



# יש איגרות, יש חוב, אין הסדר

**רשות ני"ע והממונה על ההגבלים מאפשרים להקים נציגויות שיגיעו להסדרים בתחום האג"ח הקונצרני. ואולם, רוב החברות אינן ממהרות לנצל אפשרות זו. על כל השחקנים להבין, שהימנעות מפעולה כעת עלולה לחייב אותם לפעול בתנאים גרועים בהרבה < גיל אורן**

**ב**שנה החולפת אנו עדים להש"כות המחירופות והולכות של המשבר הפיננסי העולמי על שוק ההון בישראל ובעיקר על שוק האג"ח. גיוסי החוב הנרחבים בשנים 2006 ו-2007, על רקע השגשוג בשוקי העולם באותה תקופה, מגי"עים אט אט לפרקם, והחברות שגייסו את החוב החלו להידרש לפירעון תשלומי הקרן והריבית. החברות, ובמיוחד אלו שפעלו בתחומי הנדל"ן מחוץ לישראל, ביססו את יכולת הפירעון שלהן בעיקר על ערך הנכסים שרכשו ועל יכולת מיחזור החוב. אלא שהת"מוטטות שוקי הנדל"ן בעולם, ביחד עם מחנק האשראי השורר בשווקים הפיננסיים, פגעו באופן אנוש בערכם של נכסי החברות. מכירת הנדל"ן אינה אפשרית היום למעשה, אלא בערכים נמוכים דרמטית מעלות רכי"שתם. בכך נשללה גם יכולת מיחזור החובות של חברות אלו.

הכרוכים בכניסה להליכי חדלות פרעון כגון כינוס ופירוק, אלא שהנסיבות הפגישו שוק איגרות חוב צעיר, שגדל במימדים דרמטיים בתקופה הקצרה מאז רפורמת בכר, עם משבר פיננסי חסר תקדים. תוך זמן קצר התברר, כי קיים כשל שוק חמור שמעיב על יכולת ההתמ"דדות עם המשבר הפיננסי. ניכר, כי לשחקנים בשוק חסרים כלים אפקטיביים שיאפשרו להם לתת מענה לצורך הדחוף בנקיטת פעו"רות להגעה להסדרי חוב לסוגיהם.

## הנחיות הרשויות

על רקע זה פרסמו במקביל רשות ניירות ערך ורשות ההגבלים העסקיים בחודש נובמבר 2008 הנחיות שנועדו לתת מענה לקשיים בארגון מחדש של איגרות חוב ("הנחיות הרשות" ו"הנחיות הממונה"). ההנחיות פור"סמו כחלק ממהלך מתואם בין הרשויות ביש"ראל, לרבות משרד האוצר והממונה על שוק ההון, שנועד לחלץ את שוק האג"ח מהמ"שבר בו הוא מצוי, במקביל למהלכים נוספים שיוזמות הרשויות השונות, דוגמת היוזמה להקמת קרנות המנוף.

מטבע הדברים, הסוגיות הנוגעות להס"דרי אג"ח ושיתופי פעולה בין משקיעים בתאגידים, מדווחים מבוקרות בדרך כלל על ידי רשות ניירות ערך ועל רקע זה גם פור"סמה הנחיות הרשות.

מעורבות רשות ההגבלים בסוגיה זו נדרשה על רקע החשש של הממונה, רונית קן, כי מנגנון שיתוף פעולה בין המשקי"עים ייצור חשיפה סלקטיבית למידע הנוגע למסחר בניירות ערך ולתחרות שבין משקי"עים מוסדיים. בנוסף סבורה הממונה, כי

קיומן של במות משותפות להחלפת דעות ומידע ביחס ליעדי השקעה, עלול מעצם טיבו לזלוג גם להיבטים אחרים שבתחרות בין המשקיעים המוסדיים. כפי שעולה מהנחיית הרשות והנחיית הממונה, זיהו הרשויות מספר כשלים בשוק אשר מערימים קשיים על יכולת הגעה להס"דרי חוב. בכלל אלו ניתן לציין מספר גורמים עיקריים:

< פיזור איגרות חוב בין מחזיקים רבים פוגע ביכולת המיקוח של בעלי החוב ומקשה על קבלת החלטות בגלל ריבוי אינטרסים. < לנאמנים המייצגים את מחזיקי איג"רות החוב אין כלים מתאימים (כספיים, משפטיים ומקצועיים) להתמודד עם חברות במשבר.

