

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: 6 ביוני 2016.

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

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש יוני 2016

אורחים שנכחו בדיון: דני ירדני (סמנכ"ל השקעות, אלטשולר שחם), ארנון שגב (עו"ד), ענת לוין (משנה למנכ"ל, כלל ביטוח), חן מדר, רם דגן (לאומי פרטנרס), רונן גלס (דיסקונט חיתום והנפקות), לירון הראל (ילין לפידות), רפי ליפא (Victory Consulting Group), אלי לוי (מנכ"ל, MORE קרנות נאמנות), ירון מוזס (פועלים אי.בי.אי), ערן קלינסקי (מנהל השקעות אג"ח, השקעות עמיתים, הפניקס), עו"ד איה יופה (גרוס חודק ושות'), איציק מורוביץ (EY), יניב סילן (IBI), עו"ד רות פרנצ'יק (הפניקס).

נוכחים: שלומי שוב, אמיר ברנע, רקפת שני, גל עמית (Victory Consulting Group), חופית גוטסדינר (BDO זיו האפט), דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), רונן מנשס (EY), אודי גרינברג (BDO), לילי אילון, דני ויטאן (KPMG), הדר נאות ודגנית דניאל (כנ"ר), עדי סקופ (IBI), נדב שטיינברג (בנק ישראל), נבו ברנר (תעשייה אווירית), דויד וליאנו (Deloitte), גיא טביביאן (Deloitte), עמנואל אבנר (definance), שי נבו (לאומי פרטנרס), עו"ד גיא גיסין (בעל התפקיד של חברת אורבנקורפ), יוסי בנאלטבט (המוסד לסקירת עמיתים), איתי גוטליב (EY), אלי אלעל, דן אבנון (מנכ"ל משותף, הרמטיק נאמנות), עופר עמיר (S&P מעלות), אייל עברון (S&P מעלות), נטלי גייקובס (הרצוג פוקס נאמן), אמיר סוראיה (MGI), אבי זיגלמן (בנק מזרחי), אילן פלטו (איגוד החברות הציבוריות), רני שחם, רותי דהן-פורטנוי, חן שרייבר, משה גדנסקי (קבוצת נץ), שי קומפל (מנורה מבטחים), אפרת טולקובסקי (הבינתחומי הרצליה), חיים קידר (בן גוריון), עו"ד חן מדר.

צוות מקצועי: רעות קליימן, לידור רוזנצוויג ועמרי כהן.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

בוקר טוב, אנו רוצים לדבר היום על המשך ההנפקות של חברות הנדל"ן האמריקאיות, כשהרקע לדיון הוא פרשת אורבנקורפ. מדובר אמנם בחברה קנדית אך יש לפרשה הזאת השלכות כבדות משקל כשאנחנו רואים שההנפקות הזרות נעצרות, לפחות לעת עתה. מדובר בחברה שהתאדתה זמן קצר לאחר ההנפקה. ועולות מספר שאלות. אנחנו רוצים לקחת הדיון הזה ולהסתכל קדימה על ההשלכות- מה ניתן ללמוד מן הפרשה הזאת. יש גם ברקע את הסיפור של אקסטל, שהוא אמנם מגיע מכיוון אחר- מחירי דירות היוקרה ומהות עסקית אולי שונה שיש לה השלכות כבדות משקל על מהות האג"ח ואופי תמחורו.

יש לנו פה על השולחן היום כמה דברים עיקריים: קודם כל, המודל המימוני של ההנפקות האלו. ההשוואה שלו למודל שאנחנו מכירים מהחברות שאנחנו קוראים להן "הישראליות" שמשקיעות בחו"ל. כמה באמת המודל הזה של חוב בנקאי ברמת כל נכס ואג"ח Corporate ברמת החברה הוא מודל נכון? מהי סביבת הסיכון? האם הפיזור בין הנכסים יכול לפצות על העובדה שמדובר פה למעשה בסוג של חברת החזקה? גם כשאנחנו מנטרלים את הנושא של "ישראלי" מול "זר" אז גם אם חברת נדל"ן ישראלית מנפיקה אג"ח ולא כל הנכסים שלה משועבדים, אז בהחלט יכול להיות מצב שעם השנים היא תגייס מימון בנקאי ותגיע למצב שהיא משעבדת את האחזקות שלה ואז למעשה אנחנו בסיטואציה של חברת החזקה שחוב ה-Corporate דומה ל-Mezzanine, אם אני מנטרל את נושא הפיזור. עולות כאן שאלות של ממשל תאגידי בגופים האלה אם אנחנו כבר עושים את ההשוואה לחברות נדל"ן החזקה ישראליות.

בעקבות פרשת אורבנקורפ, עולה למבחן גם הנושא של המודל המשפטי. יושב פה גיא גיסין שהוא בעל תפקיד בסיפור של אורבנקורפ ונשמע ממנו איך המודל המשפטי שהותווה אכן עובד בשעת מבחן.

אין ספק שיש פה השלכות גם לעניין הדירוג, דיברנו על זה בעבר בפורום, הפער, הארביטראז' הזה בין סולם דירוג גלובלי לסולם דירוג מקומי- אין ספק שההנפקות האלו נהנות מהארביטראז' הזה, אבל זה כנראה לא העיקר, יש רוח גבית אבל היא כנראה לא הכול.

ההתרסקות הזו של אורבנקורפ מעלה שאלה בראייה יותר רחבה של שוק ההון, עד כמה המנגנונים שלנו בשוק ההון יכולים או יודעים לעצור בעלי שליטה שהם לכאורה נוכלים? זה נוגע לכל השרשרת: חתמים, חברות דירוג, ביקורת (ראיית חשבון) בדגש על נכסים שנמצאים בחו"ל. בין

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

היתר נשאל גם את השאלה- איך עושים ביקורת? מה היכולת של רואה חשבון מבקר בישראל לבצע ביקורת על נכסים שנמצאים בחו"ל? הרי הדרישה המינימלית היא כי מעריך השווי יהיה מקומי וכן כולנו יודעים שבעסקי נדל"ן יש חשיבות לביצוע עסקאות על ידי אנשי עסקים מקומיים או לפחות שותף מקומי. על רקע זאת, עולה השאלה כיצד רואי החשבון רוכשים מיומנות ויכולת לבצע ביקורת שכוללת מן הסתם גם ביקורת על הערכות השווי.

כשאנחנו מסתכלים על שוק ההון, גם אם ננטרל את הסיפור הנקודתי עכשיו של אקסטל, אנחנו רואים שהתשובות של האג"ח של החברות האמריקאיות גבוהות יותר בצורה משמעותית מהתשובות המקובלות. זאת אומרת ששוק ההון נותן להן מקדם סיכון נוסף. אני מניח שבדיון יעלה ממה נובע הסיכון הזה- מן הסתם יש פה גם עניין של חוסר היכרות עם בעלי השליטה.

מעל הכל, מרחפת השאלה עד כמה באמת אורבנקורפ היא מקרה חריג שאנחנו צריכים לשים אותו בצד ולהסתכל עליו כאיזושהי תאונה או האם צריכות להיות לו השלכות רוחביות יותר על השוק. ובכלל אולי אנחנו צריכים לשאול את עצמנו על המודל הבסיסי, שכולנו גדלנו לתוכו, של אג"ח Corporate בחברות נדל"ן- הדינמיות הזאת בין חברת נדל"ן לחברת החזקה, אנחנו כולנו יודעים שזה עניין מאוד גבולי ובמידה מסוימת אתה יכול להתחיל בחברת נדל"ן ותוך כמה שנים להפוך להיות חברת החזקה. זה מה שנמצא אצלנו הבוקר על השולחן בדיון.

חשוב לציין, כדי שלא יובן אחרת, שאנחנו לא נמצאים פה היום באיזושהי ועדת חקירה של אורבנקורפ. אנחנו לוקחים את המקרה כבסיס לדיון איך צריך להתנהל קדימה ומה הולך וצריך להיות בעתיד. גל עמית, שעומד מאחורי חלק גדול מההנפקות הזרות, יציג איך הוא רואה את הדברים.

אמיר ברנע

אני מנוע מלהתייחס פרטנית לנושא אורבנקורפ משום שהגשתי חוות דעת בתביעה ייצוגית נגדו ונגד בעל השליטה בה.

גל עמית

אני אנסה לעשות את הפתיחה לא כ"התנצחות" ולא כה"אמריקאיות" יותר טובות מה"ישראליות", אלא להתאים אותה לפורום האקדמי שאנחנו נמצאים בו ולנסות להסתכל על זה כעל תופעה בשוק

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ההון הישראלי ולהתייחס לכל מיני סוגיות שעולות בהשוואה בין החברות הללו לחברות אחרות "רגילות". כמובן שאתייחס לאירוע אורבנקופ והאם יש לזה בכלל משמעות.

הסיפור של ההנפקות של מה שאנחנו קוראים "חברות אמריקאיות" (מונח שאנחנו מנסים להוציא מהז'רגון כי אנחנו פשוט טוענים שאין דבר כזה. יש הרבה חברות שאנחנו קוראים להן "ישראליות" אבל הן אמריקאיות או אירופאיות וכו') התחיל בשנת 2007 עם חברה בשם דה לסר, חברה שעברה אתנו גם את המשבר של 2008 בהצלחה, בלי שקרה לה כלום חוץ מעליה זמנית בתשואות ביחד עם כל השוק. אחרי שסיימנו את ההנפקה הזאת התחלנו להתבונן ולחשוב מה בעצם עשינו. אני הרבה שנים בשוק וכמו רבים פה, מלווה הנפקות של אג"ח קונצרניות ועברתי את מזרח אירופה ואת ארה"ב ואת גרמניה ואתה חי ליד התופעה הזאת של אג"ח קונצרניות כתופעה רחבה ואז אתה עושה משהו קצת שונה אבל בעצם מאוד דומה וזה מעורר אותך לנתח לעומק את מהות המכשיר של האג"ח הקונצרני.

לצורך ההמחשה לקחתי פה דוגמה קטנה, ואני מעדיף להשתמש בדוגמאות של חברות חזקות וטובות כדי שלא יהיה פה מצב שאני אומר חס וחלילה משהו ניטרלי על חברה ספציפית שעשוי להתפרש באופן שלילי.

ביג, שחקן ה-shopping center הגדול בישראל, החליטו שישראל קטנה עליהם וקיבלו החלטה אסטרטגית להיכנס לארה"ב, לכן, בתור אנשים אחראיים, הם אמרו 'אנחנו לא מספיק מבינים במרכזים מסחריים בארה"ב וחברו לאחד הענקים האמריקאים בתחום המרכזים המסחריים שנקרא קימקו. מטבע הדברים, קימקו, עם כל הכבוד לביג ישראל לקחו דמי ניהול וכל מיני תשלומים נוספים. אם אני אלך אחורה לאפריקה ישראל או לתשובה הרעיון דומה, ואני לא מדבר אחרי שהם בנו לעצמם מנגנון. הרעיון הפשוט שאנו התחלנו את ההנפקות של החברות האמריקאיות אמר: 'מה ההיגיון שכספי החיסכון טווח ארוך יועמד כהלוואות על המאזן של חברות ישראליות, על מנת שהן ילכו וישקיעו אותו אצל שחקן זר?' עקרונית היה הרבה יותר טוב בדוגמה עם ביג שקימקו, אם אני מתעלם רגע מזה שלא מכירים אותם בארץ - נדבר על זה בהמשך, הייתה באה לפה ומגייסת אגרות חוב. ככה הכל התחיל בתור רעיון מאוד פשוט.

תסתכלו ותחשבו כמה נפילות היו לנו כבר של חברות ישראליות שהשקיעו בחו"ל: הקבוצה של מוטי זיסר, כלכלית, אפריקה, IDB שאני לא יודע אם נפלה בגלל זה או לא אבל בטח ההפסדים שלהם בוגאס והניסיון שלהם להשקיע בבנקאות בינלאומית שמומן באג"חים בישראל לא עזר לשרידות שלהם. אז על רקע התופעה שמגייסים אג"חים לחברות ישראליות שמשקיעות בעצמן בחו"ל וראינו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כמה מהלכים כאלה שנגמרו לא טוב כאמור, או שמצטרפות לשחקן זר אמרנו לעצמנו בוא נביא את השחקן הזר ונגייס לו אג"ח בישראל. ככה זה התחיל - רעיון פשוט. אבל כיוון שאנחנו אנשים לומדים, ונניח בצד את הציניות ("לחתמים וליועצים לא אכפת הם רק מקבלים עמלות"), ונבין שאנשים חוץ מלהרוויח כסף מנסים לעשות משהו חיובי לסביבה שהם נמצאים בה - אמרנו בואו נסתכל על אותן תופעות וליקויים שיש לנו בשוק החוב הישראלי וננסה ללמוד ולשפר כי ממילא אנחנו יוצרים משהו חדש.

