גם בישראל עם ההפסקה היזומה בפתיחת הליכים בהוצאה לפועל ועם צמצום הפעולה של בתי המשפט. השלב הזה נועד באמת לאפשר לחייבים איזשהו מרווח נשימה, ניהול משא ומתן עם הנושה, כדי להתמודד עם המצוקה הזמנית הזאת, בתקווה שהיא זמנית. מכיוון שהארכת המועדים האלה מגבילה את טווח הפעולה של נושים, כן תתאפשר פנייה לבית משפט לקיצור התקופה בנסיבות מתאימות. החלק הזה של התכנית שלנו כבר קיבל ביטוי בתזכיר חוק שמשרד המשפטים פרסם במהלך אפריל. החלק השני של התכנית מתייחס כמו שאמרתי להכוונת החייבים להסדרי חוב. התכנית היא להוסיף באופן זמני סעד של עיכוב הליכים לתקופה קצרה לטובת גיבוש ואישור של הסדר חוב. הכיוון הוא לתת את עיכוב ההליכים הזה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לחברה שהוכיחה היתכנות לאישור הסדר חוב ושעיכוב ההליכים דרוש לה לצורך ההסדר. יחד עם העיכוב הזה יבואו הגבלות מסוימות על הפעולות של החברה בתקופה הזאת, כשהמטרה היא לאפשר לחברה להמשיך לפעול במהלך עסקים רגיל, אבל לא לעשות דברים שחורגים מכך. ככלל, המטרה היא שהנהלת התאגיד כן תמשיך בניהול השוטף אבל תהיה אפשרות לבית המשפט, במקרים מצדיקים ומתאימים, למנות מנהל הסדר שיהיו לו סמכויות קצת יותר מורחבות ממה שמקובל היום, שהתפקיד שלו יהיה לתת הגנה לנושים. זה מה שאני יכולה לספר כרגע, זה נמצא בשלבי גיבוש. אנחנו מקווים לפרסם תזכיר כשיהיה לנו משהו יותר מוגמר. בשביל להשלים את התמונה אני אציין במילה שאנחנו מגבשים הסדר דומה לחייבים שהם יחידים ולא חברות.

יאיר לפידות

שלום לכולם, מספר הערות לגבי המתווה. העניין שהוזכר כבר שנטפל בדחייה ובטיפול בלוחות סילוקין וביטחונות של חובות נוספות זה עניין הכרחי אחרת המצב של האג"ח בדרך כמובן יכול להיות מורע. נושא שלא הוזכר במתווה ואני חושב שצריך להוסיף אותו למתווה כזה, זה שנדרש במקביל לעשות מאמץ לגיוס אקוויטי לחברה עדיף בהנפקת זכויות ואם לא אז גם בהנפקות פרטיות. יש לזכור שאנחנו מדברים בחברות ציבוריות בחובות שהם Non-Recourse, להבדיל מהחייבים הפרטים שאם מולם מקפאים את ההליכים, אחרת הם לא חיים, בחברות ציבוריות יש את בעלי המניות והם לא חייבים לכסות את החובות. אנחנו צריכים שהם כדי לשמור למעשה על אופציית ה-CALL שיש להם על השווי הנכסי או על הפעילות, שזה הרי מבחינה מימונית מהות החזקת המניות בחברה בערבון מוגבל Non-Recourse, בעלי החוב לא יכולים להיות מפוצים בנסיבות כאלו במלואו בתוספת ריבית. חייבים לעשות מהלך שבו יהיה מאמץ להביא אקוויטי ככל שזה קשה, עדיין זה ניתן, גם אם זה אומר דילול במחירים יותר נמוכים של בעלי שליטה אם ישנם או אם ירצו יביאו את חלקם ואז לא יפגעו. זה סוגייה שכדי שבעלי האג"ח יוכלו לתת דחיות אני חושב, ראו עכשיו את התהליך שמתגלגל בקבוצת דלק, זה ברור שחלק מהדרישה של בעלי החוב. כנ"ל אני חושב שנדרשת תרומה, מעבר לתרומת הבעלים בהזרמה, יש עניין של וויתורי שכר של בכירים ושל בעלי שליטה בזמני הדחייה- במצב של קטסטרופה לא יכול להיות שהם ימשיכו למשוך כרגיל ויקבלו דחייה כמעט באופן אוטומטי מתוך מתווה. סוגייה נוספת שהיא מאוד פרובלמטית מבחינתי זה הנושא הזה של חישוב ה-NAV. מהו חישוב NAV? מה עושים? זה הערכת שווי של החברה? או זה לקחת את האקטיב? בחברות אחזקה ונדל"ן אני עוד מבין את זה.

אמיר ברנע

אבל הוא אמר לך במפורש שמדובר על חישוב NAV חשבונאי כלומר הון עצמי מאזני.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יאיר לפידות

אז NAV חשבונאי הוא לדעתי מאוד מאוד לא מתאים. בוא ניקח את בזק בתור דוגמא, אני כבר לא מדבר על Apple ו-Google ו-Facebook וכולי, ההון העצמי שלהם בספרים והשווי שלהם והיוון תזרים המזומנים שלהם זה שני דברים שונים לחלוטין בפערים עצומים- בזק נמצאת בהון עצמי שלילי, אבל עם שווי של 7 מיליארד ש"ח לבעלי המניות. אז כל הטיפול ב-NAV בנסיבות של חברות תעשייה, מסחר, שירותים, הייטק וכולי אני חושב שהוא יביא לאבסורדים בלבד. אני גם לא מדבר על העניין הזה שמעריכי שווי ויהיו "המלאכי שרת", יעמדו תחת לחצים בנושא של קובננטים בנסיבות כאלה וכניסה לתוך נניח מתווה שנותן להם איזשהו אוויר לנשימה יהיו תחת לחצים. הרי אנחנו מדברים שהערכות שווי וזאת הבעיה הבסיסית של IFRS, מלאות בתחזיות והנחות והערכות סובייקטיביות על הסתברויות ועל המון המון פרמטרים. בקלות ניתן לשנות את השורה התחתונה והלחץ שיופעל אני חושב בנסיבות של הישרדות הוא איך אומרים גם "מלאכי שרת" לא יעמדו בו. הערה קטנה לגבי החברות-הנושא של דירוג, אחד הדירוג מעולם לא הקדים את השווקים, השווקים רואים את הסיטואציה הרבה יותר מהר לאורך שנים ברוב רובם של המקרים וגם יש הטיה אינהרנטית נגד חברות קטנות בדירוג. כמה שהחברה יותר גדולה היא תקבל נוטשינג יותר משופעים, גם אם תכפיל חברה נתונה פי 10, עם כל הפרמטרים הדירוג יהיה הרבה יותר גבוה לחברה הגדולה אפילו אם ההנהלה של החברה הקטנה יותר טובה באמת. אז זה גם בעיה בכל הסיפור לגבי כל החברות שהן לא הת"א-35.

אמיר ברנע

אתה בעצם מדבר על הסדר חוב כולל. לא רק דחייה אוטומטית של חוב לנושים אלא הקפאה לשלושה חודשים. אתה רוצה הסדר שיכלול ספקים, בעלי מניות, מנהלים, דיברת על שכר למנהלים ובעלי שליטה ועל הנפקת מניות הכל בתקופת זמן קצרה, כאשר יש תשלום קרוב לנושים והתזרים שלרשותך בטווח המידי אינו מספיק.

יאיר לפידות

אני חושב שבאמת לתפור חליפה שמתאימה לכולם זה פרויקט כמעט בלתי אפשרי, אני אגיד, אלא זה יותר חשוב כקווים מנחים כלליים. נכון, זו סיטואציה שבה אם הדבר שיוצא ממנה זה בעיקר מרכיב הדחייה, אני חושש שמצב האג"ח הולך להיות מורע. לא יכול להיות שבחברות עם חובות משמעותיים, ימשך שכר כולל של בעלי שליטה וכולי כרגיל ובעלי האג"ח רק יתנו דחיות. בשום הסדר שינסו לבצע אחד לאחד ברור שאני חושב שזו דרישה שתהיה דרישה במפגיע של בעלי האג"ח, אחרת

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בוא נלך ונמכור את הנכסים. אני מזכיר גם את ההדגמה שהייתה בדלק עם האשראי של Citibank, איך אפשר לקחת את הנכסים על ידי נושים בעלי ביטחונות ולחסל את היתרה לטווח ארוך שפותרת את הנושים הלא מבוטחים במכירת חיסול בשיא השפל בדיסקאונט עצום על השוק במחירי השפל כי הם יכלו לכסות את חובם.

שחר עקה

אנחנו חברה שללא ספק עד לפני שלושה חודשים היינו מהחברות המובילות בטח בתחום התיירות והמלונאות, היינו בדירוג של 1A עם תזרים מזומנים נהדר ולצערנו הרב משום מקום באה עלינו הקורונה בקינן ישיר והפעילות באפריל הופסקה כמעט לחלוטין בכל העולם ורק עכשיו מתחילה התאוששות עם הרבה אופטימיות מסביב. יחד עם זאת, למרות כל הפעולות שאנחנו עושים ופירטנו אותם בדיווח המידי בצורה רחבה, ככל שנהיה מוכשרים כנראה EBITDA אנחנו לא יודעים לייצר כשאין הכנסות, לכן, אנחנו מעריכים שנהיה בהפרת קובננטים- קובננטים דרך אגב שיש אותם לבנקים ולבעלי האג"ח הם קובננטים מאוד דומים בעניין הזה. המתווה שפורסם על ידי הרשות זה מתווה שבבסיסו הוא טוב, אך מבחינתנו זיהינו שתי בעיות מרכזיות- בעיה ראשונה, זה שהוא ולנטרי, הוא לא גורף, אתה צריך לפנות לכל המוסדיים ובעצם לנהל איזשהו משא ומתן והעדפנו לא להתחיל את ההרפתקה הזו. דבר שני, הוא דוחה את תשלומי האג"ח רק בשנה ואנחנו עם הכסף שיש לנו בקופה היום ועם הפעולות שאנו עושים אנחנו מעריכים שאנחנו מסוגלים לפרוע את האג"ח בשתי החברות ללא כל בעיה. יחד עם זאת, את הקובננטים של EBITDA אנחנו לא מסוגלים לפתור יש מאיין, וההערכות שלנו עם כל האופטימיות זה שה-EBITDA יפגע מאוד בתקופה הקרובה. הבנקים בישראל הבינו את זה בצורה מאוד מהירה והשיתוף פעולה הוא מאוד מאוד טוב איתם וברור לכולם שהם לא ידרשו פירעון מידי בעקבות הפרת הקובננטים הללו. אז מה שאנחנו בחרנו לעשות זה פחות או יותר מה שגם הוזכר פה- אחד, זה גם הנפקת זכויות כדי לחזק את החברה. שתיים, יש פה ויתורי שכר מאוד מאוד רחבים- כמובן גם של בעל השליטה שמתחייב להזרים את חלקו בהנפקת זכויות וגם של כל הבכירים בחברה. הפחתות השכר הן בנוסף לויתור של דוד על שכר לחלוטין לרבעון כרגע, יש הפחתות שכר של 50% לבכירים בחברה. לכן, מה שבחרנו לעשות זה משהו שהוא הכי נכון והכי הגיוני כמו שאנחנו רואים אותו- זה בעצם לדלג על הבחינה של הקובננטים לרבעונים הקרובים, הדבר הזה נכון גם לבנקים, גם לבעלי המניות, גם לעובדים, גם לבעלי האג"ח, וכמובן לחברה על מנת שהיא תמשיך לפעול. אנחנו עושים כל מה שאנחנו יכולים לאור הנסיבות לייצר ולהביא עוד מזומנים כדי שנוכל לפרוע את האג"ח במועדו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

שחר איך השיח שלכם עם המוסדיים עד כה?

