

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש יוני 2016:

"פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון וההשלכות על המשך הנפקות האג"ח של חברות הנדל"ן האמריקאיות"

רקע

בשנים האחרונות אנו עדים לתופעה מתרחבת של חברות נדל"ן אמריקאיות אשר מגייסות כסף בישראל באמצעות הנפקת אגרות חוב. עד כה גייסו חברות הנדל"ן הזרות בישראל כ- 9 מיליארד ש"ח וחברות נוספות החלו להיערך לגיוסים בהיקף של מאות מיליוני שקלים.

מודל ההנפקה¹ הינו ייחודי ומבוסס על חברת אחזקות המוקמת מטעמים משפטיים ומיסויים באיי הבתולה. אל תוך החברה החדשה מעביר היזם שורה של נכסים הממומנים באמצעות הון עצמי וחוב בנקאי בכיר. ההון העצמי של החברה המנפיקה מבוסס על כל הנכסים הבודדים שאוגדו כשכל אחד מהם משמש בטוחה להחזר החוב הכולל, וכנגדו מגויס חוב "שכבה שנייה" בישראל. איחוד ההון העצמי של נכסים בודדים לקבוצה אחת מאפשר לחברת האחזקות החדשה שהוקמה להיות בעלת איתנות פיננסית גבוהה בהשוואה לאיתנות של כל נכס בפני עצמו וכך מאפשר ליזם לגייס חוב בריבית נמוכה יותר.

התשואות אשר נסחרות אגרות החוב של חברות הנדל"ן הזרות גבוהות יותר מאלו של החברות הישראליות ועדיין נמוכות משמעותית מהתשואות אשר אותן חברות היו נדרשות לשלם אילו היו מגייסות כסף בארה"ב. אחת הסיבות לכך טמונה בעובדה כי לא קיים מוצר של אג"ח קורפורייט לחברות נדל"ן בארה"ב. המודל בארה"ב עובד על שותפות בקרנות מזנין. בהלוואות מזנין התשואה הנדרשת גבוהה יותר בבסיסה ועל כן קיימים פערים. יחד עם זאת, המודל של החברות הזרות המנפיקות בישראל מעלה שאלות לגבי מודל אג"ח הקורפורייט של חברות הנדל"ן הישראליות לרבות בהשוואה של רמות המינוף בין החברות הישראליות לזרות וכושר ההחזר.

בדצמבר 2015 גייסה חברת אורבנקורפ הקנדית כ- 180 מיליון ש"ח בבורסה בתל אביב. אורבנקורפ הינה חברת ייזום נדל"ן קנדית בבעלות אלן ססקין. החברה פועלת בטורונטו ועוסקת בפיתוח, שיווק ומכירה של פרויקטים למגורים, בהשכרה של נכסים מניבים ובייזום והפעלה של מערכות גאותרמיות בבנייני מגורים שבנתה. בשונה מהמודל בו משתמשות רוב חברות הנדל"ן האמריקאיות, אורבנקורפ הונפקה כחברה בע"מ משיקולים משפטיים ומיסויים הקשורים לחוק החברות בקנדה.

¹ ראו מצגת מצורפת של רוי"ח גל עמית.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

האג"ח של אורבנקורפ דורגה ברמה של A3 על ידי חברת הדירוג מידרוג וריבית ההנפקה היתה 8.15%.

זמן קצר לאחר ההנפקה החלו להתגלות בעיות בניהול החברה וכן מידע שהוסתר לכאורה על ידי החברה בעת תשקיף ההנפקה. במהרה החלו להיסחר האג"ח של החברה בתשואות “זבל” של כ- 50% ודירוגה הופסק על ידי מידרוג.

בדומה לשטרי הנאמנות של חברות הנדל"ן הזרות שהנפיקו בישראל, גם בשטר הנאמנות של אורבנקורפ נקבע כי כל הליך משפטי יתנהל בישראל תחת הדין הישראלי. לפני כחודש, הגיש בעל השליטה באורבנקורפ בקשת הקפאת הליכים לחברות הבנות (אשר אינן מחויבות להליך משפטי בישראל ומחזיקות במרבית הנכסים) לבית המשפט בקנדה.

בימים האחרונים לאחר פניה של עו"ד גיא גיסין, שמונה על ידי בית המשפט למנהל מיוחד באורבנקורפ, קבע בית המשפט בקנדה כי הליך חדלות הפירעון ינוהל בישראל תחת בית המשפט המחוזי².

² ראו מסמך בית המשפט שפרסמה חברת אורבנקורפ

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שאלות ונושאים נוספים לדיון

1. חשיבה מחודשת על המודל של החברות האמריקאיות – מה צריך להיות ההבדל בין ההנפקה בישראל לבין רכישת ניירות ערך של אותן חברות בחו"ל?
2. האם המודל המשפטי שגובש בבסיס להנפקות חברות הנדל"ן הזרות עומד במבחן המציאות ומאפשר מימוש אמיתי של זכויות?
3. כיצד מבצעים ביקורת לנכסים בחו"ל של חברות הנסחרות בישראל? שימוש ברואה חשבון ישראלי מול רואה חשבון מקומי – האם די בכך שמעריך השווי הוא מקומי או שראוי גם להשתמש במבקר מקומי?
4. על רקע פרשת אורבנקורפ האם נדרשת חשיבה מחודשת לגבי תיקון סעיף 22 לחוק ניירות ערך שנכנס לתוקפו ב- 1.1.16 ומבטל את הדרישה לחתימה של החתם על טיוטת תשקיף של חברות המבקשות להנפיק?
5. מה האחריות של חתמים במניעת מקרים כאלה? כלקח מהפרשה האם צפויים שינויים בתהליך החיתום ובעומק הבדיקות?
6. האם יש בכוחם של המנגנונים הקיימים כיום בשוק ההון וברגולציה למנוע כניסה של בעלי שליטה נוכלים? כיצד מתמודדים עם בעיית הממשל התאגידי החלש בחברות האמריקאיות שמנפיקות בישראל?
7. כיצד ניתן להסביר את הקשר בין תשואות האג"ח אל מול רמות המינוף השונות של החברות הישראליות והזרות?
8. אופן הדירוג של החברות הזרות על ידי חברות הדירוג הישראליות לאור המודל המימוני המיוחד והשאלות המשפטיות המתעוררות. עד כמה ארביטראז' הדירוג – סולם מקומי לעומת סולם גלובלי - תורם לתופעת ההנפקות הזרות בישראל?
9. מהי ההשפעה של מקרה אורבנקורפ על המשך גיוסים בישראל של החברות הזרות במתכונת הקיימת?