

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

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: 7 בדצמבר 2014

נושא המפגש: "האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על סוגיית השוק העמוק?"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון דצמבר

אורחים שנכחו בדיון: ד"ר נדין בודו טרכטנברג (המשנה לנגידה, בנק ישראל), רונית הראל בן זאב (מנכ"לית S&P מעלות), ערן היימר (מנכ"ל מדרוג), אמיר הסל (משנה למנכ"ל, מנהל חטיבת השקעות, הראל), דני ירדני (סמנכ"ל השקעות, אלטשולר שחם), איתי רפל (S&P מעלות), דרור גילאון (סמנכ"ל ההשקעות במנורה מבטחים קרנות נאמנות), ד"ר רחל שיינין (מנכ"לית, מודלים שוקי הון), מתן גרוס (מנהל סיכונים, ביטוח חקלאי), ענת פייער (משרד האוצר), לימור גולדשטיין (מנהלת סיכונים, פסגות), עמית גל (מנהל אגף ניהול סיכונים, כלל), רוי"ח שאול בן שימול (BDO).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), קרן בנגלס שנער (הפיקוח על הבנקים), ד"ר גיתית גור גרשגורן (רשות ניירות ערך), איציק מאיסי (אלון ריבוע כחול), דגנית דניאל (כונס הנכסים הרשמי), סיגל יששכר (מדרוג), רוי"ח דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), חיים חבין (BDO), איתי רפל (S&P מעלות), רותי דהן פורטנוי, נטלי גייקובס (הרצוג פוקס נאמן), רוי"ח גיא טביביאן, פרופ' רוני עופר, פרופ' עמיר ליכט, דורון צור, פרופ' יורם עדן, אלי אלעל, אלון גלזר, שי קומפל.

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחף, מתן חגבי, אלכס וולקוב.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רו"ח שלומי שוב

הנושא של סולם דירוג מקומי או גלובאלי, נראה במבט ראשון נושא טכני, אבל זהו ממש אינו המצב. ראשית, שימוש בסולם מקומי ולא בגלובלי משליך על היכולת לבצע השוואה בין אג"חים של חברות ישראליות לבין חברות בחו"ל, וזה ברור לנו כי בנקודת הזמן בה אנו נמצאים ישנו הרבה כסף שמחפש השקעות וליכולת ההשוואה הזו ישנה משמעות רבה על השקעת כספי הציבור. צריך תמיד לזכור גם שלא כל המשקיעים בשוק ההון הם מתוחכמים מאד וקיימת חשיבות ליצירת אמון כלפי המשקיע הקטן. מעבר לכך, הדבר יוצר תיעדוף להשקעות בישראל, ואם ניקח גם את הדוגמה של החברות האמריקאיות המנפיקות אגח בישראל, הן מתאגדות באי התבולה ובהנחה שאי התבולה אינם נמצאים בדירוג השקעה, ובהינתן שהבחינה של הרגולציה הינה לפי המדינה בה החברה התאגדה, הרי לכאורה הגופים המוסדיים היו מנועים מלהשקיע בחברות אלו.

נוצרים כל מיני עיוותים ואני מניח שנשמע כאן גם לגבי הנושא של קרנות הנאמנות. הרשות לניירות ערך דורשת סימן אזהרה בתשקיפים היוצר תיעדוף להשקעות בישראל ועלולים ליצור חוסר שוויון מבחינת כספי המשקיעים בין השקעות בישראל אל מול השקעות בחו"ל.

מעבר לעיוותי השוואה אלה, ישנן מספר השלכות קונקרטיות כבדות משקל להחלטה של הרגולציה על מעבר לדירוג גלובאלי. אני חושב שההשפעה הכי מהותית תהיה על הבנקים. לפי באזל 3, שהמפקח על הבנקים אימץ אותו – חברה שהבנק נותן לה אשראי והיא נמצאת בדירוג בינלאומי שמתחת לדירוג השקעה, למעשה צריכה להקצות נכס סיכון של 150%, ויש לכך השלכות דרמטיות מבחינת המערכת הבנקאית.

אם אנו עושים הערכה גסה של האשראי לציבור בבנקים – 500 מיליארד ש"ח ומניחים שבמעבר לדירוג גלובאלי, לפחות 20% מהאשראי הוא לחברות שיש להן אג"ח מתחת לדירוג השקעה בינלאומי, הרי שעל פי הנחה גסה זו שאינה מופרכת, מדובר על 100 מיליארד ש"ח, ואם ניקח 50% מזה, שזו התוספת לנכסי הסיכון, כפול 10%, יחס הלימות הון בגדול, הרי שנקבל תוספת נדרשת להון הבנקים של 5 מיליארד שקל.

מדובר בהשלכה מאד משמעותית בדרישת הון מאד משמעותית מהבנקים, גם אם מדובר באבסורד לפיו באזל 3 עדיף לחברות לא להיות מדורגות בדירוג בינלאומי שהרי אחרת הבנקים יפגעו וסביר להניח שיעמיסו את העלות הנוספת על החברות, כמו גם שהדבר ישפיע על הקצאת המשאבים במשק.

קיימת גם השפעה לעניין Solvency 2. יושבים כאן גם נציגים של חברות הביטוח, לרבות מהצד של ניהול הסיכונים, ונרצה לשמוע מהם גם השלכות על Solvency 2 שלמעשה עוד לא אומץ בישראל

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אבל צפוי להיות החל מ-2017. בעוד בבנקים ההשפעה היא בעיקר לגבי האשראי לציבור, הרי שבחברות ביטוח מדובר גם בהשקעות באג"ח.

השפעה נוספת היא מבחינת החשבונאות ונוגעת להחלטה של רשות ניירות ערך בנוגע לקיומו של שוק עמוק בישראל. הפרשנות של ה-IFRS לקביעת מהו אג"ח קונצרני באיכות גבוהה היא הסתכלות על שתי הדרגות הגבוהות (AA ומעלה), והשאלה העולה היא האם יש להסתכל על דירוג מקומי או גלובלי. לפי דעתי, בהתאם להחלטה של ה-IFRIC מ-2013, הם מתכוונים לדירוג גלובלי, ולכן אין שוק עמוק. הקוריוז הוא שהחלטה על ביטול הדירוג המקומי ומעבר לדירוג גלובלי יכולה להפיל את ההחלטה על קיומו של שוק עמוק היות ולא יהיו אג"חים המדורגים בדרגת AA ומעלה בדירוג גלובלי. המצב שנוצר הוא שיש לנו כאן משהו על השולחן בעל השלכה עצומה.

פרופ' אמיר ברנע

לפי החומר שקיבלנו לפחות מ-5% בעולם ישנו דירוג A ומעלה, ודירוגים רבים סובבים סביב B.

רו"ח שלומי שוב

בשנת 2008 פרסם המפקח על שוק ההון חוזר שדרש לכלול לצד הדירוג המקומי גם סולם המרה לדירוג גלובלי, כמעין PHASE 1 וזאת לקראת מעבר עתידי לסולם גלובלי ב-PHASE 2. צירפנו את החוזר לחומר הרקע. עם זאת, חשוב לשים לב שלא מדובר בסולם המרה ברזולוציה שמאפשרת מעבר מסולם דירוג אחד למשנהו.

ניסינו לחפש מדינות בהן עדיין יש דירוג מקומי, כמובן שהרשימה אינה מלאה, ואתם רואים שהרוב המוחלט של המדינות אינו נמצא בדירוג האשראי של ישראל ורוב המדינות הן לא מדינות שאנו רוצים להידמות אליהן. כשאנחנו מדברים על הנושא אנחנו כמובן צריכים לדבר כאן על כמה מימדים, כמובן נושא ההשקעות וההשלכות על הדברים הכי בסיסיים כגון כיצד מקצים כאן אשראי לחברות בעלי דירוג גלובלי, ונוצרים כאן לבנקים אינטרסים שונים ויכול להיות שיגרם מצב בו הבנקים ירצו לתת פחות הלוואות לחברות מסוימות, וייקרו את עלויות ההלוואות, וכולנו מבינים שלהלימות ההון ישנו מחיר כלכלי.

מעבר לכך, לכל נושא חברות הדירוג יש כאן משמעות רבה והזמנו לכאן נציגות מחברות הדירוג ויהיה מעניין לשמוע מהם איך מתבצע תהליך הדירוג והאם המתודולוגיה היא גם המתודולוגיה של החברה לה הם מסונפים/שייכים. אם ניקח כדוגמה את באזל 3, הוא ממש מזהה את חברות הדירוג הבינלאומיות ודורש כי המתודולוגיה תהיה בהתאם לחברה הבינלאומית, וכשאנו מדברים על המעבר, החשש הוא ממעבר חד מדי ויש גישה האומרת כי המעבר יתבצע בשלבים, תחילה הדירוגים יופיעו זה לצד זה וזוהי סיטואציה מוזרה כי לכאורה במצב בו יש הבדלים בין חברות הדירוג תיווצר העדפה לחברת דירוג מסוימת. לחברות שאינן נמצאות כרגע בדירוג בינלאומי, עדיף שלא יהיו בעלי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דירוג בינלאומי שהוא מוכר לפי באזל 3 וזוהי סיטואציה של "מעגל שוטים" שעדיף שלא יהיה רשום לך מאשר שכן יהיה רשום לך.