שחר עקה

הרוב הגדול של המוסדיים בשיחות איתנו ומבין את ההחלטה. כולם מבינים שאין שום סיבה להעמיד לפירעון מיידי את האג"ח.. יש פה ושם כאלו שיש להם בקשות כאלו ואחרות. אחת הבקשות ששמענו מאחד הגופים זה תוספת ריבית, אבל תוספת ריבית תגרוור אחריה כנראה גם תוספת ריבית שהבנקים יבקשו ואנחנו חושבים שזה לא נכון, זה רק יצור נזק לחברה לתת תוספת ריבית בטח ובטח שכל מה שביקשנו זה רק לא לבחון את הקובננטים, לא ביקשנו לדחות שקל אחד בתשלום החוב לבעלי האג"ח.

משה ברקת

אני אגיד רק בכמה מילים. המתווה שלנו בסך הכל במקום לדבר ולדבר, אנחנו החלטנו לעשות מעשה ולתת כלי כדי שהשוק יוכל להתקדם ולעזור לחברות כמו שהגדרנו אותם חברות סולבנטיות שנקלעות לאיזושהי בעיית נזילות זמנית. השוק לא ממש צריך אותנו בשביל הדברים האלו, אני אומר את זה בצורה גלויה כפי שאמרנו גם במתווה, אבל תמיד השוק צריך איזושהי דחיפה או מסגרת וזה הרעיון במתווה הזה. גם בקציני אשראי, הסדרי חוב וכולי כשהיינו במשבר של 2008 ואני הייתי אז ברשות ניי"ע, לא היה צריך אותנו בשביל לעשות הסדרים אבל עדיין היה צריך לקבוע איזושהו מנגנון ואיזושהי דחיפה של השוק. אם הוא עובד טוב או לא צריך גם לבחון את זה היום, אבל זה מחוץ למסגרת של הדיון היום. המתווה הזה בסופו של דבר בא להגיד, הנה זו המסגרת, זה לא המסגרת ואין בלתה, אין ספק שצריכים מתווים נוספים להסדרי חוב וצריך ואפשר לקיים בתוך המסגרת הזו פעולות שנעשות דרך השוק שאני חושב שהן הפעולות המהירות והקלות ביותר ואני יודע שכבר יש מי שבוחן אותן. אני הבנתי ששחר דיבר הרגע וזה במסגרת של החלפה. אפשר לעשות את זה גם בתוך המתווה ותחת המתווה הזה, אפשר לעשות את זה גם בדרכים נוספות. אנחנו נתנו את ההקלות שלנו וההבהרות שלנו במסגרת מה עובד ומה לא עובד מבחינתנו והקלנו גם בנושא הזה שלא כל דבר יחשב להסדר חוב ובמסגרת הזאת אפשר לתת לשוק לעשות את העבודה שלו. בגדול אני אומר אם המוסדיים היו מתארגנים על דבר כזה לבד אז אנחנו היינו מיותרים פה. אנחנו עשינו פעולה שבאה לדחוף את השוק, לכוון אותו לכיוון הזה שצריך לעשות את הדבר הזה ואקטיבית להסתכל ולנסות לראות אם אפשר בעצם במקום להגיע לתוצאה אחר כך שהיא בעייתית ולא רצויה אז לפעמיים מגיעים לנקודות שבהן אנחנו מהר מאוד יכולים להתכנס ל-"Lose Lose". אנחנו רצינו למנוע את הנקודות האלו של ה-"Lose Lose" ולתת אוויר לנשימה לחברות שבאמת זה מגיע להן ומכאן ואילך הגמישות היא מאוד

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רבה גם לגבי פרוצדורות משפטיות, גם לגבי תנאים וכך הלאה. זה מה שרצינו לעשות - מסגרת, אני בטוח שיבגני גם הסביר את הדבר הזה. בכל מקרה הדבר הכי חשוב היה לעשות משהו כדי שהדברים יתחילו לזוז קדימה ולא שנמשיך לדון ולדבר מה המעורבות ומה הדברים שצריך לעשות בלי לתת שום כלי לשוק.

שמוליק ארבל

שלום לכולם, תודה שהזמנתם אותי.

אני רוצה להתחיל ולהגיד שאני מאוד שמח על היוזמה והמתווה של רשות שוק ההון. אנחנו יודעים שבעשור האחרון הגופים המוסדיים מהווים כמחצית מהאשראי העסקי, בין אם זה הסחיר והלא סחיר, ולהערכתי ככאלה יש להם אחריות.

אם נסתכל מתחילת המשבר נראה שבעצם מי שעבד מתחילת המשבר ועשה מהלכים כדי לאפשר ולהקל על החברות והתמודד עם הסיטואציה הזו אלו הבנקים, ובעצם מאז תחילת המשבר הגופים המוסדיים לא רק שלא סייעו, אני יכול להגיד שאפילו במקומות מסויימים החמירו את המצב; כך למשל ראינו קריאה מיידית לפירעון של ניירות ערך מסחריים שהכניסו חברות ללחץ, ראינו שלא ניתן היה לגייס כסף חדש, עסקאות שלאומי קידם עם גופים מוסדיים והיו על סף חתימה למימון כזה או אחר, הגופים נסוגו ברגע האחרון ופנו לשוק הסחיר כי שם נפתחו מרווחים וזה פחות הטריד אותם אם הלקוח או החברה שהייתה צריכה את המימון בסוף קיבלה פתרון או לא. למעשה, מתחילת המשבר אנו נמצאים בתהליך מול החברות של לדחות חלויות בכל מגוון העסקים- הקטנים, הבינוניים, הגדולים ועשינו זאת לאלפי חברות. בנוסף נתנו Waiver והעמדנו אשראי חדש, בין אם זה במסגרת הקרנות והעסקים קטנים-בינוניים של המדינה ובין אם זה אשראי עסקי רגיל. לכן, אני חושב שהסיטואציה הנוכחית והמתווה, שמבחינתי אומר שגם הגופים המוסדיים נכנסים "מתחת לאלונקה" ונושאים באחריות, כמי שמהווים 50% משוק האשראי העסקי, במטרה לעזור לחברות לצלוח את המשבר הזה, זו יוזמה וכיוון מאוד נכון וצעד נוסף בהתבגרות של השוק הזה ובהבנה שלו שיש כאן סכומים והשפעה מאוד גדולה של ההתנהגות של השוק הזה על החברות.

אני רוצה להתייחס למתווה עצמו. אני חושב שלאפשר תתאפשר דחייה של תשלומי אג"ח רק לחברות בעלות דירוג A ועד 10% תשואה שנתית, זה מתווה מאוד מצומצם. אני חושש, שכמו שלעיתים מאשימים את הבנקים שאנחנו אוהבים לתת כסף לכאלו שלא צריכים – יאישמו את שוק ההון. בסוף, צריך לייצר מצב שבו נעזור לחברות שצריכות אשראי והן צריכות את העזרה כדי לעבור את התקופה הזו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני מסכים עם שחר שדחיית חלויות בשנה לא באמת נותנת פתרון ולא באמת עוזרת. אם רק נדמיין חברה שתיקח את החלויות של השנה הקרובה ותעביר את כולן לשנה הבאה, האם באמת בשנה הבאה החברה יכולה לשאת בנטל כפול של חלויות שוטפות? אם כולנו נעשה את זה אנחנו רק דוחים את הקץ בשנה. מה שאנחנו עשינו כשדחינו חלויות שוטפות - לקחנו חלויות של שישה חודשים קדימה והעמדנו אותם לסוף תקופת ההלוואה. זאת אומרת, אם זו הלוואה שעמדה לעשר שנים אז אם עכשיו זה יהיה לעשר וחצי שנים והחלויות יגיעו לפירעון בתום העשר שנים בשישה תשלומים, זה מה שעשינו במרבית ההלוואות כדי באמת לעזור.

האלטרנטיבה הנוספת, במקביל למתווים של הקרנות בערבות מדינה, זה לקחת את החובות של התקופה הקרובה ולדחות אותם לשנה קדימה ואחר כך לחמש שנים בתשלומים. אני חושב שגם ב-2021 חלק מהשפעות המשבר הזה עוד יהיו ולכן חברות לא יוכלו לשאת בנטל כפול של תשלום חלויות.

אני גם רוצה לציין, אם הבנתי נכון, את המתווה במונחי ריבית. לדוגמא, חברה שיש לה אג"ח של 100 מיליון שקל ומבקשת לדחות חלויות של שישה חודשים בסדרי גודל של שבעה-שמונה מיליון שקל, עשויה לשלם תוספת ריבית של אחוז על כל ההלוואה? אם יש איזושהי יתרה של כמה שנים טובות אז עבור הדחייה הזו היא עוד עשויה לשלם שישה-שבע מיליון שקל רק בשביל הזכות לדחות את החלויות האלו? בעיניי זה לא מידתי, אם לזו הייתה הכוונה.

