התכנית בחשבונאות
AccounTech

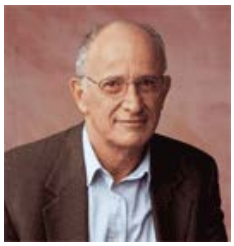
הבינתחומי הרצליה

FVF

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

סיכום פעילות השנה האקדמית תש"ף

דבר מייסדי הפורום



פרופ' אמיר ברנע
הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים

רו"ח שלומי שוב
ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים

בימים אלה, אנו מסכמים שנה אקדמית תשיעית לפעילותו של פורום שווי הוגן, במסגרת התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה. השנה האקדמית החולפת נצבעה בצבעי משבר הקורונה אשר העמיד במבחן עצום וקיצוני את המודלים, המוסכמות והנחות היסוד המקובלים.

לאור הנסיבות במחצית השנייה של השנה סטינו מסדר היום הרגיל שלנו לטובת שורת נושאים שעלו בפתאומיות על סדר היום הציבורי החשבונאי מימוני בעקבות המשבר. עם פריצתו של המשבר עסקנו בנושא המורכב של הערכות שווי בעקבות משבר הקורונה - הן בהיבט של מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ושל בחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין). המפגש שהתקיים בעת ההיערכות להכנת הדוחות הכספיים לרבעון הראשון של 2020 - שבהם באה לידי ביטוי לראשונה השפעת המשבר, הציף את הקושי העצום שטמון בביצוע הערכות ואומדנים בתקופת אי וודאות קיצונית כמו זו. כמו כן, במפגש נוסף עסקנו בנושא השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון שבו נכללה גם התייחסות לאפשרות שבנק ישראל יבצע רכישות אג"ח קונצרניות שנראתה קצת מוזרה אך התממשה בסופו של דבר עם התעמקות המשבר. את השנה האקדמית סיימנו עם מפגש בנושא השתקפות המשבר בדוחות הבנקים: ניהול סיכונים פיננסיים וצפי לרווחיות. דוחות הבנקים הם במידה רבה בבואה של השפעת המשבר על כלל המשק והתחזיות בהן דנו במפגש לעתיד הצביעו על ירידה פרמננטית ברווחיות.

צריך גם להזכיר כי במחצית הראשונה של השנה עוד הספקנו לעסוק בנושאים הרגילים של הפורום. כך למשל, פתחנו את הדיונים של השנה האקדמית בנושא סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי, לאור החלטה דרמטית של רשות שוק ההון בנושא. כמו כן, ערב פרסום הדוחות הכספיים לשנת 2019 דנו בנושא נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל. בראיה לאחור, מסקנות הדיון עמדו באופן פרדוקסלי לשאלות שהתעוררו מספר חודשים מאוחר יותר בעקבות המשבר. עם זאת, כראשי הפורום חשוב לנו להדגיש כי "שווי הוגן" צריך לייצג את המחיר של עסקה תיאורטית ביום המאזן ויכול להשתנות לכל כיוון כתוצאה משינוי נסיבות.

לקראת סוף השנה האקדמית ביצע הצוות המקצועי של הפורום בדיקה מלאה של השלכות משבר הקורונה על הפניות תשומת לב והערות עסק חי בדוחות הכספיים. ממצאי הבדיקה העלו כי על בסיס הדוחות של הרבעון הראשון לשנת 2020 והדוחות לשנת 2019 יש לכ- 22% מהתאגידים הערת עסק חי או הפניית תשומת לב (כולל הפניית "תשומת לב קורונה") וזה מייצג גידול של כ 50% ביחס לדוחות הרבעון השלישי 2019 שפורסמו בנובמבר 2019 - כלומר, ערב המשבר. עיקר הגידול נבע מהפניות תשומת לב והערות עסק חי בחברות בעלות אג"ח ובענפים מתחום המסחר והשירותים, הנדל"ן ובענף האנרגיה. ההערכה היא שהמגמה רק בראשיתה וצפויה להימשך ברבעונים הבאים ובשנתי.

אנו רוצים להודות למשתתפי הפורום על שנה נוספת של פעילות פורייה ועל דיוני עומק מרתקים אשר השנה התחדדו עוד יותר בעקבות המשבר וכן לגב' רקפת שני על תרומתה המקצועית לפורום והשתתפותה הפעילה בבחירת הנושאים והתכנים.

אנו מקווים ששנת הפורום הבאה תיפתח כשמשבר הקורונה מאחורינו ללא צורך במפגשים בזום שאמנם אפשרו העברת מסרים, אך במידה מסוימת החמץ בהם העימות המקצועי הספונטני שמאפיין את הפורום מאז היווסדו.

כמו כן, אנו רוצים להביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום שמורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה: דניאל שרון, דקל רינצקי, יואב אטיאס ומיכל ברק. תודה מיוחדת למיכל ברק אשר סייעה בעריכת חוברת זו.

תוכן עניינים

	ע"מ
סיכום מפגש דצמבר 2019: "סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי"	4
סיכום מפגש ינואר 2020: "נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".	23
סיכום מפגש פברואר 2020: "אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".	41
סיכום מפגש אפריל 2020: "הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".	61
סיכום מפגש מאי 2020: "השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".	81
סיכום מפגש יולי 2020: "השתקפות משבר הקורונה בדוחות הבנקים: ניהול סיכונים פיננסיים וצפי לרווחיות".	102
טופס הצטרפות	115
השתתפו בדיונים בשנה האקדמית תש"ף	116
רשימת דיונים משנים קודמות	118

הבינתחומי הרצליה

התכנית בחשבונאות
AccounTech

FVF
פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

"סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי"

תאריך המפגש: 4 בדצמבר 2019

נושא המפגש: "סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי"

חומר רקע למפגש: לחץ כאן

משתתפים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, משה ברקת (רשות שוק ההון), איתי קדמי (בנק ישראל), אילן פלטו (איגוד החברות הציבוריות), בועז דהרי (ליאון אורליצקי ושות'), אלי שמעוני (משרד עו"ד), ג'קי אהרון (MVP), גתית גור גרשגורן, דגנית דניאל (משרד המשפטים), יורם עדן (מכללת הדסה), מורן אופיר (IDC), מיכל עבאדי בויאנג'ו, צחי זנזורי (מגדל), קים שוהם ניר (הכשרת הישוב), רועי שפירא (IDC), שיראל גוטמן עמירה (אגמון ושות'), שלומי וינר (אוניסון יועצים), סאמר חאג' יחיא (בנק לאומי), מני נאמן (הפניקס), שמואל האוזר (רשות ניירות ערך לשעבר), אבי לוי (מליסרון לשעבר), אסף חמדני (אוניברסיטת תל אביב), יניב פגוט (איילון), גנדי גולדשטיין (משרד המשפטים), אמיר סוראיה (קנובל בלצר סוראיה ושות'), אסתרי גלעוז, עדי סקופ (מגדל).

אורחים שנכחו בדיון: צחי דרוקר (כלל ביטוח), יערה שחורי בן הרוש (אגמון ושות'), אמיר איל (אינפיניטי) רות פשצ'יק אליאס (הפניקס), עודד ורד (הפניקס), סמי בבקוב (הראל), איילת נחמיאס ורבין (חברת כנסת לשעבר), ברק גונן (צדק פיננסי), צבי סטפק (מיטב ד"ש), ניר מורוז (מנורה), מירב דוד (לובי 99), רוני אלרואי (עמדה), איתי מקמל (עמדה), ניצן סנדור (פישר בכר חן וול אוריון ושות'), אייל ידוב (רדהאן), תום טרילניק (רשות שוק ההון), אמיר וסרמן (רשות ניירות ערך), לידור רוזנצוויג (KPMG), יעל סלטון (סומך חייקין), משה קאשי (הסדנא לידע ציבורי), אורי קרן (מור), אלעד כהן (איגוד החברות הציבוריות), חמוטל דרקסלר (משרד המשפטים), אולגה אלכסייב (EY), טל הפלינג (רשות שוק ההון).

צוות מקצועי: דניאל שרון, דקל רינצקי, יואב אטיאס.

"סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי"

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם, קודם כל אנחנו רוצים לציין את פתיחת השנה האקדמית ה-9 של פורום שווי הוגן. אנחנו דנים היום בתפקיד של חברות הייעוץ באסיפות הכלליות פה בישראל, מה שנקרא גופי הפרוקסי. כמובן שהרקע הוא הטיוטא שפורסמה לאחרונה ע"י רשות שוק ההון. למעשה נכון לעכשיו אנחנו מבינים ויודעים שלחברות הייעוץ האלה יש השפעה משמעותית, בין היתר לאור העובדה שהגופים המוסדיים יכולים להישען על ההחלטות שלהם. במצב היום אנחנו יודעים שהגופים המוסדיים צריכים לפרט את נימוקי אופן ההצבעה שלהם כאשר הם מצביעים בניגוד לגוף המייעץ. לעומת זאת לפי ההצעה החדשה - הגוף המוסדי צריך לבצע אנליזה עצמאית ולתת נימוקים בכל מקרה כולל דעת מיעוט אם הייתה בוועדת ההשקעות, כלומר ההצעה החדשה מאוד מחדדת את האחריות של הגוף המוסדי בין היתר באמצעות שקיפות והיכולת שלו להישען במידה מוחלטת על הפרוקסי נחלשת. אלו דברים שיעלו פה לדיון היום ויש היגיון בשיפור בהסתמכות העיוורת אבל השאלות שעולות פה הן שאלות יישומיות - מה זה בדיוק "עצמאית" כפי שמדובר בהצעה ? האם יהיה ניתן ואיך להשתמש בגורמים חיצוניים?

לצורך הדיון עשינו בדיקה באמצעות הצוות של הפורום שלנו - לקחנו 60 אסיפות משמעותיות ובולטות ב- 3 השנים האחרונות ומצאנו למשל שב- 86% מהמקרים אנטרופי הצביעה בעד. כמובן שיש פה הטיה מובנית כי אנחנו מודעים לכך שההצעות מתוקנות לעיתים קרובות לפני האסיפות ומדיניות ההצבעה ידועה, אך עדיין הנתון הזה יכול להיות משמעותי כי למשל עמדה הייתה באותן ההחלטות בעד ברק 47% מהמקרים. אך לקחנו שני גופים משמעותיים אחרים שלא נשענים על גופי הפרוקסי שאלו הם אלטשולר שחם ופסגות והם הצביעו בעד ב- 40% מאותם מקרים. זה נכון שלא עשינו מחקר מלא ומושלם, אך זו אינדיקציה לצורך הדיון, כמובן שנשמח לשמוע גם מחשבות אחרות, המטרה היא באמת לייצר דיון עמוק לכל כיוון.

כמו כן ממה שראינו בד"כ הגופים המוסדיים, ברוב המכריע של המקרים הולכים עם ההמלצה של גוף הפרוקסי. רק במקרים נדירים יש התנגדויות, למשל ראינו התנגדות של הגופים המוסדיים במקרה של אייל לפידות לפני כחצי שנה, למרות שאנטרופי הייתה בעד. בגדול - אין הרבה מצבים שהם לא מאמצים את החלטת הפרוקסי.

מעבר לצורך באקטיביזם מוסדי שזה נושא שיעלה פה, החשש הגדול כאן להבנתי הוא הנושא של ניגוד העניינים משני מישורים:

1) גופי הייעוץ - לגבי שירותים אחרים שהם מספקים לחברות הרלוונטיות

2) הגוף המוסדי עצמו - אנחנו יודעים שיש להם השקעות נוסטרו ולא פחות מזה שירותים של ביטוח לדוגמא לחברות, ותחשבו על חברה שנותנת שירות לגוף שלגביו מתקבלת החלטה, אז גם פה יתכן ניגוד עניינים.

אני חייב להגיד לכם שמה שמטריד אותי וזה גם סממן לבעיה - זה שבשורה התחתונה המודל העסקי של חברות הפרוקסי בישראל, ככל שאנחנו מסתכלים על שירותי הייעוץ לאסיפות הכלליות, הוא לא בר קיימא, אז מן הסתם זה נובע מכך שהשוק קטן, אבל אנחנו במסגרת הדיון כאן רוצים לדבר על הכל - עד כמה קיים התמריץ של הגופים המוסדיים לעשות עבודה מעמיקה בניתוח ההחלטות או שזה יותר כורח. אסף חמדני יושב פה עם ההמלצות בזמנו של הוועדה בראשותו, אין לי ספק שאם אנחנו לוקחים את המצב בעבר מול היום - השתפרנו, השאלה אם אנחנו במקום הנכון, והדברים עוד יותר מתחדדים בעולם של שחיקת דמי הניהול.תראו יש פה רווחיות שהיא לא סבירה כשאתה מנתח את החברות עצמן, מצד שני יש להן כוח אדיר, זה מזכיר לי את העיתונות - שכסף אין יותר מידי, אבל כוח ההשפעה הוא משמעותי. וכל המצבים האלה - הם קרקע פורייה לניגודי עניינים מאוד רגיש שצריך לשים אליו לב.

דבר נוסף - המבנה הריכוזי של שוק הפרוקסי שלנו - עצם העובדה שיש רק שני גופי ייעוץ שגוף אחד תופס כמעט את כל השוק יכול להעיד גם על בעיה. לא מצאנו נתונים שמראים את נתח השוק, אך למיטב הבנתנו מתוך 5 גופי הביטוח הגדולים בארץ, 4 מתוכם עובדים עם אנטרופי ורק אחד עובד עם עמדה. גם הניוד בין החברות כמעט ולא קיים, הכל מאוד סטאטי. אלו סימנים שיכולים להיות מדאיגים, ובאמת יהיה מעניין לשמוע את נציגי המוסדיים שעושים את התהליך עצמאית. ממה שאני ראיתי אצל פסגות ואלטשולר שחם - הם נותנים נימוקים לכל החלטה שהם מקבלים, אני חושב שהנושא של לתת נימוקים הוא דבר מאוד משמעותי שקיים בהצעה והוא מאוד חשוב

בכל פתרון שלא יהיה.
ברקע של הדברים אנחנו צריכים להבין שבארה"ב גופי הייעוץ האלו קיימים, הפעילות שלהם מקובלת ומותרת. זה לא שבעיית ניגודי העניינים של חברות הפרוקסי לא נמצאת על סדר היום של ה-SEC, אך שם הם מחדדים את הנהלים בדבר הנאמנות למשקיעי הקצה, אחריות לגוף שמקבל את הייעוץ שלא תהיה הסתמכות עיוורת ובכלל טיפול בניגודי העניינים של הפרוקסי. יחד עם זאת צריך תמיד לזכור שבארה"ב אין את הריכוזיות שקיימת לנו, ואין מה לעשות יש צורך להתחשב בריכוזיות הספציפית שלנו.
אנחנו יודעים שיש מגמה בישראל שנובעת בעיקר מחוק הריכוזיות של חברות ללא גרעין שליטה, אבל גם עם המגמה הזו עדיין 85% מהחברות בבורסה בארץ הן כן במבנה של שליטה וזה משהו שאי אפשר להתעלם ממנו.
אז יש לנו באמת היום דיון מרתק, וזה קשור באמת לאחריות ציבורית ואקטיביזם של הגופים האלו, עולה השאלה - עד כמה וועדות ההשקעה של הגופים המוסדיים יכולות לעמוד במעמסה של אנליזה עצמאית, בהקשר זה עלו כל מיני הצעות לפחית את כמות האסיפות, עולה השאלה - באיזה מנגנון יש לעשות זאת ? כי אנחנו כן רוצים שיהיה אקטיביזם מוסדי, תחשבו על הכוח שלהם ביחד, אנחנו רוצים שיפעילו את היכולת שלהם ושלא יהיה מצב שהרבה מאוד חברות בשוק ההון נמצאות בספסלים האחוריים, אלו בדיוק אותן חברות שאנחנו חוששים מהממשל התאגידי שלהם והמצב שלהן רק יוחמר.
תסתכלו רק מהשבוע האחרון את הדוגמא של נכסים ובניין וגב ים, אתם יודעים שב- Q3 נכסים ובניין ירדה בשיעור אחזקה מ- 40% ל- 35% בגב ים, ועולה השאלה - האם נכסים ובניין איבדה שליטה בגב ים? מדובר בסוגייה רבת משמעות גם כמובן מבחינת חוק הריכוזיות ויתר חוקי ניירות ערך, וגם מבחינה חשבונאית. איבוד השליטה יצר להם רווח של כ- 900 מיליון שקל, והוא נקרא רווח חלומי כי אין עליו מס שוטף, ואפילו אין עליו מיסים נדחים. למיטב הבנתי גם לפי חוק החברות הנוכחי לצערי הוא גם ניתן לחלוקה כדיבידנד. חשוב להבין שהחלטה על קיומה אוא קיומה של שליטה אפקטיבית היא אף פעם לא טריוויאלית מבחינה חשבונאית ויכולה להיקבע על קוצו של יוד.
עולה השאלה - האם השליטה החשבונאית זהה לשליטה משפטית? זה שהחשבונאות קבעה שיש כאן איבוד שליטה לא אומר שהחוק רואה זאת זהה, ב- IFRS 10 הפוטנציאל להחלפה, שהמוסדיים יכולים להתאגד ולבצע החלפה של דירקטורים - העובדה הזו מספיקה כדי להגיד שאבדה השליטה החשבונאית, יכול להיות שלצורך המשפט תהיה הסתכלות אחרת. למה אני מזכיר את הנקודה הזו, אם נכסים ובניין מחזיקה 35% השאלה היא כמה גורמים מגיעים באמת לאסיפות, מה דפוסי ההצבעה באסיפות, וככל שמיעוט פסיבי - נכסים ובניין ישלטו גם עם 35%, זאת אומרת שלנכסים ובניין יש אינטרס לעודד אקטיביזם מוסדי.
ממה שאני מבין רשות ניירות ערך ומשרד המשפטים חושבים אחרת מרשות שוק ההון לגבי נושא חברות הפרוקסי, ואנחנו נשמע היום את דעתם. בכל מקרה אני סבור שכל פתרון צריך באמת לטפל בניגוד העניינים וחידוד האחריות של הגופים המוסדיים ופרסום הנימוקים לדעתי הוא MUST בכל מקרה. צריך גם לבחון הטלת רגולציה על חברות הפרוקסי.
לטעמי יש כאן גם עניין של רגולטורים שונים. אנחנו מודעים לזה שהרגולטור שנמצא כאן איתנו הוא זה שעוסק ברוב הכסף המוסדי וזה קצת מוזר שקרנות הנאמנות מטופלות ברשות לניירות ערך וכל שאר הכסף מטופל ברשות שוק ההון, אנחנו יודעים שתחת כהונתו של האוזר הרשות עשתה הסדרה של הנושא.

משה ברקת

זה לא כל כך דרמטי כי ממילא הסכום הופך להיות לא מהותי ביחס לסך הכל הכסף של הגופים המוסדיים. זה מעט כסף יחסית לעומת כל המערכת אז זה לא מפריע.

שלומי שוב

עדיין בשעתו הוא ניסה לעשות הסדרה לנושא. סך הכל הרגולטור צריך להתמחות בתחום שלו, אבל האוזר בזמנו ניסה לטפל בנושא של יכולת מקצועית של גופי הפרוקסי, השאלה כמה באמת הנושא נאכף.

משה ברקת

יש הבדל בין חיסכון ארוך טווח כמו פנסיה וכספים שמעודדים חיסכון לטווח ארוך, מול כספים שהם בעצם מכשיר השקעה, וזה ההבדל העיקרי, ולכן אני לא רואה בעיה בהסדר הקיים.

אמיר ברנע

הרי אין הבדל בין וועדות ההשקעה בתוך הגוף המוסדי בין זאת שאחראית על קרנות הנאמנות לבין זאת שאחראית על פנסיה וגמל מוזר מאוד שיש שני רגולטורים שונים עליהן.

משה ברקת

סוג הפיקוח הוא אחר, בפנסיה ההסתכלות היא שונה לגמרי, המסלולים לא דומים, רוב הכסף של הציבור במסלול כללי.

אמיר ברנע

בהכנה למפגש בנושא הזה שאלתי את עצמי "האם הנושא הזה מספיק חשוב?" כלומר אני יודע שבדרך כלל נושא ההצבעה באסיפות הכלליות הוא טכני להוציא אולי שני נושאים של חדלות פירעון שבו

"סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי"

קיימים חילוקי דעות בין סדרות שונות ועסקאות של החברה עם בעלי שליטה. מצד שני הנוכחות בפורום מוכיחה ששאלת תפקיד הפרוקסי המייצג מול אקטיביזם מוסדי ישיר היא שאלה בעלת משמעות לשוק ההון הציבורי. כשמופעל פרוקסי צפים ניגודי עניינים: החל מהפרוקסי עצמו שגם נותן שירותי ייעוץ וגם מייצג משקיעים כנראה שקיים בפרוקסי קיר בלתי חדיר אטום להשפעות אמנם לא בדקתי את המשרדים אבל כנראה שיש קיר כזה. לדעתי השאלה המרכזית היא לא ניגוד העניינים בין הפרוקסי והמשקיע המוסדי אלא היא בתוך הגוף המוסדי עצמו, בין נוסטרו לעמיתים, וועדות השקעה שמחזיקות יותר אגרות חוב או פחות, טובת מי על הפרק? טובת הסדרה אם יש אסיפה שמחולקת לסדרות - טובת הסדרה או המשקיע שיש לו אינטרסים בסדרות אחרות? ראינו את הסיפור הזה בבי-קום. השאלה הייתה האם מותר להצביע לגוף מוסדי שמחזיק בסדרה ספציפית אולי קטנה יחסית כאשר האינטרס שלו נובע מסדרה אחרת גדולה יותר, כאשר האינטרס מתנגש - למשל באשר להליך פירעון החוב.

לגבי שאלת האחריות - מי מייצג, האם לפרוקסי יש פילוסופיה מובנית לגבי ממשל תאגידי והמשקיע המוסדי יכול להתנגד או ללכת עם הפרוקסי? או להפך הפרוקסי שואל את המוסדי - מה דעתכם? לפי מה הפרוקסי קובע את דעתו? השאלה היא - האם הפרוקסי חייב להחזיק במין מתכונת סדורה של ממשל תאגידי שמתקיימת בכל המצבים? בעיה נוספת - האם החוק שקובע מתי מותר להצביע ומתי אסור להצביע האם יש לעשות בו שינויים, האם זה סביר שגופים יצביעו על בסיס אינטרסים בסדרות אחרות, האם האחוזים שנקבעו בתקנות מספקים. מעניין לשמוע מה דעתכם לגבי העימות בין המוסד והיועץ בשאלות בדוגמאות שהועלו בהן המוסדיים הצביעו בניגוד להמלצת היועץ.

משה ברקת

אחד הדברים שעובר כחוט השני, אתם תראו את זה בכהונה הנוכחית שלי, זה שאני אוהב להגיד לציבור את האמת. אני שונא פיקציות. אם זה היה הסוופים שהיו, אם זה היה לגבי מצגים מסוימים שמציגים לציבור ואני חושב שצריך להציג אותם אחרת. גם בנושא הזה של הצבעות יש סוג של פיקציה. צריך אומץ ציבורי להגיד את זה, אבל אני חושב שאני הגעתי למקום הזה כדי לעשות את הדברים בצורה הנכונה. אני לא פועל לבד, יש רשות שלמה מאחוריי ואנחנו מחליטים את ההחלטות שלנו אחרי שאנחנו עושים עבודה מאוד רצינית בכל נושא. זו הסיבה למשל שבנושא של הוצאות ישירות, אני לא אגע בזה עכשיו, עשינו עבודה, עשינו מחקר אקדמי עם בחור שעובד אצלנו והוא תלמיד PHD מבריק. הוא עשה עבודה אקדמית נהדרת שבחנו אותה אקדמאים. זו פעם ראשונה שנעשה מחקר כזה מקיף בנושא הזה. עשינו עוד עבודה עם אנשי השקעות, הבאתי סגן חדש לתחום ההשקעות. אדם שיש לו תואר שני במתמטיקה פיננסית ותואר M.B.A, בחור שהיה בשוק ורובכם מכירים אותו ועם הצוות שלו עשינו עבודה מאוד רצינית. למרות כל העבודה הזו והמסקנות שהגענו, החלטנו שאנחנו צריכים ולידציה מקצועית, אקדמאית וציבורית יותר רחבה ואנחנו נפעל כדי להביא לציבור החלטה מבוססת בנושא הזה למשל, שהוא נושא קרדינלי. אמיר שאל אם הנושא הזה של ההצבעות הוא קרדינלי? ואני אסביר מה כן קרדינלי בעיניי והוא מתקשר לנושא הזה של ההצבעות. היום אנחנו נמצאים במצב שבו למעשה הפרדנו את ניהול ההשקעות בין הנוסטרו לבין העמיתים. מה שלא הופרד בצורה נאותה זה זכויות ההצבעה. אני הייתי בשוק הזה, אני ראיתי את הדברים ואני יודע איך הדברים פועלים. אני אומר לכם שבסופו של דבר מי שמחליט מי יהיה דירקטור בבנק לאומי ומי שמחליט מי יהיה דירקטור בפז ומי שמחליט כל מיני החלטות אחרות בחברות הציבוריות, זה לא הציבור. והציבור הוא זה שצריך להחליט כי לציבור יש את זכויות ההצבעה. למי שמוקנות זכויות ההצבעה, כפי שהכסף הוא שלו, גם זכויות ההצבעה הן של הציבור, לא של הנוסטרו, לא של החברה המנהלת ולא של חברת הביטוח. זו הדרמה המשמעותית שקיימת פה. יש פה הרבה מאוד כסף והציבור צריך לדעת שהוא יכול לסמוך על מי שמנהל את הכסף שלו בכל המובנים ולא שקיימים ניגודי אינטרסים. גם ועדת חמדני הצביעה על ניגודי העניינים האלה. ניגודי העניינים האלה רק גוברים מידי יום ולכן צריך, כמו הקשר הגורדי, צריך באיבחה פשוטה לחתוך את ניגודי העניינים האלה, וזה מה שאנחנו עושים כאן. הנוסטרו יחליט על ההחזקות שלו, וועדת השקעות העמיתים, שזה גוף נטול זיקה, גוף שאנחנו מחזקים עם הצעת התקנות לגבי ועדות השקעה, הוא זה שיכול להחליט עבור זכויות ההצבעה של הציבור. עכשיו, כמו שדירקטוריון לכאורה אמור להחליט על האסטרטגיה של חברות,

בידיו מופקדת האסטרטגיה. מה קורה היום? וזה גם נושא שאני הולך לטפל בו, ההנהלה מגישה את האסטרטגיה, הדירקטוריון נותן הערה פה, הערה שם וזה הכל. מי קובע את האסטרטגיה בפועל? דה פקטו זה ההנהלה האקזקוטיבית, ולא הדירקטוריון. ולמה זה כך? מכיוון שלדירקטוריון אין כלים. אז בא הפיקוח על הבנקים ואמר: אנחנו ניתן לדירקטוריון כלים, יהיה מטה שיעסוק באסטרטגיה, שיעסוק בניתוחים. אני לא יודע אם זה פועל בצורה מושלמת, אבל בוודאי שזה מה שצריך לעשות. אותו הדבר בנושא ההצבעה. וועדת השקעות, אם היא מופקדת על החלטות ההצבעה, היא צריכה לקבל כלים, והכלי שלה מבחינתנו זה אנליזה עצמאית. מה זה אומר אנליזה עצמאית? זה אומר שיהיה מי שיופקד על הריכוז של הדברים, על הנראות של הדברים, על הניתוח של הדברים. אבל לפעמים יש כמובן מגבלה כשהנושא מורכב מידי או שיש היקף מסוים של נושאים. אז אפשר להתייעץ עם יועצים כלכליים או יועצים משפטיים. כל דירקטוריון מתייעץ עם יועצים כלכליים ויועצים משפטיים, אבל לאף אחד אין מונופול על הייעוץ הזה. הדבר הזה צריך להיות מנוהל ע"י וועדת השקעות עמיתים ומי שאמון על כספו של הציבור צריך לעמוד בחובות הנאמנות שלו. מה שאנחנו רואים כיום זו תמונה לגמרי אחרת. זו קודם כל המטרה של המהלך, אחר כך יש כל מיני נגזרות. לא הבינו את הדבר הזה, דרשו מאיתנו להגיע לנגזרות. אנחנו דיברנו על ניגודי עניינים מסוימים שקיימים, אבל אז אמרנו אתם יודעים מה, אם אתם רוצים נבדוק. ואני הולך להוציא דו"ח ביקורת. אתמול יצאה טיוטת דו"ח הביקורת להערות המוסדיים כדי שיגיבו. הממצאים בדו"ח הביקורת הזה הם מאוד חמורים. קיים העניין הזה שניגודי עניינים לא נבחנים כראוי ע"י המוסדיים בלא מעט מקרים שבדקנו. נושאי ניגודי עניינים קיימים בלא מעט מקרים בין חברת הייעוץ לבין החברה שבעניינה ההצבעה. זאת אומרת, כשהם מקבלים את חוות הדעת המוסדיים צריכים לבחון האם חוות הדעת הזאת יכולה להיות מוטה או לא ויש להם חובה בחוק. יש חובה בחוק לבחון את ניגודי העניינים והדבר הזה לא נבדק באופן מלא או ראוי במקרים לא מעטים. דבר שני, לעיתים חברת הייעוץ עצמה לא תמיד חושפת את כל הפרטים הדרושים. דעו לכם שגם בדו"ח הביקורת שאנחנו נפרסם, כרגע יש טיוטה ואחר כך נפרסם גם את הדו"ח לציבור, ריככנו את הדברים, הסתרנו שמות של חברות, הסתרנו שמות של גופים מוסדיים, הסתרנו שמות של חברות ייעוץ - פשוט כי המטרה שלנו זה להראות לציבור את הכשל העקרוני. זה מגיע למצב שבו יש חברת ייעוץ אחת שהתקשרה עם החברה ונתנה לה שירותים מסוימים ויש חברת ייעוץ אחרת שלא עשתה את זה ואנחנו מקבלים חוות דעת הפוכות. יש קשר, אין קשר אני לא יודע. אבל הדברים הם כרגע כאובזרבציה. הבעיה היא גם שלפעמים גופי הייעוץ עצמם לא נתנו גילוי לגופים המוסדיים אודות ניגודי העניינים שלהם ואנחנו רואים מקרים שהם באמת בעייתיים. אז אמרתי שזו הנגזרת השניה, זו לא הנגזרת הראשונה. הנגזרת הראשונה של מה שאנחנו רוצים לעשות זה בעצם ההפרדה של ההצבעות. האם זה חשוב? זה חשוב כאשר כל כך הרבה כסף מנוהל ע"י הגופים המוסדיים, זה כסף שבוודאי יכול להשפיע על ניהול של חברות בצורה מאוד קרדינלית. בחברות שהאינטרס הציבורי בהן הוא רב, אז גם האינטרס הציבורי בהצבעות הוא רב, אלא אם ההצבעות מתייתרות לגמרי. אז אנחנו מסכימים עם כל מה שנאמר בדו"ח ועדת חמדני אבל אנחנו עכשיו אומרים, אוקיי, השוק התפתח, בואו נתקדם. בנוסף, האם המנגנון שהיה עד היום עובד או לא עובד? המסקנה שלנו היא שכנראה שהוא לא עובד וצריך לשנות. וצריך לשנות באופן שהוא מאוד טבעי. כי אנחנו בחנו את השוק וראינו שיש מודלים שעומדים גם כלכלית. מודלים כאלה שבעצם אפשר להחזיק אנליזה כזו ואפשר לעשות אנליזה עצמאית. ואמרתי, ואומר שוב, אין שום מניעה להתייעץ גם עם יועצים כלכליים באופן רחב ויועצים משפטיים וכן הלאה. אם יש חברה שעושה ייעוץ בתוך הבית, עושה ייעוץ כזה כ"ליין אוף ביזנס" מרכזי והיא עושה עבודה טובה וללא ניגוד עניינים, אין שום בעיה להתקשר איתה, גם במודל שאנחנו מציעים, אבל צריך לדעת שהאחריות בסופו של דבר נופלת אצל הגוף המתאים, ובנוסף אנחנו חותכים את כל ניגודי העניינים האלה שבין הנוסטרו לבין העמיתים.

אמיר ברנע

אבל מצד העמיתים - ימשיכו ניגודי העניינים האלה בגוף מוסדי שפועל בכמה סדרות ובכמה ניירות ערך. במיוחד בשאלות שקשורות לעמדה במצב חדלות פירעון או עסקאות בעלי עניין.

משה ברקת

כן, אמיר, אבל אתה קורא לזה ניגודי עניינים ואני קורא לזה שכל וועדת השקעות עמיתים מייצגת את האינטרס שלה. זה לא מצב שבו מגיעים לפעמים במינוי דירקטורים למנכ"ל של חברת הביטוח. כאשר רוב זכויות ההצבעה של עמיתים מגיעים למנכ"ל של חברת ביטוח? או מגיעים לכך בעקיפין דרך גוף אחר?

אמיר ברנע

התניית הצבעה בעסקים במחתרת?

שלומי שוב

אז השקיפות היא למעשה הפתרון פה?

משה ברקת

אני חושב שמה שאנחנו רואים זה שיש פה ערבוב גדול מאוד של ניגודי עניינים וצריך לחתוך את ניגודי העניינים האלה ואפשר לעשות את זה בצורה מאוד פשוטה. אלה ניגודי העניינים של הגופים המוסדיים בין הנוסטרו לעמיתים, אלה ניגודי העניינים של גופי הייעוץ עצמם. עכשיו צריך להבין את המודל העסקי שנוצר פה. בואו נזכור מאיפה הנושא

הזה נולד. פועלים סהר, היתרון המרכזי שלה היה לא בהמלצות לגבי הצבעות, אלא בנושא של תפעול ההצבעות. הייתה לה בעצם מערכת מעקב אחר ההצבעות, איזה הצבעות עולות, מי מחזיק וכולי. מרבית ההכנסה של חברות הייעוץ, שיש להן גם תפעול הצבעות, באה בעבר דווקא מתפעול ההצבעות ולא מהמקור האחר. כאשר עושים חשבון גס של כמה הכנסות נובעות בעצם מייעוץ המלצות למוסדיים, ,ואנו בודקים את העלויות, ולפעמים מידי פעם צריך לגשת לכל מיני יועצים מומחים, וכשמפחיתים את השכר של יועצים כאלה, מה נשאר? אז מה, מנהלים עסק הפסדי? על מה מושתת המודל העסקי הזה? וכנראה שהמודל העסקי הזה בפני עצמו מוביל לבעייתיות מאוד גדולה שגוררת ניגודי עניינים וכניסה של חברות ייעוץ מסוימות לכל מיני עסקים עם אותן חברות שיום אחד אני משמש כאילו סוג של אנליסט שממליץ על המלצת קניה או מכירה או הערכת שווי ולמחרת אני צריך להצביע על הממשל התאגידי שלהן, ואני צריך להצביע על עסקאות בעלי עניין ושכר וכך הלאה. או שחברת ייעוץ מייעצת על הממשל התאגידי בחברה מסוימת ולאחר פרק זמן ממליצה האם עסקה ספציפית באותה חברה עומדת בכללי ממשל תאגידי תקין או לא. יצאו גם כללים בנושא הזה של רשות ניירות ערך ואני מסכים עם הכללים של רשות ניירות ערך בנושא הזה של ממשל תאגידי, אבל האם הדבר מיושם או נאכף בפועל? אני אומר לכם שמהבדיקה של רשות שוק ההון עולה כי זה לא בהכרח כך. אכיפה בנושאים האלה היא מאוד קשה ואם נשאיר את הכל לאכיפה זו בעיה. אנחנו צריכים להגיע למודל אחר, האם תוך כדי יישום המודל אנחנו צריכים לדאוג לכך שלא תהיה הדרת משקיעים מוסדיים מחברות ציבוריות קטנות? התשובה שלי היא כן. אנחנו נגיע למודל שלא ייפגע בחברות הקטנות, כי אנחנו רוצים בורסה צומחת, ואנחנו רוצים חברות ציבוריות קטנות שיש להן נגישות לשוק ההון. האם יש בעיה עם העלויות שיצטרכו המשקיעים המוסדיים לשאת בהם? אני לא חושב שיש לנו בעיה, וכל בעיה תיפתר על ידנו. אז במסגרת הזאת שאין בעיה של עלויות ואין בעיה של חברות ציבוריות קטנות, אז בעצם על מה אנחנו מדברים? אנחנו באים להגן על הציבור. השאלה במודל הקיים, וכלפי מי שתומך במודל הקיים, על מי הוא בא להגן? אלה שיש להם צורך בלהגן על המודל העסקי שלהם, אני יכול להבין אותם. אבל אנחנו לא דואגים למודל עסקי כזה או אחר, אנחנו דואגים לכספי הציבור, שבסופו של דבר, ישרתו אותו נאמנה גם בנושא של זכויות ההצבעה שלו.

אבי לוי

איך זה שאין בעיה של עלויות אם כל גוף יקים לעצמו חברת ייעוץ משל עצמו?

משה ברקת

תשאל את מיכל, מיכל הייתה יו"ר פסגות. היא יכולה לענות על השאלה.

אבי לוי

אין ספק שעולה לה יותר, הם סופגים את העלויות. גם אלטשולר שחם סופג יותר עלויות, בסדר. אבל זה עלויות, זה לא שזה הולך לאיבוד. אבל זה עולה.

משה ברקת

אם בסופו של דבר וועדת השקעות עמיתים היא זאת שמחליטה והיא וועדה ללא תלות בחברה המנהלת ויש לה עלות של שני אנליסטים או שלושה אנליסטים וזה רק משרת את זכויות ההצבעה של העמיתים, אז אנחנו נבחן את האפשרות לסווג עלויות מסוימות שמשרתות את העמיתים בלבד כהוצאות ישירות אם זה חלק משירות ההצבעה. הסכומים הם זניחים שבזניחים ביחס להוצאות אחרות שמשיתים על עמיתים. אז יש גם פתרון לזה ואין פה גם עלות אינקרמנטלית.

אבי לוי

יש עלות, אתה אומר "נשית אותה על החוסכים". בסדר.

צבי סטפק

קודם כל, לי די ברור, וזה כבר עלה בשיחות לפני 8 שנים עוד כשגושן היה יו"ר הרשות שאין היתכנות כלכלית למסגרת הזאת של חברה שעוסקת בייעוץ כי השוק הישראלי הוא קטן, וכמו שאמר ד"ר ברקת, אם אתה מפסיד במקום אחד, אתה צריך להראות איך אתה מביא את הכסף ממקום אחר, ואז אנחנו נכנסים לסוגיית ניגודי עניינים.
עכשיו לגבי ניגוד עניינים, אני אגיד הערה כללית, לאו דווקא שמתייחסת לעניין הזה. אני חושב שבסה"כ יש הגזמה מאוד גדולה בכל הסוגייה הזו של ניגודי עניינים. אני לא מדבר כרגע על המקרה הזה, אבל אני חושב שבאמת לוקחים לפעמים את ניגודי העניינים למקומות מאוד רחוקים, ואני אתן רק דוגמית ששמעתי לפני שנה: דירקטורית בחברת בת של חברת ביטוח קיבלה הצעה להיות דירקטורית חיצונית בחברה תעשייתית שהייתה מבוטחת באותה חברת ביטוח, ואז אמרו לה: "רגע, את לא יכולה כי את תצביעי בחברה התעשייתית להמשיך את הביטוח". היא לא הייתה דירקטורית בחברת ביטוח. היא הייתה בחברה נכדה או משהו כזה. בקיצור, מנעו ממנה את האפשרות לעבור לשם.
ניגודי עניינים קיימים ברגע שאתה מנהל שני תיקי השקעות, אתה פוטנציאלית יכול להעדיף לקוח אחד על משנהו. פוטנציאלית, אני לא אומר שזה קורה. עכשיו השאלה היא כזו. נניח לרגע שלא היו ניגודי עניינים באנטרופי או בעמדה, האם אז לא הייתה בעיה. כלומר, האם אז הייתה בעיה לייצר איזשהו מנגנון שיאפשר קיום בכבוד של החברות האלה בלי שום הטיות בלי שום ניגודי עניינים. בזמנו למשל גושן, כמה שאני זוכר, שקל אפילו לתת תמיכה של המדינה לנושא הזה כדי שתהיה יותר מאשר חברת ייעוץ אחת. אז הייתה רק חברת אנטרופי. או שזה בא מתקציב המדינה או שזה בא מתקציב המוסדיים, או שזה בא משניהם. צריך לדון בזה, או שזה נזקף לעמיתים בעצם כפי שד"ר ברקת אמר הרגע בצמוד לנושא הזה.
עכשיו אני רוצה לומר כמה דברים לגבי המשמעויות של הדבר הזה. קודם כל אני חושב, כמה שאני יכול להעיד, שהחברות האלה חברות ייעוץ נוהגות בצורה הגונה. אני לא ראיתי מקרים אבל יכול להיות שהיו, שלא גילו, כפי שאמר ד"ר ברקת, לא נתנו גילוי לעובדה שיש ניגודי עניינים אם הם נותנים שירות לחברה שבעניינה דנים, ואני גם לא יודע מה ערך הגילוי הזה. זאת אומרת, אוקיי, נגיד שלא נתנו גילוי ומקרה אחר שכן נתנו גילוי מה אני אמור בדיוק כמשקיע מוסדי אני מדבר עכשיו, לעשות עם הדבר הזה. נתנו גילוי, אוקיי, ייתנו לי עשרה גילויים. בתשעה גילויים אני אחליט ככה, שזה לא מספיק חמור, ובאחד זה כן חמור, זאת אומרת זו גם סוגייה.

משה ברקת

זה מה שהחוק מחייב אגב.

צבי סטפק

כן, בסדר. עכשיו ככה, מבחינת הלוגיסטיקה שכרוכה בכל האסיפות האלה יש המון לוגיסטיקה של איסוף נתונים וחומרים וכל הדברים האלה. זה דבר תפעולי שאני לא רואה שום מניעה להשתמש בשירותים של גוף ייעוץ. לגבי נושא האנליזה אני לא יכול לפסול את ההצעה הזאת לעשות אנליזה עצמית. אגב, אנחנו עושים גם. זאת אומרת, אני יכול להעיד על עצמנו, שאנטרופי שולח חוות דעת, אנחנו לא מאמצים אותה בהינף יד, זה לא עובד ככה. יש וועדה שמחליטה עניינית, בוחנת את הדברים עניינית.

משה ברקת

היא (חברת הייעוץ) שואלת אותך קודם את דעתך לפני שהיא מפרסמת את הדו"ח שלה?

צבי סטפק

אנטרופי חוסכת עבודה גם לחברות הציבוריות. אני גם חברה ציבורית, כן? עד עכשיו אני דיברתי כמשקיע מוסדי. גם כחברה ציבורית וגם למשקיעים המוסדיים היא אוספת את הנתונים. אבל היא לא רק אוספת את הנתונים, היא הרבה פעמים משמשת איזשהו גורם שבמקום שהחברה הציבורית תפנה עכשיו לעשרים - שלושים מצביעים ותקיים איתם דיונים וזה מסכים לסעיף ההוא וזה מסכים רק לסעיף ההוא בתנאי שהסעיף הזה לא יהיה. בהרבה מקרים היא מרככת את העמדה והבקשות של החברה הציבורית, נגיד בנושא העלאות שכר ובנושאים אחרים. ממתנת את זה, ומגישה את ההמלצה שלה בסוף, כן או לא, ואני יודע שהרבה גופים מוסדיים לא מצביעים בדיוק כמו שאנטרופי אמרה. עכשיו, גם כשאומרים ש-80% מהגופים המוסדיים מצביעים יחד עם ההמלצה של גוף הייעוץ ו-20% לא, אז בואו תתנו גם קצת קרדיט לזה ש-80%, חלק גדול מהם הוא הגיוני. אז אין פה עניין של דווקא ניגוד האינטרסים.

משה ברקת

וצבי, אם יש לך גוף שזה 98%?

צבי סטפק

אז זו בעיה.

משה ברקת

ואם המשא ומתן אף פעם לא נעשה עם הגורמים שאחראים לציבור אלא המשא ומתן נעשה בעצם עם החברה המנהלת עצמה שיש לה

ניגודי עניינים אז איך פתרנו פה את ניגודי העניינים?

איילת נחמיאס ורבין

ואם זה נעשה עם הדח"צים?

משה ברקת

אז זה משהו אחר, אבל לא תמיד.

איילת נחמיאס ורבין

אנטרופי עושה גם את זה.

משה ברקת

ועדת השקעות העמיתים זה הגוף שאמור להיות אחראי.

איילת נחמיאס ורבין

לא, אבל אני מדברת לפעמים בחברות ציבוריות נניח בנושא העלאות שכר.

משה ברקת

עם כל הכבוד גם דח"צ של חברה ציבורית אחראי ומשרת את טובת החברה. זה לא בהכרח תמיד טובת העמיתים.

איילת נחמיאס ורבין

זה מה שאני מנסה להגיד, דווקא במקרים האלה אנטרופי, פוטנציאלית יש לה הרבה יותר כוח מהשוק המוסדי שהיא מנהלת משא ומתן אל מול החברה שרוצה לתת שכר גבוה.

מיכל עבאדי בויאנג'ו

בשם מי היא מנהלת משא ומתן? היא מחזיקה את המניות?

איילת נחמיאס ורבין

בשם לקוחותיה.

צבי סטפק

באיזשהו אופן צריך להסתכל על אנטרופי או על עמדה כגוף שמקל לוגיסטית וגם מרכך דרישות שבאות מהחברה הציבורית שבעניינה דנים. וגם באיזה שהוא מקום היא משמשת איזה שהוא סוג של, הייתי אומר, של חסם מפני תופעות שאתה מאוד מוטרד מהן - שמתקשרים למנכ"ל של החברה ישירות או ליו"ר ואומרים לו "שמע, החבר'ה שלך לא רוצים להצביע כמו שאני מבקש, אולי תעשה טובה ותדבר איתם?" אני יכול לומר שבעבר הרחוק פנו אליי, אני זוכר שלוש פניות כאלה שבגינם, שאני סירבתי כמובן להתערב בכלל. מעבר לזה שאני יכול רק להפנות אותם שידברו עם האנשים שמחליטים כי לא רציתי להיות בחזית ולאט לאט התרגלו לזה ויודעים את זה שאין מה לדבר איתי. ואנחנו שילמנו מחיר גם. כי זה 3 חברות שהוציאו תיקים ממיטב של אז, אני מדבר על לפני מיטב דש, הוציאו תיקי השקעות בגלל העניין הזה. אז שילמנו את המחיר. אחד מהם חזר יותר מאוחר, הבין שעשה טעות. בקיצור, יש את הנושא של חברות קטנות, חברות גדולות, יש את הנושא של משקיעים מוסדיים גדולים, משקיעים מוסדיים קטנים, ויש את הנושא של חברות עם גרעין שליטה וחברות בלי גרעין שליטה, שיש סוגיות שונות של ניגודי עניינים ובעיות. ולכל אחד מהדברים האלה צריך להתייחס בנפרד.

מיכל עבאדי בויאנג'ו

מאוד קל לנתב את הדיון הזה לאנטרופי. אני חושבת שזה לא מה שעומד על השולחן. מה שעומד על השולחן הוא נושא שהמפקח התייחס אליו. מה תפקיד הגוף המוסדי. הכסף המנוהל בגופים

המוסדיים היום רק הולך וגדל, הם מנהלים טריליונים. הגוף המוסדי מנהל כספי ציבור וגם מקבל דמי ניהול. ללא קשר יש שאלה גדולה היום אם דמי הניהול לא נמוכים מידי. לעניינו - השאלה היא למה מתמצה תפקיד הניהול של הגוף המוסדי. האם רק להחלטת הרכישה או המכירה של אג"ח או מניה, או גם לאחריות שלו בתקופת ההחזקה של ההשקעה. לעניין מה שנאמר על ידי אמיר ברנע - אני מירה שלמרות שיש שאלה לגבי הדברים שמגיעים לאסיפה הכללית, אני יכולה לתת שתי דוגמאות לנושאים שבוודאי צריכים להגיע לאסיפה הכללית - הצבעה בבעור דירקטורים ואפילו השיפוי לנושאי משרה שמשפיע על מערך האינטרסים שלהם בלקיחת סיכונים.

אני מצדיקה ב-100% את משה ברקת. הגוף המוסדי יכול לומר: "אני מתקשה להחזיק עשרות אנליסטים על כל שבריר מניה". אני סבורה שבפרקטיקה, הגוף המוסדי יכול שמישהו יעשה את העבודה עצמה כי אז הרבה גופים מוסדיים מתחלקים באותה עלות אנליזה. אבל האם נכון לעשות מיקור חוץ לשיקול הדעת ואחריות של הגוף המוסדי? אני חושבת שלא. ללא קשר ללשון החוק זה גם לא נכון מוסרית. מי שמקבל פה את דמי הניהול מהציבור על התפקיד שהוא עושה בניהול הכספים שלו, הוא גם זה שצריך להיות אחראי להחלטה. וכאן יש שאלות גדולות על התנהלות הגוף המוסדי. האם לגוף המוסדי יש מערך של בקרות? מה מגיע לועדת ההשקעות? איזה סוג של בקרה הוא עושה על היועץ? זה לא קשור בכלל לאנטרופי. יכולים להיות הרבה יועצים אחרים. כשהוא רוכש השקעה בחו"ל הוא לא נעזר בגופי ייעוץ? נעזר - אז זה מסיר מוועדת ההשקעות את האחריות גם לשאלת ההשקעה עצמה? ולכן אני חושבת ואני אגיד את זה במשפט אחד, מיקור חוץ לעבודת האנליזה אפשר לעשות, לא מיקור חוץ לאחריות. ובנקודה הזאת, הנקודה הבסיסית הזאת מטפל היום הפיקוח על שוק ההון, מה מידת האחריות של הגוף המוסדי. עכשיו יש פה המון שאלות פרקטיות וצבי אמר את זה. כמובן שאין דין שבריר החזקה בחברה כדין החזקה בחברה שאתה בעל עניין בה.

שלומי שוב

אז מיכל, בגדול את מסכימה עם ההצעה?

מיכל עבאדי בויאנג'ו

חד משמעית. אבל אני אומרת יותר מזה - לגוף מוסדי יש אחריות לשאלת ניגוד העניינים ולא לחברת הייעוץ. כיצד גוף מוסדי יכול להסתמך על יועץ אם ליועץ יש ניגוד עניינים והוא לא שקל את עוצמת ניגודי העניינים שלו ? ולכן להסיט את הדיון לאנטרופי זה לא נכון. אני אומרת את עמדתי - צריכים להיות הרבה יותר גופי ייעוץ. האם יש מקום לגופי ייעוץ? בוודאי שיש מקום לגופי ייעוץ. לא על זה ברקת דיבר. ברקת דיבר על האחריות של הגוף המוסדי להתנהלות שלו כלפי הציבור ופה לדעתי בנושא הזה הוא צודק ב-100%. איפה שמים את הגבול?

אתה יודע שבפסגות היו 630 אסיפות כלליות שהשתתפנו בהם בשנה מסוימת? יכולים להיות גם הצבעות שונות בגוף מוסדי לגופי גמל שונים. ז"א אם מסלול גמל אחד מחזיק יותר אג"ח מסדרה אחת לעומת מסלול גמל שני ששם המצב הפוך, שני גופי הגמל צריכים להצביע הפוך אם יש איזשהו דיבייט בין סדרות האג"ח. ז"א הנושא של גוף מוסדי הוא הרבה יותר מורכב. יכולה להיות הצבעה בקרנות הנאמנות שהיא אחראית מגופי הגמל. גוף מוסדי זה לא איזה משהו שאיזה גוף ייעוץ אומר לו, והוא מצביע. הוא גוף מורכב, לעיתים עם מאות עובדים והוא מקבל על זה דמי ניהול משמעותיים.

שלומי שוב

מיכל, בפסגות עשיתם אנליזה עצמאית?

מיכל עבאדי בויאנג'ו

ראשית אני לא נמצאת היום בפסגות. אבל אני יכולה לומר בגאווה שהתפיסה הייתה שעבודת האנליזה נעשית ע"י פסגות. אנחנו השתמשנו בגופי ייעוץ לעבודת הטכניקה. גם הסתכלנו מה אומרים הם אומרים. סוג של שיקול בקבלת החלטה. אני ישבתי בוועדות השקעות ולעיתים הגיעה המלצה של גוף ייעוץ וההמלצה של הסגל הייתה אחרת. ברור ששאלנו אותם. ז"א שהעניין המרכזי הוא התנהלותו של הגוף המוסדי. איזה משקל הוא נותן לחברת הייעוץ? מה מידת ההסתמכות עליה? הסתמכות מוחלטת אני חושבת שהיא לא עונה בקנה אחד.

שלומי שוב

המודל של פסגות הוא סוג של יישום של ההחלטה הזאת כבר דה פקטו. וצריך גם לחשוב האם גם גופים קטנים יכולים לעמוד בזה?

מיכל עבאדי בויאנג'ו

למה יש צורך בחברות ייעוץ? כי יש פה איזושהי חלוקה של עלויות. אנחנו רוצים שתהיה תחרות בשוק ההון, בעולם של העלויות אדירות (שרק הגדול שורד). עכשיו שמעתי את מה שהציע זוהר גושן ואני חושבת שהוא צדק. יכול להיות שצריך עידוד מדינתי, תקציבי להקמתם של גופים שעושים אנליזות עצמאיות. כי הם לא עומדים כלכלית. גם מעלות בזמנה הוחזקה ע"י הבנקים. זה לא דבר לא הגיוני.

אסף חמדני

חשוב לציין, אני לא מדבר בשם הועדה, אלא בשם עצמי. ראשית, אני רוצה לברך את משה על זה שהוא נדרש לנושא הזה. ההמלצות של

"סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי"

הוועדה גובשו לפני למעלה מ-10 שנים. שוק ההון הוא שוק דינמי וחובה לבדוק את ההמלצות על רקע ההתפתחויות בשוק. אני רוצה לקחת את הדיון לפרספקטיבה אחרת ולתת שלוש נקודות. קודם כל, נקודה של משפטן, גם במצב היום לא מוסרת האחריות על החלטת ההצבעה מעל הגוף המוסדי. אנחנו מאוד הקפדנו שיהיה ברור מההמלצות שאלה גופי ייעוץ בלבד. יש הבדל ברמה המשפטית בין להגיד "מותר לך להתייעץ, ואתה תהיה אחראי" לבין להגיד "אתה חייב לעשות אנליזה עצמאית". ההבחנה הדקה הזו נעלמת כאן מהדיון הזה ולאמירות האלו יש משמעויות שונות שאתייחס אליהן בהמשך. פרספקטיבה אחרת - מה שעשינו בדו"ח לגבי גופי ייעוץ היה מבוסס על הנעשה בעולם: הסתכלנו מה הSEC עשתה ויישמנו לגבי ישראל. במילים אחרות השאלה של גופי ייעוץ, המעמד שלהם והשפעה שלהם בעולם שבו גופים מוסדיים הולכים ומנהלים הרבה יותר כספים זאת לא שאלה ייחודית לישראל. בכלל, אני מציע, גם בעניין ההוצאות הישירות דרך אגב, שישראל תמעט ככל הניתן בלהמציא את הגלגל מחדש. שאלות של ניגודי עניינים בגופים מוסדיים קיימות בכל מקום, שאלות של מודל התמחור של גופי הProxy קיימות בכל מקום ועדיין אין מדינה שאוסרת על שירותי proxy. אנחנו צריכים לחשוב על איך אנחנו לוקחים את המודל ומטייבים אותו עד כמה שניתן כי לאותם גופים שהוא מתאים, זה מתאים, ולאותם גופים שהוא לא מתאים הוא לא מתאים. עוד שתי נקודות אחרונות ואני לא מדבר על ישראל עכשיו אני מדבר על ארצות הברית, אני רק מעלה שאלה. בארצות הברית יש גם היום קריאות כמו שאמרת שלומי לצמצום והגבלה של גופי ה-Proxy. דרך אגב, מה שרוצים לעשות היום בארצות הברית קצת דומה למה שהרשות הציעה לעשות בתקופת שמוליק האוזר. הפרשנות המקובלת שם לסיבה לקריאות אלו היא שמי שדוחף לזה אלו החברות הציבוריות והמנהלים שלהן. אני רק מעלה את זה בתור שאלה: מי מרוויח מהאיסור על קיום חברות proxy? והאם בעולם שבו אנחנו מחלישים את הגופים שמנהלים את המשא ומתן בשם המוסדיים, מישהו מרוויח. בנקודה האחרונה אני רוצה להתחבר לנקודה של משה. ממה שאני קורא בעיתונים ומהתפישה הכללית של הרשות שהוצגה היום, עולה שיש כיום חשיבות להפעלת ביקורות בתחום ההשקעות על איך גופים מצביעים, על איך גופים משתמשים בגופי הצבעה, על איך באמת מתמודדים בנקודות של ניגוד עניינים.

אני חושב שעריכת ביקורות בתחום הזה היא עניין מאוד חשוב. אבל, גם בהנחה שהממצאים שתמצא הרשות לא עולים בקנה אחד עם מה שאתם חושבים שצריך שיהיה, ואני מסכים שאם יש בעיות של ניגודי עניינים צריך לפתור אותן, יש מקום לעבודה של הרשות להנחיה ופיקוח על העבודה של ועדות ההשקעות עוד לפני שאנחנו מגיעים לצעד של איסור על פעילות גופי proxy. אין ארוחות חינם וביטול שירותי ה-Proxy יביא לתוספת עלויות לגופי הפנסיה. כמו שמשה אמר, "אני אבטל את האפשרות להשתמש בשירותי הייעוץ וכדי לממן את זה אני אאפשר לגבות הוצאות של מערך אנליזה עצמאי מכספי העמיתים", אני חושב שבין הצעד מרחיק הלכת הזה לבין שיפור המצב הקיים יש עוד הרבה מאוד אמצעים שאפשר לעשות ברמת הפיקוח, הביקורת והתוויית סטנדרטים לוועדות ההשקעה. כשאנחנו כתבנו בדוח, שוועדת ההשקעה תפקח על גופי הייעוץ ידענו שאנחנו מטילים הרבה מאוד משימות על ועדות ההשקעה וההנחה הייתה שיהיה פיקוח וביקורת של הרשות על הנושא הזה. בהחלט יש מקום לפיקוח שבא ואומר "מי שמשתמש בגופים האלה בואו נוודא שהם עושים את העבודה כמו שהיא צריכה להתבצע", וזאת לפני שאנחנו באים והופכים למדינה הראשונה בעולם שבעצם אומרת יש לנו עמדה עקרונית ששוללת את הקיום של הגופים האלה.

שמואל האוזר

נדמה לי שאין חולק ביחס לתועלת שיש בעצם המעורבות של המשקיעים המוסדיים בהחלטות חשובות בתאגידים ציבוריים. יש לכך עדויות אמפיריות בלא מעט עבודות שנעשו. כך לדוגמא, בעבודה שאני עשיתי לפני כמה שנים, ועבודה נוספת של דוקטורנטית שלי שעוסקת בסוגייה הזו, אנחנו מראים שיש ערך גדול למעורבות של המשקיעים המוסדיים, ויש תרומה חיובית גם לפעילותה של אנטרופי. הנקודה השנייה, נוגעת לטענה שהועלתה בצדק ע"י ד"ר משה ברקת, היא סוגיית ניגודי עניינים, שצריך לטפל בהם ואפשר לטפל בהם. הנקודה השלישית, כדאי לזכור שניגודי העניינים שיש בחברת ה ISS בארצות הברית ששולטת על כמעט 70% מהשוק הרבה יותר גדולים מניגודי העניינים שיש באנטרופי. נקודה נוספת, רשות ניירות ערך ורשות שוק ההון היו שותפות ליוזמה של בניית סוג של Best practice לפני כ-

3 שנים שמטפלת במידה מסויימת בסוגיית ניגודי העניינים. הבעיה בפיתרון הזה הוא הקושי לאכוף את זה.
אני סבור שיש שני פתרונות שיכולים לבוא בחשבון: האחד, לגבי אנטרופי כגוף יחיד, בהתחשב בעובדה שזה לא בוננזה כלכלית ושאין כנראה מקום לגוף נוסף משמעותי, וגם אין סיכוי שמישהו יממן הקמת גוף כזה, אחד הפתרונות הטובים זה להביא למצב שיש ריבוי של קולות, לא רק אנטרופי. איך אפשר לעשות את זה? כיוון שהצורך הוא צורך כלכלי שנובע מכך שגופים קטנים לא יכולים לממן פעילות אנליזה וללכת למאות אסיפות ולהצביע בעצמם, ניתן לחשוב על חיוב מוסדות גדולים, נניח כאלה שמנהלים מעל 100 מיליארד ₪, לא להסתמך על חברות ייעוץ, לחייב אותם שתהיה להם אנליזה משלהם, ואנטרופי תטפל בכל האחרים. בדרך הזו, קולה של אנטרופי לא יהיה הקול היחיד ויהיו קולות שונים בהצבעות באסיפות הכלליות.

אמיר ברנע

אבל יש פה סתירה, כי בתוך מיטב דש יש ניגודי עניינים פנימיים. בתוך פסגות יש ניגודים.

שמואל האוזר

זה סיפור אחר, זאת בעיה אחרת. והדיון באנטרופי הנוכחי הוא דיון אחר. מה שאני מבקש לטעון הוא, שאם יש לך ריבוי קולות כאמור, אתה פותר גם את הבעיה הכלכלית של אותם משקיעים מוסדיים קטנים, שלא יכולים להרשות לעצמם לממן פעילות אנליזה לכל החברות, וגם אתה נותן פיתרון לבעיית אנטרופי שמייצגת קול אחד דומיננטי. כשיש הרבה קולות זה פותר את הבעיה.
נקודה נוספת נוגעת לפיתרון סוגיית ניגודי העניינים, היא השירות שאנטרופי מספקת לדירוג ממשל תאגידי. במצב היום, זה שירות שאנטרופי מקבלת בעבורו תשלום. התשלום יוצר את בעיית ניגוד העניינים. אזכיר לכולם שכל הרעיון של דירוג של ממשל התאגידי נבע משיחות שהיה לנו בזמנו עם אנטרופי כשאמרנו להם "אתם לא יכולים לבוא לחברות עם "צ'ק ליסט" ולהמליץ על פי אמות מידה דוגמטיים. תמצאו לכם דרך שתיתן לכם את האפשרות לסטות מה "צ'ק ליסט" כשראוי לעשות כן. הרעיון של ממשל תאגידי היה שאם יש לך חברה שיש לה ציון ממשל תאגדי גבוה אתה יכול לוותר לה יותר, אתה יכול לסטות מה "צ'ק ליסט".

אילן פלטו

אבל זה לא קורה.

שמואל האוזר

הבעיה היא אכן שזה לא קורה! וזאת הבעיה, משום שאנטרופי הפכו את זה לסוג של שירות שהוא שירות מַתְנֶה. זה צריך להיות משתנה אנדוגני שהוא חלק מההחלטות שלהן, אבל לא שירות בתשלום.