בשורה התחתונה, מדובר בהחלטה מאוד משמעותית שדורשת התייחסות גם של הרגולציה, אם אנו מדברים על המפקח על הבנקים, תידרש לדעתי הערכה מדויקת של השלכות המעבר, כמו גם בדיקה של הממונה על שוק ההון על ההשלכה על המערכת הביטוחית.

מה שאנחנו הולכים לדון בו היום הוא האם אנו משחקים ב"נדמה לי". חשוב להבין לדעתי שמעל הסוגיה מרחפת בעיית ה-Moral Hazard של הרגולציה שהיא למעשה אמורה לקבל החלטה שנראית לכאורה טריוויאלית בעולם פיננסי גלובאלי ולכספים המחפשים השקעות, לרבות השאיפה להביא משקיעים מחו"ל לישראל, אבל למעשה החלטה זו תשפיע באופן מאוד משמעותי על הקצאת המשאבים במשק והלימות ההון של הבנקים.

פרופ' אמיר ברנע

השאלה היא האם המעבר לדירוג בינלאומי ישפר את תמחיר הסיכון באשראי. לכאורה כאשר לפני ועדת ההשקעות שתי חברות, מקומית ובינלאומית, בדירוג נניח BB התמחיר צריך להיות זהה אולי עם העדפה מסוימת למקומית עקב הכרות. נניח דיון בוועדת אשראי בחברה לניהול קרנות פנסיה או נאמנות, מישהו שמגיש בקשה עם דירוג בינלאומי B שהוא מתחת לדירוג השקעה. הדירוג המקומי מאפשר מתן אשראי כי הוא BBB אך הדירוג הבינלאומי לא יאפשר. אני מציע לשקול כטווח הנראה לעין לאפשר להשתמש גם בדירוג המקומי, במקביל לדירוג הבינלאומי.

בעניין אחר, אתה אומר (שלומי), כי סולם ההמרה אינו אחיד. שאלה לחברות הדירוג: כשאתם מדרגים בדירוג בינלאומי חברות ישראליות, האם כאשר אתם מדרגים בדירוג מקומי פער הסולם נשאר קבוע, בגלל שישיראל היא A+, או שיש תזוזה דיפרנציאלית עקב אפיוני החברה. חברה המדרגת BB בינלאומי, האם הדירוג הישראלי הוא ביחס לזה או לדירוג הישראלי יש גם איפיון של העסקים של החברה הזאת, למשל האם החברה היא יצואנית וכו', איך הדבר הזה עובד, כלומר האם קיים פער קבוע בין הדירוגים או שיש שונות בפער על פי אפיוני החברה המדרגת?

הערה אחרונה, ישנן הרבה מדינות מדורגות A+ כמונו. אתה ציינת מדינות בדירוג מקומי נמוך מישראל. מה קורה עם מדינות מדורגות A+ נניח באירופה? האם אין השקעה במדינות כאלו באג"חים מקומיות? האם ניתן לגזור מהמצב שם את מה שעלול לקרות כאן אם עוברים לדירוג בינלאומי?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רונית הראל

השאלה היא מה ה-Benchmark של ישראל. קשה למצוא מדינה דומה, גם שוק מפותח וגם קטן, תמיד אנו משווים את ישראל בסוף ל-OECD, וברור שבהסתייגויות מסוימות. במרבית השווקים בעולם, הדומים יחסית לישראל, מתייחסים לדירוג גלובאלי. השוק הישראלי שונה כי הוא התחיל מדירוג מקומי, כשוק סגור יחסית, השוק צעיר. אפשר לומר שמשנת 2006 השוק יחסית פעיל ולאט לאט הוא נפתח לעולם ואין ספק שהדיון כאן הוא במקום, במיוחד לאור החשיפה של המשקיעים המוסדיים להשקעות בחו"ל וגם לאור המגמה של חברות ישראליות המבקשות לקבל דירוגים גלובאליים. השנה, לראשונה לאחר הרבה שנים, 6 חברות ישראליות ביקשו דירוג גלובאלי: וביצעו הנפקות של אג"ח בחו"ל, בהיקפים משמעותיים, שנרכשו על ידי משקיעים זרים. בעבר היה נהוג לחשוב שמגבלת הדרוג של חברה היא דירוג המדינה. זה אולי היה נכון כשהיו מגבלות על תנועות הון מחוץ למדינה או היה נכון בעבר, כשחשבו ש-Default של מדינה גורם ל-Default של החברות הפועלות בה, אך היום אין הדבר כך. יוון הגיעה ל-Default והרבה חברות שם המשיכו לפעול ולהתקיים ולא פשטו רגל. כיום, אנו רואים לפחות 130 חברות, המדורגות מעל לדירוג המדינה שלהן, סדר גודל של כ-30 חברות בארה"ב, למשל, מיקרוסופט, "טאטא" בהודו, ובעוד הרבה מדינות מתפתחות ומפותחות. כלומר, דירוג המדינה אינו מגביל, והדירוג לחברות ישראליות לא יוגבל בגלל דרוג מדינת ישראל. שלוש החברות הישראליות בדירוג הגבוה ביותר של חברה ישראלית הן שני הבנקים הגדולים וטבע, המדורגים בדרוג (A-).

פרופ' אמיר ברנע

מדוע יש פער בין הדירוג הבינלאומי למקומי? את אומרת שדירוג המדינה אינו רלוונטי או פחות רלוונטי?

רונית הראל

הדירוג של רוב החברות הישראליות נקבע בעיקר כתוצאה מהפרופיל הפיננסי של החברות ופחות מהפרופיל העסקי, כאשר הפרופיל הפיננסי מתייחס ליחסים פיננסיים, נזילות, מינוף וכו' ונמדד בכל מדינה ומדינה באותו אופן ולכן אינו מושפע מדירוגי המדינה. הפרופיל העסקי יכול להיות מושפע מהאפיונים של המשק הישראלי – קטן, ריכוזי וכו'.

רותי דהן פורטנוי

מה שרונית מתכוונת הוא שגם אם מחר ישראל תהיה AAA חברות כמו בנק פועלים ולאומי, שהעסקים שלהם מושתתים על המשק הישראלי, הדירוג שלהם לא יעלה מעבר לדירוג היום.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רונית הראל

מעבר לכך, גם כאשר מתייחסים לפרופיל העסקי הרי שבחלק מהמקרים המשק הישראלי על מאפייניו, יכול לתרום לחיזוק הפרופיל העסקי של חברות. למשל, מאפייני המשק וגודלו מהווים חסמי כניסה למתחרים חדשים מחו"ל. בסקטורים לא מעטים אנחנו לא רואים חברות בינלאומיות המגיעות לשוק הישראלי, משיקולי כדאיות כלכלית ופרקטיות. לכן, המאפיינים של המשק הישראלי אינם בהכרח בעלי השפעה שלילית על הדרוג.

פרופ' אמיר ברנע

את אומרת שיש להתעלם מהסיכון הישראלי, זה הרעיון?

רונית הראל

כאמור, הגורם המוביל בד"כ את הדירוג של החברות הישראליות הוא הסיכון הפיננסי שאינו מושפע ממאפייני המשק הישראלי.

רו"ח גיא טביביאן

האם ההמרה היא חד חד ערכית?

רונית הראל

לא. שתי חברות בעלות דירוג בינלאומי B, חברה אחת יכולה להיות בדירוג ישראלי אחד ואחרת באחר.

זה היתרון של הדירוג המקומי לצד הגלובאלי, הוא נותן סקלה רחבה יותר ומפורטת יותר.

פרופ' אמיר ברנע

אם זה לא עניין של סיכון ישראלי ודירוג מדינה, אז כדי להגיע לסקלה מקומית אתם פורסים את הסקלה בין B ל-BB?

רונית הראל

אמיר, מציעה שנסתכל על השקף שחילקנו, הוא נותן אינדיקציה להתפלגות הדרוגים הגלובאליים בעולם. ישנן מעט מאוד חברות בעולם המדרוגות בדרוג AAA, וגם חברות בדרוג AA הן יחסית מעטות. אנו צריכים להתרגל לרמת והתפלגות הדרוגים הגלובאליים בעולם לפני שנעבור לשימוש בדרוג הגלובאלי. הדירוגים הגלובאליים בעולם הם בסקלה יותר נמוכה בדירוג גלובאלי בהשוואה להתפלגות הדרוגים בדרוג מקומי. בארה"ב למשל הדרוג החציוני (הגלובאלי) הוא BB, כאשר הדירוג החציוני בישראל בדרוג מקומי הוא A.