אני גם רוצה להגיד עוד מילה אחת לגבי ההתייחסות לנושים אחרים ול-Stand Still. אנחנו, בחודשיים האחרונים, קיבלנו החלטות לדחות חלויות שוטפות של הלוואות ולא התננו את זה בקבלת אישור כזה מהגופים המוסדיים ומהאג"חים, כי ידענו שכל התניה כזו תכניס את החברות לתהליך מאוד ארוך ומורכב שלא בטוח שאגב הוא יצליח בסוף. הבנו, שאם אנחנו באמת רוצים לעזור, ה-Stand Still הזה או הדרישה ל-Stand Still לגופים, לחברות עסקיות שעובדים עם הרבה מממנים היא דרישה מאוד כבדה ולא בטוח שהרבה יוכלו לעמוד בה.

לכן, בהנחה והמתווה וולנטרי, ואני מבין שהוא כזה, לכן חשוב להסתכל מי החברה, מי ההנהלה, איך היא מנהלת את העסקים שלה, איך היא מתמודדת עם התוכניות העסקיות שלה בתקופת המשבר, איך היא נערכת ואם משתכנעים שיש פרטנר לתהליך הזה. אם אנו חשים נוחות, אני חושב שצריך ללכת בדרך הזאת של הדחייה ולא להתעקש על ה-Stand Still כי לפי דעתי זה יעכב הרבה מאוד מהמקרים שהגופים המוסדיים ירצו לתת דחייה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

באופן כללי, אני שמח על המתווה ואני חושב שהוא יעזור גם לנו במערכת הבנקאית אם נדע ששוק ההון, נמצאים יחד איתנו בתהליך הזה של לעזור לחברות לצלוח את המשבר. לדעתי גם לנו זה יקל ויתרום לקבלת ההחלטות שלנו בנושא הזה.

חנן מור

צהרים טובים, אנחנו גם בוגרי משבר 2008 ואני חושב שהמהלך ששוק ההון עשה משנת 2008 להיום מצביע על העוצמה שלו. הידע שיש היום בגופים המוסדיים בניהול החוב בבטוחות שהם לוקחים ובדירוג החברות הפנימי שלהם אני חושב שהוא מאוד חזק ואנחנו גם רואים מה קורה כאן אחרי חודש וחצי שהמשבר פרץ, כל תשואות האג"ח ירדו, וראינו גם בסקירה של בנק ישראל את ההשפעה של הברגות אני קורא לה של ניתוח מה זה עשה לנדל"ן בשנת 2008 לעומת איך שזה נתפס היום. החברה שלנו בונה בעצם פרויקטים יזמיים בארץ ומתחמי מסחר רחוב. אני יכול להגיד שאנחנו חזרנו לפעילות מלאה בכל המרכיבים של העשייה שלנו עם ביקושים חזרה של רכישות ועשייה, כך שמבחינת הפעילות שאני מזהה, צריך לזהות אם יש פה משבר נזילות קבוע או זמני שהיה חודש וחצי. כשאני מסתכל על החודש וחצי של הנזילות אני מצפה שלחברות תהיה האחריות המלאה לניהול תזרים המזומנים שלהן והאחריות שלהן על התשלום במידה וזה זמני כמו שזה היה. אני חושב שזה תפקיד ואחריות החברות לטפל בחוב, לשלם את החוב לפני כמעט כל דבר אחר בתפיסה שכמו שאנחנו רואים את זה גם ב-2008 וגם עכשיו ובכלל. לכן, התפיסה שלי היא תפיסה שיש פה אחריות של חברות ואני כן מזדהה פה עם יאיר אולי קולגות שלי יכעסו עליי קצת, אבל במידה ויש פה איזשהו שינוי שנובע מבקשת חברות להסדרים מסוימים אני חושב שחברות צריכות לעשות קודם כל את כל מה שהאחריות עליהן - קיצוצי שכר, כל מה שצריך ורק אחר כך לבוא לשוק בבקשות להסדר כך או אחרת. לא כך הדבר לגבי קובננטים ופה אני דווקא מזדהה עם שחר בעניין הזה. אני חושב שקובננטים הם פינה שתופסת כרגע בצורה זמנית משבר והן לאו דווקא בקשה לפריסת חוב או שינוי בהחזרי החוב, לכן בעניין קובננטים אני חושב שנדרשת גמישות גבוהה יותר כי הם לא מצביעים על הפעילות העסקית ועמידה אל מול הדברים האלו. אם אני מנתח את העניין אני חושב שצריך לנתח לאן המשבר הולך ברמה הענפית, אני חושב שיש שחקנים מדהימים בשוק ההון אנחנו פוגשים אותם שיוצאים לנהל את זה. גם מתווה הדגל שהוצע כאן אני חושב שהוא מראה את הברגות, דקלרטיביות, לאן, מה הכיוון, רוצים לכוון כיוון חיובי, גם משרד המשפטים פנה לחברות הפרטיות וזה סך הכל מצביע על רצון אמיתי שהכלכלה המשותפת של כולנו תצא נכון מהדבר הזה. אני חושב שנדרש דיון כזה אולי עוד חודש או עוד חודשיים. אם המשבר הופך להיות משבר כלכלי עם נזילות קבועה אני חושב שזו משמעות אחרת מדיון שתופס אותנו עכשיו שההרגשה היא שזה הולך להיות רק ענפי בקצה וגם פה אולי חברות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

תעופה ומלוונות שגם אני מאמין שיתאוששו. בעניין הנדלי"ן בכלל שני דברים - נדלי"ן מניב בסוף היום צריך לנתח את הביקושים וההיצעים ואז את המשמעויות לגבי הנזילות. אנחנו בימים אלו רואים שהבנקים חוזרים ומממנים פרויקטים למגורים כי ברור לכולנו שיש בעיית ביקושים ונדרש לייצר דירות. לא מזהים בעיית נזילות במימון פרויקטלי. לגבי מימון חברות, אני מצפה מחברות שלא התמנפו מעבר לנדרש בתאגיד שלהם כך שהם לא יכולים לשלם את החוב שלהם שנובע משחרור עודפים בפרויקטים. נקודה אחרונה, בפתח הדברים נאמר כי החברות קיבלו ארכה של חודש ביכולת שלהם לדווח את הדוחות הכספיים וצוין שאולי זה מצביע על מי שמדווח מאוחר על קשיים. אני רוצה להגיד לך שזה ממש לא ככה. המשבר תפס את החברות האלו בדיוק על סוף השנתי שלהן, גם ככה רבעון ראשון נדרש חודשיים לדווח את הדוחות של הרבעון הראשון. כל החברות כולל אני ניהלנו ניהול של מערך רב ממדי של התייחסות לסיכונים, הערכות אפילו תכניות המשך אל מול התפתחויות צפויות, ניהול הדירקטוריון בצורה צפופה - כינסנו את הדירקטוריון פעם בשבועיים-שלושה ולכן תשומות הניהול, הבנות של הראשים שלנו חשבות היו בבתים שלהם ואני אומר לך היום כיו"ר הקבוצה נתתי הנחיה: קודם כל בואו ננהל את התקציבים, היומיומיים שלנו, איך אומרים נטיס את המטוס בבטחה ועכשיו את הדיווח לא יקרה כלום אם נדווח קצת אחרי, כשיש לנו את הזכות הזו עבור המשקיעים שלנו.

אמיר ברנע

משה, שתי שאלות לי אלייך. אחת, אנחנו מבינים את המתווה הדקלרטיבי שקשור למתווה, באיזה מידה מתווה זה מכסה דירקטורים? נאמנים? נניח שנאמן או המשקיע מוסדי מחליט לאמץ את המתווה ומאפשרים לחברה דחייה שכפופה להנחיה הכללית של המתווה. בא בעל אגרות חוב ותובע את הנאמן או את דירקטור המשקיע המוסדי על זה שהוא לא דרש לפירעון מידי עקב נאמר הפרת קובננטים או בו החברה לא עמדה בתשלום שהייתה חייבת בו. באיזה מידה ההנחיות שלך מזכות את הדירקטורים בחברות המשקיעים המוסדיים, בחברה עצמה ואת הנאמנים. שאלה שנייה, בנק גדול דיווח, בדיווח מיידי, על הפסד של שלוש מאות מיליון ברבעון. כמעט סוף מאי כאשר הבנק היה מודע לתוצאות כבר כנראה בתחילת אפריל. זה משהו שמטריד אותי. קיים פיגור בדיווחים מיידיים באופן שאיננו משקף משקיעים בזמן אמיתי את מצב החברות, שלא לדבר על אסימטריה באינפורמציה בין אנשי פנים למשקיעים בשוק ההון. גם חנן מור שדיבר עכשיו מציין שדחו את נושא הדיווחים, אני רוצה לדעת האם החברות של חנן מור נכון ל-31.03 עומדות להפגיע בתוצאת הרווחיות שעדיין לא דווחה אך ידועה לחברה. יש הרגשה שנושא הדיווחים פשוט הוזנח.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משה ברקת

קודם על השאלה השנייה זה קל לי מאוד כי אתה מבלבל בין תפקידי הקודם לתפקידי הנוכחי, אני כבר לא ברשות ני"ע ואני יכול רק להצטרף אלייך לגבי הדרישה של מידע יותר עדכני. בחברות הביטוח דרשנו התייחסות לנושא הקורונה וכן הלאה.

לגבי השאלה הראשונה גם כן לא שאלה קשה מדי, כי התשובה היא מאוד ברורה. אני לא יכול להוריד מכולם את כל הצרות על הראש, אני יכול להוריד להם צרה אחת מהראש וזו הצרה שלי - הרגולציה. הורדתי להם את הצרה של הרגולציה מהראש, הם יודעים שאם הם פועלים לפי המתווה שלנו הרגולטור לא בא אליהם בטענות, כל הגורמים האחרים יש להם שיקול דעת מלא, זו בסופו של דבר החלטה שלהם. אם יש חשש להעדר נזקים כמובן שלא נכנסים, ברוב המקרים אין לנו שום חשש של העדר נזקים כי מלכתחילה האוכלוסייה צריכה להיות כזו שלא צריכה להיות בעיה כזו. אם משהו רוצה להשתמש במתווה כאיזשהו "נמל מבטחים" זה לא ניתן, אני נותן רק "נמל מבטחים" לגבי ההתייחסות לנושא הרגולציה.