שלומי שוב

אגב, אני חושב שאם הבנתי אותך נכון משה, ההצעה מתמודדת עם הבעיה של ניגודי עניינים בתוך הגוף המוסדי על ידי הגברת השקיפות והטלת האחריות על ועדת ההשקעות. הבעיה שהכי מטרידה כאן היא כמו שאמרת, כשזה מגיע למנכ"ל הוא חושש שהצד השני "יחתוך" לו את חוזה הביטוח. אני מבין שההתמודדות פה היא דרך השקיפות, נכון?

משה ברקת

הייתי יכול להוציא חוזר שלי ולהחיל את המשטר הזה. לא חשבתי שזה נכון ציבורית. צודק גם אסף, יש פה שאלה שהיא מאוד דרמטית וצריך לשים אותה בפני הציבור. צריך להבין, לא מזמן הייתה כתבה של סמי פרץ לגבי הנושא של תאגידים ללא גרעין שליטה, והוא חשש מזה שהמוסדיים הופכים להיות יותר מדי דומיננטיים במשק כולו. זו אחת הדרכים להסיר את החששות האלה. ברגע שיש וועדות השקעות עמיתים שהדאגה שלהן והמחויבות שלהן היא רק לציבור אז בעצם פתרנו את הבעיה הדרמטית הזאת ואז אפשר לנהל את הכסף של הציבור בצורה מקצועית ואחראית ולעזוב את נושא ההצבעות לוועדת ההשקעות. אבל שוב אני אומר, צריך לתת לה כלים.

אמיר ברנע

אתה מדבר על להטיל אחריות על ועדת ההשקעות.

משה ברקת

היא אחראית גם היום.

אמיר ברנע

אני שואל, על פי איזה קריטריון? אני יכול לחשוב על שני קריטריונים חלופיים שיוצרים החלטות מנוגדות. האחד, טובת הסדרה והשני טובתי כמשקיע שיש לו השקעה בכמה סדרות ויש לי השקעה גם במניות וגם באגרות חוב, אני באותה ועדת השקעות ובאותו גוף מוסדי. ללא קריטריון מנחה כזה, איך אני יכול להטיל אחריות?

משה ברקת

אמיר אתה מדבר על subset של הבעיה, שיכול להיות שאותה לא נפתור אבל נפתור בעיות רבות אחרות.

שלומי שוב

את בעיית ניגוד העניינים הפנימית איך אתה פותר משה?

משה ברקת

בין העמיתים לבין עצמם?

שלומי שוב

בתוך הגוף המוסדי.

משה ברקת

בתוך הגוף המוסדי, לגמל והפנסיה יש ועדות השקעה נפרדות.

שלומי שוב

לא, בין הועדות שלהן לבין המנכ"ל של חברת הביטוח.

משה ברקת

אין להם זיקה.

שיראל גוטמן עמירה

כל הרעיון של ועדת חמדני בא ואמר תראו, כשיש לנו Other people's money בואו ננצל את זה ככוח שנכריח אותו לבוא להצביע כי הוא אמור לייצג את הציבור והעמיתים. נשאלת השאלה לטובת מי? בכובע של בעל מניות, הוא אמור להצביע לטובת החברה. נניח שאני קופת גמל ושיש עסקה בין חברה א' לבין בעלת השליטה בה שהיא חברה ב'. אני קופת הגמל שאמורה לפעול לטובת העמיתים שלי ויש לי אחזקות בשתי החברות. נניח שהאנליזה ברמת המניה באה ואומרת "הצביעו נגד" אבל בתמהיל שיש לי בקופה אני מחזיקה יותר כבעלת השליטה. יש פה בעצם ניגוד בין האינטרס של העמית שלטובתו מצד אחד הקופה מחויבת לפעול לבין הרעיון שמלכתחילה לשמו רתמו את הקול של אותה קופת גמל להצביע. נשאלת השאלה, במצב אוטופי, לפי הגישה שלכל ועדת השקעות תהיה אנליזה שלה, יכול להיות שהם פוסלים קולות, מקזזים את ההצבעה, פוסלים את עצמם כי יש כאן עניין אישי.

משה ברקת

בואי לא ניתן לזנב לכשכש בכלב, זה לא רוב המקרים. במקרים כאלה, נלך ליועצים כלכליים חסרי ניגוד עניינים ונשאל אותם.

שיראל גוטמן עמירה

אתה בתור מי שבא מתחום הביקורת, אמרת שאכיפה זה דבר קשה, השאלה היא אם זה לא יהיה רק דרך האכיפה. להוציא עוד חוק או עוד חוזר לא יעזור. אתה בא ואומר שגם ככה המצב החוקי כיום הוא שהאחריות היא של ועדת ההשקעות והיא תחליט איפה היא מסתמכת ואיפה לא.

משה ברקת

איזה כלים יש לה לממש את האחריות שלה? זאת הנקודה המרכזית. אף אחד לא יתנדב לתת לה גוף אנליזה שיעשה את העבודה, למעט גוף אחראי כמו פסגות או כמו גופים אחרים, שאמרו זאת ועדת השקעות ואני צריך לתת לה את הכלים לעשות את העבודה שלה. אותו דבר אני אומר לגבי דירקטוריונים. כשהקמתי ועדת אסטרטגיה בפניקס באתי לרשות ואמרתי לה תני לי כלים כמו בפיקוח על הבנקים, תני לי כלים שאני אנתח את החברה ולא שאני אצטרך להסתמך על

ניתוח של ההנהלה.

שיראל גוטמן עמירה

למה אתה צריך להסתמך אבל? זה מה שלא ברור.

משה ברקת

למה אני צריך להסתמך? כי מה יש לי? איך אני עושה ניתוח עצמאי של אסטרטגיה בלי שיש לי את הכלים לזה? במקרים מורכבים אני אלך לייעוץ חיצוני, אין לי שום בעיה עם זה.

שיראל גוטמן עמירה

השאלה היא אם עצם קיומו של ייעוץ חיצוני שבא ונותן לך עבודה, ואתה מחייב אותו "לזרקר" לך ניגודי עניינים, האם זה לא משפר לך? כשאני קוראת הערכת שווי, גם אם היא גרועה, זה עוזר לי, אני קוראת אותה ואומרת "זה הגיוני" "זה לא הגיוני" זה מייעל לי את העבודה.

משה ברקת

מיכל הציגה את זה, אין לי בעיה עם המודל הזה, עם הניתוחים הטכניים, הצגת הנתונים, איסוף הנתונים וכו'.

סמי בבקוב

רציתי להתייחס לכמה נקודות. אני חושב באופן כללי שלא רצוי להחזיר את הפוטנציאל לניגוד העניינים לגוף המוסדי, צריך להרחיק אותו ולהשאיר אותו בחברות הייעוץ. אתן דוגמא, בהראל יש תיק אשראי לא סחיר המשרת את העמיתים בסך של 36 מיליארד ש"ח ,כך שאנשינו מתממשקים להרבה מאוד חברות. כל אשראי שאנחנו נותנים לחברה, מגיע לדיון בועדות ההשקעה שלנו ובוועדת האשראי. אין ספק שיש כאן פוטנציאל לניגוד עניינים, הוא קיים. מה אנטרופי עשתה? מה עמדה עשתה? הם הרחיקו את זה מאיתנו. מכיוון שכל מערכת הלחצים שמופעלת עלינו התרחקה קצת. כי נורא קל להגיד: " תדברו עם הגוף המייעץ והם ידברו איתנו", "אל תתקרבו אלי בנושאים האלה". עדיף להרחיק את זה מתוך הגוף המוסדי כי ניגודי העניינים שיש בתוך הגוף המוסדי יכולים להיות גדולים יותר. נקודה שניה, מתייחסת להגדרה שלנו את אנטרופי או עמדה? אנחנו רואים בהם כלי טכני. האחריות היא שלנו. הגוף מוסדי אחראי לקבל את ההחלטות על בסיס ניתוח שהוצג לו. נקודה שלישית מתייחסת לסוגיית ההפרדה בין עמיתים לנוסטרו. וועדת הנוסטרו לא עוסקת בהצבעות מלבד בהסדרי חוב. הוועדה שמקבלת החלטות לעניין ההצבעות היא רק וועדת העמיתים. . אתם מעלים על דעתכם שוועדת נוסטרו תצביע בנושאים מסוימים בצורה X וועדת העמיתים בצורה Y? זאת אומרת שהנוסטרו לא מייצג בצורה נאותה את העמיתים שהוא , בין השאר, אחראי עליהם. אז הנוסטרו בכלל לא בעניין, הוא לא מתקרב להצבעות, רק ועדת עמיתים עוסקת בהצבעות והיא מצביעה בשם כולם כולל בשם הנוסטרו. היא לא מצביע לנוסטרו, אבל ההחלטות שלה בסופו של דבר יהיו גם ההצבעות של הנוסטרו מכיוון שהנוסטרו לא יעז לייצר סיטואציה שהוא מצביע בניגוד לעמיתים שלו, זה בלתי אפשרי. נקודה רביעית, צריך לצאת מנקודת הנחה שבגופים המוסדיים יושבים אנשים, כולל ועדות, שיש להם אחריות והם מודעים לגודל האחריות, הם מודעים להליך שצריך לבצע. מבחינתו, הגופים המייעצים החיצונים הם יועצים טכניים, שמסדרים לנו את החומר. אנחנו קוראים אותו, מקבלים החלטות, ואם צריך משנים את ההחלטות. נקודה נוספת אחרונה, יש טענה להתאמה בשיעורים של 80% או 70% בין אופן הצבעת הגוף המוסדי להמלצת אנטרופי . חברים, תראו. יש לאנטרופי מדיניות, חלק מהמדיניות היא מדיניות הדנה בנושאים טכניים. אנחנו מביאים את המדיניות לוועדת ההשקעות בתחילת כל שנה, אנחנו דנים, יש דברים שאנחנו לא מקבלים ואנחנו משנים. כאשר הגוף המייעץ ממליץ בהתאם למדיניות אז סביר שתהיה חפיפה בין ההמלצות לאופן ההצבעה של הגוף המוסדי. צריך לזכור, ועדת השקעות מתכנסת כל שבועיים, מוטלת עליה אחריות באמת גבוהה, הרבה מאוד עסקאות והחלטות. אני לא חושב שזה נכון לקחת חמישה אנשים חיצוניים לגוף המוסדי, שיש להם חשיבות מאוד גדולה, ולהעסיק אותם יום יום ב600 אסיפות. איך אנחנו יכולים לקבל החלטות עם ועדת ההשקעות על כל אסיפה? יש הרבה סעיפים שהם סעיפים טכנים, ויש מדיניות התחלתית שעל בסיסה אפשר לעבוד. השורה התחתונה שלי היא כזאת, אני חושב שיותר נכון להרחיק את הפוטנציאל לניגוד העניינים מתוך הגוף המוסדי לגוף חיצוני ולהטיל עליו מגבלות חמורות יותר לעניין ניגוד עניינים.

מני נאמן

אני רק רוצה להעיר משהו על משהו שסמי אמר. סמי הציג מצב שלא יכול להיות שהועדת נוסטרו תצביע אחרת מועדת עמיתים. אני רוצה להגיד לכם שבפניקס זה קרה כמה פעמים ואנחנו גאים בזה. בדיוק הפוך, אצלנו יש הפרדה מלאה בין הנוסטרו לבין העמיתים. אנחנו דווקא שמחים שלפעמים קורה שהם מקבלים החלטות שונות. כי זה מראה שיש דיון אמיתי בוועדות ושיכולות להיות דעות שונות. בדיוק כמו שאמרת שמוליק יש ריבוי דעות וזה בסדר שוועדה אחת תהיה בעד משהו וועדה אחרת תהיה נגד משהו, זה בסדר גמור.

משה ברקת

אבל אני אתן לך נקודה למחשבה. כמה תביעות ייצוגיות ראינו בשם העמיתים, במשק הישראלי, שמוסדיים הובילו אותן?

מני נאמן

משה, אני רוצה בדיוק להגיד על זה. אני חושב שמה שמיכל אמרה בהתחלה, שהדיון הזה בסך הכל שם זרקור על משהו שהוא הרבה יותר גדול. מה התפקיד הגוף המוסדי בהשקעה? בדיון הזה יש הרבה מילים ויש בו מעט מספרים. בסוף בשוק ההון, התפקיד המרכזי שלנו כגוף מוסדי הוא כשאדם יצא לפנסיה יהיה לו יותר כסף להעביר את חייו. זה תפקידנו המרכזי, לדאוג לתשואות שלו. קודם כל, הדיון הזה חייב להיות מלווה במספרים. הניהול הזה של ההשקעות הוא חייב להיות ניהול יעיל, והוא צריך להיות יעיל במסגרת המשאבים שיש. אני חושב שצריך להשאיר לגוף המוסדי להחליט, האם הוא חייב ללכת לכל הצבעה, יש 600 אסיפות בשנה, האם זה יעיל?, או שהוא צריך ללכת רק להצבעות בגופים שהוא מחזיק בהם החזקה משמעותית. זה דיון שצריך לעשות. אני מקבל את זה שיכול להיות שהאנליזה צריכה להיות פנימית, אבל לא יכול להיות שעל כל שבריר אחוז, זה לא יעיל, זה ניהול לא יעיל של הכסף. אנחנו רוצים לנהל את הכסף שבסוף לעמית יהיה לו יותר כסף בפנסיה, והמילה יעילות, ואני מזמין אותכם לעשות את הדיון הבא על מה זה אקטיביזם בגוף מוסדי כי זה לא רק תביעות ייצוגיות וזה לא רק אסיפות כלליות. אנחנו מדברים באופן שוטף עם חברות, אנחנו לוחצים על חברות לבצע שינויים. אנחנו היום לוחצים איפה שאנחנו רואים הנהלות לא טובות לשינוי דירקטורים, אתם לא מכירים את הדברים האלה כי הדברים האלה מתחת לרדאר הרבה פעמים.

שלומי שוב

אכן אנחנו רואים את הדברים האלה.

איילת נחמיאס ורבין

חברים יש שינוי דרמטי. מי שגדל בשוק ההון של העשור הקודם, כמוני הדינוזאורית, יודע שיש שינוי. הייתי מדברת על ממשל תאגידי והמנהלי השקעות היו מסתכלים עלי כאילו אני הזויה. קרה משהו דרמטי. מה שד"ר ברקת מתייחס אליו הוא מאוד מאוד חשוב, וקריטי גם בעיני הנושא של ניגוד עניינים. אבל אני מסתכלת מכמה פוזיציות, גם הייתי דירקטורית (אגב אני מקווה שזה לא פוסל אותי לעדות אני במאגר הדירקטורים של אנטרופי) - בוודאי שצריך לטפל בניגודי העניינים, משה, ואנחנו עוברים עכשיו עוד פאזה, גם בזכות הדברים שאתה עוסק בהם. מנסים לעבור פאזה לממשל תאגידי מתקדם יותר ולעולם שיש בו פחות ניגודי עניינים. אבל אני חושבת שמה שיוצא, אפילו מהטקסטים שאתה אמרת כאן קודם - ואני יודעת שאתה לא מתכוון לזה, אבל היה פה איזה שהוא חצי כתב אישום כאילו באופן מכוון פועלים כנגד האינטרס של העמיתים; אני מדברת במיוחד על החיסכון ארוך טווח ועל קופות הגמל כי אני חושבת שזה הדבר שמטריד את כולנו. כל מי שעסק אי פעם בחיים שלו בניהול כסף של אחרים יודע שזאת הדאגה הכי גדולה. אתה הולך לישון עם העמיתים, ואתה קם בבוקר עם העמיתים. בסוף, אנחנו צריכים לראות איך מאזנים את העניין הזה של התנגדות כמעט הייתי אומרת אינהרנטית שעולה ממה שאתה אומר לנושא הייעוץ. אני חושבת שמה שסמי דיבר עליו בנושא של ההרחקה הוא נכון והרגשתי אותו מאוד מאוד חזק כשחברות הייעוץ התחילו להיכנס לתוך השוק. אני אומרת לך שצריך למצוא איזה שהוא מודל ביניים שמצד אחד ינטרל את ניגודי העניינים, ישפיע עליהם, ימנע אותם. בין אם בנושא סקר הממשל התאגידי, זאת אומרת איך זה משפיע על הדירוג ובין אם אתה הולך למהלך אחר. ועוד הערה אחת, בנושא מינוי דירקטורים. אם רוצים לטפל בזה שהדירקטוריון יהיה יותר עצמאי, ואני חושבת מה שצריך לעשות אז אדרבה.

אני חושבת שזאת ליבת העניין, כי בדירקטוריון עצמאי יודעים מה לדרוש בוועדת ההשקעות ומה אתה מצפה - ואתה רוצה לצפות ש"בתוך הבית" יהיה מה שמכונה "חומות סיניות", שאנחנו יודעים שזה יותר מורכב לשמר אותן בשוק הישראלי; בוא נדבר על הסוגיה הזאת.

אמיר וסרמן

אני אנסה לתרום בייחוד באמצעות הוספת קונטקסט לדיון. למרות שיש פה שולחן לבן גדול הדיון הזה לא נעשה על שולחן לבן. קונטקסט אחד חשוב הוא ההקשר ההיסטורי, שמשמעותו להבין מהי הרגולציה שיש היום על חברות הייעוץ. הקונטקסט החשוב השני הוא הקונטקסט הבינלאומי שאסף גם דיבר עליו.

בקונטקסט ההיסטורי - לא מדובר בסוגיה חדשה בישראל, ולנושא של חברות הייעוץ יש היסטוריה רגולטורית. לפני כעשור היתה ועדת חמדני, ומאוחר יותר, לפני 5 - 6 שנים נעשתה עבודה אינטנסיבית בשאלה מה צריכה להיות הרגולציה שמסדירה את חברות הייעוץ. זאת הייתה עבודה של הרשות לניירות ערך בשיתוף משרד המשפטים ואגף שוק ההון בזמנו, כדי להגיע לתוצאה אחידה לגבי כלל הגופים המוסדיים. עשינו בחינה מעמיקה של מה שקורה בעולם לצד ניתוח הבעיות בישראל. התוצר הוא לא בדיוק עקרונות שהם Best practice בלבד, כפי שהוזכר קודם, כי אלו עקרונות שהם מחייבים את הגופים המוסדיים שמבקשים להסתייע בחברות ייעוץ. הרגולציה הזו עוסקת בשורה של נושאים - במתכונת ההתקשרות עם חברת הייעוץ, כלומר איך הגוף המוסדי קובע במה יסתייע בחברת הייעוץ ובאיזה היקף, איך תתבצע הבקרה השוטפת מצידו כדי שזו לא תהיה הסתמכות עיוורת, וכן בעקרונות הפעולה הנדרשים מצד חברות הייעוץ - אלה עקרונות שעוסקים במתודולוגיה של חברת הייעוץ, בשקיפות הנדרשת ממנה, במגבלות על ניגודי עניינים, בקשר של חברות הייעוץ עם החברות הציבוריות, ואני מציע להסתכל שוב על המסמך הזה. בזמנו הוא עבר הערות ציבור ודיונים רבים מול כל הגורמים המעורבים, ובדיון הנוכחי הוא כאילו נשכח למרות שעברו רק 5 שנים. בזמנו היה מדובר ברגולציה המתקדמת ביותר שראינו בהשוואה בינלאומית, ואני חושב שגם בראייה עכשווית היא מכסה את הסוגיות הרלבנטיות, לרבות אלה שעסקו בהן בדיון היום.

שלומי שוב

כמה היא נאכפת אבל? אני הזכרתי את הרגולציה הזאת.

אמיר וסרמן

במסגרת הרגולציה שפורסמה בזמנו, הסברנו שצריך יהיה לבדוק לאורך זמן אם היא מספקת ואם צריך לערוך בה שינויים. הנקודה היא שאנחנו לא נמצאים היום בעולם שאין בו הסדרה של הפעילות הזאת, ואנחנו בוודאי שלא בדיון ראשוני על חברות הייעוץ.

שלומי שוב

אבל עשיתם בדיקה כזאת?

אמיר וסרמן

לאורך השנים בחנו באופן רוחבי את מודל הפיקוח ואת מידת ההסתייעות בחברות ייעוץ וגם בדקנו אירועים ושאלות ספציפיים שעלו לגבי עבודת חברות הייעוץ.

משה ברקת

אמיר, אני חייב להתפרץ ולשאול דבר בסיסי, אתה יודע מי הבעלים של חברות הייעוץ האלה? אתה יודע איזה ניגודי עניינים דרך קבע יש להן? אתה יודע בכלל איך המבנה האירגוני שם? אנחנו לא יודעים את הדברים האלה. אפילו מבחינת בעלי מניות, עסקאות עם בעלי מניות ואיזה ניגודי עניינים קיימים שם, אפילו את הדבר הבסיסי הזה אין לנו.

אמיר וסרמן

השאלה היא האם חברות הייעוץ הן הבעיה או הפתרון. אנחנו חשבנו, בהמשך להמלצות של ועדת חמדני, שחברות הייעוץ הן פתרון שאינו נקי מבעיות, וצריך להתמודד עם הבעיות האלה, וכאן אני רוצה להגיע לקונטקסט הבינלאומי. הדיון שאנו מקיימים כעת נעשה בהרבה מאוד מדינות. במדינות רבות יש ביקורת על עבודת חברות הייעוץ, וצריך להגיד ביושר שהביקורת הזאת בדרך כלל באה מהחברות הציבוריות כיוון שחברות הייעוץ מגבילות אותן, כיוון שהן מקשות עליהן בדברים שהן רוצות להעביר באסיפות כלליות, וצריך לזכור - זה מקור הביקורת העיקרי על חברות הייעוץ. זה לא פוסל שיש באמת בעיות בעבודה שלהן. בהסתכלות שעשינו על הדין המשווה - הוא עבר קצת אבולוציה, לאחרונה היו התפתחויות מסוימות בארצות הברית ובאנגליה אבל לא דברים דרמטיים - לא ראינו מקום שבו מנסים למנוע עבודה של חברות ייעוץ, אלא מנסים בצורה יותר מידתית, להסדיר את העבודה הזאת תוך התמודדות עם הבעיות. יכולות להיות בעיות בכל מיני הקשרים. שמוליק הזכיר קודם סוגיה של גיוון דעות שהטרידה את הרשות בעבר. זה שוק שהוא ריכוזי בכל העולם, מזכיר קצת את השוק של חברות הדירוג, הדבר נובע מיתרונות לגודל וזאת אכן בעיה שצריך להתמודד איתה. בעיה אחרת היא ניגודי עניינים שקשורים לעבודה מול החברות, כאשר חברת הייעוץ רוצה להעניק שירותים נוספים לחברות. זאת גם סוגיה שהתמודדנו איתה ונמצאת על השולחן בהרבה מדינות. סוגיה אחרת היא סוגיית האחריות. איך דואגים לכך שהגוף המוסדי לא יתפטר בעצם מהאחריות שלו באמצעות חברת הייעוץ, וגם זה מטופל בעולם ומטופל אצלנו. לכן אני חושב, גם בקונטקסט ההיסטורי וגם בקונטקסט הבינלאומי אנחנו נמצאים היום במקום שהוא לא כל כך רע, וצריך לבחון מה לשפר. אני לא הייתי הולך לפתרון הקיצוני שאומר "לא יהיו חברות יעוץ", כי זה דבר שהוא לא קיים בעולם וכנראה יגרום יותר נזק מתועלת.

חמוטל דרקסלר

העמדה שלנו לגבי התיקון כפי שהוצע על ידי רשות שוק ההון בהקשר הזה, שהמשמעות המעשית שלו היא ביטול ההסתייעות בחברות ייעוץ. אנחנו חושבים שזאת תוצאה שהיא לא רצויה. בימים האלה אנחנו בוחנים את הנושא של ניגודי העניינים שעלו פה ובהתאם לתוצאות הבחינה הזאת אנחנו נחשוב איך להתייחס ואיך להסדיר את הנושא.

"סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי"

רוני אלרואי

אני רוצה לפתוח דווקא בקונטקסט שאתה הזכרתי שלומי ולחזור לתחילת הדיון ולהערה שלך לגבי האופן שבו כל משתתף בחר להציג את עצמו. אני בורר בקפידה את המילים שאני אומר כעת. הדברים שאמר ד"ר ברקת הם לא פחות מאשר מרגשים. זה מה שאני חושב. אני אומר את זה קודם כל כאזרח ואחר כך כרגולטור לשעבר ורק בסוף כבעלים של חברת עמדה. אני חושב שנושא ניגוד העניינים זה מינוח פוליטיקלי קורקט למילה האמיתית - שחיתות. ניגוד העניינים הוא השחיתות עצמה. בזה צריך לטפל, ואי אפשר לגלגל עיניים. אנחנו בחברת עמדה צמאים לרגולטור שיבוא, שלא יגלגל עיניים ויגיד: "בזה צריך לטפל". חברת עמדה מיום הקמתה החליטה שהלקוחות שלה יהיו רק הגופים המוסדיים והממשלה, כלומר אין לנו אף לקוח שהוא חברה ציבורית, אפילו לא אחד. מעולם לא לקחנו מחברה ציבורית שקל אחד. ההנחה שלנו היא שברגע שאתה מגדיר לעצמך את בסיס הלקוחות שלך בצורה מסוימת אתה מונע אינהרנטית את נושא אי התלות. עם זאת, אני חייב להגיד בעקבות הדברים של ד"ר ברקת כי הנושא הזה של הבחנה בין נוסטרו לעמיתים זה בהחלט משהו שצריך לחשוב עליו. אנחנו עדיין לא שם בחשיבה. לכל גוף שאנחנו מייעצים לו יש תהליך מקדים שבו אנחנו יושבים איתו ויודעים פר גוף מה צריכה להיות ומה הוא רוצה שתהיה המדיניות שלו, ובהתאם לזה מגבשים את ההמלצות שלנו. באמת צדק סמי שאמר אנחנו הטכניים, לא ממש טכניים, כי אנחנו כן עושים עבודה שהיא עבודה מקצועית, שהיא לפי אמות המידה של הגוף המוסדי. אנחנו היועצים, אנחנו לא נמצאים בפרונט. אנחנו מספקים המלצה ומחר בבוקר אני לא חושב שהגוף המוסדי צריך לראות את ההמלצה שלי בעיתון. אם תחפשו ותעשו גוגל לא תמצאו המלצות של עמדה בעיתון. זאת לא הדרך שגוף ייעוץ מתנהל ואני לא מכיר במקום אחר גופים אחרים שמתנהלים ככה. הנושא הזה של ניגוד העניינים הוא סופר חשוב והוא כבר עלה פעם אחת בעבר בהקשר של מאגר הדירקטורים שהזכירו כאן. בעניין זה קיבלנו מכה מתחת לחגורה מרשות ניירות ערך שאיכשהו, לא משנה באיזה אמתלה, הכשירה אותו. גם אם מישהו יטען שלא הכשירו, אם לא פסלת את זה, הכשרת את זה. אני אומר את הדברים כרגולטור לשעבר. אני יודע בדיוק מה צריך לעשות כאשר אתה רוצה להגיד לא ושאכן זה יהיה לא. זה לא מה שהיה בנושא של המאגר.

אילן פלטו

קודם כל, עלו פה על השולחן הרבה נושאים, אני אתייחס בעיקר לנושא של חברות הייעוץ ואנטרופי, לא כרגע לנושא של אקטיביזם המוסדי ששווה אולי דיון נפרד ובטח לא נושאים של חשבונאות ושליטה שגם שווים דיון נפרד. אני חושב שהכוונה במקור של ועדת חמדני לגבי השימוש בחברות הייעוץ הייתה נכונה. נכונה בהיבט הכלכלי, זה הרבה יותר יעיל כלכלית, והייתה נכונה גם בהיבט של הגופים המוסדיים, לעזור להם. מאז לפי דעתי קרו מספר תקלות שצריך לתקן אותם בפעילות של אנטרופי, אני אומר בכוונה אנטרופי בעניין הזה, כי כולם אומרים חברות ייעוץ, מסתתרים מאחורי המילה חברות ייעוץ, אבל אני אתייחס במפורש לחברת אנטרופי. קודם כל בזה שאנטרופי הפכו בעצם לסוג של רגולטור, אבל רגולטור בלי בקרה. אנטרופי קבעו מדיניות באופן עצמאי, היום כל רגולטור כדי לקבוע מדיניות עובר איזה שהוא סוג של בקרה, שימוע ציבורי, אישור של וועדות הכנסת, לעיתים גם חקיקה ראשית. מה שקרה בחברות הייעוץ, בעיקר מה שקרה באנטרופי, זה קביעת מדיניות שחורגת מהחוק. חורגת מחוק החברות, חורגת מדיני ניירות ערך, קביעת מדיניות ללא שום בקרה ופיקוח. זאת תקלה ראשונה, שהפכו להיות סוג של רגולטור על מבלי שום בקרה והתקלה השניה, כפי שכבר הוזכר ונאמר פה זה ניגודי העניינים. הם ניסו בזמנו להתחיל בנושא של ייעוץ להצבעות, הצלחנו לעצור את העניין הזה, אחרי זה עברו למאגר דירקטורים שלא הצלחנו לעצור את העניין הזה, והמשיך, בברכת הרשות לניירות ערך גם בנושא של מדד ממשל תאגידי. בעצם מה שקרה עם המדד ממשל תאגידי זה Pure נושא שיווקי, Pure הכנסה נוספת לאנטרופי ולוחצים על החברות הציבוריות היום בעניין הזה. ניסינו לפחות באמת להגיע בעניין הזה של מדד ממשל תאגידי שחברה שיש לה מדד ממשל תאגידי טוב שתהיה התייחסות אחרת מבחינת המדיניות אבל לצערי זה לא קרה.

עכשיו באמת, מה טוב באמת לחברות הציבוריות? כי אני שומע לא מעט שאומרים שסך הכל אנטרופי זה טוב לחברות הציבוריות, במקום לדבר עם עשרים גופים מוסדיים או עם עשרה גופים מוסדיים גדולים יש רק גוף אחד שאפשר לדבר איתו ואני הלכתי ובדקתי, באמת אני

עושה את הבדיקה הזאת בשנה האחרונה ובאמת הדעות בחברות הציבוריות הן לא חד משמעויות. אני לא יכול להגיד ש 100% רוצים לחסל את אנטורפי, אבל להערכתי הנטייה היא שהרוב חושבים שהפעילות של אנטרופי בעייתית, ועדיף כן למרות שזה אולי סוג של עודף עבודה ללכת לכמה גופים מוסדיים במקום ללכת לגוף אחד זה עדין יותר נכון. אני חושב שגם בהיבט של בניית שוק ההון והקשר של החברה הציבורית עם הגופים המוסדיים צריך להעמיק אותו, אנחנו עושים את זה גם בפעילויות של פורום הIR באיגוד. לא נורא גם אם החברה הציבורית תלך ותדבר עם חמישה או עשרה גופים מוסדיים מאשר לדבר עם גוף אחד, המצב הנוכחי הוא בעייתי. גוף אחד אומר לא, גמרנו, אתה לא יכול לעשות יותר שום דבר, אין לך שום דרך ללכת לדבר עם מגוון דעות או עם מגוון גופים מוסדיים שיכולים להציג.

נקודה אחרונה, ואני אמרתי את זה, וגם כתבנו את זה בנייר, אני חושב שצריך לעשות באמת הבחנה, גופים מוסדיים גדולים באמת יכולים לקחת חברות ייעוץ, גופים מוסדיים קטנים צריכים אולי לקבל עזרה בעניין הזה. צריך להיזהר מהנושא הזה של חברות קטנות, שלא יפטרו מהמניות שלהן כי לא כדאי להחזיק בהן בגלל שזה עלות גדולה לעשות עליהן ייעוץ, וגם לתת פטור לגופים המוסדיים מחלק מההצבעות שהן לא מעניינות, שחבל על הזמן, שלא צריך להשקיע בהן, או שזאת החזקה מאוד קטנה, באמת לעזור להן. אני חושב ששילוב של הפשרה הזאת, זאת הפשרה שצריך ללכת עליה.

צחי דרוקר

אני אמשיך מהנקודה האחרונה שלו, אז הפתרון של לא לחייב אותנו להצביע בחברות שההחזקה שלנו מהווה חלק קטן מהנכסים הוא לא פתרון נכון בעייני. יש לנו חברות שאנחנו בעלי עניין, מחזיקים אחוז משמעותי ולמרות זאת הן חברות קטנות ומהוות פחות אולי מחברות אחרות. אנחנו בהחלט פעילים גם בחברות שמהוות החזקה קטנה אם אנחנו בעלי עניין, וזה קורה.

שלומי שוב

זה הגיוני שהקריטריון לא יהיה אחוז מהפורטפוליו אלא שיעור מהמניות.

צחי דרוקר

בואו נחזור לנקודה העיקרית. הנקודה העיקרית בעיניי זה מה שעלה מדברי ד"ר ברקת, זה ניגודי העניינים. בא ברקת ואומר: "יש ניגודי עניינים", עכשיו ניגודי עניינים, כמו שעלה פה בשולחן הזה, באים מהמון מקומות. יש ניגודי עניינים של הנוסטרו והעמיתים, ויש ניגודי עניינים של אנטרופי, ויש ניגודי עניינים כמו ששיראל אמרה בין סוגי ניירות ערך שונים של אותה חברה שהגופים המוסדיים מחזיקים ועוד, מרב ניגודי עניינים לא ברור כבר מי יכול לפעול פה ואיך לפעול. עכשיו, צריך לסדר את היררכיה ואת החשש מפני ניגודי עניינים. אומר ד"ר ברקת, ניגודי העניינים שהכי מטרידים אותי אלו ניגודי העניינים דווקא בין הנוסטרו לבין העמיתים. אז אני לא מבין מה הקשר לניגודי העניינים של אנטרופי? כלומר, זאת נקודה אחרת שצריך אולי לטפל בה. אבל אומר ד"ר ברקת אני רוצה לפתור את ניגודי העניינים שבתוך הגוף המוסדי. כלומר, אומר ד"ר ברקת ועדת ההשקעות של העמיתים היא זו שצריכה בשם העמיתים לטפל בהצבעות. אני חושב שאנחנו מסכימים על זה וזה גם להבנתנו המצב היום. אומר ד"ר ברקת: "צריך לתת כח ואפשרות לועדות ההשקעה של העמיתים, להשתמש באחריות שלהן לענייני הצבעה", אני בא ואומר זאת בדיוק אנטרופי. זה בדיוק מה שד"ר ברקת אומר, צריך לסייע לדירקטוריון לקבוע אסטרטגיה. במקרה של וועדת ההשקעות בנושא הצבעות, יש ועדת השקעות עמיתים שבמקום להסתייע רק בעובדי הגוף המוסדי רוצה ויכולה להסתייע בייעוץ חיצוני, ואני מדגיש וזה נאמר הרבה פעמים, בייעוץ, לא אחריות ולא קבלת החלטה. רוצה ועדת ההשקעה של העמיתים להסתייע בייעוץ של אנטרופי או של חברות אחרות, מה רע בזה? אני טוען שאם "תחסל" את אנטרופי, תמנע את האפשרות להשתמש בגורם מייעץ, תגביר את ניגוד העניינים שממנו ברקת הכי חושש, שבין הנוסטרו לעמיתים.

אבי לוי

אני חושב שאנחנו צריכים להיזהר מלהרוס את מה שקיים ולבנות משהו חדש לגמרי. יכול להיות שיש דברים שצריך לתקן אותם, אז צריך לתקן אותם. הנושא של אנטרופי, צריך להסתכל גם על החברות. אני חושב שהדיאלוג בין החברה ובין המשקיעים מאוד מאוד חשוב. אם יש 20 גופים ולכל גוף מפריע משהו אחר זה יהיה בלתי אפשרי לנהל את הדיאלוג הזה. נכון להיום יש דיאלוג עם אנטרופי, החברה יושבת עם אנטרופי, החברה מתפשרת עם אנטרופי, מתאימה את עצמה לכל מיני דרישות של אנטרופי, זה לא שאנטרופי אם נותנים לה ייעוץ היא חותמת גומי. הכיוון הזה של לבוא ולהרוס את מה שקיים ולבנות משהו חדש אז בואו נבטל גם את חברות הדירוג, נבטל את מעלות ונבטל את מדרוג וכל גוף גם יקים חברת דירוג משל עצמו. אין לזה סוף. עכשיו, מי משלם לחברות הדירוג? החברות. אז מה? אין תלות? אין ניגוד אינטרסים? גם לרואה החשבון החברות משלמות, אז בואו נבטל את הרואה חשבון. אין לזה סוף.

משה ברקת

לחברות דירוג יש ייחוד עיסוק. אם זה המודל של עמדה, זה מודל אחר לגמרי, מודל של ייחוד עיסוק זה מודל אחר לגמרי.

אבי לוי

אז תבנה מודלים, אבל לבוא ולחייב כל גוף השקעות להקים מנגנון משל עצמו זה בלתי אפשרי. זה גם יהרוס את הבורסה, כי כל הגופים האלה שהיום בקושי משקיעים בחברות קטנות הם בכלל לא יחזיקו בחברות הקטנות בגלל שזה יגרום להם עומס עבודה כדי להשקיע. לא יהיה להם עלות תועלת.

ניר מורוז

אני חושב שאנחנו מתקרבים לשלב הפרקטי של קבלת החלטות. נדמה לי שיש פה הסכמה די רחבה, גם על זה שצריך מודל של ייעוץ וגם הסכמות עם מה שד"ר ברקת אומר. לי יש הצעה פרקטית לגבי חברת ייעוץ. כמו שיש היום את חברת מרווח הוגן, אפשר לצאת עם הסדרה שלכם, לצאת במכרז להקמת חברה כזאת. שאתה אמרת שאתה כן מוכן, לשקול לפחות, את הנושא של השתת ההוצאות על המשקיעים המוסדיים, אז זה בדיוק יכול להיות הפתרון. להקים חברה כזאת, שאתם תחליטו למשל מי יושב בדירקטוריון שלה ואתם תסדירו את זה, היא תוכל לתת שירות לכולם. יש חשיבות עצומה בגוף מקצועי, בידע, בהמשכיות. שני אנליסטים בתוך גופים מוסדיים, חברה צעירים, שמקבלים 12 אלף ₪ בחודש, מתחלפים כל הזמן כי העבודה זאת היא גם די שוחקת, אני חייב להגיד לכם, היא תפעולית ושוחקת. חברה שיכולה להתעדכן על מה שקורה בעולם, זה יכול להיות פתרון לא רע. במקביל לוודא שאין ניגודי אינטרסים בגוף המוסדי.

צחי זנזורי

ראשית, בהקשר לנאמר כאן בנוגע לחשיבות המעורבות בהחלטות באסיפות כלליות, אני סבור שהנושא חשוב ושהמעורבות המוסדית חשובה ומשמעותית. כמובן שרצוי לבחון היכן ניתן לשפר, אך לדעתי אין להתנתק ממגמות ארוכות טווח שלדעתי יצביעו על שיפור בממשל התאגידי, במעורבות המוסדית ובתהליכי קבלות ההחלטות באסיפות. אני כן סבור שיש מקום לבחון פתרונות נוספים אולי חיזוק הביקורת על הגוף המייעץ, אחריות, רישיון וכדומה ומהצד השני אולי לחדד את האחריות המושתת על הגוף המוסדי ולחזק את מניעת הפוטנציאל לניגוד עניינים. אני מסכים עם הדוברים שציינו שמכאן לשנות את כל אופן ההתנהלות, כמו הקמת אופציות, על כל המשתמע מכך, ולרבות תפעול עשוי, בהסתכלות הרחבה יותר, לגרום יותר נזק מאשר תועלת. דיברו פה למשל על חברות קטנות שאולי גופים מוסדיים ידירו רגליהם משם. לדעתי על פני זמן זה עשוי להביא להיחלשות הממשל התאגידי באותן חברות. מעבר לכך אני סבור יש לא מעט דברים שהם אפילו טכניים, שאני לא יודע האם הם התווספו למערך השיקולים, כמו למשל לוחות הזמנים באסיפות, תיקון מסמכי אסיפה ללא דחייתה, מול הזמינות לכנס ועדת השקעות, כמו גם השקיפות המוגבלת של המסמכים של האספה. למה שהמסמכים עצמם לא יהיו הרבה יותר שקופים ואז תתייתר האינטראקציה הזאת בין החברות לגופים המוסדיים? הזכירו כאן, ואני מסכים עם הגישה הזו, שהגוף המייעץ הרבה פעמים מהווה איזה שהוא חייץ, אני לא בטוח שהגברת האינטראקציה הישירה עם החברות תמנע פוטנציאל לניגוד עניינים.

בתוך כל זה, האחריות היא כמובן צריכה להיות מושתת על ועדת השקעות של הגוף המוסדי. זה מה שקורה אצלנו, למגדל יש מדיניות שהיא עצמאית שנקבעה ע"י הוועדה, נכון שהמדיניות דומה בהרבה נושאים למדיניות של עמדה ושל אנטרופי, אבל זה נובע בין היתר מכך שיש Best practice. דבר נוסף שחשוב פה, וזה עלה פה במדגם וזה בולט מאוד. אני חושב שלקחת את כל הסעיפים ולבחון אותם ולהגיד איפה המוסדיים הצביעו בעד ואיפה נגד ביחס לחברת הייעוץ זה מטעה. יש סעיפים שהם מהותיים ובהם יש סעיפים שההחלטה מתקבלת ברב מיוחד, אלו הסעיפים שאותם צריכים לבחון. כאשר בוחנים את המדגם אז כ- 50% מהסעיפים או יותר מזה הרוב הנדרש הוא רוב רגיל, כאשר מרבית החברות בישראל הם עדיין חברות עם גרעין שליטה. צריך לבחון את המעורבות של המוסדיים באותם היבטים מהותיים, כמו מינוי דירקטורים, תגמול, עסקאות בעלי עניי וכו', בהם נדרש רוב מיוחד מקרב המיעוט. מכאן לדעתי נדרשת בחינה מעמיקה של איכות ההחלטות, על מנת להסיק מסקנות. לראייתנו, קיימים סימנים של השפעה חיובית על קבלת ההחלטות , כלומר בחברות שבהן יש דירקטוריון אקטיבי, שאוייש בין היתר על ידי בעל מניות מהמיעוט, יש לא מעט החלטות שירדו מסדר היום ובכלל לא הגיעו לאסיפה או שהגיעו בצורה שהיא כבר יותר טובה. לכן אני

חושב שזה תהליך שצריך להיזהר שלא לפגוע בו. לדעתי בהסתכלות הרחבה יותר, לחברות הייעוץ היתה תרומה לתהליך הזה. אם המטרה היא לחדד את האחריות של כל גוף, אז מבחינתנו לפחות זה כבר קיים. אנחנו משתמשים בחברת הייעוץ, זה מסייע לנו בכל התהליך, אך ההחלטה שלנו היא עצמאית. עצמאית לגמרי. ויושבים פה אפילו חברים סביב השולחן שהיה איתם דיאלוג סביב ענייני אסיפות, שיכולים להעיד על כך . בחלק מהמקרים קיבלנו את העמדה של היועץ ובחלק לא. בכל אופן זה היה עצמאי ונטול שום אינטרסים.

משה ברקת

שני משפטים לצחי. תראה, אנחנו לא מפקח תיאורטיקן, אנחנו מכירים את השטח. כל מי שהוא רואה חשבון מבין שבביקורת הדבר החשוב זה נתיב ביקורת. ברגע שיש לי אנליזה שסומכת עליה את ידה ועדת ההשקעות עמיתים, יש לי נתיב ביקורת. אני יכול לבדוק את הנושא של האחריות ולאכוף כמו שצריך. ברגע שזה נמצא אצל איזהשהו גוף, לך עכשיו תחפש את האחריות של המוסדי.

צחי זנזורי

בחלק ניכר מוועדות ההשקעה שמתכנסות אצלנו פעם בשבועיים, אנו מעלים לסדר היום נושא של אסיפה כללית בחברה כזו או אחרת. למה? כי הועדה הגדירה מדיניות, עם קריטריונים שהצוות המקצועי אינו יכול לסטות מהם, כך שאם הצוות סבור שיש מקום להחליט בניגוד למדיניות הוא אני חייב להביא את זה לאישור הוועדה. מעבר לכך יש הצעות החלטה שדורשות באופן קבוע אישור וועדה. להוסיף על כך עוד לא מעט סעיפים פרטניים? אני לא בטוח שהוועדה צריכה להחליט על כל סעיף ספציפי שהוא בתוך סל המדיניות שהיא הגדירה. לצוות המקצועי יש שיקול דעת אבל בהתאם למדיניות. אחרת, בתנאים הנוכחיים, יהיו קשיים לנהל את זה, הרי על כל החלטה כזו שדורשת וועדה היו עוד המון אסיפות עם עשרות החלטות שתופעלו בשוטף במסגרת מדיניות מוגדרת. כמובן שגם מדיניות זו מוצגת לציבור.

משה ברקת

צחי זה 100%, כי ההצעה שלנו אומרת בואו תפרסמו את המדיניות של ועדת ההשקעות לגבי ההצבעות ומבחינתי כל מה שעומד במדיניות יכול לעבור אוטומטית. רק מה שחריג נכנס.

שלומי שוב

אנחנו ברשותכם רוצים לסיים, אני חושב שהיה לנו דיון מעניין. נראה לי שאין יותר מדי מחלוקות על זה שהמצב הוא מצב בעייתי ויש מה לשפר אותו. יכול להיות שצריך לחשוב על איך בדיוק עושים את השיפור הזה.

אני חושב שגם הנתונים שהראנו, גם הדברים שעלו פה, מעידים על זה שיש פה מקום לפעולה שהיא פעולה רגולטורית, השאלה היא מה התצורה שלה.

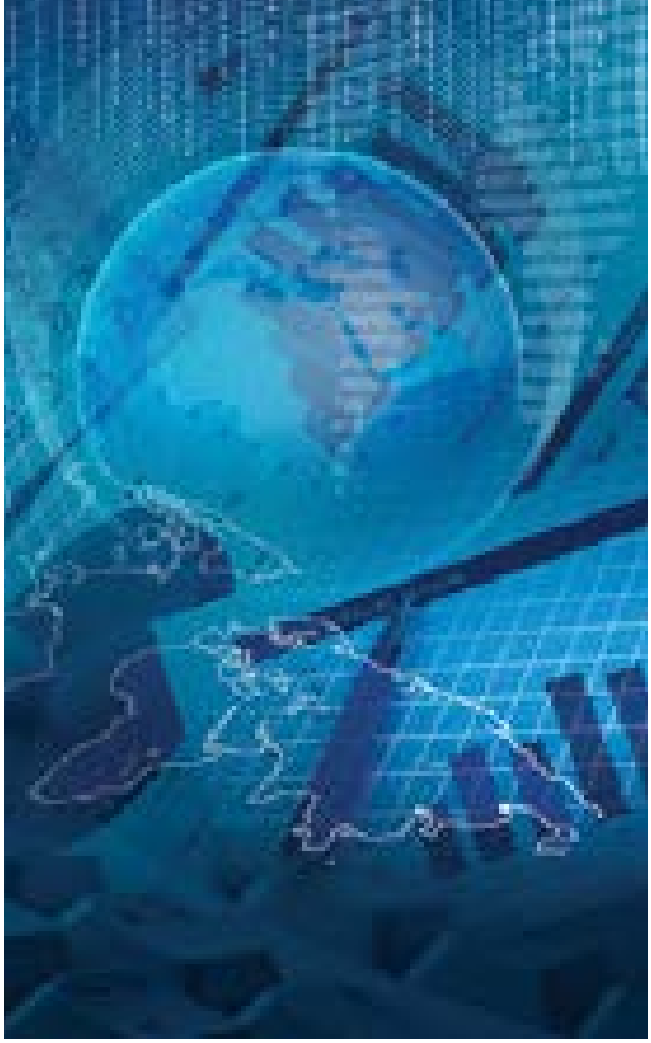
אני רק אוסיף שבכל פתרון שלא יהיה צריכים להיות שני מרכיבים לפחות. מרכיב אחד זה הנושא של שקיפות העבודה של ועדות ההשקעה והמרכיב השני, שאי אפשר לזלזל בו, הוא הנושא הכספי. הנושא של הבסיס הכספי של חברות הייעוץ כי אני מבין, גם ממך רוני, שהמודל שלכם הוא מודל שהוא לא בר קיימא מבחינה עסקית, אי אפשר להתעלם מזה.

רוני אלרואי

אני חותם על כל מילה שלומי.

אמיר ברנע

הנושא של אנטרופי והנושא של עמדה הוא בר פתרון. בין אם בגישת עמדה לנושא הזה שבאה ואומרת אנחנו יועצים טהורים, או בין אם ללכת לאנטרופי וליצור אצלה את "החומות הסיניות" או את הגילוי המלא, אם זה אפשרי, אני לא יודע. על כל פנים, הדבר הזה הוא בר פתרון. הדגשת ניגוד עניינים זה מטרידה קצת, כי מה עם ניגוד עניינים פנימי? וזה דבר, שאולי משה, אחרי שהבעיה החיצונית הזאת תיפתר תשים לב גם לזה. באיזה מידה אנחנו מגדירים את המטרה נכון. טובת הסדרה? טובת העמיתים היא דבר כללי מדי, עמיתים איפה? עמיתים של מי? באיזה Subset של הפעילות של הגורם המוסדי? האם לאפשר לגוף מוסדי להיות בעלים של חברה שמוכרת שירותים לעמיתים? כלומר, אני יודע למשל, שבגלל דמי הניהול הנמוכים, הגופים המוסדיים מקימים חברות, בין אם הם מנהלים קרנות נאמנות שלהם, או בין שהם בבעלות מלאה או חלקית של חברות בחוץ לארץ. חברות שמשקיעות, למשל חברות Private equity למיניהן שהגוף המוסדי הוא שותף בנוסטרו, האם הוא יכול למכור שירותים לעמיתים של אותו גוף מוסדי, ואם כן תחת איזה מגבלות אם בכלל, בגילוי? לא ברור. אני יודע למשל, שהדוברים שדיברו כאן הם שותפים בחברות שמוכרות שירות לעמיתים, יכול להיות שזו דרך לפצות על הירידה בדמי הניהול, אני לא יודע. נדרשת לפחות, ודאי בדבר הזה, שקיפות מלאה, ובסך הכל הגישה של כל הנוכחים כאן הייתה, בואו נסדיר את ניגודי העניינים כדי שיהיה לנו שוק הוגן ושעמית ירגיש שדמי הניהול שהוא משלם חוזרים אליו דרך שרות לטובתו. ושהכל ברור ועל השולחן. כמו שאומרים, קרני השמש מטהרות את כל מערכות היחסים.



הבינתחומי הרצליה

התכנית בחשבונאות AccounTech

FVF פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

"נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".

תאריך המפגש: 8 בינואר 2020

נושא המפגש: "נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".

חומר רקע למפגש: לחץ כאן

משתתפים: אמיר ברנע, שלומי שוב, דרור גד (ריט 1), אבי לוי (להב אל.אר), אורן פרנקל (אלוני חץ), איציק מורוביץ (EY), אפרת טולקובסקי (IDC), בועז דהרי (ליאון אוליצקי ושות'), גדעון שלום בנדור (S-CUBE), גיא טביביאן (Deloitte), דני ויטאן (KPMG), דקלה מוסקוביץ (רשות שוק ההון), ואדים פורטנוי (מעריך שווי), יבגני אוסטרובסקי (רשות שוק ההון), יניב פגוט (איילון), יעל אנדורן, משה פרידמן (ברק פרידמן קפלנר שימקביץ ושות'), עודד שריג (IDC), צחי זנזורי (מגדל), קים שהם ניר (הכשרת הישוב), רון הדסי (אלביט הדמיה), שלומי וינר (אוניסון), אייל מוליאן (קבוצת מור), גיא ברכה (PWC), יניב מלמוד (קרן אלטו), ישראל אליהו (KPMG), רון זרניצקי (אינג' יוסף זרניצקי), נטע ורדי (בנק ישראל), שמואל ויינשטיין (רשות המיסים), עדי סקופ (מגדל), אסתרי גילעז-רן, גיא נתן (KPMG), גידי שלום בנדור (S-CUBE), דגנית דניאל (משרד המשפטים), דן אבנון (הרמטיק), עופר ברנדט.

אורחים שנכחו בדיון: ירון אשל (גזית גלוב ישראל), נתן חץ (אלוני חץ), אבי ורטהיים (אלוני חץ), מאיה יעקב (אלוני חץ), אביעד צוקון (גב ים), מרק זק (גב ים), איתן בר זאב (ביג), אוהד עיני (השמאי הממשלתי), אופיר שריד (מליסרון), איתי כהן (רשות ניירות ערך), זהבית הדר (רשות ניירות ערך), גיתית גוברמן (אלוני חץ), ארז טל (KPMG), עומר וונש (מגדל), אילן מויאל (רשות המיסים), לירן רובי (SDB), יהודית זינגר (אמות), דוראל אמסלם (אמות), נעמה עמנואל (אלוני חץ), דברת אולפינר (גרינברג אולפינר ושות'), יוסף זרניצקי (אינג' יוסף זרניצקי), עמרי ביתן (Deloitte), גלעד לוי (BDO), עמרי טל (נצבא), גיל וייס (Deloitte), ירון ספקטור (שמאי מקרקעין), שיא מנוביץ (רוסאריו קפיטל), דורון גיבור (Deloitte), שגיא ברזני (גב ים), רענן דוד (ברק פרידמן קפלנר שימקביץ ושות'), רינת שילה (רוסאריו קפיטל), קלרה צברגל (בנק הפועלים), רון כהן (icloud), רפאל קונפורטי (שמאי), עמרי טל (איירפורט סיטי), ענת הירשברג (מזרחי טפחות), פנינה אלה (בנק מזרחי), נועם רובינזון (ג'נריישן), נודרי זיזוב (עופר השקעות), עמיר בירם (השקעות JTLV), אולגה אלכסייב (EY), אורי שטרן (צור שמיר), אלי בן חמו (סלע נדל"ן), לביא גיאת (BDO), צאלון צמח (איירפורט סיטי)

צוות מקצועי: דניאל שרון, דקל רינצקי, יואב אטיאס.

אנו עוסקים היום בנושא שיעור ההיוון של נדלן מניב - ואני חייב לציין שלא ציפינו התעניינות כזאת.. אבל אני חושב שבדיוק בשביל נושאים כאלה טוב שיש את פורום שווי הוגן כאשר סביב שולחן אחד יושבים כל הצדדים הרלבנטיים - חברות, שמאים, שוק ההון, רואי חשבון, רשות ניע ועוד.

בשורה התחתונה אנחנו מדברים על מגמה של ירידה בשיעורי התשואה, על רקע סביבת הריבית הנמוכה בשנים האחרונות, שעד כה לא ממש השתקפה בהערכות השווי ויש לנו לכך 3 אינדיקציות חזקות:

ראשית, את התוצאה רואים בשורה התחתונה במחירי השוק של מניות חברות הנדל"ן בבורסה. לפי עבודה שביצע הצוות המקצועי של הפורום מחירי השוק כיום מלמדים על כך ששיעורי ההיוון הקיימים גבוהים בכ- 20% משיעורי ההיוון שעומדים לנגד עיניהם של המשקיעים בשוק ההון. בנינו לצורך כך מודל פשטני שגזר את פרמיית השוק של הנדל"ן המניב בעיני המשקיעים על ידי חיבור של שווי שוק המניות עם שווי החוב - כמובן בהנחות מפשטות וגסות לגבי ערך נכסים אחרים וערך החוב הלא סחיר ובנטרול של מחצית מהתחייבות המיסים הנדחים.

אינדיקציה שניה לכך ששיעורי ההיוון גבוהים מדי, היא שורה של עסקאות שבוצעו לאחרונה בשיעורי היוון נמוכים מהפערים - אנחנו התייחסנו בחומר הרקע לארבע עסקאות עיקריות - קניון קריית אונו, מכירת מרכז לוגיסטי במודיעין על ידי מגה אור לרמי אונגר, רכישת מרכז לוגיסטי מטבע על ידי אמות וממש לאחרונה קניון רמת אביב - מליסרון רוכשת את מניות המיעוט - 27% בחברת הקניון ממגדל. הקניון רשום בספרים על 2.5 מיליארד והמכירה בוצעה לפי 2.8 מיליארד. שימו לב שכאן זה מניות מיעוט ולא כולל פרמיית שליטה (אני מניח שנושא הדיבידנדים מאד מהותי). יכול להיות שיש נסיבות ספציפיות לכל עסקה אבל עדיין לא ניתן להתעלם מהמגמה הכללית.

אינדיקציה שלישית היא הפער הגדול יחסית אל מול שיעורי ההיוון בחול. רואים את זה חזק מאד ממרווחי הסיכון בין התשואה הממוצעת במשרדים לבין הריבית חסרת הסיכון ביחס לעולם. נתנו נתונים על כך בנייר שלנו.

קביעת שווי הוגן על רקע מיעוט יחסי של עסקאות היא תמיד עניין מורכב. מיעוט העסקאות בשנים האחרונות נבע מכך שיש הרבה כסף בשוק והריבית נמוכה ולכן לא מתבצעות עסקאות מכירה גדולות. נסיבות אלה מאד מתחדדות בשוק הישראלי הקטן. אבל צריך לזכור כי לצורך קביעת שווי הוגן דורש ה- IFRS להביא בחשבון את כל ההנחות והשיקולים שמשתתפי השוק היו שוקלים בבואם לבצע עסקה ביום המאזן. זה שאין מספיק תצפיות לא אומר עדיין שלא צריך לעדכן את השווי ההוגן - מה גם שלאחרונה נעשו מספר עסקאות שלדעתי לא ניתן להתעלם מהן.

מבחינה חשבונאית, שיעור ההיוון צריך להיקבע קודם כל על פי עסקאות שוטפות בשוק - ככל שאין בנמצא כאלה או הן לא דומות נדרש לבצע התאמות והערכות סינתטיות - אבל גם אלה חייבים להביא בחשבון את השיקולים וההנחות של המשתתפים בשוק ביום המאזן. כלומר גם אם אין עסקאות בכלל שיעור ההיוון מבחינה תיאורטית לא יכול להיות סטאטי רק בשל כך וחייב להתאים את עצמו לשינויים בשיקולים של הקונים והמוכרים ובסביבה העסקית. כמובן שצריך להיזהר מלבצע הכללות וצריך לבצע הבחנה בין סוגי הנכסים ואופיים כך ששיעור ההיוון יהיה תואם ספציפית לנכס הרלבנטי. לדוגמה בקניונים עלה בשנים האחרונות במקביל גם רכיב הסיכון כתוצאה מכניסת האון ליין ושינוי בטעמי הצרכנים - נושא שעסקנו בו בשנה שעברה - ומן הסתם יש לכך אפקט מקזז. אך עדיין גם לפי העסקאות האחרונות נראה כי האמירה באופן כללי לגבי הצורך בעדכון שיעור ההיוון נכונה.

חשוב לי להגיד שאיש חשבונאות שצריך מאד להיזהר מטיעונים שנשמעים לעיתים מגורמים שונים כמו שמאים ורואי חשבון של זהירות/שמרנות. מבחינה תפיסתית כאשר אנו מדברים על שווי הוגן אין זהירות ואין שמרנות - האחריות של ההנהלה (שנסמכת אמנם על שמאים אבל זאת קודם על אחריות שלה וחשוב להבהיר את זה), היא למצוא את האומדן הטוב ביותר למחיר שבו היתה מתבצעת עסקה רעיונית ביום המאזן במהלך העסקים הרגיל בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון. כלומר, בראיה חשבונאית, סטייה בשווי ההוגן כלפי מטה חמורה מבחינת המשקיעים לא פחות מסטייה בשווי כלפי מעלה. כמו כן, הטענות שנשמעות לעיתים על נושא הפרמננטיות של עליית הערך הן בעייתיות - כמו שאמרתי השאלה המרכזית היא איך היתה מתבצעת ביום המאזן עסקה על ידי המשתתפים בשוק ותו לא.

חשוב שניגע גם בהשלכות: ההשלכות הנגזרות הן רבות וזה הרבה מעבר רק למה שאנו רואים בדוחות הכספיים שמדווחים לשוק ההון. תחשבו למשל על נושא מימון עסקאות נדל"ן מניב על ידי הבנקים - הרי השמאים של הבנקים לוקחים תמיד מרווח בטחון ביחס לשמאים בשוק ההון ולכן ככל ששיעורי ההיוון גבוהים מדי הרי שלאור המגבלות שחלות על הבנקים בין כה וכה זה מנטרל דה פקטו במידה רבה מימון בנקאי לעסקאות חדשות. צריך להבין שלכל אלה יכולה להיות השלכות ריאליות שליליות על ביצוע עסקאות - החל מגופים מוסדיים שיכולים לחשוש מכך שאם יכנסו לעסקה ידרשו לרשום הפסד מידי כתוצאה משערוך וכלה במגבלת המימון הבנקאית האפקטיבית כאמור.

תוסיפו לכל זה ששיעורי ההיוון הנוכחיים יוצרים מלכוד אדיר מבחינת הטיפול החשבונאי - קחו למשל את עסקת הרכישה של מחצית הקניון של קריית אונו על ידי אמות מנכסים ובניין - ככל שלא יתבצע שערוך של החצי הקיים הרי שייווצר הפסד מידי על הרכישה של החצי השני וזה אבסורד.

השאלה מה יקרה כעת - אני מעריך שיהיה עדכון של שיעורי ההיוון. אבל יש כאן מספר שחקנים - הנהלות, שמאים רואי חשבון

"נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".

רגולטורים והנושא לכאורה רגיש שהרי ככל שיתבצע עדכון משמעותי יותר הרי שזה לכאורה מעיד על בעייתיות בדוחות עד כה - ואני כבר רואה את רואי החשבון כאן זזים באי נוחות.. לכן אני מניח כמו שאני מכיר את הדברים שהעדכונים לא יהיו קיצוניים.

דבר נוסף לפני שאני מסיים, הסתכלתי לקראת הדיון יחד עם הצוות של הפורום על עסקאות שבוצעו ואני חושב שצריך לשפר את הגילוי על העסקאות שבוצעו באמת כדי שהמידע יוצף לכלל המשתתפים בשוק ההון. מה שראיתי זה שלא תמיד הגילויים אחידים, לא תמיד מסוגל להשוות את שיעור התשואה שנותנים לך בגילוי על העסקה לשיעור ההיוון שנמצא של הנכס. יש פה כל מיני שאלות שמאיות של אופן ההתייחסות לשיעורי תפוסה וכו'. יושבים פה גם נציגים של הרשות ואני חושב שצריך להסדיר את הנושא הזה, להציף את המידע באופן מוסדר לכלל המשתתפים בשוק ההון והמידע לא יהיה נתון רק ליודעי דבר. אנחנו מכירים את זה גם מהערכות שווי אחרות שברגע שמתבצעת עסקה שהיא לא תואמת את הערכת השווי, צריך לתת גילוי לדלתא. בכמה למעשה סטתה הערכת השווי ובאיזה פרמטרים מהעסקה בפועל. אני חושב שזה מידע שהוא מידע חשוב שיוצף לשוק ההון. זה מידע מאוד רלוונטי למשקיעים.

