

# הנפקות האג"ח הזרות - בשורה לשוק או עוד בועה שתתפוצץ?

שהיא מחזיקה שבדרך כלל ממומנים בחוב בכיר - "משכנתא". לפי תנאי השעבוד, תזרימי המזומנים משרתים קודם כל את החוב, את הריבית ואת הקרן, וכל התזרימים השוריים עולים לקורפורה ויכולים לשרת את חוב הקורפורה. זה מהותו של חוב קורפורה. כל חברה, שיש לה הרבה נכסים עם שעבוד על הנדל"ן המניב, היא במהותה חברה אחזקות של נדל"ן. בשוק שלנו יש עשרות חברות כאלה ולצורה של הבורסה, יש לנו שוק חוב מאוד מפותח ושוק אקוויטי מצומצם. כך עובד כל השוק הזה. בארצות הברית השיטה הזו לא קיימת. האנשים הפרטיים כולל מיליארדרים, בעלי הנדל"ן, מחזיקים את הנדל"ן באופן פרטי באמצעות חברות נכס. אין להם חברת אחזקות בד"כ ולכן הם לא יכולים לגייס אג"ח קורפורה. אחרת מקומם חברה חדשה, מעבירים את חברות נכסי הבסיס לחברת האחזקות החדשה ומגייסים את האג"ח בחברת האחזקות החדשה. אחרת מאפשרים להם לגייס אג"ח קורפורה לחברות הנדל"ן המניב שלהם.

**האם בעולם ולובאלי, חלוקה לפי זהות לאומית היא חסרת משמעות?**

**רפי ליפא:** שלומי שוב, אתה מומחה לחשבונאות IFRS (התקינה החשבונאית הבינלאומית) אילו תובנות יש לך ביחס לתופעה של ההנפקות האמריקאיות, כפי שהן משתקפות בדוחות הכספיים וגם בהשוואה לחברות הישראליות?

**שלומי שוב:** אחרת אוהבים להסתכל על החשבונאות כמו על מראה. הדוחות הכספיים של החברות האמריקאיות, כפי הם מוגינים בשני היבטים: מדובר ביטוח שהוקמה רק לצורך ההנפקה של אגרות החוב, והדוחות הכספיים שלה, נערכים בשיטה חשבונאית, שאחרת מכנים AS POOLING, שמדמה כאילו מצד הדברים היה קיים כבר בעבר, כדי לאפשר למשקיעים ולמנתחים של הדוחות הכספיים לראות השוואות. זה יוצר הזדהות בין מצבים מוזרים שהרי כל נכס החוזק בעבר בנפרד על ידי בעל השליטה. תחשבו, שבעבר בעל השליטה משך אפ-סייד מנכס אחד בעקבות רי-פינינג של הנכס בנכס והשקיע את הכסף הנ"ל בנכס חדש, הרי שבדוחות הכספיים ה-AS POOLING למרות שלכאורה מדובר בעת באותו גוף כלכלי - זה יוצג מצד אחד כמשכית דיבידנד ומצד שני כהשקעת בעלים. דבר מעניין נוסף בדוחות הכספיים של החברות האלו הוא שאין סעיף של הוצאות מס והתחייבויות מסים. כולנו יודעים כמה הנושא של מיסים הוא קריטי בחברות נדל"ן מניב, במיוחד הנושא של התחייבויות מיסים נרחבים בגין השערוכים. אני מניח שהבסיס לזה הוא העובדה המשפטית שבתוך מפל התשלומים, בעלי האג"ח נמצאים לפני המס, מאחר שהמס משולם על ידי הבעלים.

החשבונאות מאפשרת לראות את הטרנספורמציה הזאת - ממספר רב של חברות נכס שממומנות בחוב בנקאי בכיר

בחור"ל. זה מודל מקובל. חשבתי: "הרי הן לא מתחילות להשקיע כשהן מגיעות ל-JFK עם המזודות, הן מתחברות לשותף מקומי". ואז אמרתי לעצמי ביחס ללסר: "יש פה שותף מקומי, למה שלא נפיק לו אג"ח?" אם נוווה לחברה מקומית המתמחה למשל בתחום המרכזים המסחריים, כשיצאה לראשונה לארצות הברית אחרי הגופים הגדולים והמכובדים בארצות הברית בהשקעה בקניונים ובמרכזים מסחריים. הקונספט שלי היה שגלך לחברה האמריקאית וברוח העולם הגלובאלי, גייס ישירות לה אגרות חוב בישראל. כך הגיח הרעיון של תאגיד מדווח ישראלי לחברות נדל"ן אמריקאיות. היו הרבה דיונים בעיתונות וביקורת שעוררה מחשבה על מהות אג"ח קורפורה בחברת נדל"ן טיפוסית. לחברת נדל"ן יש נכסים מניבים

**הגל החדש של חברות הנדל"ן האמריקאיות שמנפיקות אג"ח בישראל הולך וגדל, אך לצד ההצלחות קיים חשש לבועה. מערכת אחד העם אירחה שולחן עגול עם מיטב המוחות כדי להבין את ההשלכות על שוק ההון המקומי**