< חובות הגילוי החלות על חברות ציבור"ריות מקשות על יכולתן לנהל מו"מ לגיבוש הסדרים.

< החברות אינן יוזמות בזמן הנכון טיפול בבעיות פירעון החוב שלהן, לפני שהן מגי"עות קרוב מאוד לחדלות פרעון.

< מגבלות חוקיות ופרוצדורליות מסר"בלות ומאריכות את ההליכים למימוש של הסדר לאחר שזה גובש.

המתווה שפרסמו הרשויות מציע פתרו"נות במספר מישורים לכשלים אלו. הוא כולל חלופה ראשונית שקיבלה תוקף מידי ואשר איננה מחייבת שינוי חקיקה. מתווה נוסף מיישם בצורה משופרת את העקרונות שבחלופה הראשונה, אך יישומו מחייב שינוי בחקיקה ולכן יחולף זמן עד שיכנס לתוקף.

## קצין האשראי

שתי החלופות מבוססת על יצירת שני גור-

מים עיקריים שילוו את הנאמן בתהליך הסדר החוב: נציגות מחזיקים וקצין אשראי. נציגות המחזיקים כוללת עד שלושה נצי"גים של מחזיקי איגרות החוב הגדולים ביותר בכל סדרת איגרות חוב, שאינם נגועים בני"גודי עניינים. תפקידה הוא ללוות את ההסדר המתגבש מטעם המחזיקים החל משלביו הראשונים, ובכך לתת אינדיקציה לחברה לגבי היתכנותו.

קצין האשראי הוא גורם מקצועי שאמור לרכז את מאמצי גיבוש ההסדר, החל משלב בחינת החברה ומצבה, המשך בגיבוש הצעות למתווה הסדר וכלה בניהול מו"מ עם השו"תפים בהסדר - החברה, הנציגות, משקיעים פוטנציאליים וכדומה. בסיום ההליך יידרש קצין האשראי לחוות את דעתו לגבי הוגנות ההסדר המוצע והוא יובא לאישור אסיפת מחזיקי איגרות החוב.

בנוסף לאלו, כוללות הנחיית הרשות והנחיית הממונה כללי התנהגות, שמטרתם

לאפשר קיום מו"מ חסוי בין משקיעים לגי"בוש הסדר, תוך מענה לסוגיות של שימוש במידע פנים, חשש להסדרים כובלים ושיתוף פעולה בין מתחרים.

רשות ניירות ערך הניחה שבחלק מההסדרים יוקצו למחזיקי איגרות החוב ניירות ערך שונים של החברה, ולכן קבעה הקלות ביחס לדרישות פרסום תשקיף בקשר לניירות ערך כאלו. כן כוללת הנחיית הרשות כללים ביחס למקורות מימון עלויות גיבוש ההסדר, והוראות שונות המתייחסות לחר"בותיו ותפקודו של הנאמן.

הנחיות אלו, על אף שספגו ביקורות במספר היבטים, נתנו וצפויות לתת, עם אימוץ שינויי החקיקה המתאימים, מענה למספר כשלים הקיימים בשוק. יחד עם זאת, מאז פרסומן איננו עדים לשינוי מהותי באופן התנהלותם של השחקנים בשוק, למרות שמשבר איגרות החוב הולך ומחריף, ומספרן של החברות הנקלעות לקשיים ממשיך לגדול

**מהלכים לגיבוש הסדרים וארגון מחדש של חוב מתנהלים ברובם המכריע רק מול חברות שלא עמדו בתשלומים למחזיקי איגרות החוב, והן כבר במצב של הפרה וחשיפות לנקיטה מיידית של הליכי פירוק או כינוס. לעומת זאת, עדיין קשה לאתר חברות שטרם הגיעו למצב של הפרת תשלומים ואשר למרות זאת מתנהלים בהן מאמצים לגיבוש הסדרים**

באופן מטריד.