גת מגידו

אני חייבת להתייחס לשתי אמירות שהיו כאן. אני מודה שלא נוח לי בתור איזשהו ייצוג של מוסדיים לשמוע שאנחנו לא פעלנו באחריות, אני לא חושבת שזה נכון ואני לא חושבת שאנחנו והבנקים "חובשים את אותו כובע" על אף ששתי הקבוצות האלו הן קבוצות שונות אשראי, לנו יש עמיתים וציבור. שאל הרגע אמיר את שאלת השאלות גם מבחינת השקיפות שאנחנו מצד אחד לא מקבלים בצד של החברות שהבנקים יהיו תמיד כמה צעדים מתקדמים יותר מהבחינה הזו ובצד השני השקיפות שאנחנו זוכים לה מבחינת חשיפה לכל מה שאנחנו מאשרים, כל צעד שאנחנו עושים הוא שקוף לחלוטין תמיד והחשיפה שזה מייצר זו מן הסתם חשיפה שהיא הרבה יותר גדולה מהחשיפה שמייצרת המערכת הבנקאית. אגב אם נדבר על דלק קבוצה אז לא ראינו את אורך הרוח ששמוליק הזכיר כשלבנק לאומי יש חוב עם בטוחה שהיא יותר מפי שתיים כמעט פי שלוש מהחוב, לא ראינו את אורך הרוח הזה, ראינו משהו אחר לגמרי. הדבר השני לגבי האמירה שחבל שהמתווה הוא וולנטרי. זה מחבר אותי פשוט לאחד הדברים שלי באופן אישי ולפסגות הפריע במתווה הזה והוא אולי יפתיע את מר ברקת או את המשתתפים, אבל לנו מאוד הפריע שבכלל יצא המתווה, כי בעיניים שלנו מה שכתוב שם זו העבודה ברמה הכי בסיסית שלנו וזה דווקא לא תוקף את המתווה. כל הדברים שהמתווה מעלה על הכתב בסך הכל מאוד נכונים וכנראה שיש דברים שהיינו מוסיפים וגם אנחנו היינו בשיח פתוח על זה עם הרשות, אבל בעיניים שלנו כמו שהמפקח על הבנקים לא הוציא מתווה לבנקים, אנחנו לא חושבים שאנחנו צריכים שיוציאו לנו מתווה, לי זה נתן תחושה שלצדדני אני גם מקבלת את הפידבק הזה בסופו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

של דבר, כמה שחשבתי על זה, זה אפילו מצליח להפתיע אותי שמצופה מאיתנו שלא יהיה לנו שיקול דעת. הרי יש בזה משהו אבסורדי, לקחת לנו את שיקול הדעת באיך אנחנו מטפלים בחוב. אז כמובן טוב שהמתווה הזה הוא רק איזושהי הכוונה ובא במטרה מאוד טובה ולא לקחת את שיקול הגעת מהמוסדיים וזה ממש לא צריך להתפרש ככזה. כל האירוע הזה של הקורונה זה לא סתם עוד האטה כלכלית או מיתון ותמיד אפשר להגיד שהאירועים האלו באים באופן הפתעתי. אבל המקרה הזה הוא באמת מקרה חריג בסיפור שלו ולמרות שבכל חברה שיש בה נושים מובטחים בכירים יותר ונושים נחותים אז הנחותים בהגדרה לוקחים יותר סיכון ואמורים לקבל על זה פרמיה יותר גבוהה, אבל באירוע כזה אני לא חושבת שנכון לצפות מנושה נחות לגלות יותר סובלנות ולוותר על דברים. אחד הדברים שמאוד חסרים לדעתי במתווה הוא כל הנושא של ה- Stand Still שהוא לא רק כלפי נושים לא מובטחים אלא גם מול נושים מובטחים וגם לא רק צופה קדימה אלא גם ביום הראשון. זאת אומרת, שנגיח אם חברה מבקשת מאתנו לדחות תשלומים אז צריכה להיות כאן איזושהי הרמוניה ושותפות ואז אני חושבת שגם למוסדיים יהיה יותר קל לקחת בה חלק שהיא גם של מערכת הבנקאית, גם של מי שנותן חוב פרטי ואנחנו לא יודעים עליו וכמובן של החוב הסחיר והציבורי. מה שזה אומר שאם אנחנו מוותרים בין אם זה על קובננטים ובין אם זה כמו שמצוין במתווה - דוחים תשלומים של קרן וריבית אז אנחנו יודעים שבתקופה של הדחייה לא יכול להיות שנושה אחר, לא משנה מה הבכירות שלו, יפעל אחרת ואם הוא יפעל אחרת אז לכל הפחות תבוטל ההטבה שאנחנו נתנו. אנחנו לא יכולים למצוא את עצמנו במצב שנתנו לנו איזושהו מצב שאנחנו מקבלים אותו לפעמים רק בעל פה, מה שברור שזה בלתי אפשרי לעבוד על מצב שניתן בעל פה והוא לא דבר כתוב וציבורי, ובמידה ולצורך העניין הבנקים ישנו את דעתם אנחנו נישאר עדיין בתוך ה- Waver או אנחנו נישאר עדיין בתוך אותה דחייה ובעצם נהיה כלואים בתוכה. זה דבר מאוד חשוב, אני חושבת שזה אחד הדברים החשובים ביותר. אם אני צריכה לתת לזה תיעדוף, לקחת את האירוע הזה וכן להבין שללא קשר לבכירות, וזה בסדר אף אחד לא רוצה להפר הסכמי מימון עם בנקים וברור שאם יש תזוזה ב-LTV או צריך לחזק את הבטוחות הם כנראה יפנו ויבקשו, אני לא חושבת אחרת. אבל לא יכול להיות שנושה נחות יישא יותר בעול ושבסוף התהליך הוא ימצא את עצמו שמצבו הורע יותר, זה סיכון גם סיכון משפטי - אפרופו פנייה של עמיתים, וזה לא צריך להיות ככה וזה לא נכון כלכלית. לכן, לי יש תחושה שהמתווה הזה ועוד פעם בגלל שלא הייתה פה עשייה משותפת ואני מניחה שיש קשיים לעשות אותה או משהו של המדינה במסגרת תכניות סיוע לתת כתף לכולם בצורה הרמונית ומשותפת ואז זה הרבה יותר מקל על הדבר הזה. הדברים שהזכיר יאיר לפידות אני מצטרפת לכולם. הסיפור הזה של הזרמות הון, שאל אמיר אם זה לא אומר שאנחנו כבר מבקשים לעשות הסדר? בסופו של דבר ברור שיש המון בירוקרטיה בהסדר ומנסים לעשות כאן דברים יותר מזורזים נקרא לזה בגלל גודל השעה, אבל האחריות לא קטנה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כשגודל השעה גדול, אנחנו נשמח להוריד בירוקרטיה אבל זה לא יכול לפגוע בתהליך. התהליך יכול להיות מהיר יותר הוא עדיין צריך להיות מאוד מדויק ומאוד מסונכרן. לכן, הסיפור הזה שבייחוד בישראל שיש כל כך הרבה חברות עם בעלי שליטה, זה לא סביר שהעמיתים, בסופו של דבר העם, יישא בנטל ולא תהיה תרומה של משכורות, בונוסים ולא רק של רבעון אגב, אלא ממש בצורה מאוד חופפת עם הלימה מאוד ברורה כולל הזרמות משמעותיות - כמה הם מוכנים לשלם על האופציה הזאת.

עוד דבר, הסיפור הסקטוריאלי, מדברים על תכניות הסיוע אני מניחה שכל נושה וכל בעל מניות מנסה לחשוב, "משחק פוקר" גם עם המדינה וגם עם תכניות הסיוע, כי אם אתה עכשיו תזרים המון כסף או תגיע לפתרונות מאוד נוחים עם הנושים שלך יכול להיות שיגידו לך הסתדרת, כוחות השוק סידרו ולא יבוא כסף מהמדינה. אז אני מניחה שכולם "משחקים פוקר" סביב הסיפור הזה, אבל עוד פעם אני לא חושבת שמן הסתם יש התפלגות כזאת של חברות שנפגעו יותר וחברות שנפגעו פחות שהיא מאוד הגיונית וסבירה באירוע הזה, אבל הנקודה בסופו של דבר היא שהנשיאה בנטל צריכה להיות מאוד מאוד הרמונית וזה לא ממש המצב כרגע.

אמיר ברנע

איך את מתרשמת משיתוף פעולה בין המוסדיים, הנושים? כשאת באה לשיבות או לדיון בנושא המתווה לגבי חברה ספציפית, האם את חשה בחילוקי דעות בין הנושים שיקשו על קבלת המתווה.

גת מגידו

קודם כל בין הנושים בעיקרון אין שיח. זאת אומרת, מוסדיים לא מדברים אחד עם השני. יש איזושהי הוראה שמאפשרת איזושהו סוג של תיאום כשזה חוב יותר בסיכון אבל זה הגבלים עסקיים, אני לא יכולה להרים טלפון למתחרים שלי ולשאול אותם מה דעתם או מה הם עושים.

אמיר ברנע

איך יכול להיווצר קונצנזוס בנתונים האלו, הסכמה בין הנושים? איך ייווצר? הרי כל המתווה הזה בא להציע הסדר וולנטרי בין נושים מצד אחד, החברה מצד שני במתווה הכללי הזה. איך נוצרת ההסכמה אם אין הידברות?

גת מגידו

יש הידברות עם החברה, אין הידברות בין הנושים. אנחנו לא יכולים ביחד לתאם עמדות ולבוא עם עמדה אלא אם זה במסגרת של נציגות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

הרי ההסדר הזה הוא במקום נציגות, במקום הליך של חדלות פירעון.

גת מגידו

אם בסופו של דבר המתווה הזה גורם לחברות לחשוב שמישהו שהוא במקרה הרגולטור, שלדעתי זה בכלל לא מה שהרגולטור התכוון אבל זה המסר שעבר בעיניי. לדעתי חלק מהחברות פירשו את הדבר הזה שהנה בא הרגולטור ואומר למוסדיים אני מצפה מכם בגלל גודל השעה.

אמיר ברנע

ואת מתנגדת לזה כמובן?

גת מגידו

ברור שאני מתנגדת לזה. אני גם לא חושבת שזה מה שהרגולטור התכוון, בפועל זה תופעת לוואי של זה אבל זה מה שקרה. אני לא חושבת שאני צריכה להסתובב בתחושה של איזה נושה נחות לא בגלל הסדר הנשיתי אלא בגלל היחס כלפינו.

אמיר ברנע

נכון.