אמיר ברנע

שתי הערות קצרות: ראשית אני סקרן לדעת מה דעתכם על הנוסחה המוצגת שקושרת שווי שוק עם הון עצמי, האם הנוסחה משקפת נכון יותר את הפרמיה מאשר היחס הפשוט בין שווי שוק להון עצמי? שנית לגבי ההון העצמי והאשראי הבנקאי, לדעתי שאלת המפתח היא נושא הדיבידנד. האם תוספת הערך יכולה ליצור תמריץ לתשלום דיבידנד או יכולת תשלום דיבידנד ואז הבנק המלווה יכול להגיד שבאספקט הנזילותי הוא נפגע. כלומר, השאלה היא זו: האם ניתן לשלם דיבידנד מתוך הפרשי שיערוך שנוצרים כתוצאה משינוי שער ההיוון? אם התשובה היא שאפשר לחלק מהתוספת דיבידנד אז אני מניח שהמלווה ייקח את זה בחשבון. רציתי גם להזכיר התנודתיות האפשרית בהון העצמי כתוצאה ממדידה רצופה של שער ההיוון על פי מחירי שוק שיכולים להשתנות מרבעון לרבעון. האם היא רצויה?

שלומי שוב

לשאלתך, תיאורטית אפשר לחלק מהשיערוכים. כרגע חוק החברות מאפשר זאת, אם כי יש תשלום מס.

אמיר ברנע

עוד הערה קצרה, ביחס לעסקה העיקרית עליה דובר בקניון קריית אונו. האם האלמנט היחיד לפער בין השווי להון העצמי הוא שער ההיוון או שיש אלמנטים נוספים שצריך לתמחר אותם? למשל נושא השליטה או נושא היכולת של הרוכש כשהוא בעלים יחיד, לפעול בצורה יותר אינטגרטיבית בכל העסקים שלו מאשר קיימת לו כשיש לו שותף של 50%. האם גם זה נלקח בחשבון בשווי? ואם כן, האם בעצם מחיר ההיוון שנקבע ל- 5% וקצת יותר הוא בעצם יותר גבוה? ודבר אחרון מהו שער ריבית חסר סיכון? זאת אומרת, איך מודדים את הפרמיה בשער ההיוון מעל שער ריבית חסר סיכון? מקובל לקחת שיעור תשואה על אגרות חוב ממשלתיות ארוכות. אני נרתע משימוש בשיעור התשואה הזה מכיוון שמחירי אגרות חוב ממשלתיות כוללים אלמנט שמפחית תשואה עקב סחירות ואלמנט עוד יותר חשוב הוא הלימות ההון. כאשר מוסדות פיננסיים שמחזיקים אגרות חוב ממשלתיות חלים עליהם כללי הלימות הון אחרים מאשר כשהם מחזיקים אגרות חוב בטוחות נאמר של פירמה עסקית. כלומר, ישנה שאלה מה הוא הבסיס לשיעור תשואה חסר סיכון - האם שיעור התשואה של אגרות חוב ממשלתיות או שיעור התשואה של חברה שהיא AAA ואם יש פער בין תשואות אלה? איך הוא מתומחר לתוך שאר האגרות?

נתן חץ

אנחנו מתלבטים בעניין הזה לא מעט שנים כבר כי העיוות של פערי מחירי המניות לעומת השמאויות גדולים והולכים וגדלים עם השנים, וצריך לזכור שדוח כספי הוא לא של השמאי, אלא הוא של הנהלת החברה. הגענו למצב מצד אחד שהזנב מקשקש בכלב כי פתאום שהחליטו על ה-IFRS אז אמרו שהמאזן הוא המסמך המוביל

והרווח והפסד הוא פחות. עכשיו הולכים לחידושים חדשים אבל עוד פעם, המסמך המוביל הוא המאזן ותהיה שמאות לנכסים שלא יהיו במחיר היסטורי ושלא יהיו במחירים כאלה ואחרים והגענו למצב אבסורדי שבו הנהלות של חברות מוכנות לרכוש נכסים בתשואות שהן ב- 40%-50% מעל השמאות הממוצעת שהיום שוק השמאים נתן לחברות באזור ה-7%. כשאני מסתכל על החברות הציבוריות, לאחרונה זה אזור ה-7% בממוצע ובחברות ציבוריות באופן טבעי, הדירקטורים רוצים להסתמך על צד ג' ולא רק על הנהלת החברה. תמיד יש איזושהי גישה מוזרה שהנהלת החברה תמיד תרצה להראות דוח יותר טוב או הון יותר גדול וכו' ומבקשים משמאות של צד ג' ובאים הצד ג' שאלה השמאים המכובדים שחלקם יושבים פה ומספרים לך שהם לא ראו עסקה, הם ראו עסקה של חנות אז היא קטנה, והם ראו עסקה כזו אז היא לא מייצגת. ולכל סיבה למה ראו עסקה ב-5% יש סיבה - זה לא השוק. אז אני רוצה להגיד לכל השמאים, זה השוק. אל תספרו לנו סיפורים ואל תספרו לנו מעשיות ואני חושב שכרגע הגענו לנקודה שיש הזדמנות מה שנקרא, כי בכל זאת היו תצפיות ברבעון האחרון לרבות עסקה שפורסמה אתמול. שוחחתי אתמול עם יוסי דורי מכלל, שאלתי אותו מה העסקה. סיפר לי את העסקה שפורסמה, שהם קנו 4 קומות במגדל הארבעה בתל אביב בתשואה של 5%, עסקה של 5%. והם כל הזמן חששו ותמיד אמרו, המוסדיים לא קונים כי אם הם יקנו הם יצטרכו להפחית עוד באותו יום. אמר לי יוסי דורי "אנחנו החלטנו לקנות במה שהשוק אומר שצריך לקנות ונגמר הסיפור וכלל קנתה אתמול עסקה ב-130 מיליון ש"ח ואין שם שום קשר, זה לא חבר שלהם, זה לא בן דוד שלהם וזו לא עסקה שמשלימה להם את המניין, הם קנו בבניין רב משתמשים 4 קומות ושילמו 130 מיליון ש"ח בתשואה של 5%. זה השוק חברים, תבינו את זה ותפנימו את זה. יש לכם הזדמנות עכשיו לכולם, להגיד מה קרה. כי איפה תהיה הבעיה, עכשיו פתאום יצטרכו לעשות שינוי מ-7% ל-5.5% או ל- 6%, שינוי של 20% בשווים של החברות, יהיה גוועלד בכל הדירקטוריונים: "מה קרה ברבעון האחרון, מה קרה? מה השתנה פתאום שאנחנו רושמים 100 מיליון, 200 מיליון, מיליארד, 2 מיליארד ש"ח רווחים. מה השתנה?" ותבוא רשות ני"ע אולי ותגיד: "רגע רגע חברים, אולי תעשו עכשיו הצגה מחדש, או תלכו אחורה. אני שוחחתי לא פעם על העניין הזה עם אנשי רשות ני"ע ואני שאלתי גם את היו"ר הנוכחית וגם קודם ניסיתי להבין, אמרתי: "חברה, שמאים אומרים X, אני כדירקטוריון אולי חושב אחרת. אני מוכן לפרסם את הדוח של השמאי ואני מוכן לפרסם את מה שהדירקטוריון חושב. ניתן את כל המציאות, שהדירקטוריון חושב שזה 100 והשמאי חושב שזה 90." אמרו לי ברשות: "נחזיר לך את הדו"ח". כי הם לא מוכנים לשני מספרים. אני בטוח בדבר אחד, אילו המציאות הייתה הפוכה ובשוק כל החברות היו נסחרות ב- 40% מתחת להון, רשות ני"ע על זרועותיה השונים הייתה בוחנת ושולחת חברות ומחזירה להם את הדוחות ללא מחשבה בכלל. ואני חושב שזו שגיאה מהותית להתייחס בשמרנות. זה לא שמרנות זה דוח בעייתי ואנחנו לא מדברים על חברה אחת, אנחנו מסתכלים על כל שוק הנדל"ן בישראל. נתת פה נתונים לכל החברות ברמה של עשרות אחוזים ולכן אני חושב שכרגע נוצרה הזדמנות, גם לשמאים וגם לחברות יש תירוץ עכשיו. מה קרה הרבעון? היו 5 עסקאות, כולן בתשואה של 5%. קרה משהו, יש תצפיות, זו ההזדמנות. גם אסור לעשות את זה בחלקים. אסור להגיד "טוב אז נוריד עכשיו 0.5% ונחכה עוד חצי שנה נוריד עוד 0.5%. צריכים כמו פלסטר להוריד במכה אחת, לשים את השווים על השווים הנכונים ולגמור את הסיפור הזה. אנחנו צריכים לדעת שהחברות לוקחות סיכון גדול בזה שהן עושות את זה כי השוק ישתנה מתישהו ומתישהו זה ילך לכיוון השני, והחברות יצטרכו לרשום הפסדים. ולכן אני אומר, הנהלות החברות דווקא מרוצות, אנחנו כל הזמן יודעים שיש לנו קושן ויש לנו הרבה רווחים לרשום בשנים הקרובות וגם כשיגיע יום אחד כשהשינוי ישתנה אז לא נרשום הפסדים כי יש לנו קושן. אני חושב שזו גישה לא נכונה, צריך לשים את האמת. וכשזה שווה זה שווה כשזה ירד זה ירד, לא קרה שום דבר.

לגבי שאלת הדיבידנד, אני חושב שוב, מתצפית שאני עושה על כל החברות שיושבות פה מסביב, אני לא חושב שיש חברה אחת מהחברות הגדולות שמשלמות דיבידנד מרווחי שיערוך. בכולם עודפי הרווחים גבוהים יותר מכל רווחי השערוך שהיו עד היום. כך שהחברות משלמות דיבידנד מהתזרים, מהFFO. אף אחד לא ישלם את הדיבידנד מרווחי שיערוך, זה לא לעניין, לא צריך את זה גם וזה לא שיקול בכלל. השיקול הוא לשים את האמת, מה האמת. נכון שהאמת היא דבר שיש עליו דעות לכאן ולכאן. יכול להיות פעם ש-5%, 10%.

צריך לזכור עוד דבר אחד, שחברה קונה בתשואה של 5% היא רושמת באותו יום שהיא קונה הפסד של כ-6-7 אחוז ממחיר הנכס כי את כל הוצאות הרכישה שזה מס רכישה ועלויות העסקה היא רושמת כהפסד. זאת אומרת שהשמאויות בדוחות שלנו זה אחרי זה. זאת אומרת שכשמסתכלים על 7% זה לא 7%, זה 7.5% אפקטיבית כי זה כבר אחרי שכל ההוצאות נרשמו. עכשיו כלל קנתה אתמול ומליסרון קנתה לפני 3 ימים ב-5 ומשהו אחוז, ואמות קנתה בתשואה כזאת. כל פעם מספרים לך "טוב, פה זה ככה". חבר'ה, זאת האמת. אין שום אמת אחרת ואיתה אני יכול להבטיח לכם שאני מסתכל על יושבים פה בשולחן, כל עסקה טובה שיציעו להם היום ב-5.5%, יהיו עליה 4 מתמודדים.

אמיר ברנע

ולא יהיו מוכרים?

נתן חץ

ולא יהיו מוכרים כי הם ירצו 5%. לכן חבר'ה, זו האמת. ואי אפשר מהאמת הזאת להימלט. ואני חושב שנוצרה הזדמנות, בגלל שנוצרו

"נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".

כמה עסקאות לאחרונה. נוצרה גם סיבה ורצון באמת למה אפשר עכשיו "לתרץ" את זה, מה קרה עכשיו שעכשיו זה קורה. ראינו שמנו את זה על האמת וקדימה.

פחות או יותר אמרתי את מה שהיה לי לומר ואני מקווה שלא נמצא את עצמנו בדוחות השנתיים בתשואה של מ-7% ירד ל- 6.75%.

משה פרידמן

כמו שאמרת בדרך כלל חברות ציבוריות עושות את ההערכה המרכזית שלהן בסוף השנה. אנחנו עכשיו עובדים על הערכות השווי של החברות לסוף שנה, אז אני לא אדבר ספציפית, אבל בואו נחזור שנה אחורה. היינו במקום שונה לגמרי, היינו באווירה של ריביות בתהליך עליה ולא בתהליך של ירידה, אוירה שהשתנתה השנה אחרי שטראמפ גרם לירידה של שערי הריבית בארה"ב. בזמן הזה, ואני חושב שבכל השנה וחצי האחרונות, אנחנו כשמאים לא ראינו עסקאות מהותיות. אנחנו מכירים את הטענות כנגד שיעורי ההיוון לא מהיום, לא ראינו עסקאות. כל העסקאות שקרו במחצית השנייה של 2019, למרות מה שאתה אומר נתן, צריך לבחון אותן לעומק ואי אפשר להסתפק רק בכותרות שיש בדיווחים הלקונים של החברות במאי"ה. אם אנחנו נרד מרמת ה"ענן" ונסתכל דווקא ספציפית על כל העסקאות, אני לא מזהה כמוך שהשוק הוא 5%. אני מזהה שעבור חוזה טוב, עם שוכר יציב, ל 20-15 שנה מוכנים לשלם 5%. גם העסקה של כלל שאתה הזכרת אותה, ואני מכיר אותה, היא עסקה בה הם קנו חוזי שכירות עם רפאל ל-25 שנה, כשרפאל לקחו מעטפת , והשקיעו מיליונים בעבודות הגמר. לכן אני רואה שהם קנו פה חוזה שכירות ולא שכל שוק המשרדים הוא ברמה של 5%. כשמדובר הולכים לקניונים, ואתה דיברת על זה, ישבנו פה בפורום קודם שעסק במה יקרה לכל המסחר עקב כניסת השוק האון-ליין. אמרנו כבר אז, אנחנו לא עושים הערכות שווי לקניונים לפי הכותרות בתקשורת. אנחנו הולכים לקניונים, אנחנו בודקים נתונים בפועל, מה הפדיונות, מה העומס, מה הסיכון. זה, דרך אגב, דבר שלא התפרסם בקניון קריית אונו, כל שהתפרסם זו הודעה לקונית שהם קנו את זה ב-X, ו - NOI צפוי. יש נושאים שונים שצריך לדעת איך טופלו. כמו למשל, כדוגמא, הנחות זמניות, איך מטפלים בזה? תיקח את קניון רמת אביב, שהוא מושכר ב 100%, בדו"ח ברנע שלו יש 3 מספרים של NOI: NOI בפועל, NOI מתואם ו-NOI מייצג, יש הפרשים של כמה אחוזים, (159 אל מול 151). למה אנחנו מתייחסים? העסקה היחידה שיש שהיא לא לטווח ארוך היא קניון קריית אונו. קניון קריית אונו בעיני מייצג יותר 6.5% מאשר 5%, ולכן אי אפשר להגיד שכל השוק נמצא -5% 5.5%. אני מסכים שנוצר פער, ואני שומע את זה לא מעט, אבל אני עובד גם עם גופים מוסדיים שכן קונים, כמו חברת ביטוח, ואני יודע מה מציעים להם ואני יודע גם בכמה הם מוכנים לקנות. לא כולם מוכנים לקנות ב-5%.

נתן חץ

אני אומר לך שאני דיברתי איתם והם אומרים שהם לא מוכנים לקנות ב- 5% כי יבוא השמאי ויגיד שזה צריך להיות 6.25%.

משה פרידמן

זה לא עובד ככה, ושנים שאני אומר, ויש פה גם כמה אנשים שגם אמרתי להם את זה גם בעבר, אל תבואו אלי ותשאלו אותי אם אאשר. אתם עושי השוק, לא אנחנו. אל תצפו שאנחנו נהיה עושי השוק, אנחנו אמורים לצלם. יש לנו אכן בעיה בשנתיים האחרונות שאין הרבה עסקאות, אף אחד מהחברות שיושבות פה לא שמה את הנכסים שלה על המדף. לא מליסרון, לא אמות ולא אף אחת. מה שקורה בשוק ההון אני לא אחראי. השאלה היא איך אני מנתח את העסקאות שאתם הצגתם, האם זה אומר שכל העסקאות הן 5%? אני עוד לא חושב ככה. אני הסקתי מזה שאיפה שיש תזרים בטוח יקנו את זה ב- 5%.

שלומי שוב

משה, אתה מרגיש בנוח עם שיעורי ההיוון שמשתמשים בהם?

משה פרידמן

לא. אבל דרך אגב, אחד הדברים הראשונים שעולים מצד רו"ח המבקרים כשאין עסקאות: "מה קרה השנה?, למה אתה פתאום רוצה להוריד?", שלא נדבר על המערכת הבנקאית שכל פעם מושכת אותנו לשיעורי היוון שמרניים. לדעתי זאת טעות ושמחתי לשמוע מה שאמרה קלרה באילת, פעם ראשונה שאני שומע את המערכת הבנקאית אומרת לשמאים להוריד את שיעורי ההיוון. אין דרך אחרת להשוות את הפערים בין התשואות אלא על ידי הורדת שיעור ההיוון, זאת הדרך היחידה.

אבי לוי

העסקאות שבוצעו דרך אגב, לא משקפות באמת את המצב. מכיוון שאני מניח שבעסקה של אמות, בקרית אונו, הייתה שם זכות סירוב , ברמת אביב אף אחד לא ניגש למכרז, רק מליסרון ניגשה, וגם ב TLV אף אחד לא הגיש הצעה, רק בן משה, כך לכאורה אם העסקה הייתה בשוק באופן חופשי, מחיר העסקה היה הרבה יותר גבוהה וזה אומר ששיעור התשואה היה יותר נמוך. אם היו מתחרים ברמת אביב, סביר להניח שמליסרון הייתה משלמת יותר.

משה פרידמן

אבל לא הגיוני לקחת מחיר ששילמת על השלמת 100% בעלות בנכס שלך ולהשליך עליו על כל החברה.

אבי לוי

אמת, המחיר הצריך יותר הרבה יותר גבוהה, הוא נקבע כך מכיוון שלא היו מתחרים. אם היו מתחרים, והעסקה הייתה חופשית בשוק, סביר להניח שמחיר היה הרבה יותר גבוהה. עכשיו, זה לא רק השמאים הבעיה, אני חושב שיש לי הרבה טענות לרשות ניירות ערך. רשות ניירות ערך הלכה ותקפה את השמאויות, והטילה אימה על השמאים, ואני ראיתי את זה גם בדוחות במליסרון על קניון בבאר שבע, איזה רשימה של שאלות וכמה פעמים היינו צריכים ללכת אליהם ולהסביר את השמאות הזאת. בתקיפה את השמאות הם בראש ובראשונה מטילים אימה על השמאים שלא להעלות את שוויי הנכס, ולהיות שמרנים. אני לא רואה את זה ,במקום שלכאורה, לפי עניות דעתי, ואני לא שמאי, היה צריך גם כן לרשום את הנכסים בערך יותר גבוהה. קח לדוגמא את מגדל HSBC בניו יורק, נחתם הסכם עם הבנק לטווח ארוך בתוספת משמעותית לדמי השכירות. ראה איזה פלא, מחיר הנכס כמעט ולא השתנה. לא ראיתי את רשות לניירות ערך מזדעקת ואומרת: "רבותי, היה צריך לשנות את מחיר הנכס"., לא יודע מה השיקולים, , אבל להערכתי, כצופה, אם הייתה נחתמת עסקה עם בנק שכזה פה בישראל לטווח ארוך, אין ספק שהיה צריך להוריד את שיעור ההיוון ולהעלות את שווי הנכס, שם זה לא קרה, ורשות לניירות ערך לא הזדעקה.

קלרה צברגל

קודם כל אני רוצה להגיד שאני מייצגת את עצמי ולא את עמדת כל הבנקים. כשאנחנו בוחנים את שיעור המימון של נכס אנחנו בוחנים מספר פרמטרים. אחד מהם הוא ודאי השווי, שנגזר מהערכות שמאי שאנחנו מקבלים, תקן 19 לפי הוראות בנק ישראל וכו'. אבל זה לא הקריטריון היחידי, הנושא של התזרים בעיננו מאוד חשוב. זה נכון שהריביות מאוד ירדו, אבל אם יבוא אליי נכס למימון שבמקביל לזה שהריביות ירדו גם דמי השכירות שלו ירדו גם אם השמאי יעשה שווי, לפי הנכסים שבסביבה, ובסביבה יש נכסים שנמכרו במחירים גבוהים יותר, התזרים יוריד את שיעור המימון כלפי מטה. כלומר, זה לא רק השווי השמאי שקובע בבנקים, זה אחד הפרמטרים. לא פעם דרך אגב, אם הבנק קובע שאחוז המימון של נכס הוא כזה או אחר, כי המדיניות קובעת ככה, אבל התזרים של הנכס הוא כזה חזק שתומך באשראי יותר גבוה, אז אני אממן את העסקה הזאת כעסקה חריגה, כי יש לי תימוכין למימון הגבוה, לאו דווקא השווי של הנכס. מה שאני רוצה להגיד זה שקטונתי מלקבוע מהו שיעור ההיוון ההוגן והנכון לנכסים. אני אדבר על הגרסה ששמעתי פה וגם במקומות אחרים שהבנקים הם אלה שמטילים אימה על השמאים, ושמאי שיהיה פחות מדי שמרני יסכן את מקומו ברשימת השמאים של הבנקים. שוחחתי ארוכות עם שמאי הבנק לפני שבאתי הנה, אם שמאי יציג וינמק לא תהיה שום בעיה. אני לא מצדיקה את השמועה הזאת. אנחנו בוחנים כל מימון בהתאם לתזרים והשווי, אבל התזרים בעיני לא פחות חשוב מהשווי, ואולי יותר.

רון זרניצקי

אני רוצה להעלות עוד נקודה לדיון וזה היבטי הפורטפוליו של נכסים. אנחנו כשמאים מסתכלים על כל נכס לגופו, כל נכס כיחידה עצמאית העומדת בפני עצמה. אנחנו לא מתייחסים להיבטים של פורטפוליו של נכסים ולעוצמה של הפורטפוליו, וזה אולי מתחבר גם לדברים שאמיר אמר לגבי הדיבידנד. אנחנו לא בוחנים היבטים כלליים של רווחיות החברה באופן כללי. אנחנו מתייחסים לנכס כעומד בפני עצמו בתור נכס. נשאלת השאלה, אנחנו מדברים פה על חברות מאוד גדולות, זה גם מתחבר למה שקלרה אומרת, הבנקים יממנו גם נכסים שהם אולי קצת פחות טובים, ושהם מהוונים בשיעורי היוון נמוכים יותר ובלבד שהם חלק מפורטפוליו של חברה מנוהלת היטב ונהנית מעוד נכסים, ויודעת לשלוט בתמהילים, ויודעת לנהל את כל סל הנכסים שלה. נשאלת השאלה, איך אנחנו אמורים להתייחס לנכס הבודד, שנמדד, או לפחות אמור

"נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".

להימדד, מנקודת ראות שלנו, כנכס בודד ועצמאי. בהתעלם מניהול של החברה, והיציבות של החברה והעובדה שזה נכס שמתווסף לפורטפוליו שמעצים את החוזק של החברה. גם לדברים האלה יש השפעה שאולי, אני לא אומר בוודאות, זה חלק ממערך השיקולים שהחברה בתור החברה משתמשת בשיעורי היוון, אבל אנחנו מתייחסים לנכס כבודד ועצמאי.

שלומי שוב

אתה לא מדבר על הערכת השווי, אתה מדבר על הסברים אפשריים לפער. מה שאתה מדבר עליו מגיע לכ- 20%?

רון זרניצקי

אני לא יכול לנקוב ולדייק את המספר, אבל אני מעלה מחשבה שיכול להיות שיש כאן משהו. זה לא לגמרי 20% כי אין ספק שהשוק נמצא באיזושהי תנועה שצריך לתת עליה את הדעת ולקבל החלטות. אני מתחבר לגמרי למה שנאמר.

אורן פרנקל

אבל שלומי, למה אתה אומר 20%? חברות נדל"ן נסחרות כבר מספר שנים בפער של בין 150% ל180% מההון העצמי. אני לא מאמין שבחברות שנסחרות ב- 150% עד 180% על ההון העצמי, לא לתקופה של 3-4 חודשים, אלא מספר שנים, הסבר רציונלי יכול להיות שווי פורטפוליו לעומת שווי נכס. זה פערים עצומים, זה בכלל לא בשכונה של הטענה שלך.

אמיר ברנע

180% זה לא מדויק, מה עם המינוף? זאת לא מדידה נכונה.

אופיר שריד

צריך לשאול את השאלה באופן ההפוך. אם מחר בבוקר אני מוציא cluster של נכסים החוצה ואני מוכר אותו ב- 5%, או אני מוציא נכס בודד ומוכר אותו ב- 5.5%, איך נוצר הפער? זה מה שהוא רוצה לדעת.

שלומי שוב

זאת השאלה שאנחנו שואלים.

עמיר בירם

למשה ולי היו הרבה שיחות סביב העניין הזה. משה אני לא כל כך מסכים עם מה שאתה אומר. קודם כל אני רוצה להגיד שהמצב היום הוא שהשמאויות הן קובעות את התקרת זכוכית לשוק, לא יעזור. הן מורידות את השוק מלמעלה ולא נותנות לו להתרומם. זאת אומרת, השמאויות קובעות מציאות. לראייה, איפה אנחנו רואים שהתקרה הזאת נפרצה? איפה התחיל מה שנתן אמר? בעיקר אצל אותם גורמים שלא איכפת להם שמאויות, ששמאויות לא מעניינות אותם, אנשים פרטיים. מי קנה ב5% תשואה את הנכס של מגה אור במודיעין? איש פרטי. אותו לא מעניין איך זה ירשם בספרים ואם יהיה לו הפסד או לא יהיה לו הפסד, הוא קנה. הוא הסתכל על האלטרנטיבות בשוק ובשבילו זאת תשואה טובה. לכן, אני רוצה להגיד שאם לא היה עולם IFRS, ואם לא היה עולם של שמאויות, אתם הייתם רואים שהעסקאות מזנקות ורצות למעלה, כי זה המצב. עוד עסקאות כאלה שהיו למשל, איקאה, לא יודע אם אתם יודעים אבל הבעלים של איקאה קנו את איקאה בקריית אתא משיכון ובינוי בתשואה של 5%. למה? כי הבעלים של איקאה הם אנשים פרטיים, איקאה היא לא חברה שנסחרת בשוק. משה אתה אומר זה חוזה אחד, קבוע, triple net מה שנקרא. אבל גם זה לא נכון, כי גם לזה אתם לא מצליחים להגיע. יש לי דוגמא, אנחנו מקימים היום בית מלון בירושלים, השכרנו אותו לחברה באמת חזקה, עסקת triple net, אנחנו מקבלים תשואה שלא קשורה לא

למצב של פדיונות ולא למצב של סיכון מלונאי, שכירות קבועה כמו עסקת נדל"ן רגילה לתקופה של 20 שנה. עשינו שמאות, התווכחתי עם השמאי, ואחרי ויכוחים הגעתי ל6.25%. אני אומר לך שאנחנו מנהלים עכשיו עסקת משא ומתן עם 5% תשואה. אנשים אומרים לי טוב זה אחוז אחד, הם לא מבינים שזה 20% תשואה, זה כל הרווח היזמי של היזם, לא נשאר רווח יזמי אם אין את זה. בסוף, יש לכם את הפער של היותר מ20%.

משה פרידמן

אני חושב שמה שאתה מספר עכשיו זה לא אופייני לשמאים.

עמיר בירם

עוד דוגמא אחת למשהו שהיה לפני 3 שנים ודווקא כן היה איתך. אתה אמרת לי תמיד: "תעשו עסקאות, ואנחנו נתיישר", אבל זה לא נכון. אנחנו עשינו עסקאות בשנים האחרונות, ביחד עם גופים מוסדיים. הייתה עסקה לפני 3 שנים, גזית גלוב הציעה לפני 3 שנים את הפורטפוליו שלה למכירה. אז היו תשואות של 7% ומשהו, חיים כצמן אמר: "אני לא מוכר ביותר מ6%. למה? כי אני מסתכל בעולם, וזה לא פער הגיוני מה שיש בישראל". זה לא פער הגיוני המרווח לעומת הריבית, והוא צדק. אני באתי לדבר איתך משה, ואמרתי לך תקשיב, אנחנו עם גופים מוסדיים, זה יגרום להם הפסד, מילא אנחנו, אנחנו פרטיים, אבל הם ציבוריים והם פשוט לא יקנו אם זה יגרום להם הפסד, זאת עסקה גדולה. אתה אמרת לי: "תעשו את העסקה".

משה פרידמן

בהתחלה אמרתי לך שאני לא יכול ויום למחרת התקשרתי ואמרתי לך: "אתם שלושה גופים שרוצים לעשות עסקה, אני לא עושה שוק, תעשו ואני כמובן אקבל את זה".

עמיר בירם

משה פרידמן לא נתן את ה - COFORT לגופים המוסדיים ולכן לא בוצעה העסקה

שלומי שוב

יש פה פער מאוד גדול. אנחנו שומעים את הזעקה ממש מהכיוון של אנשי העסקים. יש פער בין אנשי המקצוע לבין אנשי העסקים. הפער הזה תמיד מטריד אותי כי בכל זאת אנחנו צריכים להיות שפת העסקים ולשדר את מה שאנשי העסקים אומרים.

זהבית הדר

קודם כל אנחנו מברכים על הדיון ואנחנו מודים לכם שהזמנתם אותנו, הדיון הוא חשוב. נערכה פה עבודה מאוד רצינית לקראת הדיון הזה. ראינו את החומרים, וראינו כמובן גם את ההתייחסות לעסקאות שבוצעו. הרבה מהדברים שנאמרו פה אנחנו כן רואים בהם כאיזה שהיא אינדיקציה לבסיס של דיון, אבל לא כמשהו שמבסס את השווי. בסופו של דבר, כשמבוצע שערוך של נכסים, אנחנו בוודאי בודקים דבר ראשון את הביסוס על סמך עסקאות בפועל של נכסים דומים, זה מבחינתנו הקריטריון הראשון. הייתה פה התייחסות לנכסים ועסקאות שבוצעו לאחרונה, אנחנו לא מתעלמים מהם, ואם יהיו מספיק עסקאות בנפח כזה שכמובן יבססו את השווי הזה, אז כמובן שהדוחות הכספיים צריכים לשקף את השווי ההוגן כמו שאמרת. אנחנו לא חושבים אחרת, אבל אנחנו כן חושבים שצריכות להיות מספיק עסקאות כדי שיהיה ניתן לבסס את זה.

שלומי שוב

אבל אם תנאי השוק משתנים אין מספיק עסקאות שיבססו את זה.

זהבית הדר

צריך שיהיו עסקאות שיבססו.

שלומי שוב

אבל אם אין? יש פה שאלה תיאורטית.

זהבית הדר

אני לא אתייחס לכל אינדיקציה כזאת שהועלתה. יש חברות שנסחרות בדיסקאונט, השנה זה אמנם פחות המצב, אבל לא זכור לי שכשחברות שנסחרו בדיסקאונט רצו ושערכו את הנכסים כלפי מטה. היו לחברות הסברים מאוד מפורטים אלינו למה השווי של המניות לא מבסס את השווי של הנכסים. צריך מאוד להיזהר, אנחנו חושבים שצריך לקחת את הדברים מאוד מאוד בזהירות וגם לא להפעיל לחץ על השמאים חלילה ללכת בניגוד ליכולת המקצועית שלהם ולמה שהם יכולים לבסס. חשוב שזה יאמר. הדיון הוא מבורך אבל שוב, הלחץ לא צריך להיות מופעל עליהם משום כיוון. הם יודעים שכשיהיה שערוך, בוודאי שהוא שערוך מאוד חריג, אנחנו כמו תמיד נשאל את השאלות, ונפנה את השאלות. שאלות ארוכות ומכתבים ארוכים, שאלות רבות, ואנחנו נדרוש שיהיה ביסוס של השווי הזה. זה התפקיד שלנו ואני חושבת שכל דבר אחר יהיה חוטא

"נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".

למה שאנחנו צריכים לעשות, זה התפקיד שלנו בשוק.

שלומי שוב

יש לי שני דברים פה שקצת מפריעים לי. אחד, זה קודם כל גם ברמה התיאורטית, שווי הוגן צריך לייצג את המחיר שהיה נקבע היום בין קונה מרצון למוכר מרצון. גם לפי ה- IFRS, כמובן שמעדיפים שיהיו תצפיות, אבל גם אם אין תצפיות ותנאי השוק משתנים, צריך לבצע עדכון. להשאיר את הערכת השווי הקודמת זה לא בהכרח הדבר הנכון. שתיים, את לא חושבת שהאמירה הזאת שלך, שלמעשה כנראה מרתיעה עכשיו את השמאים, את רואי החשבון וכו', תוביל לזה שהעיוות רק יתעצם? כמו שנתן אמר זה רק יגרום לכך שהדוחות למעשה מאבדים את הרלוונטיות שלהם כי כמו שהם לא מייצגים את התקופה של העלייה, הם גם לא ייצגו את התקופות של הירידות.

זהבית הדר

לעיוות אני התייחסתי, כפי שאמרתי, אם יהיה מקום ויהיה דרך לבסס באמצעות עסקאות שבוצעו או באמצעות דרכים אחרות. אגב, המתודולוגיה שהצגתם פה היא לא מתודולוגיה שבה השמאים משתמשים כדי לבסס שיעורי תשואה כן? העבודה הזאת שהוכנה היא מאוד מעניינת אבל היא לא משמשת ביסוס בהערכות שווי לשיעורי תשואה. בסופו של דבר מה ששמאים עושים זה שהם מסתכלים על עסקאות, על עסקאות בנכסים דומים. אם אין עסקאות, ובינתיים אני שומעת פה בשיח של הדברים על כל מיני משאים ומתנים שלא הגיעו לכדי סגירה, ואני מניחה שזה לא בגלל השמאי. בסופו של דבר, כנראה שגם 5% לא היוו את הבסיס, כי בסופו של דבר העסקאות האלה לא נסגרו. ככל שיהיו מספיק עסקאות שיתמכו בשיעורי היוון יותר נמוכים ממה שאנחנו מכירים - זה יכול להוות ביסוס נאות.

שלומי שוב

ברבעון האחרון יש מספר לא מבוטל של עסקאות.

משה פרידמן

בתקופה הקרובה לא נראה הרבה עסקאות של נכסים מהותיים.

שלומי שוב

התנאים של השוק מובילים לזה, במיוחד השוק הישראלי, שאת לא תראי הרבה עסקאות.

רענן דוד

יש עניין של שפה. אנשי שוק ההון מדברים במרווחים, מה המרווח הנדל"ני הראוי, השמאים מדברים במחירי היוון. כשריבית הבסיס זזה באגרסיביות, ואפשר לדבר על איך למדוד אותה ואיפה למדוד אותה, מתנתקים כי זאת שפה אחרת בכלל.

אורן פרנקל

אני רק רוצה להשיב לרשות ולשאול את הרשות. למיטב הבנתי הנייר שהפורום הפיץ זה לא נייר שניסה לאמוד מהcap rate הראוי לשערך את הנכסים. זה נייר שניסה להציף סימני לוואי לכך שיש ניתוק משמעותי, לאורך הרבה מאוד שנים, בין השווי שמשתקף בספרים לבין שווי שוק. כי אם חברות נסחרות לאורך תקופה ארוכה, לא חודשיים-שלושה, במכפיל של 180%, זה סימן לוואי. אני מניח שאם חברות היו נסחרות 50% מההון העצמי שלהן הייתם קוראים לכולם מיד ושואלים: "מה קורה פה?" מיד, ולא מחכים 4 או 5 שנים. אם בעולם מקובל שהמרווח בין ה- cap לבין המחיר של הכסף הוא X ובישראל הוא כמעט X3, זה לא סביר. תל אביב עם שיעורי תפוסה נמוכים יותר מבירות מערביות אחרות, סטיית התקן היא יותר נמוכה, תל אביב למעשה הביצועים שלה טובים

ועדיפים כמעט על כל בירה מערבית, אבל המרווח הוא גן עדן שלא קיים בשום מקום מערבי. אם זה קורה למשך חודשיים-שלושה זה בסדר, אבל זה קורה לאורך מספר שנים, משהו פה לא בסדר. זה מה שהנייר של הפורום ניסה להגיד, שיש פה התנתקות בין הערך בספרים לשווי השוק לאורך זמן.

דברת אולפינר

אני רוצה להתייחס לנושא משמעותי שלא עלה פה. אנחנו כל הזמן מדברים על שיעורי היוון, בסוף יש שווי שוק לנכסים. בסוף, בסוף העסקה מחלקים את השווי של הנכס שנרכש בשטח, ואנחנו מגיעים לשווי שוק. אז גם העסקה המצוינת שהייתה אתמול ב- 5%, מגיעים ל- 24 אלף ₪ למ"ר.

נתן חץ

זה מעטפת.

דברת אולפינר

זה לא מעטפת, כי השוכר הוא זה שמשקיע את הכסף. 24 אלף ש"ח למ"ר במגדלי הארבעה בקומות העליונות, כולנו פה מסכימים שזה השווי. כמה ימים קודם, סלע קפיטל קנתה בפלטינום ב- 20 אלף ש"ח למ"ר, גם עסקה שדווחה והם לא עשו אותה ב- 5%. זאת אומרת שבואו רגע נרד לשווי שוק בכלל, לראות אם אנחנו מחוברים גם למציאות של שווי שוק ולא רק להפריח שיעורי היוון. גם העסקה של מגה אור, של ה- 5% במודיעין, אם תחלק אותה תגיע לסביבות כ- 8,000 ש"ח למ"ר, זה גם בסדר.

עמיר בירם

אז למה בספרים שלהם השמאי לא נתן לזה 5%?

דברת אולפינר

קודם כל במגה אור לא הייתה שומה בכלל לנכס כגמור. העסקה נסגרה כשהשומה הקודמת הייתה לנכס בהקמה.

עמיר בירם

עם יד הלב, הייתם נותנים לה 5%?

דברת אולפינר

עם יד על הלב, לא היינו מעריכים בשומה לפי 5%. כי לא הייתה עסקה דומה לפניה, היא הייתה הראשונה ב- 5%.

אבי לוי

והיום אתם מעריכים את איקאה ב- 5%?

דברת אולפינר

איקאה מוערך לא רחוק מ- 5%. בסוף אנחנו מתחברים בכל מקום לשווי שוק. זה מה שחשוב, וזה משהו שכל פעם בורח. כולם מדברים על אחוזים ובסוף יש גם שווי שוק.

רפאל (קוני) קונפורטי

זה נכון מאוד, השווי שוק הוא מאוד חשוב. אבל אפשר לראות שלמעשה אי אפשר להצביע על בניין משרדים אחד שנמכר בתל אביב, שהוא בבעלות אחת, חדיש, אין עסקאות. אנחנו מדינה קטנה והחברות האלה מחזיקות את הנכסים האלה. מה שכן אפשר ללמוד זה שהחברות האלה מנסות לייצר לעצמן את הנכסים ודרך זה ערכי הקרקע מאוד עולים. זה עוד סימן לזה שהחברות רואות שיעורי היוון יותר נמוכים. הן מוכנות לשלם יותר על קרקע.

אבי ורטהיים

אנחנו עשינו עסקה לפני שנתיים ברמת החייל, על בניין "חדש מהניילון", שעוד לא היה גמור. החיתום שלנו היה 6%, זה לא הזיז אף אחד מהנכסים שלנו, כולל אטריום שהוא נכס בשתי דרגות יותר גבוה.

רון הדסי

הערה קצרה רק למבט עולמי. כולם מדברים על מרכז תל אביב, הרבה על איקאה, וזה בסדר. אבל שימו רגע לב למה שקורה בעולם. באירופה, חלק לא קטן מחברות הנדל"ן המניב, וראינו את זה גם בעסקה של ארטיום, נסחרות עדיין מתחת להון העצמי שלהן. מעניין מאוד לראות איך השמאים באירופה, שהשוק שם נגיד לא עובד כל כך טוב עכשיו, מסתכלים על כל התמונה. חלק גדול מהנכסים של היושבים פה משוערכים והם מביאים לקראת סוף השנה גם שמאויות בחו"ל ובוחנים מה קורה במדינות השונות. זו רק נקודה לאנקדוטה, להסתכל גם מה קורה שם.

"נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".

אופיר שריד

כשמסתכלים על שווי חברות ורואים שהערך שלהן גבוהה מהשווי המאזני שלהן, אנחנו מתעלמים בכלל מכל נושא המימון, שהרי מרכיב משמעותי בשווי הוא גם המימון.

אמיר ברנע

בנוסחה שלנו מנוטרל המינוף הפיננסי.

אופיר שריד

כן, ראיתי את זה. גם כשרוכשים נכסים, צריך לשים לב להבדל בין רכישת נכס כנכס בודד לבין נכס שהוא תחת חברה ורוכשים את המניות. יש פוטנציאל אחר ומשמעותי עם החברה מחזיקה בנכס וקנית את מניות החברה ולחברה לדוגמא יש הלוואה שנגמרת עוד שנה או שההלוואה נגמרת עוד 8 שנים. יש הבדלים מאוד משמעותיים בתמחור, לכן ולייחס את ההבדלים בתמחור רק ל- cap rate, זה לא נכון.

שלומי שוב

אופיר בגלל זה אני אומר שאני חושב שגם חלק מהמטרה של הדיון היא שצריך לשפר את השקיפות ואת האיכות של המידע שנותנים על העסקאות. אתה מקבל כל מיני סוגים של מידע מאוד לקוני. חלק מהדברים שאתה מתאר רק עוד יותר מחדדים את הצורך הזה. זה דבר חשוב שצריך לעשות אותו.

דרור גד

שתי הערות קטנות ויסלחו לי חבריי, אני מהצד של היזמים, אבל שני דברים הפריעו לי פה. אחד, בהמשך לדבריו של אופיר שריד. אנשים בשוק ההון בשנים האחרונות מעריכים את שווי החברות לפי מכפילי FFO ולאו דווקא לפי המכפיל על ההון. לקחת את המכפיל על ההון ולהפוך אותו מיד לשמאות למטה, זה לאו דווקא הדבר הנכון. צריך לנתח ברצינות, מה מערכת השיקולים של המשקיעים ואיך מכפילי ה- FFO מושפעים מעוד פרמטרים שהם לא השווי של הנכס. בהערכת השווי נכנסים עוד שלושה דברים חשובים אחרים שאפשר לדבר עליהם במפגש אחר. הנקודה השנייה זה מה מוביל את השמאות. אנחנו קודם כל קונים תזרימי מזומנים. לקחת את העסקאות של נכסים המושכרים ל- 20 שנה למלון או דואר או איקאה ולהסיק מהם עכשיו שכל השוק עבר ל5% בעיני לא הוגן, לא הוגן לעצמנו, זאת לא המציאות. המציאות היא שרב הנכסים שאנחנו קונים, בישראל עוד יותר ממקומות אחרים בעולם, מושכרים בחוזים יחסית קצרים. כשאני רוכש חוזים קצרים אז אני חייב לבדוק את ה- NOI שלי בזמן ההסכם ביחס למקובל. אם הנכס באנדר-רנט אנחנו ניקח שיעור היוון נמוך ואם באובר-רנט שיעור גבוה. מסקנה - לדעתי אי אפשר לקחת כמה עסקאות ולהסיק מהן שהכל ב- 5%, הכל ב- 6%.

שלומי שוב

אגב, למה אתם נסחרים ב- 60% מעל ההון שלכן? איך אתה מסביר את הפער הזה?

דרור גד

אני מסביר את זה על ידי שני דברים. אחד, המבנה של הריט, הגענו לגודל של מסה קריטית שהוא יחסית יעיל מבחינת הזרימה של ה-NOI ל-FFO. זאת אומרת אתה מביא יחסית הרבה תזרים בסוף למשקיעים והמשקיע רואה את המימון הזול שלך ואת ההנהלה והכלליות הנוחות שלך בתור שני דברים שעוזרים לו כשהוא הולך וקונה את המניה שלך. נקודה שניה יכולה להיות שבשוק ההון חסר לך חברות טובות להשקיע אז המשקיע לא שואל את עצמו מה מכפיל ההון אלא שואל מה תשואת ה-FFO של ריט 1 (7.5%). מצד שני - כמה אני יכול לקבל באג"חים ריט 1 (0.5%)? הפער בין התזרים מהמניה לתשואת האגח גבוה ביחס לעולם וההשקעה נכונה לדעתו. זה לא אומר שכל הנכסים שלי עכשיו שווים 5%.

נתן חץ

אף אחד לא טוען שכל השוק הוא ב- 5%, אבל השוק הוא בוודאי ובוודאי לא ב- 7%.

דרור גד

אני מסכים איתך.

איתן בר זאב

אתם מנסים להחזיק את המקל בשני הצדדים. מצד אחד אתה אומר שהחוזים שלך קצרים, מצד שני אתה אומר שכשהם יתחדשו הם יהיו הרבה יותר טובים.

אמיר ברנע

חברים, מונחת לפנינו שאלה שקשורה לדוחות 2019. השאלה היא ברורה וחדה. האם העסקאות האחרונות שנעשו ברבעון האחרון של 2019, האם היציבות של שער הריבית הנמוך שלא הכרנו בתחילת 2019, ועכשיו היא יותר חלק מהכלכלה שלנו, האם הדברים האלה יכולים, או מצדיקים, שינוי מהותי, רוויזיה, של שער ההיוון של דוחות 2019 של חברות נדל"ן מניב? זאת השאלה על הפרק.

ירון ספקטור

אין ספק שיש שינוי בשיעור ההיוון כלפי מטה. דרמטי מ- 7% ל- 5%, לא. כנראה 0.5%, 0.7%, 0.25%, תלוי בנכס עצמו. אנחנו כעקרון השמאים לא נגד השוק, ואין לנו אג'נדה רק להעריך נמוך. כשהיו דירות בפתח תקווה ב- 1,200,000 ש"ח, הערכנו ב- 1,200,000 ש"ח. עכשיו כשאותה דירה מוערכת ב- 2,400,000 ש"ח, מעריכים אותה ב- 2,400,000 ש"ח. אין לנו איזה אינטרס להעריך דווקא נמוך. אנחנו רוצים באמת "לפגוע" נכון. מרגישים את השוק לא רק לפי העסקאות, אלא גם לפי מחירי הדרישה. יש מעט מאוד נכסים שדורשים 5%. בטח שנכסים שהם לא ל- 20 שנה וכו'. הערכה של נכס מורכבת, כמו שדברת אמרה, גם משווי שוק. גם בחו"ל שיעורי ההיוון הם לא קבועים. למשל במרכז לונדון בכיכר פיקדלי, אתה תמצא נכסים גם ב- 3.5%-4%, ואם תזוז 10 ק"מ בלונדון לפרבר ימכרו לך גם ב- 6% חוזה ל- 15 שנה.

אוהד עיני

אתחיל בהבחנה בין עבודת השמאים לעבודת השמאי הממשלתי, בפרסומים שאנו מפרסמים. בעוד השמאים מעריכים שווי של נכסים ספציפיים, אנו בשמאי הממשלתי, מפרסמים סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים בתקופה חציון מוגדרת.

סקירת שעורי התשואה, שאנו מבצעים, מהווה ממוצע כלל ארצי לכל סוגי הנכסים, לפי חלוקה לנושאים (משרדים, מסחר ותעשיה ולוגיסטיקה). הסקר משמש את כלל שמאי המקרקעין בישראל ולא רק את השמאים העוסקים בהערכות שווי לפי התקינה השמאית הבינלאומית (IFRS), לפיכך הסקר נערך לנכסים בגדלים שונים ולא רק לנכסים הגדולים, המדוברים כאן. מטרת הסקר לתת נקודת ייחוס (Benchmark) להערכות השווי, תוך כדי מתן כלים לסטייה מנקודת הייחוס.

בסקר האחרון שפרסמנו הוספנו נקודת ייחוס חדשה -סקר תשואה במשרדים שהדיור הממשלתי שוכר בהתייחס ל 4 הערים הגדולות (ירושלים, תל אביב, חיפה ובאר שבע), שם היו לנו מספיק נתונים. מדובר בשוכר בעל איתנות פיננסית, בדרך כלל לתקופה ארוכה, לגביו מסתבר ששיעור התשואה, בערים אלה, הינו בממוצע 5.5%. נתון זה דומה יותר לנתונים עליהם מדברים כאן, המאפיינים שוכרים איתנים בערים הגדולות.

יבגני אוסטרובסקי

ברמה התיאורטית השווי ההוגן הוא ליום מסוים ולכן גם אם אין עסקאות תיאורטית הוא יכול להשתנות. כדי להמחיש, נניח שהייתה רעידת אדמה ונשרף בניין, ולא הייתה עסקה בבניין, השווי שלו כמובן עדיין ירד. יש פער בין הדוגמא הקיצונית הזאת ובין המציאות אבל זה ממחיש את העניין. כולם פה דיברו על זה שהריביות ירדו. אבל, יש לנו שוק בישראל של נדל"ן שמסתבר שיש בו עשרות אלפי עסקאות בשנה. השוק הזה הוא שוק הדיור. הסתכלתי על עקומי הריבית, והריבית חסרת הסיכון ירדה מאוד. לסוף דצמבר, נניח, הריבית הממשלתית לטווח של עד 16 שנה היא שלילית. הריבית ירדה בכמעט אחוז השנה, ואם אנחנו משליכים ככה בפשטות, כמו שנרמז פה לגבי השוק המסחרי, על שוק הדיור, הייתי מצפה שהתשואות ירדו מ-3% ל-2% והמחירים יעלו ב-30%. אז אולי הם עלו השנה, אבל הם לא עלו ב30%, כנראה על כך תסכימו איתי. למה? כי פרמטרים של סיכון, של היצע, של שווי עתידי, זה לא מחר, זה לעוד הרבה שנים. בסוף יש איזה שהוא מרווח (Spread) בין הריבית חסרת הסיכון לבין התשואה של נכסים שכוללים סיכון, והשאלה, בהיעדר עסקאות, היא לא רק כיצד משתנה הריבית אלא בד בבד כיצד השתנה גם המרווח. אני חושב שכמובן אי אפשר להתעלם מעסקאות שהיו, והיו עסקאות. אבל, צריך לנתח אותן הרבה יותר לעומק ומשם להסיק מסקנות. נאמרו פה כל מיני דברים על המצב המייצג של הנכסים, על זכויות הבנייה בהם, ועל נושאים כגון over-rent ו-under-rent וצריך לנתח את ההיבטים האלה לעומק, ולראות מה קרה למרווח. אבל אם יש עסקאות גדולות שמעידות, לאחר ניתוח מעמיק, שהיה שינוי, אז היה שינוי.

"נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".

שלומי שוב

יבגני - כולם מסכימים פה שעסקאות גדולות מאוד של נכסים שלמים לא מתבצעות, כי אנחנו שוק ריכוזי וקטן, ויש הרבה כסף באוויר. יש פה כל מיני נסיבות שמובילות לזה שיש כאן סוג של פרדוקס שלא מתבצעות כאן עסקאות. מה קורה במצב כזה? מה האחריות של שמאי, הנהלה והדירקטוריון?

יבגני אוסטרובסקי

קודם כל אני יכול להסתכל עכשיו גם בזווית של רשות שוק ההון. 28 מילארד ש"ח של נדל"ן ישיר מוחזק על ידי המוסדיים ועוד הרבה יותר מכך שהמוסדיים משקיעים באופן עקיף דרך חברות, קרנות ריט ועוד. איכות השערוכים גם מבחינתנו חשובה. יש לכך השפעה אפילו ברמה הכספית, בגלל נושאים כגון מעברים בין קופות, פדיונות והתחשבנויות כספיות ממש. אחד הדברים שגם אנחנו נשים עליו דגש, באמצעות חטיבת ההשקעות שלנו, בתקופות הקרובות זה גם על איכות השערוך בתחומים האלה של הנדל"ן אצל המוסדיים. אני חושב שהשאלה שלך חשובה בהיבט הזה. בעיני מה שמצופה זה בסוף, וזה צוין פה גם לפני כן, לבוא ולראות את הפרטים ואת ההתעמקות. למשל, אם זה קניון אז יש את השאלות של קניונים כמו עומס, תפוסה, עסקאות, וכו'. אם זה נכס משרדי אז שאלות של מיקום והאם הנכס שופץ או לא, חוזים, תחרות וכו'.

שלומי שוב

אבל להשאיר את שיעור ההיוון סטאטי רק בגלל שאין עסקאות זה לא בהכרח הפתרון הנכון.

יבגני אוסטרובסקי

אני חושב שעסקאות הן דבר חשוב בגלל שמדובר פה על נכסים שהם לא חסרי סיכון. תנודה בריבית חסרת סיכון לא מושלכת ישירות לתנודה בתשואה שלהם, ולכן נדרש ניתוח של עסקאות. אחרי ניתוח מעמיק של עסקאות כאמור, והשוואה לעבר, אפשר לנסות להבין מה הכיוון וגודל השינוי, לאחר התאמה למאפייני הנכס. ברור שאם אתה מדבר איתי על משרד שמושכר לממשלת ישראל, בלי אפשרות ביטול, ל-400 שנה, אז אני יכול להגיד לך שאתה יכול פשוט לצטט אג"ח ממשלתי פחות או יותר ואין צורך בעסקאות. אבל אם זה לא זה, ככל שמתרחקים מהדוגמא הקיצונית הזאת, אז בגלל הסיכון צריך לעשות את האיזון הנכון.

דורון גיבור

קודם כל כמה דברים, אני לא יודע אם זה ישמח את האנשים שיושבים פה, אבל דיונים כאלה אני שומע גם משמאים, אפרופו רון, שעובדים בגרמניה ובהולנד. אני שואל אותם: "חברה אתם מצטטים לי בשמאויות שיעורי היוון והינה תסתכלו על העסקאות שאפילו אתם כותבים בשמאות שלכם". אז הם אומרים: "אין לנו מספיק עסקאות". מה שאנחנו אומרים שישראל היא שוק קטן כנראה התירוץ, או ההסבר הזה, הוא הסבר מאוד אוניברסלי ומאוד פופולרי. עוד טענה ששמעתי משמאים בישראל: "ומה יקרה אם מחר שיעור הריבית תעלה?, מה נעשה?". אם מחר שיעור הריבית חסרת הסיכון תעלה, כמו שנתן אמר, תורידו את שווי הנכס, זה בסדר. הוא צריך לשקף היום, אם היום אלה העסקאות אז אלה העסקאות.

שלומי שוב

בסוף עברנו לשווי הוגן אבל נשארנו בתכלס בקונספט של עלות.

דורון גיבור

נכון. אבל מצד שני, יש כמה דברים שאם אני מסתכל, מאפיינים של השוק בישראל, של השמאויות בארץ מול השמאויות בחו"ל, יש קצת הבדלים בין השמאים. בארץ אני חושב שהמרווח, או השונות, בין סוגי נכסים שונים, מיקומים, נכסים class a ונכסים class b, השונות בשיעורי ההיוון ביניהן היא יחסית מאוד מאוד נמוכה. הגרף הזה של הפערים בין שיעורי ההיוון בין נכסים הוא מאוד מאוד שטוח.

יכול להיות שכחלק מהמהלך פה צריך כן להסתכל בהסתכלות יותר רחבה. אני מכיר חברות, שמנסות למכור נכסים, במחירים שמופיעים להן בשמאויות בדוחות הכספיים, ולא נכסים המי יודע מה טובים, ולא עובד להם כל כך. זאת אומרת שיש פה כן שונות בין הנכס ה"טוב", והיו כמה עסקאות של נכסים באמת "טובים" ברבעון האחרון, לבין נכסים פחות "טובים". השמאים היום לא נותנים את הדעת לדעתי מספיק לפערים הללו.

שלומי שוב

זה חלק מהעניין, זאת נקודה מאוד חשובה.

דורון גיבור

נקודה נוספת, כשמשווים את המרווחים בשיעורי ההיוון בארץ ובחו"ל יש עוד נקודה שצריך לקחת בחשבון. כל מיני תשובות שאני מקבל משמאים בארץ: "זה כבר גלום בתוך שיעור ההיוון". זאת אחלה תשובה, אם זה כבר גלום בתוך שיעור ההיוון לגבי דברים שבחו"ל הם לא גלומים בתוך שיעור ההיוון, זה מסביר לי למה המרווח בארץ כשאני מסתכל עליו צריך להיות קצת, לא הרבה, יותר גבוהה מחו"ל. כל מיני דברים שנעשים בחו"ל נעשים בארץ בצורה מתודולוגית אחרת. לדוגמא, כשבונים תזרים קדימה ולא מהוונים לאינסוף, שמתחשבים בשיעור תפוסה ולא מניחים שיעור תפוסה מלא אלא ששיעור תפוסה הוא 95%. בחו"ל זה נלקח בחשבון במודל התזרימי שבארץ זה בדרך כלל לא נלקח בחשבון. זאת אומרת, יש פה כל מיני דברים שצריך לקחת בחשבון, התשובה היא לא שחור או לבן בדברים האלה. אי אפשר להתעלם מהעסקאות, אבל צריך לעשות את זה בצורה בררנית פר נכס.

יוסף זרניצקי

תראה, כשאנחנו מדברים למשל על קניונים כל הזמן, בדברים האלה צריך מאוד לשים לב גם לתמהיל בקניון לדוגמא. כשאנחנו מדברים היום על כל מיני נושאים כמו אופנה שנמצאת בבעיה, והשאלה היא האם דמי השכירות שגובים מכסים באמת את כושר היכולת של הסוחר לשלם את דמי השכירות האלה ואם אתה לא גורם למצבים שהנכס שלך ילך ויתרוקן כי אנשים לא יוכלו להחזיק מעמד.

אבי לוי

בגלל זה אתה רואה ששיעור התפוסה בקניונים הוא מא וד "נמוך".

אבי ורטהיים

אנחנו בדירקטוריונים בקבוצה, לאו דווקא באלוני חץ, גם בדירקטוריונים בחו"ל וגם באחרים בארץ, נתקלים בתופעה הזאת הרבה זמן. אני רוצה להגיד שהתהליך הזה של מעבר דורות ששלומי הזכיר בהתחלה של אנחנו "הזקנים" בוגרי תורת השמרנות, שבאנו לעולם הIFRS בתור עולם חדש, אז כן זה קשה לנו לפעמים לקבל את ההזדכות על סעיף השמרנות. עוד יותר קשה לנו שבסביבה שלנו יש את השמאים שבכלל לא שמעו את זה שהתורה הזאת כבר עברה מן העולם. הנקודה היא שאני חושב שעל זה אנחנו צריכים לשים פה דגש, בגלל שאנחנו יושבים פה דיון שלם והזכיר קודם אבי לוי דוגמא אחת, אבל אני חושב שיש אלף דוגמאות כאלה, אבל הדוגמאות האלה לא עולות על השולחן. לא ראיתי אף שמאי ואף אחד ששם דוגמא שהמחיר היה צריך להיות יותר גבוהה. תמיד יש הסבר למה זה לא מייצג כי בעצם זה יותר ככה או ככה, וזה תמיד לשלילה. כי התמהיל בחנויות הולך להיות בעייתי, כי בהתחלה זה קניית שליטה כי זה 50-50 ואחר כך זאת קניית מיעוט. כל הזמן מחפשים את ה"למה". בדירקטוריונים אנחנו רואים את זה כבר כמה שנים, לפחות 3 שנים. אני יכול להגיד שבדירקטוריון אמות, לא הייתה עסקה אחת על השולחן ב3 שנים האחרונות שהייתה בשלב החיתום, מה קרה בפועל בסוף זה סיפור אחר כי זה יכול לצאת יותר נמוך או יותר גבוהה, אבל בשלב החיתום הייתה מעל 6%. אני הזכרתי קודם את הנכס הזה ברמת החייל ש60% תפוסה, נכס שהבנייה שלו עוד לא נגמרה ובכל זאת החיתום שלו נעשה ב6%. אני רוצה להזכיר לכל השמאים כי כולכם, כל אלה שנמצאים פה, הם שמאים של חברות גדולות, גם במעט עסקאות שיש בשוק, יש עסקאות, ויש בערך פי שתיים עסקאות שנמצאות בקנה ובסוף לא יוצאות לפועל. הן לא יוצאות לפועל כי אולי מישהו אחר לקח את העסקה למשל אבל זה לא משנה, לכם יש את כל המידע גם אם העסקה לא יצאה לפועל, זה לא שלא היה קונה מרצון ומוכר מרצון. יכול להיות שהם לא נפגשו, יכולים להיות אלף ואחד דברים. את המידע הזה אתם לא לוקחים בחשבון. אני יכול להגיד לכם שאני דירקטור בחברת נדל"ן עשרים ומשהו שנה ומעולם לא ראיין אותי שמאי על השאלה: "אם תבוא לדירקטוריון עסקה על בניין כזה וכזה מה לדעתך הייתה התשואה הנכונה?", מעולם. אם חסר לכם עסקאות ואתם רוצים לדעת מה דעת הקונים, תראיינו את הקונים, תשאלו אותם, אתם הרי נמצאים איתם כל הזמן. קח נכס של עזריאלי תבוא לאבי מוסלר או לנתן חץ ותשאל אותם: "תגיד לי, את הנכס הזה, באיזה מחיר היית קונה?". ככה תגלו מה דעת הקונים, כי המוכרים יש לכם בעיה, ברור לכם שכל המוכרים יגידו לכם 5%, זה ברור. אני רוצה להגיד שבדירקטוריונים יש תסכול עצום, ובאמות לא עובר רבעון בלי שזה נמצא על השולחן, התסכול הזה בין מה שהשוק אומר לבין מה שנמצא בדוחות הכספיים ואני חושב שהמילה הנכונה היא לא שמרנות או אי-שמרנות, המילה

"נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".

הנכונה היא עיוות. הדוחות הכספיים נכון לכרגע מעוותים, ואני מציע שהשמאים יעשו קצת יותר עבודה בקביעת מהו קונה מרצון ומוכר מרצון גם כשיש פחות עסקאות, כי קונים יש ומוכרים יש.

גיא טביביאן

שתי הערות, לגבי חלק מההסברים שנאמרו. אני מסכים עם אבי. מבחינת שווי הוגן לצורך דוחות כספיים לפי IFRS 13, יש להניח רציונליות. אני יודע שבחיים יש הרבה פעמים בעסקאות אלמנטים שהם לא רציונליים. בעסקה של רכישה שבעל מניות בחברה או בעל נכס שקונה 50%, בעיני בהגדרה לא יכולה להיות טענה של פרמיית שליטה. בהנחה ואין שום זכויות עודפות ב50% האלה אל מול ה50% האחרים, אם שווי הנכס הוא 100 אז בהגדרה השווי של שני החצאים הוא 50. לדעתי לא יכולה להיות תוצאה אחרת, ואני אומר לך שאם מישהו יטען טענה אחרת אני חושב שבטח רואי החשבון המבקרים אמורים לבוא ולהגיד לו: "זו עסקה עדכנית לגבי אותו נכס. זו ראיה לשווי ההוגן".

אסתרי גילעז-רן

אבל במציאות זה לא ככה, תסתכל על קניון TLV.

גיא טביביאן

אני דיברתי על הנושא העקרוני. בהחלט יש מקרים של הסרת תביעה ודברים כאלה. דבר נוסף, לגבי הטענה שנשמעה כאן על הפורטפוליו, צריך לזכור את ההגדרה של שווי הוגן.