## מדוע זה לא קורה

נכון לזמן כתיבת שורות אלו, מהלכים לגי"בוש הסדרים וארגון מחדש של חוב מתנה"לים ברובם המכריע רק מול חברות שלא עמדו בתשלומים למחזיקי איגרות החוב, והן כבר במצב של הפרה וחשיפות לנקיטה מיידית של הליכי פירוק או כינוס. לעומת זאת, עדיין קשה לאתר חברות שטרם הגיעו למצב של הפרת תשלומים ואשר למרות זאת מתנהלים בהן מאמצים לגיבוש הסדרים.

ניתן להצביע על שורה של סיבות המביאות לכך שהשוק עדיין אינו מצליח לייצר הסדרי חוב בשלבים מוקדמים וזאת בניגוד גמור לאינטרס המשותף של כלל השחקנים.

**שוק לא בוגר.** כאמור, שוק האשראי החוץ-בנקאי בהיקפים המוכרים לנו כיום הוא שוק צעיר שלא חווה תקופות משבר

הנפקת אג"ח קונצרני בבורסה בתל-אביב (מיליארדי שקלים)





**המצב מחייב את החברות לבחון באופן מושכל ואחראי את מצבן הפיננסי, על בסיס תרחישים המשקפים נכונה את המשבר בשווקים הפיננסיים ובתחום האשראי. המשקיעים והנאמנים מצידם צריכים ליטול את היוזמה ולהפעיל לחץ מתמיד על החברות, כדי שאלו יתמודדו מוקדם ככל האפשר עם מצבן**

בשונה משווקי המניות שחוו כבר משבר רים (בעבר). עובדה זו מביאה לכך שמרבית השחקנים בשוק נעדרים את הניסיון הנדרש להתמודדות עם חברות שנקלעו לקשיים פיננסיים.

**העדר גורמים בעלי יכולת לגיבוש הסדרים.** אין בשוק האשראי החוץ-בנקאי מספיק גורמים בעלי יכולת התמודדות עם חברות במשבר. בשונה מהבנקים, אין די גורמים פעילים בשוק זה שיש להם מערכים אופרטיביים ויכולת לתמוך בתהליכים מעין אלו (כגון מחלקות כלכליות, אנשי מימון ואשראי וכדומה).

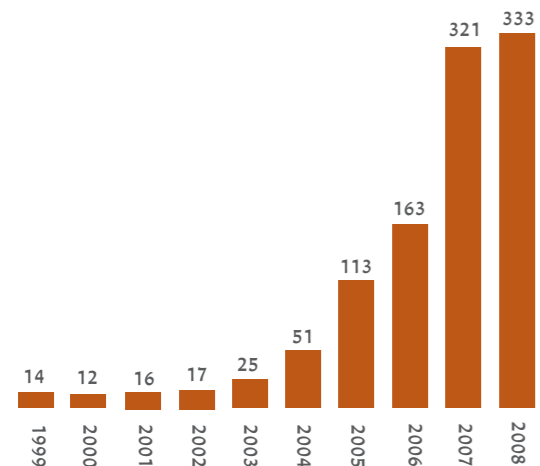
אם היו שחקנים כאלו בשוק, הם היו יכולים לשמש כקציני אשראי על פי מתווה הרשות, או לפעול באופן עצמאי בשוק על ידי רכישת חבילות משמעותיות של איגרות חוב בחברות שונות כדי להיות שחקן מוביל בגיבוש הסדרי חוב, דוגמת קרנות המנוף שיוזמת המדינה.

**הכחשת המשבר מצד החברות.** חברות הנתונות במשבר מנסות, מטבע הדברים, להתמודד עם מצבן "בתוך הבית" ולנסות למצוא דרכים עצמאיות לפרוע את חובותיהן. חברות אלו מעדיפות דרך התנהלות זו על פני פנייה לבעלי החוב בבקשה להגעה להסדר, המהווה מעין הודאה בכישלון.

נושא זה מחריף עוד יותר כאשר אנו עוסקים בחברות ציבוריות, אשר עצם הפנייה למשקיעים נותנת פומביות לקשייהן. חברות אלו מתעלמות מכך שפנייה למחזיקי האג"ח לגיבוש הסדר רק בשלב מאוחר, כאשר החברה קרובה לחוסר יכולת לשלם את חובותיה, תניב הסדר גרוע יותר לכל הצדדים, וזאת במקרה הטוב יחסית בו הדבר אינו מאוחר מדי.