**מאת: ניסן קובלסקי**

**רפי ליפא:** הדרך להתחיל דיון זה היא לתת קצת רקע. גל עמית, איך התחיל הרעיון של הנפקת חברות אמריקאיות בישראל ומה גל עמית: בשנת 2007 באופן מקרי, הגיע אלי איש נדל"ן מארצות הברית, לסר שמו, שהציעו לו לקנות שלד בורסאי. באותה תקופה קמו המון תאגידים מדווחים, חברות שמנפיקות רק אגרות חוב שנסחרות והמניית של החברה לא נסחרות. אני סברתי שמבחינתו, בגלל בעיות מס, לא יהיה נכון לקנות שלד בורסאי. פתאום עלה רעיון. הסתכלתי על הרבה חברות ישראליות, ציבוריות או מדווחות, חברות טובות ומכובדות, שלוקחות את כספי אגרות החוב ויוצאות להשקעות



צילומים: עומר ארמוני

- 10
- 9
- 8
- 7
- 6
- 5
- 4
- 3
- 2
- 1

**רפי ליפא** בוגר תואר ראשון בכלכלה וניהול, שותף ביוקטורי קונסולטינג גרופ המייצגת חברות נדל"ן אמריקאיות. כיהן עד 2007 כמנכ"ל גאון חיתום והשקעות. קודם לכן היה מנכ"ל דש קרנט נאמנות, מנהל השקעות ראשי ורואי חשבון. מחבר ראשי של הספר "חשבונאות פיננסית חדשה IFRS 2010". נבחר כמומחה הטוב ביותר בישראל ל-IFRS על ידי רואי חשבון הבכירים בארץ. מנהל אקדמי של קורסי הכשרת דירקטורים (קורס בסיסי וקורס מתקדם) במרכז הבינתחומי הרצליה.

**עו"ד דודי ברלנד, שותף, משרד שמעונב ושות' - עורכי דין** בן 52, נשוי + 3 מתגורר בת"א. עו"ד ישראל שמעונב, מעורר את הדין המובילים בישראל. באוגוסט 1993 ייסד את משרד שמעונב ושות', אשר מהווה כיום את אחד ממשרדי עורכי הדין המובילים בישראל בניית ערך מגוון הפעילות של חברות ציבוריות בישראל. ייצג חברות נדל"ן מובילות המתמחה בידיני ניירות ערך דיני חברות, מימון חברות ומיזוגים ורכישות בישראל. עו"ד שמעונב ייצג לאורך השנים מגוון רחב של לקוחות במאות הנפקות ציבוריות ובמאות גיוסי הון והנפקות פרטיות בשוק הפרטי והמסדי, בהיקף גיוס כולל של מיליארדי שקלים.

**ר"ח איציק מורביץ, שותף, קוסט מור נבאי את קסירר (EY ישראל)** איציק הינו שותף ביקורת באשכול הנדל"ן במשרד קוסט מור נבאי את קסירר החל משנת 2008. לאיציק ניסיון של מעל ל-15 שנים במתן שירותי ביקורת לחברות נדל"ן בין לקוחותיו נמנות חברות נדל"ן מהגדולות בארץ, רובן חברות ציבוריות ולרובן פעילות גלובלית. כמו כן, לאיציק ניסיון רב במתן שירותים לחברות נדל"ן בעולות פעילות בצפון אמריקה (ארה"ב וקנדה) לרבות ליווי החברות בהקדחת הנפקה ראשונית בבורסה בישראל. איציק הינו בוגר תואר ראשון במנהל עסקים וחשבונאות ותואר שני במנהל עסקים ומימון, נשוי + 3 ילדים.







## תמר לוז: "הגל האמריקאי מהווה הזדמנות להגדלת היצע ההשקעות. צריך ליטול את ההזדמנות הזו ולבחון היכן חסמי הכניסה של שוק ההון מהווים גורם מעכב יותר כאשר גורם מגן"

ל ארואים את גופי החיסכון לטווח ארוך בהנפקות האמריקאיות, אבל הם מניעים בהמוניהם להנפקות של מקבילות ישראליות, שמונפקות בריבית הרבה יותר נמוכה, ובאותם דירוגים? **ארז גולדשמיט:** לדעתי, התשובה היא: "פופולזים". ברגע שאומרים עשרים פעם שההשקעה בחברות ה"ל" מסוכנת - זה כבר הופך למציאות. בסופו של יום, צריך לבחון את ההשקעה עצמה ולא תחת הקיטלוג של "חברה אמריקאית". מקצת מאלו שכן משקיעים - משקיעים במכרז הציבורי ובכך מפסידים את עמלת ההתייבשות המוקדמת. דרך אגב אותם משקיעים קונים איגרות חוב קונצרניות במיליארדים בחו"ל. בכל מקרה, יש מקום לחשיבות של כולנו, שלא יהיו תחילים בשק. אין דבר כזה, אמריקאי. כל מקרה לגופו. יש חברות טובות ויש חברות לא טובות, גם בתל אביב וגם בניו יורק.