אני מחזיר אותנו צעד אחורה, לקחתי את ADO בתור דוגמה רק כדי להזכיר לנו מה זה אג"ח Corporate קלאסי בחברת נדל"ן. בחברות הישראליות היום כבר קשה למצוא את זה. שוק החוב הישראלי פינק אותן כבר כל כך הרבה שאתה כבר לא מוצא את המודלים הקלאסיים שהאג"ח יושב למעלה בשכבה דקה יחסית. אז מה זה חברת אג"ח קונצרניות מדורגות קלאסית בנדל"ן? יש לנו נכסים או חברות נכס זה לא משנה, ויש לנו חוב בנקאי ברמת הנכס. בהנחה שיש לי pool מאוד גדול של נכסים ו-LTV כולל סביר נשאר לי מקום לגייס אג"ח Corporate ברמת החברה למעלה. ADO זה מבנה קצת שונה בגלל החברה בלוקסנבורג אבל זה לא משנה את המהות. אם זו הייתה חברה ישראלית ככל הנראה לא הייתה לנו חברת חיץ ולא היו לנו חברות נכס - היו לנו את הקניונים או בנייני משרדים והיה לנו חוב בנקאי. החוב הבנקאי בשעבוד ראשון בעצם יוצר לנו "גן סגור" מסביב לנכס הנדל"ן ואז יש לנו את התזרים השיורי שעולה למעלה והאקוויטי ברמת הנכסים שתומך באג"ח. משהו מאוד בסיסי. אני רק מזכיר מה זה אג"ח Corporate בנדל"ן - נכסים, בנקים ולמעלה ב-Corporate אג"ח. במודל הקלאסי חייבים שלמטה המנוף לא יהיה גדול מדי ושהאג"ח ב-Corporate יהיה בהיקף יחסית קטן. זה המודל הקלאסי הישן שאותו הכרנו לפני שהעולם קצת השתנה בישראל.

נחזור ל"אמריקאיות" - אחרי שהתחלנו עם אותו רעיון נחמד שבארה"ב, בוא ניקח שחקן מקומי וננפיק לו את האג"ח בישראל - התופעה האמתית שגילינו, שלמעט בחברות ענק, אין חוב Corporate בנדל"ן מניב בארה"ב. בהתחלה לא האמנו, אנחנו באים מישראל, טסים לנו יורק יושבים ליד וול סטריט וגילינו תופעה בלתי נתפשת נדל"ן בלי חוב קורפורייט. ברקע כל הכתבות האלה בעיתון שהם מגייסים פה ב-5% ובארצות הברית ב-12%, אתה מנסה לשכנע שהשוואה לא רלבנטית וכאילו מדבר אל הקיר... רבותיי, ככה מחזיקים נדל"ן בארה"ב, חוץ מריטים, בחברות ענק של מיליארדים, כולל מיליארדרים כולל שיכולים להיות מאות נכסים - ככה מחזיקים נדל"ן מניב בארה"ב: בנאדם, חברת נכס, חוב בנקאי וזהו. יש Corporate במובן התפעולי אבל אין מימון ב-Corporate. גילינו גן עדן. כשאתה בא לאמריקאים ומציג להם את הרעיון, הם חושבים שנפלת מהירח. ישבנו כבר עם כל

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כך הרבה אנשים, ישבנו עם אדם מהצוות של לואי רניירי, וכשהצגנו לו את המודל הוא אמר "אתם גאונים", הוא היה בהלם. לנו זה פשוט - אנחנו עובדים 30 שנה ככה ופתאום אמרנו לאמריקאים בואו נעשה שינוי קטן, בואו נקים לכם חברה, תעבירו את ההחזקות שלכם בחברות הנכס מתחת לחברה הזאת ושימו לב מה יצרנו - הנה ADO, הנה כלכלית, הנה עזריאלי, הנה ביג וכו'. זה בדיוק אותו דבר.

אמיר ברנע

האמריקאים התמימים התייחסו להון העצמי בחברות למעלה כאילו הוא הון עצמי אמיתי אך למעשה הוא מגבה חוב פרמידלי. יש לנו פטנט על מינוף פירמידלי שנראה כמו הון עצמי בכל חברה בנפרד.

גל עמית

דרך אגב אולי האמריקאים צודקים. אולי לא צריך אג"ח Corporate בנדל"ן בכלל. אני כל כך סקרן ביחס לשאלה למה המודל לא קיים בארה"ב, ישבתי עם האנשים של בלקסטון ועם מי שאתם לא רוצים לנסות להבין למה זה לא קיים ולא קיבלתי תשובה, אני שואל כל מי שנראה לי רציני 'אתה יודע להסביר לי למה אין?' הרי באירופה יש חברות נדל"ן מניב עם אג"ח ואף אחד לא ממש יודע לתת תשובה. הסבר אפשרי שהצעתי לעצמי, אני הרי מלווה הרבה שנים חברות בניו יורק, והתשובה היחידה שהצלחתי למצוא היא, שלדעתי, פשוט היו שנים שהיו עולים בארה"ב ברמת המינוף ברכישה ל- 95% מינוף ואחרי זה עולים ל- 98 עם השתתפות ברווח לבנקים להשקעות. אז כנראה שהם פשוט היו עולים כל כך גבוה ברמת חברת הנכס שבכלל לא היה טעם לחשוב על מינוף למעלה. זה ההסבר היחיד שהצלחתי למצוא עד היום. לכן לא מקרי שמביאים חברות מאמריקה. באירופה יש החזקות כאלה של Corporate, נכון הם לא משתמשים בהן כל כך למימון. עוד יתרון שפה זה קטן ובארה"ב בשביל לעשות הנפקה של 100-300 מיליון דולר באג"ח זה לא מעניין וגם באירופה הנפקה של 50 מיליון דולר זה לא מעניין. אז יש את העניין של הגודל פה שאפשר לעשות יותר קטן. אבל העיקר - הם לא רגילים לחשיבה הזו של קורפורייט בנדל"ן לצרכי מימון. כל מה שבנאדם שרוצה למנף את ההחזקות שלו יכול לעשות זה לקחת הלוואה אישית וזה כמובן לא מעשי.

רותי דהן

גל, אבל מה זה הם לא רגילים הרי בחברות נדל"ן מאוד גדולות יש את זה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גל עמית

אבל רק ממש בגדולות וגם אז בגלל מיסוי זה לא ממש מעשי (חוץ מבמבנה של ריט).

רותי דהן

בסדר, אז זה לא עניין של הבנה זה רק עניין של גישה לשוק ההון. מי יכול לגשת לשוק ההון.

גל עמית

מה זה "גישה לשוק ההון"? יש לנו לקוחות ששוויים מיליארדים ותאורטית הם יכולים אבל פרקטית שיטת המימון באג"ח לא קיימת. זה לא מעשי ללכת לשוק ההון האמריקאי. הם צריכים להעביר את ההחזקות לריט ויש לזה המון השלכות נוספות, כולל דילול דרמטי בשיעור ההחזקה בנכסים.

אמיר ברנע

אפשר להנפיק אג"ח מזנין בחברות למטה.

רפי ליפא

היה בניו יורק בבורסה תאגיד אחד שהוא לא ריט וזה פורסט-סיטי וזהו וגם הוא הפך לריט לאחרונה, כל השאר ריטים. וזה אומר שהספונסר צריך לרדת מתחת ל-50%.

גל עמית

תודה לאמיר! אמיר אמר הם יכולים לקחת מזנין בחברה למטה. זו ההשוואה שיש תמיד בעיתונות הישראלית - אם הם היו לוקחים בארה"ב הם היו מקבלים 14%-10% ופה הפראיירים מקבלים רק 5%. זה נכון אבל תחשוב שיש פה פיזור מהותי - תחשוב על חברה כמו זראסאי, יש לה קרוב ל-200 בניינים רק השכרה למגורים בשכר דירה מפוקח - כשאתה מפזר פה 200 חברות ב-LTV סביר ואתה לווה ב-Corporate למול הלוואת מזנין על בניין אחד בודד שאתה מגיע ל-LTV גבוה אז ההשוואה לא רלוונטית. כי מזנין על נכס בודד זה סיכון אחר מסיכון של תיק מפוזר.

ענת לוי

אבל יש לך את זה ב-CMBS מאוד דומה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גל עמית

ענת, את מדברת על CMBS, יש עוד מכשירים, אני משווה משהו פשוט. אני יודע שאצלכם לא כל כך אוהבים גם להשקיע באג"ח Corporate ישראלי. אני עושה משהו פשוט כרגע. אני משווה את זה לביג, עזריאלי, מליסרון, גזית גלוב. אני לא נכנס עכשיו לשאלה האם יש עוד דרכים אחרות להשקיע בארה"ב דרך CMBS או דרך השקעה ישירה בנדל"ן. גם על זה יש לי מה להגיד אבל זה דיון אחר. אנחנו כרגע מדברים על אג"ח Corporate. כרגע יש בישראל שוק גדול של אג"ח Corporate ועל זה אני מדבר.

בתחילת הדרך עלתה סוגיה איך מתגברים על זה? כי לא שמנו חברה ישראלית בראש, בלמעלה. כי בחברות הישראליות חוץ מכמה, כמו גזית גלוב שיש את נור סטאר למעלה, הן ישראליות, ועלתה הסוגיה שאני חושב שקצת ירדה בפופולריות שלה - איך פותרים את הבעיה שאין לנו חברה ישראלית? יושב פה גיא גיסין ואני אשמח אם הוא ירחיב אחרי זה בדיון. הנושא הזה נחקר ונדון. בעיניי הנושא הזה די פתור - יש פסיקה שעברה בזמנו בעליון בסיביל ג'רמני, יש אחרי זה החלטה של אורנשטיין באורבנקורפ שמינה את גיא ונתן לו את הסמכויות. אני לא מדבר כרגע על המדינות הזרות בהן ממוקם הנדל"ן. אני מדבר על ישראל - BVI או לא BVI זה די מאחורינו לדעתי. צריך לזכור דבר אחד אם מממנים באג"ח Corporate נדל"ן בחו"ל, ההתמודדות בסוף תהיה במקרה של דיפולט במדינה בה ממוקם נכס הנדל"ן, ואני לא מאמין שאפשר עם אג"ח Corporate בכמויות של הכסף שיש היום למוסדיים לממן רק נדל"ן בישראל וזה גם לא נכון למשקיעים מבחינת תשואה ופיזור, צריך להתמודד עם זה. יש חברות מעולות: בראק ADO, NV, אלוני חץ, ביג ואחרות שמשקיעות בנדל"ן בחו"ל. יש הרבה חברות טובות שהנפיקו בארץ אג"ח ומשקיעות בחו"ל. ברגע שאנחנו מממנים באג"ח Corporate נדל"ן בחו"ל - ברמת הנכס כשיש חוב בכיר הדיון יהיה בארה"ב או בגרמניה או בכל מקום אחר בו ממוקם הנכס. כל ה-BVI בישראל זה הכול רעש, בסוף מימנו, קיבלו יותר תשואה ונצטרך להתמודד בבתי משפט בארה"ב אם חס וחלילה יהיה דיפולט. זה לא סוף העולם, צריך לתמחר את זה בתשואה, זה טיבו של עולם. למשל, אלרוב של אקירוב, 75% מהמאזן שלו בחו"ל, משהו מדבר על זה? אם יקרה משהו יצטרכו לקחת כונס נכסים בצרפת או בשווייץ למלונות, חלילה וחס ואני מאחל לאלפרד אקירוב שנים ארוכות ושהכול יהיה בסדר. הישראליות שלנו: ADO, גזית גלוב, אלרוב, אלוני חץ, כלכלית וכו' זה המשחק, כל השאר זה שטויות. יש נדל"ן בחו"ל וצריך לדעת להתמודד אתו בטריטוריה הזו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אחרי כל זה, כשמביאים משהו חדש, וזו הטענה שלי, בסופו של יום יש פה הזדמנות. יש לנו בעיות מבניות בשוק החוב הישראלי והגישה שלנו ולא רק שלנו אלא גם של הקולגות שלנו היא לנסות לשפר כשאנחנו מביאים משהו חדש את אותם דברים בשוק החוב שלנו שהם בעייתיים - כמה הם חמורים? זה לארבעה ימי עיון אחרים. יש טענה אחת ברורה והיא הקלות הבלתי נסבלת של הגיוס שהייתה פה בשנים האחרונות, העדר אלטרנטיבות, ההיכרות של בעלי בית עם הגופים המוסדיים, מביאים למימון יתר באג"ח מול הפרופורציות שאני חושב כנכונות. דוחפים את השוק לאג"ח בצורה אגרסיבית- התופעה הזאת קיימת, אי אפשר להתווכח עליה. זה מוביל אותנו לתופעה הבאה: "לצורך דירוג השקעה חייבים להניח מחזור אג"ח ולצורך מחזור אג"ח צריך דירוג השקעה"! המעגל הזה קיים בשוק החוב הישראלי שלנו ואני לא מחדש פה משהו, אני פשוט אומר את זה בצורה קצת בולטת. זה מה שאני זוכר תמיד כשאני מביא חברה חדשה לפה. וזה מסוכן, ראיתם מה קרה לכלכלית.

ענת לוי

גל, זה לא שונה. גם במוסדות יציבים כמו בנקים- כדי לשמור על היקף מאזן גם הם צריכים להמשיך למחזר. זה העולם הפיננסי.