**העדר כלים אפקטיביים בידי המשקיעים.** חלק ניכר מגיוסי החוב בשנים האחרונות

**שווי השוק של אג"ח קוצרני הנסחרות בבורסה (מיליארדי שקלים)**



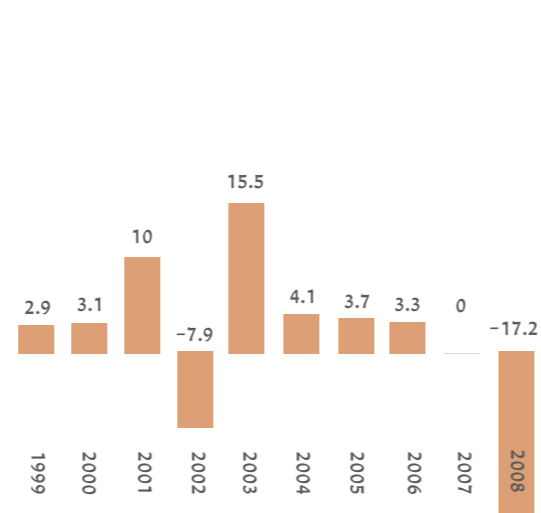
נים לאג"ח, שיכולים לפנות לבית המשפט בבקשה למתן הוראות, דבר שמקנה להם הגנה מפני טענות ביחס לפעולותיהם הן מצד החברה והן מצד המחזיקים.

ואולם, קיימת נטייה בקרב השחקנים המעורבים בגיבוש הסדרים להימנע מפנייה לבית המשפט, מתוך הנחה שהליכים כאלו יארכו זמן ויסרבלו את התהליך. יחד עם זאת, בעיקר במקרים בהם קיים ריבוי נושים, מטריית בית המשפט ומינוי בעל תפקיד שמשמש מעין "מבוגר אחראי", יכולים לסייע בגיבוש ההסדר וליעל את ההליך, לעומת מו"מ אינסופי בין שלל גורמים בעלי אינטרסים שונים ומנוגדים וללא ראייה כוללת של האירוע.

**להפנים את המצב**

הנחיית רשות ני"ע והנחיית הממונה על הגבילים יוצרים תשתית בסיסית שיש בה להקל

**תשואה באג"ח קוצרני (אחוזים)**



בוריות בישראל קיים בעל שליטה דומיננטי. תופעה זו יוצרת ציפייה, כי ביום פקודה בעל השליטה "יכניס את היד לכיס" וידאג לכיסוי חובות החברה. לעיתים מתלוות לכך טענות של המשקיעים על הבטחות ששמעו מבעלי השליטה בעת "מסע השיווק" של איגרות החוב במועד ההנפקה.

ציפייה זו, שבחלק מן המקרים ספק אם יש לה בסיס משפטי, יוצרת לעיתים התמדות יתר בנסיונות לגרום לבעל השליטה לממן את ההסדר, וכתוצאה מכך להתמשכות מיותר של ההליכים או אף לכשלונם. מובן, כי אין בכך כדי לצאת נגד דרישה לגיטימית של מחזיקי איגרות החוב לקבל חלק בהון המניות של החברה או ברווחיה, במסגרת ארגון מחדש של החוב.

**ניגודי עניינים בין נושים.** חברות רבות הנפיקו מספר סדרות של איגרות חוב, ומטבע הדברים יש להן נושים נוספים כגון בנקים. עובדה זו, ביחד עם העובדה שחלק ממחזיקי האג"ח מחזיקים גם מניות באותה חברה, יוצרות מערכות סבוכות של ניגודי עניינים המקשות על קבלת החלטות, הן בקרב בעלי החוב עצמם והן בגיבוש הסדר כולל לכלל קבוצות הנושים בחברה. ניסיון לגבש הסדר באופן חסוי, ללא מטריה של בית משפט ובמצב של ריבוי נושים, מורכב מאוד ובמקרים רבים נדון לכישלון.

**העדר מקורות למימון ההסדרים.** מהלך לגיבוש הסדר מחייב את הנאמנים ומחזיקי איגרות החוב לשכור יועצים (מומחי מימון ואשראי, עורכי דין, רואי חשבון וכדומה) ולשאת בעלויות שכרוכות בגיבוש הסדר. במבנה הקיים בשוק ההון, אין מקור לכיסוי עלויות אלו. הצורך במציאת מקור כזה, בין אם בחברה או מקרב המשקיעים, יוצר עיכובים וקשיים בהתנתות הליך גיבוש ההסדרים.