שלומי שוב

הוא ניסה להסביר את הפער בין הספרים לשוק.

רון זרניצקי

מה שאמרתי זה שיש כאן נקודה לדיון שלעיתים צריך לתת את הדעת לזה שלאור העובדה שיש פורטפוליו ורוצים להשביח את הפורטפוליו, או יכולות ניהול, וזה מתחבר גם למה שקלרה אמרה, כאשר בנק שוקל מימון והוא רואה לנגד עיניו בניגוד לשמאי לא רק את הנכס הבודד אלא גם את הניהול, את החברה, את כל הנכסים, לא בהכרח את הדבר הספציפי. וכאמור בניגוד לפרוטפוליו אנו כשמאים מתייחסים לכל נכס ביחידה עצמאית העומדת בפני עצמה.

גיא טביביאן

אני מזכיר שאנחנו מדברים על הערכות שווי לצורך דוחות כספיים לפי IFRS 13 אשר קבע מה זה שווי הוגן. היה פה בפורום לפני שנתיים דיון מה זה "משתתף שוק". אני חושב שבעקרון במצב שבו אם הנכס היה מוצע למכירה, נגיד במכרז, ויש לי מספיק משתתפי שוק, זאת אומרת יותר מאחד, שכן עושה את שיקולי הפורטפוליו האלה, אלה לא מאפיינים ספציפיים כמו פטור ממס למשקיע ספציפי, או שיש לו שיקולים של פטור ממס רכישה שלכל האחרים יש חבות במס רכישה. אם יש יותר ממשקיע אחד שעושה את שיקולי הפורטפוליו האלה, ואצלו זה משלים לו את הפורטפוליו, זה השווי ההוגן של הנכס. לכן, אני חושב שאם השמאים באים ואומרים: "אנחנו מסתכלים על השווי כנכס בודד בהתעלם מהפורטפוליו" ומצד שני אם אני אוציא את הנכס למכירה ובגלל שיהיו מספיק קונים שכן יעשו שיקולים של פורטפוליו, אז זה השווי ההוגן, זו ההגדרה בתקן. כמו שחלק מהמשתתפים אמרו, וכמו שדורון ציין, אני מסכים עם האמירה שצריך לבדוק כל עסקה פרטנית. באופן כללי, אנחנו מוצאים את עצמנו בוחנים לפעמים נכס ספציפי שהייתה לגביו שמאות, ויש עסקה בשווי יותר גבוה. נראה שבחלק מהמקרים השוויים בשמאויות נמוכים מדי ביחס לעסקאות האחרונות. אנחנו מוצאים את עצמנו כרואי חשבון ביותר ויותר מצבים שבהם יש לך שמאות, ואפילו שהתחיל משא ומתן, ואבי דיבר על הנושא של עסקאות שלא הושלמו, יש חשש שאם העסקה לא תצא, אולי כי

המוכר החליט בסוף שהוא יכול לקבל מחיר יותר טוב, אז בסוף יבואו ויגידו לך רגע למה שערכת לשוויים האלה. באופן כללי, בתקופה האחרונה כשיש עסקאות על נכסים, ניתן לראות שברוב המקרים העסקאות בוצעו במחירים גבוהים יותר מהשמאויות העדכניות על אותם נכסים. לכן התחושה הכללית היא שאמור להיות איזה שהוא עדכון. לא חושב שמ7% ל5%, אבל אמור להיות איזה שהוא עדכון בשוויים בדוחות 2018.

ירון אשל

אין ספק שאנחנו נמצאים בצומת של שינוי בנכסים. אני חושב שצריך להדגיש את השינוי בנכסים בגלל לוקיישן, בגלל התחרות, בגלל אופי הנכס, ולאו דווקא בגלל עסקה כזאת או אחרת שנעשתה ברדיוס של שני קילומטר כי כמו שנאמר פה במרחק של שני קילומטר יכולים להיות הבדלים משמעותיים בתשואות. השמאויות כן מרחפות מעל העסקאות, במיוחד של מוסדיים שאנחנו פונים אליהם, וגם אצלנו. בסוף אם אתה בא ואתה הולך לעסקה ואתה עושה חשבון שחוץ מאשר ה7%-6% שאתה מוכר ביום העסקה אתה נאלץ אחרי זה לעשות התאמה כי אתה חושב שקנית במחיר הראוי והשמאי אומר לך אחרת, זאת בעיה. זאת בעיה שבאמת יכולה לגלוש לחוסר כדאיות או חוסר רצון לעשות עסקה. דבר אחרון, לגבי מה שדרור אמר פה, נושא של תזרים המזומנים. אני חייב להגיד שברמת הקניונים היום, בדיקת תזרים המזומנים זה לא, לפחות אצלנו, העיקר. למעשה אנחנו בודקים את הנדל"ן, כי תזרים מזומנים למדנו שחברות עוגן של היום מחר לא רלוונטיות, ולכן אנחנו כשאנחנו מסתכלים אנחנו קונים נדל"ן, תזרים מזומנים הוא נחמד לתקופת הביטחונות של ההסכם.

יניב פגוט

אין כלכלה אחת לנדל"ן וכלכלה אחת לכל העולם האחר בכל האמור בשערוך לצורך ביטוי שווי הוגן. בתחום הנדל"ן המניב המציאות מלמדת כי ישנה פה מחלה שקוראים לה שמרנות-יתר, שמתביישים בה על השולחן הזה ולפיכך מתעקשים להסביר את מקדמי ההיוון הנוכחיים כמשקפים בעוד ברור שזה לא המצב . אם ניקח את העולם של חברות הביטוח למשל הרי ההתייחסות לריביות שוק שונה ב- 180 מעלות. ההתחייבויות של חברות הביטוח מהוונות במקדמי היוון המשקפים את עקום התשואות הנוכחי ומייצרים כרית של הון נוספת כאשר יש תזוזה במחירי השוק מטעמי שמרנות ואולם כאשר מדובר בצד הנכסים בענף הנדל"ן אזי קריסת תשואות החוב בעקום הממשלתי אינה מקבלת ביטוי מספק מתוך הנחה סמויה כי מדובר במציאות זמנית אשר עתידה להתהפך במהרה. כשזה קורה בנדל"ן משמרים את הכריות בטחון על כריות ביטחון וכך מחמיצים את השווי ההוגן בדוח הכספי. הציבור הרחב שאמור להישען על דוחות כספיים מקבל תמונה מעוותת של המצב הכלכלי של חברות הנדל"ן המניב ולא מסוגל לקבל על בסיסם החלטות השקעה . רשות ניירות ערך צריכה לדאוג כי מקדם השמרנות האמור ימוזער בדיוק כפי שהייתה פועלת כאשר נכס נתפש כמנופח כלכלית. יש פה ציבור שבסופו של דבר נפגע מהסיטואציה הזאת, הוא לא יודע לקבל החלטות, ולפיכך מותירים את זירת ההשקעות בבורסה למשקיעים המתוחכמים בלבד ברור שיש פה שמרנות יתר, שכולם מתביישים בה, צריך לעשות את עדכון מקדמי ההיוון כלפי מטה כך שיבטאו את השווי ההוגן כבר בדוחות 2019 ולא לפעול בשיטת הסאלמי המגחיכה את השווי ההוגן. המשקיעים המתוחכמים בבורסה כבר סוחרים במחירי המניות הרלוונטיות על בסיס מקדמי היוון נמוכים הרבה יותר וכך גם מבטאות העסקאות האחרונות בענף.

איתן בר זאב

המצב שנוצר הוא מצב נוח. הוא נוח מהסיבות שדיברתם עליהם קודם, שאתה עם buffer. אני לא אוהב שמשערכים ביתר כי אני אומר OK, בעוד ככה וככה שנים הריבית תעלה ואז אני אצטרך להתחיל למחוק. אני מעדיף שהקו שלי יהיה ישר, זה נוח לי, אני אומר לכם את זה בגלוי. זהבית אמרה קודם על זה שלא משערכים כלפי מטה, אני לא יודע מאיפה זה בא. אנחנו שערכנו בשנה וחצי האחרונות, כמעט שנתיים, סדר גודל של בערך 80 מיליון דולר כלפי מטה. אז כן שערכנו כלפי מטה ובהחלט צריך לשערך כלפי מטה כשהשוק אומר לך שהשווי שלך בספרים הוא לא בסדר. אבל אין ספק שכרגע, בנקודת זמן הזאת, נוצר פער.

אמיר ברנע

זה מפריע לך בניהול העסק, הפער?

איתן בר זאב

לי זה לא מפריע בניהול העסק. אבל מפריע לי, קח למשל מרכז קניות כמו אילת שיושב היום בעומס של פחות מ- 6%, החבר שיושב לידי הוא המשערך של המרכז הזה. אני אשאל את כל החברים האחרים פה שמחזיקים נכסים - כמה הם מוכנים לשלם בשביל המרכז הזה, זה יהיה הרבה הרבה יותר אגרסיבי ממה שייתן, הרבה יותר. אז יש פער, אין מה לעשות, אם אתם רוצים לחפש את האמת את הנקודה המדויקת של מה הערך היום, שזה מה שאתה אומר שצריך לקבוע לפי החשבונאות.

"נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".

ואדים פורטנוי

בהקשר של הערכות שווי, הן משיקות לשמאות נדל"ן בשיטות העבודה. בסופו של דבר התוצאה היא שווי של נכס. במקרה שלנו, של הערכת שווי של חברות או עסקים, לא יכולה להישמע טענה של: "אין עסקאות", זאת טענה שהיא בכלל בלתי נתפסת. אני לא יכול לבוא ולהגיד שאני לא יכול להעריך חברה כי חברה דומה לא נמכרה. קחו לדוגמא את בנק איגוד למשל. כמה שנים לא הייתה עסקה כזאת? איך מעריכים? יש בטח PPA בדרך. מה שאני מנסה לומר שלפחות בהסתכלות מהצד, הטענה שלא ניתן לקבוע שווי לנכס כי אין עסקאות בשוק, זאת טענה מאוד מוזרה. מעבר לזה, יש גם איזה שהוא קושי בשמאות, והייתי מעורב בכמה עסקאות של חברות נדל"ן מניב בשנים האחרונות, למשל איירפורט סיטי וביטוח ישיר השקעות פיננסיות, השוק מאותת שהשמאויות כנראה שמרניות במידה מסוימת. עם זאת, התמונה אינה אחידה. אני חייב לומר ש-א. חברות שונות מטפלות שונה בנכסים. יש כאלה שיותר שמרניות ופחות שמרניות, יש חברות שיותר קרובות לשווי ופחות קרובות לשווי. עוד נקודה אחת בהקשר הזה, אני חייב לומר שהקושי של השמאים, זה שיש איזה שהיא אחידות בשוק. בשונה נגיד מהערכות שווי ששם אנחנו יכולים לראות 3 הערכות שווי שונות לחברה לאותו מועד, נגיד לIDB היו 3 הערכות שווי שונות וכל אחד ייצגה או אג'נדה שונה או תפיסת עולם שונה, וזה לא הפריע לאף אחד. בשמאות יש כנראה איזה שהיא אחדות דעים בשנים האחרונות שמקבעת את המצב, ויש חשש שמישהו יעשה את הצעד הראשון להפחתת שיעור ההיוון.

ירון ספקטור

לעניין העסקאות - כולנו כבר קיבלנו את זה כאקסיומה שאין עסקאות. זה לא נכון, יש הרבה עסקאות בשוק. נכון שיש פחות עסקאות בנכסים גדולים או שלמים, אבל יש הרבה עסקאות ומרגישים את השוק. יש הרבה עסקאות של 10 מיליון, 20 מיליון ו- 30 מיליון, כל הזמן יש עסקאות. אז השוק הוא גדול, ומותר לעשות התאמה. אז מה שנשאר לעשות זה בסך הכל לראות מגמה. אם בכל העסקאות ישנה מגמה של ירידה והעסקאות האחרונות שעכשיו הגיעו תומכות במגמה של ירידת שיעור ההיוון. אנחנו חולקים קצת וקופצים "זה 5% או לא 5%" כי לא ראינו בשוק 5%. אז מסבירים את זה כשליטה, כחוזה ל- 20 שנה, כמעטפת וכו'.

אמיר ברנע

ומה המסקנה?

ירון ספקטור

אמרתי, שיעורי ההיוון ירדו, כולם מסכימים על זה. השאלה היא בכמה, הם לא ירדו ל- 5%.

פנינה אלה

אנחנו כמו שדיבר ירון רואים הרבה מאוד עסקאות, עסקאות שדובר בהן עכשיו זה באמת העסקאות הגדולות של החברות הציבוריות אבל אנחנו רואים את העסקאות הקטנות והבינוניות ושם שיעורי ההיוון הם לא כאלה נמוכים. דבר נוסף, אני מקבלת את הגישה שהבנק לא צריך להיות שמרן באופן כללי, אנחנו כן היינו רוצים לתת את האשראי בהתאם לשווי האמיתי של הנכס, בעניין הזה אני מסכימה גם עם קלרה.

שלומי שוב

מבחינתך עסקאות לא נתקעות בגלל שיעורי היוון גבוהים מדי?

פנינה אלה

לא. אני לא מתעלמת ממה שקורה פה, בהחלט יש מקום לבחון את הסוגיה אבל הפערים הם לא מאוד גדולים כמו שהוצג פה בדיון. צריך להמשיך ולראות העסקאות, לראות עסקאות קטנות, לראות עסקאות גדולות.

יאיר שלהב

ההסבר שהשמאים נותנים לפער בין מחירי ההון שלהם לבין הערכת השוק (המתבטאת בשווי השוק של החברות) מוסבר לדעתם בפרמיית היזמות שהציבור משלם ברכישת מניות החברה מעבר לשווי הנכסי. זה לטעמי לא הסבר מספק.

א. חלק משמעותי מהחברות אינן יזמיות. אלא אולי יודעות לתפעל נכון את הנדל"ן המניב שלהן.

ב. הפער גדול מדי ביחס לפרמיית ייזום.

ג. עסקאות שעולות על השולחן לרכישה או למכירה משקפות בפועל מחירי הון נמוכים משמעותית ממחירי ההון של השמאים אנחנו ממש חשים עיוות משמעותי בהערכת שווי הנכסים. ועסקת מכירה שבצענו לאחרונה במגה אור רק מצביעה על כך.

אמיר ברנע

אני מתרשם שמוסכם כי 2019 הייתה שנה חריגה בה מצדיקים הנתונים ששערי ההיוון יופחתו במסגרת שהיתווה ירון. המספרים מלמדים, כי אם שווי השוק הוא אינדיקטור שער ההיוון ירד מ- 7% ל6% בסדרי גודל. השאלה היא אם נכון להישען על מחירי שוק, של עסקאות מניות כאשר יש שאלות מיסוי שלא דיברנו עליהן בכלל למשל האם כשאתה קונה מניות המיסוי הוא אותו המיסוי כמו שאתה קונה נכס או מוכר נכס, האם זה משפיע? זאת אומרת כמובן שאנחנו משאירים לשמאים את העבודה המקצועית הזאת, אבל לפחות הבנתי מרוח הדברים כאן, כי כולם מרגישים שהיצמדות לשערי היוון של 7% היא לא מעודכנת לינואר 2020.

שלומי שוב

אני רק רוצה ברשותכם להשלים את הסיכום. אנחנו רואים פה את הפער בין אנשי העסקים לבין האנשים שבאים מהצד המקצועי. לא מקנא בכלל בשמאים בתקופה הקרובה, יש להם עול לא פשוט על כתפיים. גם הרגולטורים פה לא מקלים עם הנושא והם נמצאים איפשהו בתווך. אני רוצה לציין שני דברים. אחד, שמענו פה משהו שהוא מאוד מדאיג מהצד של המנהלים, שלמעשה נוצרה פה כרית ביטחון, buffer, ואתם יודעים זה מזכיר לנו כחשבונאים עולמות בעייתיים של ניהול רווחים ודברים שאנחנו אפילו לא רוצים לדבר עליהם יותר מדי סביב השולחן הזה. אלו תופעות לוואי מאוד מסוכנות שלא צריך להגיע אליהן. כמו כן, הדיון היום הזכיר לי משהו שהוא מאוד מדאיג אותי: אנחנו כבר 12 שנה מאז המעבר ל- IFRS אבל אנחנו באופיינו נשארנו בתפיסות של פעם שאמנם עברנו מעלות לשווי הוגן אבל למעשה אנחנו מקבעים את השווי ההוגן כעלות, וזה מצב לא נכון. אתם יודעים שבשווי הוגן יש לנו היררכיה: level 1, level 2, level 3 , והנדל"ן המניב מקוטלג לפי הדוחות הכספיים של החברות ב- level 3. level 3 אגב ואדים, זה בדיוק ה- level שאתה נמצא בו כמעריך שווי. גם ב-level 3, נעדיף להיות כמה שיותר בנתוני שוק אבל עדיין כששיקול הדעת הוא מרכיב מרכזי, כשיש הרבה התאמות שצריך לבצע נראה לכם סביר לא להתחשב למשל בירידת הריבית? אני גם מסכים עם מה שרן אמר כמובן, שההסתכלות צריכה להיות פר נכס, וזה אגב חלק מהבעיות של מאפייני עלות. מה הבעיות של מאפייני עלות? שמכניסים את כולם לאותו סל וזאת בעיה חמורה. כשאתה רלוונטי יותר אתה גם יוצר את השוני בין נכסים שונים. אין ספק שיהיה מעניין לראות בחודש מרץ את הדוחות הכספיים הקרובים. תודה רבה.

הבינתחומי הרצליה

התכנית בחשבונאות AccounTech

FVF פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

"אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS16".

תאריך המפגש: 5 בפברואר 2020

נושא המפגש: "אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".

חומר רקע למפגש: לחץ כאן

נוכחים: שלומי שוב, אמיר ברנע, רקפת שני, רוני עמיחי (רשות ניירות ערך), אורן הר נבו (דלויט), איתי קדמי (בנק ישראל), גיא זמורה (KPMG), גיא טביביאן (דלויט), גידי שלום בנדור (S-CUBE), דגנית דניאל (משרד המשפטים), גל עמית (ויקטורי קונסלטינג), גנדי גולדשטיין (משרד המשפטים), דני ויטאן (KPMG), ואדים פורטנוי, יאיר שלהב, יבגני אוסטרובסקי (רשות שוק ההון), לילי אילון (איילון בקרת פרוייקטים וייעוץ בע"מ), מור קולא (variance), משה אטיאס (מטריקס), עמנואל אבנר (definance), רון הדסי (אלביט הדמיה), שלומי וינר (אוניסון יועצים), יעל ג'רסי (PWC), מוטי דטלקרמר (BDO), אודי גרינברג (BDO), אמיר סוראיה (MGI), יניב פגוט (איילון), רם לוי (variance), יוסי רזניק (רזניק פז נבו - נאמנויות), גיא ברכה (PWC), אייל מוליאן (חנן מור), עדי סקופ (מגדל), שמואל ויינשטיין (רשות המיסים), אולגה אלקסייב (EY), רן גולדשטיין (מדרוג), גיל מור (PWC), ערן יעקבי (רוסריו), יעל סלטון (KPMG).

אורחים שנכחו בדיון: אדווה מדליון (רשות ני"ע), גיל שדה (רשות ני"ע), ניר דוד (רשות ני"ע), איתי כהן (רשות החברות), ארז טל (KPMG), גיא אלגרנטי (PWC), ברק מימון (רשות המיסים), יהודית הילרוביץ (רשות המיסים), אורנית קלרו (רשות המיסים), רפאל נסרדישי (פאהן קנה), אבישי פורט (גיזה), , אלה תמיר (KPMG).

צוות מקצועי: דניאל שרון, דקל רינצקי, יואב אטיאס.

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם,

אנו דנים היום בנושא של אופן בדיקת ירידת ערך נכסים על פי IAS 36 בעידן של IFRS 16 - הנושא רלבנטי היום לדוחות הכספיים השנתיים שצפויים להתפרסם בחודש הבא ולכן הוא מאד אקטואלי ואני גם חייב להגיד לכם שככל שמתעמקים בו מדובר בנושא מורכב מאד וזה לא סתם כנראה שהגיעו הבוקר כל כך הרבה משתתפים לדיון. בד"כ בנושאים שהם חשבונאיים בלבד ההשתתפות לא כל כך גדולה.

הנושא גם מאד מתקשר לנושא של השפעת IFRS 16 על הערכות שווי - נושא שדנו בו בעבר ולמעשה מחדד אותו יותר. הוא מחדד אותו יותר כתוצאה משילוב של שני אלמנטים. האלמנט הראשון הוא השימוש שעשו רוב החברות בפרקטיקה בשיעור היוון תוספתי שהוא נמוך משמעותית משיעור ההיוון הגלום בחכירה. דבר זה הביא לניפוח של נכס זכות השימוש. שיעור ההיוון בהתאם לתקן הוא שיעור הריבית הגלום בחכירה ואם הוא ניתן לקביעה שיעור הריבית התוספתי של החוכר. מבחינה כלכלית ברור ששיעור ההיוון הגלום בחכירה נכון יותר אבל כפי שחזינו החברות הלכו על התוספתי ולאור שיעורי הריבית הנמוכים הוא ממש מזערי וגרם לניפוח של נכסי זכות השימוש.

אני זוכר שבכנס של האגודה למעריכי שווי שהתקיים כאן לפני כשנה ביקשתי לעלות לבמה ולהגיד את זה - ששימוש כזה יוביל אותנו לבעיה כשנגיע לירידות הערך. אגב, באל על למשל השתמשו לפי הוראות המעבר בתוספתי והם משתמשים בשיעור ההיוון הגלום בחכירה לגבי מטוסים חדשים שמגיעים אחרי. הבעיה שהעיקר היה לפני לדעתי. אגב בביאורים של אל על רואים את הפער האדיר בשיעור ההיוון שהיא משתמשת למדידת נכס זכות השימוש החל מ- 4 אחוז שזה התוספתי ועד בצד השני ל - 9.5 שזה הגלום בחכירה.

האלמנט השני הוא הכללים החשבונאים לבחינת ירידת ערך ב- IAS 36 ובראשם אופן ההתייחסות ליחידה מניבה מזומנים - האם היא יכולה לכלול את ההתחייבות הפיננסית ובכך לנטרל במידה רבה את בעיית הניפוח של נכס זכות השימוש? בהתאם לתקן, הערך בספרים של היחידה אינו כולל את הערך בספרים של התחייבות כלשהי, אלא אם כן לא ניתן לקבוע את הסכום בר- ההשבה של היחידה המניבה מזומנים ללא התייחסות לאותה התחייבות.

אני לא מצליח להבין איך ניתן לומר שלא ניתן לקבוע את הסכום בר ההשבה ללא ההתחייבות. אגב - הבעיה קיימת לא רק לעניין שווי שימוש אלא גם לעניין שווי הוגן נטו - הרי גם אם נניח כי החברה בכללותה היא יחידה והשווי ההוגן נקבע לפי מחיר השוק שלה, הרי שיש להוסיף את שווי החוב הפיננסי כדי להשוות לנכסי היחידה ואז השווי הזה נמוך מהערך בספרים של ההתחייבות ולא פתרנו את הבעיה..

אני מבין שבנושא זה יש כיום מחלוקת בין הביג 4 העולמיים: EY ו-KPMG מאפשרים את זה בעוד דלויט ו-PWC לא. אתם מבינים שהמשמעות של זה היא בגדול לנטרל את השפעה IFRS 16 ובין היתר את בעיית הניפוח הקיים בנכס זכות השימוש כתוצאה מהשימוש בשיעור הריבית התוספתי - למרות שזה לא לגמרי מדויק - אם נתעלם מהוראות מעבר זה נכון ב- DAY 1 אבל לאחר מכן הנכס וההתחייבות לא מופיעים על אותו הסכום.

אגב אחת הסנוניות הראשונות של ירידת ערך בעידן החדש היא אל על שבודקת שווי שימוש למטוסים שלה - והיא לא הכניסה את ההתחייבות - כלומר הלכה על IFRS 16 ואני חושב שזאת הדרך הנכונה. בהמשך נשמח לשמוע גם ממוטי שעשה את הערכת השווי הראשונה הזאת על כך.

אם נשים לרגע בצד את הבעיה החשבונאית הנ"ל למרות שאני לא רואה איך יוצאים ממנה - אז הסוגיה המורכבת ביותר לטעמי היא דווקא הסוגיה הכלכלית והיא הנושא שדנו בו בעבר - ההשלכות של התקן על הערכות שווי. אמיר ואני דיברנו על כך כבר בעבר שלדעתנו התקן מציף נושא שכנראה מעריכי השווי לא נתנו אליו בעבר מספיק את הדעת וביצעו הבחנה בין מאפייני החכירות - בין חכירה שהיא במהותה הוצאה תפעולית לבין חכירה שהיא במהותה הוצאה פיננסית כלומר שקולה לרכישת נכס בהלוואה, על בסיס בין היתר תקופת החכירה, מידת הגמישות של החוכר לצאת ממנה (ריקורס/נון ריקורס), מידת התאמת הנכס לצורכי החוכר וקיום שוק משני- כך בחברה כמו אל על וי וורק זה במהות פיננסי. זה ברור שיש לכך השפעה דרמטית על השווי - כמובן בהנחת של חכירות בהיקף משמעותי - לאור הפער בין היוון ההוצאה לפי ה-WACC לבין לפי היוונה כחוב פיננסי. כמובן שנדרש לבצע התאמות לאינסוף וכו'.

בהקשר הזה, יש דווקא תמימות דעים בין המשרדים והם חושבים שבעקבות IFRS 16 ה-WACC צריך לרדת בשני נימוקים:

1. התוספת של החוב הפיננסי בנוסחא - כאשר הם אומרים מנגד שמחיר ההון לא משתנה

2. הגידול בתזרים התפעולי הקבוע שמקטין את הסיכון

אני חייב להגיד שאני לא מצליח להבין את הנימוקים והם מלאים בסתירות פנימיות. הרי מצד אחד אנחנו יודעים שאין שינוי בביטאות הנצפות כלומר במחיר ההון, אבל איך זה מסתדר עם זה שהחוב הפיננסי פתאום גדל? הרי לכאורה היה צריך להגדיל את מחיר ההון (KE) לאור הסיכון הנגרם בשל מינוף באמצעות הביטא הממונפת. הרי בעולם ללא מס, לא צריכה להיות השפעה לרמת המינוף על ה-WACC והוא צריך להיות שווה ל- ROA - לתשואה התפעולית על הנכסים. גם הטיעון השני לא ברור - הרי אם אין שינוי בביטא אז איך אפשר להגיד שהסיכון התזרימי ירד? אני חושב שלאנשי מימון מאד קשה לשמוע את הנימוקים האלה.

אנחנו נכנסים כאן ממש למלכוד: ככל שהביטא לא השתנתה אז יכול להיות רק אחד מהשניים:

1. או שהשוק מתעלם מהתקן החדש ולא רואה בכך גידול בחוב הפיננסי ואז יש בעיה עם החישוב החדש

"אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".

2. או שהשוק תמיד התייחס לתקן החדש מבחינה כלכלית - ואז חישובי העבר מוטעים

אני ברשותכם רוצה להציע את התובנות שלי ונראה לי שאמיר מסכים איתי - עשינו על זה חשיבה רבה כבר שנה וחצי - לא פשוט בכלל גם אם זה נראה ככה - ואני רוצה כעת לעשות ניתוח לוגי פשוט.

לצורך כך נצא משלוש הנחות היסוד הבאות:

א. מחירי המניות בשוק ההון מתמחרים באופן נכון את שווי המניות, ללא קשר לאופן הצגה חשבונאית כזה או אחר של החכירות.

ב. בעקבות יישום IFRS 16 אין שינוי במחיר ההון העצמי - כלומר אין שינוי בבטא הנצפית בשוק בנוסחת ה- CAPM. הממצאים האמפיריים שמתקבלים לאחר יישום IFRS 16 תומכים בהנחה זאת .

ג. עד ליישום התקן מעריכי השווי לא עשו את ההבחנה שאנו מדברים עליה כעת - כלומר התייחסו לכל החכירות התפעוליות ככאלה.

בהינתן הנחות היסוד ולאחר שהבנו את ההשפעה הפוטנציאלית של חכירות המסקנה היא שנדרש ניתוח של מהות החכירה כדלקמן:

1. ככל שמדובר במהות בחכירה פיננסית - המשמעות היא שהערכות השווי שבוצעו בעבר היו ככל הנראה מוטעות כלפי מעלה - שהרי ההוצאה הפיננסית הוונה בשיעור ה- WACC. עם זאת קיים אפקט מקזז מסוים בעצם הירידה ב- WACC כתוצאה מיישום נכון של החוב הפיננסי בנוסחא.

2. ככל שמדובר בחכירה תפעולית במהות - המשמעות היא שהערכות השווי שבוצעו בעבר היו נכונות ויש להמשיך באותה הדרך (בהתאם לקשיי יישום) - כלומר, אין שינוי בשווי ואין עדכון של ה- WACC.

מה שכן - גם המצב השני לא פותר את הבעיה החשבונאית שבה התחלנו - ויכול להיות בהחלט שיישום נכון יוביל כעת לירידת ערך ככל שלא לוקחים את ההתחייבות הפיננסית יחד עם היחידה כפי שלדעתי צריך להיות מבחינה חשבונאית ולכן מהבעיה של ניפוח נכס זכות השימוש לדעתי אין דרך יציאה. כמו כן, שימו לב שהמצב הראשון גם חושף אותנו לכאורה במקרים גבוליים (או מקרים שירידת הערך הייתה בתוך הכסף בעבר) לבעיה של טעות חשבונאית בעבר - כמובן בכפוף למהותיות.

אני מבקש מכם בדיון להיות עם ראש פתוח לאפשרות שהערכות שווי בעבר, לרבות בהקשר של שווי שימוש, לא נוהלו מתודולוגית בצורה נכונה - אנחנו באכסניה של האקדמיה בואו לרגע ננטרל את הפוזיציה וזה ברור שלכל מי שנמצא בתחום יש כזאת ולא נהיה נעולים שכל מה שעשינו בעבר היה נכון ונעשה חתירה למטרה - לצורך קיום של דיון אינטליגנטי.

בכל מקרה, עולות כאן המון שאלות - כמו אופן הטיפול בחידושים הרי תקופת החכירה היא לכאורה טכנית וכו' - עשינו רשימה מאד ארוכה של שאלות בחומר הרקע ובטוח שגם לא מיצינו את הכל ואני מניח שהן יעלו במהלך הדיון - אנחנו צריכים את מיטב המוחות והם כאן.

נמצאים פה היום כל הגורמים הרלבנטיים לממשק שבין החשבונאות למימון - ראשי המחלקות המקצועית מצד אחד מעריכי השווי מצד שני וגם נציגות יפה של רשות ני"ע ואנחנו בדיוק במאני טיים.

אמיר ברנע

חלק מהדברים ששלומי הזכיר נלקחו מדיון בינינו לקראת מושב זה של הפורום לכן אני פטור מהתייחסות. בלב הניתוח הכלכלי של השפעת התקן היא השאלה האם החכירה היא תפעולית או פיננסית? מבחינה כלכלית אם היה נדרש היוון על פי שער הריבית שגלום בהסכם החכירה האם לא הייתי פותר חלק גדול מהבעיה שהעלה שלומי, משום שהוא מתקרב ל-WACC. אם החכירה תפעולית אז השער הגלום מתקרב ל-WACC ואם היא פיננסית אז הוא מתקרב לריבית החוב. כלומר אם באופן שיטתי משתמשים בשער הריבית התוספתי אלא בריבית שגלומה בהסכם החכירה האם לא מצטמצמת הבעיה ששלומי הגדיר כדרמטית.

התוצאות הן ברורות. הבעיה היא מה שווי החוב. האם שווי החוב נקבע על פי WACC או לפי ריבית קרובה ל-WACC או שווי החוב נקבע על פי ריבית חוב ואז נוצרת הבעיה של ניפוח ערך הנכס וכל הבעיות שהועלו שאין צורך לחזור עליהם כאן. אני סקרן לשמוע האם ללכת לריבית הגלומה בחוזה החכירה היא לא איזשהו פתרון לפחות חלקי הרי לבעיה שהצגנו.

דבר שני, הרי כל ההפעלה של IFRS 16 בנויה על משך חוזה החכירה. וכמו ששלומי ציין, משך חוזה החכירה הוא נתון שרירותי לגמרי. הרי אפשר להקטין את כל הבעיה על ידי קיצור החוזה. כפי שהראינו לפני שנה נדרש תקנון באופן שיבטא משך חכירה כלכלי ולא חוזי, אחרת ממלא מתרחקים מהמודל הכלכלי. אז כל עוד אנחנו נאחזים בחוזה החכירה בתור בסיס להיוון ולקביעת שווי הנכס (שווי שימוש), אז אולי ממילא כל השווי מעוות מלכתחילה. הרי מעצם היישום של IFRS 16 שמראש מרחיק אותו מאיזושהי מדידה כלכלית של שווי נכון, גם של שווי השימוש וגם של החוב שנגזר ממנו. לכן אני שואל מה דעתכם, האם ללא תקנון התקופה יש טעם בכלל בנבירה הזאת בקשר שבין הדיווח החשבונאי של IFRS ובין שווי כלכלי של נכסים וחוב.

משה אטיאס

אני רוצה להגיד משהו מקדמי לפני שמתחיל הדיון, על מה שקורה היום בקרב אנליסטים. אני מסתובב המון בשוק ההון. אני כל רבעון מסתובב לפחות אצל 10 גופים. ואני אמרתי את זה לפי דעתי בפורום הקודם, שוק ההון לא מבין את IFRS 16. אם אנחנו מדברים על impairment הוא עדיין לא מבין את המשמעות של זה. מה שקרה השנה, בגלל שהשנה הייתה מאוד מוצלחת, זה ם לא חידד שום דבר. כי הרי, בשנה כזאת שהכל עלה, 20% ו-30% גם לא נוצרה הבעיה הזאת כי השווי שוק הוא כזה גבוה. הם לא נדרשו לעניין הזה ושמו את זה פחות או יותר בצד. יכול להיות שבצים, אולי באל על, בכל מיני מקומות כאלה זה קצת יותר. אבל ב-90% השוק לא מבין מה זה אומר. לפעמים אני מפנה אותם ואומר להם: "תסתכלו על הריבית התוספתית, תעשו רשימה של חברות עם הריביות. זה אומר משהו". זה מעריכי שווי שקבעו.

אין עם מי לדבר כרגע, אני חושב שדווקא impairment יחדד את עומק ההבנה של IFRS 16. כי ביום שיהיה כשל כזה ויתחילו למחוק, פתאום יבינו מה זה אומר. אגב, גם אף אחד בבנקים לא שאל אותי את זה. אני עובד עם כל הבנקים במדינת ישראל בתחום של אשראי. אף אחד בבנקים לא שאל אותי. נכון שאצלי זה 200 מיליון שקל זה לא כסף גדול, אבל לא שאלו אותי על זה. חשבתי שמישהו ישאל אותי על זה.

אני לפני כמה חודשים, בגלל שכל כך הרבה אנליסטים פנו אלי, עשיתי כנס פרטי מיוזמתי. נכון, דיברתי גם קצת על הדוחות של מטריקס אבל הסברתי על IFRS 16. אחר כך הזמינו אותי לכל מיני מקומות. לא מבינים את זה חברים. פה כולם אנשים ברמה אחרת לגמרי.

אני רוצה להגיד שהדיון הזה הוא קריטי ומאוד חשוב. בדיון אנחנו ברמה הרבה יותר גבוהה מאלו שבסוף מנהלים את הכסף שלנו וקובעים את השווי ועושים מודלים. הם לא מבינים את זה.

שלומי שוב

העצמת יותר את הבעיה.

משה אטיאס

זה פשוט מדהים, אנאליסטים אמרו לי: " אנחנו מתעלמים מזה, אנחנו עושים את המודל הקודם". אז אמרתי "מהיום והלאה, אתם צריכים להסתכל על זה לפני ואחרי. כן תסתכלו, כמו שאנחנו מסתכלים על דוחות כספיים, אנחנו לא מסתכלים על שורת הרווח, אנחנו מסתכלים על כל הפרמטרים." הרי לא השתנה שום דבר ברמה הכלכלית. זה ברמה של החשבונאות, אז בואו נבין מה זה אומר.

דני ויטאן

אני אתייחס לכמה דברים ששלומי אמר.

אני לא בטוח שיש מחלוקת עקרונית בין המשרדים. יתייחסו גם החברים הנוספים שיושבים פה. אני חושב שהעניין פה בדיון זה יותר יישום פרקטי מאשר דיון עקרוני. אני לא חושב שיש ויכוח לגבי הנושא העקרוני של אופן בדיקת impairment אלא הדיונים הם באמת דיונים שמתמצים בשאלה האם הגישות הפרקטיות השונות הן נכונות יותר או נכונות פחות והאם הן מביאות לאותה תוצאה.

לגבי הנושא העקרוני, אחת שאנחנו מיישמים את IFRS 16 מתווספים לנו נכסים שנמצאים בתוך בדיקת ה-impairment בתוך ה-CGU. אני לא חושב שמישהו חולק על האמירה הזאת. עכשיו השאלה באמת האם מודל הברוטו ומודל הנטו שהתייחסתם אליו גם בנייר, הם מודלים שמביאים לאותה תוצאה.

לפחות ברמה התיאורטית, יישום נכון של המודלים אמור להביא לאותה תוצאה. אני חושב שהבעיה היא יותר בעיה פרקטית, יש פה גם מעריכי שווי, זוהי בעיה של זמינות נתונים לגבי שיעור המינוף של חברות שכבר יישמו את IFRS 16 והיכולת בעצם לגזור את שיעורי ההיוון מתוך חברות השוואה שדומות לחברה הנבחנת או ליחידה הנבחנת. זו הבעיה הפרקטית שמתמודדים איתה כרגע ולכן עולה הטענה כאשר יחלפו מספר שנים, המידע של אותן חברות השוואה יהיה זמין וכבר נוכל לגזור שיעורי היוון מחברות שיישמו את IFRS 16 ונוכל לראות מה שיעורי ההיוון המתאימים. ואז השאלה הזו תהיה פחות קריטית. כרגע, חברה שרוצה ליישם את המודל שמנטרל את תזרימי המזומנים של החוב, לא בטוח שהיא יכולה למצוא את שיעורי ההיוון המתאימים ולכן הבעיה הזו עולה עכשיו.

לגבי הביטא, אני לא בטוח שיש כאן בעיה. אני מסכים שאם אתה מגדיר את אותה יחידה, זאת אומרת אם אתה מגדיר יחידה זהה מבחינת הרכב נכסים והרכב תזרימים, על פניו הביטא שלה לא אמורה להשתנות אם יישמת את IFRS 16 או לא יישמת את IFRS

16. העניין שיש פה פער בין שתי השיטות לגבי מה כלול באותה יחידה.

שלומי שוב

בהינתן הערכת העבודה שלנו של השוק. אתה יודע, לקחתי כאן כמה הנחות משמעותיות, הנחות עבודה. בהינתן שהשוק יודע לזהות כלכלית את הנכסים שקיימים אז הרישום החשבונאי כזה או אחר לא צריך לשנות.

דני ויטאן

הרישום החשבונאי לא צריך לשנות לגבי התוצאה הסופית. אבל אני אומר עוד פעם, יש כאן הבדל בין השיטות לגבי הרכב הנכסים והרכב התזרימים בין השיטות. באותה מידה אם תכליל חוב פיננסי בתוך ה- DCF שאתה לוקח לצורך היוון התזרים זה ברור ששיעור הריבית ישתנה. זאת אומרת, שיעור הריבית משתנה כי הרכב התזרימים משתנה, אז בהגדרה הוא צריך להשתנות.

אני לא רואה בעיה עקרונית בזה ששיעור ההיוון משתנה, הוא פשוט מותאם לתזרימים החדשים שאתה לוקח במסגרת העבודה, זה הכל. זה לא שלקחת את אותם נכסים בדיוק ואותם תזרימים בדיוק ועכשיו אתה מהוון אותם בשיעור היוון אחר, זה לא המצב. אתה מהוון תזרימים אחרים עם שיעור היוון אחר.

בשורה התחתונה, אני לא מזהה איזושהי בעיה עקרונית בנושא הזה, אני חושב שהבעיה היא יותר בעיה של יישום פרקטי. ויש כאן חבלי קליטה מסוימים של IFRS 16 ומודל ה impairment של IFRS 16 שכנראה ייקח תקופה מסוימת להפנים אותו ובין היתר כשהמידע הזמין בשוק לצורך היישום של השיטה החדשה הוא עדיין לא קיים באופן מלא וכשהמידע הזה יתפתח ויהיה יותר מידע, אני חושב שהבעיות האלה יצטמצמו. שוב, אני חושב שהבעיות האלה הן יותר פרקטיות ולא עקרוניות לטעמי.

גיא טביביאן

בעיקרון אני מסכים עם דני. אני חושב שהנקודה היא התקן. בדיון קודם שגם היה פה בפורום על התקן, אמרתי שאני לא כל כך מסכים עם הגישה בתקן. אני חושב שמה שהיה קודם לא היה מקולקל, לא יצר בעיה. בסך הכל היה צריך לחנך את קוראי הדוחות הכספיים לקרוא גם את הביאורים. התקן בתוצאה הסופית שלו, כאשר דמי חכירה משתנים לא נכנסים למדידת ההתחייבות ותקופת החכירה משפיעה על המינוף, גורם לעיוותים אשר לפחות לדעתי האישית העלות או העיוותים עולים על התועלת. בעיני זה קצת מצחיק מה שמשה אמר, כי אני מסכים ואולי אתה חי את זה יותר ממני ברמת איך מסקרים אותך ואיך האנליסטים מסתכלים על הדוחות, אבל ב- 10-15 שנים שקידמו את התקן הזה במוסדות התקינה ב- IASB ובארה"ב אז הטענה הייתה שחברות דירוג ואנליסטים עושים את ההתאמות ומחפשים את ההתחייבויות הגלומות בחכירות ורק החשבונאות מעלימה אותן. היתה טענה שלפני IFRS 16 היו התחייבויות חוץ מאזניות בהיקפים אדירים שלא נמצאות בדוחות הכספיים. אז זה קצת אירוני שכיום אנליסטים אומרים שהם מנטרלים את השפעת התקן על הדוחות.

משה אטיאס

חברות הדירוג עשו את זה.

גיא טביביאן

לא, אבל עכשיו אתה אומר שהם אומרים "אנחנו עושים התאמה ומנטרלים את השפעות התקן". לא חברות הדירוג לצורך הדירוג לאג"ח, אלא האנליסטים אומרים "אנחנו מחזירים את זה להיות לפי IAS-17".

בכל מקרה, אני מסכים עם דני שהסוגייה העקרונית היא שיש פה שינוי חשבונאי ובעיני זה שינוי מלאכותי. מצטרפים ליחידה מניבה מזומנים נכסים שלפחות בעיני מי שמסכים עם הראייה שלי, הם לא באמת נכסים. כלומר, כשאני מסתכל על זה, אני רואה את זה קצת

כמו הבדל בין WACC לבין מחיר הון עצמי כשאתה רוצה להוון. אפשר לעשות הערכות שווי ולקחת, כמו שדני אמר, תזרימים אחרי החוב, אחרי תשלומי ריבית. ואז אתה לוקח שיעור היוון יותר גבוה ולוקח תזרימים יותר נמוכים ומגיע להון העצמי. לעומת זאת אתה יכול לעשות enterprise value להוון את התזרימים התפעוליים, לפני תשלומי קרן וריבית, ב-WACC ואז להוריד את שווי החוב ואתה אמור להגיע לאותה תוצאה.

אמיר ברנע

כמה יהיה החוב?

גיא טביביאן

אני חושב שמה שהיה צריך להיות, זה שחכירות מימוניות טהורות ייחשבו כחוב פיננסי וחכירות תפעוליות לא ייחשבו במסגרת החוב הפיננסי. אולי ההגדרות בחשבונאות ב- IAS 17 של מה זה חכירה מימונית ומה זה חכירה תפעולית גרמו לכך שיותר מידי סווגו כתפעוליות, גם כאלה שהיו חכירות שהן יותר מימוניות באופיין ואליהן אולי היה צריך להתייחס כהתחייבות. אני חושב שברוב המקרים, ברוב החברות, החכירות: נדל"ן, רכבים ודברים כאלה, זו הוצאה תפעולית. אני חושב שדוח תזרים מזומנים מעוות ויחסי המינוף מעוותים בדוחות לפי IFRS 16.

אני אישית לא רואה הבדל והשאלה שלומי, מה שאמרת בדברי הפתיחה שלך, היא עד כמה מעריכי השווי היו חכמים וידעו לגלם את זה. אז אם אתה אומר: אני מניח ששוק ההון במחירי המניות יודע לתמחר את הכל אז אפשר גם להניח שמעריכי השווי ידעו לשקף זאת בקביעת ה- WACC.יש פה המון אומדן ושיקול דעת, ואני מניח שבחנו גם את הרכב תזרימי המזומנים ולמשל לקחו בחשבון בחברה ששכר העבודה שלה ומצבת העובדים שלה הם פחות גמישים, את העובדה שהיא לא יכולה מחר לפטר עובדים אם היא בבעיה או בקלות לגייס עובדים. כנראה שמעריך השווי, אפשר להתווכח על זה, אבל כנראה שהוא מתחשב בזה בקביעת הWACC. עכשיו, בעיני לא צריך להיות הבדל כזה משמעותי אם לחברה יש היום הסכם חכירה עם כל המאפיינים שלדעתי הם יותר תפעוליים מאשר פיננסיים. אבל אני מבין שיש פה חוזה, יש פה התחייבות לשלם כספים. אני גם נאלץ לקבל את הגישה של התקן. אני לא רואה הבדל גדול בין חברה שעושה הסכם capacity על אחסון של מוצרים שלה או שימוש בסיבים אופטיים או לווינים שאינו עונה על הגדרת חכירה בתקן.

שלומי שוב

אני חושב שזה גם יגיע לשם. אבל ברשותך גיא אני רוצה שנתקדם. זה דיון שהיינו בו. אנחנו אחרי. יש מצב קיים עם כל הכבוד אוהבים לא אוהבים, יש מצב קיים. האם אפשר לפי IAS-36 לכלול את ההתחייבות הפיננסית כחלק מהיחידה המניבה?

גיא טביביאן

חשבונאית לפי התקנים, לדעתי יש עמדות של פירמות שציינת והם הולכים לשם בעיקר מסיבות פרקטיות. אבל לדעתי אם אתה מתחבר לתקן עד הסוף, בעולם של IFRS 16 זו התחייבות פיננסית. התחייבות פיננסית לא אמורה להיכלל, לא אמורה לרדת כהתחייבות כמו התחייבות תפעולית וצריך להחליט. אם מאמצים את הגישה של IFRS 16 אז זו התחייבות פיננסית ואז אתה אמור לקחת את הנכס ולא להוריד את ההתחייבות אבל לקחת את תזרימי המזומנים בלי התחייבות. אבל שים לב איזה עיוות נוצר. אם יש לי נכס אחד מהותי שאני חוכר והסכם החכירה הוא לעוד 5 שנים. אז מה אני עושה? אני מראה התחייבות בגין ה-5 שנים הקרובות ואנחנו אומרים: "אוקי, היא לא תפעולית. היא התחייבות פיננסית, אז על פי התקן אני לא לוקח אותה, אני לוקח נכס זכות שימוש". מה קורה אחרי השנה ה- 5? החברה לא תחדש את החכירה? אני מתייחס לזה פתאום כהוצאה תפעולית?

המודל הזה רחוק מלהיות מושלם ואני מאוד מסכים עם דני, הכל בסוף זה בעיות פרקטיות, בעיות יישומיות כשאתה מתחבר לגישה של התקן. מימונית-כלכלית לא קרה פה שום דבר.

אמיר ברנע

העלנו פה את הנושא של האם לקחת את הריבית התוספתית או לקחת את הריבית שגלומה בהסכם החכירה. איך מחשבים ריבית של הסכם חכירה. הרי זה לא מקרה שנתנו אופציה של תוספתי כי חישוב ריבית הסכם החכירה מחייבת אומדן של שווי הנכס בתום תקופת החכירה.

נניח ששוכרים מכונית לשלוש שנים איך מחשבים את הריבית שגלומה בחכירה ללא אומדן שווי המכונית בתום התקופה?.

גיא טביביאן

אתה צריך לדעת את שווי הנכס היום במזומן, אתה צריך לדעת את התזרימים שאתה תשלם בגין השירותים הנלווים ואתה צריך לדעת לאמוד באופן מהימן את ערך השייר.

אמיר ברנע

אבל אתה צריך לאמוד את שווי הנכס בתום התקופה במיוחד אם היא קצרה.

"אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".

גיא טביביאן

אם נלך לפחות לרגולטור ויש רגולטורים שמשפיעים על היישום של הדברים האלה. למשל ה- SEC בארצות הברית, שבה גם בגלל ההבדלים של התקן האמריקאי ששם ה- EBITDA לא משתפרת כתוצאה מיישום IFRS 16. ברווח והפסד ובדוח תזרים אתה עדיין צריך לקבוע האם החכירה היא תפעולית או מימונית. חברות שבאו, ואולי היה להן גם אינטרס לא לנפח את ההתחייבויות יותר מידי במאזן. חברות שניסו להרים את הנטל ולהגיד שלמרות שהן החוכר הן יכולות לקבוע באופן מהימן את שיעור הריבית הגלום בחכירה. אני מכיר מקרה אחד, שהיה בארה"ב, שחברה ניסתה לפנות לSEC ולהרים את הנטל ולהגיד "אנחנו יודעים לקבוע את שיעור הריבית הגלום בחכירה" כי עושים אומדנים כמו שאתה אומר. אז ה SEC בא ואמר להם "התקן מאפשר להשתמש בשיעור הריבית הגלום בחכירה רק אם זה readily determinable ואנחנו הולכים ליישום של התקן וזה נטל שקשה להרים אותו. ודווקא בארה"ב הרגולטור מושך לכיוון של להשתמש בשיעור ההיוון התוספתי שהוא יותר עקבי עם הגישה של התחייבות פיננסית.

אמיר ברנע

אבל הוא לא משקף את חלוקת הסיכונים בין המחכיר לחוכר.

גיא טביביאן

אבל הוא כן משקף את הגישה של התקן. הרי מה הגישה של התקן? הגישה של התקן שיכולתי ללכת לשלם לכאורה איזה סכום, לקנות זכות ל-10 שנים ולקרוא לזה הוצאה מראש. אבל זו הזכות שלי. ולקחת הלוואה מגורם פיננסי. ורואים את המחכיר כאילו הוא פועל בשני כובעים, כאילו הוא נתן לי אשראי פיננסי. עכשיו אתה יכול לקחת את זה על חברה שיש לה הרבה הוצאות ביטוח והיא משלמת לחברות ביטוח הוצאות ביטוח בסכומים מאוד גדולים מדי שנה ויש לה חוזה כי היא רצתה להוריד את המחירים. אז היא עשתה חוזה שהיא התחייבה ל-10 שנים. עכשיו אם היא תלך ותשלם את זה 10 שנים מראש ותפנה לאותה חברת ביטוח או לחברת ביטוח אחרת ותיקח ממנה הלוואה, אז זה כל כך שונה? אני לא בטוח שזה כל כך שונה.

אז יש פה בעיני, בעיקר קוסמטיקה ובעיקר משהו מלאכותי. וכל המטרה היא להגיע לאמת המימונית שלא השתנתה. שום דבר לא השתנה. כי מחר ייקחו התקשרויות ויגידו אם יש לך התקשרויות שלא עונות להגדרת חכירה, תרשום אותן כהתחייבות בדוחות הכספיים, יצטרכו לעשות עוד התאמה כזו.

גיל מור

אני די מסכים עם הדברים שדיברו פה מקודם. אני לא אדבר מהבחינה החשבונאית אלא דווקא מהבחינה של השווי. IFRS 16 בא ואומר שיש פה כללים חדשים, יש התחייבויות פיננסיות אחרות. אלה ההתחייבויות שיש לך במאזן וזה הנכס שיש במאזן. אז כמעריך שווי שאתה עובד לפי התקן ועושה הערכת שווי ולוקח בחשבון את התקן, אז אתה לוקח אותם כהתחייבויות פיננסיות כי ככה החשבונאות אמרה. אתה לא בא וברגע שאתה עושה את הירידת ערך אתה אומר "אוקי, אני לא חושב שזה התחייבות פיננסית ואני מתעלם מזה.

אז פעם אחת אתה נמצא בכל העולם הזה ואתה לוקח את ההתחייבויות הפיננסיות. עכשיו ה-WACC יורד והוא יורד בצורה טכנית. כמו שדיברו פה מקודם, יש לנו כרגע פיצול בין הוצאה שפעם הייתה הוצאה תפעולית שהייתה מורידה את התזרים ועכשיו ההוצאה הזאת היא חלקה הוצאה מימונית וחלקה הוצאה תפעולית ואנחנו עובדים לפני המימון אז יש לנו את הפער הזה.

פער נוסף שיש לנו וזה הפער שדיברת עליו וזה הביטאות. את הביטאות אנחנו הולכים לשוק ההון ומוציאים אותה משוק ההון. ותמיד נשאלת השאלה, הביטא הזאת שהסתכלנו על שוק ההון, לדוגמה הסתכלנו על ביטא של חברות המדגם. לדוגמה חברת מדגם אחת שזה 0.8. השאלה איזה מינוף שייך ל0.8 הזה. יכול להיות מינוף של X ויכול להיות מינוף של X+20%. עצם זה שהקיבוע, שהביטא הזאת שייכת למינוף מסוים, תשנה לנו בסוף את כל ה-WACC.

אמיר ברנע

אם הביטא לא השתנתה. אז מה זה אומר?

גיל מור

הביטא לא השתנתה. הרי מה אתה עושה? הביטא היא 0.8 לצורך העניין. ובוא נגיד שבלי IFRS 16 יש לך מינוף של 50% ועם IFRS 16 יש לך מינוף של 80%. אתה מבטל את המינוף בשביל ההון העצמי נכון? אז אם אתה מבטל אותו ב-50% או ב-80% זה משנה לך.

אמיר ברנע

אז זו טעות.

גיל מור

אין פה טעות. לפני שיש טעות, יש שאלה. מה נכון? הביטא הזו שהלכתי וצפיתי ראיתי שהיא 0.8. מה היא מגלמת? היא מגלמת מינוף של 50% או 80% זו השאלה. אין בינתיים טעות, יש שאלה. האם לפני IFRS 16 כהגדיר שהמינוף הוא 80%. הוא הגדיר 80% לצרכים חשבונאים יכול להיות לצרכים כלכליים יבוא מישהו שיגיד אני לא מאמין ל-80%, כמו שאמרו פה, זה שעשיתי הסכם לשכירת המשרדים שלי ל10 או 5 שנים זה לא מגדיל או מקטין לי את המינוף. אבל עצם זה שהסתכלת על ביטא נתונה ואתה אומר על אותה ביטא נתונה זה 50 או 80 זו השאלה. אם עד היום לפני IFRS 16 זה היה 50, שיעור ההיוון היה נגזר מה-50 והיינו מגיעים לשיעור היוון מסוים. עכשיו אנחנו אומרים על אותה ביטא הבסיס הוא 80 ולכן נגיע לבסיס היוון שונה. זה ההבדל. והשאלה מה נכון? 50 או 80? כשאתה נמצא בתוך עולם חשבונאי כשהחשבונאות מגדירה לך הכל, כולל אלה ההתחייבויות הפיננסיות שלך ודרך ההתחייבויות הפיננסיות שלך אתה גוזר את התזרים. הרי התזרים התפעולי לא השתנה בעקבות IFRS 16. החשבונאות באה ואמרה אני מגדירה לך מה תזרים הוא תפעולי ומה תזרים הוא לא תפעולי. הרי לא השתנה התזרים בכלל, החברה ממשיכה לעבוד אותו הדבר. אז עצם זה שהחשבונאות באה ושינתה לך את הגדרות מסוימות, אתה הולך עם אותן הגדרות גם ל impairment ועצם זה שנדבקת להגדרות חשבונאיות שונות, הן משנות לך גם את בסיס הWACC.

אמיר ברנע

האם אתה לא עוקף את הבעיה המרכזית שהוצגה כאן שהיא, באיזה שער ריבית להוון את החוב? הרי סף 50% או 80% תלוי איך היוון החוב, באיזה ריבית, האם בתוספתי או בריבית הגלומה בחכירה.

גיל מור

זה לא תלוי בך, אני הולך לחברות מדגם. הרי אני מוציא את זה טכני מהחברות. ממה אני הולך? אני הולך מ-50 או 80. מישהו אומר שיש ביטא של חברה של 0.8. המינוף של החברה הזאת היה עד לפני שנה היה 50%. לא קרה כלום, באו חשבונאים ואמרו עכשיו הוא 80%. אבל ה0.8 נשאר. אם ה-0.8 היה מתקנן את עצמו אז העולם היה נפלא, כל שוק ההון תיקנן. אבל ה0.8 לא זז.

אמיר ברנע

אם הוא לא זז אז גם החוב לא צריך לזוז. האם ההוכחה שהביטא לא השתנתה הוא שהחוב הוא 50.

גיל מור

אז אני אומר, החוב הוא 50 אבל חשבונאית אנחנו נעים בין חוב אמיתי כביכול כלכלי לחוב חשבונאי. אבל אנחנו ב impairment, אנחנו בעולם של חשבונאות. אנחנו בעולם שאם עכשיו לצורך impairment, לצורך מדידת הWACC ב impairment אני לוקח מינוף אחר אז כל המשוואה פה קורסת.
פעם אחת באת ואמרת למישהו, אלה הכללים עכשיו שאתה בודק impairment . יש לך נכס יותר גבוה. יש פה חבר'ה שמאמינים לנכס, לא משנה. אבל זה נכס יותר גבוה. יש לך התחייבות יותר גבוהה. חלק מהתזרימים שלך, שפעם חשבת שהם תזרימים תפעוליים, חלקם תפעוליים אבל חלקם מימוניים. בוא תסדר את כל הפאזל לפי איך שהחשבונאות רוצה כי אתה חייב להיות קונסיסטנטי כי אתה עושה impairment לצרכים חשבונאים, אתה מסדר את הפאזל לפי החשבונאות ואתה אומר "אין בעיה, אני קונסיסטנטי עם החשבונאות גם במינוף" כי אם אני אגיד עכשיו "לא, לצרכי ה WACC אני שוכח את החשבונאות, אני הולך למה שאני חושב". אז בחיים לא תהיה לך התאמה בין הדברים. פעם נכנסת לעולם של החשבונאות ועולם החשבונאות הגדירה לך את הקומפוננטות תהיה איתן כל הדרך. אל תשנה בדרך קומפוננטות כי אחרי זה בכלל אתה מבלבל את כל המודלים כשחלק אתה X וחלק Y.

משה אטיאס

אלא אם כן יש לך קובננטים שהם ע"י גופים תפעוליים שהכריחו אותך להכניס את ההוצאה למשוואה מבחינת המינוף גם את התחייבות הזאת.

גיא טביביאן

קובננטים זה משהו אחר.

משה אטיאס

אני לא מבין ניתוק בין חשבונאות. זאת אומרת יש דוחות כספיים ויש חשבונאות. הם צריכים להתחבר גם לכלכה וגם למציאות. זה לא מנותק. הם צריכים להיות קשורים.

גיל מור

אבל יש פה שאלה שעומדת פה, איך עושים impairment לצרכים חשבונאים?

משה אטיאס

אבל מה זה לצרכים חשבונאים?

גיל מור

Impairment לצרכים חשבונאים. בא מישהו והחליט שב Impairment הזה אל תיקח מס לדוגמה או תיקח כל מיני דברים אחרים.

גיא טביביאן

אם מקבלים את הגישה של משה, הרי כל הדיון פה הוא האם יוצאים מהחשבונאות והאם החשבונאות נכונה. בואו נניח שאנחנו עושים את הדיון הזה בארה"ב ואנחנו עובדים לפי התקן האמריקאי. שימו לב ואמיר, בעיני זו נקודה חשובה. בתקן האמריקאי כל דמי השכירות של רוב החכירות בעולם הן חכירות תפעוליות. לא קרה כלום. כשאתה מסתכל על הרווח התפעולי ועל התזרים התפעולי ההוצאות האלה עדיין רשומות כהוצאה. אבל החשבונאות רחוקה מלהיות מושלמת.

משה אטיאס

לא אמרתי שהיא מושלמת.

גיא טביביאן

איכשהו לעשות את בחינת ירידת הערך בהינתן המגבלות. אם אנחנו נלך ל US GAAP, וניישם את זה כמו ראש בקיר שהחשבונאות נכונה. כל החברות עושות impairment. למה? יש לי חכירות, התזרים הזה של השכירות זה דאבל קאונטינג, מופיע לי כהוצאה תפעולית ואחר כך אני מסתכל על המאזן.

שלומי שוב

אתה מכניס עכשיו את הסכיזופרניה שיש להם שם.

גיא טביביאן

בסדר, אבל יש פה משהו מלאכותי וצריך לתקן אותו.

רוני עמיחי

אני רוצה רק ככה הערת ביניים, אתם יודעים איך זה כשמשהו לא מובן לך אז אתה אומר שהוא מורכב. יש פה הרבה דברים שאני מסכים עם סימני השאלה שעולים, אבל קודם כל בשאלה מה זה חשבונאות ומה זה כלכלה זה פשוט: חשבונאות זו החלטה בין בני אדם אם הבקבוק הזה יקרא כוס או בקבוק, וכלכלה זה מה באמת השווי האמיתי של הדבר הזה וזה לא שאנחנו יכולים להחליט, זה כאילו מצבור השאלות הכלכליות שנובעות ממודלים ומתחזית ניתוח של תזרים.

משה אטיאס

אני לא חולק עליך, אבל הם צריכים להתקרב.