גת מגידו

זה לא צריך להיות כזה. דרך אגב, העובדה שיש כל כך הרבה שקיפות, העובדה שהעיתונות מתעסקת בזה רק מחלישה אותנו. זה הופך להיות אפרופו מה שאתה מדבר על הידברות שההידברות היא בעיתון.

אמיר ברנע

אם כל נושה במשא ומתן נפרד עם החברה יגיע להסדר נפרד.

גת מגידו

לא, לא יגיע להסדר נפרד.

אמיר ברנע

אז איך זה מתקדם?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גת מגידו

אנחנו אומרים את עמדתנו, החברה באה מדברת איתנו, אנחנו אומרים את עמדתנו, היא עושה סוג של שופינג ובסוף מגיעה לאיזשהו מתווה שהיא מאמינה שהוא סוג של מכנה משותף המיטבי ותהיה אסיפה. יש מחזיקים גדולים, יש מחזיקים קטנים והדברים האלו הם חלק מהשגרה שלנו, גם של החברות הן יודעות לנהל את הדברים האלו מצוין כפי שהמוסדיים יודעים להתנהל באירועים האלו.

אמיר ברנע

כנאמן אני יכול לוותר למשל על הפרה של קובננט.

גת מגידו

לא.

שמוליק ארבל

אני לא יכול להתייחס לשום אירוע ספציפי בחברה ספציפית. באופן כללי, אני יכול לומר שאני עשירי וחמש שנה בבנק לאומי וזו פעם ראשונה שהגעתי לבית משפט. זה רק יכול לתת לכם איזושהי תחושה, עד כמה אנחנו לא משתמשים בכלים האלו כמשהו שגרתי.

גת מגידו

אני חושבת שלצערי יש יותר מידי, אני חושבת שאחד הדברים שצריך לטפל בהם זה התפיסה של איך מסתכלים על המוסדיים כנושים וזה העבודה שלנו, אנחנו לא יכולים לחכות שאחרים - לא הבנקים, לא החברות וגם לא הרגולטורים שלנו יעשו לנו את העובדה, זה לגמרי אחריות שיושבת על הכתפיים שלנו. חלק מהפעולות האלו הן פעולות כדי לשים את עצמנו במעמד כזה שיתייחסו אלינו בכבוד שמתייחסים לנושים אחרים ולא יבואו אלינו אחרונים ולא רק כשיש בטוחה כי זו מערכת יחסים - בפעם הבאה החברה תבוא להנפיק והיא תצפה שאנחנו נסמוך עליה וניתן לה כסף. אני חושבת שמהאירוע הזה אני מודה בזה בסופו של דבר, אין לי תחושה טובה מזה אבל זה מה שצריך ללמוד מהאירוע הזה וזה אחריות רק של המוסדיים לתקן את הדבר הזה וזה רק בזה שהם יתנהלו בצורה מאוד אחראית על הדבר הזה ולא יתיישרו מהציפיות האלו שיש מהם לנהל ככה את החוב אלא בצורה מאוד אסרטיבית כי זאת טובת העמיתים שלנו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

צבי סטפק

לגבי המתווה אני חושב שבתור הצהרת כוונות או משהו וולנטרי אין בו שום דבר רע הוא רק יוצר בעיה אחת שהוא לא מכסה אחוז יותר מידי גבוה של החברות כי אם הדירוג הרלוונטי הוא A ומעלה אז יש הרבה מאוד חברות כמו בנקים, חברות ביטוח שאני חושב שהן לא רלוונטיות לנושא הזה. אם נעשה חישוב מדויק נראה שהוא לא מקיף חלק מהותי מן השוק ולכן נצטרך להוריד את הדירוג לדירוג יותר נמוך אולי גם להתייחס לחברות שבכלל לא מדורגות, וחברות שלא מדורגות הן לא בהכרח חברות שלא רצו דירוג מסיבות של חששות. אני רוצה להתרכז בדברים שאמרו יאיר לפידות, גת מגידו וחנן מור. זה בהחלט חלק אינטגרלי שצריך להיות בכל שיח עם חברות שנוקדות להארכת הפירעון של החוב בשנה, לא רק שיקצו במשכורות של הבכירים, שגם לא יחלקו דיבידנד שגם לא יעשו Buy Back תוך ניצול מחירים נמוכים של המניות. ולא זה בלבד, אלא שיעשה ניסיון להנפיק מניות זכויות כדי לחזק את המבנה ההוני ו/או לתת הלוואות בעלים שתהיינה נחותות לחובות הקיימים. אפשר להגיד עוד הרבה דברים לגבי המתווה, אבל אני חושב שהדברים הגדולים באמת נאמרו כאן. אני רוצה לצאת רגע מהמסגרת שאנחנו כל הזמן מתייחסים אליה של המתווה ולהגיד את הדבר הבא: המתווה באופן סמוי מתייחס למשבר כאל משבר זמני, ויכול להיות שהוא זמני ולכן הוא מציע הארכה של שנה. אבל אף אחד לא יכול להגיד בוודאות שזה מה שיהיה, אף לא אחד יודע מה יהיה אורך המשבר ועומק המשבר וכמובן שזה שונה מענף פעילות אחד לענף פעילות שני. ולכן הנושא של הארכה בשנה לא בהכרח יפתור את הבעיה, החברה יכולה למצוא את עצמה עם בעיה יותר קשה בעוד שנה. שוב, אני אומר שאנחנו לא יודעים אבל זו אפשרות שאי אפשר להתעלם ממנה. ולכן הפתרון בעיניי שהוא הפתרון המהותי צריך להיות שתקום קרן של הממשלה של האוצר ובנק ישראל שגם מוסדיים יוכלו להשקיע בה. הקרן הזו תאפשר לחברות שמועד הפדיון של האג"ח הוא בטווח של 3 שנים ולא שנה בגלל הדברים שאמרתי, להנפיק אגרות חוב חדשות שהן תשמשנה, כמובן כפוף להתניות שאמרתי מקודם, כמקור נזילות לחברה, ושבאמצעות הגיוס, החברה תעמוד בהתחייבויות שלה ב-3 השנים הבאות. הקרן הזו תצטרך להיות בערבות מדינה בשיעור שצריך לקבוע אותו ואני חושב שגם מוסדיים, גופי חסכון לטווח ארוך, יכולים להיות חלק מהקרן הזו ואפילו גם קרנות נאמנות וגם משקיעים פרטיים. ברגע שתהיה ערבות מדינה לדבר הזה, זה יאפשר לחברות גם לממן את ה-3 שנים הקרובות מבחינת ההתחייבויות שלהן. אני חושב שזה פתרון הרבה פחות מסורבל, הוא יחסוך הרבה דיונים בין המוסדיים לבין החברות וזה בעיניי הפתרון שעונה על הבעיות של המצב הנוכחי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משה ברקת

אני רוצה להתייחס לשני דברים שנאמרו: אחד לגבי השתתפות של גורמים נוספים כמו האוצר, בנק ישראל. צריך להבין שחוף ממה שאמרתי עד עכשיו לגבי המטרות של המתווה, אחת המטרות שהיו שם ביקשו מבנק ישראל להתערב בשוק האג"ח הקונצרני ואני חשבתי שזה לא נכון וזה מוקדם מידי. לא בגלל שבאתי להגן על כספי משלמי המיסים כי גם זו מטרה, אבל זו לא הייתה הסיבה. אני חושב ששוק ההון צריך להיות בוגר ולתפקד בזכות עצמו ולהפעיל את כל המנגנונים. אם יאיר לפידות אמר פה קודם דברים לגבי זה שקודם כל החברות יסדירו את עצמן, זה נכון בכל מצב, לא רק במצב של משבר, אבל על אחת כמה וכמה זה נכון שהשוק צריך קודם כל להסתדר בעצמו ולא כל פעם שיש איזשהו hiccup אז צריכה להיכנס הממשלה או בנק ישראל. את המתווה הזה בנינו בצורה כזאת שמחר בנק ישראל יכול לרכוש אגרות חוב דרך המתווה ואז נוסף אלמנט למתווה של הדחייה שבוא נניח שהמוסדיים מחליפים אגרת חוב והם מקבלים אגרות חוב חדשות. 90% מזה ילך למוסדיים 10% יבוא בנק ישראל ויקנה מהמוסדיים. וזה דבר שדובר עם בנק ישראל ו-AI- ומעלה זה בדיוק מה שבנק ישראל הגדיר כתיאבון שלא להיכנס בשלב הראשון וזה נבנה בצורה הזו שבנק ישראל יכול להרגיש נוח לבוא ולהיכנס. אף אחד לא מצפה שבנק ישראל יכנס לאגרות חוב שאחר כך הוא יצטרך להתעמת מול הבנקים במרוץ הנושים. אז נכון שאפשר לעשות את זה גם אחרת, שבנק ישראל ייתן את זה למנהל חיצוני וכך הלאה אבל אנחנו נתנו פתרון אחד שבנק ישראל יכול להיכנס בצורה נוחה. גם עם האוצר יש לנו הבנה שאם היו נוצרות קרנות מנוף, קרנות חוב וכך הלאה, הן היו יכולות להחליף את בנק ישראל או להצטרף לבנק ישראל ולקנות תחת המתווה הזה. וכמו שאמרתי, המתווה הזה היה יריית פתיחה, אם היינו רואים שהמצב מחריף, סביר להניח שהיינו מתחילים לבחון עכשיו את גבולות הגזרה. אבל צריך להבין דבר אחד, אנחנו לא מתייחסים לכספי העמיתים שמנוהלים ע"י המוסדיים ככספי חילוץ וזה דבר שצריך להיות ברור והציבור צריך להבין אותו. מהצד השני, אנחנו לא רוצים להיקלע יותר מידי מאוחר לסיטואציות שאחר כך יהיה קשה להרים אותם. אני לא רוצה להביא פה את הביקורת שלי לגבי הסדרים כאלה ואחרים ולמה המוסדיים מכניסים את עצמם מלכתחילה לסיטואציות שאחר כך הם יצטרכו לחשוב איך הם מוציאים את עצמם מהסיטואציות האלה, זה לא המקום. אבל המתווה הזה מגיע כדי למנוע הגעה למצב של lose-lose ולייצר משהו שהוא אפקטיבי, כלי שישמש לא להכנסה למצבים שהם יותר בעייתיים אחר כך. אני חושב שהוא דבר שהוא לא בהכרח משהו שרגולטורים רצים לעשות אותו בכל העולם אבל לנו יש מצב מיוחד. אותו הדבר, גם קציני האשראי שרשות ני"ע עשתה ב-2008, זה לא הדבר הטבעי שרשות ני"ע עושה אבל לפעמים צריך לבוא ולהניח בפני השוק כלים ואני בטוח שהמוסדיים יודעים לעשות את זה בעצמם ואני בטוח שעם הדחיפה שלנו זה רק עוזר לעסק הזה. אני לא חושב שנוצר איזשהו נזק, זה יצר רק תועלת. וגם משיחה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלי עם חברות אני חושב שבסה"כ הם רואים שיש פה התקדמות ויש כוונה לפתור בעיות זמניות. אם זה בעיות יותר משמעותיות, ויכול להיות שאנחנו נקלע לבעיות יותר משמעותיות, אז גם לזה יש פתרונות ויש גם לזה דרכים להתמודד כולל הסדרים שיגיעו לכאן, ויגיעו הסדרים, אין לי שום ספק. גם לזה צריך לייצר את הראייה שלו ואת המתווה שלו ברגע שנראה שיש סיבה להתערב. כרגע אנחנו מסתכלים על הדברים אבל המתווה הזה לא נועד להחליף שיקול דעת של המוסדיים להיפך, אנחנו נתנו למוסדיים משהו שידחוף אותם. זה לא שאמרנו למוסדיים: בואו תתחילו לדחות לכולם. היו רעיונות שאני חושב שאלה רעיונות שמהר מאוד צריך לזנוח אותם והם באו בשלב מאוד מוקדם של דחייה גורפת חצי שנה או שנה. אני חושב שאלה רעיונות מאוד מסוכנים. ב-2008 הציע את הרעיון הזה אליעזר פישמן. אני חושב שמי שמעלה רעיונות מהסוג הזה, זה הרבה יותר מסוכן ובעייתי מאשר לבוא ולנהוג עם השוק באופן טבעי במנגנונים של השוק. אני חושב ששוק מתפקד זה הדבר הכי חשוב, ואם אפשר להשתמש במנגנוני השוק אז זה עדיף מאשר ללכת לצעדים משפטיים כאלה ואחרים. אפשר להוסיף לסל הכלים את הצעדים האלה אבל כל דבר תלוי במתי נדרש ואיך נדרש.