**רפי ליפא:** עו"ד ישראל שמעוננו, למה אנחנו נמצאים באיי הבתולה (BVI) במקום ההתאגדות של חברות "ההנפקות האמריקאיות"? ומה התייחסותך להבדלים מחברות ישראליות? **עו"ד שמעוננו:** בוא נתחיל בסוגיית המיסוי. החברות האמריקאיות הן שקופות לצורכי מס. בעלי השליטה סיווגו את החברה, מבחינת חוקי המס, כחברה שקופה, קרי, נטל המס בגין הכנסות החברה מועט על בעלי השליטה. יש להם התחייבות אשר הפרתה תהווה הפרה אישית שלהם, של בעלי השליטה. החברה לוקחת על עצמה התחייבות שבמשך כל תקופת חיי האג"ח לא תשונה. המשמעות היא שבכל תקופת חיי האג"ח, אין נטל מס בחברה. ברגע שבחר מסלול השקפות, אי אפשר לבטלו רטרואקטיבית לתקופה שבה החברה הייתה שקופה. רשויות המס הם לא במעמד של נושא ולא יכולות להטיל עיקולים על החברה. כיצד זה משפיע על מחזיקי אג"ח? אם אנחנו במסלול שבו בעלי השליטה לא משתנים ובעלי המניות הם חייבים להמשיך בשקופות לצורכי מס. אם קורה אירוע קיצוני, כתוצאה מהליכי חדלות פירעון לדוגמה, המניות של

במקומם, ואכן יש סיבה לחשש. אתה קורא להן "חברות נדל"ן אמריקאיות", אבל זה אינו המצב. רוב החברות המנפיקות את אגרות החוב האלה הן חברות הרשומות באיי-הבתולה, והן ריקות מנכסים מוחשיים פרט להחזקות במניות של חברות שהן במישרין או בשרשור בעלות נדל"ן בארה"ב. במצב של חדלות פירעון של החברות המחזיקות בנכסי הנדל"ן, המשקיעים מישראל הם נושים נדחים שבנדחים ולא יהיו להם כל נכסים לממש. במקרה של חדלות פירעון מחזיקי אגרות החוב מישראל יצטרכו לפתוח בהליך בישראל, או שיגררו להליך באיי הבתולה, והמקסימום שיוכלו לקבל זה מעמד של בעלי מניות בהליך האמיתי שמן הסתם יתנהל בארה"ב ששם מרכז האינטרסים העיקרי של הקבוצות האלה. אני לא חושב שכל מי שקונה אג"ח כאלה בשוק בישראל מודע לסיכון המשמעותי שיש במעמד הזה. להבתי זה משהו יותר נמוך מלהיות מחזיק אקוויטי, כי כלכלית, אם אתה מחזיק אקוויטי אתה גם שותף לאפסייד. באג"חים האלה אתה נושא בסיכון אבל במקסימום תוכל להיפער על החוב שלך.

צריך לזכור שבמקרה של דיפולט, הבעיה של מחזיקי האג"ח מישראל היא לא רק משפטית. עלות ניהול הליכים משפטיים בחו"ל ובמיוחד בארה"ב היא עלות גבוהה מאוד ביחס למה שמקובל כאן, והעלות הזו מצריכה תמחור מיוחד נוסף על עלות חדלות פירעון בישראל. משקיעים אמריקאים יודעים לתמחר את הסיכון הזה ולכן חברות כאלה שרוצות לגייס חוב בעמדה דומה לזו של ישראל, ריבית גבוהה בהרבה.

בנוגע לטענה שלך שחברות בעלות מבנה דומה בעולות ישראליות נסחרות בדיסקאונט - אני לא יודע אם זה נכון. מכל מקום, ככלל, עם היום (אם הוא אמריקאי או ישראלי) לא אמור להשפיע

על הניתוח המשפטי או הכלכלי של מבנה ההשקעה. עם זאת, יתכן שקיימת משמעות להיכרות של השוק עם ביצועים טובים קודמים של היום וגם לשאלה האם היום תלוי בשוק ההון בישראל, מה שגיביר את הסיכוי למוטיבציית-יתר שלו להניח את דעתם של המשקיעים, להבדיל מגורם זר חד פעמי המגייס פה כסף ואשר ביום פקודה אולי "לא יספור" את משקיעי האג"ח בישראל.

**רפי ליפא:** אילן ציוני, נציג רשות ני"ע, האם אתם מבחינים בין החברות האמריקאיות שמגיעות אליכם לבין החברות הישראליות, שפועלות באותו תחום והאם אתם מתאימים את עצמכם ללל היה שפוקד אותנו? האם זו תופעה מבורכת?