רוני עמיחי

אני מקווה אבל הם לא תמיד.
גיא נגעת בנקודה שגם אני חשבתי עליה, הרי תזרים של חברה בנוי מגורמים שונים, הוצאות, הכנסות, חלקן נקבעו מראש לתקופה מסוימת וחלקן לא. ובסופו של דבר זו שאלה של רזולוציות ושל איזה באמת רזולוציות פרקטיות אפשר לעשות. וגיא דיברת פה בדוגמא שגם אני חשבתי עליה - עובדים. לחברה יש עובדים שיכול להיות שהם בקביעות ואי אפשר לפטר אותם ולכן לא יודע לפי תוחלת חיים שלהם וגיל פנסיה גם את זה צריך להציג בערך נוכחי באיזשהו שיעור היוון שלישי. ולכן השאלה התאורטית המימונית היא מאוד מורכבת כאילו להתחיל לפצל את התזרימים וצריך לזכור שבסופו של דבר בטא נגזרת ממודל אחר לגמרי, ממודל שבו יש פישינג פרום טיר ויש תיק שוק שהוא המשיק של הישר שיוצא מריבית חסרת סיכון, זאת אומרת הוא נגזר בעצם משאלה יחסית ותרומה של כל מניה לתיק השוק ולא מפיצול התזרים לרכיבים שלו, ולכל חברה יש ההתפלגות הנורמלית האחת שהיא ההתפלגות הנורמלית או הנחת ההתפלגות של תשואת המניה. מה שאני חושב בפרקטיקה לפחות חשוב - אני מסכים עם העניין שלא יכול להיות שאם אנחנו מהיום קראנו לבקבוק כוס, משהו השתנה. זה עדיין מים בפנים ועדיין אני אעשה את אותה פעולה איתו, פעולת שתייה, גם אם נקרא לה כלב. אז לכן מבחינת השווי - השווי נשאר אותו שווי. ולכן זה בפרקטיקה זו שאלה של קליברציה ועקיבות. זאת אומרת עד כמה אתה עקבי עם עצמך ועל זה אני מסתכל מנקודת מבט של מעריכי שווי. יש לך נקודת מוצא של קליברציה שיש לך שווי לנכס לפעילות המוערכת ועכשיו החשבונאות השתנתה אז עכשיו לא חשוב אם תחליט שאתה כן בונה מנוף מתוקנן או לא בונה מנוף מתוקנן אתה צריך להגיע בסופו של דבר לאותה הערכת שווי הרי גם תחשבו רגע על מנוף, אנחנו מדברים על המנוף הנכון, רוב הערכות השווי לוקחות איזה מנוף נורמטיבי ולא מתייחסות למנוף ספציפי ולא מודדות אותו שמתייחסות למשקלות של WACC ולכן אני אומר בפרקטיקה זו שאלה של: א. בנקודת המוצא לעשות איזו קליברציה ב. להיות עקבי עם עצמך בתחומים שונים על פני שנים.

שלומי שוב

לא לגמרי ירדתי לסוף דעתך, אני מקבל את הנקודה ששווי כלכלי לא צריך להשתנות אבל אולי המתודולוגיה שלי לא הייתה מושלמת בעבר.

רוני עמיחי

אז תעשה קליברציה עם ערך שוק. זאת אומרת קח חברה לצורך העניין קודם דיברת על השפעת המנוף, אז קח חברה לא ממונפת ומשם תעריך אותה לפי המודלים שלך זאת אומרת יש דרכים לעשות קליברציה שאתה לא מושך את שערות ראשך. אז יש דרכים לעשות קליברציה במשהו שיש שווי נחזה.

אמיר ברנע

אשאל שאלה ישירה: כפי שהוצג כאן, חברות משתמשות בשער ריבית תוספתי כדי להציג את חבות החכירה ואת שווי הנכס, נוצרת בעיית Impairment. תגיד לי איך אתה רואה בתור הרשות המפקחת כאשר בחברות יהיה בבת אחת Impairment שנובע מהסיבה הטכנית של שימוש בריבית התוספתית. מה הכוונה בקליברציה ? מה צריך לעשות ?

רוני עמיחי

קודם כל אני לא רוצה לדבר על Impairment, אני רציתי לדבר על השאלה יותר רחבה שעלתה על איך לעשות הערכות שווי של פעילות. אבל לפני זה אמרתם שהבעיה נוצרת מהריבית התוספתית. ריבית גלומה היא כמעט בלתי ניתנת, גם כשדיברתי בשיחת לחישות - ריבית גלומה, גם המחכיר לא בהכרח יודע מה הערך של הנכס שהוא מחכיר היום ומה הערך שיהיה לו כשהחוזה יגמר.

שלומי שוב

אבל יש לנו מצב נתון שכמו שאתה אומר שהשתמשו בריבית תוספתית ולא בגלומה בצדק אוקי, אבל נוצר מצב שיחידה מניבה מזומנים התהוותה כלפי מעלה, איך פותרים את הבעיה הזאת, האם יש לך רעיון?

רוני עמיחי

אני כרגע לא רוצה להתייחס לשאלה, את הערמונים שהחשבונאות הכניסה לאש בואו נשאל איך מוציאים מהאש, אבל רק רציתי להתייחס לכך שבסופו של דבר חשבונאות לא אמורה לשנות.

אמיר ברנע

זה קיבלנו, אבל אני אומר לך Impairment הוא הכרחי, אם אתה משתמש בריבית תוספתית ה- Impairment הוא הכרחי.

"אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".

גיא טביביאן

אז תעשה התאמה עם ריבית תוספתית. הרי זה עניין של גישה ואני מבין את מה ששלומי אמר אל תניחו שהכל נכון, אני לחלוטין מסכים, הבטא לא אמורה להשתנות בעולם משוקלל, שאנשים מנתחים וקוראים דוחות ומבינים שלא קרה שום דבר כלכלי, ומבינים שאין באמת הבדל גדול בין חברה שעשתה הסכם חכירה על נדלן שהיא לא באמת יכולה לצאת ממנו ל- 10 שנים או ל- 5 שנים עם אופציה להארכה והחליטו שהאופציה היא לא צפויה באיך שזה מוגדר "וודאי באופן סביר" זה כל מיני החלטות חשבונאיות על מימוש אופציות שמשפיעות. כלכלית - לא קרה כלום אז אם החליטו בגלל ההנחיות החשבונאיות שצריך להשתמש בריבית תוספתית את ההתאמה מה שרוני קרא "קליברציה" כי בסופו של דבר גם במצב לפני וגם אחרי סך הכל החשבונאות הכריחה אותך לעשות זום אין לתזרים תפעולי שכולל הרבה הכנסות והוצאות ואתה יכול לבוא ולהגיד רגע אבל גם יש לך איזה חוזה אחד עם הממשלה ותפעיל עליו שיעור היוון אחר, ואתה יכול להגיד שבהוצאות יש לך גם מיסים או רישיון עסק ואתה לא יכול לא לשלם אותו בהנחת עסק חי, אתה צריך לשלם אותו כל שנה, אז תפעיל עליו שיעור היוון אחר. אז אם החלטת שההתחייבות הפיננסית הזאת בגלל צרכים חשבונאים היא בשלושה אחוז כי אתה מהוון לפי שיעור הריבית התוספתי, תעשה את ההתאמה עם השלושה אחוז.

אודי גרינברג

אני רק אתייחס למה שגיא אמר, שווי שימוש בסופו של דבר הוא לא דבר כלכלי טהור זה לא שווי הוגן, וברגע שאתה בשווי שימוש אתה יכול לבצע עדכונים מסוימים היות ומדובר בחישוב שהוא בחלקו סובייקטיבי .אם אני מפשט את זה לשפה חשבונאית הטובה ביותר. אז אתה תגיע לתוצאה ששום דבר לא השתנה.

שלומי שוב

אתם מתארים מצב עולם שהחשבונאות מושלמת ויפה ומתקננת את עצמה, לא יודע זו לא החשבונאות שאני מכיר.

אודי גרינברג

הבעיה שלך היא בעיה של שווי הוגן, ואני אקח אותך שלב אחד קדימה. נניח שעשית את הבדיקה שלך של ירידת הערך והשווי בר השבה נמוך מהערך בספרים של ה CGU, הרי בשלב הבא תצטרך לקבוע רף של רצפת שווי הוגן לכל נכס, עכשיו בואו נדון מה השווי הוגן של נכס זכות שימוש ומהי היחידה חשבונאית אליה הוא שייך לקביעת השווי ההוגן, אתם מדברים רק על CGU וברגע שנגיע לפרקטיקה זה מסתבך הרבה יותר.

מוטי דטלקרמר

אני מסכים גם עם גיא וגם עם גיל קודם כל בביזנס לא השתנה שום דבר וכולם מסכימים על זה. זו שאלה תאורטית האם השוק באמת גילם בעבר את כל המידע כן או לא. גם מידע שהיה פנימי. אני אישית חושב שלא כולם ידעו את זה. כי בסוף עכשיו לא ידעתי על המתחרים שלי מה היקף המינוף האמיתי שלו כשבאתי לעשות עבודה וכשהסתכלתי על התמונה הכוללת זה לא היה גלום. היום זה כן גלום, ולכן יש פה הבדל שהוא אמיתי במידע. נכון שעדיין הבטא ההבדל עוד לא השפיע אם מסתכלים 3 או 5 שנים אחורה. ויכול להיות שעוד שנתיים שלוש זה כן יהיה גלום, ולכן השיטה שנאמרת כאן להתעלם לגמרי מ- IFRS 16, אם לא נכניס את זה למודל עוד שנתיים שלוש יהיה מאוד קשה. לכן כשבאנו לבחון את מה ששלומי הסביר אמרנו כן נתמודד עם הסוגיות של אורך חיי החכירה ונתקן את זה דרך הקאפס וגם הראנו את זה. ונושא ה APR והריבית התוספתית או לא, בסופו של דבר גם כשאנחנו באים לא כמעריכי שווי אלא ככלכלנים לבחון האם לרכוש רכב או לשכור אותו או להסתכל לתשואה על ההון שזה יביא נניח רכב או מחסן או מלון אותו איש עסקים אני כן מסתכל בסוף איזה חוב יהיה לי בגין החלק של השכירות ובגין החלק של הרכישה.

רוני עמיחי

למה התכוונת דרך הקאפס? לקחת את הפחת החשבונאי כהשקעה שנתית ?

מוטי דטלקרמר

אני עושה השקעה בחידוש החכירה.

רוני עמיחי

החלק שאתה מכיר בו בהערכת שווי זה כאילו הפחת החשבונאי ?

מוטי דטלקרמר

החלק שאני מכיר בו זה הפחת שיש לי בגין זכויות החכירה.

רוני עמיחי

כמה זמן החוזים שלך?

מוטי דטלקרמר

יש כל מיני דוגמאות.

רוני עמיחי

כי אם זה חוזים ארוכים זה מוביל לטעויות מאוד גדולות.

מוטי דטלקרמר

לא אבל בדקנו את זה בצורה של מחירונים.

שלומי שוב

מוטי אתה יכול להגיד מהניסיון שלך אם אתה מנטרל השפעות של שינויים אחרים, האם המעבר ל- IFRS 16 השפיע לטובה או לרעה על הפער שבין שווי השימוש לבין הערך הפנקסני של היחידה המניבה מזומנים ?

מוטי דטלקרמר

תראה זה תלוי איך מסתכלים על זה אבל בטוטאל זה לא היה אמור היה להשפיע וזה לא השפיע לגמרי. בנקודות מסוימות בגלל שיעורי מינוף כאלה ואחרים זה כן שינה מעט.

שלומי שוב

לכיוון פחות ?

מוטי דטלקרמר

טיפ טיפה.

שלומי וינר

קודם כל אני למד ממוטי שזו בעיה קצרת טווח. זאת אומרת אחרי שנתיים-שלוש-ארבע כמה זמן שיקח ברגע שיתחילו לפתח את ה WACC כפי שמשתמע מנתונים היסטוריים אחרי IFRS 16 הכל ישתכלל ויתערבב לא נדע מה היה לפני, מה היה אחרי, ונעבור ל WACC חדש, ולכן אנחנו מדברים על בעיה נקודתית ביישום לראשונה. דבר שני זה שהוא אומר שבעצם יכול להיות שלא שיקללו נכון את רכיב החוב אז בעצם זה אומר שהייתה פה טעות בחישוב. מוטי אמר שהוא צפה בנתונים של חברות אחרות וראה את רכיב החוב שם ויחד עם שקלולים של ההתחייבויות התפעוליות ושל החכירות אז שיערתי נגיד שהחוב הוא 50%, ועכשיו פתאום אני רואה בעקבות IFRS 16 שהחוב הוא 60%, ואז זה אומר שכאילו הייתה טעות. הרי גם מקודם היה צורך להביא בחשבון זאת.

אמיר ברנע

איך זה משפיע על הWACC?

שלומי וינר

אם הרכבת חוב שכלל בחשבון את החכירות גם לפני כן היית אמור לקחת את זה בחשבון. ואם לא לקחת אז יש פה בעיה.

אמיר ברנע

מה ההשפעה על ה WACC ? לא ברור לי מה שאתה אומר. ה WACC ירד יותר נמוך? מחיר ההון לא אמור לעלות אם לא לקחתי את זה בחשבון ?

שלומי וינר

לא, הפוך, מחיר ההון העצמי נשאר זהה ומחיר חוב ברגע שאתה מגדיל את המינוף משפיע יותר.

אמיר ברנע

כן אבל שווי ההון העצמי נשאר קבוע רק אם מדובר על חכירה תפעולית, אם זו חכירה פיננסית איך הוא יישאר קבוע ? יש חוב פיננסי שלא לקחתי בחשבון.
מחיר ההון העצמי או מחיר ההון הכולל ?
תחליטו, אם מחיר ההון העצמי לא השתנה כלומר השוק התייחס לחכירה כתפעולית ולכן לא צריך להוון את החוב בשער ריבית תפעולי.

דני ויטאן

אמיר אם ההנחה גם ששלומי אמר שמחירי המניות לא משתנים אז התקנון הוא ע"י התאמה של שיעור ההיוון על התזרים החדש, זאת אומרת שזה מה שיביא אותך לאותו מחיר של הון עצמי.

אמיר ברנע

זה מקזז ? זה מה שאתם אומרים ?
הפחתת מחיר ההון מקזזת את תוספת החוב שלא מוצדקת.

דני ויטאן

לא אמרתי שהיא לא מוצדקת.

ואדים פורטנוי

אני חייב לומר שאני באתי יותר מבולבל ממה שאני עכשיו באופן מפתיע חשבתי שיקרה הפוך, באתי מתוך תפיסת עולם שממילא הטיפול נקבע ע"י הביג פור בעולם, אנחנו נבוא נקשקש נלך הביתה וזה לא רחוק מהמציאות אבל אני חייב לומר שתוך כדי דיון נפל לי איזה אסימון ואני רוצה להציע תרגיל מחשבתי בהקשר הזה.
אנחנו כולנו מסכימים ש IFRS 16 הוא תקן איזוטרי שעד היום לא התחשבו בו וגם היום יש ניסיונות לא להתחשב בו והוא לא משנה את מחירי המניות. בואו נניח שהחשבונאות באה ומכתיבה לנו כלל חדש. כל פעם שאני רוכש נכס ב- 100 ₪ אני צריך לרשום בנוסף נכס והתחייבות של 100 שקל נוספים. בכל השקעה מכריחים אותי להכפיל את השווי שלהנכס כנגד התחייבות ב2. נניח שהטיפול בנכס והתחייבות טיפה שונה, נניח הנכס מופחת ל- 5 שנית בקו ישר וההתחייבות מופחתת אחרת לפי מחיר הון. כולנו מסכימים שאחרי 5 שנים ההשפעה של התקן הזה תעלם בכל מקרה. הדיון הוא רק מתי ואם יהיה צורך לבצע ה- Impairment בתקופה של 5 שנים. האם בתאריך חתך ראשון אחרי העסקה נצטרף להפחית את השווי שלו ל100 שקל וההתחייבות להמשיך להפחית ל- 5 שנים או שלא נצטרך לעשות את זה.
הדעת נותנת שלא סביר ששינוי ההגדרות בחשבונאות בדוגמה שלנו תאלץ להפחית את ההון מייד אחרי העסקה ב- 100 ש"ח, לאמור - כללי בדיקת ה- Impairment חייבים להיות מותאמים להגדרות הדיווח החדשות אחרת אין הגיון ביישומן וזה בדיוק מה ששמעתי כאן היום מגיא ודני - יהיה זה הגיוני להתאים את כללי הבדיקה של תקן 36 להגדרות החדשות של תקן 16, זאת מערכת הגדרות שונה ממערכת הגדרות בתורת המימון בדיוק כמו כללי הדיווח אינם תואמים בהכרח את תורת המימון.

שלומי שוב

הלוואי וזה היה המצב ואז זו הייתה רק בעיה חשבונאית, עשינו עבודה על זה, זה לא שאנחנו אומרים שהתקן עושה משהו נכון לכל המקרים אבל לפחות לגבי חלק מהמקרים הוא נכון.

יעל ג'רסי

קודם כל אני מסכימה שכלכלית לא השתנה כלום, לפני / אחריי התקינה החדשה. יחד עם זאת, אני חושבת שיש משמעות לכלל החשבונאי שקובע שבדיקת ירידת ערך תיעשה לפי הגבוה מבין, 2 מסלולים: 1. מסלול שווי הוגן ו - 2. מסלול שווי שימוש. במסלול "השווי ההוגן", שמהווה חישוב כלכלי, מה שהיה בעבר ממשיך, זאת אומרת המודל החדש לא אמור להשפיע על התוצאה הסופית,

בין אם מדובר בחישוב ה- WACC או בחישוב תזרימי המזומנים. לא השתנה דבר. דעתי היא, שגם בהערכת שווי של חברה, באופן מקביל, ויעידו אולי מעריכי השווי, לא השתנה דבר.

בשונה מהשווי ההוגן, מסלול שווי השימוש אינו מהווה חישוב כלכלי קלאסי טהור. יש היבטים והנחות רבים שבמודל שווי השימוש אנחנו לוקחים או לא לוקחים בחשבון (כגון: מצב הנכס לתאריך המאזן, התעלמות מתוכניות רה ארגון עתידיות, השלכות המס ועוד), בעוד שבחישוב הכלכלי, במודל השווי ההוגן, ניקח בחשבון. שווי שימוש אינו חישוב כלכלי. בשווי הוגן אנחנו מסכימים שלא קרה כלום. יחד עם זאת, אני לא חושבת שההתחשבות בבחינת ירידת ערך בתקינת החכירות החדשה מהווה בעיה או יוצרת עיוות, שכן ניתן למנוע הכרה ב-Impairment על בסיס הקביעה החשבונאית שיש לעשות שימוש ב"גבוה מבין" (זאת אומרת, אם הגבוה יותר הוא מסלול השווי ההוגן אז ניקח שווי זה (שלא אמור להשתנות) לצורך קביעת ההפסד מירידת ערך). בנוסף, מודל החכירות החדש, והוראות האימוץ לראשונה, כוללים היבטים נוספים שישפיעו על המסקנה אם תיווצר ירידת ערך או לא. לדוגמא לא דיברנו פה על מצבים בהם חברות חישבו רטרואקטיבית את נכס זכות השימוש ויצרו פער בין הנכס (זכות השימוש) לבין ההתחייבות, במועד היישום לראשונה ובתקופות עוקבות. לא מעט חברות חזרו עם הנכס אחורה (כנגד הקטנת העודפים), דבר שעשוי ליצור פער עצום. בחברות אלו, וככל שהפער מהותי, בהשוואת הסכום בר ההשבה לערך בספרים של ה-CGU (שכולל נכסים הרבה יותר קטנים) - התוצאה עשויה להיות שונה משמעותית. נוצר "מרווח הגנה" משמעותי בבחינת ירידת ערך.

גיא טביביאן

אבל נרשם כהוצאות מימון וזה רק ביישום לראשונה.

יעל ג'רסי

הקדמת ורשמת את זה כעודפים, ואתה תופס לך פה פער ללא מעט שנים קדימה (על פני כל יתרת תקופת החכירה).

יש פה הרבה בעיות וסוגיות חשבונאיות שעשויות להשפיע. דוגמא נוספת היא הגדרת "תשלומי חכירה", אם זה כחלק מהגדרת תקופת החכירה (האם אופציות הארכה או זכויות ביטול נלקחות בחשבון או לא), ואם זה בהגדרת תשלומי חכירה משתנים. אלו ישפיעו על המודל ועל המסקנה האם קיימת ירידת ערך או לא. הרי תשלומי חכירה משתנים אנחנו לא לוקחים בחשבון במדידת הנכס וההתחייבות, ומודל ירידת הערך בהקשר אליהם חוזר לזה שיישמנו בעבר. כלכלית לא בהכרח יש פה הבדל (בין תשלומים קבועים ומשתנים). אם אנחנו יודעים שנשלם אחוז מהפדיון וקיים עסקית פדיון מינימלי ברמת וודאות גבוהה, אין פה הבדל כלכלי, אך בהכרח החשבונאות מביאה לתוצאה שונה. אני לא חושבת שאנחנו יכולים להתנתק בחשבונאות מתקינה חדשה (IFRS 16) בחישוב ערך חשבונאי - שווי שימוש. בחישוב הערך הכלכלי - שווי הוגן, קיימת יותר גמישות לדעתי.

יבגני אוסטרובסקי

אנו לא מדברים על נושא פשוט. אחת המחשבות שהיתה לי בהקשר של מה שעלה כאן היא שהרבה פעמים בהערכות שווי, כשיש איזה משהו שהוא לא מדויק, ונעשה שימוש בחילוץ בשווי שהוא "אמיתי" (מחיר שוק) אבל המדידה במודל לא מדויקת, הטעות של אי הדיוק לעיתים "מתנקזת" לאיזשהו מקום או פרמטר במודל. נניח, לא הובאו בחשבון זכויות בנייה בנכס השוואה מסוים, אז במצב זה המחיר שלו למטר בנוי ישקף בעקיפין גם את פוטנציאל זכויות הבנייה. אם הנכס המוערך דומה בהיבט הזה של זכויות בנייה לנכס ההשוואה ביחס למ"ר רגיל, אז בסוף יצא "בסדר" למרות שלא דייקנו. בנושא שלפנינו, השאלה לגבי טעות העבר, שקשה לענות עליה, היא שגם אם "גילינו" בעקבות התקן שהחברות היו בעבר יותר ממנופות ממה שחשבנו במקור, אז כיום כשמסתכלים על מדגם חברות השוואה מהעבר, יש לכל אחת מהן את הביתא הממונפת, שכאמור לא השתנתה, אבל יש גם את הביתא Unlevered - ואם גיליתי בדיעבד שהם היו יותר ממונפות ממה שחשבתי, אז הביתא הלא-ממונף ירד בדיעבד - כלומר, התובנה לגבי המינוף מביאה לתובנה שפעילות הבסיס הלא ממונפת לא הייתה כה מסוכנת כפי שהונח בתחילה, וזאת אם מניחים שהשווי תמיד נכון. עכשיו השאלה היא האם פעם הטעויות האלו התקזזו, שפעם חשבנו שהחברות פחות ממונפות ועכשיו גילינו שהן יותר ממונפות. כלומר, לפעמים טעויות מהסוג הזה, אם ההשפעות דומות, לפעמים הן נבלעות בעקיפין.

אבל, אני טרם יודע אם זה המצב פה בגלל מורכבות הנושא.

לגבי שאלת שיעור ההיוון, וכפי שנאמר פה לפניי ע"י גיא, הלכה למעשה יש אין סוף תזרימים במסגרת התחזית. בכל חברה יש תזרימים שונים ברמת וודאות שונה וברמת סיכון שונה. יש הכנסה וודאית והכנסה לא וודאית: חוזה חתום וחוזה לא חתום; משכורות לעובדים שהן גמישות יותר ופחות; חוזים חתומים על חומרי גלם לרכישה וגם חכירה כתלות באופק שלה היא רק אחד מהדברים האלה, רק שאותו כיום החליטו להכניס.

אם באמת הייתי רוצה לעשות הערכת שווי (תיאורטית) "מלאה" הייתי צריך להדביק לכל תזרים נפרד כזה שיעור היוון משלו עם רמת סיכון משלו, ופה במרכאות "הקלו" עלי בחשבונאות. אמרו לי "תשמע, הרכיבים האלה - יש להם שיעור היוון נמוך יותר", שזה אומר שהרכיבים האחרים כדי להגיע לאותה תוצאה של השיעור היוון - צריכים להיות גבוהים יותר.

לכן, אני חושב שהכיוון צריך להיות קודם כל פרקטי. ככל שנעשה יותר התאמות, וגם אם הן יהיו יותר משוכללות ויותר מורכבות, עולה החשש שהן יהיו יותר קשות לחילוץ מדוחות שהם שקופים.

כחלק מהדיון הזה בעיני, לפחות א-פריורית, יש להביא בחשבון גם את רמת הפרקטיות של כל חלופה. באינטואציה בסיסית שלי כרגע, ההתחייבות בגין דמי חכירה לשלם ונכס זכות השימוש, בגלל שהם קשורים ובגלל שהמימוש עשוי לדרוש מהקונה ליטול את ההתחייבות, אני לא כל כך מבין אפילו ברמה החשבונאית איך אפשר להפריד ביניהם. גם התקן אומר שמה שלא ניתן להפריד כמו ספקים אז אל תפריד מה-CGU. פה אני אומר איך אני יכול להעביר את החכירה בלי להעביר את התשלומים על החכירה, לדעתי הגישה צריכה להיות פה גישת הנטו - כלומר, הן לעניין אמידת התזרים, והן לעניין אמידת הערך בספרים של היחידה. שתי השיטות אולי תיאורטית אמורות להגיע למשהו דומה, אבל בעיניי חשבונאית ההתחייבות חייבת להיות חלק מה-CGU, אני הייתי מסתכל על הסכום הזה נטו והייתי משווה את זה לאיזשהו תחשיב כלכלי שמביא בחשבון את תזרימי החכירה. נראה לי יותר קל, ואגב גם מועד פחות לטעויות, בין היתר בגלל סוגיות של CAPEX בתום תקופות חכירה של נכסים מסוימים לפני תום התחשיב.

אמיר ברנע

ההתחייבות היא חלק מהיחידה?

יבגני אוסטרובסקי

כן, הקריטריון של התקן זה שאפשר לאמוד את הסכום בר השבה בנפרד. האם אני יכול למכור בנפרד, האם אני יכול למכור בנפרד את היכולת להפעיל מטוס בלי לשלם דמי חכירה למטוס וכו' ?

גיא טביביאן

אני חושב שכלכלית אין הבדל גדול בין הסכם חכירה לבין חברות נגיד בתחומי האנרגיה שזה פרויקטלי, סיילו ואני ניגש לזה עם מימון בנקאי אבל כל הפרויקט בנוי על זה שיהיה לי את הסגירה הפיננסית ובין אם זה כביש ועזוב את זה חשבונאית לפעמים זה מופיע בדוחות כנכס פיננסי אבל נניח שזה רכוש קבוע אצלי ויש לי התחייבות פיננסית שהיא חלק מהמודל, אז אם הייתי משנה את זה קצת ואומר אני לא יכול למכור - אני מבין מה שאתה אומר. ולגבי מה שיעל אמרה אין לך דרך אחרת - אם אתה הולך לכאורה לשווי הוגן אתה תשווה בניכוי ההתחייבויות. תאורטית אם אתה מתחבר לתקן ורואה בזה ההתחייבות פיננסית להבדיל מהתחייבויות תפעוליות, אתה אמור להגיד מה השווי ההוגן של ההתחייבות הפיננסית, לא בשיעור ריבית שקבעו שנכנסו לחכירה. נניח לקחת שווי בורסאי של החברה שהיא ימ"מ, אתה אמור לנטרל את כל ההתחייבויות הפיננסיות לפי שווי הוגן מהשווי אקוויטי שאתה רואה לפי מחיר המניה בבורסה.

שלומי וינר

לפי התקן צריך להוריד את ההתחייבות בספרים ב-CGU ובשווי השימוש.

גיא טביביאן

אם זו החברה עצמה או במאוחד אתה אמור להגיע ל- EV, IAS-36 עובד על הנכסים התפעולים.

דני ויטאן

העניין הוא שזה יצור כלאיים. פרקטית בשווי הוגן כותבים את זה וגם בשווי שימוש במקרים מסוימים אפשר להוריד את זה מהערך בספרים ואז להגיע לתוצאה שיבגני דיבר עליה. זה אפשרי גם בשווי שימוש זה לא לגמרי התחייבות פיננסית והרבה פעמים אתה לא יכול למכור את ה- CGU בלי החכירה ואז אינהרנטית זה חלק מה-CGU.

גיא טביביאן

לכן זה ההבדל, אני מסכים. יבגני אמר שצריך להיות פרקטיים. אם אתה הולך תאורטית חשבונאית עם התקן אז לכאורה זו התחייבות פיננסית, אתה מציע גישה שהיא פרקטית ולכך אני מתחבר. גם מה

שיעל אמרה זה פרקטי. אני מסכים שצריך להיות פרקטיים.

שלומי שוב

אתם כל הזמן יוצאים מנקודת מבט שצריך להיות פרקטיים ולהישאר באותו דבר, אבל בסופו של דבר צריך ליישם את התקן.

דני ויטאן

מה שיבגני אמר לא סותר את התקן, בסופו של דבר מה שכתוב בתקן זה האם ההתחייבויות הם חלק בלתי נפרד מה- CGU , ובדרך כלל לא ניתן לממש CGUs ללא החכירות, זה העיקרון בתקן מה שיבגני אמר לדעתי לא סותר.

יעל ג'רסי

PWC לדוגמה מתייחסים לזה שבמודל שווי שימוש בד"כ לא נקח את ההתחייבות כחלק מהיחידה. אך אני מסכימה עם גיא שזה טכני, כי אם כן לוקחים בחשבון את אותה התחייבות, נוריד אותה גם מהערך בספרים של היחידה וגם משווי השימוש, באותו סכום, כך שלא עשינו אפקטיבית כלום. במודל שווי הוגן אתה לוקח את השווי ההוגן של אותה התחייבות.

שלומי וינר

כן אבל זה שאמרת שלא עשית כלום זה אומר שהורדת משווי השימוש את ההתחייבות לפי ערכה בספרים ולא בהיוון של WACC ואז שווי השימוש ירד יותר.

אמיר ברנע

שאלה שאין לי תשובה לה - האם הגמישות של רואה החשבון או החברה כשהיא מעריכה שווי של Impairment היא אותה הגמישות כשהיא מעריכה שווי של ההתחייבות? זאת אומרת אם אני באמת קבעתי תוספתי, ניפחתי את שווי ההתחייבות, ניפחתי את שווי הנכס, שנה אחרי זה אני צריך להפחית את השווי הנכס ב- Impairment, אני יכול לפעול במקביל על ההתחייבות ?

יעל ג'רסי

החשבונאות לא מתירה גמישות בשווי ההתחייבות. החישוב ייעשה בד"כ בריבית התוספתית (ולא בריבית הגלומה החכירה, שכן בד"כ אינה ניתנת לקביעה, על אף שנכונה יותר כלכלית).

אמיר ברנע

זאת אומרת הגמישות היא דיפרנציאלית, על הנכס אני חייב לעשות impairment ואת ההתחייבות אני משאיר נשארת פה סיטואציה מוזרה בה ההתחייבות למחכיר היא מנופחת. מדוע ? כי היא הוונה בריבית נמוכה מידי.

יבגני אוסטרובסקי

ראוי לציין שכבר היה מצב דומה בחשבונאות, לגבי עיוות שנוגע למיסים נדחים ולסכום בר השבה. בגלל שזה (מסים נדחים) לא מהוון בחשבונאות אבל כן מהוון בפן הכלכלי, בסוף הפתרון הלך לכיוון של בוא נעשה את התחשיב כלכלי לחלוטין, הכוונה בתחשיבים של ירידת ערך מוניטין, אחרת היו נוצרות ירידות ערך טכניות של מוניטין בגין מוניטין שנוצר על פער כלכלי של הפסדים להעברה. כדי להימנע מהדבר הזה מצאו פתרון במס נדחה בתחשיב כלכלי שמתגברים על כך שהמס הנדחה מייצר לעיתים מוניטין סינתטי, נניח התחייבות מס נדחה מנופחת בהשוואה לערכה הכלכלי ויכול מנגד להיווצר מוניטין נכס שהוא מנופח זה בצירוף עסקים. אז מצאו דרך להתגבר על העיוותים האלה בתחשיב כלכלי בדמות כך שהפער בין שווי ההתחייבות של מס נדחה הכלכלי לבין הערך המנופח שלה החשבונאי הוא סוג של התאמה לערך בספרים של נכס המוניטין לפני או אחרי שאני עושה בדיקה כלכלית, או לחלופין הפער מתווסף לשווי הכלכלי שיצא בצד של התחשיב. כלומר, מצאו כבר דרכים להתגבר בעבר על עיוותים חשבונאיים. לכן, אם אנחנו טוענים שקיים לגבי חכירות עיוות כלכלי בדמות כך שההתחייבות הייתה אמורה להיות בעצם נמוכה יותר והנכס היה אמור להיות נמוך יותר, ומה גם שאין ביניהם התאמה לאורך התקופה, אז אנחנו צריכים למצוא דרך לבטא את זה, כגון התחשבות בהתחייבות כחלק מה-CGU ואמידת התזרים נטו, או לחלופין הכללת הפער בין ההתחייבות החשבונאית לבין ערכה הכלכלי כחלק מהתחשיב של סך נכסי היחידה ברוטו, וכבר עשו בעבר דברים כאלה, במסגרת תחשיב כזה או אחר.

אמיר ברנע

אתה בעצם משייך את ההתחייבות ליחידה המפיקה בטכניקה הזאת, אבל זה בניגוד לתקן לא ?

שלומי שוב

לדעתי כן אבל..

אמיר ברנע

האם התקן לא מתייחס לחכירה כהתחייבות פיננסית?
האם החשבונאים שמסכמים את דוחות 2019 עכשיו, יכולים להפעיל ריבית גבוהה יותר על ההתחייבות שנוצרת כתוצאה מהחכירה אפילו שאין להם את הריבית הגלומה בחוזה ? אמרנו שזה מסובך. אבל אולי יש להם איזה ידע כללי של מה מקובל הם לוקחים בחשבון גם את ירידת ערך הנכס וכדומה, ואז להפעיל טכנית ריבית יותר גבוהה ולכן להפחית את הבעיה הזאת, למתן אותה.

גיא טביביאן

אתה מהוון עכשיו את התזרימים בלי החכירות, אז ההתאמה, או אותה "קליברציה" כמו שרוני אמר, ככל שקבעו שיעור ריבית נמוך יותר כי לא ידעו לקבוע את שיעור הריבית הגלום ועבדו עם התוספתי שבהרבה מובנים אני הרבה יותר מתחבר לזה ששילמתי ולקחתי הלוואה, אבל אם קבעתי שיעור ריבית נמוך יותר נגיד שאתה חושב שהוא נמוך מידי כי זה לא השיעור שההוא גילם בחכירה אז הגעת מלאכותית להתחייבות גבוהה יותר ומינוף גבוה יותר, אבל בסוף מה אתה עושה בבחינת ירידת ערך? אתה לוקח את התזרימים בלי דמי החכירה לפחות לתקופה שיש לך את ההתחייבות במאזן, נכון ? אתה לוקח תזרימים כמו שאמרתי בהתחלה. בעיני זה מאוד דומה.

אמיר ברנע

זאת אומרת Impairment יקשור את 2 הדברים יחד?

גיא טביביאן

שלומי כופר בזה שמה שהיה היה נכון, אבל אתה יכול להגיד את זה גם על שיעור ההיוון היום שאולי מעריך השווי לא גילם את זה שהחברה צריכה לשלם כל שנה רישיון עסק או אגרה או ארנונה של מיליון ₪. תהוון ארנונה שנתית ואולי תגיע להתחייבות בסכום מהותי.

אמיר ברנע

מה שאתה אומר זה שמעריך השווי שקובע את נושא ה- Impairment יתייחס לחוזה החכירה שצמוד אליו בחישוב שלו ? ימנע מ- Impairment גם אם השווי הנכס נמוך יותר מהשווי המאזני שלו ? הוא לא ידרוש Impairment כי יגיד כנגד זה יש לי את ההתחייבות לחכירה ? זה מה שאתה אומר?

גיא טביביאן

יש את הגישה הפרקטית של הפירמות להוריד את ההתחייבות מהערך בספרים, אני טוען שגם אם אתה לא מוריד את ההתחייבות מהערך בספרים בקביעת שווי שימוש, ונניח שאין שווי הוגן כי לא ניתן לקבוע. גם אם נחשב שווי שימוש ואני אומר זו התחייבות פיננסית, על אף הכל אני הולך על זה שהיא ההתחייבות פיננסית, כל מה שאני אומר שההתאמה לWACC צריכה להיות כזו שתהיה עקבית עם הסיכון של התזרימים בגישה הזו, כי החשבונאות הכריחה אותי לעשות זום אין על תזרים שכולל הרבה דברים בסיכון שונה ואי וודאות שונה. מה אני עושה ? אני אומר אולי טעיתי אני צריך לחשוב תמיד אולי טעיתי פעם קודמת, אני עדיין עושה המון אומדנים בתזרים אבל בעקרון אם הגעתי למסקנה שזה יהיה ב3% ולא ב7% אז אני אעשה את ההתאמה זה מה שצריך להיות לWACC שלי, שמצד אחד ניפחתי יותר מידי יש לי מינוף מלאכותית עם ה3% כי אני רואה כאילו לקחתי הלוואה ב3% ריבית, יש לי תזרימים מסוימים אז תגיד לי עליהם - אם אתה חושב שלעניין החשבונאות הם התחייבות פיננסית כאילו קרן וריבית, ובגלל כללים חשבונאים היא 7% או 3% אז ההתאמה לWACC צריכה להיות אותה התאמה לפי אותו שיעור היוון.

אמיר ברנע

אני לא יודע איך חיינו קודם כל כך טוב לפני ה IFRS 16 הזה..

גיא טביביאן

יש לך תשלומי ארנונה, שים גם ארנונה בהתחייבות פיננסית, אז מה יהיה ? וכאילו תהוון ארנונה בריבית חוב לעירייה אז יגידו זה 4% ריבית ? לא צריך לעשות התאמה לWACC?

אמיר ברנע

כל ההבחנה הזאת בין תפעולי לפיננסי היא קריטית והגישה של התקן שאומר שכל החכירות הן פיננסיות, באופן מעשי אם זה מה שהוא אומר התוצאה מטרידה מאוד בגלל שרוב החכירות הן לא פיננסיות.

גיא טביביאן

אבל יוצא פה מצב שאתה הכלכלן תוקף אותנו החשבונאים, אז בוא אני אתקוף אותך חזרה. מעריכי השווי עושים המון קיצורי דרך, זה נוח להאשים את החשבונאות, לוקחים תזרימים שהם שונים באופיים, בסיכון שלהם, מסתכלים על חברה, מתיימרים להיות עם איזה לייזר ולשקלל את הכל ואומרים WACC 12%, נו באמת, ואם עכשיו אני אגיד לך זכו בהסכם עם משרד הביטחון, או שהחברה סגרה חוזה ארוך טווח עם לקוח ונתנה לו הנחה של 15% העיקר שיסגור ל15 שנה ושהוא לא יוכל לצאת. הWACC לא השתנה ?

אמיר ברנע

במקום 12% נלך מה Damodaran אומר וזהו.

יבגני אוסטרובסקי

לגבי מינוף, ראוי לציין שהתקן זה גם לא בדיוק מה ש- Damodaran טען בספרו. הוא היה מביא בחשבון תקופת חכירה טיפוסית. בתקן, תקופת החכירה היא אמיתית, כלומר היא בתחילה ארוכה ואז היא מתקצרת; מנגד, הוא (דמודרן) היה לוקח דמי חכירה נניח ממוצעים ומכפיל בתקופת חכירה טיפוסית. אגב גם חברות הדירוג עשו זאת. לכן, בעוד שאצלו המינוף תאורטית קבוע לפי התקן המינוף משתנה עם ההתקצרות של החכירה.

רוני עמיחי

אמיר בסוף זה כאילו שתיקח באמת את כל התזרימים ומה שתזרים קבוע תראה שזו עסקת forward.

אמיר ברנע

נכון כמו שאמרת זה יכול בעובדים בספקים בהסכם לטווח ארוך אבל זה כאילו משתקף בביטא באיזה אופן כאילו זה משקף את מבנה ההוצאות והכנסות.

גיא טביביאן

המבנה של ההוצאות וההכנסות לא השתנה כמו שרוני אמר.

אמיר ברנע

אם הביטא לא השתנתה סימן שהחכירה היא תפעולית.

רוני עמיחי

זה נורא דיכוטומי להגיד מימוני או תפעולי, אם אתה רוצה נורא לדייק אז אתה אומר מה שזה אומר שקיבעתי חוזה מחיר זה כאילו forward אבל אתה לא מגיע לרזולוציות האלו.

שלומי שוב

רוני אתה רוצה להתייחס יש פה עכשיו הרבה הערכות שווי ודוחות כספיים שהולכים לצאת, יש משהו שאתם כרשות ניירות ערך תפרסמו, תודיעו, תנחו או שאתם תתנו להכל להתנהל?

רוני עמיחי

אני לא יודע להגיד בשלב הזה כך או כך, אני יודע שאנחנו מתעסקים בשאלות בצד של הערכות שווי זה יותר הכובע שלי אבל די אמרתי פה דברים שחשבנו עליהם בתחום של המעריכי שווי והשאלה החשבונאית של ההתחייבות אני לא...

שלומי שוב

פה לא תביעו את עמדתכם ?

רוני עמיחי

לא יודע.

אמיר ברנע

זה ממוקד בענפים מסוימים? בנדל"ן זה אולי יותר קרוב לפיננסי אני לא יודע אם אפשר לקבוע אבל באיזה חברות מבחינת ענפים אתה

"אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".

רואה בעיה שיכולה להתעורר ?

רוני עמיחי

השאלה פשוט ברגישות הערכה, נגיד שיש לי חוזה חכירה על תחנת כוח ל40 שנה כן אז אם נניח כמעריך שווי שההשקעה השנתית שלי היא כמו הפחת החשבונאי אני טועה בגדול. ואם זה חוזים קצרים אז מן הסתם זה פחות מהותי.

אורן הר נבו

אני אגיד בקצרה, אני חושב שדיברנו הרבה על שלא משתנה שום דבר ועל חוק שימור האנרגיה כזה וזה נכון, אבל השאלה היא לא אם השתנה משהו בסך האנרגיה הכללית אלא מה אנחנו גזרנו מהמציאות. אני חושב שבחברות עתירות הון - מתחבר לדיון שהיה פה פעם קודמת, יש איזו סקאלה בין חברות עתירות הון שבהן החכירות הן משמעותיות, לבין הצד השני של הסקאלה, נניח הדוגמא של הרכבים שתמיד חוזרת. אני אישית חושב שהמצב היום פחות גרוע וטוב שעשתה החשבונאות שהעלתה את המטוסים על המאזן על אף הבעיה שעכשיו נמצאים רכבים במאזן, שאולי זה באמת קצת מצחיק, לעומת המצב שלא היו רכבים במאזן אבל מטוסים לא היו במאזן שזה עיוות הרבה יותר גדול. אני חושב שמבחינה אקדמית, אם אתה כבר מסכים עם הטענה ש- IFRS 16 נכנס וכבר עברת את הביקורת עליו, ואם אנחנו בעולמות של ירידת ערך על פי IAS 36, אנחנו מתמודדים עכשיו עם שאלה חשבונאית, הן בשווי שימוש והן בשווי הוגן, כי גם בשווי הוגן עולה השאלה של מהי היחידה הנמדדת ומה בדיוק אנחנו מודדים. אם אני הולך לעולמות של IAS 36 אני חושב שבאמת החלק היותר קל נקרא לזה אקדמית זה באמת ללכת עם גישת התקן עד הסוף הכל התחייבות פיננסית ולהתאים את ה.WACC יש שיטות אחרות שאומרות שפרקטית אפשר לעשות התאמה לעולמות של לפני IFRS 16 ואולי זה ייצור קצת עיוותים, וזה כנראה יצטרף, כפי שגיא אמר קודם, לעוד הרבה עיוותים בהערכות שווי כמו ההסכמים האלה עם הספקים וכדומה שכן לא מדובר במדע מדויק. אני חושב שהעולם של IFRS 16 הוא עולם מדויק יותר ואני חושב שהבעיות הפרקטיות האלה עם הזמן כמו שנאמר קודם ילכו יתמעטו כי יהיה קשה לעשות את ההתעלמות הזאת מ IFRS 16כאשר באים לבחון ירידת ערך. עם הזמן הפערים בין הנכסים וההתחייבויות יגדלו משמעותית שכן היום זה עוד קל לעשות את זה, אני חושב שהעולם לאט לאט לא תהיה לו ברירה והוא יתיישר עם העולמות של IFRS 16 גם לעניין ירידת ערך.

יאיר שלהב

סוגיית אימוץ כללי החשבונאות כלשונם לצורך בחינת ירידת ערך ולצורך הערכת שווי בכללותן , היתה קיימת עוד לפני IFRS 16 כך למשל " תמריצי חכירה" נניח למימון השקעת השוכר בנכס הופחתו בקוו ישר על פני תקופת החכירה (פרשנות 15) כלומר השאלה אם לקחת את הרישום החשבונאי בגין החכירה או לא עמדה (באופן חלקי בפנינו כבר אז).

אני בדעה כי למרות שבחומר הרקע הוצגו שתי אפשרויות והצורך בבחירה בניהן, התשובה הראויה יותר היא בהתאם למהות החכירה (ובכך אני מצטרף לעמדה שהבעת בדבריך בפתיחת הדיון).

חכירה שבמהותה היא תפעולית, לטעמי נכון לחזור ל -IAS 17 ואני בוחר בגישה 1 בחומר הרקע שלכם, כולל לגבי חישוב ה- wacc כלומר לטעמי אין לכלול את התחייבות בגין החכירה לא בחישוב יחסי הון עצמי להון זר ולא לצורך חישוב ההון הזר.

במקום שהחכירה היא מימונית אני בוחר בגישה 2 בחומר הרקע לא כולל תשלומי החכירה בתזרים המזומנים ולא כולל את ההתחייבות בגין החכירה כחלק מיחידה מניבת המזומנים.

לגבי ה wacc כאן אני מתלבט. גם אם זה מימוני אני לא משוכנע שיש להתחשב בריבית הגלומה או הריבית התוספתית להלוואה מובטחת בנכס החכור. וכן לא בהתחייבות עצמה לצרכי חישוב יחס הון עצמי /זר. כשאני חושב על דמי חכירת נדלן ואני חושב על we work אני חושב שנכון להתחשב בכך, לעומת זאת למעל יצרני אשר שוכר את שטח המפעל - אני בדילמה.

אגיד כמה דברים לסיום, אני יוצא קצת מאוכזב מהדיון, מרגיש שלא התעסקנו מספיק במהות במסגרת הדיון היום ובהבחנה שאמיר ואני הצענו בין מהות החכירות אנחנו אני חושב שזה לא נכון להתייחס לכל IFRS 16 במקשה אחת, זה נכון שהתקן לא עשה הבחנה בין מאפייני החכירות, אבל בהתייחסות העמוקה צריך לעשות את ההבחנה וכנראה ברוב המקרים זה באמת במהות חכירה תפעולית וצריך להתייחס לזה באמת כחכירה תפעולית אבל באותם מקרים שזו חכירה פיננסית במהותה אני חושב שמעריכי שווי לא יכולים להתעלם מזה. ובכלל אני לא חושב שאפשר להתעלם מכך שלרמת רזולוציה של מידע, גם ללא שיש שינוי כלכלי, יכולה להיות השפעה על הערכת שווי.

אני חייב להגיד שהרגשתי מהדיון שבאמת כל אחד ככה הגיע בדרך שלו - זיהיתי לצערי את התופעה הזאת כבר בדיון בשנה שעברה וקראתי לזה "ווייז" - כולם מסמנים את המטרה שכל מה שעשינו עד עכשיו מושלם ועכשיו התקן הזיז לנו את העניינים קצת אז אנחנו נסמן בווייז איך מגיעים לאותה הנקודה בדיוק. אז חלק מגיעים לזה בזה ש"דוחפים" את ההתחייבות חלק מגיעים לזה בשינוי שיעור הWACC. לדעתי לא זה טריוויאלי לא מבחינה חשבונאית ולא מבחינה מימונית ואני עדין במילותיי... אגב, גם בקריאה של הספרות של הפירמות ניתן לראות שהן מגמגמות ולא בטוחות בעצמן - כי באמת יש כאן נושא מאד מורכב.

רק להמחיש לכם עד כמה בעייתית ההסתכלות הגורפת על היחידה ככוללת את ההתחייבות הפיננסית - תחשבו מה קורה עם ההתחייבות הפיננסית בגין חכירות מימוניות שכבר הופיעה בדוחות בעבר - הרי מבחינת המעמד החשבונאי שלה כיום היא זהה לחלוטין בראיית החוכר ליתר ההתחייבויות הפיננסיות בגין חכירה. אז מה - כעת גם הלוואה ששימשה לרכישת נכס תיכלל בערך הספרים של היחידה?? זה אבסורד שממחיש עד כמה יש הכרח לבצע את ההבחנה לפי מאפייני החכירה אותה אמיר ואני מציעים.

אני כן חושב שזה בדיוק המקום שאתם כרשות ניירות ערך צריכים לעשות פה קצת סדר ולהביע את עמדתכם. אני לא יודע בדיוק באיזו תצורה, אבל ככל שלא תהיה התייחסות רגולטורית תהיה פה באמת שונות מאוד גדולה. מה שכן תהיה פה זהות אחת - כולם יחזירו את המצב הקיים. אני חושב ששני הפתרונות המוצעים בעייתיים ובכל מקרה לא ניתן לקחת את כל המקרים ומכניסים אותם לסל אחד. ובכלל גם צריך לתת את הדעת לכך שאנחנו באמת משחקים בינינו לבין עצמנו ובסוף כל הדיון הזה מנותק לגמרי מהצד של שוק ההון.

הבינתחומי הרצליה

התכנית בחשבונאות AccounTech

FVF

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

"הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".

תאריך המפגש: 22 באפריל 2020

חומר רקע למפגש: לחץ כאן

נושא המפגש: "הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".

משתתפים: לחץ כאן

צוות מקצועי: דניאל שרון, דקל רינצקי, יואב אטיאס.

שלום לכל משתתפי פורום שווי הוגן, בוקר טוב ותודה שאתם מצטרפים אלינו הבוקר, יש לנו בהחלט קאדר מרשים ונרחב כאן היום, ממש מכל הזוויות הרלבנטיות, בד"כ אנחנו יושבים סביב שולחן גדול אבל היום אנחנו נפגשים לאור המצב דרך הזום. אני חושב שהנסיבות הדי הזויות אליהן נקלענו הביאו את נושא השווי ההוגן לעמוד בפני אתגר קצה - אולי הגדול ביותר שהוא עמד בפניו, וזאת כתוצאה מאי הודאות העצומה השוררת. נקודת המוצא של הדיון שלנו היא קיומם של דוחות הרבעון הראשון - רשות ני"ע אמנם נתנה עוד חודש להכנתם, אבל זאת כנראה עובדה מוגמרת שהם קיימים ואי אפשר לדלג עליהם. אני גם לא מכיר לזה תקדים אחר בהיסטוריה. ברגע שהם קיימים החשבונאות חייבת לתת מספרים ולא יכולה פשוט להתעלם. אין כללים חשבונאות אחרים למשבר - זה ה- IFRS וגם לרגולטור אין סמכות להתערב בו. יש כאן סוג של מלכוד ותכף אסביר.

ההשלכות על דוחות הרבעון הראשון - שבו מתרכז המשבר לראשונה הן עצומות - אני אפילו קראתי לזה צונאמי. כידוע בדוחות השנתיים שפורסמו במרץ ועדיין מתפרסמים בגלל הארכה לשנתי המשבר טופל כאירוע לא מחייב התאמה למרות שכבר ידענו על הצרות עד כמה שהדבר מוזר. לפחות אני ב-25 השנים שלי במקצוע לא זוכר אירוע רב מימדים כזה - המשבר של 2008 היה משהו ממוקד הרבה יותר ולמעשה זאת שעת מבחן כללית עצומה לעמידות של כללי החשבונאות במיוחד בהיבטים של שוויים וזאת הזווית של הדיון שלנו היום - כל התחום של הערכות השווי עומד בפני מבחן עצום. יש כאן משבר ריאלי כלל עולמי בעל השלכות ישירות ועקיפות על כלל החברות, לא משהו נקודתי או משהו שאפשר להתעלם ממנו - לפחות לא על פי דעתי.

ההשלכות על שווי נכסים מגיעות גם לגבי אלה שנמדדים בשווי הוגן וגם לגבי אלה שנמדדים לפי בסיס עלות ואני אסביר: לגבי נכסים שנמדדים לפי שווי הוגן האתגר של המדידה הוא מן הסתם לגבי הנכסים הלא סחירים (לגבי הסחירים השוק אמר את דברו עד 31.3 וזה היה לא מעט ובהקשר זה סביר להניח שלגבי הלא סחירים הירידות יהיו מתונות יותר ואנחנו מכירים את התופעה הזאת)- כלומר, בעיקר מניות לא סחירות שמטופלות כנכס פיננסי ונדלן להשקעה - בד"כ ברבעון הראשון החברות לא מבצעות הערכות שווי מתוך תפיסה כי לא היה שינוי משמעותי, אך קשה לי לראות שזה המצב גם במקרה הנוכחי. לגבי נכסים שנמדדים על בסיס מודל העלות כמו רכוש קבוע, נכסי זכות שימוש שנוצרו בעקבות IFRS 16 ומוניטין - שהוא נכס משמעותי בחברות שביצעו בעבר צירופי עסקים- מאחר והתפיסה היא שמשבר הקורונה הוא סימן מובהק לירידת ערך (למעשה יש כאן שרשרת בלתי נגמרת של סימנים חיצוניים ופנימיים ולפי גישת רשות ני"ע אי אפשר להגיד שהתייעלות היא סימן חיובי שמקזז אותם) הרי שגם לגבי נכסים אלה יש לבדוק את הסכום בר השבה לפי היחידות המניבות מזומנים הרלבנטיות, שהוא הגבוה מבין השווי ההוגן לבין שווי השימוש. גם כאן הערכות השווי יכריעו כל שיוצא שהערכות השווי ברבעון הקורונה - כך אני קורא לו יכריעו את גורלם של הנכסים ואפילו יותר מכך ללא קשר לבסיס המדידה שלהם. שימו לב שברכוש קבוע לפי מודל הערכה מחדש כמו שקיים בחלק מחברות המלונות לא תהיה כנראה גם ברירה אלא לבצע שווי הוגן לסוף הרבעון הראשון, מתוך תפיסה כי התרחשו שינויים משמעותיים בשווי ההוגן שלהם.

זה ברור שכבר שמיושם מודל העלות ואין "אפסייד" לחתוך אז אנחנו נכנסים למצב של אימפרמנט - תחשבו למשל על צירופי עסקים שבוצעו בשנה האחרונה - הם כמעט נכנסים אוטומטית לאימפרמנט מוניטין. אגב, גם נכסים תפעוליים כמו לקוחות ומלאי שלא נמצאים בתחולת הדיון שלנו היום, צריכים להיבחן היטב ברבעון הקורונה ויכולות להיות לכך השלכות משמעותיות - כמו למשל חובות של מסעדות אצל ספקי מזון או מלאי אופנה עונתי שלא נמכר. אז מצד אחד כל מעריכי השווי לרבות השמאים מקבלים כעת זרם נכנס גדול של עבודה בעקבות המשבר, אך מצד שני אני לא יודע עד כמה הם באמת רוצים את העבודה הזאת - כי זה תפוח אדמה לוהט ורגיש ביותר... אני חייב להגיד שאני לא מקנא במעריכי השווי והשמאים שצריכים לחתום על העבודות שלהם לסוף מרץ. אגב, רצה הגורל ורק לפני מספר חודשים ישבנו בפורום ודיברנו על שווי הוגן של נדל"ן בכיוון ההפוך. ואני לא חושב שזה אומר משהו על כך שטעינו - הרי כל הקונספט של שווי הוגן שהוא צריך לשקף את המצב לנקודת זמן ולעלות כשצריך לעלות וכעת כנראה לרדת במידת מה. כמובן שצריך להסתכל פרטנית על כל נכס על פי מיקומו ויתר מאפייניו, לרבות תמהיל שוכריו וצריך להיזהר מלבצע הכללות גורפות. הפגיעה יכולה להיות במשרדים ובקניונים ומרכזים מסחריים ואולי ביתר שאת בנפגעים הישירים - בתי הדיון המוגן ובתי המלון - במיוחד ככל שמסתכלים בטווח הנראה לעין - ההשלכות ארוכות הטווח הן כבר שאלה מורכבת בהרבה. אגב, שימו לב בתי דיור מוגן מטופלים בשנים האחרונות בישראל כנדל"ן להשקעה וראינו חברות נדל"ן מניב וחברות ביטוח שנכנסו לתחום. הפגיעה העקיפה במשרדים וקניונים יכולה לנבוע משני מישורים: 1. ההשלכות הנגזרות של מיתון עולמי מתמשך ככל שיהיה כזה 2. שינויים פוטנציאלים בהרגלים הצריכה והתעסוקה במשק - וזה לא רק הנושא של המשך קיום המבנה של האופן ספייס. בין אם תסכלו על זה דרך המונה של הערכת שווי כי צפוי כנראה לחץ של שוכרים להקלות ובין אם לשיעור ההיוון - כנראה שמשהו שקרה. לאור זאת אני חושב שצריך לקיים דיון מהותי האם טיפול המשקף את הנחות לשוכרים/ לקוחות למספר החודשים הקרובים (כלומר רק דרך המונה) הינו טיפול מספק כפי שחושבים מרבית השמאים - או שיש לעשות ניתוח מהותי ומעמיק הכולל גם את שיעור ההיוון.

אני שומע אמירות ואני מניח שנשמע את זה עוד מעט מהמשתתפים שכל ההשלכות הן ענייני טווח קצר שאין להם השפעה על השווי - אבל קשה לי לראות כיצד אומרים שהגיע משבר ואין שינוי בשווי - אי ודאות עולה. הסיכון עולה ויש לזה מחיר שלילי בתורת המימון. ככה

"הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".

למדנו. אי אפשר להתעלם גם מהעלייה בתשואות הארוכות על אגח ממשלתי בישראל לסוף מרץ (למרות הירידה בריבית בנק ישראל) וגם שההנפקות החדשות והרחבת הסדרות של אגח שביצעו חברות הנדל"ן נעשו בתשואה גבוהה יותר גם אם במקצת מזו שעשו אך לפני מספר חודשים - מה שמצביע על עליית המרווחים ותפיסת הסיכון של חברות אלו. צריך להבין גם הטענה שאני שומע שקודם לא העלו מספיק ועכשיו הירידה קטנה לא יכולה להתקבל מבחינה חשבונאית - כי שווי הוגן צריך לשקף את מחיר המכירה התיאורטי בכל נקודת זמן - גם כשאין עסקאות. השמאים הם לא חברת דירוג שיכולה להגיד שיש "אופק שלילי" ואני עוד לא נכנס לטענות כנגד חברות דירוג שהן מגיעות מאוחר מדי. אגב, קראתי בעיתון השבוע שהשמאים באנגליה כמדומני טוענים שהם לא יכולים לתת הערכות אם הם לא יכולים להיכנס לנכס - אז אני רוצה להזכיר אין באף מקום ב- IFRS דרישה לשימוש בשמאי או בכלל במעריך שווי וזאת קודם כל האחריות של ההנהלה והדירקטוריון. עם כל הכבוד לתקינה השמאית בהערכות שווי לצרכים חשבונאיים ובכלל זה לגבי נדל"ן מניב צריך לעמוד ב- IFRS והוא מאד ברור. וזה ממש לא רק שמאויות נדלן - ההתמודדות של החברות ומעריכי השווי עם אי הוודאות ביחס לתוצאות הפעילויות מהווה אתגר משמעותי הן פרקטית והן תאורטית. בדיוק השבוע פרופ' דמודראן עדכן משמעותית את פרמיית השוק של ישראל מה שמגדיל את מחיר ההון בנוסחת ה-WACC. יש לזה השלכות משמעותיות שליליות על הערכות שווי ואמיר ינתח את זה עוד מעט. חשוב לי להדגיש לכל הנוכחים - אי אפשר לבוא ולהגיד שלא רושמים עכשיו ירידת ערך כי ניתן לה ביטוי ברבעון השני. שווי הוגן צריך לשקף את מצב הדברים לתום מרץ כולל אי הודאות העצומה ששררה - גם אם זה לא נעים. ובכלל הנושא של עליית ערך או ירידת ערך פרמננטית ירד כבר מן העולם - צריך לחשוב רעיונית בכמה היתה מתבצעת עסקה ביום המאזן גם אם אין עסקאות כאלה - וזה ברור שאין. אגב, בהיבט של אירועים לאחר תאריך המאזן צריך לבחון בקפידה לא בהכרח כל מה שקורה עכשיו נכון להתייחס אליו במסגרת השווי של סוף מרץ. כמו שאמרתי בתחילת דברי היה הרבה יותר נוח לכולם לדלג על דוחות הרבעון הראשון. כקוריוז, שימו לב לארביטרז' החשבונאי שנוצר ביחס לתאגידים קטנים ללא אגח שבחרו לדווח במתכונת חצי שנתית - לאור אי הודאות הגדולה לזמן יש ערך רב וגם לא הכל רברסבילי - תחשבו על חברה שתרשום ירידת ערך מוניטין ברבעון הראשון זה לא יכול לחזור גם אם תיאורטית ברבעון הבא המצב יחזור לקדמותו. בכל מקרה, מעבר למספרים שיקבעו בסופו שלדבר יש חשיבות גדולה ומיוחדת לגילוי על ניתוחי רגישות - אבל חשוב לי להדגיש זה לא יכול לבוא במקום או על חשבון מדידה. זה כלי נוסף שחשוב למשקיעים. נרצה לדבר היום גם על ההשלכות, הפחתות פטנציאליות ברבעון הראשון בצד הנכסים שיכולות להיות להן השלכות משמעותיות על ההון יכולות גם להוביל בחברות מסוימות להפרת קובננטים - ועולה השאלה עד כמה שטרי הנאמנות יכולים לנטרל את אירוע הקורונה ככוח עליון - אם בכלל. משתתפים איתנו היום נציגים של כל הגופים הרלבנטיים - רשות ניע ורשות שוק ההון, חברות מקשת רחבה של ענפים, גופים מוסדיים וחברות דירוג, ורואי חשבון שיש להם כעת תפקיד לא פשוט בכלל בכלל, מעריכי שווי ושמאים. לא נוכל לתת מן הסתם לכולם את זכות הדיבור - אני ברשותכם אתחיל אותו בסדר מסוים וננסה לאתר את הדינמיקה - שזה יותר קשה בדיון מקוון. מי שירצה להגיד משהו מזומן לרשום לי בצ'אט הפרטי שיש לכם על המסך ואשתדל להיענות. אומר מראש שאני מניח שלא נצליח להיענות לכל המבקשים. אמיר בבקשה - רשות הדיבור עוברת אליך.