אסף חמדני

אני לא רוצה להתייחס למתווה, בין השאר כי דנו בו מספיק. אני רוצה להגיד כמה דברים אחרים שנוגעים בנקודות בתפר שבין הבנקים למוסדיים. ראשית, אני לא בטוח שכשאנחנו מדברים היום אנחנו יודעים האם המשבר הוא משבר נזילות או משבר אחר. אני רוצה לדבר שניה על מה קורה אם זה לא משבר נזילות. יש הנחה שאומרת שהתפקיד של דיני חדלות פירעון זה לעודד שיקום. זה נכון, אבל בהנחה, ואני מקווה שלא נגיע לשם, שיהיו עסקים שיגיעו לסוף דרכם בגלל המשבר, אז תפקיד נוסף של דיני חדלות פירעון הוא לסנן כמה שיותר מהר בין עסקים שניתן לשקם לכאלו שהגיעו לסוף דרכם, וזה מביא אותי לנקודה קצת שונה. ככל שאנחנו מדברים על חברות גדולות--וכולם דיברו פה על חברות גדולות שיש להן נושים בנקאיים ואג"ח--אני לא בטוח שצריכה להיות איזה שהיא התערבות. בסופו של דבר, וזה דבר שעלה כאן, אז נכון שיש קונפליקט בין מובטחים ללא מובטחים, אבל בגדול נושים פיננסיים מתוחכמים לא ימהרו לדחוף חברות להליכי חדלות פירעון אם כולם מפסידים מהדבר הזה. חלק גדול של הקשיים האמיתיים בתחום חדלות פירעון במשבר הזה יבואו דווקא מהעולם של החברות הקטנות הלא ציבוריות שלא יכולות לעשות גיוס הון במצב חירום ואין להן נגישות לשוק ההון. כעת אני רוצה להגיד כמה דברים על גופים מוסדיים ומחזיקי אג"ח, שהם שני דברים שונים. אז קודם כל גופים מוסדיים בניגוד לבנקים, התפקיד שלהם זה למקסם תשואה לעמיתים ולא להחזיר את החוב ולכן עם כל הכאב בדבר, אם גוף מוסדי חושב שהמשבר הזה הוא הזדמנות כדי להשתלט על חברה, הוא צריך להשתלט על חברה. הוא לא צריך להיכנס מתחת לאלונקה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

והוא לא צריך לעשות שום דבר דומה. מבחינתי, כשאני חוסך לפנסיה בגוף מוסדי, אני פחות מוטרד מיציבות שוק האשראי או שיקולים דומים, אני יותר מוטרד מהתשואה שתהיה לי. דבר שני, צריך לזכור שבשוק האג"ח יש שחקנים שהם לא גופים מוסדיים. אז נכון שעכשיו הם מתחת לפני השטח אבל חלק משכלול של שוק האג"ח זה קרנות חוב ואם תבוא מחר קרן כזאת, והיו פעם קרנות כאלה, וירצו להתנהג באופן אגרסיבי עם חברות, אני לא בטוח שאנחנו צריכים לעצור אותן. בסופו של דבר, כפי שמסבירים אנשי מימון, יש הבדל בין חוב סחיר לבין חוב לא סחיר. אחד מהסיכונים שאתה לוקח בתור מנפיק חוב סחיר זה הסיכון שלא יודע מי יעמוד מולך השלב שבו אתה תגיע לשלב האחרון, שבו יהיו קשיים בעמידה בהתחייבויות. ונקודה אחרונה למשרד המשפטים, אני לא בטוח אם אתם לא עוברים מקיצוניות אחת לקיצוניות שניה, אחרי וועדת אנדורן התפקיד היה לדחוף חברות להליכי חדלות פירעון. אז חשבו שזה הדבר המצוין, הדבר היום זה לא לדחוף חברות להליכי חדלות פירעון ואני חושב שכמו שדברים אחרים אולי הדבר הנכון באמת זה לתת לבתי משפט יותר כלים לעשות בעצמם את הסינון הזה ואני מדבר על החלק השני של ההצעה מיכל ולירון, ולא דווקא על החלק הראשון.

דן אבנון

שלום לכולם, תראו זה ידוע שבשוק ההון כל אחד מדבר מהפוזיציה והייתי צריך להגיד כאן תנו למחזיקי אגרות החוב לנהל את העניינים שלהם ולהחליט בצורה פרטנית באיזה חברה לפרוס ולדחות או לשנות ובאיזה לא. אבל העמדה שלי היא עמדה הפוכה. אני חושב שהמתווה של רשות שוק ההון הוא בהחלט בכיוון. לפני שאני אפרט את העמדה, וחס וחלילה אני לא רוצה להיכנס רק להצביע על שני שדות מוקשים שקיימים לנו:

הראשון, רגולטורים שונים שמתעסקים באותו עניין ולכל אחד מהם זווית שונה ועניין שונה. אני חושב שזה לא לעניין וצריך להיות פה אחד של הרגולטורים. בטח כשאנחנו מדברים על נושא כמו אגרות חוב והסדרי חוב.

והשדה מוקשים השני שאני בטח לא רוצה להיכנס אליו, קשה לי מאוד לא להתייחס לא לדלק ולא לפתאל שאנחנו ממש נמצאים בתוך זה. אני רואה את ההשפעה המשמעותית של התקשורת ואולי זה שווה דיון נפרד בפורום הזה פעם אחרת על ההשפעה שלהם על גם על הדוחות הכספיים על הסדרי חוב ועל עוד הרבה היבטים בשוק ההון אבל כמו שאמרתי אני ממש לא רוצה להיכנס לזה.

שלומי שוב

אתה מדבר על ההשפעה של התקשורת על הדוחות הכספיים ?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דן אבנון

בטח, על איך תתייחס התקשורת על דוח הכספי שיצא ככה או אחרת, אז בוא נכוון את זה מראש ככה שלא נחטוף.

המתווה של רשות שוק ההון הוא בהחלט בכיוון הנכון ולכן אני מסכים גם המתווה וגם עם התוספת של רשות ני"ע.

אנחנו מבקשים מהרגולטור להתערב ברגע שיש כשל שוק, אם אין כשל שוק עדיף שהרגולטור לא יתערב. האם יש כאן כשל שוק או שאין קשה לדעת. אבל, לא כדאי לנו לקחת את הסיכון שבדיעבד נגלה שטעינו אז הרבה מאוד ערך יופחת וירד לטמיון.

בכל פעם שיש לנו דבר חקיקה אפשר להביא איזה שהיא דוגמה שמראה את ההיפך. צריך להסתכל על הרוב המכריע, צריך להסתכל על המסה הגדולה של החברות הרלוונטיות ולהתעלם מזה שאנחנו יודעים שיהיו טרמפיסטים שלא היה מגיע להם להנות מההקלות. ואנחנו יודעים שיהיו כאלה שמגיע להם להנות מההקלות אבל הם לא נתפסו כי לפני 17 שנה היה הסדר חוב של אותו בעל שליטה או התשואה שלהם הייתה עשר וחצי ולא תשע וחצי, תמיד יהיו כאלה. אבל צריך לקבוע את הכללים וצריך לעזור לשוק בעת הזו מפני שאני רואה מהזווית שלי שקשה להגיע להסדרים. כאמור תמיד אפשר להביא דוגמה הפוכה אני אתן לכם את דלק אנחנו מציעים למחזיקים אגרות החוב הסדר היום 45 ימים או פחות מהיום שמונתה הנציגות – זה חריג. בדרך כלל הסדרים או שינוי שטרי נאמנות לא נקרא לזה הסדר לוקחים הרבה זמן. אבל עדיין קיים הכשל הזה שקשה להגיע להסדר חוב בגלל שאנחנו צריכים להקים נציגות, בנציגות יש אינטרסים שונים, המחזיקים עצמם יש להם אינטרסים שונים. פרופ' אסף חמדני הזכיר כאן את העובדה שלא רק המוסדיים נמצאים בעולמות האג"ח. מי שקנה אג"ח ב30 אגורות יש לו עולם כלכלי שונה ממה שקנה אג"ח בשקל, לא מעניין אותו למצות את ההחזר למחזיקי אגרות החוב אם ההחזר יגיע בעוד 3 שנים אחרי ששנתיים לא הייתה סחירות כי העמידו לפירעון מיידי. אם אתה מוסדי אתה אומר לא אכפת לי כל כך הסחירות, תן לי להגיע למיצוי ההחזר גם אם זה בעוד 3-4 שנים בתנאי שאני מקבל את הריביות. העולם של המחזיקים האחרים הוא עולם אחר, שני העולמות האלה מקשים על הגעה להסדר. אני נוהר מלהציע בכלל שאולי לתקופה מסוימת צריך להקל על הגעה להסדרים באופן שהרוב שנדרש להסדר יהיה רוב רגיל של המחזיקים ולא רוב מיוחד כמו שיש לנו היום. הזכיר קודם פרופ' ברנע את השאלה אם לנאמן יש אפשרות לוותר על קובנט. אז לא רק שאין לנו אפשרות לוותר על קובנט יש היום הוראה בחוק שאומרת שאם יש הפרה של קובנט אני חייב – אין לי שיקול דעת, אני חייב לזמן אסיפת מחזיקים שעל סדר יומה פירעון מיידי. זה עצמו מאיץ את ההידרדרות של החברה. תוותרו על הסעיף הזה. תוותרו עליו לדעתי לתמיד,