רו"ח שלומי שוב

אבל בדירוג הבינלאומי היכן אנו נמצאים?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רונית הראל

במונחים של דירוג בינלאומי ממוצע הדרוג לקבוצת החברות שאנו מדרגים בישראל הוא בקבוצת ה-BB.

רו"ח שלומי שוב

נמוך משמעותית מדירוג השקעה.

רונית הראל

אכן.

פרופ' רוני עופר

לי נראה שהבעיה היא טכנית. יש כאן שאלה של הבנת המשקיעים. למעלות יש טבלת המרה שאינה חד ערכית בגלל הבדלים מסוימים. ההגדרה של AAA בישראל שאלו הן החברות הכי טובות במשק הישראלי, זוהי ההגדרה בלי קשר לדירוגים. ברגע שיש טבלת המרה הכל נשאר חד ערכי לחלוטין. אני מדבר כרגע על חברות ישראליות.

נניח שאני מנהל השקעות והוטלה עלי מגבלה שלא להשקיע מתחת ל-A. למשל, אני יו"ר ועדת השקעות של אוניברסיטת תל אביב והועד המנהל אמר לי לא להשקיע מתחת ל-A. בוא נניח שנעבור לדירוג בינלאומי, אני אבוא לוועד המנהל ואגיד לו שצריך להוריד את הסף. הם יהיו חייבים להוריד ל-BB או משהו כזה. ברגע שהמשקיע מבין את עניין ההמרה אז אין בעיה.

רו"ח שלומי שוב

אני לא בטוח עד כמה זה מייצג.

פרופ' רוני עופר

יש לך דירוג ישראלי, בינלאומי וטבלת המרה. הטבלה היא לא מדויקת ולא חד חד ערכית כי יש שם טווחים. אם היו 10 דירוגים אז זה היה חד חד ערכי אבל ברגע שיש 100 דירוגים עם פלוסים ומינוסים אז זה לא חד ערכי. אני לא יודע על דירוגים בינלאומיים שאנו מקבלים בארץ. אני לא יודע אם גיוסי האג"ח האחרונים שנכנסו לכאן היו נכונים.

רונית הראל

מה השאלה? הדירוגים נכונים, בדיוק באותה מידה שה-AAA של מיקרוסופט נכון.

פרופ' רוני עופר

כיוון שלא בדקתי לא את זה ולא את זה אני לא יכול להעיד. אני אגיד רק שזהו תרגום טכני בסופו של דבר.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רותי דהן פורטנוי

טבלת ההמרה היא עניין טכני. יחד עם זאת, אני לא בטוחה שכל המשקיעים שרוכשים אג"ח המדורגת במונחים מקומיים בדירוג A מתמחרים אותה כאילו מדורגת במונחים בינלאומיים בדירוג B+, עובדה היא כי אג"ח ישראליות בדירוג A מקומי נסחרות בתשואות נמוכות (מעל אגח מדינה) ביחס לאג"ח בינלאומי המדורג בדירוג B+

פרופ' רוני עופר

נניח ברמה האישית. יש לי מגבלה של A בתיק ובישראל ואני עובד איתה, ועכשיו אני יוצא החוצה, אני עושה את התרגום לבד ומבין שאני לא הולך רק על A בחוץ ואני מסביר את זה ויבינו את זה.

רו"ח שלומי שוב

אני רוצה לתת למנכ"ל חברות הדירוג להציג ולאחר מכאן יש הרבה על מה לדבר.

רו"ח דב ספי

מכל מה שנשמע עד עכשיו אז בעצם הדירוג המקומי הוא הונאה של הציבור. אני לא מבין את זה, אם יש טבלת המרה אז מה החוכמה? אם זה B אז מקומי זה A+. תעברו לגלובאלי ותאפשרו להשקיע גם נניח ב-B. למשל היום אומרים צריך להשקיע הכי נמוך ב-AA אבל אין בעיה הדירוג המקומי יפתור לכם את הבעיה. למה צריך את זה?

רונית הראל

השוק הישראלי כפי שנאמר, שונה ממרבית השווקים בעולם בכך שהמשקיעים מתבססים רק על דירוג מקומי. היציאה של המשקיעים הישראלים לחו"ל היא אחד הגורמים לדיון בנושא. אחת השאלות שעולות בהקשר זה היא האם אנו מסתכלים על אג"ח בדירוג מקומי מול אג"ח מקביל בחו"ל בעל דירוג גלובאלי, ומשווים את התשואה ביניהם, או שאנו מסתכלים על המרווח של כל אג"ח מעל איגרת חוב ממשלתית. כי אם אנו מסתכלים על המרווח של האג"ח מעל התשואה של האג"ח הממשלתי, למשל בארה"ב ובישראל התמונה המתקבלת היא שונה, בהשוואה להשוואת התשואה בין שתי אגרות החוב הישראלית והאג"ח בארה"ב באותו דרוג.

פרופ' עמיר ליכט

האם המעבר מדירוג ישראלי לבינלאומי יכול לגרום לדירוג של שתי חברות להתהפך? זו השאלה היחידה שרלוונטית.

רונית הראל

לא יכול שיתהפך, אבל חברה שדורגה בדרוג מקומי של ilA+ וחברה אחרת שהייתה ב ilA יכול שיהיו בדירוג בינלאומי זהה היות והסקלה המקומית הרבה יותר מפורטת.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רו"ח שלומי שוב

האם הדירוג שאתם מבצעים הוא דירוג העומד בסטנדרטים של S&P העולמית? לצורך העניין אם אגף שוק ההון מקבל החלטה למעבר לדירוג גלובאלי, האם לפי באזל 3 הדירוג שמעלות מבצעת פה בארץ עומד בסטנדרטים הבינלאומיים של באזל 3?

רונית הראל

מעלות היא חלק מ-S&P הדירוגים הגלובאליים שנעשו השנה לכי"ל, תמר-בונד וכו', דורגו על ידי צוות של מעלות, יחד עם אנשים מהצוות הגלובאלי. אין הבדל בין הדירוג הזה לבין דירוג של מיקרוסופט.

פרופ' אמיר ברנע

הדירוג מוצג בחוץ לארץ כדירוג של S&P?

רונית הראל

כן.

רו"ח שלומי שוב

בסולם המקומי, בדירוג לחברות מקומיות אתם עובדים על פי מתודולוגיה בינלאומית?

רונית הראל

כן כמובן, ואז ממירים את הדירוג על פי טבלת המרה לדירוג מקומי.

רו"ח שלומי שוב

אז נמצאים אצלך כל הדירוגים הגלובאליים של החברות הישראליות?

רונית הראל

נכון.

אבי לוי

אז למה לא מפרסמים את זה?

רונית הראל

החברות הישראליות ביקשו דירוג בסולם מקומי, הרגולטור מתבסס על הסולם המקומי.

פרופ' רוני עופר

בשנים האחרונות מאז המשבר חל שינוי, סקלת הדירוגים המקומית התקרבה יותר לדירוגים הבינלאומיים, ואני חושב שחלק מזה זה אימוץ הפרספקטיבה הבינלאומית של S&P, וכבר היום מסתכלת עם אנליסטים מחו"ל על המשק הישראלי וביצעה מהלך די חד משמעי של הורדת דירוגים בסולם המקומי. מה שהיה AA ב-2007 היום הוא במוצק A.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רותי דהן פורטנוי

הסיבה היא כי ב-2007 S&P הפכה לבעלים של מעלות.

פרופ' אמיר ברנע

כמשקיע, אתה צרכן דירוגים. מהי מבחינתך המשמעות וההשלכות של המעבר לדירוג בינלאומי?

אמיר הסל

המחשבה שאנחנו כביכול לא מבינים את הדירוג המקומי או שנעדיף חברה ישראלית היא מחשבה לא נכונה. אנחנו יודעים ומבינים את הסיכונים של החברות לכן אם לכאורה יתקבל סולם בינלאומי אנו נהיה די אדישים. אני אומר לכאורה כי יש כאן את הצד הרגולטורי, שחלקו כמו שרוני אמר, הוא הנחיות של הדירקטוריון או ועדת השקעות שקל יהיה להסב אותן, אך ידרשו התאמות רגולטוריות. למשל, יש היום תקנות של משרד האוצר שמי שמשקיע מתחת ל-BBB אז אתה צריך להראות שיש בטוחה מספקת, יש דרישות הון על השקעה מתחת ל-BBB, יש עיוותים מאוד חד משמעיים שאנו רואים כמו למשל אם אני משקיע היום באג"ח בינלאומי BB, צריך להעמיד הון של 16%, לעומת השקעה בחברה בדירוג מקומי A בה אני שם 4%. הכוונה כמובן על הנוסטרו של חברות הביטוח. אני מדבר על הדירוגים הבינלאומיים שהרגולציה לא מאפשרת לנו להשתמש בה.