אמיר ברנע

בוקר טוב, אני ממשיך את הדברים של שלומי ומדבר מנקודת ראות של מעריך שווי נכסים לתאריך 31.3.2020. מקובל בהערכות שווי כשקיימת אי וודאות מנסה המעריך לבנות תרחישים. ואמנם בהקשר לקורונה בתאריך ההערכה קיימת אי ודאות לגבי היקף המשבר, משך המשבר, האם הוא לטווח קצר או ארוך, היקף התמיכה הממשלתית הצפויה ועלות התמיכה הממשלתית למשק. אי הודאות לא נפתרת בשימוש בתרחישים. אפילו אם נלך הכי פסימי, אופטימי וסביר שיוצר תחום של ערכים לא נפתרת הבעיה מכיוון שאין לנו הערכות הסתברותיות לתרחישים האלה. העדר אומדן ההסתברות נובע מכך שהמשבר הזה הוא חד פעמי, אין לנו אפשרות להסתמך על העבר. כל הערכת שווי מחייבת צפי תזרימי

ושער היוון ראוי שהם גם תלויי ענף וגם תלויי הפירמה הבודדת. מה שאני הולך לתת כאן זה מתכונת כללית, מעין benchmark לממוצע, כאשר ברור שענפי משק לא נפגעו בצורה אחידה אלא באופן דיפרנציאלי. נתחיל בשער ההיוון - WACC. כמו שאמר שלומי, דמודראן מוסיף כ-1.4% לפרמיית הסיכון, Rm-Rf בנוסחת CAPM המפורסמת, נניח שביטא שווה 1. כלומר, הוא מוסיף בערך 0.75% ל-WACC בהנחה שמשקל ההון העצמי ב- WACC הוא חצי. אגב, אני אשתמש הרבה בחצי, כי כשאין הסתברויות וצריך לתת הערכה, החצי זה תמיד מפלט בטוח. מחיר החוב עלה, רואים זאת בהנפקות חוב ממשלתיות ושל פירמות. מחיר החוב עלה בגלל שתי סיבות: קשה לשוק להעריך את המשמעות של הגרעון הממשלתי שנוצר והשפעתו על שער הריבית, וגם עקב עליית פרמיית הסיכון לחוב של חברות. מחיר החוב עלה לפחות ב-1%, 1% אחרי מס מוסיף בשקלול שליש אחוז למחיר ההון. כלומר ה-WACC עולה בסדר גודל ממוצע של 1% בערך וההשפעה על השווי בתזרים ארוך טווח תלוי מח"מ, היא בערך בין 5% ל-10% בשווי, תלוי במח"מ של הנכסים ותלוי במשתנים של כל חברה. הבעיה היא מה קורה לתזרים. יש השפעה קצרת טווח ויש השפעה ארוכת טווח. בשיטת החצי ובהנחה של רבעון נוצר הפסד הכנסה חד פעמי של בערך 15% ליתרת שנת 2020. מהו ההפסד ארוך טווח? תלוי בהנחות של מעריך השווי לגבי האופי של ה-"V" המפורסם. ה-"V" שאומר יש לנו משבר, השאלה היא איך ומתי חוזרים אחרי המשבר, האם חוזרים במלוא הפיצוי או בחלק מהפיצוי. אני מניח כאן שחלק מהירידה תקוזז בקנייה צרכנית מוגברת בתום הרבעון, בתום המשבר, נניח מחצית. כלומר התבסוסת על 2019 מינוס חצי מהירידה הרבעונית. כמובן שההשפעה על התזרים תלויה גם בהתייעלות וגם בהיקף הסיוע הממשלתי לעסקים. אני מבחין כאן בין הסיוע הממשלתי שניתן לאנשים שנמצאים בחל"ת או מובטלים לבין התמיכה הישירה לעסקים, אני מדבר עכשיו על התמיכה בעסקים שהיא הרלוונטית. אני מניח שהתמיכה תחזיר לעסקים מחצית מההפסד לטווח קצר. אדגיש שמול פוטנציאל ההתייעלות שהמשבר כנראה מאפשר, קיים קיזוז על ידי השפעות ארוכות טווח של שינוי הרגלי קנייה, עבודה מהבית וכו'. אחרי הסיפור הזה, ובלי להטריח אותכם בכל הפירוט של החשבונות, אני מקבל אומדן ירידת ערך ממוצעת לנכסים בסדר גודל של 13%-12% בטווח מאוד רחב שתלוי בענף ובפירמה, בין 5% ל-20%. ירידת ערך של 13%-12% עקבית אגב עם נתון אחד שיש לנו, כמה ירדו שווי המניות ב-31 למרץ. כמובן שהמניות ספגו את רוב ירידת הערך כי עליהן מוטל רב הסיכון לכן המשמעות של ירידת ערך של 13%-12%, היא ירידת ערך במניות של 25%. השוק אומנם ירד יותר ואפשר ליחס ירידה מוגברת לריאקציה עודפת של השוק שמוכרת במחקרים של שוק ההון שבוצעו בשנים האחרונות. ואחרי כל זה לדעתי גם אם החשבונאות דורשת הערכת שווי נכסים ל- 31.3.2020 על פי המידע שהיה קיים אז, רלבנטיות הדיווח תיעלם כשהדוחות יתפרסמו במהלך חודש יוני. מה שיקבע הוא המידע על התפתחות המשבר אז. האם ראוי להמתין עד יוני למידע על השפעת המשבר על חברות ציבוריות? לדעתי יש לעודד פרסום מידע שוטף ממנו יוכלו משקיעים לשפר את הערכת שווי החברות תוך מתן ביטוי לדיפרנציאציה בינהן.

יפעת פלקון

קודם כל הפורום הזה הוא מאוד מאוד חשוב, אני מברכת על הדיון ואני מודה מאוד על ההזמנה להשתתף בו. זוהי הזדמנות טובה לשמוע מספר רב של דעות ושל דוברים מקצועיים בתחומים שונים. שלומי, אני מסכימה עם הרבה דברים שאמרת. תראו, הימים האלה כמו שכולם רואים וחווים, מאופיינים באי ודאות מטורפת לגבי ההתפתחויות. מיום ליום אנחנו רואים דברים שמתפתחים גם אצלנו וגם אצל החברות. אנחנו כרגולטור שאמון על שוק ההון, פועלים כל הזמן במישורים שונים כדי לראות איך אנחנו יכולים לסייע לשוק בין בהיבטים של פיתוח מכשירים וחלופות מימון חדשות, בין בהסרת חסמים לפרויקטים שונים ולרעיונות חדשים שרלבנטיים לעת הזו, ובין בהיבטים של חובות דיווח שחלות על החברות הנסחרות בהתאם להוראות בית דין. אנחנו מקיימים שיחות שותפות עם גורמים שונים מהשוק כדי להבין את הצרכים השונים העולים מין השטח ולכן גם חשובה לי השיחה הזו בדיוק בעיתוי הנוכחי כדי להבין במה אנחנו יכולים לסייע, מה אנחנו יכולים להבהיר או להדגיש. אנחנו מתכוונים בקרוב, כפי שאני תכף אפרט, לפרסם דגשים לקראת פרסום דוחות רבעון ראשון. אנחנו בנוסף גם מקיימים דיונים עם רגולטורים מקבילים בעולם, אנחנו עושים סיעור מוחות משותף ומשתפים רעיונות. הנושא הרלוונטי לדיון הזה הוא נושא הדיווח הכספי לדוחות רבעון ראשון ולאתגרים הרבים שניצבים בפני החברות וגורמי המקצוע כפי שהתייחסתם עד עכשיו. בואו נדבר קצת על הגשת דוחות הרבעון הראשון - כפי שאתם יודעים וכפי ששלומי ציין, אנחנו נתנו דחייה גורפת במועד הגשת הדוחות לרבעון הראשון בדומה לארכה שנתנו על הדוחות השנתיים. אנחנו צופים שיהיה מספר לא מבוטל של חברות שינצלו את הארכה הזו. בדוחות השנתיים ראינו סדר גודל של 80 או 90 חברות שניצלו את הארכה, אנחנו צופים ברבעון הראשון, לאור האתגרים הרבים, שמספר גבוה יותר של חברות ינצלו את הארכה. אי הודאות הזו משפיעה כמו שכבר צוין כאן על היבטים שונים בדיווח הכספי. יש סעיפים רבים שמדידתם מושפעת מהמשבר הנוכחי - נכסים רבים, לא רק נכסי נדל"ן מניב שנמדדים בשווי הוגן אלא גם ירידות ערך של פעילויות, נכסים בלתי מוחשיים, נכסים פיננסים, הכרה בהפסדי אשראי, בחינת מצב עסק חי, מדידה של התחייבויות וכדומה. יש היבטים רבים ואומדנים משמעותיים שבעצם מושפעים מהמצב הזה וצריך לתת עליהם את הדעת. האתגר הזה הוביל גופים רבים בעולם לפרסם דגשים מקצועיים בנושאים האלה. ציינתם במסמך ההכנה לדיון את ה-IVSC שהוציא דגשים לשמאויות; יש

"הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".

דגשים גם של ה-IASB; יש דגשים של רגולטורים המפקחים על רואי חשבון; רגולטורים מקבילים אלינו. אנחנו כמובן עוקבים אחר הפרסומים הללו ואנחנו חושבים שנכון באמת לתת את הדעת לכל הנושאים הללו מתוך הבנה שדוחות רבעון ראשון צריכים לכלול גילוי מלא להשלכות ואני אתייחס לכך בהמשך. המשמעות היא שעל אף האתגר שמאפיין את התקופה הזו, אי הודאות לא מובילה להעדר יכולת להניח הנחות ולבסס מדידה בדוחות הכספיים. כן, זה יותר קשה. כן, זה יחייב להניח הנחות תוך הפעלת שיקול דעת מקצועי ומבוסס. כן, זה יחייב מתן גילוי מלא שיאפשר הבנה של מה שהונח כדי שתהיה את היכולת באמת להבין מה נעשה וכן זה יחייב עדכון מעת לעת ככל שיהיו התפתחויות נוספות או עדכונים נוספים של ההנחות. בתקופה של אי ודאות דווקא יש חשיבות יתרה לתת למשקיעים את כל המידע, בכך לשמור על רציפות מידע שהם מקבלים לצורך קבלת החלטות. צריך להקפיד על מתן התייחסות מלאה לשיקולי הדעת שהופעלו על ידי החברה, לאומדנים שהיא הניחה ועל ההנחות שלה. לגבי ניתוחי רגישות - שלומי התייחס לזה, זה משהו שאנחנו מצפים לראות אותו. ניתוחי רגישות ביחס בנוגע להנחות המשמעותיות ביותר זה גילוי מאוד מאוד חשוב. חברה יכולה לבסס את שיקול הדעת שלה, להניח הנחות, ברגע שהיא תיתן את הגילוי המלא הזה היא תאפשר לכל מי שקורא את הדוחות הכספיים להבין מה היא עשתה ומה הנימוקים למה שהיא עשתה. זה לא אומר שהיא לא תעדכן את זה בדוח העוקב עם התפתחויות חדשות אבל זה יאפשר לכל מי שקורה להבין את מה שנעשה בשלב הזה וזה מאוד חשוב.

אנחנו בוחנים גם פרסום שידגיש את ההיבטים האלה גם כן.

אנחנו שמענו את הבקשות לוותר על פרסום דוחות רבעון ראשון, התחזיות שמפורסמות מעת לעת וגם העדכונים שאנחנו מקבלים מראים שלעת עתה התקופה הזאת שמתאפיינת באי ודאות תלווה אותנו עוד זמן. מעבר לזה שוויתור כזה יחייב איזה שהוא תיקון חקיקה, צריך להבין שאנחנו נדרשים לאזן בין הצורך במידע כספי רציף לטובת המשקיעים שצמאים למידע בעת הזו לבין הקשיים והאתגרים שבפניהם ניצבות החברות. בשביל להשיג את האיזון הזה אנחנו נתנו את הארכה להגשת הדוחות הכספיים. יש תקופות רבות בחיים של חברה שמאופיינות באי ודאות, כמובן שזו תקופה מאוד מאוד חריגה שלא הכרנו בעבר. אבל, עצם זה שמדובר במשהו רחב ומשקי לא מצדיק מתן פטור גורף ממידע במשך תקופה ארוכה, במיוחד כאשר המסחר בניירות ערך של החברות ממשיך בבורסה. משקיע חייב להמשיך לקבל מידע רציף, מבוסס נאות ומהימן עד כמה שניתן.

כמו שאמרת שלומי, נוצר מצב בו הדוח השנתי שפורסם לא מזמן הוא כבר לא רלוונטי למה שיהיה קדימה. הדוחות של הרבעון הראשון, למרות שמבחינת תקופת המדידה מדובר בתקופה קצרה, הם מאוד רלוונטיים להערכה של השלכות המשבר על חברות. דרך אגב אנחנו לא מכירים שום רגולטור אחר שבוחן לוותר על דוחות לתקופה של רבעון ראשון. לפחות בשלב זה. יש מדינות שאצלן יש דיווחים רבעוניים בדומה אלינו, גם בארצות הברית וגם במדינות אחרות.

זה מה שמביא אותי לנקודה הבאה - והיא נושא הגילוי - תחת הנחה שדוחות רבעון ראשון יפורסמו, אני רוצה להתייחס לדגשי הגילוי , אותם אנחנו נוציא אותם בצורה מסודרת. ההקפדה על הגילוי המלא צריכה להיות ביתר שאת. גילוי בנוגע לאי הוודאויות, לתרחישים השונים, לשיקולי הדעת המשמעותיים ולאומדנים המשמעותיים. צריך לתת את כל הכלים שיאפשרו למשקיע לנתח את ההנחות ולאפשר לו, אם הוא ימצא לנכון, לחשוב אחרת. ההשלכות על אמות מידה פיננסיות צריכות להיות גם הן ברורות.

שלומי התייחסת בדברייך לפער בין חברות שמדווחות בדיווח רבעוני לבין תאגידים קטנים שמדווחים בדיווח חציוני, ולהשלכות של ביטול דוחות רבעון ראשון על עמידה באמות המידה הפיננסיות. קודם כל חשוב להדגיש שמי שלא מדווח דוחות לרבעון הראשון הן חברות קטנות שאין להן אגרות חוב בציבור. בחברות אג"ח - כולן שוות מבחינת חובת דיווח דוחות כספיים. באשר לעמידה באמות מידה ולהשלכות של וויתור על דוח רבעון ראשון - לפי מה שאנחנו מכירים בדרך כלל השטרות בנויים בצורה כזו שהפרה של שני רבעונים ברצף מקימה זכות. דווקא אם נוותר על דוחות רבעון ראשון עלול להיווצר עיוות ביישום תנאי שטרי הנאמנות.

לגבי הפער בתקופת המדידה בין חברות שמגישות דוחות רבעון ראשון לבין כאלה שמגישות דוחות חציוניים - אני מסכימה. זה פער מובנה, וזה נכון בכל עת ובכל שנה, וזה כמובן מתעצם כשיש משבר

והן לא נאלצות לרשום ירידות ערך ברבעון הראשון כשאחרות נאלצות לבחון זאת. אני רוצה לציין שאנחנו כל העת, באופן יום יומי, מקיימים דיונים לראות היכן אנחנו יכולים להקל, להבהיר או להדגיש דברים, עלו כבר כמה נושאים לדיון ויש לנו כוונה לפרסם כמה דגשים בהקדם האפשרי. כמובן שבכל הנוגע ליישום הוראות וכללי החשבונאות בדוחות הכספיים, דוחות רבעון ראשון שיוגשו צריכים להיות ערוכים לפי ה-IFRS, אין לנו דרך לשנות זאת.

בכל הנוגע לשאלתו של שלומי באשר לקיזוז סממנים חיובים ושלילים לירידת ערך - יש באתר שלנו החלטות אכיפה ועמדות מקצועיות שכבר קיבלנו בעבר בנוגע ליכולת לקזז סממנים חיובים ושלילים לירידת ערך. לעמדתנו לא ניתן לקזז סממנים חיוביים ושליליים לצורך בחינת התקיימותם של סימנים, זאת להוראות IAS 36. אני לא רואה איך אפשר לומר שההשפעות הנוכחיות לא מהוות סממן לירידת ערך. בנוסף אני רוצה להדגיש שגם בחינה פנימית שנעשית על ידי חברה מהווה בחינה של ירידת ערך ובעצם מהווה הערכת שווי פנימית בהתאם להוראות התקנות שלנו.

נקודה אחרונה אליה אני רוצה להתייחס נוגעת לנושא הפרת הקובננטים ולסחרור שיכול להיווצר, כדור שלג שיכול להיווצר במצב הנוכחי - זאת אחת השאלות שכתבתם לדיון. אני רוצה לציין בקצרה, כפי שידוע כאן אני חושבת לרב המשתתפים, את התייחסותנו למתווה דחיית חובות רגולטורי. עוד מהרגע שבו החל המשבר הזה אנחנו ממפים סיכונים לכדור שלג של הפרות אמות מידה פיננסיות והסדרי חוב. כפי שאתם יודעים אנחנו מקיימים שיח עם רגולטורים שונים על העניין הזה. עוד מתחילת הדרך עלו לנו רעיונות להיבטים שונים של מתווה כזה, גם היבטים משפטיים גם היבטים מימונים, אנחנו בוחנים אצלנו את החלופות השונות ואנחנו מקימים עם הרגולטורים האחרים. אנחנו בוחנים בהקשר הזה אפשרות להחצין עמדת סגל משפטית בקרוב שתתייחס להיבטים משפטיים של דחייה כזו. אני מניחה שממש בזמן הקרוב אנחנו נוכל לעדכן על דברים נוספים. אנחנו עוקבים כל הזמן אחר מצב החברות ועל כלים נוספים, כך שאם יש לכם הערות, רעיונות או בקשות אני מזמינה אתכם להעביר אותם אלינו.

שלומי שוב

אני מבין שהידיים פה כבולות בגלל ה-IFRS, השאלה היא אם אתם כרגולטור מבינים את הסיטואציה שנמצאות בה החברות והמעריכי שווי. האם יש איזה שהיא הקלה או בשורה? אמיר דיבר עכשיו על כך שהערכת השווי הסטנדרטית יכולה לרדת ביותר מ-10% האם יש איזה שהיא הקלה שאתם יכולים לתת לחברות? זאת אומרת מה אתם מצפים לראות, אתם מצפים למעשה לראות ב-Q1 ירידות ערך? זה יכול הרי להיות "מרחץ דמים".

יפעת פלקון

אנחנו מצפים שגורמי המקצוע השונים יפעילו שיקול דעת מקצועי, והחברות השונות שהאחריות על הדיווחים הכספים היא שלהן, יעריכו את השפעות המשבר לפי מיטב שיקול דעתם, ויבטאו בדוחות הכספיים שלהן את השלכות המשבר ככל שבאמת יש השלכות כאלה בצורה מהימנה כמה שניתן, תוך פירוט ההנחות העומדות בבסיס הערכות אלה.

שלומי שוב

השאלה שלי היא האם יש פה איזה שהיא גישה מקלה, שנניח חברה תבוא ותגיד: "ההשלכות הן נקודתיות רק על חודש מרץ ואפריל" וכשמסתכלים על ההשפעה הזאת היא מאוד מינורית בראייה של הערכות שווי ועשינו את ההערכה ונשארנו פחות או יותר עם אותו שווי, האם זה משהו שאתם תוכלו לחיות איתו?

יפעת פלקון

אנחנו רואים מה קורה בשוק, אנחנו מקבלים את ההערכות כפי שגם אתם רואים אותם, של הגורמים האמונים על נתונים סטטיסטים במדינה שלנו. אנחנו רואים הערכות של בנק ישראל ואנחנו רואים הערכות של משרד האוצר. המצב הנוכחי לא יישאר פה לחודש-חודשיים, המשק שלנו יצטרך להתמודד עם המצב הזה וצריך גם לראות שלא מונחות הנחות שהן לא סבירות. זה בדיוק הרעיון של שיקול הדעת המקצועי והנחת הנחות שכמה שיותר מבטאות את המצב הנוכחי. להגיד לך אם זה צריך להיות 5% או 10% זה לא משהו שאנחנו יכולים להגיד ככלל אצבע כזה או אחר. אנחנו מצפים לעבודה מקצועית של הגורמים הרלבנטים. חברות אחראיות על הדיווחים הכספיים שלהן, רואי החשבון אחראים על עבודת הביקורת והסקירה שלהם. כולם צריכים להניח את הדעת שהמספרים שניתנים בדוחות הכספיים מבטאים בצורה כמה שיותר נכונה את המצב.

שלומי שוב

ירידת ערך מוניטין עכשיו יכולה להיות הרסנית מבחינת חברות. אם בסופו של דבר הולכים כאן ל"נכון", זה יכול להיות הרסני. יש פה כמו שאמרתי סוג של מלכוד.

אמיר ברנע

אתה רמזת על נושא הקובננטים, והשאלה היא האם להפחתות שווי האלה שהרשות דורשת במסגרת דוחות מרץ יהיו השלכות

קובננטיות, ואז השאלה היא האם המערכת פנויה לטפל בהקשר הדחוף הזה, מנקודת ראות נושים-בעלים.

שלומי שוב

אתה אומר אמיר שנניח היה מצופה מרשות ניירות ערך לתת איזה שהיא אמירה מקלה בהקשר הזה של שטרי הנאמנות?

אמיר ברנע

זאת השאלה, ולכן אני סקרן לשמוע מה הנאמן הולך להגיד לנו. מה קורה עם חברה מתקרבת לרף הקובננטים כתוצאה מהפחתת שווי בהערכות שווי לרבעון הראשון.

שלומי שוב

יפעת, אני מבין שב-IFRS אתם לא יכולים להתערב, אבל יכול להיות שאתם כן יכולים להתערב במערכת היחסים הזאת שבין בעלי המניות לבין בעלי החוב? לתת איזה שהיא אמירה שאתם רואים באירוע הזה כאירוע שצריך להתעלם ממנו?

אמיר ברנע

או לחכות ליוני.

יפעת פלקון

קודם כל אמיר ציינת שהרשות דורשת הפחתות, זה לא מה שאמרתי. הרשות לא דורשת הפחתות בדוחות רבעון ראשון. כל חברה צריכה לבחון את ההערכות השונות שלה והתרחישים השונים, ולשקלל את הערכותיה במספרים שלה בדוחות הכספיים. אני מבינה את מה שאתם אומרים, כל חברה צריכה לעשות את המיטב שהיא יכולה כדי להתמודד ולהעריך את ההשפעה של האירוע על הדוחות שלה. אנחנו בוחנים כמו שאמרתי, בכל מיני היבטים משפטים, נושאים שונים שאנחנו יכולים לעשות בעת הזו. זה עדיין לא בשל כדי שאציג את זה כאן בפניכם אבל אנחנו בהחלט בוחנים מה אנחנו יכולים לעשות.

שלומי שוב

אני חושב שזה חשוב וזה חלק מהתפקיד באירוע משברי כזה.

נתן חץ

תראו, שמענו עכשיו כמעט שעה פרופסור, ראש תכנית בחשבונאות ורגולטור ואני הולך להיות פה אופוזיציונר לכל מה שנאמר עד עכשיו. ישחקו הנערים והילדים לפנינו ובעוד שנה, שנתיים או שלוש נחליט אם זה בסדר ואם נעשה אכיפה מנהלית על זה. כולכם יודעים שאין שום אפשרות לתת ל-31 למרץ דוח אמיתי. הוא במקרה נפל על ה-31 במרץ, הסיפור הזה של הקורונה היה יכול לפול גם בתאריך אחר. הדוחות של ה-31 במרץ היו אמורים להתפרסם באופן עקרוני ב-1 באפריל, זה שלוקח חודש-חודשיים לערוך אותם, בארצות הברית דרך אגב החברות הכי גדולות ב-4 לינואר מפרסמות דוח שנתי, כי הן מסתכלות מה היה בנובמבר והם מזה יודעות מה הן ממשיכות קדימה. תפסיקו לספר לנו סיפורים שהחשבונאות זה חזות הכל והתאריך ה-31 במרץ הוא קדוש. כולם יודעים את אירוע המסכות שהרגולטור קבע לפני חודש שכל המומחים וכל הרופאים אומרים שלא צריך מסכות וחודש אחרי זה זה הפך להיות מעשה פלילי מי שברחוב בלי מסכה. אז הרגולטור יכול לספר סיפורים, להמציא המצאות, הוא כותב וקובע את החוקים. מה זאת אומרת רגולטור לא יכול לוותר על דוחות רבעון ראשון? לדעתי דוח רבעון ראשון, לא משנה מה יפרסמו, אני לא רוצה להגיד מטעה, אבל זה יהיה דוח "טוב" יחסית, כי האירוע התחיל לקראת סוף הרבעון. חברות יראו הכנסות כמעט מלאות, לפחות חברות נדל"ן מניב, כי למעשה גם את מרץ הם גבו בראשון למרץ. זאת אומרת שמבחינת הכנסות שכירות לא תהיה בעיה, אין חובות אבודים, אין שום דבר, ועכשיו אתם מבקשים משמאים. דרך אגב, 4 שנים לקח לפורום שווי הוגן להתכנס ב-8 לינואר לדבר על זה שיש אבסורד עצום

בשמאויות בישראל. אני אז אמרתי: "חבר'ה, ביום שזה יתהפך זה ייקח 4 חודשים", טעיתי זה לקח פחות מ-4 שבועות. בושה וחרפה לעשות דיון היום ולבוא מנקודת הנחה שיודעים את השמאויות. אז אני מודיע לכם שאתם טועים כולכם ובגדול. יש חוסר ודאות מוחלט. בחוסר ודאות המוחלט הזה מה אתם רוצים? שדירקטורים יחתמו על דוח ובעוד שלוש וחצי שנים מישהו יפתח ויגיד להם: "עשיתם משהו לא בסדר". כשבוחנים דברים, בוחנים אותם תמיד בדיעבד, וחוכמת הבדיעבד היא חוכמה מאוד מאוד קטנה. פרופסור אמיר ברנע ידידי היקר יעשה עבודת מחקר על איך זה נראה אחורה ושלומי שוב אתה תיתן קורסים בנושא הזה בעוד כמה שנים על מה עשו ואיך עשו באירוע הקורונה. אנחנו צריכים לתת את הדין, אנחנו צריכים לחתום על דוח. אז עכשיו, אני גם מבין שבמקום שיהיה הקלות אז הרגולטור יוציא לנו הנחיות שדוח של מרץ יהיה יותר גרוע מדוח שנתי כנראה. אז במקום להקל, התוצאה הסופית תהיה שמכבידים. שמים את כולנו במצב בלתי נסבל. שלומי אתה טוען שמחירי הכסף עלו, אני אומר לך שאני מסתכל על המסך ומחירי אגרות החוב לישראל נכון לעכשיו, הכסף כביכול חסר הסיכון, צמודות ל-15 שנה, נסחרות במינוס 0.18%. זאת אומרת שאתה יכול להלוות כסף למדינת ישראל כרגע והיא תחזיר לך מינוס 0.18% ריאלי. במרץ דרך אגב זה היה כנראה פלוס 0.3% ולפני זה מינוס 0.4%. זאת אומרת ב-31 למרץ זה היה כמובן פחות ואז זה תיקן. עכשיו, גם אני יכול לתת לכם דוגמא מ"אמות". "אמות" חברה שנחשבת מאוד "בסדר". היא גייסה חוב בינואר בריבית צמודה של 0.8% והיא גייסה חוב ב-25 למרץ, באמצע הבלאגן, במחיר של 2.1% או 2.2% צמוד. השמאויות שלה הן באזור ה7%-6.5%, עדיין מחיר כסף מאוד מאוד נמוך. אין לי מושג למה אתם חושבים שבטווח הארוך שיעורי ההיוון ישתנו, מי קבע את זה? אם מחיר הכסף הארוך יורד, ובאמריקה הוא ירד בגדול ובישראל הוא מתחיל לרדת שוב. אין ספק שיש אירוע שברור לגמרי שהוא מתגלגל, אף אחד מאיתנו לא יודע כמה זמן הוא ימשך. אני לא שמאי ואני לא בן דוד של שמאי, אני יודע דבר אחד, לנו יש פעילות בהרבה מקומות בעולם ואני יכול להגיד לכם ככה, אנחנו בארצות הברית, בגלל שהשותפים שלנו צריכים לפרסם את הדוח בתחילת אפריל, קיבלנו שמאויות לסוף פברואר. בסוף פברואר באמריקה עוד לא ידעו שיש קורונה בעולם, טראמפ אמר שזה כלום, אבל מאחר ואנחנו IFRS ביקשנו מהשמאים דוח ל-31 למרץ. השמאים אמרו: "אנחנו לא מבינים על מה אתם מדברים, אנחנו הולכים לתת לכם שבין סוף פברואר לסוף מרץ מבחינתנו אנחנו לא חושבים שקרה משהו". דרך אגב, אני יכול להגיד לכם שבארצות הברית החברה שלנו גבתה 99.5% משכר הדירה מהמשרדים ומ-ה retail, שיש לה מעט מאוד, היא גבתה חצי מיליון דולר מתוך בערך מיליון דולר. אז ב- retail כולנו יודעים שיש בעיה, ואף אחד לא יודע כמה זמן ייקח. עסקאות נעשות בארצות הברית, לא מעט בימים האחרונים, בשינוי מחיר שצריך להסתכל במיקרוסקופ כדי לראות אם בכלל השתנה המחיר. באנגליה, רבעון ראשון נסגרו עסקאות ב2.5 מילארד פאונד, יש כרגע עסקאות של 1.5 מילארד פאונד under contract שהערכות באנגליה שמעל 50% יחתמו כפי שהם נחתמו לפני הקורונה וה-50% האחרים אולי תהיה הנחה של 5%. אני מספר לכם על החיים עצמם. אני חושב, שלוותר על דוחות רבעון הוא פתרון שיותר נוח לכולם ויותר נכון. המשקיעים סוחרים בשוק כל יום והמניות ירדו ב-30% וחלק ב-40% ואז עלו 20%. המשקיעים סוחרים כל יום, הם לא מחכים לנו והם יודעים בדיוק כמונו לנחש מה יהיה בעתיד, כי אף אחד לא יודע מה יהיה בעתיד. אף אחד לא יודע אם בעוד שבועיים אנחנו חוזרים לעוצר ואף אחד לא יודע אם בעוד שבועיים פותחים את הקניונים וביולי אוגוסט אנחנו חוזרים לחוף הים והכל בסדר. להגיד: "בואו תחתכו למרץ ותניחו מה יהיה", אני מניח שבסוף לא תהיה לנו ברירה, וכמו שרבין חתם על הסכם ואמר: "אני סתמתי את האף שישבתי ליד ערפאת וחתמתי על ההסכם הזה", נצטרך לחתום על דוח רבעוני שנסתום את האף ונחתום עליו כי נדע שאו שהדוח נכון או שלא נכון. כשאנחנו נחתום אף אחד מאיתנו לא הולך לעשות משהו שהוא יודע שהוא לא נכון, מה מצפים מאיתנו לנחש? לעשות הפרשה של 10% או 5% כדי שיהיה נוח? שמים אותנו במצב בלתי אפשרי, וזה לא הסכם פוליטי שלא ניתן לאכיפה. האבסורד זה שנותנים יותר זמן, בשביל מה נותנים יותר זמן? מה ידעו בעוד חודש שלא יודעים היום? ידעו שעברה תקופה, יודעים מה קרה אחריה, אבל זה לא רלוונטי לדוח הרבעוני. רגישויות ותרחישים שרוצים לתת זה בסדר.

אני כמובן מתייחס אך ורק לדיווח הכספי (בעיקר מסיבה אחת "בעייתית" של השאלה האם יש מספיק מידע לעניין שיערוכי נדל"ן ליום 31/3/2020), ולא על כוונה לדלג/לבטל על דוח דירקטוריון מפורט על מה שהיה ברבעון הראשון ובעיקר על מה שקרה לאחר סיום הרבעון ועד מועד פרסום דוח המנהלים.

אני רוצה לסיים ולהעמיד עמדה של רגולטור: "אותי לא מעניין לא שום דבר אני רוצה שתפרסמו וכמה שיותר, ואני אחליט בעוד חצי שנה או שאני אראה איך השווקים התפתחו, אם אעמיד אותכם לדין" אנחנו כרגע מתכננים לפרסם דוח של אמות בזמן, לא נדע שום דבר אם נחכה עוד חודש, להיפך אנחנו נדע דברים שקשורים לאחרי הזמן. אני חושב שיש תקופות מסוימות שצריכים לעשות בהן החלטות לא קלות, והחלטה של חברה שלא רוצה לא מפרסמת דוחות לרבעון הראשון זה לא רע, זה טוב. בסוף יוני יהיה מרווח זמן של 3 וחצי חודשים או 4 חודשים מתחילת הקורונה ונדע האם התגברנו עליה. נדע האם הקניונים של ביג פתוחים כולם, האם הקניונים של מליסרון פתוחים כולם, נדע אם חזרנו על העבודה. נדע הרבה יותר.

מה זה קוצו של יוד? זה הצהרות שהן סתם. אם מבטלים, אומרים: "זה לא יהיה תחת אכיפה מנהלית", זה לא "אנחנו נהיה יותר סלחנים". חברים מי שמרמה זה לא תחת אכיפה מנהלית בכלל, זה הולך לפלילי. עצרו את כולנו בהבל פה למעצר בית, אם היינו אומרים בינואר שיש סיכוי שמישהו יעצור אותנו ביום העצמאות. מחליטים ובשנייה אחת כולנו בבית סוהר. אנחנו בתקופת חירום לכל

"הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".

האורך, אי אפשר להגיד שהיא לא תופסת את החשבונאות, להגיד שבארצות הברית יש דוח רבעוני, בארצות הברית אין IFRS חברים, בארצות הברית הדוח הוא בעלות היסטורית ולא קרה איתו כלום הוא נשאר שם.

יפעת פלקון

בקשר לשאלה הראשונה, האם יש סיכוי שבכל זאת נבטל את חובת הגשת דוחות רבעון ראשון? אנחנו קיימנו על הנקודה הזו דיון בשבוע שעבר וזאת הייתה ההחלטה שהתקבלה נכון לאותה נקודת זמן. אנחנו ממשיכים ובוחנים את מה שקורה ולעת עתה זו ההחלטה. בקשר לנקודה השנייה שנתן העלה, להשפעת אי הודאות על יכולת המדידה בדוחות, אני שמעתי את נתן בדיון אחר שהיה לנו השבוע, הדברים שלך ברורים ואני מעריכה ומקבלת אותם. מטרת הדיון היא להשמיע דעות שונות. בכל הנוגע לנקודת האכיפה המנהלית, שאני מבינה מאיפה באה השאלה כמובן, זה לא משהו שאני יכולה להתייחס אליו עכשיו. אני אגיד באופן כללי שהמדיניות של הרשות זה לא לחפש את כולם "על קוצו של יוד" כפי שנטען פה. כולנו מבינים שאנחנו בתקופה בעייתית, חברות צריכות לעשות את המיטב שלהן.

איתן בר זאב

אני מסכים ב-100% עם נתן. בתקופה הזאת לייצר דוחות זה חסר כל שחר, זה פשוט לזרוק איזושהי אבן שאתה לא יודע אם היא נופלת למים של 10 מטר או מים של 100 מטר. בזבוז זמן מוחלט, בזבוז ניירת ובזבוז משאבים. בזמן הזה צריך להשקיע את המשאבים בדברים אחרים ולא ביצירת דוחות, שאני לא רוצה לקרוא להם פיקטיביים, אבל הם בוודאי לא ישקפו את המציאות כפי שהיא תהיה באמת ואת היכולת שלנו לחתום על הניירות האלה עם לב שלם מתוך חוסר רצון להטעות את המשקיעים. אפשר להחליף את הדוח הזה במקום בדוח כספי שכולל את כל השערוכים פשוט בדוח שהרשות תוציא לגביו הנחיות לגבי דיווח של ההשפעות, גם להגיד שאין יכולת להעריך זאת אמירה. המספרים אצלנו עומדים בערך היום על 60% מהשטחים במרכזים הפתוחים שהם עובדים. אנחנו עוד לא יודעים את הפדיונות, אנחנו מניחים שיש פגיעה לא מבוטלת בפדיונות כתוצאה מזה שאנשים לא יודעים שאנחנו פתוחים בגלל שמשרד הבריאות עושה מאמץ גדול ליצור אווירת פניקה, וליצור אווירה שהוא אומר שהמרכזים לא פתוחים. אנחנו מנסים לשכנע כל יום מחדש את משרד הבריאות והממשלה שפשוט יפתחו את הכל ולא רק את המקומות הפתוחים. לפתוח את כל המקומות המסחריים זה אקוטי, אנחנו מסתכלים היום על המספרים, היינו במקומות קשים הרבה יותר בעבר ואני חושב שההיסטריה המוחלטת שמשרד הבריאות משליט פה, אני לא יודע בדיוק מאיפה זה בא, יש לי הנחות, אבל אני לא אחלוק אותם. אני חושב שנושא השערוך זה פשוט סוג של משהו שאין לו שום שחר. אם אני מסתכל על מה שאמר פרופסור ברנע קודם, בסדר אז מחירי המניות ירדו והם משקפים איזה שהיא ירידת ערך לא מוחשית או לא מבוססות תחושות שוק ופחדים בשוק, ואם אני עכשיו צריך לעשות על זה reverse engineering ולהוריד ב-10% את שווי הנכסים כי המניה ירדה ב-25% והמינוף שלי הוא 60%, זה לא רציני. המספרים, כמי שמנתח מספרים ועושה חשבונות, החשבון המתמטי הוא חשבון נכון. אבל אין פה מתמטיקה יש פה יותר פסיכולוגיה, והפסיכולוגיה היא לא כלי בראיית חשבון עד כמה שאני יודע לפחות. אני חושב שאחת הבעיות הגדולות שיש לנו היום זה בעיות רגולטוריות. המדינה מהירה מאוד בהנחתת סגרים או כמו שנתן אומר להכניס אותנו לבית סוהר בבתים שלנו, אבל היא מאוד איטית בכמה דברים. היא מאוד מאוד איטית בהזרמות הפיזיות, האמיתיות, לאנשים שבאמת צריכים את זה. היא מאוד מאוד איטית, והיא כמעט לא עושה שום דבר, בנושא של הסדרות רגולטוריות ביחס לתקופה שהמדינה נתנה הוראות לסגור. זאת אומרת המדינה לקחה על עצמה לתת הוראה לסגור את כל המסחר בצד אחד, מצד שני היא לא נתנה שום הוראה איך מסדירים את מערכת היחסים שבין הסוחר, שלא יכול לעשות שום דבר, לבין המשכיר, שצריך להחזיר את החוב שלו לבנק או למוסדיים כי הוא לקח אגרות חוב. אז אנחנו לקחנו פוזיציה, אבל הפוזיציה הזאת היא לא פוזיציה שצריך לקחת אותה גוף מסחרי, זאת פוזיציה שהייתה צריכה להינתן במהירות המקסימלית האפשרית כדי למנוע פה כאוס. מה שנוצר כאן זה

כאוס, הסוחרים יצאו בהצהרה שהם לא משלמים סחר דירה, זאת אנרכיה. המשכירים לא מגבשים שום עמדה, חלקם עושים מה שאנחנו עושים, חלקם עושים משהו אחר, ואני לא נכנס כרגע ללגיטימיות או לאי לגיטימיות של המעדות האלה. אבל מישהו פה שמהיר מאוד בלסגור אותנו בבית צריך להיות הרבה יותר מהיר בלהחליט מה עושים ולקבוע כללים ברורים, חדים ולמנוע את מה שיקרה בבתי משפשט בעוד חודשיים. אם זה לא יקרה, אז הרגולטור איבד את הצפון לחלוטין. הרשות לניירות ערך צריכה להתחיל לשים את הדגש על המקומות הנכונים, אם יהיה דוח ברבעון הראשון או לא זה באמת לא הדבר הכי יחשוב כרגע למשקעים.

גיא טביביאן

אני דווקא כן חסיד של מידע למשקיעים. אני חושב שברור לכולנו, ואמרת את זה בדברי הפתיחה שלך, שקשה יותר לאמוד שווי הוגן עכשיו, אי הוודאות גדלה. אני מבין שאולי זה לא נוח לחברות, ואני מסכים עם נתן שכאשר בודקים בדיעבד תמיד קל להיות חכם. אני חושב שיש חשיבות לדוחות של הרבעון הראשון, יש חשיבות לגילויים שהחברות יציינו איך הן רואות את השווי ההוגן נכון ל-31 למרץ. אנחנו כבר מזמן בעולם של ה-IFRS, ובעולם הזה צריך לאמוד שווי הוגן. עבורנו, וגם לשמאים וגם למעריכי השווי, אלה דיונים לא קלים. זה לא רק בנדל"ן, וגם בנדל"ן זה לא מקשה אחת. יש הבדל גדול בין ההשפעה של המשבר על בתי מלון או על נדל"ן מסחרי או על משרדים. מה שאנחנו, בפירמה שלנו, עושים ברבעון הזה, זה שמתייחסים לכך באופן שונה מרבעון רגיל של סקירה. גם ביחס לאקטואריה וגם ביחס לשמאויות ולהערכות שווי של נכסים אחרים. יש הרבה יותר בחינה של דברים. אני חושב שזה גם הרקע של האורכה שרשות ניירות ערך נתנה, כדי שחברות יבחנו את הדברים בצורה יותר מעמיקה. זה נכון שהמידע צריך להיות נכון ל-31 במרץ., אנחנו כן מבקשים מהלקוחות שלנו שיסתכלו על אינדיקציות שוק, בין אם זה בנדל"ן על שכירויות ועסקאות. בעיני מה שמיוחד במשבר הזה שהסיטואציה היא דומה בהרבה מדינות בעולם. אנחנו מדברים עם דלויט בעולם ושמעתי שרשות ניירות ערך גם מדברים עם רגולטורים אחרים בעולם. נכון שארצות הברית הגיבה יותר מאוחר מישראל, אבל המצב היום בארצות הברית מאוד דומה למצב בישראל. אנחנו כן שומעים שברוב נכסי הנדל"ן הם לא מעלים שם את ה-cap rate. אני מודע לזה שהנושא הזה של שיעור הריבית חסרת הסיכון בארצות הברית בצורה מובהקת ירד ב-31 למרץ ביחס ל-31 בדצמבר, בישראל זה לא המצב. ציינת שלומי את הנושא של העלאת פרמיית הסיכון של דמודראן. בהחלט יש פה מצב של אי וודאות מוגברת, שבמידה מסוימת הגילויים וניתוחי הרגישות ישפיעו ויהיו חשובים יותר למשקיעים. אני חושב שבהיבט של בחינת ירידת ערך, כיום כמעט לכל חברה יש סממנים לירידת ערך. אני לא זוכר אי פעם שעצרו ככה את הכלכלה בכל העולם כמעט. זה לא יהיה נכון לדעתי להציף את כולם בהערכות שווי ואני חושב שלגבי הצירוף של הערכות שווי אפשר להקל. במיוחד במצבים שלפי ניתוחי רגישות די קלים אפשר לראות שאין בעיה. יש קושי פרקטי במדידת שווי הוגן של נדל"ן ושל השקעות של חברות פרטיות ובכל מיני הלוואות בעלים לפי IFRS 9, שגם אני לא אוהב את זה אבל אין מה לעשות, וגם נכסי תוכנית של אקטואריה, אין מנוס מלעדכן את זה. ברמה העקרונית, ברור לכולם שהמשבר הזה לא עשה טוב והוא לא העלה את שווי הנכסים. אנחנו מקיימים דיונים גם עם מעריכי השווי, גם עם השמאים וגם עם מנהלי החברות שמדברים על מחסור באינדיקציות. יש אינדיקציות שאנחנו מקבלים בחלק מהמקומות לטובה, ונתן ציין כמה, ושמענו את זה גם מדלויט בעולם, על עסקאות בנדל"ן שנסגרות במגורים ובמשרדים. אני חושב שחשוב לשמוע את השמאים ואת מעריכי השווי, חשוב שכולם יתנו משקל גם לאי הודאות כמו שאמיר אמר, בעיני גם לאי הודאות יש משקל.

שלומי שוב

בשורה התחתונה, אתה תוכל לחתום על דוחות כספיים שבהם אין לצורך העניין שינוי בשווי ב-31 במרץ לעומת ה-31 בדצמבר?

גיא טביביאן

תלוי בנכס. אם למשל לחברה יש נכסים שרובם הם משרדים, צריך לראות מי הם השוכרים ולמי זה מושכר. אני מניח שאתה תסכים איתי שבניין משרדים שמושכר כולו או רובו לחברות הייטק, שאני לא חושב שמבקשות הנחות בדמי שכירות, זה לא אותו דבר כמו נכס נדל"ן שמושכר לחדרי כושר או לכל מיני קמעונאים שנפגעו יותר. באופן כללי אני חושב שהמסחר נפגע יותר מהמשרדים, אבל אני לא מומחה לנדל"ן ולא עושה עסקאות כל יום. אנחנו מנסים יותר לאתגר ולשאול האם היו בקשות להפחתת שכר דירה, לראות האם יש עסקאות, מבחינתנו זאת אינדיקציה מאוד חשובה. אם עסקה בוטלה ביוזמת הרוכש זאת גם אינדיקציה בשבילנו. גם בנדל"ן ההשפעה על הסקטורים השונים היא לא אותו דבר ואני כן חושב שב-31 במרץ בחלק מהמקומות יכול להיות שההשפעה תהיה יחסית מינורית. מתחילים לראות, שזה אומנם משהו שהוא לאחר תאריך המאזן אבל זה עדיין יכול להיות best estimate ל-31 במרץ, שבהרבה מדינות וגם בישראל מתחילים לחזור לשגרה ומסירים מגבלות. אתה רואה את הנחישות הזאת של הממשלות ושל המדינות כן להחזיר את המשק למסלול. אז אני כן חושב שצריך להיות פה זהירים ולא בהכרח לנקוט בגישה של תנודתיות גבוהה יותר שרואים במחירי המניות. מצד שני אני חושב שאי אפשר להתעלם מהירידות בבורסה, כשאתה בא להעריך שווי של חברה פרטית, מניות של חברה לא נסחרת, שם יותר קשה לעשות את

ההפרדה הזאת בין מה שקרה בבורסה במחירי מניות לבין שווי של חברה.

שחר עקה

אני קודם כל אשמח, כמו שנאמר קודם, לוותר על דוחות מרץ. יהיה נורא קשה להכין אותם, בעיקר בנושא של שווי של נכסים. אני מצטרף למה שגיא אמר, אולי להכין דוחות כי הרשות מאוד תרצה, אבל לצלם מצב של שווי נכסים כמו שהיה בדצמבר. מגישושים ראשונים שעשינו עם שמאים באירופה ובארץ, המצב קצת מורכב. לפני פסח שמאים בישראל דיברו איתי באופן כזה שהם לא רואים כרגע סיבה לירידת ערך. אני לא יודע היום לאור הלחץ והציפיות מה יקרה. אני מזכיר לכם שלפני פסח זה עוד היה ה-31 למרץ.

לגבי אירופה, מלונאות זה לא נפט, המחיר של המלון לא משתנה כל 5 דקות וזה אינו נכס סחיר. השמאים אמרו לנו לפני כשבועיים שאין להם אינדיקציות כי אין עסקאות שנעשו בשוק ולכן הם לא רוצים לשנות שווי, והם מציינים את זה. אבל היות וההנחיות לשמאים זה שהם לא יכולים לציין משהו בסגנון שהשווים לא משתנים והם לא בחנו עדיין את השפעות הקורונה אז נוצר איזה לחץ על השמאים והאינדיקציות שאנחנו מקבלים מהשמאים בימים האחרונים זה ירידות שווי של 5% ו7%. זה יותר בשביל לספק את הציפיות ולא כי הם יודעים משהו שאנחנו לא יודעים. אנחנו נכין דוחות ונחתום על דוחות אבל זה באמת עם איזה אקדח לרקה. אני לא יודע אם שווי הנכסים באמת צריך לרדת, אם הוא יורד ב-5%, 7% או אולי 10%. ההערכה שלי היא שיום אחרי המשבר, היות והריביות בשוק הן עדיין נמוכות, שיעורי ההיוון יחזרו להיות נמוכים ומחירי המלונאות יתקרבו חזרה למה שהם היו לפני. עובדתית חוץ ממלונאות ב-distress, לא ראיתי עסקאות שנעשו בחודש האחרון. חברות שהן חברות טובות שיש להם תזרים מזומנים לפני לא ימכרו מהר מאוד את הנכסים, בטח שלא בשווי נמוך משמעותית ממה שהיה. לגבי ישראל, אני חוזר על משפט שאני חושב שחלק מהאנשים שמעו אותי אומר קודם, שיעורי ההיוון בארץ למלונאות היו בסדר גודל של 8.5%-9% וזה אחרי לחץ. תמיד אמרתי שאין נכס אחד בישראל שנסכים למכור אותו בשווי שהוא רשום בדוחות הכספיים, אבל אלה שיעורי ההיוון שהשמאים בארץ עובדים איתם בענף.

רונן מנשס

אני רוצה להתייחס לדברים שנאמרו על ידי נתן חץ ואיתן בר זאב. הנהלת הפירמה שלנו (EY) פנתה בימים אלו ליו"ר רשות ניירות ערך, ענת גואטה, בנושא של פרסום הדוחות של מרץ 2020. גם אנחנו בדעה גם, שנכון יותר בנסיבות האלה לבטל את הדוחות של מרץ 2020. או לחלופין, לדחות אותם לכיוון אוגוסט, אבל העדיפות היא כמובן לבטל, כדי שבאמת התמונה טיפה תתבהר לגבי אי הוודאויות שקיימות.

על מנת שלא לפגוע בעקרון החשוב של מידע זמין לציבור המשקיעים, הפתרון שהצענו הוא שחלף הדוחות של מרץ 2020, ייעשה שימוש בעמדת סגל רשות ניירות ערך לגבי דיווח מקדים לדוחות כספיים. הדיווחים המקדימים לא יכללו התייחסות למדידת שווי הוגן, בין אם מדובר בחברות נדל"ן מניב שזה שוויים הוגנים ושערוכים, ובין אם מדובר בחברות אחרות שבהם הדיווח המקדים לא יתייחס לבחינות ירידת ערך מוניטין ונכסים לא כספיים אחרים בדיווח המקדים.

אגב, ה-SEC פרסם הקלה בימים אלו, שאמנם אינם זהים להצעה של EY, אבל הבסיס של ההקלה הוא שה-SEC מסכים במידה מסוימת שב- press release שהחברות האמריקאיות הגדולות, וגם החברות הישראליות שנסחרות בארצות הברית, נתוני ה-Non-GAAP שנכללים ב-press release, לא יכללו התאמה לנתוני ה-GAAP, בגלל חוסר במידע זמין לגבי ירידות ערך מוניטין ונכסים אחרים. אני כמובן לא מדבר על הדיווח הרשמי ל- SEC של רבעון מרץ 2020, אלא הדגש הוא לגבי הדיווח המקדים. בדרך כלל ה-SEC מחייב חברות להתאים את ה-Non-GAAP ל-GAAP כבר בדיווח המקדים, אז בנסיבות המיוחדות של המשבר הנוכחי החליטו ה-SEC שהם מוכנים שההתאמה תהיה לאומדנים או אפילו לטווחים. אז ה-SEC נתן פתח לאפשרות לדיווח מקדים שלא יכלול נתוניGAAP כהתאמה ל-Non-GAAP. חשוב לזכור, שלגבי חברות נדל"ן להשקעה הנתונים הרלוונטיים למשקיעים זה ה-FFO, זה דברים יותר תפעולים שוטפים. אני חושב שיש לתת

לחברות שמעוניינות בכך את אפשרות לא לפרסם בכלל דוחות של מרץ 2020 ולהסתפק, כמו שאמרתי, בדיווח מקדים שיכלול את כל מה שהציבור צריך, המידע השוטף, אבל לא יכלול את הנושא של שערוכים וירידות ערך. זאת עמדתנו, והבענו אותה גם בשיחה עם ענת גואטה. אתמול התקיימה שיחה בין פירמות רואי החשבון בישראל לבין סגל רשות ניירות ערך ועמדת הרשות הייתה נחרצת- הם לא מוכנים לשקול את זה, וגם יפעת פלקון מהרשות חזרה על כך היום בדיון בפורום. אנחנו נפנה שוב לרשות, זה מה שאני מתכוון לעשות, ונחזור שוב עם אותה הצעה. אני חושב, ואנחנו כמשרד חושבים, שזה הפתרון הנכון. אני חוזר, המידע יהיה קיים למעט נושא השינויים בשווי הוגן ובאמת אף אחד, גם המשקיע המתוחכם ביותר, לא יקבל החלטה שונה אם תהיה הפחתה של 1% או % אחר משווי הנדל"ן להשקעה ואין לכך חשיבות גדולה בתקופה בה שווי הוגן קשה מאוד למדידה. מה שחשוב למשתמשי הדוחות הכספיים זה לראות את הנתונים השוטפים הרגילים וזה כן יינתן בדיווח המקדים, יהיה דוח רווח והפסד מלא, יהיה מאזן מלא עם disclaimer שזה לא כולל את הנושא של שינוי בשווי הוגן ואולי הפחתות בגין ירידות ערך, וכן לא תיכלל התייחסות לסוגיית העסק החי.

על מנת שהמידע בדיווח המקדים ייחשב אמין ומהימן, רואי החשבון של החברה יבצעו נהלי סקירה על נתוני הדיווח המקדים. ולעניין הנוסח של הדוח של רואי החשבון שסקר את נתוני הדיווח המוקדם, אני בטוח שלשכת רואי חשבון ורשות ניירות ערך יגיעו להסכמה בנושא.

יבגני אוסטרובסקי

ראשית, אני לא חושב שיש משהו שאני יכול לומר שבאמת יקטין את חוסר הוודאות שהחברות מצויות בו.

בכל אופן, לגבי הגופים שפיקוחנו, אכן נקטנו במספר פעולות שקשורות בין השאר לחשבונאות. אני אישית, ואנחנו כרשות, פחות מתחברים למה שהוצע כאן לגבי אי פרסום של דוחות כספיים בכדי להימנע משאלות של מדידה תחת תנאי אי-ודאות. בכל הכבוד, לדעתי אנחנו צריכים לתת "קצת קרדיט" גם לרגולטור וגם למשקיעים ולמשתמשים בדוחות. עכשיו למשל, יש עדיין הנפקות בשוק ההון, יש חברות דירוג שמוציאות דירוגים, יש אנליזה ולדעתי אנשים מבינים את חוסר הוודאות שחברות נמצאות בו ויוכלו לקחת אותם בהקשר הנכון. לא לפרסם דוחות מתוך איזה שהיא טענה שאף אחד לא מבין מה יהיה כתוב שם, נשמע לי קצת כמו משהו שהוא מרחיק לכת. כמובן שישנן גם השקעות לא סחירות אחרות מלבד נדל"ן, כגון מניות או הלוואות - האם גם ביחס אליהן לא ניתן לבצע אמידה? אז למשל בהלוואות לא סחירות יש את מה שנקרא "מרווח הוגן" שזה מעין מנגנון שערוך שהוא אוטומטי. אני יכול לחשוב, עוד פעם, בצורה אבסטרקטית, על דרכים לתמחר מניות אמצעות פרוקסי, לאיזה סלים המניה הזאת הכי דומה בשים לב למה שהחברה עושה, וכו'. אז אפשר לחשוב על הפתרונות אבל כמובן שכולנו מבינים, גם אנחנו כרגולטור, שיש חוסר ודאות משמעותי.

צריך לזכור ששערוכים לא משמשים רק לצרכים רישומיים בדוחות הכספיים. שערוכים יכולים להיות רלוונטיים גם לדוגמא לדיווח תשואות של קופות גמל, או קרנות פנסיה. עמיתים מושכים, או מעבירים חסכונות, ולכן ההשפעה ממש תזרימית וההימנעות משערוך עשויה שלא להיות נאותה. פעם בשיחה עם נושא משרה בגוף מוסדי שאלתי מדוע אתם מעדיפים לפעמים נכסים לא סחירים? אחת הסיבות ששמעתי היא, עצם העובדה שהם לא סחירים (ואין מחיר מצוטט), ואפילו נטען שזאת הסיבה העיקרית. אני מבין זאת, אבל לא חושב שאפשר להשתמש בטיעון הזה בצורה קיצונית, ולהימנע משערוך בעת משבר פיננסי ממדרגה ראשונה רק משום שאין מחיר מצוטט. לגבי השקעות במניות לא סחירות בסקטור מסוים, האם באמת אין דרך לשער האם ערכן נפגם כשיש מניות באותו סל בבורסה?

לגבי נדל"ן, לדעתי האישית, אם אנחנו מסתכלים על הנתונים הנצפים שיש לנו בשוק ועל התחזיות שמספקים גופים מובילים כגון בנקים מרכזיים וקרן המטבע הבינלאומית, בין היתר: עלייה משמעותית בשיעור האבטלה, גם בארצות הברית שמדברים שם לחזרה לרמות התעסוקה רק ב-2023, יש עלייה בסביבת הריבית (הקונצרנית), עלייה במרווחים, גם נכון להיום ובוודאי לתום רבעון ראשון. ירידה משמעותית בתוצר, גרייסים שמוענקים לשוכרים ועוד לא ברור מתי הם יסתיימו וירידה חזויה בתפוסה. אפשר לבחון בראייה היסטורית כיצד הגורמים האלה השפיעו על ביצועי הנכסים. יש גורמי מאקרו אחרים שמשפיעים על המסחר ונכנסו ביתר שאת - בין עם זה הזמנות און-ליין או ה-זום שגם מי שלא הכיר אותו עד כה היה חייב להיחשף אליו עכשיו - הם יפגעו פוטנציאלית בביקוש לנדל"ן בין אם מסחרי או משרדים, לפי העניין. ובנוסף לכל זה, יש את הירידה הדרמטית במחירי המניות של החברות בענף, וגם של קרנות REIT בחו"ל. אני בעצם אומר: "אוקיי, אין עסקאות, אבל אם כל האמור לעיל אינו מהווה אינדיקציות לירידות ערך, אז מה זה כן אינדיקציות לירידות ערך?". אני מתקשה להאמין לטענה הכללית שרק בגלל שמשהו לא נסחר ולא רואים את ירידת הערך באופן מוחשי, אז אין בו ירידת ערך עד שיוכח אחרת. אחת מן הפעולות שאנו עשינו כרגולטור זה לדחות את מועד ההגשה של הדוחות הכספיים לרבעון הראשון, גם לחברות הביטוח וגם לגופים מוסדיים אחרים שתחת פיקוחנו, בדומה למה שמאפשרת רשות לניירות ערך, לסוף יוני. אחת הסיבות היא הצורך בהתעמקות בשערוכי נכסים. נכון שהערכת שווי צריכה להיות עם מועד קובע לסוף מרץ, אבל אני חושב שזה אולי אחד המקומות (בהינתן חוסר הוודאות) שיש מקום למעט יותר הגמשה של התיאוריה לכיוון הפרקטיקה. במילים אחרות, התקווה שלי לפחות, היא שבחודש מאי, ואולי במהלך חודש יוני, תהיה מעט יותר וודאות לגבי מתווה היציאה ארוך

"הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".

הטווח מהמשבר וכו'. בהחלט יכול להיות, בעולם שבו יש מנעד של אפשריות ותרחישים ל-31 במרץ, שיהיו גופים שכן יעשו שימוש מסוים של "חוכמה בדיעבד". גם יהיה קשה לטעון: למה הנחת שזה 50% או 80% כשבפועל אתה יודע כבר בחודש יוני תוך כדי שאתה כותב את הערכת השווי מה קרה. אז פה אני חושב, וגם כתבתי את זה במכתב שאנחנו הוצאנו לגופים המוסדיים, שההתפתחות יכולה לעזור. זה יכול גם לספק מסגרת זמן אבל זה יכול גם לשפר את התוצאה בסופו של דבר, ואולי גם אם זה לא 100% נקי, יכול להקל קצת.

נתן חץ

נתנו לכולם הרי לפרסם דוחות עד ה-30 ביוני. כולם אומרים שנורא חשוב המידע הזה אבל עובדה שנתנו זמן נוסף. פתרון שאני מנסה לחשוב עליו הוא להגיד שחברה שבוחרת לפרסם חצי שנתי עד ה-30 ביולי, חודש אחד אחרי יוני, מוותרים לה על מרץ. זאת פשרה.

אמיר ברנע

אתה מדבר על שינוי בכל מתכונת הדיווח. ברגע שדוחות מרץ נדחים לסוף יוני ממילא משקיע שרואה את הנתונים, מתייחס אליהם בקונטקסט של יוני. אז מדוע לשנות את מתכונות הדיווח, את כל צורת ההצגה ואת כל דרך ההשוואתיות שיש בה, רק בגלל זה שהנתונים לא נוחים או שיש אי ודאות במרץ. עצם הדחייה מאפשרת למשקיע, שמקבל את דוחות מרץ בסוף יוני, לדון עליהם בקונטקסט של הסביבה הכלכלית ביוני.

נתן חץ

שיפרסמו ביולי גם את הרבעון הראשון וגם את הרבעון השני. אני לא מפחד מחלוקות.

אילן פלטו

אנחנו גם פנינו לרשות, כבר לפני חודש, בעניין הזה. אני רק מזכיר, אתם מסתכלים על ביטול דוח רבעון ראשון כאילו זאת איזה שהיא טרגדיה לאומית. אני מזכיר שבאירופה, גם חברות גדולות, לא מדווחות ברבעון הראשון. אין שום בעיה לדחות את הרבעון הראשון, יש כבר תקנה מיוחדת לעניין הזה לחברות קטנות. בעבודה מאוד קצרה של רשות לניירות ערך וועדת הכספים אפשר להרחיב אותה, חד פעמי, גם לשאר החברות. לא מדובר פה בשינוי חקיקה דרסטי.

משה פרידמן

שמעתי בקשב רב את דברי הפתיחה שלך, שלומי, ולאוזניים השמאיות שלי, בלט חוסר הסנכרון בין לוח הזמנים של העולם החשבונאי, המכתיב הערכת שווי ליום מסוים, לבין לוח הזמנים של הנדל"ן. עולם הנדל"ן מתנהל יותר באיטיות, מספר העסקות בו קטן יחסית כאשר גם המימוש הוא בד"כ איטי, וזאת בניגוד לשוק ההון, שבו כל מניה/אג"ח נסחרת באופן יומיומי בשוק משוכלל. למעשה, כשמאי מקרקעין לתאריך הקובע הספציפי (30/12,31/12,1/1) אין משמעות כמו בשוק ההון. רוצה לומר, הערכת שווי של שמאי מקרקעין הינה לסביבת התאריך הקובע, וגם נסמכת על נתוני השוואה מעסקות שנערכו חודשים אחורה.

הרפרנס שלנו זה הוראות תקן IFRS 13, שמגדיר את השווי ההוגן כמחיר הסביר שהיה מתקבל בעסקה רגילה, ומנחה אותנו למדוד את השווי על בסיס הנחות דומות למשתתפים בשוק. הבעיה היא שקשה לזהות התנהגות משתתפים בשוק כשאין שוק. השמאים אינם עושי שוק אלא משקפי שוק, והצפייה מהשמאים שהם יודעים איך לשקף נכון את אי הודאות הזאת היא קצת מוגזמת. אנחנו תמיד עוקבים אחר העסקאות, וכשאין עסקאות יש לנו כשמאים בעיה. אני מבין שצריך לקבוע שווי הוגן לתאריך הספציפי, אבל אם נדבר על שווי הנכסים, אז במועד הקובע קשה לנו לזהות הן את שיעור ההיוון הראוי (המכנה) ואת ה-NOI המייצג (מונה).