**אילן ציוני:** זה מעורר אצלו הרבה שאלות. החללה של החקיקה השיפוטית, החללה של כל הוראות הממשל התאגידי, סוגיות ייחודיות של מיסוי ונושא חדלות הפירעון. שאלנו את עצמנו איך מייצרים מנגנוני הגנה למחזיקי האג"ח, איך אפשר לדמות, כמה שיותר, את החברה הזרה כאילו חברה ישראלית מנפיקה. כרגע אין פתרון מושלם. יכול להיות שתהיה מורכבת יישומית בהליך חדלות פירעון אם יתרחש בעתיד כשל חוב בחברה זרה, בעיקר אם אירוע הכשל יתרחש באחת השכבות התחתונות למשל מתחת לחברות הנכס. אנחנו כל הזמן נחשפים לסוגיות חדשות בהנפקות האלה, לומדים דברים חדשים תוך כדי תנועה וכל הזמן מנסים לשפר ולהתאים את דרישות הגילוי לצרכי המשקיעים. אני מניח שעם הזמן נגיע למיצוי מסוים של הגילוי הטוב ביותר שניתן לספק למשקיעים מבחינת הסיכונים והסיכויים הייחודיים להנפקות אלה וביחד עם השלמת הליכי החקיקה שנמצאים כיום בעיצומם, יהיה הרבה יותר קל לספק מענה ראוי לכלל ההנפקות מסוג זה.

התופעה, מבחינתנו, היא חיובית ומבורכת

## הנפקות האג"ח הזרות בת"א

כל עוד היקפה ועוצמתה לא הופכות ולא מייצרות סיכון משמעותי. הכוונה היא שאם נשמר הגיוון והאיוון בשוק ההון מבחינת הנפקות ויש מגוון סוגים של הנפקות מתחומים שונים, אזורים גיאוגרפים שונים, אקוויטי רחוב, או באופן אינהרנטי יש פיזור סיכונים ופיזור השקעות של הציבור. אולם אם בשוק שהוא כבר מוטה אגרות חוב, לא מתפתח שוק אקוויטי ומרבית ההנפקות הן של חברות נדל"ן זרות שפועלות רק בארה"ב, בעיקר במדינת ניו יורק, והן מנפיקות חוב בלבד אז תחשבו מה יקרה בעת משבר נדל"ן בארה"ב. צריך להבין שמדובר במיליארדי שקלים שמושקעים בשוק שם. החשיפה המשקית יכולה להיות עצומה ואף ליצור סוג של סיכון סיסטמי. צריך לזכור, שבמובחן מהחברות הישראליות שמנפיקות בחו"ל, שלהן פיזור גדול יותר של הפעילות באזורים גיאוגרפים, פה מדובר על קבוצת חברות שפועלות בארה"ב בלבד ובעיקר בניו יורק.

## אין מקום להשוואה בין ישראל לארה"ב

**רפי ליפא:** בשויות עם מנכ"ל הבורסה הוא אמר לנו שהוא מאוד אוהב את התופעה. האם הבורסה חושבת על הקלות, לא ברמה הרגולטורית, אלא לעודד את התופעה ולהקל על החברות? עולה מהרבה מקומות שביי השולחן הזה שהיה יכול להיות טוב אם השלטונות בישראל היו מכירים במין היה מיוחדת, לחברות האמריקאיות, חברה ישראלית כפופה למס, כדי שלא נצטרך לנסוע לאיי הבתולה במקרה של חדלות פירעון. יש כבר לא מעט חברות אמריקאיות מונפקות ולא מעט בדרך, למה שהבורסה לא תעשה גם מדד של אג"חים של חברות אמריקאיות?

**חני שטרית בן:** בניית מדדים אנחנו

שואלים את השוק לצרכיו ואם השוק חושב שיש פוטנציאל במדד מסוים, אז אנחנו יוצרים אותו. אם תגיע דרישה מהמשקיעים שחשוב להם מדד נדל"ן אמריקאי, אז אני מניחה שנעשה. לפחות ממה ששמעתי סביב שולחן זה, אין דרישה למדד כזה. המדינה, קידמה שתפויות בסרטים ובנפט ונתנה הטבות מס לתחומים אלו. על מנת שיוכלו לממש את הטבות המס, אנחנו קידמו הנחיות לעניין בעבר, ביקשו זימים שנאפשר שתפויות נדל"ן. רשות המיסוי לא יצרה הטבות, ולכן לא קודם נושא השותפויות בתחום הנדל"ן. גם רשות ניירות ערך התנגדה בעבר לשותפויות בתחומים נוספים. היום, לאור הממשל התאגידי החדש שאושר, אני חושבת שיש חשיבה אחרת ועכשיו הכול ייבחן מחדש. יש תחומים נוספים שהתאגדות בדרך של שותפויות היא חיונית כי ראינו שתחומים אלו לא התפתחו כשהתאגדו כחברות.