אבי לוי

אמיר, אני לא חושב שזו רק בעיה של רגולציה, גם בוועדת ההשקעות שהאנשים שלך יושבים שם הרבה יותר נוח להם להשקיע ב-A+ ישראלי מאשר ב-BB בינלאומי. זה לא בגלל שהם לא מבינים. הם נמצאים במשק כאן, הם מכירים את החברות, אם קורה משהו הם יהיו בחבורה שתנהל את ההסדר, ובחוו"ל מי סופר אותם. זו גם לא תהיה אותה ריבית.

ערן היימר

יש כאן כמה דברים שמתחברים. שיפור דירוג האשראי של ישראל הופך את תקרת סיכון המדינה של חברות ישראליות לפחות רלוונטית, ככל שהדירוג עולה. תהליך אחר שכנראה אתנו לנצח זה הגודל של חברות ישראליות, ואין מה לעשות אין כמעט חברות ישראליות גדולות בסדר גודל בינלאומי אמיתי. אפשר לאמץ את סולם הדירוג הבינלאומי כמו שהוא, ואז אולי 10 חברות יהנו משוק האג"ח הישראלי, ועוד 10 שנים נקים ועדת חקירה ונשב כאן ונדבר על הריכוזיות, היות וכל הפנסיות נכנסו רק ל-10 חברות. יש כאן שוק עם מעט מאוד אנליזה וזה המחלה האמיתית. יש שתי חברות דירוג שלוקחות את האנליזה לתחום האג"ח. אנו מפרקים את זה ליותר דרגות. אתם המשקיעים מקבלים יותר מידע.

פרופ' אמיר ברנע

דירוג של מדורג יכול לבלבל כדירוג בינלאומי?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ערן היימר

אנו נותנים דירוג של מדרוג ומפרסמים שזה מקומי ולא בינ"ל.

פרופ' אמיר ברנע

ואין לכם סולם המרה?

ערן היימר

לא, אנו פועלים בשיטה אחרת ממעלות, אנו עובדים עם אנליזה ומתודולוגיה שלנו, אנו מתבססים על כל הידע של Moody's אבל עובדים במתודולוגיה מקומית.

פרופ' אמיר ברנע

אם יעברו לדירוג בינלאומי, אז Moody's תיתן גיבוי לדירוג של מדרוג?

רו"ח שלומי שוב

עדיף לו שלא אגב. אני מכניס קצת עניין לדיון.

ערן היימר

לא בטוח. דווקא בעולם אנחנו רואים יותר ויותר מדינות שעוברות לדירוגים מקומיים, כי יש גם העדפה לקונגלומרטים בינלאומיים כמו שאסם שמוכרת אצלנו, ויש הטיה כזאת גם בעולם, בדרום קוריאה יש סולם מקומי, בסין, הודו ובמדינות נוספות. אנו רואים במדינות בעולם שיש בהן מאבקים גיאופוליטיים כמו רוסיה ואירופה, או סין שמנסה לפתח אצלה שוק הון, כדי שדווקא השווקים המקומיים והחברות המקומיות יהיו ממנו ולא רק אמריקאים או אירופאים. תסתכלו על זה גם ברמה של תהליכים בינלאומיים גדולים יותר, גם ברגולציה שאנו מנסים להעתיק כי אירופאים טובים ברגולציה, אבל הרגולציה הזאת טובה לאירופאים ולא דווקא לישראלים אז אל תתבלבלו באינטרסים שיש בכל מקום. השאלה היא האם דירוג מקומי מוסיף ערך או לא?

עכשיו לשאלה ששאלת, אם נקבץ את כל ה-BBB הישראלי וניתן לו אות אחת, יש לך יותר מידע או פחות? יש לך Ba 1 או 2 או 3 בשפה שלנו. נהפוך את כולם לאות אחת אז פספסת מידע. אתה צריך כמה שיותר מידע, וזה מה שאנחנו מנסים לעשות. אתה יכול לקבל את זה או להגיד שזה שטויות וזה מבבל. אני חושב שלא. אם יש מישהו שחושב ש-A מקומי שווה בדיוק ל-A בינלאומי? אני לא חושב.

פרופ' אמיר ברנע

מה יקרה לדירוגים של מדרוג במעבר לדירוג בינלאומי? אתה אומר שזה הכל דירוג מקומי.

רונית הראל

אם מסתכלים על השווקים בחו"ל, צריך לקחת בחשבון כי בדרך כלל זו לא החלטה של הרגולטור, אלא דרישה של השוק. יש משקיעים זרים, חברות גדולות מנפיקות בשווקים הגלובאליים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ומשקיעים זרים רוכשים את האג"ח וזקוקים לשם כך לדרוג גלובאלי. בשוק האג"ח הישראלי אין כמעט משקיעים זרים, ומעבר לחברת חשמל וטבע, עד לשנה האחרונה לא היו חברות ישראליות שהנפיקו אג"ח בחו"ל.

פרופ' אמיר ברנע

אבל משקיעים ישראלים משקיעים גם בחו"ל. תסביר לי עוד פעם מי צריך להחליט, מהו הפורמליזם של מעבר?

ערן היימר

לא הרגולטור החליט על דירוגים, אלא זה צורך של משקיעים. אחר כך באה רגולציה, ובעיקר בשנים האחרונות. לדעתי צריך להחליט מי שצריך להחליט. חברה ישראלית תפנה לאותם גופים שהיא מכירה, תשלם יותר כסף ותקבל דירוג בינלאומי.

פרופ' אמיר ברנע

זאת אומרת שיש מאבק פה, אתה תפנה את החברות ל-Moody, אתה לא מסוגל לתת דירוג בינלאומי.

ערן היימר

מדרוג פועלת עשר שנים ואנו בבעלות של Moody's. בהסכם ביננו אנו מכסים את השוק הישראלי ומוציאים דירוגים מקומיים. יחליטו שהולכים לדירוג בינלאומי, נשנה כנראה את ההסכם. השנה היא חריגה, חברות ישראליות גילו שניתן גם לגייס כסף בחו"ל. האם השוק הישראלי צריך לעבור לדירוג בינלאומי? השאלה אם זה נותן יותר או פחות. אם אתה חושב שזה מבלבל, ואם היינו נותנים במקום AAA, אז זה היה פחות מבלבל?

פרופ' אמיר ברנע

מעלות יעברו לבינלאומי ואתה תמשיך עם המקומי?

ערן היימר

אל תדאג לביזנס שלנו.

רו"ח שלומי שוב

יש כאן משהו מעניין גם מבחינת הביזנס של חברות הדירוג.

דורון צור

מעבר לעניין הטכני של סולמות המרה יש כאן עניין מהותי. בחברות הדירוג יש הנחה סמויה שיש כאן עניין של אובייקטיביות ומתודולוגיה. דירוג זה עניין סובייקטיבי. כמו שאמרו כאן, אותו מדרג ידרג את ג'ונסון וג'ונסון AAA בארה"ב, אבל במדינת ישראל, מדינה קטנה במזרח התיכון הוא ידרג ב-A+.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אם אני מסתכל על קאטרפילר, וול-מארט ואמזון שגייסה שבוע שעבר, האם הן יותר מסוכנות עבורי כמשקיע ישראלי יותר מאג'ח של מדינת ישראל? אני כמשקיע ישראלי חד משמעית יעדיף אג'ח של ממשלת ישראל. לעומת זאת, מנהל קרן פנסיה אמריקאית יעדיף להשקיע בהן כי הסיכון עבורו נמוך יותר, היות ואף אחד יפטר אותו אם הוא ישקיע בוול-מארט והיא תפשוט רגל. לעומת זאת אם הוא ישקיע במדינת ישראל והיא תפשוט רגל יגידו לו מדוע השקעת שם? זה לא פסיכולוגי זה רציונאלי לגמרי.

פרופ' אמיר ברנע

אז אתה אומר להישאר עם דירוג מקומי?

דורון צור

בטח. אם אני רואה מנגנון עם תוצאה אבסורדית, והמתודולוגיה לא משנה כרגע, בו וול-מארט מקבלת דירוג גבוהה יותר ממדינת ישראל, למרות שבשנים האחרונות ישראל מגייסת סכומי עתק בריבית אפסית. אם אני יושב בועדת השקעות של גוף מוסדי אני צריך למכור מדינת ישראל ולקנות וול מארט, או לקנות קאטרפילר, והדירוג שלה מ-S&P היה AA- ו-Moody's BBB+ ואני לא הייתי בכלל נותן לה דירוג השקעה. יש כאן איזשהו עיוות הנובע מתוך הנחה שיש סולם דירוג אובייקטיבי ויש רצף של היגיון שחברה כמו קאטרפילר יותר מסוכנת ממדינת ישראל. אלו לא אותם מדרגים ומדרג בינלאומי מסתכל על חברה ישראלית עם סיכון ישראלי. הדיון הזה נראה לי לא הגיוני. בואו ניקח את הבנקים, השקעה בשטרי חוב של בנק הפועלים שלא יכול לעבור דירוג של מדינה, היא נחותה דרמטית מהשקעה בקאטרפילר. יש לי אפשרות להשקיע ב-BB- של קאטרפילר או בבנק הפועלים.