גל עמית

אין בעיה. הטענה שלי היא שלמחזר בשוק ההון, ותכף נדבר על זה, הרבה יותר מורכב מלמחזר בבנקים או אצלך באשראי ישיר. כשבאים אליך למחזר זה דבר אחד וכשבאים למחזר בשוק ההון ויש בעיות מוצאים את גיא מיצג מישוהו אחר עם אינטרסים משלו ואת או מישוהו אחר כבר מכר את כל הניירות שלו כי את לא רוצה להיות שם עם כל המשקיעים האגרסיביים עם אינטרסים אחרים.

ענת לוי

כל הטענה שזה לא רלוונטי רק להם.

רפי ליפא

סליחה ענת אבל כל ה"בומבות" שהיו בזמן האחרון זה רק מהיעדר יכולת למחזר. כל חברות הנדל"ן הישראליות שנתקעו זה בגלל שפתאום הם הגיעו ללוח סילוקין שלא התאים לרוח התקופה ובאו למחזר בשוק החוב. אנחנו מנסים לפחות להביא חברות שלא תלויות רק במחזור בשוק החוב.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גל עמית

חברים, אני מצביע על סיכונים שלדעתי קיימים שאנחנו מנסים להתמודד לפחות עם חלקם.

הטענה שלנו היא שמימון יתר באג"ח בשוק ההון הוא הרבה יותר מסוכן ממימון מבנקים ומוסדות פיננסיים. שוק ההון הוא תנודתי, הוא עלול להיות סגור לפרקי זמן למחזוריים, בנוסף ברגע שחברה קצת מתדרדרת יש עליה בתשואות וגם אם יש לה נכסים טובים כבר לא ילוו לה בשוק ההון. עצם זה שאנחנו עושים פה פורום על המשך השקעות בחברות אמריקאיות אחרי שהן גייסו 12 מיליארד ש"ח ואיזה מישחו מקנדה פושט רגל או נוכל לכאורה ובגללו איבדו 40 מיליון דולר ולחברה אחרת יש בעיות בשוק הריאלי שלה ופתאום שוק החוב הסחיר קופא בקשר לעוד חמש עשרה חברות אחרות שבכלל לא קשורות לכך, חוץ מזה שהן משויכות לסקטור המכונה ה"אמריקאיות", זו ההוכחה כמה השוק הזה טרנדי ומסוכן בפרקי זמן מסוימים. יושבים פה מוסדיים שאת חלקם אני מכיר ואומרים לי 'אני מת על החברות האלה אבל אני לא יכול שעליי יכתבו שקניתי במכרז המוסדי בגלל הסנטימנט הציבורי'. בשוק הזה אם אתם רוצים למחזר מיליארדים, עשרות מיליארדים... מחר תהיה אופנה אחרת, מחר מסיבה אחרת המוסדיים לא יקנו. צחקו על רקפת כשהיא אמרה 'בחדרי חדרים... כולם ירדו עליה. היא צדקה, חברים. הנה, הגענו לזה, לאומי ופועלים סגרו את הברז, מי שבחר את הגישה הזאת של לממן רק באג"ח נשאר לו חוץ מלמחזר בשוק ההון ללכת לענת ולרות לוי ממגדל ולקולגות שלהן. בפועלים ובלאומי לא יקבלו אותו יותר. זהו, מי שבחר בדרך הזאת כבר תקוע בה. לאומי ופועלים לא יפילו את הלקוחות שלהם וככל הנראה ימחזרו להם - הם גמרו את המכסה לגבי לקוחות חדשים. חשבנו שנדבר על הבעיה הזו רק במשבר מערכתי והנה הגענו להתממשות שלה הרבה קודם וזה עוד בלי לדבר על גיוון מקורות אשראי לגבי חלק ממנפיקי האג"ח הגדולים.

מה הלקחים שאנחנו ניסינו ליישם בחברות האמריקאיות - אנחנו יושבים עם אנשים ואומרים להם 'אנחנו רואים מה קורה אצלנו - אנחנו לא רוצים להכניס אתכם לגלגל שאתם תתחילו לרוץ ולרוץ סביב הזנב של עצמכם'. אנחנו מנסים ככל הניתן להביא חברות שרוב התיק שלהן נדל"ן מניב טוב וחזק עם פרופורציה סבירה, בדגש על סבירה 15%-25% של נכסים בהם יש מרכיב של value add שיוצר מתוך התיק מקורות להחזר החוב. ברור ש - value add זה סיכון - זה ייזום, זה שינוי של נכסים, לכן חשובה הפרופורציה. אבל ככלל אנחנו לא מביאים לפה חברה שתהיה כל הזמן תלויה במחזור בשוק ההון. זה הלקח הראשון שלקחנו. ישבנו עם חברות ענק, שהיו מקבלים אותן עם זרועות פתוחות פה בקבוצת ה - AA אבל שאין להן מודל של יצירת ערך מהותית ואמרנו להם

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

'חבריה', אל תבואו'. אני אישית לא מכניס לפה אף אחד שאחרי זה יהיה כל הזמן תלוי במחזור הזה בשוק ההון. לכן אנחנו מנסים להביא חברות שהמודל העסקי שלהן מאפשר לשרת את החוב מהמקורות של החברה בהתעלם ממחזור בשוק ההון. לקחתי פה לדוגמה חברה בשם אול-ייר שהדרך שהיא עושה את זה היא שיש לה תיק של איזה 140-150 בניינים להשכרה למגורים מיוצבים ומניבים בברוקלין ובמקביל תמיד יש לה 10-12 פרויקטים של בנית בנייני דירות מגורים חדשים להשכרה, כל פעם שהיא גומרת כזה חדש והיא יודעת לעבוד טוב, היא מייצרת ערך, עושה מימון מחדש ברמת החוב הבכיר ועם זה היא יכולה להחזיר אג"ח. זה הלקח הראשון שלנו- להביא חברות יותר מאוזנות בעינינו במודל הפיננסי שלהן וזה כשלעצמו שיפור מהותי לעומת המצב הרווח אצל רוב החברות הישראליות. זה לא אומר שאין חברות ישראליות שהן value add בוודאי שיש, אבל לצערי כמות הגיוס של האג"ח דחפה הרבה מהמנפיקים הישראליים למה שאנחנו קוראים נדל"ן פיננסי: מגייסים, משקיעים, מגייסים, משקיעים וכן הלאה. הבעיה שמה- spread של השכרה אי אפשר להחזיר קרן של אג"ח במח"מ 5 או 6, בשביל להבין את זה לא צריך להיות גאון.

יש פה עבודה שעשו אצל שלומי בבינתחומי כבר לפני שנה וחצי ועדכנו את הנתונים לקראת הדיון- אלו פרופורציות של אג"ח Corporate או של חוב Corporate לעומת חוב ברמת הנכסים בהרבה חברות נדל"ן שאגרות החוב שלהן נסחרות בבורסה בתל אביב. ציר אחד זה ה- LTV הכולל והציר השני זה הפרופורציה של חוב האג"ח לעומת כלל החוב. שימו לב לקבוצה הגדולה של הישראליות - לא רק שהן במינוף לא נמוך הן גם בפרופורציה גבוהה מאוד של אג"ח ביחס לכלל החוב. בחברות האמריקאיות ככלל גם המינוף יותר נמוך וגם פרופורצית חוב האג"ח נמוכה יותר.

ענת לוין

אבל זו טרטולוגיה כי הרי זו תוצא ישירה לעובדה שציינת קודם, שחברות הנדל"ן בחו"ל לא היו מלכתחילה בעולם מימון ה- Corporate.

רותי דהן

אבל מה לא בסדר בזה?

גל עמית

מה לא בסדר בזה?

ענת לוין

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יש לי הרגשה קצת של התגוננות, איזושהי האשמה כלפיהם - ממש לא. הנקודות שאתה מעלה מאוד נבונות וראוי אחר כך לחדד את הנקודות.

גל עמית

צודקת. תקשיבו, אם את מתעלמת מזה... אני אומר לכם שלדעתי, חברה שבחרה לכוון את עתידה אך ורק במחזור בשוק ההון או בעיקר בדרך זו לוקחת סיכון גדול.

רותי דהן

אבל זה לא הבעיה של האג"ח, הבעיה היא בחוב הבנקאי. הבעיה שהחוב הבנקאי בארץ הוא קצר יחסית לחוב הבנקאי בחו"ל. בחו"ל נהוג לממן נדל"ן מניב ל-25 שנה ואילו בארץ ל-10 שנים ובמקרה הטוב ל-15 שנה.

גל עמית

הוא לא יותר קצר מהאג"ח. אבל רותי, בואי נדבר אחרי זה. אני חושב, לא משנה "בעיה, לא בעיה", זו עובדה.

ערן קלינסקי

המינוף בחברות הישראליות כולל מיסים נדחים.

מילסרון זה לא 65%.

גל עמית

בסדר, זה לא... אני חושב שצריך לכלול את זה.

ערן קלינסקי

אין בעיה, אבל צריך לכלול גם באמריקאיות.

גל עמית

אין להן.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ערן קלינסקי

הוא עולה למעלה.

גל עמית

אבל אין להן. המיסוי הוא ברמת בעל המניות ולא החברה.

ערן קלינסקי

יש לך, ואני אגיד לך גם למה - כשאתה מוכר נכס...

גל עמית

עזוב את זה, אני מדבר על תופעה.

שלומי שוב

הנקודה היא נקודה מעניינת.

גל עמית

שימו לב לגרף, הפרופורציות של חוב האג"ח הנמוכות זה לא רק נחלתן של החברות האמריקאיות. יש עוד קבוצה של חברות, במקרה או שלא במקרה מדובר בחברות שמשקיעות בגרמניה ואלרוב וויתניה שיושבות פחות או יותר באותה המשבצת של פרופורציות חוב אג"ח נמוכה. עוד הבדל גדול הוא שהחוב הבכיר של החברות שעובדות בחו"ל, גם של אלו בגרמניה וגם החברות האמריקאיות הוא חוב נונריקורס. כלומר, זה לא רק הפרופורציות, בנוסף לכך החוב למטה הוא נונריקורס. מה שמוריד עוד יותר את הסיכון. יש חברות כאלו כמו בראק ו- ADO וסאמיט ואלרוב שבנויות לפחות לטעמי בצורה מתאימה יותר.

לגבי השאלה האם מקרה אורבנקורפ משליך על החברות האמריקאיות? על זה ידברו עוד הרבה. יש פה משהו בין נוכלות לבין בנאדם שכנראה היה בפשיטת רגל קודם ולא הבינו את זה. אמרו איך יכול להיות? עברו רק ארבעה חודשים? ופתאום לא קונים חברות אמריקאיות. מה הקשר? יש חברות ענקיות אמריקאיות. יש איזה נוכל, יכול להיות שלא בדקו טוב קודם. יכול להיות שלא עשו עליו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

Due diligence עסקי. ישבתי ונזכרתי, זוכרים שהייתה פעם חברת TRD? הם עשו הנפקה ויום אחרי ההנפקה קנו בכל הכסף אופציות ומחקו את ההון העצמי. הפסיקו את ההנפקות פה? זוכרים שהייתה פה חברת גולן מלאכת מחשבת? גאון אחד גנב את כל המאזן לעצמו. זו הטענה הראשונה. אז יכול להיות שהיו כשלים, יכול להיות שלא בדקו טוב, לא רלוונטי.

דבר נוסף, זה לא ה- plain vanilla של המודל. זו חברה יזמית, שבגדול זה לא המודל של חוב Corporate, לא היו מנגנונים שמפצים על הסיכון של הייזום למכירה. יש חברות אחרות שכן טיפלו במנגנונים מפצים בסיכון היזמי, ואני לא מדבר על אקסטל שזו דוגמה שאני לא רוצה להיכנס אליה אבל גם היא חברה יזמית שזו גם שאלה אם היה צריך להנפיק כזה אג"ח עם כזה תזרים וולאטילי? שוב, אלו שתי חברות שאני לא קשור אליהן אז אני לא יכול לדבר. מה שכן טוב, זה נותן לנו הזדמנות לשידוד מערכות והפקת לקחים. למשל, אנחנו מבקשים מהדירקטורים להיכנס קודם כל לחברות, לבדוק, לחתום על התשקיפים קודם, לעשות ביטוחים קודם, דברים וולונטריים. חברים זה פופולרים נטו, והעובדה היא שבגלל זה נאלצנו עכשיו לדחות הנפקה של חברה שהבאנו שמדורגת ב-A+, חברה בין החזקות שהגיעו לכאן. נאלצנו לדחות חודש וחצי הנפקה. מה אני אגיד לכם, לא נותן בעיניי כבוד לשוק ההון.

בחברות האמריקאיות כל מקרה לגופו. תראו ברשימה הנה, יש פה איזו חברה קטנה BBB+ שיש בה דירות למגורים. יש פה ענק אולי אחד הגדולים בניו יורק AA- רק השכרה למגורים, מה שבשיראל חולמים לעשות שנים, עשרת אלפים יחידות דיור בשכר דירה מפוקח.