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אבל בטח תוותרו עליו לשנה או לשנתיים. הוא לא עוזר לנו, הסעיף הזה בא מחשש שיהיו הסדרים שנמשכים הרבה זמן – זאת לא הבעיה שלנו כרגע, הבעיה היא הפוכה, צריך לתת לחברות זמן להשתקם, איזשהו פסק זמן. נאמר פה קודם שיש לנו או משבר נזילות לזמן קצר או משבר לזמן ארוך אבל אם יש לנו רק משבר נזילות ולא משבר לטווח ארוך אז לא כדאי שהרבה חברות יקראו בגלל המשבר הזה, תורידו מאיתנו את הצורך לפנות לבית משפט.

אמיר ברנע

זה שינויי חקיקה כל הדברים שאתה אומר, זה לא קשור לתווי. זה מחייב שינויי חקיקה.

דן אבנון

בוודאי.

אמיר ברנע

מה אפקט המתווה ללא שינויי חקיקה ? מה הערך שלו ?

דן אבנון

הערך שלו הוא שהוא מתווה את הדרך למוסדיים. הוא אומר למוסדיים חברים תגיעו להסדר. ואני רואה את זה בדיונים של הנוכחיים, יש לזה משמעות. רשות שוק ההון - ממה שאני רואה היום - הרבה יותר מעורבת היום מאשר בעבר. למרות שאני לא חלק מהגופים שתחת הביקורת שלה אני רואה את הפעילות שלה אני רואה את הדרישות שהם דורשים מהמוסדיים, תוך כדי ההסדר לתת הסברים וזה חשוב וזה מועיל וזה מדרבן להגיע להסדר, להגיע להבנות. ההבנות האלו לדעתי הם ברוב המכריע של המקרים טובות יותר.

אמיר ברנע

דן סליחה, אותי לא שכנעת, התחלת בזה שיש ניגודי עניינים בין הנושים. עכשיו יש פה הסדר, מדוע ההסדר פותר את הבעיה הזאת ? איך הוא פותר את הבעיה של ניגודי עניינים בין הנושים באפשרות להגיע לפתרון מוסכם ?

דן אבנון

בסופו של דבר, מצביע הערך הנקוב. מי שיש לו יותר ערך נקוב הוא זה שיקבע את ההסדר. אבל ההנחה שלי היא שהסדר או נקרא לזה הסכם כי לפעמים זה אפילו לא הסדר במובן של החוק הוא עדיף. הפוקוס לדעתי צריך להיות ודיבר על זה גם צבי סטפק על תקופת הגרייס או תקופת הביניים, לראות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שבתקופה הזאת נושה אחר לא משפר מצב, שאין שום חלוקות גלויות או סמויות, שאין עסקאות עם בעלי עניין. גם לפידות התייחס לזה, אנחנו צריכים לשים את הפוקוס גם על הוצאות הנהלה וכלליות בהסדר הזה לראות שאף אחד לא מנצל את ההזדמנות כדי לדדור את מצבם של מחזיקי אגרות החוב באותה תקופת גרייס שאנחנו מדברים עליה.

שלומי שוב

דן שאלה קטנה לי אליך, תגיד נגיד במקרה של פתאל עכשיו שהיא מבקשת את הוויתור על הקובננטים למעשה יהיה מוסדי מרכזי שלא מסכים אז מה זה תוקע את הכל ?

דן אבנון

נכון אנחנו צריכים כאן לשנות שטר נאמנות, אנחנו צריכים כאן את ההסכמה של הרוב, לא של רוב אלא של 75 אחוז משטר הנאמנות ונראו בפתאל הדוגמה היא קיצונית מפני שיחד עם המתווה הם בד בבד איתו הם באו עם הצעת זכויות, הם מזרימים כאן הון – לא כל חברה יכולה לעשות את זה והם עושים את זה. ועדיין אם דיברתי על ההשפעה של התקשורת, תראו את הכתבה שהייתה בדה מרקר שקטלה את ההצעה שלהם – קשה לי להבין את זה, ואני יודע שיש לזה השפעה.

צביקה אקשטיין¹

המדיניות של הפד וגם בנקים מרכזיים אחרים מאופיינת בשני אמצעים כאשר הריבית הקצרה באפס או מעט שלילית: 1. קניה של אגח ונכסים אחרים בערבות ממשלתית – בארה"ב זה אג"ח מדינה ו MBS מבוטחות על ידי הממשלה כדי להשטיח את עקום תשואות חסרות סיכון. כמו כן לעשות עסקאות החלף על מטבעות מרכזיים דרך בנקים מרכזיים. בנוסף עסקאות ריפו בהיקף גדול כדי לספק נזילות ושמירת הריבית אפס בשוק הכסף בין מוסדות בארה"ב וביתר המדינות. 2. במצב של זעזוע משמעותי נוצרים מרווחי ריבית בין נכסים ממשלתיים או מבוטחים (ריבית חסרת סיכון) לבין אגח או הלוואות לסקטור העסקי. כדי לצמצם מרווחים אלו הפד רוכש ישירות נכסים אלו באמצעות מכרזי שוק. ב 2008/9 התוכנית המשמעותית ביותר הייתה של commercial papers של חברות גדולות מדורגות גבוה. זה נעשה גם עתה. התכנית החדשה היא קניית תיקים מאוגחים עם הלוואות לחברות קטנות ובינוניות שמדורגות נמוך יחסית. כדי לבצע צריך דירוג והפד קיבל הון למקרה של פשיטות רגל

¹ הדברים נוספו לאחר הדיון.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מהממשלה. מדיניות חדשה זו הורידה משמעותית את המרווחים להלוואות לחברות קטנות. זה מעודד בנקים לתת הלוואות ולהוריד מנכסי סיכון על ידי האיגוח.

מאחר ואין בישראל חוק איגוח ודירוג אשראי של עסקים קטנים ובינוניים והבנקים לא יכולים לאג"ח תיקי הלוואות לחברות אלו אזי בנק ישראל לא יכול לנהל מדיניות של הורדת מרווחים חריגים כפי שעושה הפד. החוק מגביל את בנק ישראל לקנות נכסים סחירים וללא שוק איגוח זה לא נעשה. באירופה גם ה ECB יעול ועושה מהלכים כמו הפג במסגרת תוכניות LTRO. מדיניות הריפו לשלוש שנים לבנקים המגובה באג"ח חברות סחירות תוך מחויבות הבנקים לאשראי לעסקים קטנים זו מדיניות טובה אם תהיה בהיקפים משמעותיים. אבל זה פחות אפקטיבי מהמדיניות של הפד. גם בהיקף וגם בהשפעת הרוחב על הורדת מרווחים בשוק. לכן יש חשיבות גדולה לפיתוח שווקי האיגוח הסחירים בישראל. יש הצעת חוק מ-2011 אשר כבר עודכנה פעמיים. חבל שזה לא נעשה.

במידה והמרווחים עלו מעל נורמה סבירה - להבנתי המרווחים בארץ מתחת הנורמה - אם לא יש מקום להתערבות ישירה. אוסיף שאני המלצתי קניה שח אג"ח קונצרני בכמות לא גדולה של דירוג גבוה כדי לחזק יציבות של השוק ולאזנת רצינות בנק ישראל.

דוד האן²

אני שמח ומברך על מפגש המוחות המכובד, כתמיד, ב"פורום שווי הוגן" והפעם לשם חשיבה משותפת על אתגר החובות בשוק ההון בעידן הקורונה. ברשותכם, אני מבקש להתייחס למספר עניינים.

בהתייחס לדברי שלומי שוב:

מסכים עם היות "מתווה הדגל", שוב (ולא בפעם הראשונה בענייני משברי חובות) מופנה ספציפית לאג"חים, ולא לנושים אחרים – וזה עלול ליצור חוסר שיווי משקל ביחסים בין הנושים לבין עצמם; זה גם לא בהכרח פותר את כל תחלואיה של החברה.

אני מצדד במהלך של waiver תקופתי לקובננטים מסויימים (דוגמת EBITDA), פשוט משום שקשה לי לראות מה עשויים הנושים להפיק באופן אפקטיבי בעת הנוכחית מהפעלת זכויות עקב הפרת קובננטים אלה בשל המצב והאטת הפעילות הכלכלית בענפים תעשייתיים מסויימים. ההמתנה, עם

² הדברים נוספו לאחר הדיון

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

המחילה על הקובנטים הללו לעת הזו, נראית לפי שעה כצעד מושכל ורציונלי. גם חנן מור התייחס לכך בדבריו, ואין לי אלא להצטרף אליו ולהסכים בנקודה זו.