איציק מאיסי

יש לי שתי הערות, כבוגר חברת דירוג, כולם מדברים פה על סולמות אבל יש הבדל בין דירוג לדרגת השקעה. בסופו של דבר, חברות דירוג בינלאומיות מוכרות לנו אחת לשנה מטריצה, אם אתה A מה הסיכוי שלך להגיע לחדלות פירעון. בתרגום הזה לדירוג מקומי, יש בעיה וקשה מאוד לתת את המוצר. התרגום אומר כי חברה אחת טובה מעט מהשנייה, ואז הולכים לעניין של spread. אם כל החברות בארץ היו B אני מניח שמשקיעים מתוחכמים מספיק היו יודעים להבחין בין B יותר בסדר ל-B פחות בסדר. עניין spread הוא לא רק פונקציה של PD הוא פונקציה של הרבה דברים אחרים.

פרופ' יורם עדן

אני רוצה לדבר בכובע של מנהל השקעות במיליארדי שקלים. ועדות השקעות תתכנס ויש לה בנק ישראלי בדירוג גלובלי BB ויש בנק אמריקאי עם BB. מה שיקרה זה שאנחנו נוסיף מיד שתי דרגות לכל דירוג גלובלי של חברה ישראלית. אנחנו פעם השקענו בנייר אמריקאי שדרג AA ובמשבר של

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ב-2008 כאשר המנפיק קרס, בדקנו מה הסיכוי שנוכל לגבות את הכסף בהליכי גביה. שמחנו למכור את זה בסוף ב-27 סנט לכל דולר אחד, כי לא היה סיכוי לתהליכי הגביה כי זה רחוק, יקר וכן הלאה. אם אתה בשוק המקומי אז הסיכוי שלך לגבות הוא יותר גבוה.

פרופ' אמיר ברנע

רק ההסתברות לחדלות פירעון נלקחת בחשבון בדירוג? מה עם ההסתברות ל-Recovery?

רונית הראל

בסיטואציות מסוימות יש התייחסות גם לביטחונית ומכאן גם ל-Recovery.

עו"ד נטלי גייקובס

אני חושבת שצריך להסתכל על ההיסטוריה ולראות האם ישנו צידוק לסולם מקומי. כאשר נקבע הסולם המקומי הדירוג של מדינת ישראל היה במקום אחר והגלובליזציה היתה במקום אחר. היום בעצם חברות דירוג יודעות להסתכל גם על הכלכלה והדירוג הישראלי, ומאוד יכול להיות שיש להשוות תפוחים לתפוחים וכמו שאומר אמיר הסל, המוסדיים מספיק מתוחכמים בכדי לקחת דירוג בינלאומי ולנטרל Home Bias. הרגולטור יצטרך, אם זה למוסדיים או לבנקים, לסדר "סל" עם דירוג מקומי, עם חשיפה לשוק הישראלי עם Bias לשוק המקומי. אבל היום לפרוס את הדירוג לדירוג מקומי כאשר אנו לא בטוחים שההצדקות שהיו לו כאשר הוא נקבע עדיין קיימות. אז ערן אומר שמדובר במידע נוסף שהמשקיעים צריכים. זו נקודה חשובה אבל יכול להיות שאת אותו מידע ניתן לתת לשוק ביחד עם כלי שיאפשר להשוות תפוחים לתפוחים. כאשר ועדות השקעה ישבו הם ידעו לבד לומר שבהשקעות ישראליות יש את יתרון המקומיות.

פרופ' אמיר ברנע

אז את בעד מעבר מלא לדירוג בינלאומי?

עו"ד נטלי גייקובס

מדינת ישראל היא A+, משקיע ישראלי חשוף לחו"ל, אנחנו רואים גם את הבנקים הזרים נותנים פה מימון ב-6 השנים האחרונות, ומתחרים יפה בבנקים הישראליים, ואין הצדקה יותר בפער הזה.

דני ירדני

אני רוצה לשקף לכם את המציאות באופן טיפה שונה כי אני חושב שלא דובר פה בבעיה הכי חשובה. זה נכון שבעולם אוטופי בתור משקיע מוסדי כשאני רואה דירוג A אני יודע לעשות את ההמרה והכל בסדר, אבל המציאות היא לא כזו. מי שקובע את התמחורים בשוק הקונצרני בארץ זה לא המוסדיים, קופות הגמל או חברות הביטוח. אלו הם קרנות הנאמנות בלבד. היום רוב הגופים המוסדיים גדולים מדי בשביל להשתתף בהנפקות הקונצרניות וזה עובר להם מתחת לרדאר וזה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בסופו של דבר קרנות הנאמנות. על פי הרגולציה מי שמשקיע בקרנות הנאמנות מתחת לדירוג השקעה צריך לשים איזשהו "סימן קריאה".

רו"ח שלומי שוב

כמו "הערת עסק חי" בעולם החשבונאות.

דני ירדני

בדיוק. בעצם אם הבנק רואה קרן עם "סימן קריאה" הוא לא מתקרב ואם בלי אז הוא קונה ללא חשש. קרנות הנאמנות קונות אגרות חוב עם דירוגי השקעה, ואני מסכים שבגדול זה הונאה של הציבור וזה למראית עין, ויום אחד עוד 10 שנים תהיה ועדת חקירה כי בסופו של דבר רמת הסיכון בתמחורים של אותן אגרות חוב מקומיות לא ראויים, בגלל ניפוח הדירוג. יש עוד חולאים שאנו לא מתעסקים איתם בהשוואה בין השוק המקומי לשוק הזר אבל בסופו של דבר אנו צריכים להמשיך להאכיל את המפלצת הזו ולתת לה דירוגים מקומיים ויום אחד נגלה שרוב שוק החוב הישראלי בכלל לא בדירוג השקעה. בתור אחד שכבר קרוב ל-10 שנים משקיע באגח"ים בחו"ל, יש פערים מהותיים בין השוק המקומי לשוק הזר ואני חושב שיהיה טוב ככל שנתחיל לתת סולם דירוג מקביל ולאט לאט כדי שלא יהיה הלם בכל המערכת, ניפרד מהדירוג המקומי כדי שבסופו של דבר, זה לא סתם שגל ההגירה האמריקאי מגיע לכאן בשביל לנצל את פערי הריביות, וכשהוא ירצה לקבל דירוג בינלאומי אז הוא יקבל דירוג נמוך ולא יוכל לגייס בריבית שהוא מקבל כיום.

יותר מזה, הכל היה מאוד תאורטי עד השנה אבל השנה באו 3 הנפקות עם דירוג מקומי ובינלאומי, ואנו רואים את אותו פער של 5 דרגות. כיל מ- AA+ ל- BBB ביקום מ- A ל- BB- תמר בונדס מ- AA ל- BBB ובסופו של דבר מי שהשקיע באג"חים הללו קיבל אחלה spread ביחס למצב אם היה רק דירוג מקומי. אם לא היה את הדירוג הזר לא היה את אותו spread.

שאל בן שימול

אני רוצה לומר כמה דברים כאחד שהיה במעלות הישנה ובחדשה וראה איך הסולם מתבצע. חברת הדירוג הבינלאומיות לא יודעות לדרג חברות קטנות, והן פשוט לא מתעסקות עם זה. יש חשיבות לסולם דירוג מקומי. מה שקובע בתוך הדירוג הוא לא דירוג המדינה ה- Sovereign אלא דירוג ה- Country וזה דבר קצת שונה, כי זה לא מתייחס לתקציב, חוב ומושגים גיאופוליטיים אלא יותר למשטר הרגולטורי, משפטי וכו'. דבר נוסף שחשוב להגיד, כאשר אנו מסתכלים על סולם הדירוג של S&P, כל החברות צריכות להתכנס ל- BBB בינלאומי וברור שאנחנו מקטינים את הסולם בצורה כה מהותית שעלול להיווצר מדרון חלקלק מאוד. בדירוגים של B- בינלאומי או B בינלאומי אנו יכולים בקלות להידרדר ל- C שזה קרוב מאוד לחדלות פירעון בגלל ש- B- מגיע לאזור ה- BBB-.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לגבי חברות בינלאומיות אין לנו את ה-BIAS, או בעצם אם אני טוען שחברות ישראליות צריכות להתקדם בסולם הבינלאומי ולקזז קצת את הפער אז חברות בינלאומיות שבאות להנפיק כאן הסיכון גדול יותר, כלומר אם ניקח חברה מסוימת בדירוג B בארץ אני טוען שהיא היתה צריכה לקבל BB- וזה מקזז קצת את פער ההמרה מ-B- יותר לכיוון BBB+ כי בעצם זה היה צריך להיות BB- ואז זה בסדר יחסית ומקזז חלקית את הבעיה, אבל אם זה בדירוג בינלאומי אין את ה-Home Bias ואין את הקיזוז הזה, ובשלב הזה צריך להיזהר מאוד שאין לנו פער גדול מדי.