לגבי שיעור ההיוון (המכנה) - בהעדר עסקות אנו מביטים על השינויים בתשואות בשוק ההון. כשאנו בוחנים את השינויים

בתשואות אג"ח מדינה לתקופה ארוכה (פדיון 2036), אנו רואים גרף עם פיק מובהק בתקופה שתחילתה 4/3, שיאה ביום 20/3 ולאחר מכן מגמת ירידה חזרה, כאשר במחצית אפריל שיעורי התשואה של האג"חים שבו לרמה דומה לזו שבה נסחרו בחודשים ינואר פברואר. כאשר אנו רוצים לבחון את השינוי בסיכון הענפי, בחנו את התשואות באג"חים שהנפיקו עכשיו, בתוך משבר הקורונה, חברות הנדל"ן המניב עזריאלי ומליסרון. החברות הנפיקו 4 סדרות אג"חים, בתמורה כוללת של כ- 2 מליארד ₪, במח"מ של 5-9 שנים ובתשואות של 1.4%-1.2%. שמשקפות עליה קלה (0.5%-0.3%) בשיעורי התשואה אך עדיין בשיעורים אבסולוטיים מאוד נמוכים.

לסיכום: לאור השינויים הקלים בשיעורי האג"חים, ובהתחשב מנגד בהורדת הריביות לטווח הקצר ע"י הבנקים המרכזיים, אנו לא רואים הצדקה לשנות את שיעורי ההיוון ליום 31.3.2020

לגבי אומדן NOI מייצג (המונה) - בתאריך הקובע אין לנו מידע מובהק לגבי השינויים הצפויים בתזרים המייצג. אבל אנחנו יודעים בוודאות שיש פגיעה קשה בהכנסות, (בעיקר בענפי המסחר, התיירות והבילוי, ובמידה קטנה יותר במשרדים ובתעסוקה), ולכן ניתן לטפל בהשפעת משבר הקורונה על בסיס הצפי לירידה בהכנסות עד לחזרה לשגרה כלכלית..

אני מצפה שההנהלות של החברות, אשר מכירות מקרוב את הנכסים ואת השוכרים, יעשו עבודה בעניין הזה ויעריכו את הפסד ההכנסות הצפוי במועד הקובע.

על מנת לקבל פרופורציה - בעולם שהיינו, עם תשואות של כ- 6.5% למסחר, הפסד של חצי שנת שכירות אקוויוולנטי להעלאת שיעור ההיוון של כ - 0.32%, שזה מקביל בקירוב לשינוי שראינו בשיעורי התשואה בהנפקות הארונות של האג"חים של עזריאלי ומליסרון .

קלרה צברגל

אנחנו לומדים מיום ליום וכמו כולם לא יודעים מה העומק של המשבר. לכן אנחנו לא ממהרים להגיע למסקנות או לתובנות אלא יותר לומדים. מהנכסים שמגיעים אלינו, וכפי שאתם יודעים אין עסקאות רבות היום במשק, בלשון המעטה, אז מהנכסים שאנחנו בוחנים אנחנו בוחנים את הנכס הספציפי. מה הרכב השוכרים, מה הפגיעה בצפויה בכמות השוכרים. ברור שזאת תקופה שקשה להסיק ממנה. כרגע אנחנו לומדים ולא הגענו עדיין למסקנות חוצות ענף.

יוסי בנקל

כמה היבטים משפטים של המשבר המתהווה שבסך הכל יתמכו במה שאמרו החברים שמנהלים תאגידים בתחום הנדל"ן. חוסר הוודאות המשפטי הוא הרבה יותר משמעותי, ואני אדבר על כמה אלמנטים. חוסר הוודאות המשפטי נובע מכך שהתחילו להתהוות סכסוכים שחלק מהחברים דיברו עליהם. שוכרים מודיעים שהם אינם מוכנים לשלם, מצד אחד משכירים עומדים על התשלומים ונכנסת לפה שאלה מאוד גדולה האם, בהנחה ולא יצליחו להגיע להבנה, בתי המשפט יתייחסו לסיטואציה הנוכחית היום במסגרת ההוראות, בן החוזיות ובן החוקיות, ככוח עליון. הנושא הזה יש לו פנים לכאן ולכאן. ישנן הוראות חוקיות גם בחוק החוזים וגם בחוק השכירות והשאילה, וישנה פסיקה יחסית חדשה של בית המשפט העליון מ-2015 שדי תומכת באפשרות שמקרה כמו שאנחנו נמצאים בו היום יחשב ככוח עליון. המשמעות המשפטית של כוח עליון, פרקטית, היא שבעצם החיובים של הצדדים מושטים או בכלל, או לתקופה ארוכה. אני חושב שצריך להסתכל על זה בשני היבטים, לא רק במשבר שכולנו מכירים וחווים אותו. אחד, זה היות המשבר גלובלי, כולכם כבר דיברתם עליו, ולכן בתי המשפט יצטרכו להתייחס אליו אחרת, כי בתי המשפט בדרך כלל התייחסו לכוח עליון בהיבט של משברים לוקאלים כמו מלחמות ומבצעים. ההיבט השני, תקנות שעת חירום שהמדינה מוציאה שבהיבט המשפטי יש להן חשיבות עליונה. אם המדינה אוסרת עליך ללכת לעבודה ואז אתה בתור מי ששוכר משרד לא יכול לעשות שימוש, והצד השני הקניונים שבכלל לא מאפשרים להם לפתוח. כל השאלות האלה יתבררו במשך תקופות מאוד ארוכות כמו שבתי המשפט עובדים, שנים. לכן ההשפעות שלהן יהיו רטרואקטיביות. אלא אם כן, המדינה לא רק תכניס את היד לכיס, אלא בהליכי חקיקה זריזים תקבע הוראות ברורות שינחו את כולנו איך להתייחס לזה, גם את בתי המשפט.

דן אבנון

אנחנו יוצאים כרגע נגד כמה תקלות בחקיקה מהשנים האחרונות שהיום אנחנו רואים את הנזק הגדול ואני אסביר למה אני מתכוון: אנחנו חיים מהקובננטים, משטרי הנאמנות, מאמות מידה. אין אצלנו כל כך הפרה פוטנציאלית של קובננט. יש קובננט שהופר או קובננט שלא הופר. אנחנו מבחינים בין קובננטים כמותיים לבין קובננטים איכותיים. הכמותיים אתם מכירים, ההון למאזן, יחסי חוב, EBITDA, אין לנו שיקול דעת. נכון שבדרך כלל אנחנו נדרשים להפרות מצטברות ורק אז נכנסים לפעולה. חוק חדלות פירעון, כאשר הוא חוקק, הוא הכניס תיקונים לחוק ני"ע. התיקונים האלה מחייבים. הם הוציאו את שיקול הדעת מהנאמנים. הם מחייבים אותנו ברגע שיש הפרה של קובננט, אין לנו שיקול דעת לכנס אסיפה של מחזיקי אגרות חוב שעל סדר היום שלה העמדה לפירעון מיידי. כל האנשים כאן שנמצאים מהמגזר העסקי יודעים איזה נזק יש בעצם זימון אסיפה כזו שעל סדר היום שלה העמדה לפירעון מידי. ואם יש אי תשלום, החוק מגדיל ומחייב אותנו לפנות לבימ"ש אלא אם יתקיימו תנאים שאני אומר לכם, הם לא ריאליים. הם תמיד יתקיימו התנאים האלה מפני שלא ללכת לבימ"ש אנחנו צריכים רוב של 3/4 מתוך

"הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".

הסדרה כולה ולא מתוך מי שהצביע. זאת אומרת שתהיה אסיפת מחזיקי אגרות חוב, כל מחזיקי אגרות החוב שיגיעו לאסיפה יגידו "אל תלך לבית משפט, זה פוגע בנו" ועדיין אני אהיה חייב ללכת מפני שהסעיף הזה בחוק מחייב אותי לפעולה כשאני סופר את הקולות ביחס לכל הסדרה ולא ביחס למי שהגיע. רשות ני"ע, אנחנו אמורים להיפגש איתכם השבוע, אני פונה אליכם גם כאן במסגרת הזאת. תשהו את החוקים האלה ואם אתם כבר משהים חוקים אז תשהו את הסעיף בשל המומחה המוזר הזה שאנחנו צריכים אותו ברגע שאנחנו מנהלים דיאלוג עם חברה מפני שהזמן הזה מראה לנו את החשיבות של הדיאלוג של המציאת הסדרי ביניים, של הדחיות, של האורכות. בלי ללכת לבימ"ש, בלי לעורר מהומות, בלי לתת לאג"חים לקרוס, דבר שמקשה עלינו את ההסדרים. אנחנו לא רוצים ללכת לבימ"ש, אנחנו לא רוצים לדרדר את המצב. העמדה לפירעון מידי היא אף פעם לא מטרה, היא תמיד תרופה. בדרך כלל היא תרופה לא טובה. תסתכלו כמה פעמים העמידו אגרות חוב לפירעון מידי, זה כמעט ולא קורה. ברגע שמעמידים לפירעון מידי הסחירות הולכת, היכולת להגיע להסדר מאבדת כמה כלים חשובים שנמצאים לנו בארגז הכלים וחבל לאבד אותם. המשפטים צריכים להיות נגזרת של הכלכלה והם לא צריכים להיות הקטר שמושך הכלכלה. כאן המחוקק הכניס אותנו לסעד שאנחנו לא יכולים לצאת ממנו וחייבים לשנות אותו או לפחות לעכב אותו או להשהות אותו לתקופה משמעותית.

אלון גלזר

האמת שאני מתחבר מאוד למה שנתן ואיתן אמרו. לא יודע לגבי הדחייה, לגבי הכמה צריך או לא צריך. אני חושב שהייתי מאוד שמח למידע אבל המידע של הערכת שווי לא יהיה רלוונטי לי באמת, כי אם היינו עושים הערכת שווי ל-23/3/19 או ל- 31/3/19 ולהיום היינו מקבלים פערים מטורפים. בדקנו את הנושא של האקטואריה בלאומי, ההון העצמי של לאומי זז בשבוע ב3 מיליארד שקלים. וזה בין 23/3-31/3. ולכן הייתי שמח לקבל יותר מידע, כלומר, הייתי שמח להבין מה קרה בקניונים, מה קרה בשכר הדירה. תנו לי מידע, אל תתנו לי הערכת שווי. לדעתי הערכת שווי היא הרבה פחות רלוונטית ואף תטעה. אנחנו צריכים לזכור שזה לא רק אנחנו קוראים את זה, אלא גם העיתונים קוראים את זה וגם גברת כהן מחדרה קוראת את מה שכתוב ולכן הערכות שווי היום יהיו בעייתיות ואני חושב שפה הייתי הרבה יותר הולך ל"תנו לנו מידע על מה שקרה". לגבי האיש הפשרה, אני חושב שמגיעה מילה טובה לשמאים. קצת התקיפו אותם יותר מידי, "איך אתם לא נותנים את השווי בפיק בדיוק בקצה, את השווי הגבוה". ואני חושב שאולי השמאים שצדקו בפעם הקודמת אולי גם צודקים עכשיו. כלומר, לא צריך לבוא ולהגיד "בואו נשערך עכשיו קניון ריק בלי שכירות, בואו נעשה לו הערכת שווי עכשיו לקדימה". אני חושב שלמדנו מכל המשברים האחרונים שהאמת היא לא בנקודות קיצון ולכן יהיה נכון גם לא ללכת ובאמת לעשות הערכות שווי שהן יהיו כנראה רחוקות מהמציאות עוד חודשיים או שלושה.

צחי זנזורי

בהמשך לדברים של אלון, אני מחזק אותם אבל אני אהיה קצת פחות פשרן. אני באמת לא חושב שכרגע לשוק ההון יהיה מהותי באיזה מועד הדוחות יפורסמו או אם הם יפורסמו. הרבה יותר חשוב השקיפות של ההנהלות של איך הן תופסות את האירוע הזה, איך הן מנהלות אותו, איזה נתונים הם כן יכולים לשקף למשקיעים. אני אהיה עדין אבל במצוע, ואני לא אכנס לשמות, אבל רמת הדיווח והשקיפות של החברות וההערכות לגבי המשבר הזה נמוכה , מרביתן השתמשו באותו סלוגן "השפעת משבר נגיף הקורונה", ברוב המקרים זה מביך. מההיכרות שלי, הדיונים הם יומיומיים וההחלטות הן יומיומיות. אנחנו נמצאים כחודשיים בתוך האירוע, אפשר לשקף הרבה יותר, אפשר לשקף איזה היקף הכנסות נפגע, תחזיתו וכדומה. אם אנחנו מדברים למשל על נדל"ן, כמה אחוז מהנכסים פתוחים, מי בדיוק הנכסים שכרגע מתקבלים בגינם דמי שכירות ובאיזה שיעור. תנו גילוי למשקיעים ואז תייתרו את הצורך הזה בדוחות הכספיים במועד הנדרש. ברוב המקרים יש לכל החברות איזה הודעה גנרית שמהותה מידע צופן פני עתיד, קרי "אנחנו לא יודעים לומר שום דבר" וזה מסתכם בזה. אנחנו כבר חודשיים בתוך האירוע הזה ויש הרבה דיווחים, ניתן לראות שהרוב

הגיבו בתחילת מרץ ומכאן לא נתנו גילוי נוסף למשקיעים אף על פי שהם יודעים לא מעט מידע , ביחס למועד ההודעה הראשונית, והם לא משקפים אותו. המידע העתידי הוא מה שחשוב וזה מה שיעזור בניתוח.

אמיר ברנע

האם אתה מתכוון שדוח הדירקטוריון ל- 31.3 יהיה מורחב ויכלול את כל האינפורמציה שאתה מקבל אך לעומת זאת, בדוחות עצמם יישארו הערכים הישנים? זאת אומרת יופיעו בדוחות הכספיים ערכי נכסים שונים בין הדוח עצמו לבין דוח הדירקטוריון.

שלומי שוב

יהיה רק דו"ח דירקטוריון לדעתו.

צחי זנזורי

כעוד פעם, מה תהיה רמת הגילוי החשבונאי, אני קטונתי. נתתם פה מגוון דעות ואני מתקשה פה להגיע דעה נחרצת אלו הקלות יינתנו וכיצד. אבל בעניין הגילויים של הדירקטוריון כמובן ואגב, זה לא חייב להיות רק בדו"ח הדירקטוריון. נדרשים יותר דיווחים מיידיים, יש חברות שלא דיווחו שום דבר מתחילת מרץ וסביר שהיו אירועים מאוד משמעותיים.

אמיר ברנע

דיווחים מידיים, אתה מתכוון במתכונת של דיווח מידי?

צחי זנזורי

כן, לפעמים חברות מדווחות על דיווחים מידיים שהם זכו באיזה פרס. אבל אירועים מהסוג הזה נשמע לי הרבה יותר מהותי.

אמיר ברנע

אני לא רואה את הקשר. כלומר אם דוחות מידיים שהפירמה תפרסם יציינו מידע על הפחתת שווי נכסים אך דוחות מרץ יציגו נתונים אחרים? איך תיווצר התאמה?

שלומי שוב

לדעתו, הוא לא מגיש את דוחות מרץ. הוא עובר למתכונת חצי שנתית באופן חד פעמי.

צחי זנזורי

המציאות הכלכלית התנתקה קצת מהחשבונאות. אני לא אומר שזה לא חשוב, בוודאי שזה נדרש, אבל יש נסיבות מקלות. אני אומר שבמהות יהיה הרבה יותר חשוב לקבל דיווחים מההנהלות, לשמוע את שיחת הועידה ויהיה הרבה יותר חשוב לקרוא את דוח הדירקטוריון עם התחזיות של ההנהלה. רצוי שהרגלוטורים רלוונטיים יפעלו על מנת שהנהלות ירחיבו את הגילויים. בין אם זה יהיה בדיווח מידי ובין בדיווח הכספי.

שלומי שוב

אני חושב שבגדול מה שאומרים פה, ואני חושב שחשוב שישמעו את זה אנשי רשות ני"ע שאנחנו בעיקר מסתבכים עם עצמנו. זאת אומרת, אנחנו מכניסים את החברות, את המעריכים לתוך מלכוד. ואולי אנחנו צריכים להיות חכמים ובאירוע של פעם באני לא יודע כמה שנים, צריך לקבל "החלטת מפקד" שהיא שונה.

רוני עמיחי

אני רוצה להתחיל מהסוף ממה שאמרת בעניין שאלת הדוחות, בסופו של דבר דוחות כספיים משמשים לשימושים שונים ולא לתת דוחות כספיים זה כמו לאמר בואו נעצור את המסחר. אם עוצרים את המסחר ולא מאפשרים אותו, זה אותו הדבר - לא מממשים אי ודאות. אבל כמובן שיש לזה מחירים כבדים. דיברו לפני זה למשל על העניין של קובננטים, על העניין של בעלי אג"ח - יכול מאוד להיות שאם יתנו לחברה לעבור עוד רבעון בעלי האגח ימצאו את עצמם עם עוד פחות או בלי כלום. אז אני לא בטוח שזה הפתרון. אני מאוד מתחבר למה שצחי אמר בעניין של הגילוי, כי לפחות ברמה הקונספטואלית, אני מאוד מתחבר לחשיבות של הגילוי על ההנחות ועל הערכות יותר אפילו מאשר על השורה התחתונה של השווי. השורה התחתונה של השווי היא אמנם הטריגר של לעשות את ההערכות, את המאמץ ואת הנבירה באינפורמציות ובאיסוף המידע. אבל הגילוי על מה הביא לזה והאם למשל הופעלו תרחישים חשוב בהרבה. זה כן הגיוני להשתמש בתרחישים - לפני זה לדוגמה, אמיר דיברת על צורת V. אז כמו שיש כאלה שמדברים על צורת V, יש כאלה שמדברים על צורת U ויש כאלה גם שמדברים על צורת L. ואני מסכים, אי הוודאות היא מאוד גדולה ובסופו של דבר בשקלול של התרחישים השונים מביאים אותה לידי ביטוי - האם לשקלל אותם אחיד או לא, אני חושב ששם באמת כל הנהלה צריכה לעשות את העבודה הקשה. יכול להיות שכשאין תרחיש שהוא טוב מאחר אז פשוט נותנים התפלגות אחידה של התרחישים.

"הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".

שלומי שוב

אבל רוני, אתה מבחינתך, כמי שאחראי על הערכות השווי אתה מצפה לראות ירידה בהערכות השווי, כמו שאמיר ניתח מקודם?

רוני עמיחי

ברמה האפריורית, בוודאי שיש כאן אירוע שלא נראה כמו עוד אירוע נקודתי שדי ידוע הסוף שלו. לאי הוודאות עצמה יש השפעה על השווי לכשעצמו. הרי בסוף מדובר בהתפלגות עם תוחלת של התזרים העתידי ויש סטיית תקן של הערכים של התזרים העתידי. ברור שיש פה דברים שמשפיעים על השווי.

רציתי לאמר עוד משהו לגבי החשש מאכיפה מנהלית בדיעבד ולא בדיעבד, בסופו של דבר ואני לא יכול לדבר בשם מחלקת חקירות, אבל אני כן יכול לדבר בשם העבודה שלנו כי חלק מהדברים מגיעים מתאגידים לחקירות. העבודה שלנו היא בסופו של דבר לבדוק את מיטב היכולת הביסוסית שקיימת באותו מועד. ודווקא במובן מסוים, המצב העכשווי אם מישהו לא לוקח אותו לקיצון ואומר שלא יהיה כלום כי אין כלום, כאילו מקל קצת, כי בעצם אי הוודאות היא מאוד גדולה ובדיוק בגלל זה הגילוי של הערכות וההנחות מאוד חשוב. השווי עצמו הוא מאוד בעייתי כי הוא באי ודאות מאוד גדולה אבל אם אני מבסס את ה"איך הגעתי אליו" ונותן גילוי על הפרטים של כל מה שעשיתי ואת כל ההתפלגויות הרי לכאורה עשיתי את הנדרש. בכך סיפקתי גם למשקיעים ולאנאליסטים את הפרטים החשובים בדומה למה שנציגי האנליזה פה גם ציינו. הגילוי ישמש כלי גם למי שחותם על הדוחות או מאשר אותם כגון הדירקטורים.

יורם עדן

מה שמטריד אותי עכשיו זה מה שהכלכלנים שחקרו את תופעת מחזורי העסקים הגדירו כ"דפלציה של חוב", ועל זה רמז גם דן. אנחנו עושים עכשיו הפחתות חשבונאיות והן בכלל לא תזרימיות. חברה עשתה צירוף עסקים לפני 3 שנים ועכשיו מפחיתים לה את המוניטין. ההפחתות הלא תזרימיות מפרות אמות מידה פיננסיות , ולמחנק האשראי שקיים אנחנו מוסיפים עוד רעשים ולחצים נוספים. זאת היא אחת המגרעות של חשבונאות השווי ההוגן שהיא לא אנטי מחזורית אלא מגבירה את התנודות ברווחים החשבונאים ומייצרת אי יציבות נוספת במשק. מה ניתן לעשות עכשיו אני לא יודע, אנחנו לא הולכים לשנות את כללי החשבונאות וצריך להבין את המגבלה הגדולה שלהם וזה שהם תורמים עכשיו להגברת המשבר הפיננסי. אולי צריך גם לחשוב בכיוון הזה. אנחנו רואים שגם המפקח על הבנקים וגם הממונה על שוק ההון נוקטים בפעולות אנטי מחזוריות, זאת אומרת, לוחצים על הבנקים להעמיד אשראי רוצים שגופים מוסדיים יקנו אגרות חוב. החשבונאות במובן הזה פועלת בדיוק להיפך. אנחנו לא יכולים לשנות את החשבונאות אבל צריך להבין שהיא לא תמיד רלוונטית.

צור פניגשטיין

אני אדבר בקצרה בתור מעריך שווי. אני לא אכנס לשאלה אם צריך או לא צריך לעשות הערכות שווי. אנחנו ממשיכים לעשות הערכות שווי, אז אין לנו יותר מידי בחירה. אני כן אגיד כמה דברים על העקרונות שאני חושב שצריך להתאים אותם קצת לפרקטיקה עכשיו. אז באופן עקרוני לא השיטה השתנתה ולא המונחים, מה זה fair value ומה זה fair market value. גם בעולם זה כך. אני בקשר כל הזמן עם המומחים של PwC בעולם. אבל מה כן אולי קצת השתנה? צריך לחזק, וזה לא השתנה, צריך לחזק את האמרה cash flow is king. צריך להתרכז בcash flow-. צריך להתרכז בטווח הקצר של השנה-שנתיים הקרובות. נכון שזה אולי נראה לא אפשרי, אבל זה הרי מתחייב לצורך התכנון העסקי, אז אני חושב שכן צריך לעשות את זה.

אחת הדרכים להתמודד עם האי ודאות שנפוצה במקרי משבר היא תרחישים. נכון, מבחינה לוגית-מתמטית אולי אפשר להראות שזה לא משנה דבר, כיוון שלא ניתן לאמוד את ההסתברויות, אבל פרקטית, כשאתה מיישם תרחישים, זה כופה עליך חשיבה יותר מסודרת ודידקטית, וגם אפשרות לפחות לכמת את האפשרויות השונות גם אם אין לך את יכולת ממשית לאמוד את ההסתברויות. אני מוצא בזה הכרח, וגם הרבה מעריכי שווי בארץ ובעולם.

דבר נוסף, לא לשכוח את הטווח הארוך. יש נטייה במצבי משבר לחשוב שזה יהיה לנצח. כמו שרוני קודם הזכיר את מודל L. אבל בדרך כלל גם הניסיון וגם חשיבה רציונלית מראים שבטווח הארוך מתכנסים למה שהיה בעבר, בפרט בענפים כמו מזון, למשל. וכמובן, מעניין לחשוב אלו ענפים אחרים ישתנו, למשל ענף חללי העבודה, שמקובל לפקפק בהמשכיות שלו כרגע.

אז זה באופן כללי. כל מה שאמרתי עכשיו זה רק כדי להדגיש שמתחילים בתזרים ורק לבסוף מטפלים במחיר ההון. בדרך כלל מחפשים את המטבע מתחת לפנס של מחיר ההון, אבל הפעולות העיקריות צריכות להיות בתזרים המזומנים. גם במחיר ההון צריך קצת לגעת, אנחנו לא חושבים שהוא השתנה באופן משמעותי אבל אנחנו כן חושבים שפרמיית הסיכון של השוק קצת גדלה. אנחנו הגדלנו את זה בחצי אחוז, יש כאלה בארץ ובעולם שהגדילו באחוז, אבל אלה הסדרי גודל. מובן שהתוצאה היא שאם תזרימי המזומנים כנראה ירדו בטווח הקצר ואם מחיר ההון טיפה יעלה, ככל הנראה בחלק ניכר מהמקרים, אני לא רוצה להתבטא בצורה נחרצת, אז תהיה כנראה ירידת שווי, לא רק מבחינה חשבונאית, אלא גם בעסקאות ממש.

אבי לוי

צריך להבין שדבר אחד טוב קרה מהקורונה. אם פעם דיברנו על עליית מחיר הריבית. אני מניח שבעשר שנים הקרובות לא תהיה עליית ריבית להיפך, כמו שאנחנו מתרגלים היום למחיר שלילי של הנפט, ככה נתרגל למחיר ריבית שלילי, כמו באירופה להערכתי גם בישראל. כך שבנושא שיעור ההיוון אני לא הייתי נוגע להערכתי אמנם הפערים יגדלו אבל הם יגדלו בגלל שריבית חסרת הסיכון תרד, אנחנו ראינו את ההשפעה של זה בבנקים המרכזיים בארה"ב גם בבנקים בישראל שהורידו את הריבית ואני מניח שהריבית תמשיך לרדת כך שבנושא שיעור ההיוון אני לא הייתי נוגע. אנחנו בדקנו את נושא השמאויות לגבי משרדים באירופה והשמאים אמרו שיכול להיות שתהיה השפעה נקודתית אבל בטווח הארוך הם לא חושבים שתהיה השפעה כך שלהערכתם, לפחות לגבי משרדים, אין מקום לבצע הפחתה בהערכות שווי.

אני מניח שרשות ני"ע לא תוותר על הדוחות של מרץ. לפיכך, הייתי מצפה ממנה לבקש מהשמאים לתת לנו נייר עמדה ובנייר העמדה לקחת נכסים מסוימים כמו מרכזים מסחריים, אולי לחלק את זה בין מרכזים פתוחים ומרכזים סגורים, משרדים לחוד, בתי מלון. ולתת איזה טווח מה להערכתם ההשפעה של ארוע הקורונה על השווי של הנכסים האלה. והחברות לא יהיו צריכות לעשות הערכות שווי של כל נכס בנפרד אלא לתת את ההשפעה הכוללת שהן מעריכות אם בכלל על הדוחות הכספיים. חלק מהחברות יכולות להסתמך על נייר העמדה הזה שרשות ני"ע תיתן לו ביטוי ובוא נאמר שמי שמסתמך על הנייר הזה לא נמצא בסיכון. וחלק מהחברות יכולות לומר שהן לא רוצות להסתמך על נייר העמדה הזה כי לדעתם מצבם הוא שונה בין לטובה ובין לרעה ותנמקנה את עמדתם. זה לדעתי הפתרון לדבר.

חיים מסילתי

נאמרו פה הרבה דברים וחשוב לי להזכיר שנכס גם כן חי להרבה שנים, ולכן תנודות נקודתיות צריכים לקחת בפרופורציה המתאימה. אנחנו השמאים עם כל הלחצים של להוריד או להעלות שיעורי היוון, ערים לצורך של השוק אבל לוקחים את הדברים בפרופורציה. אנחנו לא מתכוונים לשחק עם שיעורי ההיוון באופן כללי וגורף. חשוב להבין שכל חברה וכל נכס מתנהלים באופן אחר והרעיון שאמרו כאן קודם להביא את מה שנאמר בתוך הדירקטוריון לפתחו של השמאי כדי שיקבל תמונה יותר רחבה ויביא את זה בחשבון בענייני השומה, זו לדעתי הכוונה. נייר עמדה מהלשכה יצא בקרוב, אנחנו בימים אלה לומדים ואוספים חומר ממשרדי שמאים שעוסקים בניתוח של השווקים המסחריים ומסמך כזה יופץ ע"י הלשכה בקרוב מאוד.

אמיר ברנע

אם אסכם את סוגיית פרסום הערכות השווי ל- 31.3.2020 במהלך יוני. להוציא את ה בעיית הקובננטים שדן אבנון התייחס אליה, שיש לשקול לפתור אותה באופן רגולטורי, התייחסות השוק לחברות ממילא תקבע לפי הנתונים בפועל ביוני. לכן אני חושב שיש הפרזה מסוימת בהצגת הפחתות ערך של נכסים בדוחות 31.3.2020 שיתפרסמו ביוני כ"סיכון" ליציבות חברות ציבוריות והשפעת דומינו. לדעתי אפשר לחיות עם הדוחות לפי המתכונת החשבונאית הרגילה כהפחתת שווי נכסים או לחילופין, על פי הצעות ששמענו, כהערות לדוחות הכספים, כאשר הנושא של רלבנטיות הקובננט ייפתר באמצעות הרגולציה.

שלומי שוב

אנחנו מתקרבים לסיום. בראיה שלי כאיש חשבונאות יש כאן דילמה מאד מאד לא פשוטה, אם הייתם אומרים לי שאני חייב לבחור בין לדלג באופן חד פעמי והיסטורי על הדוחות הכספיים לבין ליישם חשבונאות באופן "לא נקי", אני לא הייתי בוחר באחרון. זאת דילמה הכי קשה שיש לדעתי, הרי מצד אחד המקצוע הזה נוצר בדיוק בכדי לספק למשקיעים את המידע בעיתוי הנכון, אבל מצד שני אנחנו מבינים את הקושי העצום וגם שמענו את נקודת המבט של המשקיעים.

ממה שרואים עד עכשיו בעולם בריטים ממדינות שמיישמות שווי הוגן של נדל"ן להשקעה (להבדיל מארה"ב) כמו בחלק מהמדינות

באירופה, קנדה וניו זילנד ואוסטרליה, אין ויתור על דוחות הרבעון הראשון אבל יש שונות באופן ההתייחסות, כאשר ירידות הערך שכן רואים הן בעיקר בצד של המסחר. זה ברור שצריכה להיות השפעה שונה אבל יתכן שגם השונות הזאת ממחישה את הבעיה שבה אנו נמצאים. אני חושב שברגע שיש דוחות כספיים ומספרים, דיסקליימרים למיניהם ארוכים ומפחידים ככל שיהיו לא יכולים לחסוך את הצורך בכך שהמדידה בדוחות הכספיים ככל שהם קיימים צריכה להיות מהימנה ולשקף את המציאות כפי שהיא - קשה ככל שיש.

אז אני שומע כל מיני אמירות של: "רגע, איך תדלג על הרבעון הראשון, אז מה תעשה שנה הבאה , בדוחות של 2021, מה יהיו מספרי ההשוואה שלך?" אני לא חושב שזה מה שצריך להכריע, אז אם זאת המסקנה שנגיע אליה אז בסדר, יהיה אירוע חד פעמי בQ1 2020, אז לא יהיו מספרי השוואה ברבעון הראשון של 2021. מנגד, אם כפי שמסתמן דוחות הרבעון הראשון יוותרו, כל הצדדים במעורבים צריכים לעשות כאן מאמץ וזה להערכתי יכול להיות גם כואב.

נתן חץ

למה? כן יהיו מספרי השוואה. ניתן בחצי שנתי גם את הרבעוני. מספרי השוואה ניתן. הרי נושא השערוכים זה הדבר שמעניין את הדיון הזה אני רואה.

שלומי שוב

נכון, אבל לא יהיה לך דוח בפני עצמו לחודש מרץ. בארה"ב לא קיבלו החלטה כזאת וממה שראיתי להפך הם חוזרים ומסבירים את קדושת הדיווח למשקיעים גם בתקופות משבר. הייתה איזה שהיא הקלה, שרונן הזכיר אותה, של ה-SEC אבל היא רק על המידע על המקדים בהודעת לעיתונות שהוא לא מנדטורי - בגדול שהם מאפשרים לנטרך בנון גאפ את השלכות המשבר, אך גם בגבול מסוים - לא באמצעות רישום הכנסות רעיוניות .

נתן חץ

אלה גם דוחות לא סקורים, אל תשכח.

שלומי שוב

גם שם הנסיבות הן אחרות, זה לא מודל שווי הוגן.

נתן חץ

עוד מילה אחת לגבי מה שדן אבנון דיבר. אני חושב שפתרון פשוט וקל לכל הסיטואציה של בעלי אגרות החוב עם כל הנושא של הפרה זה לעשות שינוי אחד קטן שבמהלך עד סוף השנה הזאת, הרי לכל מי שנכנס לאירוע של הפרה, יש לו תקופה לריפוי של ההפרה בסדר גודל של 30 יום. אז אפשר לקבוע שתיקון ההפרה יכול להיעשות תוך 120 יום במקום 30 יום. זה ייתן זמן להתארגן וכל זמן שיש לך תקופת ריפוי, אתה לא בהפרה יסודית.

דן אבנון

נתן, אתה צודק אבל שים לב שתקופות הריפוי אצלנו צריכות להיות באינטרוולים של רבעון מפני שאנחנו מרפאים אי עמידה בקובננט רק ברבעון הבא.

נתן חץ

לא, הרי אירוע של הפרה הופך אירוע הפרה עם כל ההשלכות של פירעון מידי ברגע שלא ריפאת אותו תוך 30 יום. אתה כנאמן מישהו לא שילם, אתה מודיע לו שאם תשלם תוך 30 יום אז לא קרה כלום.

דן אבנון

לא לשלם זה אירוע אחד אבל אם הפרת קובננט זה אירוע אחר.

נתן חץ

אני מדבר על לא לשלם.

אבי ורטהיימר

אני רוצה להציע רעיון. מה שאני חשבתי שצריך לעשות, הוא להבין שקביעת שוויים (לא כל הדוח הכספי עוסק בזה) היא לא סבירה במועד כגון 31.3. במצב כזה , חברות נדל"ן למשל לא יעשו הערכת שווי ולא ישערכו/ישנמכו בדוחות אלא רק יתנו ניתוח רגישות של שווי פורטפוליו בשינויי היוון וירידת NOI. לאור הסתירה לעקרונות, לא יוכלו רואי החשבון להוציא חוו"ד חלקה ויסתייגו מנקודה זאת (בלבד). תרומת הרשות תהיה שתקבל דוחות אלה אם ההסתייגות היחידה שבהם תהיה מהעדר קביעת שווי, אם בדוח הדירקטוריון צורף ניתוח רגישות. דבר שהרשות רשאית לעשות בלי שינוי חוקים, תקנות או IFRS.

ואדים פורטנוי

גלוי המידע למשקיעים הוא ערך חשוב ביותר, הן בשגרה והן בעתות משבר. עם זאת, במציאות המשתנה במהירות על קולית כמו במשבר קורונה, בקבלת החלטות על גילוי מידע ראוי לתת משקל גם לשיקולי העלות והרלוונטיות של המידע. בניגוד למה שנאמר על ידי חלק מהדוברים, להערכתי למשבר יש השפעה הן על שווי נכסים בלתי מוחשיים והן על שווי נכסים מוחשיים לרבות נדל"ן מניב. לשיטתי, הנחת ברירת מחדל שהושמעה כאן שלמשבר אין השפעה על שווי הנכסים, גובלת ברשלנות. בעניין נדל"ן מניב, למשל, אציין כי מניתוח קרנות הריט בארה"ב ניתן לראות בקלות כי השוק מצביע על ירידה בערך הנכסים לאורך כל תתי הענפים של הנדל"ן המניב כאשר שיעור ירידת אינו אחיד ומשקף, ככל הנראה, את רמת הסיכון של תת ענף הספציפי. איך אפשר להתעלם מזה ולהניח שאין שינוי?

עם זאת, העלות הכרוכה בהערכה מחדש של שווי כלל הנכסים ל- 31 במרץ 2020 המהווה, כולנו תקווה, את השיא השלילי של המגפה בישראל ובעיקר הרלוונטיות של המידע הזה לציבור בסוף יוני, מעלים ספק בתהליך הזה מבחינת שיקולי עלות-תועלת לחברה ובעיקר למשקיע שבסופו של דבר נושא בעלות הנ"ל. באופן פרדוקסאלי, דחיית המועד לדיווח בחודש רק מעצימה את הבעיה ואת חוסר הרלוונטיות של המידע הנ"ל.

יתכן ובעתות של מהירות השתנות קיצונית במידע (בבדיחות דעת ניתן להשתמש כמדד לקצב השינויים במידע, בקצב השינויים והסתירות בהנחיות משרד הבריאות או במילים אחרות - כיצד ניתן לבנות תחזית עסקית מהימנה כאשר אפילו סטטיסטיקה רפואית הינה חלקית ולא מהימנה), יתכן וצורות אחרות של מידע הן פתרון זמין, זול ורלוונטי יותר למשקיעים. כפי שצוין, צורות אלה יכולות לכלול דיווחים מיידים מורחבים או אף רשימת שאלות מוגדרת מראש, דוח דירקטוריון מורחב ואף ניתוחי רגישות של תרחישים עסקיים שונים כפונקציה של תרחישי היציאה השונים מהמשבר. בהקשר של נדל"ן מניב המידע הזה עשוי לכלול מידע על שטחים שאינם בשימוש בעת המשבר, ההנחות/הפטורים הניתנים לשוכרים, שינויים בשיעורי תפוסה ובקצב אכלוס וכדומה. בהקשר של ענפים אחרים - חשיפה לענף התיירות והמזון, חובות מסופקים, תלות בספקים שמנועים מלספק, מלאי איטי ומת וכדומה.

שלומי שוב

ברשותכם אני רוצה לסיים. תודה לכל המשתתפים וגם להודות למרכז הבינתחומי שאמנם אנחנו לא נמצאים עכשיו פיזית בקמפוס, אבל זה שאנחנו מצליחים לקיים דיון כזה בנוכחות כזאת אומר שהאקדמיה נמצאת במקום נכון וחשוב.

הבינתחומי הרצליה

התכנית בחשבונאות AccounTech

FVF | פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

"השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

תאריך המפגש: 18 במאי 2020

נושא המפגש: "השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

חומר הרקע למפגש: לחץ כאן | למצגת השלכות על הפניות תשומת הלב והערות עסק חי | למצגת בנק ישראל

משתתפים: לחץ כאן

צוות מקצועי: דניאל שרון, דקל רינצקי, יואב אטיאס, מיכל ברק.

בוקר טוב לכולם, אנחנו פותחים את המפגש המקוון השני של הפורום בתקופת הקורונה - בסוף עוד נתרגל לזה. מקווה שביוני כבר נוכל לחזור למפגשים הפרונטליים הרגילים שלנו. אנו עוסקים היום בהשלכות של המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב והפרת קובננטים וכל זאת על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון בנושא. בדיון נמצאים הגורמים הרלבנטיים מהגופים המוסדיים, הנאמנים וכן נציגים בולטים של החברות. ד"ר משה ברקת, יו"ר רשות ששוק יצטרף אלינו בהמשך כי הוא היה צריך להיפגש עם שר האוצר החדש, נשמע גם סקירה קצרה של בנק ישראל על שוק האגח- מה קרה למרווחים, דירוגים וכו'. בנוסף צוות הפורום הכין לרגל הדיון סקירה מעניינת קצרה בקשר להערות עסק חי והפניות תשומת לב של רואי חשבון - שתכף אציג אותה.

מתווה הדגל של רשות שוק ההון שמדבר בגדול על דחיית לוח הסילוקין של אגרות חוב עד שנה בהסכמת הצדדים תוך הגדלת הריבית, נכנס למשבצת הזאת ועל כך אנחנו מדברים היום. ראינו לאחרונה שגם משרד המשפטים יצא במתווה משלו לגבי מתן גרייס של שלושה חודשים לפני הכרזה על חדלות פירעון - ועוד מעט נשמע גם על זה ממיכל - נציגת משרד המשפטים. אגב, התפתחות מאד מעניינת של הימים האחרונים בנוגע למערכת היחסים בין החברות למחזיקי האג"ח היא הפנייה של פתאל לנאמן בבקשה לזימון אסיפת מחזיקי אג"ח בכדי לקבל ויתור לשנה קדימה על עילת פירעון מידי בגין אי עמידה צפויה בקובננטים שקשורים ל-EBITDA שנפגע קשות מהמשבר. מעניין לראות כיצד יסתיים הדיון בבקשה של פתאל - ויתכן שזה יתבטא בתשלום ריבית נוספת. שימו לב שמדובר כאן על ויתור על עמידה בקובננטים ולא על דחיית לוח סילוקין.

השאלות שעולות לגבי מתווה הדגל נוגעות בין היתר לרלבנטיות שלו - בהחלט זה נראה כרגע שחברות בענפים שנפגעו ישירות מהמשבר יהיו זקוקות לו והשאלה האם הוא יספיק (כלומר עד כמה משבר הנזילות שאנו רואים היום יגלוש לכיוון משבר סולבנטיות שזה כבר משהו אחר לגמרי)? ולא פחות מכך - האם הוא בכלל יחול עליהן? מדובר במתווה המתייחס לחברות חזקות יחסית - דירוג אשראי של A לפחות, עם הון עצמי חיובי, ללא הפרה משמעותית של קובננטים וללא הערת עסק חי. יש כאן משהו פרדוקסאלי כי דווקא החברות שהכי זקוקות לכך נמצאות לכאורה מחוץ למסלול הירוק הנ"ל. יש כאן עוד הרבה שאלות והמוסדיים נמצאים כאן - יהיה מעניין לשמוע מהם כמה המתווה הזה שהוא וולונטרי יוביל לאור תנאיו ומאפייניו לכך שהם יהיו דה-פקטו מחויבים לו והאם הוא אכן יהפוך בפועל להיות מסלול ירוק שכן כאמור הוא וולונטרי לגמרי ופורמלית מהווה מעין Best Practice ולא מעבר לכך. היבט נוסף שיעלה הוא מה יקרה עם יתר הנושים - לדוגמה בנקים שלכאורה מרוויחים מכך. ובכלל מעניין לשמוע את הזווית הבנקאית במשבר הזה - ונמצא איתנו לשם כך שמוליק ארבל מבנק לאומי.

מהזווית החשבונאית - שינוי תנאים של אג"ח לפי מתווה הדגל הוא כנראה שינוי לא מהותי בתנאי האג"ח - כלומר, לא יתבצע שערוך לשווי שוק בעקבות שינוי התנאים - אלא רק מדידה של התזרים המעודכן לפי הריבית האפקטיבית. ככל הנראה ייווצר כתוצאה מכך הפסד קטן יחסית למנפיק ורווח מקביל למשקיע ככל שהוא מיישם עלות מופחתת.

כפי שדיברנו במפגש הקודם - העובדה כי השלכות המשבר מבחינת מדידת הדוחות הכספים (להבדיל מנושא העסק החי/הפניית תשומת לב שכאמור מתייחס גם למה שקרה לאחר תאריך המאזן) מתנקזות לרבעון הראשון - מובילה לסוג של "השהיית הפסדים" לתוצאות הרבעון - דרך אגב אני מעריך שרוב החברות יפרסמו את הדוחות בשבועיים הקרובים ורק החלק הקטן יותר (אגב סביר להניח עם הבעיות היותר מורכבות) ינצלו את הדחיה שנתנה רשות ניע ויפרסמו בחודש יוני. זה מוביל לתוצאה מאד מוזרה לפיה לעניין הערת עסק חי והפניות תשומת לב צריך להתחשב בכל המידע אבל לא לצורכי המדידה בדוחות. ראינו את זה היטב לפני מספר ימים בדוחות של אל על שכללו מצד אחד הערת עסק חי אבל מצד שני המדידה בדוחות עצמם התעלמה לחלוטין מהמשבר - כך למשל לא נבדקה ירידת ערך המטוסים בנימוק כי לא היה סימן לירידת ערך ב- 31.12 - כאשר כבר די ברור שבדוחות הרבעון הראשון שכבר חלף יהיה הפסד משמעותי מירידת ערך - תוצאה קשה לעיכול לפחות ברמה האינטואיטיבית.

בואו נעבור כעת למצגת קצרה שהוכנה על ידי הצוות המקצועי של הפורום לקראת הדיון היום, לגבי נתונים ראשוניים של השפעת המשבר על הערות עסק חי והפניות תשומות לב. עשינו זאת באמצעות השוואה של הדוחות השנתיים שפורסמו במרץ ואפריל והביאו בהקשר זה בחשבון כבר את המשבר, לפחות באופן חלקי, אל מול דוחות הרבעון השלישי של 2019 שפורסמו לפני שבכלל ידענו מה זה קורונה. לצורך העבודה לקחנו גם הפניות תשומת לב למצב הפיננסי וגם הפניות תשומת לב למשבר הקורונה - שזו די "המצאה ישראלית" חדשה שקיבלה גם גושפנקא לפי המסמך שפרסמה רשות ניע בשבוע שעבר (כאילו מדובר בדרגת טיפה מופחתת מתחת להפניה הרגילה למצב הפיננסי שהיא עצמה דרגת ביניים להערת עסק חי). אני לא רואה הרבה הבדל כזה מהותי ביניהן, למעט זה שהסוג השני לא מוביל בהכרח לצירוף דוח תזרים מזומנים חזוי ומכאן גם האינסנטיב. אגב, התקינה הבינלאומית בביקורת לא אוהבת, בלשון המעטה, שרואי החשבון מפנים לאי ודאות כלכלית גנרית כללית שקוראי הדוחות אמורים בין כה להיות מודעים אליה.

הממצאים שקיבלנו מאד משמעותיים לטעמי: קודם כל, השורה התחתונה היא שעל בסיס הדוחות לשנת 2019 יש לכ-22% מהתאגידים הערת עסק חי או הפניית תשומת לב - וזה מייצג גידול של כ- 50% ביחס לדוחות הרבעון השלישי 2019.

הנתונים מדאיגים במיוחד לגבי החברות שיש להן אגח שזה כמחצית מהחברות - אנו רואים שיותר משני שליש מהגידול נובע מהן (שימו לב לקפיצה בהערות עסק חי בחברות אלה של יותר מפי שניים וכן קפיצה עקבית בכלל ההפניות) - וחברות אלה אכן עומדות במרכז הדיון שלנו היום. ברור לכולנו, שחלק מהפניות תשומת הלב האלה

"השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

שאגב הן עצמן גדלו פי 3 יכולות להפוך בדוחות הרבעון הראשון שאוטוטו יפורסמו ובדוחות הרבעונים הבאים להערות עסק חי - אגב הערות עסק חי יכולות גם לקפוץ בבת אחת - כלומר להופיע גם בדוחות שלא כללו קודם לכן הפניית תשומת לב כמו למשל במקרה של קבוצת דלק. מה שכן לא ניתן להתעלם גם מחברות ציבוריות שאין להן אגח - כמו אל על שצירפה הערת עסק חי או קסטרו שכללה הפניה לאי ודאות קורונה. כל ההפניות האלה הן בעלות רמת פלואידיות גדולה להפוך לעסק חי.

בניתוח ענפי ניתן לראות באופן לא מפתיע כי הגידול המשמעותי ביותר התרחש בשלושה ענפים: 1. בענף האנרגיה וחיפושי נפט וגז - זה מתבקש לאור נפילת מחירי הנפט. 2. בענף המסחר והשירותים - בעיקר המלונאות והתיירות, המסחר, חברות כמו המשביר, גולף ועדיקה, וכן שירותים, בעיקר חברות הליסינג. 3. בענף הנדל"ן והבנייה, בעיקר נדלן מניב בחול - בין היתר חברות אגח אמריקאיות וחברות בניה - בעיקר יזמי בנייה.

שימו לב, נראה שזו רק ההתחלה, לפי סימני אזהרה שראינו בדוחות במסגרת ביצוע העבודה שלא הובילו עדיין להפניה - זה עוד צפוי לגדול ברבעון הראשון שבו כאמור יגיע הצונאמי החשבונאי של המדידה וברבעונים הבאים - מה שיכול להוביל להפרת קובננטים ועילת פירעון מידי וצפוי להחמיר משמעותית את המצב. כלומר, הנתונים האלה הם בגדר סימנים ראשוניים מדאיגים בלבד ואם נשווה את זה לקורונה, שיש אצלה דיליי של שבועיים בזיהוי המחלה, יכול להיות שאנחנו רק בתחילת דרכה של העקומה ונקווה שנצליח לשטח גם את העקומה הזאת.

זווית מעניינת נוספת היא שכל זה עדיין זה לא בא לידי ביטוי משמעותי בדירוגים. צריך לקחת בחשבון שהורדת הדירוגים לוקחת בדרך כלל זמן. אנחנו עדיין לא רואים בארץ נפילה סיסטמתית בדירוגים - כרגע זה יותר במישור של Credit Watch, הורדת אופקים או הורדת דירוגים במקרים מאד ספציפיים. אבל לפי הממצאים נכון לעכשיו זה נראה שזה בדרך לשם.

בשורה התחתונה, בראיית שוק החוב הסיפור של המשבר הזה הוא חברות שיש להן אג"ח עם קובננטים שהופרו וכאלה שלא יכולות לעמוד בפירעונות לפי לוח הסילוקין וצריכות כעת שיתנו להן אורך נשימה. אי אפשר להתעלם מהמשבר בהקשר של שוק האג"ח והחשיבות של כך לכלכלה - ניתן לראות זאת היטב דרך הצעד התקדימי והשנוי במחלוקת של הפד בחודש שעבר שהכריז כי ירכוש אג"ח קונצרני ספקולטיבי/זבל. ראינו חברות אמריקאיות בולטות כמו פורד ודלתא אירליינס שאיבדו במשבר הנוכחי את דירוג ההשקעה שלהן, אבל עדיין מדובר במהלך דרמטי ולא טריוויאלי בכלל של התערבות ממשלתית שיש לו שורה של תופעות לוואי לא פשוטות - כמו בין היתר עיוות מרווחים וחינוך לקוי. ניתן אף לומר כי במשבר הזה החברות הממונפות שנפגעו ישירות החליפו את הבנקים האמריקאיים במשבר של 2008 בהקשר של תוכנית החילוץ. אנחנו רואים שגם הבנק המרכזי האירופאי עושה צעדים בכיוון של תמיכה באג"ח הקונצרני. ולפחות לפי מה שנשמע עוד מעט מנדב מבנק ישראל אין סטייה של המרווחים בארה"ב מהנורמה ביחס לישראל. בכל מקרה לפחות לעת עתה לא מדברים על זה כאן - והשיח מתמקד במערכת היחסים בין בעלי האג"ח לבין החברות.

אין ספק שיש כאן אירוע דרמטי בראיה משקית בכלל ושוק ההון ובפרט - ואני שמח שיש לנו היום נוכחות רחבה של משתתפים - לרבות רגולטורים כדי שננסה להגיע לתובנות לגבי כלל ההיבטים. ברמה הטכנית - שימו לב שלדיון מקוון יש לא מעט חסרונות. ננסה לנהל את הדיון ברמה האופטימאלית ואנא קבלו בהבנה את זה שכנראה לא אצליח לתת רשות דיבור לכל מי שירצה. כמו כן - במסגרת הפקת הלקחים שלנו מהדיון המקוון הראשון הגענו למסקנה שאי אפשר לעצור הדלפות ולכן העדפנו כבר לזרום עם הציבוריות של הדיון וקחו בחשבון שהדיון היום פתוח לתקשורת. אני מקווה שבחודש הבא כבר נוכל לחזור למתכונת הרגילה שלנו.

אמיר ברנע

בוקר טוב, ברור שחברות ממונפות, ציבוריות ופרטיות, מושפעות ממשבר הקורונה עקב העדר הכנסות בתקופת הסגר שיוצר בעיה תזרימית שוטפת וכן עקב צפי של ירידה ושינוי בתמהיל הביקושים שנובע מאי ודאות לגבי משך המשבר, עוצמתו והשלכותיו ארוכות הטווח. הירידה בשווי חברות וההפסדים השוטפים פוגעים ב-NAV ויוצרים בעיה של הפרת קובננטים ששלומי הזכיר אשר מהווים זרז להליכי חדלות פירעון עם השפעת דומינו עקב הקשרים הרוחביים

בין החברות. ישנן שתי חלופות קריטיות לבחינת המשבר. אפשרות אחת היא לראות אותו כמשבר זמני, שיתוקן אולי בתוספת הזרמה מתונה על מנת להגביר את הנזילות, אבל יפתר על ידי השווקים. או לחלופין אפשר לראות אותו כמשבר כלכלי-מחזורי עמוק, שרק אמצעים אנטי-מחזוריים גרעוניים תקיפים, כלומר מעורבות ממשלה ביצירת ביקושים, יכולה למתן את השפעתו על המשק. לאור שתי גישות אלה אפשר לבחון את מתווה הרשות בנפרד מפעולות אחרים למשל . המדינה שמזרימה כסף, בנק ישראל שמזרים הזרמה מוניטרית, משרד המשפטים שיוצר חקיקה וכו'. להבנתי מתווה הרשות עקבי עם הגישה שרואה את המשבר כמשבר זמני שבסיוע רגולטורי מתון הוא ייפתר על ידי השווקים. אני מנמק זאת בכמה נקודות שקשורות למתווה הרשות. ראשית, למתווה אין קופה ואינו מקור להזרמת כספים. שנית, המתווה הוא וולנטרי, כלומר אינו מחייב. שלישית, המתווה לא מעניק גיבוי משפטי, לא לנאמנים ולא לדירקטורים, ולכן משאיר את האחריות עליהם. מכאן שהמתווה משאיר למשתתפי השוק את ההחלטה על חדלות הפירעון תוך הצעת מסגרת שאם תאומץ על ידי הצדדים תקבל כנראה את גיבוי הרגולטור. אזכיר שהמתווה מתייחס למרכיב אחד של החוב - אגרות חוב ולא מתייחס ליתר מרכיבי החוב שקשורים להסדר החוב. מכאן שלמתווה יעד צנוע שבסיטואציה משברית יכול להקל על הצדדים להגיע להסכמים שימנעו חדלות פירעון ותוצאותיו לחברה הציבורית ולשוק ההון. עוד שלוש הערות קצרות ואני מסיים. קודם כל, המתווה נותן משקל לדירוג ודורש דירוג מינימום. על פי נתוני שלומי המשבר לא הביא לשינוי בינתיים בדירוגים אלא רק בהפניות תשומת הלב. מכאן שכנראה שגם חברות הדירוג אופטימיות לגבי החזרת המשק למסלול רגיל בזמן קצר.

שנית, מונח לפני מאמר אחרון של פרופסור אלטמן מ-NYU לפיו לפחות שליש מהחברות שמדורגות בארצות הברית בדירוג השקעה, לא זכאיות לדירוג זה. כלומר קיימת הטיה כלפי מעלה בדירוג במיוחד במעבר לדירוג השקעה. המחקר מקנה הצדקה מסוימת לקביעת הרשות את A בתור מינימום כי היא כבר לוקחת בחשבון שהדירוג מטה כלפי מעלה את מצב הסולבנטיות של החברה. לצד המתווה, קראתי בעיתונות שמשרד המשפטים פרסם הצעה להקפאת פירעון חוב לשלושה חודשים עם קשר בין מענק המדינה לבין מו"מ בין החברה והנושים. גם המתווה הזה יצטרך לעמוד בביקורת הבסיסית- האם אנחנו עוזרים לכל החברות בלי הבחנה או רק עוזרים לחברות שמשבר הקורונה יצר לגביהן בעיית נזילות חולפת. הערה אחרונה, מוצגות שאלות לגבי מתווה הרשות. יש שאלה האם המתווה יוצר מצב של העדפת נושים כאשר חלק מהחוב נדחה וחלק לא נדחה. איך המתווה מתייחס לנושא של ניגודי עניינים בין מוסדיים לבין עצמם. האם נכון לקבוע באופן שרירותי פרמיית סיכון מנחה לחוב שנוצר עקב דחיית התשלומים. כל השאלות האלה, אני מניח, יועלו במהלך הדיון.

נדב שטינברג

אני אתמקד בתקופת שיא המשבר, בחודשים מרץ ואפריל. שוק החברות הישראלי מאוד התפתח ב-15 השנים האחרונות, על רקע מספר רפורמות מרכזיות. בשקף הראשון שהצגתי רואים את הגידול בשיעור האחזקות של קרנות הנאמנות על חשבון המשקיעים המוסדיים בשנים האחרונות. זאת אומרת שערב המשבר אנחנו מגיעים למצב שקרנות נאמנות מחזיקות כשליש מהשוק הזה ומה שבאמת ראינו במשבר שפדיונות מאוד גדולים מקרנות הנאמנות הובילו ללחץ היצעים בשוק האג"ח חברות ולחצו את המחירים כלפי מטה וזה כנראה תרם לנפילות שראינו במרץ. לפני שאני מתמקד במרץ, בוא נסתכל על המשבר הזה בראייה יותר ארוכת טווח. אם אנחנו מסתכלים על אג"ח צמודות בענפים השונים משנת 2005 עד היום, אפשר לראות שהמשבר הנוכחי הוא פחות או יותר בסדרי הגודל של משבר החוב האירופי שהיה לפני כ-9 שנים וקצת יותר מתון ממה שראינו ב-2008. חברות הנדל"ן לדוגמא ב-2008 הגיעו לתשואות לפדיון של 25% בממוצע, הפעם לא התקרבנו לרמות האלה. מי שבלט בעיקר במשבר הנוכחי אלו חברות ההשקעה והאחזקות, וגם זה קצת מוטה כי חלק מהחברות הגדולות היו בקשיים כבר טרם המשבר. באופן כללי רואים זינוק בענפים השונים אבל לרמות של 2011, לא לרמות של 2008. אם אנחנו מתקדמים קצת יותר בתקופה האחרונה- מאמצע פברואר ועד סוף אפריל, אפשר לראות באמת את הזינוק במרווחים. אפשר לראות שזה בכל הדירוגים אבל הרבה יותר בולט בדירוגים הנמוכים (האיורים הם ללא קבוצת דלק ששינו לה את הדירוג באמצע התקופה והיא הייתה "מעיפה" לנו את הסקלות כלפי מעלה). אפשר לראות את העלייה בדירוגים הנמוכים, מרמות של 6% בערך לרמות של 20%. אני מזכיר שטריפל B בדירוג המקומי זה עדיין דירוג השקעה אז יש לנו אג"ח לפדיון בדירוג השקעה שהגיעו לתשואה של 20%.

אמיר ברנע

תחשוב על אבסורד לפיו קיימים פערים משמעותים בפרמיית סיכון בין חברות בדירוג נתון. כלומר השוק מעריך תוספת סיכון לחברה מדורגת וחברות הדירוג אינן נותנות לכך ביטוי. היינו מצפים לפרמייה אחידה פר דירוג.

נדב שטינברג

נכון. ההתאמות של השוק הן הרבה יותר מהירות. אנחנו מכירים את זה גם ממשברים קודמים וגם ממחקרים. התאמות בשוק, לטוב ולרע, הן הרבה הרבה יותר מהירות מאשר חברות הדירוג והן גם באות ואומרות את זה- "אנחנו מוכנים לספוג איזה שהוא חוסר עדכון כדי להיות יותר מדויקות", זאת הטענה שלהן. מאידך, נראה גם שהשוק

"השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

ביצע 'אובר-שוטינג' בשלב מסוים, כפי שעולה מהפער בין רמות המרווחים הגבוהות מאוד באמצע מרץ לרמות המרווחים המתונות יותר בשבועות שלאחר מכן.

בראייה בינלאומית אפשר לראות שלא רק בישראל הייתה עלייה חדה במרווחי התשואה אלא גם באירופה וארצות הברית. אני מדגיש כי מה שאנחנו רואים בדירוג השקעה ובדירוג הספקולטיבי זה לאחר התאמה של סולם הדירוג, בישראל כפי שאתם יודעים משתמשים בסולם דירוג מקומי שהוא בערך בפער של שני דירוגים, כשישה נוטצ'ים, מהדירוג הבינלאומי, אז כאן ביצענו התאמה של הדירוג לדירוג הבינלאומי. אפשר לראות שהמרווחים היו טרם המשבר דומים לארצות הברית ולאירופה ומה שקרה בתחילת המשבר הוא שהמרווחים בישראל, באירופה ובארצות הברית זינקו, אבל המרווחים בישראל נפתחו עוד יותר מאשר באירופה ובארצות הברית. רואים את זה גם באגרות חוב בדירוג השקעה וגם באגרות חוב בדירוג ספוקלטיבי או דירוג "זבל". כל זה נכון עד לאמצע מרץ. מה שקרה מה-18 במרץ זה שהתחיל להסגר הפער בין ישראל לבין העולם ואפשר לראות שכבר בתחילת אפריל הפער הזה נסגר, וזה בין השאר על רק צעדים של בנק ישראל בין ה-15 ל-18 במרץ, של התערבות בשוק האג"ח הממשלתיות ועסקאות Swap בדולר שהקלו על מצוקת הנזילות של המוסדיים וקרנות הנאמנות. בעצם הגופים האלה נאלצו למכור, בין השאר, אג"ח קונצרניות כדי לקבל נזילות וההתערבות בשוק האג"ח הממשלתיות ובשוק המט"ח הקלה על מצוקת הנזילות והורידה קצת מהלחץ בשווקים. היום אנחנו רואים בסך הכל רמות דומות של מרווחים בישראל ובעולם.

שלומי הזכיר את נושא הדירוגים וגם אמיר. באמת מה שאנחנו יכולים לראות זה של-14 חברות הורידו דירוג בחודשים מרץ ואפריל 2020 ועוד 25 חברות שירדה להן או תחזית הדירוג או נכנסו לרשימת מעקב עם אופק שלילי. זאת אומרת שהיו התאמות בדירוגים אבל מדובר עדיין על 14 חברות וזה יחסית לא שיעור גבוה משוק האג"ח המקומי. מתוך כ- 200 חברות שיש להן אג"ח אנחנו מדברים על 7.5%-7% שירד להן הדירוג. מכיוון אחר, התחלנו לראות גם באיזה שהוא שלב הנפקות של אג"ח. ואולם, זה לא שכל חברה יכולה ללכת היום ולהנפיק; אנחנו רואים הנפקות של אג"ח בכמות שהיא כחצי מהממוצע בשנה שלפני המשבר, ואנחנו רואים שמי שמנפיק זה החברות בדירוג A ומעלה, בעיקר חברות נדל"ן מניב, כמעט ולא רואים חברות בדירוגים נמוכים או מענפים אחרים שמנפיקות אג"ח. אז יש הנפקות ראשוניות, אבל זו עדיין לא חזרה לשגרה.

קצת במבט קדימה, וזה גם מאוד רלוונטי למתווה של רשות שוק ההון שמתייחס לתשואה לפדיון של אגרות החוב, אנחנו רואים שהיום 17.5% מהחברות ו11.5% מהערך הנקוב, של כלל אגרות החוב (כולל גם את הגופים הפיננסים) נסחרים בתשואה דו-ספרתית. אני מזכיר שאלו הן אגרות החוב שלפי מתווה הדגל של רשות שוק ההון לא יכולות להיכנס למתווה. אנחנו עדיין ממש לא במצב הנורמלי, למרות השיפור הגדול אנחנו רואים שעדיין הרבה חברות והרבה אגרות חוב, בשווי משמעותי, נסחרים בתשואה דו-ספרתית.

אמיר ברנע

לגבי התשואה הדו-ספרתית, אתה לא מתייחס להבדלים במח"מ, כי אתה מתייחס פה לתשואה והיא כמובן רגישת מח"מ. השאלה היא אם היית בונה קבוצות אחידות מבחינת המח"מ היית מקבל את אותה תוצאה.