לסיכום, אנחנו רואים בזה אבולוציה. יש קושי מסוים לבדוק עליהן, אז 'אלף' יש אינטרנט- צריך רק לבדוק, העולם קטן, כמה טלפונים, כל חתם יתכבד לעשות כמה טלפונים, לבדוק על האנשים לפני שהוא מביא אותם. אפשר הכול לעשות. אבל כנגד זה- זה שוק ההון שחשוב שיהיו בו הנפקות חדשות, יש פיצוי כמו שאמרתי בחוזק התיק וגם יש פערי תשואה שבהתחלה הם משלמים יותר תשואה וזה לגיטימי. מזכיר לכם את הדיפולטים הגדולים איפה הם היו – בחברות ישראליות, אז זה שולי יחסית אליהם. ותזכורת אחרונה, חלק מהחברות הישראליות הן עדיין חלק מקבוצות שחייבות להעלות את כל התזרים שלהן כדיבדנדים למעלה וזה דבר שצריך לבדוק ב-Due diligence העסקי בחברות חדשות.

אמיר ברנע

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

טוב, אני חושב שכדאי שנשמע מה גיא גיסין אומר.

גיא גיסין

קודם כל, תודה שהזמנתם אותנו. אני לא אדבר מימון כי מימון אתם יודעים יותר טוב ממני. אני רוצה לדבר רגע אחד על המבנה המשפטי ועל תקלות. אני לא אדבר על אורבנקורפ כי כמו שאמיר נתן חוות דעת לאיזושהי תביעה אני אמור להיות זה שחוקר, בודק ונותן אז אני לא אתייחס לשום דבר ספציפי שאפשר יהיה מחר להגיד 'אמרת / לא אמרת'.

אני רוצה לדבר קודם כל על רמת המבנה. ברמת המבנה, משפט אחד שגל כתב הוא מאוד נכון: הטיפול המשפטי בנכסים עצמם תמיד יהיה במקום מושבם, לא יעזור כלום. וזה היה הקרב שלי הכי גדול בקנדה בימים שרבנו כדי להגיע להסדר. על הדבר הזה אי אפשר להתווכח. מי שחושב שאפשר לטפל בחדלות פירעון של נדל"ן בחו"ל בבית משפט ישראלי, למכור את הנכס בשלט רחוק- זה לא יעזור.

סיביל, שזה גם תיק שניהלתי, היא דוגמה אחרת. בסיביל יש לנו בעיות קשות אחרי שהצלחנו וזכינו בישראל בהישגים משפטיים מדהימים אבל אנחנו בבעיה קשה מאוד. יש לי חברה קפריסאית שהצלחנו להוכיח שצריך לפרק אותה בבית משפט ישראלי. הוכחנו בבית משפט עליון, שמרכז העסקים של החברה הזאת בישראל, מכיוון שהחברה הזאת נועדה לגייס אג"ח בישראל וזו הייתה הפעילות שלה. ואחד הטיעונים היותר חשובים שאלשיך קיבלה בהתחלה ואחרי זה אושר על-ידי בית המשפט העליון היה שקפריסין זה מקום היישוב, הנכסים נמצאים במזרח אירופה או בגרמניה והגיוס של האג"ח בישראל; אם אני אלך לקפריסין אז גם שם לא מרכז העסקים כי מרכז העסקים זה אולי איפה שמנהלים את העסקים, אז זה בפולין, בגרמניה ובצ'כיה. ותחת הטענה הזו בית המשפט הישראלי נתן לנו גיבוי. יש לי הליך שאני חייב לעשות אותו בקפריסין. אני לא מדבר על ההליך שבכלל אני צריך בסוף להוציא ולפרק את החברה הזאת, אני צריך למחוק אותה בסוף בקפריסין מהרשם, לא יודע עוד איך לעשות את זה אבל יש לי הסכם שהיה חתום שמקום השיפוט הוא בקפריסין. הלכתי לעורך דין קפריסאי ואמרתי 'אני המפרק, בו תייצג אותי ותגיש את התביעה בשמי'. אז הוא עונה לי 'איזה בית משפט בקפריסין יכיר בסמכות שלך?' הלכתי למישהו שהיה שר המשפטים הקפריסאי ואמרתי לו 'זה המצב' אז הוא אמר לי שיש דרך לעשות את זה אבל זה מאוד מאוד מורכב.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עכשיו בואו נחזור לאורבנקורפ, נדבר רגע על קנדה. בקנדה הגענו בסופו של דבר לסיכום עם הנאמן הקנדי שמונה לחברות הבת. הסיכום הוא מצוין, בעיניי הכי טוב שאפשר- ההליך המרכזי העיקרי מתבצע בישראל, בית המשפט הקנדי מכיר בכך, אבל כל נכס, כל פעילות, כל חברה בת מנוהלת בקנדה. הצלחנו בגלל שהגענו דרך הסכמה לקבל מעמד בכל אחד מההליכים האלה. קיבלנו מעמד שלא עושים דברים בלי לדבר אתנו שזה חריג. אני אקריא לכם את הנימוקים של בית המשפט הקנדי לדקה ואתם תבינו שהוא מטיל את זה בעיקר על זה שהצדדים הצליחו להגיע להסכמות. עכשיו סיכום בין צדדים בעולם של חדלות פירעון יש "קרקסים נודדים" בישראל ויש "קרקסים נודדים" בקנדה אלו קבוצות קטנות של אנשים שהדבר הכי חשוב, ואמר את זה אתמול אורנשטיין בכינוס, זה לקבל את המינוי. זה נותן leverage למי שמבין את מגרש המשחקים הזה. הם מאוד מפחדים שמישהו יתנגד למינוי של מישו ספציפי. ותחת היכולת שלי להתנגד למינוי של מישו ספציפי הצלחנו להגיע להישגים הסכמיים מהירים שהם לטובת העניין.

אני אקריא פה רגע אחד, זה פורסם במגנא, אני מציע לכם לקרוא את הנימוקים שבית המשפט הקנדי פרסם כי יש שם ממש סעיפים מאוד משמעותיים. בבקשה שהגשתי לבית המשפט כתבתי :

This matter is one of incredible significant to stockholders in the state of Israel including the real estate capital markets in general. To date, to the best of my knowledge total of 17 north American real estate companies have issued over 11 billion NIS bonds in Israel. UCI [Urbancorp Inc.] was the first such North American company to have gone into insolvency proceeding and that within four months after from the issuance of the purchase. Giving the size of this industry...

הסברתי לשופט כמה זה חשוב ומהותי מה שאנחנו עושים פה ואז הוא עונה על זה, הוא אמר אני לא מבין איך אפשר להגיע למצב שה- COMI (center of main interests) שזה המבחן הבינלאומי בכל רחבי העולם להוכיח מהו מקום מרכז האינטרסים. איך יכול להיות שחברה קנדית שמחזיקה נכסים וחברות בקנדה מרכז האינטרסים שלה יהיה בישראל? 'אני מבין ומקבל את זה', הוא אמר, 'שבעל השליטה והחברה התחייבו לקבל הליכים רק בישראל אבל הוא לא יכול לתת לזה תוקף. הדרך היחידה לתת לזה תוקף זה תחת הסכם בין הצדדים. הוא אומר 'קשה לי אבל אני לוקח את זה ואני מתקדם ואני מקבל בעצם את הסמכות ומסכים שההליך העיקרי של חדלות הפירעון של החברה האם יתבצע בישראל.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כדי שתוכלו לחזור למימון אני אדלג קדימה, אבל יש כאן דברים, אני אפילו אשלח לך כדי שאחר כך תפיץ את זה [לשקול לצרף כנספח את עיקרי נימוקי בימ"ש הקנדי להסכמה להכיר בהליך הישראלי כהליך ראשי אשר צורפו למייל], הנימוקים נורא חשובים כי בלי זה זה לא יעבוד. אבל הבעיה במבנה של אורבנקורפ הייתה בכמה היבטים: היבט אחד זה ההיבט של השליטה מרחוק. מדובר בחברה שיש בה בנאדם אחד שמוביל עם מנהל כספים שהוא קרוב משפחה שלו, דווקא הוא היה בסדר, הוא לא היה... יש שם בעיה של שליטה ופיקוח מסוים, הוא מאוד "בלונדיני" ומאוד "אשכנזי" הוא ניהל אספות אג"ח באנגלית צחה והאספות היו מאוד מנומסות, אין לנו הרבה כאלה. הוא השרה אווירה "אשכנזית", אנגלו-סקסית.

הוא הצליח להשרות אווירה טובה מהבחינה הזאת. השעבודים שנרשמו- נרשמו. ונתתי על זה גם חוות דעת אז זה לא איזה סוד. כל השעבודים שנכתבו בתשקיף נרשמו, ואפילו קצת יותר ממה שהיה כתוב בתשקיף אבל מה? השעבודים ריקים. זה שעבודי עודפים. זה תרגיל שנלמד פה מישראל. אם בסוף יגיע כסף מהפרויקטים אחרי שהוא ישלם את החובות למטה ויועבר לאותם חשבונות שמשועבדים לטובתך. יש חשבון שמשועבד לטובת הנאמן.

אמיר ברנע

זה נכון בכל פירמידה. כל מבנה פירמידאלי זה בדיוק אותו דבר.

גיא גיסין

אני אגיד לך, אני חושב שאם אתה נכנס למקום שיש לך בעיית שליטה ויש בעיית ממשל תאגידי על פניו- חברה פרטית, דח"צים, נכנסים לתפקידם ולא יודעים בדיוק עוד מה קורה... בוא, זה החיים.

בשורה התחתונה, ההתחייבויות שצריך לדרוש, אני מדבר על שוק ההון, זה לקבל שעבודים והתחייבויות בחברות ברמת הנכס, בחברות למטה.

שלומי שוב

איך ברמת הנכס? כל המודל הוא אחר.

גיא גיסין

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

התחייבויות חייבות להיות ברמת הנכס כדי שהשעבוד יהיה אמתי, כל שעבוד שיש. היום פה בישראל כשיש שעבוד על עודפים אז יש בנק מלווה...

בארץ משעבדי עודפים הצלחת להחזיר חובות, לדוגמה באורה. בסופו של דבר אם אתה מקבל התחייבות של המלווה למטה שהעודפים יוזרמו על ידי החשבון המנהל של הפרויקט.

רם דגן

המילה שלי נורא חסרה שהיא גם הבסיס לאותה שיטת עודפים בישראל היא Due diligence, בדיקת נאותות. הרי מה זה שעבוד של עודפים בישראל? בואו נקרא לילד בשמו. מסתכלים ורואים שיש בנק מלווה שעשה את הבדיקות שלו ואומרים שיש התחייבות שיש לגביה מסמך משפטי שיעבור הכסף, אבל יש מישהו שבדק שיש נכס. פה אין כלום לא היה בנק מלווה. בחלק מהמקרים לא היה בנק מלווה ולכן התמחור הוא אחרת לגמרי. כשיש לך הנפקה בישראל של חברה ישראלית שמגיעה עם בנק מלווה ומשעבדת את חשבון העודפים, יש שורה של יזמים ישראלים שבנו ככה אימפריות- התמחור הוא 'אלף' וכשאתה בנק מלווה התמחור הוא הרבה יותר גבוה, זה סיפור אחר לגמרי.

אני רוצה לחזור עוד פעם לעניין שדיברנו ונראה לי שגם ארנון היה שותף לחלק מהתהליכים - Due diligence. ההנפקות האלה יש להן שלושה רבדים, שלטעמי, ואני מדבר כאן עם הרבה חבריה שגם קונים את הניירות האלה, שמטרידים אותם:

1. למה BVI- לא נחזור לזה, גל נגע בזה. דברים שקשורים יותר לתרבות מיסויים ותאגידית בארה"ב.
2. מה קורה במועד ההנפקה? מי לוקח אחריות על מה שכתוב שם? יש תשקיף, יש רשות לניירות ערך, מה קורה אם קורה אורבן (*דקה 20: 59)? מי לוקח על זה אחריות? עכשיו, בואו נניח שגם אורבן היה עובר, נניח שזה היה מתפוצץ בעוד שנתיים, מה הם אותם מנגנונים משפטיים שאתה מדבר עליהם כדי להקל על המחזיקים להגיע לנכס ולעשות מה שהם צריכים?

גיא גיסין

אני הייתי דורש למשל CFO בפרויקטים עצמם ישראלי, לא ישראלי אלא דירקטור מלמעלה שהוא מייצג אותך, לדוגמה. אין שם שום פיקוח.