רונית הראל

אני רוצה להתייחס לשני דברים. אחד, ב-S&P מדרגים את סיכון המדינות וסיכון המדינה של ישראל הוא ניטרלי לדירוג. לדוגמה, סיכון המדינה של רוסיה מהווה גורם שלילי בדירוג של החברות הרוסיות, סיכון המדינה של אוסטרליה מהווה גורם חיובי. אבל לגבי ישראל סיכון המדינה הוא ניטרלי לדירוג.

לגבי חברות קטנות אני לא מסכימה ש-S&P לא יודעת לטפל בחברות כאלו, בגרף של התפלגות הדירוגים בעולם רואים חברות רבות המדורגות בדירוג B גלובאלי. בארה"ב מעל 35% מהחברות מדורגות כ-B, וחלקן הן חברות קטנות וכנ"ל באירופה ובשווקים אחרים. אין זה נכון שלא יודעים להתייחס לחברות קטנות. נכון שבמשק הישראלי ישנו ריכוז גבוה מאוד של חברות קטנות לעומת שווקים אחרים. בכל מקרה, אני לא חושבת שהדיון פה הוא בעניין ויתור על דירוג בסולם ישראלי, אלא, להוסיף דירוג בסולם הגלובאלי לצידו של הדירוג המקומי.

פרופ' אמיר ברנע

יש לכם במעלות במגירה דירוג בינלאומי של כל החברות המקומיות. יש לכם דירוג בינלאומי לאותה חברה. באמת למה לא לפרסם אותו? יש אינפורמציה בכספת, משהו יודע אותה? אני רוצה לדעת אותה. אתם אומרים שהסולם אינו אחד לאחד. אם הוא אחד לאחד אז באמת זה מיותר אבל אם הוא לא אחד לאחד והוא מונח בכספת אז למה לא לפרסם אותו?

סיגל יששכר

יש גם חברות שמנפיקות ללא דירוג.

דרור גילאון

קרנות הנאמנות לא יכולות לקנות אותן, ומה שקורה הוא שהציבור קונה חברות שהוא חושב שהם מדורגות בעוד שהן בכלל ללא דירוג השקעה, והוא שם לעצמו דרגת סיכון מסוימת אבל אם אין לאג"ח דרגת סיכון אז אותו משקיע יוכל לבחור אם הוא קונה את קרן הנאמנות או לא. יש פה אינפורמציה שחסרה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רו"ח שלומי שוב

בדיוק כמו שדני אמר, פה יש "סימן קריאה" ופה אין.

ד"ר רחל שיינין

אני חושבת שאיפשהו הדיון הפך להיות ממוקד בחברות הדירוג, ויותר מדי מדברים על הנושא של הדירוג. הבעיה המהותית היא האם ישנה הונאה של הציבור או לא, בחלק הזה מחסירים קצת אינפורמציה. אם זה כל כך פשוט אז איך זה שהרגולטור נמנע מלטפל בזה עד עכשיו. בואו נשים את הדברים בשוק הקונצרני כהווייתם, עבור המוסדיים השוק הקונצרני הוא זניח. רוב המחזיקים בשוק הקונצרני הם אנשים כמו גב' כהן מחדרה. מצד אחד, ישנם משקיעים מוסדיים שמנהלים פנסיה ומקבלים החלטות, אני מוציאה מהם את הפנסיות המיועדות. מנגד יש את קרנות הנאמנות שגם מוגדרות כמוסדיים אבל זה מוצר אחר, זה של גב' כהן מחדרה. הציבור, ישיר פלוס קרנות הנאמנות, שזה שוב הציבור, מחזיקים יותר מ-50% מהשוק הקונצרני. המוסדיים כמנהלי פנסיה מקבלי החלטות הם חלק קטן מתוך השוק הזה. צריך לקחת את זה בחשבון כי אנחנו צריכים לפנות לגב' כהן ולהסביר לה את העניין.

אם מדובר בחברות הדירוג, אז הן יתנו את המידע ויותר מידע לעולם לא יהיה גרוע יותר, ולכן סולם בינלאומי לצד ישראלי זהו פתרון אופטימאלי. אבל קודם כל, השוק הזה ממונע על ידי רגולטורים ועד שהרגולטור לא ישים את כף ידו בקלחת ויקבל החלטות שום דבר לא ישתנה. אין פה הונאה זהו שוק צעיר, שוק ינוקא, זהו שוק שעד 2005 לא היה. עד 2003 השוק נשלט על ידי הממשלה באגרות חוב מיועדות.

רו"ח שלומי שוב

שוק ינוקא אבל עמוק.

ד"ר רחל שיינין

זהו שוק צעיר וצריך להשאיר אותו עבור החברות הקטנות ולא לשפוך את התינוק ביחד עם המים. השוק שלנו אינו דומה לאף שוק אחר: 75% ממנו הוא צמוד מדד, הוא במטבע מקומי ויש לזה חשיבות לגב' כהן. אי אפשר רק להשוות רק דירוגים ולהתמקד רק אם ה-A הוא BBB-. זהו לא הדיון היחיד. צריך להתמקד בדברים החשובים, כי הסיכון מורכב מעוד גורמים.

רו"ח שלומי שוב

יש לנו די הסכמה רווחת לפחות ב- PHASE 1 לעבור לסולם מקביל, אבל בואו נדבר רגע על ההשלכות, אמרנו בנקים, ביטוח. מה תהיה ההשפעה על הבנקים להחלטה של דורית סלינגר לסולם מקביל?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רו"ח חיים חבין

המצב היום הוא שרוב החברות הקונצרניות לא מדורגות למעט בנקים שהקצאת הון בגין נעשית בדרך אחרת, ברמה אחת פחות מדירוג המדינה. יש מעט מאוד קונצרנים ישראליים שמדורגים מהזווית של באזל 3. מה שבעצם הבנקים רואים זה לא דירוג בינלאומי מול מקומי, אלא שהדירוג המקומי לא מוכר כיוון שזה דירוג מעלות ולא S&P ומדרוג ולא Moody's. ברגע שיהיה דירוג בינלאומי יהיה כאן דירוג בכפייה. ברגע שתפנה ל-S&P אתה תצטרך להשתמש בדירוג שלהן לכל התיק. אתה לא תוכל להגיד שלקונצרני אתה משתמש ולבנקים לא. יכול להיגרם מצב בו הרבה מהחוב שעליו אתה חייב להחיל את דירוג האג"ח, עלול לרדת מתחת לדירוג השקעה. גם אם ההשפעה היא לא 5 מיליארד אלא אפילו 2 מיליארד לבוא ולגייס עכשיו הון של 2 מיליארד ברגולציה של באזל 3 ובתקנות אחרות שנכנסות, זו יכולה להיות מכה קשה לבנקים.

פרופ' אמיר ברנע

לבנקים יש דירוגים פנימיים. על פי באזל 3 הדירוג הפנימי קובע את הלימות ההון פר לווה. מה הסינכרוניזציה של הדירוג הפנימי עם דירוג מקומי או בינלאומי? אני לא רואה את ההשפעה הרוחבית בין הדירוג הפנימי של הבנק לבין הדירוג החיצוני.

רו"ח חיים חבין

ישנן שתי גישות עיקריות בבאזל. יש את הגישה הסטנדרטית ואת המתקדמת שהיא הדירוגים הפנימיים. בארץ הגישה המתקדמת אינה מקובלת. אם הדירוג הפנימי של הבנק משקף הסתברות חדלות פרעון של 0.5% אבל נניח שהלווה אינו מדורג אז הוא יקבל משקל סיכויי לחדלות פרעון נגזר של 1.3%-1.5% לדוגמה. בנק ישראל אינו מתיר את שיטת הדירוגים הפנימיים. והוא אינו נראה באופן.

שי קומפל

היחס בין תיק הנוסטרו לבין סך כל התיק הוא בין 10% ל-20% Solvency לא משפיע על תיק המשתתף. המצב שיכול להיות הוא שתיקי הנוסטרו ישתנו אבל זה לא יגרום לזעזוע במשק. יהיה כנראה יותר כסף לחו"ל אבל זהו תיק יחסית קטן. בגלל הלימות ההון ישתנה תמהיל התיק, אך ההשפעה למשק לא תהיה גדולה.