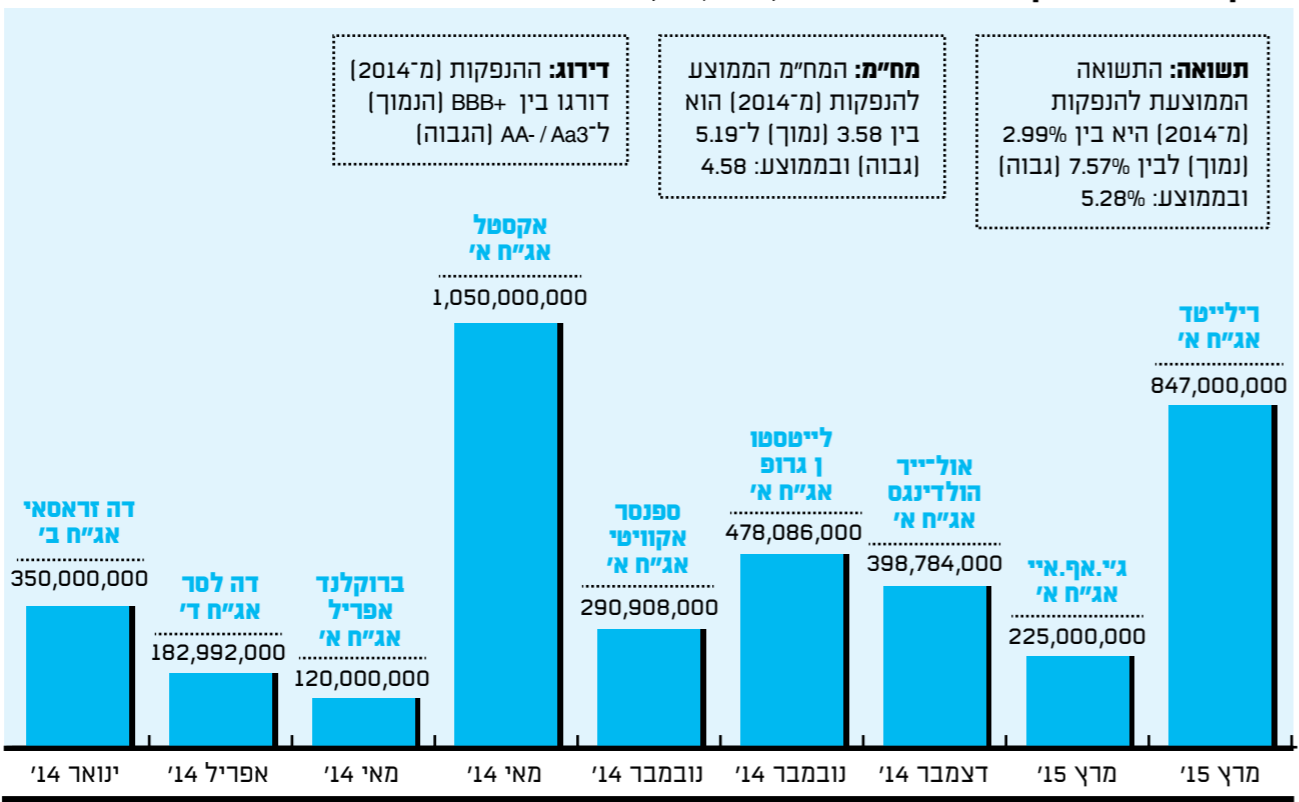
אני מברכת על כל חברה שמבקשת להירשם בבורסה. המטרה של רשות ני"ע היא להגן על המשקיע, והמטרה של הבורסה היא מסחר תקין והגון ולא משנה אם זו חברה ישראלית, אמריקאית לצורך העניין. אני מקווה שהמשקיעים המוסדיים ישכילו להבדיל בין החברות האמריקאיות שמתכלת על נתוני התשואה לפדיון, יש פער גדול בין חברות ישראליות לאמריקאיות, התשואות הרבה יותר גבוהות אצל האמריקאיות.

**תמר לוז:** בשנים האחרונות ראינו ירידה משמעותית בהיקף החברות הנסחרות, ועל כן התוספת של חברות הנדל"ן האמריקאיות היא מבורכת, ולא רק בשל איכות נכסיהן. ככלל, כל מקרה צריך להיבחן לגופו, ממש כפי שנעשה עם חברות ישראליות, בין שפועלות בישראל ובין שפועלות מחוצה לה, וזאת ללא משוא פנים וללא הכללה. אלוהים נמצאים

בפרטים הקטנים - גם בבורסה. יחד עם זאת, המפגש עם "הגל האמריקאי" - וכאן כן נכללי - מספק לנו "הצצה" לאופן בו תפס שוק ההון הישראלי על ידי הגורמים הפועלים בשווקים הזרים, ולביקורת המתעוררת כלפיו. מחובתנו להיות קשובים לביקורת זו.