**התמקדות יתר בבעלי שליטה כמקור למימון הסדרי חוב.** בניגוד למצב בשווקים המפותחים בחו"ל, במרבית החברות הצי-

בוריות בישראל קיים בעל שליטה דומיננטי. תופעה זו יוצרת ציפייה, כי ביום פקודה בעל השליטה "יכניס את היד לכיס" וידאג לכיסוי חובות החברה. לעיתים מתלוות לכך טענות של המשקיעים על הבטחות ששמעו מבעלי השליטה בעת "מסע השיווק" של איגרות החוב במועד ההנפקה.

ציפייה זו, שבחלק מן המקרים ספק אם יש לה בסיס משפטי, יוצרת לעיתים התמדות יתר בנסיונות לגרום לבעל השליטה לממן את ההסדר, וכתוצאה מכך להתמשכות מיותר של ההליכים או אף לכשלונם. מובן, כי אין בכך כדי לצאת נגד דרישה לגיטימית של מחזיקי איגרות החוב לקבל חלק בהון המניות של החברה או ברווחיה, במסגרת ארגון מחדש של החוב.

**ניגודי עניינים בין נושים.** חברות רבות הנפיקו מספר סדרות של איגרות חוב, ומטבע הדברים יש להן נושים נוספים כגון בנקים. עובדה זו, ביחד עם העובדה שחלק ממחזיקי האג"ח מחזיקים גם מניות באותה חברה, יוצרות מערכות סבוכות של ניגודי עניינים המקשות על קבלת החלטות, הן בקרב בעלי החוב עצמם והן בגיבוש הסדר כולל לכלל קבוצות הנושים בחברה. ניסיון לגבש הסדר באופן חסוי, ללא מטריה של בית משפט ובמצב של ריבוי נושים, מורכב מאוד ובמקרים רבים נדון לכישלון.

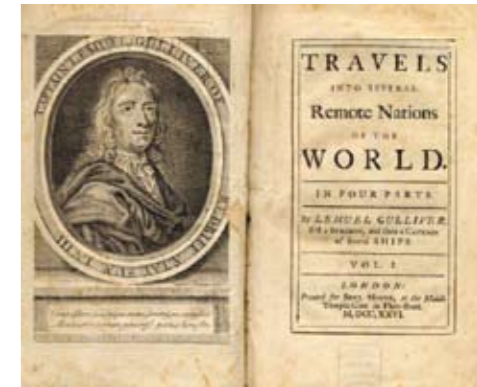
**העדר מקורות למימון ההסדרים.** מהלך לגיבוש הסדר מחייב את הנאמנים ומחזיקי איגרות החוב לשכור יועצים (מומחי מימון ואשראי, עורכי דין, רואי חשבון וכדומה) ולשאת בעלויות שכרוכות בגיבוש הסדר. במבנה הקיים בשוק ההון, אין מקור לכיסוי עלויות אלו. הצורך במציאת מקור כזה, בין אם בחברה או מקרב המשקיעים, יוצר עיכובים וקשיים בהתנתות הליך גיבוש ההסדרים.

**התמקדות יתר בבעלי שליטה כמקור למימון הסדרי חוב.** בניגוד למצב בשווקים המפותחים בחו"ל, במרבית החברות הצי-

# גוליבר בארץ הבנקאים

**שוק ההון של המאה ה-21 התנתק מן המציאות, בדיוק כפי שתיארו ג'ונתן סוויפט ודניאל דפו את שוקי ההון לפני מאות שנים. החשבונאות, אשר התמקדה בכללים פורמליים במקום במהות, איפשרה את יצירת הבועה שהתפקעה בנפץ כה אדיר**

**< שאול חיון**



של השנה או השנתיים האחרונות, אלא התנפצות התודעה הכוזבת שצמחה באדיקות לאורך שנים לא מעטות, בד בבד עם צמיחת שוק ההון ועם העלייה בדרגת מורכבותו. היסוד המדומיין, הלא-ריאלי, של העולם הפיננסי הוא בגדר חדשות ישנות למדי. הסופר והפילוסוף האירי ג'ונתן סוויפט, מגדולי הסאטיריקנים של כל הזמנים (שכתב בין היתר את "מסעות גוליבר"), טען כבר בעשור הראשון של המאה ה-18, כי כל צורות הקניין, למעט נכסי דלא-ניידי, הם דמיוניים בלבד.