עמית גל

מהצד של סולבנסי אני רוצה שתי מילים. קודם כל הצד היותר מתודולוגי. רוב הדיון שהתקיים בנושא הדירוג, זה יותר בהקשר של תוחלת. כאשר אנו עושים חישוב של דרישות הון בסולבנסי אנו בוחנים את התנהגות שהיא בזנב, והמרה אוטומטית גם היא נכונה וקרובה לעניין ה-PD בתוחלת, היא ממש לא ברורה מבחינת הזנב וההתפלגות. לא בטוח שההמרה באופן הזה נכונה עבור סולבנסי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מבחינת חברות הביטוח זה לא נכון שזה רק מתייחס רק לנוסטרו. זה גם משפיע דרך שווי דמי הניהול העתידיים היות וזהו מודל כלכלי הלוך בחשבון גם את ההשקעות בתיק המשתתף על הנוסטרו והדבר רלוונטי יותר עבור בחברות ביטוח החיים (הגדולות). דבר שני, חשוב להבין שדרישת ההון לפי סולבנסי מאוד תלויה במח"מ, ככל שאנו מדברים על טווחים ארוכים יותר תהיינה דרישת הון גבוהה יותר. בחברות ביטוח החיים שיש להם משמעות מאזנת כמשקיעים לטווח ארוך, ובדירוגים נמוכים יכולה להפוך למשמעותית מאוד, עם דרישות הון של עשרות אחוזים, לעומת אם אנו משווים לבאזל שם זה 10% (גם במקרה שמשקל הסיכון הוא 100%). יש פה גם שאלה האם כדי יהיה להשקיע בנכס עצמו או חוב על הנכס והכרה בביטחונות. אלו דברים מאוד משמעותיים, וכל זאת גם בהתחשב בנושא של ההשקעה לטווח ארוך וההקשר הכולל של דרישות הון ב-Solvency, שמתייחסות גם לסיכון ריבית שנותן מוטיבציה לחברות הביטוח להשקיע במח"מ ארוך כדי לצמצם את פערי המח"מ בין נכסים להתחייבויות. פה כשאנחנו מכניסים את נושא הדירוג יש קושי בהמרה כזאת, וצריך לשאול האם אנחנו גורמים לעוד השפעות בביקושים בין ארוך מול קצר ולדבר יש השפעה במכפלות כפונקציה של המח"מ.

אבי לוי

אני חושב שמעבר לדירוג בינלאומי יהיה פשוט הרסני למשק הישראלי. אי אפשר להתעלם מהפסיכולוגיה ומהתחושות, אנשים מחליטים במה להשקיע ולא רק מסתכלים על הדירוג. היום חברות ההשקעה, חברות הביטוח וכו', מרגישות בנוח להשקיע בחברות ישראליות הם מכירים את ההנהלות, רואים מצגות, קוראים עיתונות, ובעולם יש נגישות מזערית לדברים הללו. אני לא רואה חברה בינלאומית באה להראל או לפסגות ואומרת להן תשקיעו באג"חים שלנו בחו"ל, ולעומת זאת חברות ישראליות כל הזמן נמצאות בהראל ובפסגות על מנת לשכנע אותם להשקיע.

עכשיו בואו נעשה דירוג בינלאומי, ונוריד חברות שנמצאות כיום ב-A ל-B. ועדות אשראי ישבו ויחשבו אם להשקיע בחברה זרה A שהם לא מכירים בכלל את השם שלה לעומת חברה ישראלית B. מה הם יגידו כאשר הם יבואו להסביר מדוע הם משקיעים בחברה זרה ולא בישראלית שיודעים אותה ומכירים אותה, ויודעים את ה-Recovery שלה ואת הנכסים שיש לה. מה הם יודעים בחו"ל על נכסים בישראל?

רו"ח שלומי שוב

אולי הפתרון הוא באמת להכניס את ה-Recovery.

אבי לוי

אנחנו לא נשנה את זה עכשיו. אנחנו חיים במציאות מסוימת שה-Recovery אינו נחשב. בוועדת השקעות כשהיא יושבת היא גם לוקחת את זה בחשבון ולא רק מסתכלת על המספר של מדרוג או

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מעלות. הם לוקחים בחשבון שהם מכירים ויודעים את החברה ועובדים איתה כבר 20 שנה ולא רק מקבלים עליה מספר.

אלי אלעל

השאלה בסופו של דבר בדיון הזה היא- האם יש הקצאה נכונה של סיכון? והאם יש פה תשואה נכונה לסיכון? ואילו הן השאלות המהותיות. רק בשביל שנבין, גם אם נניח שמדובר בסטייה בין סיכון לתשואה של 0.5%, המשמעויות לחוסך הישראלי הן עצומות. האם השומר בחניון, שמשלם לפנסיה, מסבסד בשורה האחרונה, דרך מנגנוני הדירוג, את זה שגר בפנטהאוז? עודף מידע לא סותר, ואם צריך עוד מידע, אז שיתנו עוד מידע. השאלה כאן, כמו שכבר צוין, היא האם נוצרת הטעייה לא נכונה ואשלייה של חזות של השקעה לא מסוכנת. אם ההשקעה מסוכנת, אז זו שאלה מצוינת אם ישקיעו בה או לא, אבל שאלה יותר עמוקה היא האם החוסך הישראלי מקבל פיצוי נכון על הסיכון האמיתי שלו.

פרופ' אמיר ברנע

האם הבעיה שאתה מעלה תיפתר אם יגלו את המידע?

אלי אלעל

אני חושב שכן, כי בסופו של יום אחרי שכל השיקולים נשקלים, ו-Recovery כן או לא וכן הלאה, ישבו האנשים המחליטים על ההשקעות והם צריכים להיות מסוגלים להשוות תפוחים לתפוחים. אם יהיה מידע הבעיה תיפתר.

פרופ' אמיר ברנע

אבי, האם אתה רואה בעיה שיפרסמו את הדירוגים?

אבי לוי

כן כי אמרתי לך, תראה היום המדד של חברת השקעות אם זה ביחס למדינת ישראל שהיא AAA אז החברות הישראליות נסחרות A ו-AA, וחברות אלו זו יכולת טובה מאוד. אבל הפסיכולוגיה עובדת כאן כי ברגע שתהפוך חברות של AA ל-B, ואז יצטרכו בוועדות ההשקעה לשבת, ולהתמודד, ולנתח. שאלו אותי האם יכולה להיות השפעה על המשק הישראלי? כן והיא הרסנית. צריכים להשוות את החברות הישראליות ביחס למשק הישראלי ולמדינת ישראל.

פרופ' אמיר ברנע

אבי, נניח בוועדת השקעות, שלפניה רק דירוג מקומי האם זה מונע להשקיע גלובאלית? מה התשובה שלך? הדירוג הבינלאומי הוא סודי?

אבי לוי

הוא לא סודי, אבל אתה צריך לבחון את עצמך ביחס למשק הישראלי ולמדינת ישראל.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רונית הראל

מה שאבי אומר זה שתהיה אלוקציה להשקעה בישראל ואלוקציה להשקעה בחו"ל. השקעות במסגרת האלוקציה לישראל תבחנה לפי סולם ישראלי והשקעה בחו"ל תבחן לפי סולם גלובאלי.

דני ירדני

אבי, ומה עם חברה ישראלית עם פעילות גלובאלית?

אבי לוי

אם אני אהפוך לחברה גלובאלית, ואשקיע הכל בחו"ל למשל כמו גזית גלוב אז היא שונה, ואולי צריכה להיבחן בדירוג גלובאלי. עזריאלי עם כמה נכסים לא נחשבת אבל גזית גלוב למשל כן.

אלון גלזר

ברמה העקרונית אני עדיין חושב שלהשוות תפוחים לתפוחים זה נכון, אבל דווקא במבחן התוצאה ועבור גבי' כהן מחדרה שאנו אוהבים לדבר עליה פה, לי נראה שאבי צודק, אני רואה אנליזות. בבנקים אני רואה לפעמים אנליזות על חברות רכבות בברזיל ומה אנחנו יודעים עליהן? אבל עושים אנליזות כאלו. אלו שמוכרים לציבור אגרות חוב בחו"ל אין להם מושג על החברות שהם מסקרים אז במבחן התוצאה, ואני לא יודע מה נכון בתיאוריה, אבל בפרקטיקה יש בעיה גדולה עם סיקור של המון חברות.

פרופ' אמיר ברנע

אז מה המסקנה שלך לא הבנתי?

אלון גלזר

שזה יהיה בעייתי ובמבחן התוצאה זה יהיה קשה. אני אומר לעשות את זה הדרגתי ולאט.

רונית הראל

הקצב והעיתוי הן שאלות מאוד חשובות.