כך, הביקורת מבית בגין עודף הרגולציה שמכבידה על השוק ומרתיעה חברות מלהיכנס לבורסה, מקבלת משנה תוקף באמצעות הביקורת של האמריקאים על שוק ההון הישראלי. הרגולציה מרתיעה חברות טובות להגיע מלכתחילה, וחבל, אלו הן חברות שכלל לא מגיעות למבחן של השוק. יש שלל שינויים רגולטוריים שניתן לשקול לבצע על מנת להנגיש את השוק למנפיקים מחו"ל, וזאת מבלי לפגוע באינטרסים של ציבור המשקיעים. כך למשל, אפשר לשקול דיווח בשפה האנגלית, אפשר להכיר בכללי ממשל תאגידי מקובלים שחברות זרות מאמצות באופן וולונטרי וכן אפשר להעניק הקלות בדרישות הזיקה לישראל בניגויים מסוימים. הכללים הישראליים נוקשים ואינם בהכרח מתאימים לכל החברות הנסחרות. מה גם, שאנו יודעים

## הנפקות אג"ח אמריקאיות מינואר 2014 עד מרץ 2015, בשקלים



שהמשקיעים המוסדיים יודעים להילחם על ההתחייבויות החשובות להם ולהכניס אותן לשטר. הרגלטור חייב לגלות פתיחות בדרך להגדלת ההיצע ולהשבתו. את הניפוץ שלאחר מכן השוק כבר ידע לעשות. **רפי ליפא:** איציק מורוביץ, לאחר שנים של ביקורת חשבונאית של חברות נדל"ן ישראליות והתמחות בביקורת של חברות נדל"ן אמריקאיות שפיתחת בשנים האחרונות, האם אתה רואה שוני בהתנהלות של החברות ומה ההתרשמות שלך מהתופעה?

איציק מורוביץ: הדבר ראשון ששונה במהותו הוא התרבות הארגונית. ישנו שוני באופן שבו עושים עסקאות נדל"ן בארצות הברית לעומת אופן עשיית עסקאות נדל"ן בישראל. הנושא בא לידי ביטוי גם במנגנון של החברות. בארה"ב כשעושים עסקת נדל"ן, בדרך כלל עושים אותה ברמת הכסכ וזאת בשונה מישראל שבה הרבה פעמים נעשית העסקה ברמת החברה המחזיקה בנכס. כמו כן, שיעורי ואופן ההחזקה בחברות הנכס מונגנון חלוקת הרווחים ואופן ההתנהלות שונה לחלוטין ממה שאנו מכירים בישראל. יש הבדל בנושא של מי שולט בחברות הנכס. בארץ בדרך כלל מי שמחזיק במיזב ההחזקות בחברת הנכס הוא השולט. בארה"ב חלקו של היים בהשקעה בחון נמוך אך מנגד הוא זכאי לשיעור גבוה יותר ברווחים לאחר החזר ההון למשקיעים האחרים. אחת השאלות החשובות אשר יש צורך להתמודד איתן הוא נושא השליטה בחברות. בדרך כלל היים אחראי על הניהול היומיומי של העסק. בהתנהלות היומיומית היים לכאורה שולט. ברמה העסקית, המזויקות שלו סומכים עליו שיעשה את הכול וכנראה, כול מה שהוא יגיד ו/או ימליץ, גם יתבצע. אבל שוכחים, שיכול להיות שמזר בבוקר יעבור איזה חתול שחור בין המשקיעים לבין היים וברגע אחד זה יכול להישר.

לכן יש חשיבות רבה בהבנת העסק וההסכמים בין היים לבין המשקיעים אשר בכל עסקה הינם בעלי מנגנון אחר. חשוב לבחון בהתאם להסכמים מהם זכויות של המשקיעים האחרים ומתי הם רשאים להפעיל אותם. עוד אסיף שמניון שמדובר בשוק חדש, חשוב לנו כמבקרים לעשות בדיקת רקע על היים. אנתנו עושים בדיקות רקע על החברות ועל בעלי השליטה של החברות האלה. הבדיקות נעשות בין על ידי שימוש במידע ציבורי כדוגמת רשת האינטרנט ובין אם על ידי שיחות עם גורמים בשוק הנדל"ן המקומי בארצות הברית והתייעצויות עם הקולגות שלנו בניו יורק. עבודת הביקורת נעשית בדרך כלל במלואה על ידינו ואנחנו לא מסתמכים על רואה חשבון מקומי. כמו כן, בביקורת של דוחות כספיים הנכללים בתשקיף של הביקורת רשענו יותר מעמיקה.

## לא החפשים יס-מנים בדיקטוריונים

**רפי ליפא:** עו"ד דודי ברלנד, רוב החברות שמגיעות לישראל נמשות בעם הראשונה עם הדבר הזה שנקרא ממשל תאגידי. איך הן מתמודדות עם הממשל התאגידי ואילו

דברים הוא משית עליהן, כתאגיד מדווח בארץ?

**עו"ד ברלנד:** לא מעט תאגידים אמריקאים, לא בהכרח הגדולים אפילו, מפתיעים בסדרי העבודה הפנימיים שלהם היו מביישים תאגידים ישראלים גדולים מאוד. למשל, כל נושא זכויות החתימה; נושא הנותן אינדקציה לסדר פנימי ונהלים פנימיים. מאוד מרשים כי יש להם דרך אחרת לעבוד. בחברות כאלה, שאנחנו באים עם דרישה לדיקטורים חיצוניים, הם באים ואומרים: עזרו לנו למצוא דיקטורים שלא יעשו לנו חיים קלים, דיקטורים מהשורה הראשונה וכד'. הם לא מחפשים יס-מנים, נהפוך הוא, הם רוצים דמויות חזקות זה מלמד מאוד על התאגיד ועל אופיו התאגידי. הם לא מפחדים מביקורת, נהפוך הוא. הם פותחים בפניך כל מה שאתה מבקש במסגרת בדיקת הנאותות ואף מענד למה שאתה מבקש. החברות האלה מעוניינות בנהלים ובאכיפה פנימית מהיום הראשון. הם טוענים שזה עישה טוב לארגון. מעולם לא נתקלתי בשום התנגדות.