רם דגן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הרי על מה אנחנו מדברים? האג"ח הזה הוא תצורה כזו או אחרת של מזנין. אנחנו לא המצאנו כלום במזנין, בארה"ב יש כאלו ספרים, לא ספרות אלא הסכמים, בלאומי פרטנרס אנחנו עושים גם חלק מהם בצורה ישירה. יש אלף ואחד כלים שאפשר לייבא אותם לתוך האג"ח. כמו שגל אמר, זו הזדמנות לשדרוג מערכות לתת למחזיקים אפשרות. הייתי גם חושב שייקחו את זה גם למקומות אחרים, לאו דווקא בהנפקות אמריקאיות. כלים שיכולים למזער מקרים של הונאה. טעויות עסקיות קורות, אין מה לעשות. בתיק מבוזר, למדתי אצל אמיר בתורת ההשקעות, מתוך 100 השקעות- אחת או שתיים לא הולכות, אין מה לעשות. אתה לא רודף בנאדם על זה שהוא היה טיפש. ברמת ה- Due diligence, וגל גם נגע בזה, הבדיקות צריכות להיות כאן קפדניות. זה לא מספיק גוגל. הבאתי לכאן דוח דיו דיליגיינס כלכלי שעשינו לגבי מנפיק מארה"ב כי שי, המשנה למנכ"ל שלנו, אמר שיטוב מראה עיניים, זה דוח שעולה לנו עשרות אלפי דולרים. אגב, לאומי פרטנרס עד היום הייתה שותפה והובילה רק שתי הנפקות. אחת מהן ביחד עם גל ורפי. כמו שאנחנו לוקחים Due diligence משפטי, ואפשר היה לפתוח מה שאמרו בלנד-מארק על Due diligence משפטי מה מצופה שהחתם יעשה, המכתב הוא לא חזות הכול ואותו דבר גם החשבונאים. יש לנו גם חברת אינטלג'נס אמריקאית שמוציאה לנו דוחות.

אמיר ברנע

אגב, האם עוברים הליך DD כזה גם לחברות ישראליות שנכסיהן בחו"ל? כמו באלוני חץ?

רם דגן

אני לא מנפיק את אלוני חץ. נקודה מאוד חשובה, עד פברואר האחרון חוק ני"ע חייב חברה שרצתה להתחיל לשווק על בסיס טיוטת תשקיף חתימה של חתם. במסגרת הרצון החיובי של הרשות להקל על חברות הורידו את החובה הזאת ולא נדרשת חתימה. לשאלתך, אלוני חץ מגייסת תשקיף מדף, אף אחד לא חותם על תשקיף כזה. הרגולציה, לא דורשת ממני לקחת אחריות אז למה שאני אתנדב לעשות את זה?

אמיר ברנע

האם יש הבדל עקרוני בליווי?

רם דגן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

התשובה היא לא, אין הבדל. אבל אני לא קובע את הכללים.

ענת לוי

כיוון שאני במיעוט בין עורכי דין, רואי חשבון וחתמים ובאמת לא תכננתי לדבר אבל חייבים לחדד. קודם, חתמים, כולנו מכבדים את המקצוע. אנחנו מבינים שבדרך כלל שהולך אחר האופנות, אני תמיד מציינת כבר הרבה מאוד שנים "יזהר הקונה". כשיש מצב שלא יכול להיזהר הקונה, קרי מצב שבו גברת כהן מחדרה... ראוי שרשות ני"ע תתכבד ותגיד מה עושים בכל מני מארזים שונים. אם אתם זוכרים היו פעם מארזים של חובות שמינפו אותם, ועכשיו יש של חברות נדל"ן שממנפים אותן. רשות ני"ע צריכה לתת את דעתה פעם אחת ולתמיד מה היא עושה עם כל האיגו"חים למיניהם שנכנסים כרגע ללא חוק האיגו"ח לתוך שוק ההון.

גל עמית

אני מקווה שאת לא קוראת לזה איגו"חים.

ענת לוי

זה סוג של איגו"חים ותכף אני אסביר לך למה.

גל עמית

אם זה סוג של איגו"חים אז כל חברות הנדל"ן שיש להם מניב ואגרות החוב שלהן נסחרות בישראל זה איגו"חים.

ענת לוי

גל בחברות נדל"ן אין סלקציה של נכסים מסוימים כבטוחה אלא כל המאזן. אם לא דנים בלקוח הקמעונאי יזהר הקונה מתחלק לשניים: לקרנות הנאמנות שלצערן הגדול מאוד לא יכולות להחזיק נכסים לא סחירים ולכן הן חייבות ללכת לשוק ההון ותלויות על כן בחברות הדירוג, ולמוסדיים-הכסף הטיפש, הכי טיפש שבסוף שרשרת המזון, קרי, הפנסיות והביטוח.

לכסף הזה צריך להתייחס בשתי צורות שונות. חברים, כל מה שתיארתי פה עד הרגע זה ששוק החוב במדינת ישראל הוא בעייתי. עכשיו, הוא בעייתי בכל כך הרבה דרכים והוא כל כך סובל מפיגור סביבתי לעומת מה שקורה בשווקים אחרים שלא דווקא בדיון על אורבנקורפ אנחנו נפתור את כל

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בעיות שוק האג"ח הישראלי ויש לו הרבה מאוד בעיות כולל חוסר היכולת לעשות נגזרות עליו, כולל חוסר היכולת להשאיל. לתקן את האנומליות שיש בו, כולל כל המבנים שקיימים ויש דרך ארוכה מאוד לעשות בשוק האג"ח הישראלי אבל זה לא טיעון להשתמש בבעיות הזו כדי לבוא ולשים מבנים שהם לא נכונים אל תוך שוק ההון המקומי. אבל אנחנו ב"יזוהר הקונה" חייבים להבין דבר אחד. וגיא, מה שאתה אומר הוא intercreditor. בעצם מה אתה בא ואומר? אתה אומר שצריך שיהיה intercreditor נורמלי שאנחנו מממנים את החוב הנחות של החוב הבכיר של נכסי הנדל"ן. כל אחד שקנה או מימן איזושהו נכס נדל"ן בישראל, בארה"ב, בפיליפינים או בזימבבואה מכיר את הסיפור הזה של intercreditor.

השאלה היא איך עושים intercreditor, ומביאים את המבנה של intercreditor אל תוך אג"ח שמונפק לציבור היא באמת שאלה קשה מאוד לרשות לני"ע. מבחינת המוסדיים, אני עדיין ב"יזוהר הקונה". וזה לא פופוליסטי, כי אם אנחנו יכולים היום לקנות את ה-CMBS ובסופו של דבר כיון שיש ריכוזיות מסוימת בחלק מההנפקות שאנו דנים בהן היום, יש סיכויי ריכוזיות שגם צריך להתייחס אליהם. אז המוסדיים, אלו שיודעים לקרוא איזושהו מסמך באנגלית, כנראה יודעים לייצר לעצמם את ה-CMBS הנכונים, שם יש intercreditor נכון, שם אנחנו מבינים מה קורה, אנחנו יכולים לייצר פיזור בין 1 ל-100 וכדומה. ולכן, בעיניי, זו לא בהכרח חלופה לגופי הפנסיה והביטוח. בואו לא נשכח שהכנסות בדולרים ואג"חים בש"ח יוצרים פרמיית basis שנכנסת בעקיפין לשוק ההון, מי שקצת סוחר במטבעות מבין את הערך המוסף שיש לזה אבל נשים את זה בצד.

עכשיו, שלומי, אני רוצה לדבר על הבעיה של קרנות הנאמנות וגם קצת שלנו הפנסיות ובטח של חברות הביטוח. הארביטראז' הרגולטורי הוא כבר מזמן לא ארביטראז' בין דירוג חו"ל לדירוג ישראל ושעל כך אחר כך חברות הדירוג יסבירו מדוע הן נותנות דירוג A+ למשהו שהוא מזנין או אסופה של מימון הון עצמי שפשוט הגיעו באנגלית. אני חושבת שהארביטראז' המסוכן שעליו צריך לדבר זה ארביטראז' של סולבנסי אל מול דירוג. אם אתה הולך היום לסולבנסי, ומעט מאוד מסתכלים על זה, סולבנסי ברגע שאתה משקיע ב-CMBS או דברים שאתה יותר שולט בנכסים למטה וב-intercreditor שלהם אתה מרתק יותר הון לעומת אג"חים כאלו שמונפקים בישראל. האנומליה היא לא בהבדלי הדירוג, האנומליה היום היא שחברות ביטוח בישראל יקנו אג"חים כאלו בריתוק הון של 8%-12%, בעוד שאם הן תעשנה את זה עם intercreditor נורמלי ופיזור ואפילו שגל ורפי יארזו בחו"ל, זה בכלל לא חשוב כרגע מי אורז, הן תצטרכנה לתקן כמעט 100% הון. אם זה יהיה במבנה של cmbs זו אנומליה דרמטית ולא הגיונית בגלל תרגום של כלל סולבנסי בישראל. זה כבר מזמן לא דירוג. העניין של הדירוג אם זה A, AA, BBB זה לא טיעון.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

האם את טוענת שריתוק הון יוצר עלות גבוהה?

ענת לוי

בדיוק, כי היום אתה צריך לעשות דברים שהם סולבנסי פרינדלי, וברגע שאתה צריך לעשות דברים שהם סולבנסי פרינדלי אתה מתחיל לעוות את התפיסות המשפטיות וברגע שאתה מתחיל לעוות את התפיסות המשפטיות בגלל שהרגולטורים מיישמים כלשונם סטנדרט שלא מבין לעומק את המבנים המתורגמים בשוק הישראלי וזה לא תקין.

אני אתן דוגמה אחרונה, נכס, שאני לא אציין איזה נכס, שמי שלו את הכסף שם זה קרן העושר של מדינה מאוד חזקה. אם גוף ביטוחי ייתן את ההלוואה לקרן העושר של המדינה כנגד רכישת בניין בבוסטון (נניח) לא בזימבבואה, כאשר הבנין מושכר לבנק בדירוג AA ל-15 והלוואה ל-10 שנים. ברגע שזה נארז ב-CMBS בין ה-40 ל-50, שזה קצת יותר טוב ממה שאנחנו מדברים פה, נקבל ריתוק הון של 100%. אם היית קונה את האג"ח של החברה שבנתה או שהיו אורזים אותה בישראל היית מרתק 8%-12%. זה ארביטראז' לא נכון ועל כן אנו לא מאשימים את החתמים שנכנסים בפער הזה.

שלומי שוב

ענת, עד כמה מהכספים שמשפיעים על ריתוק ההון...

ענת לוי

זה מתחיל עכשיו. סולבנסי מתחיל בישראל בתחילת ינואר, אתם תתחילו לראות את ההשקעות בישראל מעכשיו.

גיא גיסין

איזו תשובה יש להשקעה כזאת אם אנחנו שמים רגע בצד...?

ענת לוי

בטרנצ'ים הגבוהים, ב-5.25-6 B notes.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

ענת, את דיברת על השקעות נוסטרו של חברות ביטוח, לא דיברת על השקעות מכספי עמיתים כשהסיכון העקרי ובמקביל גם דרישות הסולבנסי, מוטל על העמיתים ולא על החברה.

שלומי שוב

ענת, אנחנו מקבלים את מה שאת אומרת אבל אנחנו מדברים רק על כספים של החברות ביטוח עצמה, או מהנוסטרו או מהמשתתפות שיש לה קשר אז אנחנו לא מדברים פה על כספים שנמצאים למטה.

ענת לוי

זה בעיה עולמית וברגע שהיא תקרה וייווצרו לך מכשירים שהם סולבנסי פרנדלי החברים שלנו יתחילו להראות את זה...

אמיר ברנע

אני לא הצלחתי להבין. אם עיקר המקורות להשקעה של חברות הביטוח אלה המשתתפות אז כל דרישת הסולבנסי נובעת משיעור הרווח לחברה ה- 15% הזה הוא שיוצר את הקשר לסולבנסי?

ענת לוי

עלות.

אמיר ברנע

אני לא מבין, הלוא הסיכון הוא על העמיתים.

ענת לוי

העמיתים בינתיים עוד לא נכנסים לשם

אמיר ברנע

למה?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ענת לוי

אמיר, זו רק עוד זווית שאני מצביעה עליה. אני מזכירה לך מה שאמרתי בהתחלה "יזהר הקונה", צריך לעשות intercreditor, צריך לעשות אריזות וגם לעמיתים

שלומי שוב

מה שענת אומרת שיש מימדים מערכתיים שיוצרים את ההטעה. אבל זה רק מחדד את ה שהדיון הזה ההוא חשוב.

עופר, קצת ירדו פה על חברות הדירוג, מה דעתך? איך אתם מדרגים?

עופר עמיר

ציינו פה את הארביטרז' בין הדירוגים וזה חוסר הבנה מוחלט, או הבנה והתעלמות. שכשאנחנו נותנים A בדירוג המקומי אז למעשה אנחנו לא נותנים דירוג השקעה גלובלי. זו טעות לקרוא ל-BBB בישראל דירוג השקעה- לא! רק מ-AA ומעלה זהו דירוג השקעה ברמה הגלובלית. כשאני נותן דירוג מקומי A, משמעו בדירוג הגלובלי BB- או B+, שאינו דירוג השקעה. מי שרוצה לטמון את הראש בחול ולקנות בתשואה שהם משלמים היום על AA בחו"ל דירוג AA מקומי בישראל, זה חוסר הבנה. AA פה הוא במקסימום BBB גלובלי. תתחילו להפנים שזו פשוט שפה אחרת. ולא אותה סקלת דירוגים.

שלומי שוב

אבל אם זו הרגולציה בישראל?

עופר עמיר

אני לא אחראי על הרגולציה ומכך שבשוק הישראלי מלבד S&P מתעלמים מכך שהדירוג המקומי לא שקול לדירוג הגלובאלי. יש טבלת המרה, תמירו את ה-A ל-B+ ותתמחרו לפי B+.