פרופ' רוני עופר

לדעתי הבעיה העיקרית, ואמיר דיבר על זה, שכמובן יותר אינפורמציה זה יותר טוב, אבל זו בעיה של רגולציה. ועדות אשראי בגופים גדולים מבינים בדירוג בינלאומי וכן עושים המרה או לא, עם זה אפשר להתמודד. הבעיה היא ברגולציה, במעבר לבינלאומי צריך לשנות את כל הרגולציה ובעיה נוספת זה לקבץ את הזנב, זאת אומרת היום נניח חברה שהיא AA פה תרד ל-B אבל מה יקרה ל-B או BB או BBB. אתה מקבץ את כל הזנב הזה ומאבד שם אינפורמציה. אז אם כבר צריך להיות גם דירוג מקומי וגם בינלאומי וצריך לשנות את כל הרגולציה וזאת בעיה. לי המצב הקיים לא מפריע ואני משקיע גם בארץ וגם בחו"ל ואני יודע לעשות את ההמרות. תמחור הסיכון זאת לא בעיה רק של

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דירוגים. בעיה יותר גדולה זה גם באג"ח הממשלתי. אני לא חושב שבגופים מוסדיים לא יודעים מהו מרווח ומה אתה צריך לקבל ומהם הסיכונים להם אתה חשוף.

אמיר הסל

לב העיוות הקיים היום הוא בקרנות הנאמנות ומה שאמרתי בנוסטרו וגם אצלנו יש נכסי סיכון שאם אני משקיע ב-BB בינלאומי אני נחשב כעושה דברים נוראיים, לכן זה פה ברגולציה, אם לרגולציה יש סולם בו דירוגים בינלאומיים B ו-BB יחשבו נכסים שאינם לובשים "סימן קריאה" או נכסים שלא דורשים הקצאת הון אבסורדית אנו נלך צעד קדימה עבור מנהלי הקרנות וההשקעות לתקן את העיוות הרגולטורי הקיים היום. ואז נלך צעד צעד כשבעוד 3 שנים זה יהיה פחות דרמטי.

פרופ' יורם עדן

כיצד אוניברסיטאות יוקרתיות בארה"ב מקבלות תלמידים? באיזה רייטינג אתה על פי האוניברסיטה שלך. הן לא עושות דירוג על פי כל המוסדות בעולם. אם אתה בא ואומר AA בארץ, יש לזה משמעות לא פחותה מלהגיד שהיא B גלובאלית.

רו"ח שלומי שוב

יורם, מבחינת חשיפת המידע, אתה חושב שראוי לפרסם אותו?

פרופ' יורם עדן

אני מסכים עם רוני זוהי בעיה של רגולציה. אני יושב בוועדת השקעות אני אגלס את זה חזרה. אם יגידו לי שהפניקס שהיו קודם A+ והפכו ל-BB נהפוך את זה חזרה ולא נשווה את זה ל-BB אמריקאי. זוהי בעיה של רגולציה.

פרופ' אמיר ברנע

אז זה גילוי מיותר מבחינתך?

פרופ' יורם עדן

אם הוא כבר קיים, אמרתי שאי אפשר להסתיר אותו.

אלי אלעל

השאלה היא האם המחיר משקף בסופו של יום את הסיכון? אם המידע מצוין, אין שום ספק שמנהלי השקעות יידעו להשתמש בו. אבל מה לגבי המשקיע השולי?

פרופ' אמיר ברנע

אבל אם אנליסט יקבל דירוג הוא יודע מה המרווח נניח מדירוג BB אמריקאי? הוא יודע מה המרווח מעל הממשלתי בארץ?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ד"ר רחל שיינין

זהו לא אותו מוצר, הסיכון לא מתבטא רק בדירוג. סיכון מתחלק ל- 3 מרכיבים: מטבע, אינפלציה ודירוג. כשמדברים על האם יש כאן פרמיית סיכון מתאימה צריך להתייחס לזה שזה לא אותו מוצר.

דני ירדני

את מאוד בקלות ממירה גם מטבע וגם הצמדה.

ערן היימר

תעשה את ההמרה למטבע. איטליה למשל, רק לפני יומיים S&P הורידו לה את הדירוג ל-BBB והיא נסחרת יותר נמוך מישראל וארה"ב. בסך הכל התמחר רגיש להרבה מאוד דברים וההטעיה אינה מהדירוגים אלא בעיקר מכמות הכסף בשוק, כי בנקים מרכזיים מפמפמים את השוק הישראלי והזר מ-2009.

דני ירדני

בסופו של דבר, כתוצאה של הרגולציה, בפס ייצור כסף נכנס לקרנות נאמנות בלי "סימן קריאה" וכתוצאה מזה יש ניפוח של כל הנכסים המדורגים ואין על זה עוררין. יושב מנהל הקרן, וחושב מה לעשות עם שקל שנכנס, וקודם הוא חייב לקנות בארץ. יש קרנות שחייבות 75% לקנות בארץ.

ערן היימר

אז למה יש כזאת קרן?

דני ירדני

כי הציבור חושב שזה בטוח.

רו"ח שלומי שוב

לסיום, בואו נתייחס גם להשלכות החשבונאיות. אם דורית סלינגר מחליטה על סולם גלובלי, מה יקרה עם החלטת הרשות לגבי קיומו של השוק העמוק?

רו"ח גיא טביבאן

זה לא ברור אחרי הדיון? לי זה נראה ברור. לא משנה אם הסעיפים בתקן על שיעור ההיוון להתחייבויות לעובדים הם הגיוניים או לא. בדיון שהזכרת ב-IFRIC הקביעה בעקרון היתה שצריך לעשות את הבדיקה בצורה אבסולוטית כלומר ביחס למטבע וזה נתן פתרון למדינות בגוש היורו שהיו במשבר ואמרו להן תסתכלו ביחס לגוש של המטבע שלכם. התייחסו למצב בו באזור מסוים בעקבות משבר כלכלי אין מספיק אג"חים באיכות גבוהה. בדיון זה ציינו כי קביעת האיכות הגבוהה אינה בהכרח על פי דירוגים של סוכנויות הדירוג, אבל הפרקטיקה המקובלת היא שאיכות גבוהה נקבעת לפי דירוגים של סוכנויות דירוג ברמה של A ו-AA. המונח שהם השתמשו בו הוא Internationally recognized rating agencies. יכול להיות שלמדורג יש הסכם עם Moody's

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ומעלות עובדים על פי מתודולוגיה של S&P. בדקנו את זה גם עם Deloitte, וד"ר חיים לוי-קידר ציטט בעבודתו עמדה של Deloitte שלכאורה קובעת כי הדירוג צריך להיות דווקא מקומי. על פי הדיון ב-IFRIC הבחינה צריכה להיות אבסולוטית, ויכול להיות מצב בו אתה באזור מסוים ויש ירידה בכמות האג"ח המדורגות באיכות גבוהה ולכן אין לך שוק עמוק.

הבחינה היא יחסית, אתה לא לוקח את ה-100 החברות המדורגות הכי גבוה באזור שלך. לדעתי הקביעה של Internationally recognized rating agencies לא התכוונה לדירוג בסולם מקומי, כי אמרו שהקביעה תהיה אבסולוטית. אמנם ההחלטה שהתקבלה בישראל להתבסס על דירוג מקומי היא הגיונית מבחינה כלכלית, כי ברירת המחדל בתקן היא שאם אין לך אג"ח קוצרניות באיכות גבוהה אתה הולך לאג"ח ממשלתיות, ולכן זה מאוד הגיוני ומפתה להגיד שאם האג"ח מדינה שלי הוא A+ אז מה אני מחפש אג"ח קונצרניות AA. יש פה סתירה לוגית, יש פה תקן בעייתי. אנחנו היום בישראל בסיטואציה מוזרה ששני רגולטורים קובעים אחרת לחלוטין לגבי אותן נסיבות ועובדות, ברשות נירות ערך אומרים שיש שוק עמוק בישראל, ובמפקח על הבנקים אומרים שאין, אבל אומרים שתיקחו תשואה של אג"ח ממשלתיות ותוסיפו מרווח מארה"ב, שה-IFRIC אמר שזה אסור.

אני אסכם את התשובה שלי, לדעתי, יכול להיות שהתקן הוא לא הגיוני, אבל לפי התקן הקיים והדיון שהתקיים לגבי IFRIC לא צריך לחכות לביטול הדירוג המקומי וברור כבר היום שבחינת איכות גבוהה של אג"ח קונצרניות וקיום שוק עמוק צריכה להתבצע לפי הסולם הגלובאלי.

פרופ' אמיר ברנע

אם המדינה במצב חדלות פירעון, או בדירוג נמוך נניח יון, מה ההיגיון לקחת את שיעור התשואה של המדינה לצורך היוון התחייבויות פנסיוניות.

רו"ח גיא טביביאן

אני מסכים שזה מעוות. התקן אמר באמת שהמטרה היא רק ערך זמן וחסר סיכון. מאיפה התחיל הדיון ב-IFRIC? בגלל מדינות כמו ארגנטינה, יוון, ספרד, אז ליוון וספרד פתרו את זה כשאמרו שתלכו לגוש היורו. לארגנטינה לא פתרו את הבעיה. אבל בישראל הוחלט שיש שוק עמוק.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), 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