אשר ליוזמות בארה"ב למעורבות ממשלתית ברכישת אג"חים בשוק (וכן בהתייחס לדברי יאיר לפידות בעניין הצורך בהזרמות והשקעות הוניות מצד בעלי שליטה) – אציין גם כיוון אפשרי שונה שמדינות מסוימות באירופה (איטליה, גרמניה, ספרד) שוקלות כיום להנהיגו לתקופת המשבר הנוכחי: תמרוץ בעלי שליטה לממן ולספק תזרים ממקורותיהם באמצעות השעייה זמנית של כללי הדחיית חובות – דבר שיעודד מימון בעלים בערוצי חוב. דבר זה עשוי להיות גם ערוץ חלופי/משלים למעורבות ממשלתית בשוק החוב. ואם תישאל השאלה מדוע בעלי שליטה לא יזרימו הזרמות הוניות – אז כדאי להיות מציאותיים: זה פחות אטרקטיבי ורבים מהם לא ימהרו להזרים. יש גם שיקולים נוספים – דילול אחזקות רוחבי ושינוי יחס החזקות, שיקולי מיסוי ועוד. לכן, אם רוצים מבחינה מעשית וריאלית לתמרץ את בעלי השליטה להזרים, שוקלים כעת בארצות אחרות כאמור, להתגבר על האמוציות ולפעול במתכונת מתמרצת עניינית. כמו כן, צריך לשים לב שאם גורם חיצוני היה נרתם למן חברה בקשיים או בהליכים – הוא היה זוכה דווקא לעדיפות על פני נושים קודמים. לכן, לעודד בעלי שליטה להזרים בעת המשבר הנוכחי באמצעות "מניעת הדחייה" (להבדיל ממתן עדיפות) אינו מתווה מופרך.

ביחס ליוזמת החקיקה המוצעת של משי' המשפטים:

עיכוב הליכים מכוח החוק, ללא צו שיפוטי – לטעמי, דבר זה ראוי להיות מלכתחילה דרך המלך להבראות במדינה שחפצה בהבראות באמת (יש מה ללמוד בעניין זה מהאמריקאים והקנדים). חבל שהוא לא נכנס לחוק כאלמנט מרכזי ושגרתי. אנחנו מדברים "הבראה ושיקום", אך בפועל כל הזמן חושדים בחברות ודורשים יותר מדי בקרות מינהליות ושיפוטיות. במקום מהלכים עסקיים, פרו-שוקיים, להבראה שרק נתמכים במשפט להתגברות על כשלי שוק, אנחנו ממשפטים בכוח את הליכי חדלות פירעון והסרים. מישפוט יתר = החלשת הדינמיקה העסקית. היא פחות קולחת.

באשר להצעת המתווה/תזכיר בדבר עיכוב הליכי אכיפה (ללא מינוי בעל תפקיד) בשלב שבו כבר מתגבש הסדר חוב ואפשר לבחון אותו בבית המשפט ולקדמו לקראת אישור בבית המשפט – הכיוון הוא טוב. אי מינוי בעל תפקיד – כבר שנים אני קורא ליישום זה של Chapter 11 בישראל, ובמערכת החקיקה גילו עד כה שמרנות יתר בעניין זה. עם זה, לצערי הרב, אופן הפעלת רעיון זה הוא לטעמי בשלב מאוחר מדי, ועל כן לא מספק. הרעיון הוא טוב, אבל העיתוי עלול להחטיא את המטרה. בעניין זה אני חוזר ליסודות ולמושכלות בסיסיים של התחום כולו: עיכוב ההליכים אמור להגן על החברה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מפני התערבות או אכיפה של נושה כזה או אחר החל מראשית ההידברות שלה והמשא ומתן שלה מול נושיה. הוא דרוש בדיוק בשביל לקבל "שקט תעשייתי" לצורך המשך ניהול העסק מצד אחד, ובמקביל לו – ניהול משא ומתן ענייני עם הנושים, ללא "תקיעת מקלות בגלגלים" מצד מי מהם. אם לא יהיה עיכוב הליכים בשלב הזה, וזה יגיע רק אחרי מספר חודשים (ואפילו מספר שבועות), כש"העוגה כבר אפויה" והמשא ומתן כבר מייצר הסדר שקרם עור וגידים – כי אז הצורך בעיכוב ההליכים משלב זה ואילך הוא מעניין, אך כאמור עלול להיות מעט מדי ומאוחר מדי. השלב הרגיש והפגיע מבחינת החברה הוא קודם לכן – בעת המשא ומתן המוביל אל המטרה של ההסדר. לכן, כבר שם נדרש עיכוב ההליכים. זהו דבר חיוני.

בנוסף, עיכוב הליכים לבדו לא יספיק מול חברות תפעוליות שנכנסות לסחרור. צריך כלים נוספים, כפי שנכנסו מאז תיקון 19 לחוק החברות בשנת 2012 (כמו שמירת תוקף של חוזים וכיו"ב), גם כשלא מתמנה בעל תפקיד. בקצרה: הגיע הזמן להנהיג בישראל Chapter 11 האופן מקיף. לא באופן חלקי, לא "מעין", לא "כאילו". פשוט נדרש לצלוח אחת ולתמיד את הרוביקון ולעשות זאת. זה ישנה וירכך את כל הגישה בשוק לעולם ההסדרים.

כשאומרים שמשרד המשפטים מקדם עכשיו "עיכוב או הקפאה של שלושה חודשים" של זכות נושים לנקוט הליכי חדלות פירעון, זה לא לגמרי מדויק. מדובר רק להאריך את זמן התגובה לדרישת תשלום של הנושה, בטרם תיווצר לטובת אותו נושה "חזקת חדלות פירעון" שמכוחה הוא יבקש לפתוח לחברה הליך חדלות פירעון. אולם הנושה יכול לבקש פתיחת הליך גם בהתבסס על הוכחת חדלות פירעון בדרך של ביסוס NAV שלילי, או בעיית תזרים, ולא בהכרח רק על בסיס החוב האישי כלפיו. כל עוד יוזמת החקיקה של משרד המשפטים לא משעה באופן רוחבי ומלא את זכות הנושה לבקש פתיחת הליך חדלות פירעון, בשל כל אחת מעילות אלה, המלאכה לטעמי היא חלקית בלבד. זה נכון שמדינות מסויימות בעולם חושבות כרגע בקווים דומים ליוזמה הנוכחית של משרד המשפטים בעניין זה. אולם לעומתן, מדינות אחרות הולכת על השעייה גורפת של זכות הנושה לפנות לבית המשפט, ולא רק בגין "חזקת חדלות פירעון". אני מצדד בגישת מדינות אלה.

הצעה נוספת, וכאן אני נוגע בנקודה שעלתה גם על ידי חברי פרופ' אסף חמדני: הכיוון הכללי בשיח כיום הוא מיתון האכיפה הדווקנית. לטעמי, זהו כיוון נכון ומבורך, אשר עשוי להועיל לכל הצדדים – גם החברה וגם הנושים. אנחנו בעד הידברות. אולם כדי להשלים את הכיוון האמור ולהסיר חרב מתהפכת מעל ראשי החברה ונאמני האג"חים כאחד – דומני שהגיעה העת לבטל את סעיף 35(ד2) לחוק ניירות ערך (שנוסף דרך חוק חדלות פירעון, לפי המלצת ועדת אנדורן) המחייב את נאמני האג"ח

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לנקוט הליכי אכיפה ולפתוח נגד חברה שאירע לה default תשלום (אפילו בודד) הליך חדלות פירעון מלא ורשמי בבית המשפט תוך 45 יום. זו אכיפה דווקנית ונוקשה. היא ממש מנוגדת לכיוונים ולהלך המחשבה הכללי הנשמע כאן ובכלל בעת הזו. זהו סעיף שספק אם צריך היה לחוקקו באופן נוקשה ודווקני מלכתחילה. אולם, בעת הזו – ודאי שאין לו מקום. נכון יהיה להסירו מן החקיקה, ויפה שעה אחת קודם.

שלומי שוב

אנחנו מתקרבים לסיום ואני רוצה ברשותכם להתחיל ולסכם את הדיון. תראו מהזווית שלי ממה שאני מתרשם מהדיון ואני יחסית אובייקטיבי אני מקווה, אני חושב שיש חשיבות שיוקם איזשהו צוות שמורכב מכל הרגולטורים – שזה גם רשות ני"ע וגם רשות שוק ההון, גם משרד המשפטים גם בנק ישראל וכו', ויחשבו ביחד על איך מייצרים פה פלטפורמה, וזה יכול להיות בהחלט ברוח המתווה לאור מה ששמענו יום, שהיא מספיק פלקסבילית כדי להיות מתאימה למצבים המשתנים. כמו שהבנו לכל חברה ולכל מקרה יש את הייחודיות שלו ולא באמת ניתן להכניס את כולם להסדר אחד. אני חושב שזה משהו שהוא נכון ואם אמיר זה מצריך שינוי חקיקה אז כן, זה מה שצריך לעשות. אנחנו בתקופה קשה והממשלה צריכה צעדים משמעותיים לפחות בכל מה שקשור להתאמת כללי המשחק – רק תסתכלו מה קורה בארה"ב עם ההחלטה של הפד לקנות אג"ח קונצרניות – מי בכלל חשב שזה יקרה.

אמיר ברנע

רשות שוק ההון עשתה מעשה אמיץ להציע מתווה שמנחה מוסדיים איך להגיע לפשרות במקרים ספציפיים שמקבלות לכאורה "אור ירוק" מצד הרגולטור. כלומר נלקח משוק ההון תפקיד ההסדרה ע"י התווית מתכונת איך להגיע להסדר. אימוץ המתווה נבע מההרגשה שאנו במשבר לא מוכר וכל עוד המשבר לא נפתר ולא נראה סופו ובחשש מכשלי שוק הרשות לוקחת על עצמה את תפקיד "הבוגר האחראי". יש חשש לכשל שוק, יש חשש להשפעת דומינו שיכולה להביא לאובדן ערך ולכן הרשות עשתה דבר נכון. השאלה היא שוב מה ערך המתווה אם אינו מכסה את הנאמן ואת הדירקטורים. התקווה הגדולה היא שבקרוב המשבר יהיה מאחורינו ואז רשות שוק ההון תמשוך את המתווה ותמשיך לתת לשוק ההון לתפקד כמו שהוא תיפקד עד היום.

שלומי שוב

אני רוצה להודות לכל המשתתפים, אני חושב שהיה דיון מרתק. מבחינתי זה שאנחנו כמרכז בינתחומי, כתכנית חשבונאות, מצליחים ככה לאגד את כולם, לקיים דיוני עומק כאלו עם כל הזוויות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בזמן אמת – זאת תעודת כבוד. אני רוצה להודות לסטודנטים המדהימים של התכנית, המצטיינים, שמכניס את המפגשים האלו – זאת עבודה קשה וזה לא מובן מאלי. אני מקווה שבחודש הבא נוכל לחזור למתכונת הרגילה ולחיבור האנושי שמאפשר, אין מה לעשות, למצות את הדיונים טוב יותר, גם אם פחות נוח. תודה לכולם.

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il