ענת לוי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

זו לא בעיה של המוסדיים כולם, זו בעיקר בעיה של קרנות הנאמנות. אנחנו לא מתעלמים, אנו מחוייבים לתקף דירוג. אבל אם קרנות הנאמנות מחויבות בתשקיף לדירוג מסוים ישראלי אז זה הן צריכות לעמוד.

עופר עמיר

פה הארביטרוז' נובע מטמינת הראש בחול של המשקיעים. אני מסכים עם ענת ש"יזהר הקונה" ויבין מה הוא קונה ויתמחר בהתאם. אנחנו אומרים שה-A הישראלי שקול ל-B+. ואם זה מובן אז זה עוד יותר חמור, כי מתעלמים מזה.

שלומי שוב

אני מבין את זה, אבל הרגולציה, לפחות נכון לעכשיו, לא מבינה את זה. היה לנו דיון בנושא הזה ואנחנו יודעים שעדיין המשק הישראלי לא נמצא שם אבל אולי הוא יהיה.

אבל עופר, אני רוצה לשאול אותך לעניין הדירוג, נאמרו פה דברים על נושא הדירוג מה בגדול הדירוג של חברה זרה, מה המתודולוגיה שלכם?

עופר עמיר

הציעו פה כל מיני בדיקות, אם היו מתחילים בלעשות גוגל על החברה שהשם שלה בכותרת ההתכנסות הזאת יכול להיות שלא היינו יושבים פה היום. תתחילו מאנליזה, לא ממהו יחס חוב האג"ח לעומת החוב הבנקאי. כולם פה חשבונאים או כלכלנים ורצים למספרים, כי זה קל לנו. קודם כל תתחילו מהדברים הבסיסיים יותר- מי עומד מאחורי העסק? מה הפעילות? אם אין לחברה אף פרויקט ייזום רווחי איך תשקיע בזה? היו כאלה שחשבו שהם חכמים אז ל-A3...

גל עמית

עופר, אני מציע שלא תתייחס לחברת הדירוג השנייה הם לא נמצאים פה.

עופר עמיר

לא, אני לא תוקף. המשקיעים תמחרו את זה בתשואה גבוה ביחס לדירוג וחשבו שהם חכמים. אז קודם צריך להסתכל על כל הפרמטרים מסביב מהו הביזנס ולהבחין בין ייזום לבין נדל"ן מניב,

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

להבחין בין חברה שמייצרת תזרימים עודפים לבין כזאת שלא, חברה שיודעת להרוויח בפרויקטים שלה ומקיימת ממשל תאגידי וכזו שלא.

שלומי שוב

עופר, מבחינת ההשוואה לחברה ישראלית שמנפיקה אג"ח ומשקיעה בחו"ל? כלומר, ההבדל הוא רק מבחינת ה"בלש" הזה שנשלח...?

עופר עמיר

אנחנו חברה גלובלית וכזו אנחנו מדרגים חברות בכל העולם, כולל בארה"ב, ועל פי אותה מתודולוגיה. כך שלהגיד "אמריקאיות" זו בעיני הכללה לא מתאימה, ופה אני מסכים עם גל, צריך לבדוק כל מקרה לגופו. יש את זראסאי ויש את ברוקלנד ויש אחרות, כל אחת היא מקרה שונה. וישנן גם חברות רבות שבאו לשולחנו ולא קיבלו דירוג. כן יש מגבלה פה של מידע. יש פה כן הבדל במובן של הניתוח שצריך שיהיה לך את הידע המקומי, אתה צריך שיהיו לך הסנסורים המקומיים, וכן מה לעשות צריך גם ללכת ולראות שהנדל"ן אכן קיים - חלק מהניתוח בנדל"ן זה ללכת ולראות את הנכס, את האנשים, את האופרציה. יש חברות שאתה באמת רואה שהן עם ממשל תאגידי, עם פיזור של פרויקטים וכזו ויש גם חברות אחרות. וזה הבסיס לדיון עוד לפני שאני בכלל מגיע למינוף וליחסי כיסוי. קודם כל, מה אני מדרג. יש חברות ישראליות כאלה וכאלה ויש חברות אמריקאיות כאלה וכאלה.

דני ירדני

אני רוצה דבר ראשון להחזיר לדקה לדיון שהיה על דירוג בינלאומי מול מקומי. כי אני חושב, אולי בניגוד לענת, שזו הבעיה המרכזית. אלמלא היה דירוג מקומי בישראל חלק מאוד גדול מהחברות לא היו מגיעות לדירוג השקעה, ובהמשך למה שגל הציג, דירוג השקעה משמע מחזור ומחזור משמע דירוג השקעה. אני לא חסיד גדול של נושא הדירוגים אבל אין מה לעשות זה ה-benchmark המרכזי שאליו מתייחסים בעולם, וכל עוד כל חברה כזאת או אחרת ולא משנה מאיפה היא מגיעה מקבלת בוסט של שישה נוצים לפחות אז היא נכנסת לשוק ההון הישראלי עם מקדמה מאוד רצינית. כי אין מה לעשות, הבעיה פה זה לא הביטוחים, קופות הגמל או הפנסיות הבעיה זה שוק קרנות הנאמנות שבהגדרה חייב לקנות אג"חים בישראל עם דירוג השקעה. זו הבעיה יש לה כתובת אחת - הרשות לני"ע, היא צריכה לטפל בזה, היא מכירה את זה, היא מודעת לזה ובגדול היא מתעלמת מזה. זו הנקודה הראשונה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הנקודה השנייה, היא הנושא שלגבי החברות האמריקאיות, לדעתי, יש פה בעיית מידע. יש סיכוי טוב שאנחנו נגיע למידע באיחור. גם כי אנחנו לא יושבים במקומות האלה וגם כי החברות שהגיעו הן חברות די מרוכזות. מי שמסתובב שם מסביב להשקעות ולנכסים יכיר את המידע כנראה יותר מהר מאתנו. וזה עוד בתנאי שהחברה תואיל בטובה ותודיע לנו מה קורה עם תביעות נגדה ומה קורה לנכסים שלה. במידה וגם זה לא קורה, כמו באורבנקורפ, אז בכלל עד שנדע יש סיכוי טוב שהוא פושט רגל.

בעיה שלישית יש פה ניגודי עניינים.

גל עמית

רגע דני, מה ההבדל? ב - ADO אתה תדע מה קורה בברלין?

דני ירדני

בהשוואה לנקודה הראשונה שדיברנו, זה שיש חוליים בשוק הישראלי ובאופן יחסי אתה לא נראה רע זה לא אומר שזה בסדר.

גל עמית

אבל ADO ובראק חברות מעולות.

דני ירדני

אז מה? אם ADO בסדר אז אתה בסדר?

יש פה ניגודי עניינים. כשננסה לשים את עצמנו בעיניים של אותו בעל שליטה לא ברור בסיטואציות מסוימות לאן ילך מירב מרצו. יכול להיות שיותר חשובים לו הנכסים הפרטיים שלו, שיש לו יחסים עם איזה בנק- אין לנו מושג, אין לנו יכולת לדעת ולא תהיה לנו יכולת לדעת. מעבר לזה, תרבות פשיטות הרגל בארה"ב היא מאוד מאוד חדה וקרה, בניגוד לישראל ואת זה גיא יכול להגיד הרבה יותר טוב ממני. הסיכוי לדעתי, אין לי פה משהו סטטיסטי, בסוף היום להשיג איזשהו החזר על הכסף בישראל עם בעלי שליטה ישראלים הרבה יותר גבוה מאשר הסיכוי בארה"ב.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גל עמית

תשאל את לבייב.

דני ירדני

לבייב זו דוגמה מעולה כי עד היום שם הכי הרבה כסף.

גל עמית

וממוטי זיסר לקחת הרבה?

דני ירדני

אז יש ויש. אבל בתוחלת, וזה לא משנה כרגע מה הסיבות.

עופר עמיר

אבל ההבדל הוא לא אם הם בישראל או לא, ההבדל זה בנכסים וכמה אקוויטי יש להם מתחת לאג"ח.

דני ירדני

בעיה נוספת שהיא לאורך כל שוק החוב הישראלי- אנחנו משקיעים הרבה באג"ח זרות, אני לא זוכר מקרה שהיה מדרג אחד. תמיד יש מדרג, שניים אם לא שלושה. בישראל, ואני אומר את זה מידיעה, חלק מהחברות האלה קיבלו דירוג השקעה וחלק מהחברות האלו לא קיבלו דירוג השקעה על ידי החברה השניה, לא נכנס כרגע מי זו מי. אני חושב שגם פה רשות ני"ע חייבת להתערב ולדרוש בהגדרה שני דירוגים.

דבר אחרון, בהמשך למה שנאמר פה, אני לא אומר שהכול לא טוב וכל מקרה לגופו. עם זאת, קיימות בעיות מבניות בחברות מהסוג הזה. ומה שגיא ציין, היכולת באמת, ועזוב מה שרשום שזה יהיה בבתי משפט ישראליים, בסוף אתה צריך לרדוף אחרי כל נכס ונכס.

לדעתי, גם עם הסיפור של המיסים זה שלכאורה ב-BVI המיסים הם של בעל השליטה, פה גם יש סיפור, רשות המיסים האמריקאית היא גם לא פראיירית והיא תדאג לבוא ולעמוד וכנראה גם לפנינו. ובסופו של דבר יש בעיות מקדמיות עם כל הסיפור של האג"חים האמריקאיות. עם זאת, יש

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חברות ויש חברות. ויש חברות שהונפקו בשוק הישראלי והן מקבלות דירוג השקעה בינלאומי אמתי והן אגב, צחוק הגורל, נסחרות שם. הן הרי לא נסחרות ב-AA איפה ש-AA בישראל נסחר הן נסחרות כמו שאם הן היו באות אל השוק הישראלי ומקבלות BBB בינלאומי. ואגב, ככה גזית גלוב שנסחרת בדירוג BB עולמי

שלומי שוב

דני, תחידד לי רגע את נושא המיסים, למה התכוונת? כי לפחות ממה שאנחנו הבנו עד עכשיו המיסים הם אחרי האג"ח- זה הטיפול החשבונאי.

דני ירדני

נכון, יש טענה שהמיסים הם אחרי האג"ח. המס הוא ברמת בעל השליטה. ולכן כל יחסי המינוף נראים הרבה יותר טוב. יש לנו גם השקעות בנכסים בחו"ל וגם דיברנו עם עורכי דין ויש פה סימן שאלה גדול מאוד. היות ורשות המסים האמריקאית היא לחלוטין לא פראיירית וכנראה, אם זה יגיע לדיון, הם גם ידאגו להכניס את היד לצלחת, ואלוהים יודע איזה חלק הם יקחו.

גל עמית

אפשר לענות? תראה יש פה עניין מה זה שקיפות לצורכי מס. בישראל המקרה הכי מוכר לנו לגבי שקיפות לצורכי מס זו חברה משפחתית. בפקודת מס הכנסה כתוב שהמס שעובר מהחברה המשפחתית לנישום המייצג רשות המסים רשאית לשים את היד גם על הנישום המייצג וגם על החברה. עכשיו, או שהטעו אותנו כי אני אישית ישבתי ושוחחתי וגם קיבלנו בכתב תשובה מכמה יועצי מס שהשקיפות בארה"ב של LLC היא שקיפות מסוג אחר. זה אומר שההכנסה כמו בשותפות עולה לתיק בעל השליטה ואם הוא לא ישלם את המס מאותה הכנסה הן יכולות ללכת לבנאדם וכמו כל נושא לנסות לתפוס את הנכסים שלו, שאלו הזכויות ההוניות בחברה, קרי, את המניות של ה-BVI, הן לא יכולות לרדת פנימה. וזה גם הגיוני תחשבו שלבנאדם יש מפעל מטוסים ונכס נדל"ן, עלו לו רווחים מפה ומפה, וזו כל ההכנסה שלו. הוא לא שילם מיסים ופשט את הרגל. המיסים הם אצלו, למעלה, אי אפשר לחזור לחברה ולקחת לה את הנכסים. אז או שהטעו אותי ביעוץ שקיבלתי או שהטעו את דני.

שלומי שוב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

במישור החשבונאי, המיסים לא נרשמים כלל ברמת החברה. זה נושא שרשות ני"ע בדקה אותו לגבי החברות האמריקאיות.

גל עמית

גיא טביביאן מעלה פה נקודה נכונה היה תשקיף אחד שרצינו לרשום את המסים בפנים, להפריש והרשות אסרה עלינו בדיוק בגלל הטיעון הזה.

שלומי שוב

אני רוצה לחבר לדיון גם את הנושא, בכל זאת אנחנו גם פורום של ראיית חשבון, עולה פה גם שאלה של ביקורת- איך מבצעים ביקורת על נכסים שהם...