### עם הפנים לעתיד

**ע"ד שפירא:** שוק ההון בישראל אינו צריך לחסום עלייה של חברות השקעה זרות והנפקת אג"חים בישראל, ולמעשה ההגעה שלהם לישראל היא מבורכת ומעשירה את השוק. אלא שצריך לזכור שמדובר בהשקעה בסיכון גבוה. מבנה ההשקעה המוצע כיום, שלפיו מונפקות אגרות חוב בישראל על-ידי חברות ריקות מנכסים הרשומות באי-הבטולה, המחזיקות בחברות אמריקאיות המחזיקות בנדל"ן בארה"ב, הוא מבנה שיש בו סיכון רב ביותר למחזיקי אגרות החוב בישראל. להבנתנו, הריבית המוצעת בהנפקות אלה אינה משקפת את הסיכון הקיים באגרות החוב שהן למעשה אקוויטי מוגבל בלבד ביחס לנכסי הבסיס. העובדה שקיימים מבני השקעה דומים בבעלות ישראלית אינה הצדקה לריבית המוצעת על אג"חים אלה, וראוי היה שיסומנו באופן מיוחד. **אילן ציוני:** חשוב לנו כרשות, שיהיה מספיק גילוי על הפעילות המונפקת, בדומה לכל הנפקה אחרת, בדגש על הסיכונים, החזקות, העוצמות והחולשות הייחודים להנפקה של חברות נדל"ן זרות. ויש סוגיות ייחודיות להנפקות אלה כדוגמת, הדן שחל בחדלות פירעון, איזה ממשל תאגידי יוחל על החברה, סוגיות מיסוי לחברות BVI כפי שישראל פרט מקודם, רמת המינוף של החברה ומפאיניה. תיאור מנגנוני חלוקת הרווחים בין החברה לבין שתיהם שהם יחסית ייחודיים – חלוקת רווחים לפי שכבות רווחים. כל אלה נחוצים לדעתנו לצורך תמחור הריבית המתאימה למידת הסיכון הכרוכה בהנפקה. חשוב לנו גם שחברות תגענה לבורסה בישראל מכל התחומים – הייטק, ביוטכנולוגיה, תעשייה, קמעונאות וגם נדל"ן. זה אינטרס לאומי שהבורסה תצמח ותסייע לעסקים קטנים וגדולים לצמוח ולשפר את הצמיחה היאלית במשק. כל עוד המינון יהיה סביר ויישמר הגיוון בשוק ההון, אז ניתן לומר בצורה כנה שהתופעה חיובית ומשרתת

את האינטרסים של שוק ההון לייצר מגוון השקעות. אולם, אם קצב ההנפקות ימשך להיות גבוה ויגיע לעשרות מיליארדי \$ לצד ירידה מתמשכת בהנפקות IPO של חברות מקומיות בתחומי פעילות אחרים, נצטרך לבחון האם נוצר חשש לסיכון שיטתי שעלול להשפיע על המשקיעים בישראל בקרות משבר נדל"ן.

**גל עמית:** בעולם בו קיים מודל של חוב קורפורטיי בחברות נדל"ן מניב ואני מאמין שבהחלט יש מקום למודל כזה אבל במינון נכון של חוב קורפורייט נמוך יחסית לכלל החוב הפיננסי, המודל המכונה חברות אמריקאיות הוא אבולוציה של חברות הנדל"ן הקיימות ובהכללה ובבחירת חברות נכונה, מהווה שיפור ביחס לכלל האוכלוסייה של חברות הנדל"ן הישראליות הקיימות.

איציק מורוביץ: חשוב להבין את חשיבותן

## אילן ציוני: "זה מעורר אצלנו הרבה שאלות. ההחלה של החקיקה השיפוטית, של כל הוראות המחשל התאגידי, סוגיות ייחודיות של מיסוי ונושא חדלות הפירעון"

של ביצוע בדיקות רקע טובות על החברות האלה ובעלי השליטה בהן, ללמוד מהניסיון בשוק האמריקאי ולהכיר את השוק האמריקאי ברמה העסקית אבל גם התרבותית. זה תורם המון לתמחור של החברות האלה וגם לבחינת היכולת שלהם לעמוד בהחזר חובותיהם למחזיקי אגרות החוב.