דניאל דפו, סופר, עיתונאי והוגה בן זמנו של סוויפט (האחראי בין היתר ל"רובינזון קרוזו"), עסק רבות בשאלת הפיקטיביות של המוצרים הפיננסיים החדשניים של תקופתו – המניות והאשראי ארוך הטווח. דפו הציג את הסיכון ההולך וגדל, עם המורכבות ההולכת וגדלה של המוצרים הפיננסיים בתקופתו, מוצרים הנמצאים מעבר לתפיסת השכל הישר הבסיסית, והנקראים על ידו בשם "Air Money" (ביטוי שנראה מתאים לימינו לא פחות מאשר לימיו). דפו מציג למשל את בועת המניות של החברות הבריטיות המלכותיות ואת התנפצותה.

## אז מה אם הססמה היתה גילוי נאות

אכן כן: בועות פיננסיות התנפחו והתפוצצו כבר לפני 300 שנים. אך היסוד ה"מדומיין" בשוק האשראי של מפנה המאות ה-17 וה-18 היה, כך נדמה, כאין וכאפס לעומת עומק ה"מדומינות" של השוק הפיננסי בראשית המאה ה-21.

אמנם, שוק ההון המודרני העלה על תורן גבוה וכמעט בלעדי את נס הגילוי הנאות בראשו. הגילוי הנאות הוא הבסיס לרגולציה של תחום ניירות הערך במאה ה-20. מי שייכנס לאתר רשות ניירות ערך הישראלית לא יוכל להתחמק מבאגרים קופצניים של המילים "גילוי נאות" ו"שקיפות".

שוק ההון אמור, בראש ובראשונה, לשקף את המציאות הכלכלית המתוכתת באמצעותו, וזאת באמצעות השקיפות המלאה אותה הוא אמור לספק. הוא אמור להיות לא יותר מאשר כלי להקלת שיתוף הפעולה בין המבקשים לקחת חלק בפעילויות עסקיות כלכליות, פעילויות ריאליות.

אך שוקי ההון של שלהי המאה ה-20 וראשית המאה ה-21 הם שווקים אחרים. הפשטות שבשיתופי הפעולה היסודיים (באמצעות מניות וניירות ערך המירים למניות מחד, ואיגרות חוב מאידך) פינתה את מקומה למורכבות ותחכום פורצי גבולות.

בשנים אלה חלה התפתחות בלתי פוסקת במורכבות המכשירים הפיננסיים, הקרויים בשם הכללי "ניירות ערך נגזרים". למכשירים אלה יתרונות רבים ומטרות לגיטימיות. למשל: במקרים רבים הם מיועדים לפזר סיכונים על פני גורמי סיכון (מנפיקים) רבים ככל האפשר. אך בתהליך זה הם עוברים מטרנספורמציה משמעותית: הם הופכים יותר ויותר סינתטיים, ופחות ופחות ממשיים.

דוגמה מובהקת לכך היא תופעת האירו-ח: "אריזת" חוב ממנפיקים רבים, והנפקתו כמוצר סינתטי חדש; "אריזת" מוצרים סינתטיים רבים מעין אלה למוצר סינתטי מדרגה שנייה, וחוזר חלילה. בסופו

של תהליך, הציבור הקמעונאי, בתל-אביב או בבייג'ינג, רוכש מוצר פיננסי היפר-סינתטי, אשר כמעט בלתי אפשרי להבין מהם תנאי החבות הסופיים מכוחו.

ההתרחקות הזו ממקור החוב, מהגורם הכלכלי ה"אמיתי" שעל בסיס תוצאות פעילותו או חוסנו הממשיים תיגזר המשמעות (התשואה) של נייר הערך המורכב, היא-היא ההתרחקות של שוק ההון מהמציאות אותה הוא אמור לשקף ואשר אותה הוא אמור לשרת.

זוהי התרחקות מ"האחראי" לחוב, ובעצם – הוצאת האחראי והוצאת מושג האחריות עצמו אל מחוץ לתמונה הפיננסית כולה. זו הופכת להיות מעין חי המזין את עצמו מעצמו, ללא תוכן אמיתי.