גיא גיסין

בוא תן לי לומר ארבעה משפטים על רמאויות לפני ואז נדבר על הביקורת. רמאויות בממשל תאגידי, כי גל אמר שממשל תאגידי לא עוזר לשום דבר. אז ככה, יש גנבים ואיתם הפתרון היחיד הוא שימצאו אותם כמה שיותר מהר. יש כאלה שהסתבכו והתפקיד שלהם במשחק הזה הוא לשקר. שאלתי פעם משהו 'למה בעלי שליטה משקרים לי?' אז הוא עונה לי 'מה הכוונה? הם חייבים לשקר לך כי במשחק הזה הוא צריך להעביר את הסיכון אליך, הוא צריך זמן, הוא צריך סיכוי, במסגרת הזאת התפקיד שלו זה לשקר לך- תתכונן שהוא ישקר לך'. עכשיו, ככל שהוא יותר לבדו, הרי כשאתה חולם בלילה אתה חולם חלומות שאתה לא רוצה לספר עליהם, אז כשאתה לבדך אז הרבה יותר קל לך ללכת ולעשות משהו שאתה לא צריך ללכת לספר לאחרים. כשאתם רואים שהוא נמצא לבד יש לכם בעיה. בחברות זרות טסים מרחוק- הממשל התאגידי והשליטה מרחוק. בנוסף, יש גם כשלים אחרים, יש נושאים שלא תדעו בחיים ושום ממשל תאגידי לא יעזור וזה בעיקר בחברות נדל"ן. אני מצאתי כבר כאלה, ואני לא מתייחס לשום דוגמה ספציפית, אבל גם פורסם בעיתון על אילו שהם חשדות לאחרונה.. בחברות נדל"ן, בחברות פרויקטאליות אתה אף פעם לא יודע ממי קיבלת חשבונית ולאיפה הכסף הלך ואיזה קיבוקים היו. חברים, אתה לא יודע. יש סיפורים של הסברים על הזרמות של בעלי שליטה שבאים ולוקחים מלמטה, הם אומרים שהם מזרימים אבל מי שמזרים זה אתה, הוא מחזיר לך את הכסף. אתה לא יכול להוכיח את זה.

אמיר ברנע

מקרה אורתם?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עמנואל אבנר

שלומי, אני רוצה להעיר את תשומת הלב לנקודה אחת שפחות דיברתם עליה כאן- במהותן החברות האלה הן החברות פרטיות. חברה פרטית שמנפיקה כאן אג"ח וצריכה להיכנס עכשיו לתוך הרגולציה הישראלית ולעבור למעשה להיות חברה מדווחת, קודם כל, הם מתמחרים את זה לעצמם את המעבר הזה מחברה פרטית לחברה מדווחת במשהו כמו אחוז אחד מעלות החוב. שזה דבר שהוא די משמעותי צריך להבין שה-DNA של החברות האלה זה DNA של חברה פרטית, שיש בעל שליטה יחיד בדרך כלל, ופתאום הם הופכים להיות חברה ציבורית. אין להן את ה-DNA הזה להפוך להיות חברה ציבורית, בטח לא בשנייה וחצי. יש כאן תהליך שצריך לעבור אותו גם עם דירקטוריון ועם רואה חשבון שצריך לעשות את העבודה מרחוק ועם מבקר פנימי ולהיכנס לתוך הקטע של ה-ISOX, שזה לא קל להן. חוסר ההכרות אפילו של הדירקטורים עם הנכסים שנמצאים שם. כל ישיבות הדירקטוריון וועדות הביקורת שנעשות- זו לא אותה דינמיקה כמו שלעשות ישיבות דירקטוריון פרונטליות, ואפילו אם פעם בשנה אתה נוסע לשם ועושה ישיבה פרונטלית יש כאן סוג של קושי בשליטה ובבקרה בחברות האלה. אני מעריך שזה איזשהו תהליך שייקח זמן עד שהחברות האלה גם יבינו את הרגולציה שהם למעשה צריכים לעמוד תחתיה. בחברות האלה אין בדרך כלל רואה חשבון ישראלי, הם לא מבינים את המהות של ה-IFRS, הם לא מבינים את המהות של לדווח בתור חברה ציבורית. זה תהליך שלוקח זמן, צריך יועצים טובים, צריך דירקטורים שעומדים על המשמר. כי אם בתור דירקטור אתה לא עומד על המשמר שהדברים האלו יעשו, זה לא יעשה כיוון שאין להם את האינסנטיב לעשות את זה.

שלומי שוב

אתם לא נותנים לי להכניס את ראיית החשבון, בכל זאת, זה המקצוע שלנו. דויד איך אתה רואה הביקורת של נכסים בחו"ל על ידי רואה חשבון בישראל?

דויד וליאנו

ברמה העקרונית- ביקורת בארץ או ביקורת בחו"ל- יש לנו את כללי העל שלנו, ולא יעזור שום דבר, ר"ח כדי שיוכל לעשות ביקורת צריך להכיר טוב את הסביבה העסקית שבה העסק שהוא מבקר פועל. צריך לבדוק היטב את הכישורים שיש לו לצורך הביקורת ולאנשים שלו. ואיפה שיש לו כישורים חסרים לקחת כישורים אחרים, אם זה מומחים שהם חלק מצוות הביקורת, אם זה משרדים ברשתות שנמצאים בחו"ל שעושים חלק מעבודת הביקורת. זה לא חייב להיות רק

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מבקרים-זה יכול להיות עו"ד, מעריכי שווי, שמאים- כל הדברים שנדרשים לצורך חברת נדל"ן. כלומר, הבסיס הוא היכרות של החברה, בחינה אמיתית של היכולות שלך ואתה סך הכול מקים צוות שהוא חלק אינטגרלי מצוות הביקורת, בדרך כלל אלו אנשים קבועים שכבר מכירים אותם וכך אתה מנהל את הביקורת. ברמה העקרונית המפתח הוא להכיר ולוודא שיש לך צוות מספיק טוב. תהליך ביקורת הוא תהליך ביקורת, תקני הביקורת בארץ בגדול מבוססים על תקני הביקורת הבינלאומיים, יש לכולנו ניסיון עם תקני ביקורת אמריקאים, כך שפה אין מה להמציא. שיטת הביקורת מוכרות וידועות, פיקוח על מקצוע ראית החשבון קיים והולך ומתגבר, IFRS ולא משנה עם הנכסים של החברה בחו"ל או בארץ, הכללים הם בעיקרון אותם כללים. אבל נכון צריך להתמודד עם העובדה שאלו חברות חדשות, לפעמים אין את בעלי המקצוע המתאימים בחברות עצמן וזה בהחלט תהליך

גל עמית

אבל זה יותר קשה לעשות ביקורת בחו"ל מאשר בארץ.

דויד וליאנו

אני לא אמרתי שזה יותר קל או יותר קשה. אני אמרתי שבהערכות נכונה יש מענה לכל דבר. כי באותה המידה אתה יכול לבוא ולשאול רואה חשבון זר, נניח קנדי, אם הוא מוכן להנפיק את אותה אג"ח בישראל.

התשובה תהיה כנראה שלא.

גל עמית

גם אם כן, אני מפחד.

שלומי שוב

למה אתה מפחד?

גל עמית

כי עשינו את זה כבר בעבר, בתחילת הדרך השתמשנו ברו"ח אמריקאים...

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

גם אם זה ביג פור?

גל עמית

זה לא הגודל שלהם, זה פער שפה, תקנות- הרבה יותר מסובך. בסוף, עדיף שיהיה רוי"ח ישראלי.

???? (ידקה 1:36:47)

רוי"ח ישראלים מקפידים יותר על חשבון אמריקאי וגם זולים יותר.

דויד וליאנו

רק כדי להשלים את דבריי, גל אמר שכשהוא שואל את גיא על שיעור היוון זה יותר קשה אבל זה נאמר מלכתחילה. זו הסיבה שמרכיבים צוות שכולל מומחים מחו"ל.

אמיר ברנע

אני עוד לא מבין מכל הסיפור הזה, מה העתיד של ההנפקות מהסוג הזה בישראל?

אלי לוי

אני חושב שכל מקרה לגופו, כמו שאמרתם, יש פה הרבה אנשים שכל אחד מדבר מהפוזיציה שלו. יש פה חברות שצריך לבחון אותן. בחלקן התשואה משתנה מאוד מהרגע שהן מנפיקות לכמה חודשים או שנה אחרי. ומאוד קשה לתת פה איזושהי תשובה רוחבית כן או לא. כל מקרה לגופו, כל חברה והנכסים שלה. יש את הנושא המיסוי שהוא מאוד מורכב שגם מייצר פה בעיה של גמישות- אם יש שותפים ורוצים למכור הנכס את הנכס והמס עולה למעלה, אחד כן יכול לשלם מס, השני לא יכול לשלם מס. יכול להיות שבכלל באישי הוא לא נזיל, הוא לא יכול למכור נכסים בשביל להחזיר חובות. מצד שני יש כאן חברות שיש להן נונריקורס שזה שונה מהשוק הישראלי. יש פה הרבה נתונים שצריך לשקלל, ולנו אין איזושהי נוסחה שהיא נכונה לכל החברות ואנחנו יכולים לתת תמחור מדויק. זה מורכב, אבל בסוף יש לכל דבר מחיר ואם זה נכון והחברה נראית לנו נכונה מבחינת הסיכון והתשואה אנחנו עושים את זה.

ארנון שגב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי, מהניסיון שלנו כבודקים אני מעריך את מרבית הנפקות האג"ח בכלל עבור הגופים המוסדיים והאמריקאיות בפרט, אני מאוד מתחבר לדברים שענת דיברה עליהם. לפחות הגישה של "יזהר הקונה" – הייתי מדבר על שלושה פרמטרים:

1. לספור – לספור את כמות הקומות שיש בין נכס הבסיס לבין החברה המנפיקה. השקף שהוצג, ויש חברות כאלה, דיבר על 2-3 קומות בין החברה המנפיקה לבין נכס הבסיס, גיא יספר לכם בוודאי שכל שיש יותר קומות ההסתברות לקבל בחזרה את הכסף הולכת ופוחתת. יש לנו מקרים של 8-9 קומות בין החברה המנפיקה לבין נכס הבסיס. יש לזה השפעה דרמטית על התמחור ההנפקה ועל הריבית שאתה מצפה לקבל, אני לא אומר שזה פוסל.
2. לקרוא – אני לא רוצה להתייחס בהכרח לאורבנקורפ אבל חלק מהתחלואים היו כתובים בתוך התשקיף. כלומר, חלק מהדברים הרעים שהיו באותה הנפקה היו כתובים בתשקיף. אז עוד לפני הגוגל, היו סימני אזהרה – לקרוא את התשקיף. תראו בתשקיף שזו חברה בתחום היזמות, שהשעבודים קיימים אבל לא... ואמרה שתשתמש בכספים לטובת מחזור חוב ולטובת פירעון חובות, עסקאות עם בעלי עניין.
3. להיזהר מילדים רעים – בארה"ב אין רכישת נכס בוננריקורס ללא התניית badboy. אנחנו ביקשנו את זה ועמדנו על כך בכל ההנפקות ולצערי לא הצלחנו לנצל את הכוח של המוסדיים אני מעריך שהדברים הולכים להשתנות. הכוונה ב-badboy היא שכאשר בעל השליטה פועל בניגוד להתחייבויות שלו התשקיפיות, הן ברמת השעבודים, הן ברמת קובננטים כאלה ואחרים מוסדרים, יש חבות אישית. אני לא רוצה להסתמך על הרשות לני"ע שיהיה פה חיקור דין ותקיים פה הליכים פליליים נגד הנוכלים, אני רוצה שתהיה לי כרית מימון שמנה כבר בשלב ההנפקה שתאפשר לגופים המוסדיים ולקרנות ולמי שזה לא יהיה לעלות על מטוס ולתבוע את אותם בעלי שליטה אם הם פושטים רגל.

אמיר ברנע

קריאת התשקיף שאתה מחייב אותה, האם חברות הדירוג לא קוראות את התשקיף?

ארנון שגב

אם יש מסקנה שאנחנו הפקנו אותה, ואנחנו שומעים את הקריאות גם של החתמים שמביאים פה בסך הכול פעילות לבורסה, יש טענה שבעצם מה ההבדל בין אותן חברות לחברות פירמדיאליות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אחרות בתחום הנדל"ן וסקרו פה את השמות. דרך אגב, באחת החברות שהיא מאוד ידועה כתוב על התשקיף שהחברה הינה חברת החזקות פנאמית, לא אמריקאית, לא קנדית, לא BVI- פנאמית שהתאגדה כחברה ציבורית מוגבלת בהתאם להוראות חוק החברות הפנאמי. מדובר על נורסטאר כמובן. אני מעריך שלחלק מהשחקנים שיושבים פה יש את האג"חים הללו וגם את חברות הבנות. המסקנה היא למעשה הקשחה לאורך כל החזית. אנחנו סבורים שדין גזית גלוב כדין חלק מהחברות האמריקאיות. אנחנו נשתדל ליישם חלק מהלקחים, ואני שם בצד את הנוכחים, והניסיון שנצבר גם על אותן חברות בשביל לנסות ולתקן במעט את הנושא של החשיפות.

שלומי שוב

מה שאתה אומר שהפרשה הזאת משפיעה גם באופן רוחבי, לאו דווקא על החברות האמריקאיות.

ארנון שגב

היא בהחלט אמורה להשפיע.