**חני טרית בך:** שוק האג"ח בישראל מפותח מאד, ולכן החברות מחו"ל נמשכות להנפיק כאן. המוחות והסטארט אפים נמצאים כאן, אבל הם מגייסים בחו"ל, כי המוסדיים בארץ קונים נדל"ן ולא סטארט אפים. לכן אנחנו צריכים להתברך בזה שבאים אלינו. יש חברות אמריקאיות שהן טובות ויש חברות אמריקאיות שהן פחות טובות. הבורסה, בסופו של דבר, היא זירת מסחר ויש נכסים מסוכנים יותר ומסוכנים פחות וחשוב לנו שיהיה את כל המגוון. בסופו של דבר, המשקיע הוא זה שמחליט במה להשקיע והאם לקבל תשואה גבוהה יותר על השקעה מסוכנת יותר.

**אראז גולדנמיט:** צריך לנסות להסדיר את העניין ה-BVI, באופן שיהיה ניתן להנפיק לחברה ישראלית (כאשר עיקר העניין הינו רגלטורי – רשות המיסים, הבורסה והרשות). הדיון צריך להיות פר חברה מנפיקה ופר סיכון אשראי של החברה המנפיקה ולא כוהות של קבוצה. בגלל זה אני גם מתנגד לביטוי אג"ח אמריקאי, כי זה לא לעניין ובעצם מתייג את החברות הללו. ללא ספק, בנקודת הכניסה, החיתום צריך להיות מעמיק לגבי כל חברה, מכיוון שמידת ההיכרות שלנו היא קטנה יותר

עם השוק האמריקאי מאשר עם השוק הישראלי, משפטית, חשבונאית וכלכלית. **עופר עמיר:** כל מקרה צריך להיבחן לגופו. היו חברות שהגיעו אלינו ולא קיבלו דירוג לדעתי, הבעיה העיקרית הנה בכלל בתמחור של כל אגרות החוב המונפקות בישראל. השוק פה לא מפנים בעניין זה שרוב החברות שהנפיקו אג"ח בישראל, כולל הישראליות, היו מקבלות דירוג גלובאלי בדרגה ש בין b ל-bb. זאת אומרת, דירוג שהוא לא דירוג השקעה בסטנדרטים הגלובליים, ובחלק מהמקרים דירוג נמוך, דבר אשר לא משתקף בדרך כלל בתשואות בשוק שלנו.

**עו"ד ברלנד:** בסך הכול מדובר בתופעה מבורכת מאוד, די רק להסתכל טיוב מרבית החברות שהגיעו לכאן והחברות שברוך. מדובר בחברות שהן ללא ספק, ברמה העליונה של חברות הנדל"ן שנסחרות בבורסה הישראלית. חברות שאם היו מציעות מניות, רובן, היו מוצאות את מקומן הישר במדד תל אביב 100.

**שלומי שוב:** למען ההגינות צריך להוסיף בנושא של דירוג מקומי מול דירוג גלובאלי, שאין ספק שיש סוג של תעדוף בתמחור כל האג"חים בארץ לאור השימוש בדירוג מקומי ולא בדירוג גלובאלי. גם ההנפקות האלה נהנות מהתעדוף הזה. כלומר, הן נהנות מארביטרו' בדירוג, אבל לא יותר מאשר החברות ה"ישראליות", מה שמעלה בכלל תהיות על נכונות השימוש בדירוג המקומי במיוחד לאור החשש מבועה בשוק האג"ח המקומי.

**עו"ד שמענוב:** עקב כללי המשחק אנו רואים כי נושא הדירוג הפך להיות בעל ממד דרמטי בניוסים. הוא החליף את הביטחונות, ואין מה להשוות בין ביטחונות לדירוג. הסוגיה פה הוא תמחור הסיכון. במגרש של המשחק הזה, אותן חברות שהגיעו בהחלט "משחקות" את המשחק בצורה המיטבית (הון עצמי גבוה, דרוג גבוה ויחסים פיננסיים טובים). כולנו צריכים להיזהר ולשאול שאלות.

**תמר לוז:** "הגל האמריקאי" מהווה הזדמנות להגדלת היצע ההשקעות. צריך ליטול את ההזדמנות הזו ולבחון היכן חסמי הכניסה של שוק ההון מהווים גורם מעכב יותר מאשר גורם מגן. חבירה של כלל הגורמים להגברת האטרקטיביות של שוק ההון הישראלי, עשויה להביא גופים נוספים לבחון אפשרויות הנפקה בבורסה בישראל.

**רפי ליפא:** שוק ההון הישראלי ושוק החיסכון טווח ארוך הם שווקים מאוד מפותחים, עם הרבה נזילות. הכלכלה הישראלית היא כלכלה קטנה וצרה. בסופו של דבר, כל מנהל השקעות יודע, שצריך לפזר את ניירות הערך בתיק. צריך לקנות גם את זה וגם את זה. אחד הדברים שתורמים למצב של win-win בין המנפיקים האמריקאים לבין שוק ההון הישראלי הוא שאנחנו מגדירים את היצע החברות אפשרות לפזר את ההשקעות שלהם בצורה רחבה יותר. כל חברה לגופה וכל מקרה לגופו צריך להיבדק, אבל בסופו של דבר, היות והכלכלה הישראלית צרה, כולם צריכים לברך על העלייה של חברות לשוק האג"ח הישראלי.