המשבר העולמי החל בארה"ב בדיוק בהקשר של מוצרים מסוג זה (asset backed securities), אך הוא לא הסתיים שם. למעשה, הוא לא הסתיים כלל בתחום הפיננסי. קריסת בתי ההשקעות ובראשם ליהמן ברדרס היתה תחילת הנפילה, לא סופה. המשבר ממשיך לעולם מציאותי הרבה יותר, לתעשיות הכלכליות המסורתיות והכלכלה-מדומינות.

## עוד שכבות של רגולציה לא ימנעו משברים

אחד מסמי ההרדמה המשמעותיים ביותר בכינונה של האשליה והשמירה עליה, הוא מוסד החשבונאות. במקום לבסס כללים משקפי מציאות כלכלית, הסתפקה החשבונאות במועד בקביעת מערכת סגורה של מושגים בעלי לכידות פנימית, אשר הקשר בינם ובין המציאות הכלכלית הוא רופף

מדי (כך בוודאי בעידן הקודם למשטר IFRS המוטה שווי הוגן, ובמדינות שלא החילו אותו עד היום, ובראשן – ארה"ב).

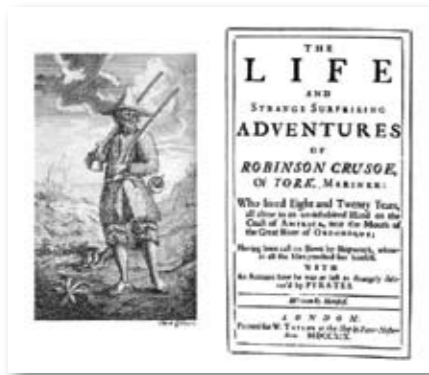
כללי החשבונאות איפשרו את עצימת העיניים הכלל-עולמית. כך היה במשבר הפיננסי באנגליה של ראשית המאה ה-18 וכך היה, במשנה עוצמה ותוקף, בראשית המאה ה-21. הרגולציה המודרנית מקפידה מאוד על כללים פורמליים של גילוי נאות, אך האידיאולוגיה של כללי החשבונאות עיקרה את העקרון האמור מכל משמעות אמיתית. היא הפכה את הכלים המשמעותיים ביותר בשוק ההון – הדוחות הכספיים – לבלתי חדירים לבחינה אמיתית של מציאות ריאלית.

משטרי פיקוח ברחבי העולם עסוקים בימים אלה בשינויים מהירים מדי ברגולציה על שוק ההון. כאחוזי אמוק הם אצים-רצים לסתום כביכול כל פירצה של פעילות שאינה ממושטרת.

אך מה שיגרום לכך שהתנפצות האשליה העתידית תהיה פחות כואבת מזו הנוכחית, הם לא כללי גילוי טכניים כאלה או אחרים. מה שירכך את הנפילה הבאה יהיה הבנת המניעים העמוקים העומדים בבסיס הפיכתו של שוק ההון לסינתטי ומדומיין.

מועמדים מידיים לבחינה הם הגורמים הפיננסיים עצמם, הצידוק שלהם ומבנה התגמול של עובדיהם ובעיקר של מנהליה, מבנה המתמך מורכבות הולכת וגדלה וריבוי "שכבות" של מוצרים זה על גבי זה. אם לא נבין זאת, נישאר במשבר הבא רק עם באג-ריס מוארים של "שקיפות" ו"גילוי נאות", שיאירו לנו את הדרך בזמן שנצלול בנפילה חופשית במאורת הארנב העמוקה. ●

ההתרחקות הזו ממקור החוב, מהגורם הכלכלי ה"אמיתי" שעל בסיס תוצאות פעילותו או חוסנו הממשיים תיגזר המשמעות (התשואה) של נייר הערך המורכב, היא-היא ההתרחקות של שוק ההון מהמציאות אותה הוא אמור לשקף ואשר אותה הוא אמור לשרת



**מה שיגרום לכך שהתנפצות האשליה העתידית תהיה פחות כואבת מזו הנוכחית, הם לא כללים גילוי טכניים. מה שירכך את הנפילה הבאה יהיה הבנת המניעים העמוקים העומדים בבסיס הפיכתו של שוק ההון לסינתטי ומדומיין**