רפי ליפא

שלומי, מילה אחת. הוא נגע בזה- מישהו פתח פעם וקרא שטר נאמנות של חברה ישראלית אל מול שטר נאמנות של אמריקאיות? אני מודה שאם יש לך נוכל שום שטר נאמנות לא יגן עליך אבל שטרי הנאמנות של החברות האמריקאיות הרבה יותר קשוחים. קובננטים הרבה יותר הדוקים. יש לא מעט חברות שמדורגות בדירוג גבוה ישראלי, קח עכשיו את "החולצה" של לייטסטון שמדורגת A+, ותלביש אותה על חברה ישראל שפועלת בחו"ל שמדורגת A+ ו"בום" קופצת לה הבטן, היא לא עומדת בקובננט ב-day1. לכן ההקשחה שאתה מדבר עליה צריכה להיות בסופו של דבר בכלל האג"ח הקונצרני.

ארנון שגב

אני רק אגיד ביחס לליטסטון שהיזם שם פשט את הרגל, הייתה לו שם התניית badboy והוא תבע את עורכי הדין שלו על כך שהם התרשלו ואפשרו לו לחתום על כזה דבר.

נטלי ג'ייקובס

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מהזווית המשפטית אני רוצה להתחבר למה שענת דווקא לא מהדוגמה של אג"ח ישראלי אלא של איגוח. פעם אחת איגוח ופעם שנייה הסכמים בין מלווים (intercreditor), אנחנו צריכים להסתכל ולבדוק את ההשקעות האלה גם מהזווית המימונית הנקייה הטהורה, שעבודים ברמת המזנין, כי גם למזנין מגיע להיות בשולחן אחרי שמשלמים למלווים ברמת שיעבוד עליונה יותר וכאן צריך פשוט לעשות Due diligence משפטי דווקא, כמו שצריך, לא רק על העטיפה ב-BVI אלא גם על נכסי הבסיס בצורה הכי מחמירה של איגוח. ויש להיזהר מארביטראז' מסוכן בין השקעה באקוויטי להשקעה באיגוח. סולבנסי 2 שבא לשמור על ההון של הביטוח לא סתם מחמיר בעניין של איגוחים, הוא הגיע מכיוון שיש שם סיכון. וכאן צריך להיזהר בדיוק מהסיכון הזה ואת הבדיקה הזאת לא לעשות רק באורבנקורפ כשאנחנו בניתוח, שאני לא רוצה להגיד "לאחר המוות", כי אנחנו עוד מקווים שעוד יהיו שם דברים. אבל בדיוק בשביל זה אנחנו כמשקיעים צריכים להיות בשולחן עם שעבודים תקפים, עם הסכם intercreditor אם אפשר, ואם אי אפשר אז למצוא פתרונות משפטיים אחרים. אבל לכן צריכה גם להיות בדיקה משפטית, לא רק Due diligence ברמת גוגל-באמת? כסף מוסדי גוגל? אני לא מזלזלת אבל זה צעד ראשון, הצעד הבא צריך להיות רמת טיפול של הסכם מימון לכל דבר ועניין.

איה יופה

ה-Due diligence שמתבצע ברמה המשפטית הוא מאוד מעמיק. זה Due diligence שמתבצע גם על ידי עורכי דין ישראלים אבל כמובן שניסיונם מוגבל, גם על ידי עורכי דין זרים שנותנים חוות דעת ספציפיות ומקיפות על כל אחד ואחד מהנכסים הללו. דוחות ה-Due diligence שיוצאים הן חוברות של עשרות עמודים- זה ברמה המשפטית. ברמה החשבונאית כנ"ל. ולאחרונה וגם לפני כן גם ברמה העסקית, וזה משהו שבוודאי עוד ירחיבו שוב ושוב.

עכשיו, מדברים כאן הרבה על הנושא של intercreditor, אבל אני חושבת שבסוף שוק האג"חים צריך להבין את המגבלות של עצמו. יש מציאות מצויה ורצויה. בסופו של דבר, שוק האג"ח צריך להבין שיש פה השקעה באג"ח שהוא אג"ח מזנין. העובדה שמנפיקים כאן אג"ח ברמה של חברת BVI שיושבת על נכסים אמריקאים, זה אולי מוסיף איזשהו נופך מסוים שנראה אולי מבחוץ חסר שליטה וכדומה. אבל בסוף זה דומה במהות המשפטית לחברה ישראלית שמנפיקה נכסים שנמצאים בחו"ל ונמצאים עליהם שעבודים לבנקים.

ענת לוי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

איה, פרט לדבר אחד- מממשל תאגידי. נושא ניגוד עניינים, ודני העלה את העניין, אבל ברגע שאת לוקחת חלק מהתיק ועושה הנפקה, נניח, רק על נכסים בניו יורק... אל מול העניינים האחרים שלו, אז זה שונה מאוד עדיין, ואני לא חביבה של Corporate בכלל, אך עדין זה שונה מחברות שכל הממשל תאגידי שלהן, כל האינטרסים שלהם הכול נמצא בפנים ואת מנפיקה שם אג"חים.

איה יופה

אני מגיעה לזה. מהבחינה המשפטית הטהורה של בוא נגיע לנכס למטה זה אותו דבר כמו חברה ישראלית שמנפיקה, בסופו של דבר, אג"ח מזנין על נכסים שנמצאים בחו"ל.

נטלי ג'ייקובס

אבל אין לך שיעבוד, איה.

גל עמית

בסדר אבל איפה אתם חיים? באג"ח Corporate אין שעבודים.

איה יופה

קחי חברה ישראלית שיש לה חברות בנות שפועלות לדוגמה בנדל"ן באירופה או כל נכס אחר שנמצא בחו"ל וממומן בחו"ל על ידי בנקים זרים השעבוד עצמו יושב על הנכס. מה שמגיע לישראל זה ברמת העודפים. אני חושבת שהרמה המשפטית משתלטת על ישראל- זו לא הסוגיה ושוק ה-Corporate הראה את זה שבישראל נותנים לעודפים לשלוט עובד (*דקה 33: 50: 1). אתה יכול להביא מנגנונים ישראלים- זו לא הבעיה. הבעיה היא קודם כל במודל של הנפקת חוב מזנין ואז צריך לראות אם חוב מזנין ישראלי או זר, איך אתה מטפל בזה. אני חושבת שהוק השתכלל וצריך להמשיך ולשכלל אותו. אמרתי מציאות רצויה ומצויה- מחזיקי אג"ח צריכים להבין אף המגבלות של עצמם. הם לא פורום שמסוגל להיכנס לתהליך של intercreditor עם בנקים כי תהליך קבלת החלטות אצל מחזיקי אג"ח הוא תהליך קבלת החלטות הרבה יותר מורכב. צריך בשביל זה שני גופים שצריכים לקבל החלטות בצורה מושכלת. כשאתה מגיע לקבלת החלטות עם אג"חים... איך אמר לי דני 'קחי כמה ימים תיק תק תוך שבעה חודשים את מקבלת תשובה שלילית'. אז אין מה לעשות, בשוק הזה זאת המשמעות ולכן גם התשואות שמשלימים יותר גבוהות ולכן גם הדברים נופלים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גל עמית

אני חייב להגיד משהו, כל הזמן אומרים פה 'הנפקת אג"ח מזנין', זה לא מזנין. זה אג"ח Corporate. חברים, אנחנו בשוק ההון ושוק ההון מבוסס על ממשל תאגידי, על אכיפה מנהלית ואכיפה פלילית-וזה שוק ההון- לטוב ולרע.

אמיר ברנע

אתה מעלה ספק במה שנאמר, האג"ח האלו הן הלא מזנין.

גל עמית

בוודאי שאני מעלה ספק

רפי ליפא

מזנין זה כשיושב בניין אחד, יש לך חוב בכיר על הבניין, אתה הלוות לאותו בניין- נפל על הבניין מנוף, הלך המזנין. באג"ח Corporate יש לך עוד מקומות להיפרע מהם.

גל עמית

אתה יכול לקרוא לזה מזנין מגובה בהרבה נכסים, אין בעיה- זה מונח. אתה יכול לקרוא לזה מזנין פשוט המונח בחו"ל למזנין הוא קצת שונה.

אמיר ברנע

גל, יושבים פה מנהלי סיכונים וענת בעצם אמרה את זה קודם, ריבוי הנכסים כמפחית סיכון הוא קצת פיקציה. כי בסך הכול קיימת מגמה רוחבית כללית. אני פשוט מספר לכם דוגמא: ב-2009 היה הסדר חוב של אפריקה, ועלתה השאלה מה שווה הקניון ברוסיה? ובעצם העוצמה של ההסדר הייתה שמר אדווין לבייב הוא היחידי שיכול לדבר עם הרוסים. הקשר שלו עם הנכס היה בלעדי פרסונלי. הנושים שהיו להם זכויות מול הנכס הם חסרי קשר. הם לא מסוגלים לדבר עם הרשויות ברוסיה! הם קבעו עם הרוסים הסדרים? הם יודעים במה מדובר? במידה מסוימת העוצמה של בעל השליטה נבעה מההיכרות שלו עם הנכס שהיה מרוחק מהנושה בארץ. זה יצר את ההסדר באפריקה במידה רבה ב-2009. וזה חוזר על עצמו במידה רבה פה. הריחוק הזה של הנושה מהנכס לא מאפשר פירוק חברות, מכירת נכסים, אפילו האיום של הנושה לפעול לפירוק הוא מוגבל לגבי נכסים מרוחקים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גל עמית

זה צריך לבוא לידי ביטוי בתשואה- הכול בסדר, בשביל זה יש לנו מכשירים שונים. אם היה למזנין intercreditor היא הייתה משלמת פחות ריבית, בגלל שזה אג"ח Corporate צריך לשלם יותר ריבית. אני חייב עוד נקודה שמתקשרת למה שענת אמרה, הקטע הזה של 'חלק מהתיק' שבטעות אנשים חושבים שיש פה סוג של מודל או סוג של מבנה- אני יכול להגיד לך שאני מכיר את כל החברות האמריקאיות שהנפיקו ורק שתיים מתוכן, למיטב ידיעתי, עשו Cherry Picking משמעותי. כיוון שרפי ואני אחראים בערך ל- 60% אין לנו אפילו חברה אחת שעשינו slice. נאלצים לעשות את זה לפעמים בחברות ענק שלא הגיוני לקחת את כל התיק אבל ברוב המקרים למיטב ידיעתי ההנפקה כללה את רוב או כל הנכסים של החברה.

רפי ליפא

היחידה שרצינו, לא הנפיקה.

גל עמית

לא משנה. אז אני אומר, מי שחושב כמוך שלא יקנה הנפקה שלקחו עשרה נכסים מתוך תיק גדול אם לא נראה לו, כאמור כל מקרה לגופו.

גל עמית

זה לא בהכרח גרוע ואני מבין את הטענה שלך. יש Corporate ענק של 100 נכסים ובחרו שישה ועשו מזה אג"ח- אני מבין את מה שאת אומרת. אבל רוב החברות זה לא ככה.

שלומי שוב

בואו נשמע את הסיכום של שוק ההון כי בסופו של דבר עולה השאלה מה הולך להיות קדימה.

ערן קלינסקי

אני חושב שנאמרו פה הרבה דברים שברובם המוחלט נכונים, משני צדי המתרס- גם בעד וגם נגד. אני חושב שנגעו פה כמעט בכל הנקודות. בסוף אני חושב שצריך לזכור ששוק ההון ושוק האג"ח בישראל על כל התחלואים שלו הוא בסוף גם שוק משוכלל ואחד המשוכללים שיש. אמנם התמחורים פה לפעמים מוזרים ויש בו קרנות שחייבות לקנות כמו שנאמר. אבל בניגוד לשווקים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בחוו"ל, אם אני משווה לדו' לשוק האג"ח האמריקאי, דווקא בארץ אני רואה קונים ומוכרים על הבוק ויש שוק סחיר .

בשורה התחתונה זה הכול עניין של תמחור. שואלים פה האם זה לגיטימי? האם זה ימשיך? זה כבר פה, אנחנו צריכים לקבל את זה שזה פה ולהתמודד עם התופעה- זה בכל המדדים בעיקר בתל בונד השקלי, ובחלק מהמדדים הנפקות מאוד גדולות. ובסוף זה עניין של תמחור- מי שלא רוצה שלא יקנה, מי שכן רוצה שיקנה ועובדה שבסוף האג"ח האלה מקבלות תשואות יותר גבוהות- זה משקף את הסיכון שנאמר פה של הממשל התאגידי, הנגישות, וחוסר הידע והשקיפות. מצד שני יש גם דברים טובים ובסוף התמחור מדבר בעד עצמו. יכול להיות שהוא צריך להיות קצת יותר גבוה או קצת יותר נמוך אבל בסוף זה מתבטא בשוק וזו השורה התחתונה של הסיפור הזה".

שלומי שוב

רגע לפני שאנחנו מודים לכם, אתם יודעים זה המפגש האחרון בעונה האקדמית הזאת, האקדמיה יוצאת לפגרה. אבל אנחנו ככל הנראה לא ניתן לכם יותר מדי זמן לנוח ונזמין אתכם במהלך הפגרה לדיון מיוחד בנושא הצעת החוק של חדלות הפירעון. תודה רבה!

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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