נדב שטינברג

צריך להסתכל על המח"מ אבל אני כן אציין שבניגוד למצב הנורמלי, היה איזה שהוא היפוך של עקום המח"מ. זאת אומרת שהרבה פעמים דווקא האגרות הקצרות, בניגוד למצב הרגיל, היו יותר בקשיים, אבל זה נכון שפה אין ההתאמה. כן חשוב להדגיש שמרבית הנתונים שהראיתי הם של מרווחים ביחס לאג"ח ממשלתיות בעלות מח"מ דומה.

אמיר ברנע

תסכים איתי שבממוצע, שינויי תשואה גבוהים בתוך קבוצת דירוג נתונה, דורש איזושהי ביקורת. האם הבעיה היא אצל חברות הדירוג או שהבעיה היא שהשוק מגיב ביתר?

נדב שטינברג

אני מסכים לגמרי, אני חושב שאפשר לקחת את שתי הזוויות. כי מצד אחד, כפי שאמרתי, מעט הפחתות דירוג ומהצד השני, כמו שראינו, אם חברות הדירוג היו מגיבות כמו השוק באמצע מרץ, בסוף אפריל התמונה כבר נראית אחרת לגמרי, ראינו שירידת המרווחים כבר קיזזה יותר ממחצית העלייה שלהם בשיא המשבר, כך שאי אפשר גם להגיד שהתגובה של השוק באמצע מרץ היא מה שמייצגת את ההתפתחויות. בגדול ממחקרים אנחנו יודעים שהשוק פחות מתייחס לחברות הדירוג, וכאשר הוא כן מתייחס זה דווקא בכיוון הזה. זאת אומרת להורדות של דירוגים יותר מאשר להעלאות דירוג. בפרט, יש מחקר של צביקה אפיק, איתי פיינשטיין וכורש גליל מבן-גוריון שמראה שהשוק בישראל נוטה להגיב בעיקר להורדות של הדירוג ובעיקר בתקופות משבר. לפיכך, היינו מצפים שאילו היו יותר הורדות דירוג גם השוק היה מגיב עוד יותר בחומרה, מעבר לתגובה להתפתחויות הכלכליות.

יבגני אוסטרובסקי

לפני שאני מתייחס למתווה, אני רוצה להציג עוד כמה אנשים שנמצאים אתנו והיו שותפים להכנה שלו. נמצאים איתנו גם בארי כספי, טל הפלינג וגיא לקן וכולם לקחו בזה חלק. בהיעדרו של משה, אציג את הדברים בכמה מילים קצרות, ואני לא בהכרח אתייחס לכל הדברים ששמענו, כשבהמשך משה יוכל להתייחס גם לעוד דברים. קודם כל, אני חושב שצריך לפתוח בשאלה - למה פרסמנו את זה? ישנן שתי תכליות לפרסום. קודם כל, ישנה תכלית הצהרתית. כלומר, המתווה נועד לייצר איזה שהוא סוג של הלך רוח, אטמוספרה, והוא מדגיש במפורש את החשיבות של דיאלוג פעיל, דיאלוג אקטיבי בעת הזו. גם אם היישום בפועל של הדיאלוג הזה הוא לא יהיה בדיוק כמו בדוגמא שיש במתווה, יש בכך חשיבות כדי לשמור על טובת העמיתים בעת הזאת. מעבר לתכלית ההצהרתית, במצב שבו המצב במשק יחמיר, לדוגמא - אני מניח שאם מחר או מחרתיים יסגרו שנית את המשק השווקים יגיבו בצורה שלילית מאוד - במצב כזה המתווה, על אף הביקורת פה, כן יכול להכניס ולייצר יעילות. יכול לספק כלים סטנדרטיים וסטנדרטיזציה לשוק - ולספק הקלה רגולטורית. כלומר, החשיבות של היעילות גוברת ככל שכמות החוב שישנו במצוקת נזילות זמנית עולה. בהמשך אפרט עוד כמה דגשים.

כעת, קצת דגשים לגבי המתווה עצמו. יש במתווה שני חלקים. החלק הראשון, שהוא באמת החלק היותר כללי ודקלרטיבי, הוא לא נוקב לא ב-10%, לא ב-A ולא בכל הדברים שהוזכרו פה, אלא הוא מדגיש את החשיבות של קיום של דיאלוג בזמן הזה וזה משהו שיכול לסייע לפעמים גם בתשואות במצב של מצוקה זמנית ולא רק לפגוע בהן והמטרה העליונה שלנו בסוף זה התשואות של העמיתים. החלק הזה מראה מספר קווים מנחים לדחייה שמנוסחים בצורה אבסטרקטית. הקווים המנחים הם, באופן כללי, מדובר על תאגיד שהוא סולבנטי במובן הנכסי גם אם כרגע יש לו איזה שהיא מצוקה של נזילות. הדחייה היא ללא תספורת ועד שנה, כאשר אפשר לעשות אותה לחלק מהתשלומים או לכל התשלומים, רק בריבית או גם בקרן וכיו"ב. נדרשת תוספת ריבית או תוספת שקולה לה. אפשר למשל לא לבחור בריבית נקובה אלא בפיצוי מכל מיני טעמים - בין אם זה מנגנונים של פירעון מוקדם או דברים אחרים שיכולים להקים לזה חשיבות, כלומר אפשר גם לעשות תוספת חד פעמית שקולה. אפשר לעשות את זה בצורה של החלפה של סדרות או בצורה שקולה כלכלית, כמו למשל הסכמה לדחייה. עוד כלל מנחה חשוב וקשור לחלק מהדברים שנשמעו זה שנדרשת הגנה לנושים (העמיתים) מפני העדפה של נושים אחרים בתקופת הדחייה, איזה שהוא סוג של תניית standstill ,המתייחסת לנושאים כגון רכישה עצמית, דיבידנדים, שעבוד שלילי, הקדמה רצונית של תשלום לנושים אחרים ועוד. אפשר כמובן להתעמק בעניין הזה.

החלק השני של המתווה נותן דוגמא אינטגרלית ליישום הקווים המנחים האלה בפועל. הדוגמא ליישום נוגעת ונכנסת לאספקטים נוספים, ומפרטת באיזה אופן אפשר ליישם את הקווים המנחים. אבל חשוב לי לפני שאני ניגש ומפרט עוד קצת על הדוגמא הזאת לציין שאין בזה כדי לגרוע או להפקיע משיקול הדעת שיש לגופים המוסדיים ואנחנו רוצים ומצפים שהם יפעילו שיקול דעת. בנוסף, המתווה הזה לא נועד ולא צריך לפגוע בכל מנעד הכלים הנוספים שקיימים לרשות השוק. בין אם זה הסדרי חוב, ופה במקרה של המתווה בשים לב לדרישות אנחנו אפילו לא קוראים לזה הסדר חוב ומספקים הקלה, כלומר מבחינת המתווה מדובר באיזה שהיא הסמכה חוזית לדחייה, ולא על הסדר ובוודאי שלא על תספורת. אז יש עוד מגוון של כלים והמתווה הזה לא פוגע ולא מקטין בכלל את היכולת להשתמש בהם - אלא זאת רק אופציה סטנדרטית שאנחנו מניחים על השולחן.

לגבי הדוגמא, היא אכן מזכירה תנאים שנועדו לייצר מסלול יותר "ירוק". דווקא בגלל הקושי המאוד משמעותי שיש לאבחן חברה סולבנטית, וכולם פה אני מניח מבינים עד כמה זה קשה לייצר מתווה שהוא מתאים ונכון בחרנו בקווים מנחים שמרניים בשים לב לתכלית שלעיל. יצרנו מסלול "ירוק" שמרני יחסית בשלב הראשון שהוא מתאים באמת לחלק מהתאגידים שבהם, אני חושב, אפשר לייצר יותר נוחות ופחות "פיק ברכיים" לוועדת ההשקעות או לגורם המוסמך בגוף המוסדי לפי העניין כשהוא דן בעניין כזה, אבל לגבי היתר ישנם מסלולים רגילים.

אחד הדברים בדוגמה הוא באמת דירוג של קבוצת A ומעלה, התנאי השני שהוזכר הוא באמת תשואה שהיא לא דו-ספרתית ויש עוד תנאי חשוב שמתייחס להון העצמי החשבונאי וגם ה-NAV שהוא מעל רף מסוים, והרף בהחלט לא שמרני באופן קיצוני. לקראת הדיון נכללו נתונים שסיפקנו על הפוטנציאל בתנאים האלה, בניכוי בנקים. אבל, ראוי לציין שיש גם הרבה דקויות בדוגמא הזאת שמתמודדות, או

"השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

מראות לגוף המוסדי איך אפשר להתמודד, עם חלק מהקשיים שכבר צוינו עד עכשיו בשיחה. אני אזכיר כאן רק את חלקן - למשל, לגבי תשואה שהיא דו-ספרתית וצפונה, אכן יש את התופעה שגם פרופ' אמיר ברנע הזכיר, שהיא תלויה מאוד במח"מ ועשויה להיות גבוהה באופן מלאכותי במח"מ קצר מאוד. הסיבה היא סיבה מימונית, ברגע שחוב הופך להיות במצוקת נזילות, התמחור שלו מתעלם למעשה מהמח"מ המשפטי ומתייחס יותר ל-recovery, כלומר התמחור עובר להיות יותר דומה ל-"אגרות לשקל ע.נ." ואז סדרות קצרות וארוכות מתומחרות במונחי אגרות לשקל דומה, אבל אם מתרגמים את המחיר למונחי תשואה הרבה פעמים מתקבל העקום היורד בחדות שאנחנו רואים אותו עכשיו ביתר שאת בחלק מהתאגידים, ובדרך כלל בעתות שגרה אנחנו רואים אותו רק בדרוגים יותר נמוכים. אז יש במתווה התייחסות מפורשת לכך שאם תשואה דו-ספרתית נובעת רק ממח"מים קצרים טכנית יש דרך "לפלטר" ולהתאים את זה שמפורטת במסגרתו. גם לעניין תנאי הדירוג, אם יש ירידות דירוג מתחת ל-A אבל הן התרחשו אחרי ה-1 למרץ, ועדיין ההתרשמות שזה זמני ומדובר על מצוקת נזילות, יש שם התייחסות לזה ויש פתרון. באותו אופן, אם יש בעיות של קובננטים, והזכרתם את הדוגמא של פתאל, ובאמת הם מציינים במתווה שהם מציעים להפעיל, שהם רוצים מצד אחד הקובננטים יבחנו בצורה דומה, נדחית, ועם התאמה לתקופת הקורונה, גם זה משהו שאנחנו מזכירים אותו במפורש במתווה - שניתן לדחות קובננטים פיננסים מסוימים ולעשות עליהם התאמה ולבחון אותם תקופה מסוימת אחרי שהדברים נגמרים. אז באמת יש שם הרבה דברים שראוי להזכיר שגם יכולים להרחיב ולהגמיש את המתווה ואת הבסיס לדיון.

אבל, כפי שציינתי בהתחלה, צריך להסתכל על זה גם כסל של כלים שאנחנו מעמידים. אכן, במהלך הגיבוש שמענו גם ביקורת משני הצדדים. יש כאלה שטענו שהמתווה הזה מהווה יותר מדי, ומנגד יש כאלה האומרים שהוא בחזקת פחות מדי. אבל אני מוכרח לציין שלרוב במהלך הגיבוש בהחלט שמענו תמיכה על הכיוון ועל המתווה והצורך ושצריך להסתכל על המתווה ככלי שאנחנו שמים בשלב הזה. אני חוזר ואומר - אנחנו לא רוצים להפקיע סמכויות של הגופים לקיום תפקידם, אנחנו לא רוצים להפקיע שיקול דעת, אבל אנחנו נותנים פה יותר "קומפורט" במצבים מסוימים. צריך גם לאזן בין שיקולים שונים בשלבים שונים. נמנענו מלירות כבר עכשיו בכל התותחים, אלא אנו שמים איזה שהוא כלי שהוא בעינינו, כנקודת פתיחה, הוא הכלי הנכון לעת הזאת.

מיכל אלבז

קודם כל שלום לכולם ותודה רבה על ההזמנה להשתתף בדיון. נמצאת איתנו גם עו"ד ליאור נעים ממשרד המשפטים וגם היא היתה שותפה לעבודה על המתווה הזה. אנחנו שותפים להנחה שצפויה עליה בהיקף החייבים שיצטרכו הליכים של הסדר חוב או הליכי חדלות פירעון בעקבות המשבר ומהגבלות שהוטלו בעקבותיו, לכן אנחנו נערכים להתאים את הכלים האלה למאפיינים המיוחדים של החייבים האלה בשתי דרכים. הדרך הראשונה זה עיכוב אפשרות של נושים לפתוח בהליכי חדלות פירעון והדרך השנייה זה עידוד חייבים להגיע להסדרי חוב, או לפנות להליכים של הסדרי חוב על פני חדלות פירעון. הנחת העבודה שלנו היא שהמשבר יוצר מצוקה תזרימית שבחלק מהמקרים תוכל לבוא לה פתרון כשפעילות המשק תשוב למסלול רגיל. הנחה נוספת היא שהיה מאוד קשה להיערך למשבר הזה מראש, שהקושי הכלכלי הזה נוצר בצורה פתאומית. בסוף אנחנו מניחים שהסיבות למשבר הזה הן חיצוניות ובמקרים רבים הבעיה הזאת לא נובעת מאיזשהו ניהול לקוי או מכישלון של תכנית עסקית אלא באמת מנסיבות חיצוניות שלא תלויות בהנהלה. בהתאם להנחות ולמאפיינים האלה אנחנו מגבשים, יחד עם הממונה על חדלות הפירעון ושיקום כלכלי, מסלול ייעודי לטיפול בחובות של חייבים שנפגעו מהמשבר. השאיפה שלנו במתווה הזה היא לעודד הסדרי חוב על פני הליכה להליכי חדלות פירעון פורמליים, בגלל שהחסרונות של התהליכים האלה שידועים לכולנו וכיוון שחלק מהכלים של הליך חדלות פירעון פחות רלוונטיים כשאנחנו יודעים מה הסיבות. אנחנו מגבשים כרגע תזכיר חוק, הוא בשלבי עבודה ולכן אני לא יכולה לרדת ממש לפרטים. המענה שלנו כמו שאמרתי בנוי משני שלבים, השלב הראשון הוא הקפאת מצב. הכוונה היא לצמצם מעט את היכולת של נושה לפתוח בהליכי חדלות פירעון לגבי החייב בגלל מצוקה תזרימית, ונעשה את זה על ידי הערכת משך הזמן לגיבוש חזקת חדלות פירעון. זה נעשה גם בעולם, ובמידה

מסוימת זה נעשה גם בישראל עם ההפסקה היזומה בפתיחת הליכים בהוצאה לפועל ועם צמצום הפעולה של בתי המשפט. השלב הזה נועד באמת לאפשר לחייבים איזשהו מרווח נשימה, ניהול משא ומתן עם הנושה, כדי להתמודד עם המצוקה הזמנית הזאת, בתקווה שהיא זמנית. מכיוון שהארכת המועדים האלה מגבילה את טווח הפעולה של נושים, כן תתאפשר פנייה לבית משפט לקיצור התקופה בנסיבות מתאימות. החלק הזה של התכנית שלנו כבר קיבל ביטוי בתזכיר חוק שמשרד המשפטים פרסם במהלך אפריל. החלק השני של התכנית מתייחס כמו שאמרתי להכוונת החייבים להסדרי חוב. התכנית היא להוסיף באופן זמני סעד של עיכוב הליכים לתקופה קצרה לטובת גיבוש ואישור של הסדר חוב. הכיוון הוא לתת את עיכוב ההליכים הזה לחברה שהוכיחה היתכנות לאישור הסדר חוב ושעיכוב ההליכים דרוש לה לצורך ההסדר. יחד עם העיכוב הזה יבואו הגבלות מסוימות על הפעולות של החברה בתקופה הזאת, כשהמטרה היא לאפשר לחברה להמשיך לפעול במהלך עסקים רגיל, אבל לא לעשות דברים שחורגים מכך. ככלל, המטרה היא שהנהלת התאגיד כן תמשיך בניהול השוטף אבל תהיה אפשרות לבית המשפט, במקרים מצדיקים ומתאימים, למנות מנהל הסדר שיהיו לו סמכויות קצת יותר מורחבות ממה שמקובל היום, שהתפקיד שלו יהיה לתת הגנה לנושים. זה מה שאני יכולה לספר כרגע, זה נמצא בשלבי גיבוש. אנחנו מקווים לפרסם תזכיר כשיהיה לנו משהו יותר מוגמר. בשביל להשלים את התמונה אני אציין במילה שאנחנו מגבשים הסדר דומה לחייבים שהם יחידים ולא חברות.

יאיר לפידות

שלום לכולם, מספר הערות לגבי המתווה. העניין שהוזכר כבר שנטפל בדחייה ובטיפול בלוחות סילוקין וביטחונות של חובות נוספות זה עניין הכרחי אחרת המצב של האג"ח בדרך כמובן יכול להיות מורע. נושא שלא הוזכר במתווה ואני חושב שצריך להוסיף אותו למתווה כזה, זה שנדרש במקביל לעשות מאמץ לגיוס אקוויטי לחברה עדיף בהנפקת זכויות ואם לא אז גם בהנפקות פרטיות. יש לזכור שאנחנו מדברים בחברות ציבוריות בחובות שהם Non-Recourse, להבדיל מהחייבים הפרטים שאם מולם מקפיאים את ההליכים, אחרת הם לא חיים, בחברות ציבוריות יש את בעלי המניות והם לא חייבים לכסות את החובות. אנחנו צריכים שהם כדי לשמור למעשה על אופציית ה-CALL שיש להם על השווי הנכסי או על הפעילות, שזה הרי מבחינה מימונית מהות החזקת המניות בחברה בערבון מוגבל -Non Recourse, בעלי החוב לא יכולים להיות מפוצים בנסיבות כאלו במלואו בתוספת ריבית. חייבים לעשות מהלך שבו יהיה מאמץ להביא אקוויטי ככל שזה קשה, עדיין זה ניתן, גם אם זה אומר דילול במחירים יותר נמוכים של בעלי שליטה אם ישנם או אם ירצו יביאו את חלקם ואז לא יפגעו. זה סוגייה שכדי שבעלי האג"ח יוכלו לתת דחיות אני חושב, ראו עכשיו את התהליך שמתגלגל בקבוצת דלק, זה ברור שחלק מהדרישה של בעלי החוב. כנ"ל אני חושב שנדרשת תרומה, מעבר לתרומת הבעלים בהזרמה, יש עניין של וויתורי שכר של בכירים ושל בעלי שליטה בזמני הדחייה- במצב של קטסטרופה לא יכול להיות שהם ימשיכו למשוך כרגיל ויקבלו דחייה כמעט באופן אוטומטי מתוך מתווה. סוגייה נוספת שהיא מאוד פרובלמטית מבחינתי זה הנושא הזה של חישוב ה-NAV. מהו חישוב NAV? מה עושים? זה הערכת שווי של החברה? או זה לקחת את האקטיב? בחברות אחזקה ונדל"ן אני עוד מבין את זה.

אמיר ברנע

אבל הוא אמר לך במפורש שמדובר על חישוב NAV חשבונאי כלומר הון עצמי מאזני.

יאיר לפידות

אז NAV חשבונאי הוא לדעתי מאוד מאוד לא מתאים. בוא ניקח את בזק בתור דוגמא, אני כבר לא מדבר על Apple ו-Google ו-Facebook וכולי, ההון העצמי שלהם בספרים והשווי שלהם והיוון תזרים המזומנים שלהם זה שני דברים שונים לחלוטין בפערים עצומים- בזק נמצאת בהון עצמי שלילי, אבל עם שווי של 7 מיליארד ש"ח לבעלי המניות. אז כל הטיפול ב-NAV בנסיבות של חברות תעשייה, מסחר, שירותים, הייטק וכולי אני חושב שהוא יביא לאבסורדים בלבד. אני גם לא מדבר על העניין הזה שמעריכי שווי ויהיו "המלאכי שרת", יעמדו תחת לחצים בנושא של קובננטים בנסיבות כאלה וכניסה לתוך נניח מתווה שנותן להם איזשהו אוויר לנשימה יהיו תחת לחצים. הרי אנחנו מדברים שהערכות שווי וזאת הבעיה הבסיסית של IFRS, מלאות בתחזיות והנחות והערכות סובייקטיביות על הסתברויות ועל המון המון פרמטרים. בקלות ניתן לשנות את השורה התחתונה והלחץ שיופעל אני חושב בנסיבות של הישרדות הוא איך אומרים גם "מלאכי שרת" לא יעמדו בו. הערה קטנה לגבי החברות-הנושא של דירוג, אחד הדירוג מעולם לא הקדים את השווקים, השווקים רואים את הסיטואציה הרבה יותר מהר לאורך שנים ברוב רובם של המקרים וגם יש הטיה אינהרנטית נגד חברות קטנות בדירוג. כמה שהחברה יותר גדולה היא תקבל נוטשינג יותר משופעים, גם אם תכפיל חברה נתונה פי 10, עם כל הפרמטרים הדירוג יהיה הרבה יותר גבוה לחברה הגדולה אפילו אם ההנהלה של החברה הקטנה יותר טובה באמת. אז זה גם בעיה בכל הסיפור לגבי כל החברות שהן לא הת"א-35.

אמיר ברנע

אתה בעצם מדבר על הסדר חוב כולל. לא רק דחייה אוטומטית של חוב לנושים אלא הקפאה לשלושה חודשים. אתה רוצה הסדר

"השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

שיכלול ספקים, בעלי מניות, מנהלים, דיברת על שכר למנהלים ובעלי שליטה ועל הנפקת מניות הכל בתקופת זמן קצרה, כאשר יש תשלום קרוב לנושים והתזרים שלרשותך בטווח המידי אינו מספיק.

יאיר לפידות

אני חושב שבאמת לתפור חליפה שמתאימה לכולם זה פרויקט כמעט בלתי אפשרי, אני אגדיר, אלא זה יותר חשוב כקווים מנחים כלליים. נכון, זו סיטואציה שבה אם הדבר שיוצא ממנה זה בעיקר מרכיב הדחייה, אני חושש שמצב האג"ח הולך להיות מורע. לא יכול להיות שבחברות עם חובות משמעותיים, ימשך שכר כולל של בעלי שליטה וכולי כרגיל ובעלי האג"ח רק יתנו דחיות. בשום הסדר שינסו לבצע אחד לאחד ברור שאני חושב שזו דרישה שתהיה דרישה במפגיע של בעלי האג"ח, אחרת בוא נלך ונמכור את הנכסים. אני מזכיר גם את ההדגמה שהייתה בדלק עם האשראי של Citibank, איך אפשר לקחת את הנכסים על ידי נושים בעלי ביטחונות ולחסל את היתרה לטווח ארוך שפותרת את הנושים הלא מבוטחים במכירת חיסול בשיא השפל בדיסקאונט עצום על השוק במחירי השפל כי הם יכלו לכסות את חובם.

שחר עקה

אנחנו חברה שללא ספק עד לפני שלושה חודשים היינו מהחברות המובילות בטח בתחום התיירות והמלונאות, היינו בדירוג של A1 עם תזרים מזומנים נהדר ולצערנו הרב משום מקום באה עלינו הקורונה בקינון ישיר והפעילות באפריל הופסקה כמעט לחלוטין בכל העולם ורק עכשיו מתחילה התאוששות עם הרבה אופטימיות מסביב. יחד עם זאת, למרות כל הפעולות שאנחנו עושים ופירטנו אותם בדיווח המיידי בצורה רחבה, ככל שנהיה מוכשרים כנראה EBITDA אנחנו לא יודעים לייצר כשאין הכנסות,, לכן, אנחנו מעריכים שנהיה בהפרת קובננטים- קובננטים דרך אגב שיש אותם לבנקים ולבעלי האג"ח הם קובננטים מאוד דומים בעניין הזה. המתווה שפורסם על ידי הרשות זה מתווה שבבסיסו הוא טוב, אך מבחינתנו זיהינו שתי בעיות מרכזיות- בעיה ראשונה, זה שהוא ולנטרי, הוא לא גורף, אתה צריך לפנות לכל המוסדיים ובעצם לנהל איזשהו משא ומתן והעדפנו לא להתחיל את ההרפתקה הזו. דבר שני, הוא דוחה את תשלומי האג"ח רק בשנה ואנחנו עם הכסף שיש לנו בקופה היום ועם הפעולות שאנו עושים אנחנו מעריכים שאנחנו מסוגלים לפרוע את האג"ח בשתי החברות ללא כל בעיה. יחד עם זאת, את הקובננטים של EBITDA אנחנו לא מסוגלים לפתור יש מאיין, וההערכות שלנו עם כל האופטימיות זה שה-EBITDA יפגע מאוד בתקופה הקרובה. הבנקים בישראל הבינו את זה בצורה מאוד מהירה והשיתוף פעולה הוא מאוד מאוד טוב איתם וברור לכולם שהם לא ידרשו פירעון מיידי בעקבות הפרת הקובננטים הללו. אז מה שאנחנו בחרנו לעשות זה פחות או יותר מה שגם הוזכר פה- אחד, זה גם הנפקת זכויות כדי לחזק את החברה. שתיים, יש פה ויתורי שכר מאוד מאוד רחבים- כמובן גם של בעל השליטה שמתחייב להזרים את חלקו בהנפקת זכויות וגם של כל הבכירים בחברה. הפחתות השכר הן בנוספלוויתור של דוד על שכר לחלוטין לרבעון כרגע, יש הפחתות שכר של 50% לבכירים בחברה. לכן, מה שבחרנו לעשות זה משהו שהוא הכי נכון והכי הגיוני כמו שאנחנו רואים אותו- זה בעצם לדלג על הבחינה של הקובננטים לרבעונים הקרובים, הדבר הזה נכון גם לבנקים, גם לבעלי המניות, גם לעובדים, גם לבעלי האג"ח, וכמובן לחברה על מנת שהיא תמשיך לפעול. אנחנו עושים כל מה שאנחנו יכולים לאור הנסיבות לייצר ולהביא עוד מזומנים כדי שנוכל לפרוע את האג"ח במועדו.

שלומי שוב

שחר איך השיח שלכם עם המוסדיים עד כה?

שחר עקה

הרוב הגדול של המוסדיים בשיחות איתנו ומבין את ההחלטה. כולם מבינים שאין שום סיבה להעמיד לפירעון מיידי את האג"ח.. יש פה ושם כאלו שיש להם בקשות כאלו ואחרות. אחת הבקשות ששמענו מאחד הגופים זה תוספת ריבית, אבל תוספת ריבית תגרור אחריה כנראה גם תוספת ריבית שהבנקים יבקשו ואנחנו חושבים שזה לא נכון, זה רק יצור נזק לחברה לתת תוספת ריבית בטח ובטח שכל מה

שביקשנו זה רק לא לבחון את הקובננטים, לא ביקשנו לדחות שקל אחד בתשלום החוב לבעלי האג"ח.

משה ברקת

אני אגיד רק בכמה מילים. המתווה שלנו בסך הכל במקום לדבר ולדבר, אנחנו החלטנו לעשות מעשה ולתת כלי כדי שהשוק יוכל להתקדם ולעזור לחברות כמו שהגדרנו אותם חברות סולבנטיות שנקלעות לאיזושהי בעיית נזילות זמנית. השוק לא ממש צריך אותנו בשביל הדברים האלו, אני אומר את זה בצורה גלויה כפי שאמרנו גם במתווה, אבל תמיד השוק צריך איזושהי דחיפה או מסגרת וזה הרעיון במתווה הזה. גם בקציני אשראי, הסדרי חוב וכולי כשהיינו במשבר של 2008 ואני הייתי אז ברשות ני"ע, לא היה צריך אותנו בשביל לעשות הסדרים אבל עדיין היה צריך לקבוע איזשהו מנגנון ואיזושהי דחיפה של השוק. אם הוא עובד טוב או לא צריך גם לבחון את זה היום, אבל זה מחוץ למסגרת של הדיון היום. המתווה הזה בסופו של דבר בא להגיד, הנה זו המסגרת, זה לא המסגרת ואין בלתה, אין ספק שצריכים מתווים נוספים להסדרי חוב וצריך ואפשר לקיים בתוך המסגרת הזו פעולות שנעשות דרך השוק שאני חושב שהן הפעולות המהירות והקלות ביותר ואני יודע שכבר יש מי שבוחן אותן. אני הבנתי ששחר דיבר הרגע וזה במסגרת של החלפה. אפשר לעשות את זה גם בתוך המתווה ותחת המתווה הזה, אפשר לעשות את זה גם בדרכים נוספות. אנחנו נתנו את ההקלות שלנו וההבהרות שלנו במסגרת מה עובד ומה לא עובד מבחינתנו והקלנו גם בנושא הזה שלא כל דבר יחשב להסדר חוב ובמסגרת הזאת אפשר לתת לשוק לעשות את העבודה שלו. בגדול אני אומר אם המוסדיים היו מתארגנים על דבר כזה לבד אז אנחנו היינו מיותרים פה. אנחנו עשינו פעולה שבאה לדחוף את השוק, לכוון אותו לכיוון הזה שצריך לעשות את הדבר הזה ואקטיבית להסתכל ולנסות לראות אם אפשר בעצם במקום להגיע לתוצאה אחר כך שהיא בעייתית ולא רצויה אז לפעמיים מגיעים לנקודות שבהן אנחנו מהר מאוד יכולים להתכנס ל-"Lose Lose". אנחנו רצינו למנוע את הנקודות האלו של ה-"Lose Lose" ולתת אוויר לנשימה לחברות שבאמת זה מגיע להן ומכאן ואילך הגמישות היא מאוד רבה גם לגבי פרוצדורות משפטיות, גם לגבי תנאים וכך הלאה. זה מה שרצינו לעשות - מסגרת, אני בטוח שיבגני גם הסביר את הדבר הזה. בכל מקרה הדבר הכי חשוב היה לעשות משהו כדי שהדברים יתחילו לזוז קדימה ולא שנמשיך לדון ולדבר מה המעורבות ומה הדברים שצריך לעשות בלי לתת שום כלי לשוק.

שמוליק ארבל

שלום לכולם, תודה שהזמנתם אותי.

אני רוצה להתחיל ולהגיד שאני מאוד שמח על היוזמה והמתווה של רשות שוק ההון. אנחנו יודעים שבעשור האחרון הגופים המוסדיים מהווים כמחצית מהאשראי העסקי, בין אם זה הסחיר והלא סחיר, ולהערכתי ככאלה יש להם אחריות.

אם נסתכל מתחילת המשבר נראה שבעצם מי שעבד מתחילת המשבר ועשה מהלכים כדי לאפשר ולהקל על החברות והתמודד עם הסיטואציה הזו אלו הבנקים, ובעצם מאז תחילת המשבר הגופים המוסדיים לא רק שלא סייעו, אני יכול להגיד שאפילו במקומות מסויימים החמירו את המצב; כך למשל ראינו קריאה מיידית לפירעון של ניירות ערך מסחריים שהכניסו חברות ללחץ, ראינו שלא ניתן היה לגייס כסף חדש, עסקאות שלאומי קידם עם גופים מוסדיים והיו על סף חתימה למימון כזה או אחר, הגופים נסוגו ברגע האחרון ופנו לשוק הסחיר כי שם נפתחו מרווחים וזה פחות הטריד אותם אם הלקוח או החברה שהייתה צריכה את המימון בסוף קיבלה פתרון או לא. למעשה, מתחילת המשבר אנו נמצאים בתהליך מול החברות של לדחות חלויות בכל מגוון העסקים- הקטנים, הבינוניים, הגדולים ועשינו זאת לאלפי חברות. בנוסף נתנו Waver והעמדנו אשראי חדש, בין אם זה במסגרת הקרנות והעסקים קטנים-בינוניים של המדינה ובין אם זה אשראי עסקי רגיל. לכן, אני חושב שהסיטואציה הנוכחית והמתווה, שמבחינתי אומר שגם הגופים המוסדיים נכנסים "מתחת לאלונקה" ונושאים באחריות, כמי שמהווים 50% משוק האשראי העסקי, במטרה לעזור לחברות לצלוח את המשבר הזה, זו יוזמה וכיוון מאוד נכון וצעד נוסף בהתבגרות של השוק הזה ובהבנה שלו שיש כאן סכומים והשפעה מאוד גדולה של ההתנהגות של השוק הזה על החברות.

אני רוצה להתייחס למתווה עצמו. אני חושב שלאפשר תתאפשר דחייה של תשלומי אג"ח רק לחברות בעלות דירוג A ועד 10% תשואה שנתית, זה מתווה מאוד מצומצם. אני חושש, שכמו שלעיתים מאשימים את הבנקים שאנחנו אוהבים לתת כסף לכאלו שלא צריכים - יאישמו את שוק ההון. בסוף, צריך לייצר מצב שבו נעזור לחברות שצריכות אשראי והן צריכות את העזרה כדי לעבור את התקופה הזו. אני מסכים עם שחר שדחיית חלויות בשנה לא באמת נותנת פתרון ולא באמת עוזרת. אם רק נדמיין חברה שתיקח את החלויות של השנה הקרובה ותעביר את כולן לשנה הבאה, האם באמת בשנה הבאה החברה יכולה לשאת בנטל כפול של חלויות שוטפות? אם כולנו נעשה את זה אנחנו רק דוחים את הקץ בשנה. מה שאנחנו עשינו כשדחינו חלויות שוטפות- לקחנו חלויות של שישה חודשים קדימה והעמדנו אותם לסוף תקופת ההלוואה. זאת אומרת, אם זו הלוואה שעמדה לעשר שנים אז אם עכשיו זה יהיה לעשר וחצי שנים והחלויות יגיעו לפירעון בתום העשר שנים בשישה תשלומים, זה מה שעשינו במרבית ההלוואות כדי באמת לעזור.

האלטרנטיבה הנוספת, במקביל למתווים של הקרנות בערבות מדינה, זה לקחת את החובות של התקופה הקרובה ולדחות אותם לשנה קדימה ואחר כך לחמש שנים בתשלומים. אני חושב שגם ב-2021 חלק מהשפעות המשבר הזה עוד יהיו ולכן חברות לא יוכלו

"השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

לשאת בנטל כפול של תשלום חלויות.

אני גם רוצה לציין, אם הבנתי נכון, את המתווה במונחי ריבית. לדוגמא, חברה שיש לה אג"ח של 100 מיליון שקל ומבקשת לדחות חלויות של שישה חודשים בסדרי גודל של שבעה-שמונה מיליון שקל, עשויה לשלם תוספת ריבית של אחוז על כל ההלוואה? אם יש איזושהי יתרה של כמה שנים טובות אז עבור הדחייה הזו היא עוד עשויה לשלם שישה-שבע מיליון שקל רק בשביל הזכות לדחות את החלויות האלו? בעיניי זה לא מידתי, אם לזו הייתה הכוונה.

אני גם רוצה להגיד עוד מילה אחת לגבי ההתייחסות לנושים אחרים ול-Stand Still. אנחנו, בחודשיים האחרונים, קיבלנו החלטות לדחות חלויות שוטפות של הלוואות ולא התננו את זה בקבלת אישור כזה מהגופים המוסדיים ומהאג"חים, כי ידענו שכל התניה כזו תכניס את החברות לתהליך מאוד ארוך ומורכב שלא בטוח שאגב הוא יצליח בסוף. הבנו, שאם אנחנו באמת רוצים לעזור, ה-Stand Still הזה או הדרישה ל-Stand Still לגופים, לחברות עסקיות שעובדים עם הרבה מממנים היא דרישה מאוד כבדה ולא בטוח שהרבה יוכלו לעמוד בה.

לכן, בהנחה והמתווה וולנטרי, ואני מבין שהוא כזה, לכן חשוב להסתכל מי החברה, מי ההנהלה, איך היא מנהלת את העסקים שלה, איך היא מתמודדת עם התוכניות העסקיות שלה בתקופת המשבר, איך היא נערכת ואם משתכנעים שיש פרטנר לתהליך הזה. אם אנו חשים נוחות, אני חושב שצריך ללכת בדרך הזאת של הדחייה ולא להתעקש על ה-Stand Still כי לפי דעתי זה יעכב הרבה מאוד מהמקרים שהגופים המוסדיים ירצו לתת דחייה.

באופן כללי, אני שמח על המתווה ואני חושב שהוא יעזור גם לנו במערכת הבנקאית אם נדע ששוק ההון, נמצאים יחד איתנו בתהליך הזה של לעזור לחברות לצלוח את המשבר. לדעתי גם לנו זה יקל ויתרום לקבלת ההחלטות שלנו בנושא הזה.

חנן מור

צהרים טובים, אנחנו גם בוגרי משבר 2008 ואני חושב שהמהלך ששוק ההון עשה משנת 2008 להיום מצביע על העוצמה שלו. הידע שיש היום בגופים המוסדיים בניהול החוב בבטוחות שהם לוקחים ובדירוג החברות הפנימי שלהם אני חושב שהוא מאוד חזק ואנחנו גם רואים מה קורה כאן אחרי חודש וחצי שהמשבר פרץ, כל תשואות האג"ח ירדו, וראינו גם בסקירה של בנק ישראל את ההשפעה של הבגרות אני קורא לה של ניתוח מה זה עשה לנדל"ן בשנת 2008 לעומת איך שזה נתפס היום. החברה שלנו בונה בעצם פרויקטים יזמיים בארץ ומתחמי מסחר רחוב. אני יכול להגיד שאנחנו חזרנו לפעילות מלאה בכל המרכיבים של העשייה שלנו עם ביקושים חזרה של רכישות ועשייה, כך שמבחינת הפעילות שאני מזהה, צריך לזהות אם יש פה משבר נזילות קבוע או זמני שהיה חודש וחצי. כשאני מסתכל על החודש וחצי של הנזילות אני מצפה שלחברות תהיה האחריות המלאה לניהול תזרים המזומנים שלהן והאחריות שלהן על התשלום במידה וזה זמני כמו שזה היה. אני חושב שזה תפקיד ואחריות החברות לטפל בחוב, לשלם את החוב לפני כמעט כל דבר אחר בתפיסה שכמו שאנחנו רואים את זה גם ב-2008 וגם עכשיו ובכלל. לכן, התפיסה שלי היא תפיסה שיש פה אחריות של חברות ואני כן מזדהה פה עם יאיר אולי קולגות שלי יכעסו עליי קצת, אבל במידה ויש פה איזשהו שינוי שנובע מבקשת חברות להסדרים מסוימים אני חושב שחברות צריכות לעשות קודם כל את כל מה שהאחריות עליהן - קיצוצי שכר, כל מה שצריך ורק אחר כך לבוא לשוק בבקשות להסדר כך או אחרת. לא כך הדבר לגבי קובננטים ופה אני דווקא מזדהה עם שחר בעניין הזה. אני חושב שקובננטים הם פינה שתופסת כרגע בצורה זמנית משבר והן לאו דווקא בקשה לפריסת חוב או שינוי בהחזרי החוב, לכן בעניין קובננטים אני חושב שנדרשת גמישות גבוהה יותר כי הם לא מצביעים על הפעילות העסקית ועמידה אל מול הדברים האלו. אם אני מנתח את העניין אני חושב שצריך לנתח לאן המשבר הולך ברמה הענפית, אני חושב שיש שחקנים מדהימים בשוק ההון אנחנו פוגשים אותם שיודעים לנהל את זה. גם מתווה הדגל שהוצע כאן אני חושב שהוא מראה את הבגרות, דקלרטיביות, לאן, מה הכיוון, רוצים לכוון כיוון חיובי, גם משרד המשפטים פנה לחברות הפרטיות וזה סך הכל מצביע על רצון אמיתי שהכלכלה המשותפת של כולנו תצא נכון מהדבר הזה. אני חושב שנדרש דיון כזה אולי עוד חודש או עוד חודשיים. אם המשבר הופך להיות משבר כלכלי עם נזילות קבועה אני חושב שזו משמעות אחרת מדיון שתופס אותנו עכשיו שההרגשה היא שזה

הולך להיות רק ענפי בקצה וגם פה אולי חברות תעופה ומלונות שגם אני מאמין שיתאוששו. בעניין הנדל"ן בכלל שני דברים - נדל"ן מניב בסוף היום צריך לנתח את הביקושים וההיצעים ואז את המשמעויות לגבי הנזילות. אנחנו בימים אלו רואים שהבנקים חוזרים וממנים פרויקטים למגורים כי ברור לכולנו שיש בעיית ביקושים ונדרש לייצר דירות. לא מזהים בעיית נזילות במימון פרוייקטלי. לגבי מימון חברות, אני מצפה מחברות שלא התמנפו מעבר לנדרש בתאגיד שלהם כך שהם לא יכולים לשלם את החוב שלהם שנובע משחרור עודפים בפרויקטים. נקודה אחרונה, בפתח הדברים נאמר כי החברות קיבלו ארכה של חודש ביכולת שלהם לדווח את הדוחות הכספיים וצוין שאולי זה מצביע על מי שמדווח מאוחר על קשיים. אני רוצה להגיד לך שזה ממש לא ככה. המשבר תפס את החברות האלו בדיוק על סוף השנתי שלהן, גם ככה רבעון ראשון נדרש חודשיים לדווח את הדוחות של הרבעון הראשון. כל החברות כולל אני ניהלנו ניהול של מערך רב ממדי של התייחסות לסיכונים, הערכות אפילו תכניות המשך אל מול התפתחויות צפויות, ניהול הדירקטוריון בצורה צפופה - כינסנו את הדירקטוריון פעם בשבועיים-שלושה ולכן תשומות הניהול, הבנות של הראשים שלנו חשבות היו בבתים שלהם ואני אומר לך היום כיו"ר הקבוצה נתתי הנחיה: קודם כל בואו ננהל את התקציבים, היומיומיים שלנו, איך אומרים נטיס את המטוס בבטחה ועכשיו את הדיווח לא יקרה כלום אם נדווח קצת אחרי, כשיש לנו את הזכות הזו עבור המשקיעים שלנו.

אמיר ברנע

משה, שתי שאלות לי אלייך. אחת, אנחנו מבינים את המתווה הדקלרטיבי שקשור למתווה, באיזה מידה מתווה זה מכסה דירקטורים? נאמנים? נניח שנאמן או המשקיע מוסדי מחליט לאמץ את המתווה ומאפשרים לחברה דחייה שכפופה להנחיה הכללית של המתווה. בא בעל אגרות חוב ותובע את הנאמן או את דירקטור המשקיע המוסדי על זה שהוא לא דרש לפירעון מידי עקב נאמר הפרת קובננטים או בו החברה לא עמדה בתשלום שהייתה חייבת בו. באיזה מידה ההנחיות שלך מזכות את הדירקטורים בחברות המשקיעים המוסדיים, בחברה עצמה ואת הנאמנים. שאלה שנייה, בנק גדול דיווח, בדיווח מיידי, על הפסד של שלוש מאות מיליון ברבעון. כמעט סוף מאי כאשר הבנק היה מודע לתוצאות כבר כנראה בתחילת אפריל. זה משהו שמטריד אותי. קיים פיגור בדיווחים מיידים באופן שאיננו משקף משקיעים בזמן אמיתי את מצב החברות, שלא לדבר על אסימטריה באינפורמציה בין אנשי פנים למשקיעים בשוק ההון. גם חנן מור שדיבר עכשיו מציין שדחו את נושא הדיווחים, אני רוצה לדעת האם החברות של חנן מור נכון ל-31.03 עומדות להפתיע בתוצאת הרווחיות שעדיין לא דווחה אך ידועה לחברה. יש הרגשה שנושא הדיווחים פשוט הוזנח.

משה ברקת

קודם על השאלה השנייה זה קל לי מאוד כי אתה מבלבל בין תפקידי הקודם לתפקידי הנוכחי, אני כבר לא ברשות ני"ע ואני יכול רק להצטרף אלייך לגבי הדרישה של מידע יותר עדכני. בחברות הביטוח דרשנו התייחסות לנושא הקורונה וכן הלאה.

לגבי השאלה הראשונה גם כן לא שאלה קשה מידי, כי התשובה היא מאוד ברורה. אני לא יכול להוריד מכולם את כל הצרות על הראש, אני יכול להוריד להם צרה אחת מהראש וזו הצרה שלי - הרגולציה. הורדתי להם את הצרה של הרגולציה מהראש, הם יודעים שאם הם פועלים לפי המתווה שלנו הרגולטור לא בא אליהם בטענות, כל הגורמים האחרים יש להם שיקול דעת מלא, זו בסופו של דבר החלטה שלהם. אם יש חשש להעדפת נושים כמובן שלא נכנסים, ברוב המקרים אין לנו שום חשש של העדפת נושים כי מלכתחילה האוכלוסייה צריכה להיות כזו שלא צריכה להיות בעיה כזו. אם מישהו רוצה להשתמש במתווה כאיזשהו "נמל מבטחים" זה לא ניתן, אני נותן רק "נמל מבטחים" לגבי ההתייחסות לנושא הרגולציה.

גת מגידו

אני חייבת להתייחס לשתי אמירות שהיו כאן. אני מודה שלא נוח לי בתור איזשהו ייצוג של מוסדיים לשמוע שאנחנו לא פעלנו באחריות, אני לא חושבת שזה נכון ואני לא חושבת שאנחנו והבנקים "חובשים את אותו כובע" על אף ששתי הקבוצות האלו הן קבוצות שנותנות אשראי, לנו יש עמיתים וציבור. שאל הרגע אמיר את שאלת השאלות גם מבחינת השקיפות שאנחנו מצד אחד לא מקבלים בצד של החברות שהבנקים יהיו תמיד כמה צעדים מתקדמים יותר מהבחינה הזו ובצד השני השקיפות שאנחנו זוכים לה מבחינת חשיפה לכל מה שאנחנו מאשרים, כל צעד שאנחנו עושים הוא שקוף לחלוטין תמיד והחשיפה שזה מייצר זו מן הסתם חשיפה שהיא הרבה יותר גדולה מהחשיפה שמייצרת המערכת הבנקאית. אגב אם נדבר על דלק קבוצה אז לא ראינו את אורך הרוח ששמוליק הזכיר כשלבנק לאומי יש חוב עם בטוחה שהיא יותר מפי שתיים כמעט פי שלוש מהחוב, לא ראינו את אורך הרוח הזה, ראינו משהו אחר לגמרי. הדבר השני לגבי האמירה שחבל שהמתווה הוא וולנטרי. זה מחבר אותי פשוט לאחד הדברים שלי באופן אישי ולפסגות הפריע במתווה הזה והוא אולי יפתיע את מר ברקת או את המשתתפים, אבל לנו מאוד הפריע שבכלל יצא המתווה, כי בעיניים שלנו מה שכתוב שם זו העבודה ברמה הכי בסיסית שלנו וזה דווקא לא תוקף את המתווה. כל הדברים שהמתווה מעלה על הכתב בסך הכל מאוד נכונים וכנראה שיש דברים שהיינו מוסיפים וגם אנחנו היינו בשיח פתוח על זה עם הרשות, אבל בעיניים שלנו כמו שהמפקח על הבנקים לא הוציא מתווה לבנקים, אנחנו לא חושבים שאנחנו צריכים שיוציאו לנו מתווה, לי זה נתן תחושה שלצערי אני גם מקבלת את הפידבק

"השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

הזה בסופו של דבר, כמה שחשבתי על זה, זה אפילו מצליח להפתיע אותי שמצופה מאיתנו שלא יהיה לנו שיקול דעת. הרי יש בזה משהו אבסורדי, לקחת לנו את שיקול הדעת באיך אנחנו מטפלים בחוב. אז כמובן טוב שהמתווה הזה הוא רק איזושהי הכוונה ובא במטרה מאוד טובה ולא לקחת את שיקול הגעת מהמוסדיים וזה ממש לא צריך להתפרש ככזה. כל האירוע הזה של הקורונה זה לא סתם עוד האטה כלכלית או מיתון ותמיד אפשר להגיד שהאירועים האלו באים באופן הפתעתי. אבל המקרה הזה הוא באמת מקרה חריג בסיפור שלו ולמרות שבכל חברה שיש בה נושים מובטחים בכירים יותר ונושים נחותים אז הנחותים בהגדרה לוקחים יותר סיכון ואמורים לקבל על זה פרמיה יותר גבוהה, אבל באירוע כזה אני לא חושבת שנכון לצפות מנושה נחות לגלות יותר סובלנות ולוותר על דברים. אחד הדברים שמאוד חסרים לדעתי במתווה הוא כל הנושא של ה-Stand Still שהוא לא רק כלפי נושים לא מובטחים אלא גם מול נושים מובטחים וגם לא רק צופה קדימה אלא גם ביום הראשון. זאת אומרת, שנניח אם חברה מבקשת מאתנו לדחות תשלומים אז צריכה להיות כאן איזושהי הרמוניה ושותפות ואז אני חושבת שגם למוסדיים יהיה יותר קל לקחת בה חלק שהיא גם של מערכת הבנקאית, גם של מי שנותן חוב פרטי ואנחנו לא יודעים עליו וכמובן של החוב הסחיר והציבורי. מה שזה אומר שאם אנחנו מוותרים בין אם זה על קובננטים ובין אם זה כמו שמצוין במתווה - דוחים תשלומים של קרן וריבית אז אנחנו יודעים שבתקופה של הדחייה לא יכול להיות שנושה אחר, לא משנה מה הבכירות שלו, יפעל אחרת ואם הוא יפעל אחרת אז לכל הפחות תבוטל ההטבה שאנחנו נתנו. אנחנו לא יכולים למצוא את עצמנו במצב שנתנו לנו איזשהו מצג שאנחנו מקבלים אותו לפעמים רק בעל פה, מה שברור שזה בלתי אפשרי לעבוד על מצג שניתן בעל פה והוא לא דבר כתוב וציבורי, ובמידה ולצורך העניין הבנקים ישנו את דעתם אנחנו נישאר עדיין בתוך ה-Waver או אנחנו נישאר עדיין בתוך אותה דחייה ובעצם נהיה כלואים בתוכה. זה דבר מאוד חשוב, אני חושבת שזה אחד הדברים החשובים ביותר. אם אני צריכה לתת לזה תיעדוף, לקחת את האירוע הזה וכן להבין שללא קשר לבכירות, וזה בסדר אף אחד לא רוצה להפר הסכמי מימון עם בנקים וברור שאם יש תזוזה ב-LTV או צריך לחזק את הבטוחות הם כנראה יפנו ויבקשו, אני לא חושבת אחרת. אבל לא יכול להיות שנושה נחות יישא יותר בעול ושבסוף התהליך הוא ימצא את עצמו שמצבו הורע יותר, זה סיכון גם סיכון משפטי - אפרופו פנייה של עמיתים, וזה לא צריך להיות ככה וזה לא נכון כלכלית. לכן, לי יש תחושה שהמתווה הזה ועוד פעם בגלל שלא הייתה פה עשייה משותפת ואני מניחה שיש קשיים לעשות אותה או משהו של המדינה במסגרת תכניות סיוע לתת כתף לכולם בצורה הרמונית ומשותפת ואז זה הרבה יותר מקל על הדבר הזה. הדברים שהזכיר יאיר לפידות אני מצטרפת לכולם. הסיפור הזה של הזרמות הון, שאל אמיר אם זה לא אומר שאנחנו כבר מבקשים לעשות הסדר? בסופו של דבר ברור שיש המון בירוקרטיה בהסדר ומנסים לעשות כאן דברים יותר מזורזים נקרא לזה בגלל גודל השעה, אבל האחריות לא קטנה כשגודל השעה גדול, אנחנו נשמח להוריד בירוקרטיה אבל זה לא יכול לפגוע בתהליך. התהליך יכול להיות מהיר יותר הוא עדיין צריך להיות מאוד מאוד מדויק ומאוד מאוד מסונכרן. לכן, הסיפור הזה שבייחוד בישראל שיש כל כך הרבה חברות עם בעלי שליטה, זה לא סביר שהעמיתים, בסופו של דבר העם, יישא בנטל ולא תהיה תרומה של משכורות, בונוסים ולא רק של רבעון אגב, אלא ממש בצורה מאוד חופפת עם הלימה מאוד ברורה כולל הזרמות משמעותיות - כמה הם מוכנים לשלם על האופציה הזאת.

עוד דבר, הסיפור הסקטוריאלי, מדברים על תכניות הסיוע אני מניחה שכמו שכל נושה וכל בעל מניות מנסה לחשוב, "משחק פוקר" גם עם המדינה וגם עם תכניות הסיוע, כי אם אתה עכשיו תזרים המון כסף או תגיע לפתרונות מאוד נוחים עם הנושים שלך יכול להיות שיגידו לך הסתדרת, כוחות השוק סידרו ולא יבוא כסף מהמדינה. אז אני מניחה שכולם "משחקים פוקר" סביב הסיפור הזה, אבל עוד פעם אני לא חושבת שמן הסתם יש התפלגות כזאת של חברות שנפגעו יותר וחברות שנפגעו פחות שהיא מאוד הגיונית וסבירה באירוע הזה, אבל הנקודה בסופו של דבר היא שהנשיאה בנטל צריכה להיות מאוד מאוד הרמונית וזה לא ממש המצב כרגע.

אמיר ברנע

איך את מתרשמת משיתוף פעולה בין המוסדיים, הנושים? כשאת באה לישיבות או לדיון בנושא המתווה לגבי חברה ספציפית, האם את חשה בחילוקי דעות בין הנושים שיקשו על קבלת המתווה.

גת מגידו

קודם כל בין הנושים בעיקרון אין שיח. זאת אומרת, מוסדיים לא מדברים אחד עם השני. יש איזושהי הוראה שמאפשרת איזשהו סוג של תיאום כשזה חוב יותר בסיכון אבל זה הגבלים עסקיים, אני לא יכולה להרים טלפון למתחרים שלי ולשאול אותם מה דעתם או מה הם עושים.

אמיר ברנע

איך יכול להיווצר קונצנזוס בנתונים האלו, הסכמה בין הנושים? איך ייווצר? הרי כל המתווה הזה בא להציע הסדר וולנטרי בין נושים מצד אחד, החברה מצד שני במתווה הכללי הזה. איך נוצרת ההסכמה אם אין הידברות?

גת מגידו

יש הידברות עם החברה, אין הידברות בין הנושים. אנחנו לא יכולים ביחד לתאם עמדות ולבוא עם עמדה אלא אם זה במסגרת של נציגות.

אמיר ברנע

הרי ההסדר הזה הוא במקום נציגות, במקום הליך של חדלות פירעון.

גת מגידו

אם בסופו של דבר המתווה הזה גורם לחברות לחשוב שמישהו שהוא במקרה הרגולטור, שלדעתי זה בכלל לא מה שהרגולטור התכוון אבל זה המסר שעבר בעיניי. לדעתי חלק מהחברות פירשו את הדבר הזה שהנה בא הרגולטור ואומר למוסדיים אני מצפה מכם בגלל גודל השעה.

אמיר ברנע

ואת מתנגדת לזה כמובן?

גת מגידו

ברור שאני מתנגדת לזה. אני גם לא חושבת שזה מה שהרגולטור התכוון, בפועל זה תופעת לוואי של זה אבל זה מה שקרה. אני לא חושבת שאני צריכה להסתובב בתחושה של איזה נושה נחות לא בגלל הסדר הנשיתי אלא בגלל היחס כלפינו.

אמיר ברנע

נכון.

גת מגידו

זה לא צריך להיות כזה. דרך אגב, העובדה שיש כל כך הרבה שקיפות, העובדה שהעיתונות מתעסקת בזה רק מחלישה אותנו. זה הופך להיות אפרופו מה שאתה מדבר על הידברות שההידברות היא בעיתון.

אמיר ברנע

אם כל נושה במשא ומתן נפרד עם החברה יגיע להסדר נפרד.

גת מגידו

לא, לא יגיע להסדר נפרד.

אמיר ברנע

אז איך זה מתקדם?

גת מגידו

אנחנו אומרים את עמדתנו, החברה באה מדברת איתנו, אנחנו אומרים את עמדתנו, היא עושה סוג של שופינג ובסוף מגיעה לאיזשהו מתווה שהיא מאמינה שהוא סוג של מכנה משותף המיטבי ותהיה אסיפה. יש מחזיקים גדולים, יש מחזיקים קטנים והדברים האלו הם חלק מהשגרה שלנו, גם של החברות הן יודעות לנהל את הדברים האלו מצוין כפי שהמוסדיים יודעים להתנהל באירועים האלו.

אמיר ברנע

כנאמן אני יכול לוותר למשל על הפרה של קובננט.

גת מגידו

לא.

שמוליק ארבל

אני לא יכול להתייחס לשום אירוע ספציפי בחברה ספציפית. באופן כללי, אני יכול לומר שאני עשרים וחמש שנה בבנק לאומי וזו פעם ראשונה שהגעתי לבית משפט. זה רק יכול לתת לכם איזושהי

"השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

תחושה, עד כמה אנחנו לא משתמשים בכלים האלו כמשהו שגרתי.

גת מגידו

אני חושבת שלצערי יש יותר מידי, אני חושבת שאחד הדברים שצריך לטפל בהם זה התפיסה של איך מסתכלים על המוסדיים כנושים וזה העבודה שלנו, אנחנו לא יכולים לחכות שאחרים - לא הבנקים, לא החברות וגם לא הרגולטורים שלנו יעשו לנו את העובדה, זה לגמרי אחריות שיושבת על הכתפיים שלנו. חלק מהפעולות האלו הן פעולות כדי לשים את עצמנו במעמד כזה שיתייחסו אלינו בכבוד שמתייחסים לנושים אחרים ולא יבואו אלינו אחרונים ולא רק כשיש בטוחה כי זו מערכת יחסים - בפעם הבאה החברה תבוא להנפיק והיא תצפה שאנחנו נסמוך עליה וניתן לה כסף. אני חושבת שמהאירוע הזה אני מודה בזה בסופו של דבר, אין לי תחושה טובה מזה אבל זה מה שצריך ללמוד מהאירוע הזה וזה אחריות רק של המוסדיים לתקן את הדבר הזה וזה רק בזה שהם יתנהלו בצורה מאוד אחראית על הדבר הזה ולא יתיישרו מהציפיות האלו שיש מהם לנהל ככה את החוב אלא בצורה מאוד אסרטיבית כי זאת טובת העמיתים שלנו.

צבי סטפק

לגבי המתווה אני חושב שבתור הצהרת כוונות או משהו וולנטרי אין בו שום דבר רע הוא רק יוצר בעיה אחת שהוא לא מכסה אחוז יותר מידי גבוה של החברות כי אם הדירוג הרלוונטי הוא A ומעלה אז יש הרבה מאוד חברות כמו בנקים, חברות ביטוח שאני חושב שהן לא רלוונטיות לנושא הזה. אם נעשה חישוב מדויק נראה שהוא לא מקיף חלק מהותי מן השוק ולכן נצטרך להוריד את הדירוג לדירוג יותר נמוך אולי גם להתייחס לחברות שבכלל לא מדורגות, וחברות שלא מדורגות הן לא בהכרח חברות שלא רצו דירוג מסיבות של חששות. אני רוצה להתרכז בדברים שאמרו יאיר לפידות, גת מגידו וחנן מור. זה בהחלט חלק אינטגרלי שצריך להיות בכל שיח עם חברות שנזקקות להארכת הפירעון של החוב בשנה, לא רק שיקצצו במשכורות של הבכירים, שגם לא יחלקו דיבידנד שגם לא יעשו Buy Back תוך ניצול מחירים נמוכים של המניות. ולא זה בלבד, אלא שייעשה ניסיון להנפיק מניות זכויות כדי לחזק את המבנה ההוני ו/או לתת הלוואות בעלים שתהיינה נחותות לחובות הקיימים. אפשר להגיד עוד הרבה דברים לגבי המתווה, אבל אני חושב שהדברים הגדולים באמת נאמרו כאן. אני רוצה לצאת רגע מהמסגרת שאנחנו כל הזמן מתייחסים אליה של המתווה ולהגיד את הדבר הבא: המתווה באופן סמוי מתייחס למשבר כאל משבר זמני, ויכול להיות שהוא זמני ולכן הוא מציע הארכה של שנה. אבל אף אחד לא יכול להגיד בוודאות שזה מה שיהיה, אף לא אחד יודע מה יהיה אורך המשבר ועומק המשבר וכמובן שזה שונה מענף פעילות אחד לענף פעילות שני. ולכן הנושא של הארכה בשנה לא בהכרח יפתור את הבעיה, החברה יכולה למצוא את עצמה עם בעיה יותר קשה בעוד שנה. שוב, אני אומר שאנחנו לא יודעים אבל זו אפשרות שאי אפשר להתעלם ממנה. ולכן הפתרון בעיני שהוא הפתרון המהותי צריך להיות שתקום קרן של הממשלה של האוצר ובנק ישראל שגם מוסדיים יוכלו להשקיע בה. הקרן הזו תאפשר לחברות שמועד הפדיון של האג"ח הוא בטווח של 3 שנים ולא שנה בגלל הדברים שאמרתי, להנפיק אגרות חוב חדשות שהן תשמשנה, כמובן כפוף להתניות שאמרתי מקודם, כמקור נזילות לחברה, ושבאמצעות הגיוס, החברה תעמוד בהתחייבויות שלה ב-3 השנים הבאות. הקרן הזו תצטרך להיות בערבות מדינה בשיעור שצריך לקבוע אותו ואני חושב שגם מוסדיים, גופי חסכון לטווח ארוך, יכולים להיות חלק מהקרן הזו ואפילו גם קרנות נאמנות וגם משקיעים פרטיים. ברגע שתהיה ערבות מדינה לדבר הזה, זה יאפשר לחברות גם לממן את ה-3 שנים הקרובות מבחינת ההתחייבויות שלהן. אני חושב שזה פתרון הרבה פחות מסורבל, הוא יחסוך הרבה דיונים בין המוסדיים לבין החברות וזה בעיניי הפתרון שעונה על הבעיות של המצב הנוכחי.

משה ברקת

אני רוצה להתייחס לשני דברים שנאמרו: אחד לגבי השתתפות של גורמים נוספים כמו האוצר, בנק ישראל. צריך להבין שחוץ ממה שאמרתי עד עכשיו לגבי המטרות של המתווה, אחת המטרות שהיו שם ביקשו מבנק ישראל להתערב בשוק האג"ח הקונצרני ואני חשבתי שזה לא נכון וזה מוקדם מידי. לא בגלל שבאתי להגן על כספי

משלמי המיסים כי גם זו מטרה, אבל זו לא הייתה הסיבה. אני חושב ששוק ההון צריך להיות בוגר ולתפקד בזכות עצמו ולהפעיל את כל המנגנונים. אם יאיר לפידות אמר פה קודם דברים לגבי זה שקודם כל החברות יסדירו את עצמן, זה נכון בכל מצב, לא רק במצב של משבר, אבל על אחת כמה וכמה זה נכון שהשוק צריך קודם כל להסתדר בעצמו ולא כל פעם שיש איזשהו hiccup אז צריכה להיכנס הממשלה או בנק ישראל. את המתווה הזה בנינו בצורה כזאת שמחר בנק ישראל יכול לרכוש אגרות חוב דרך המתווה ואז נוסף אלמנט למתווה של הדחייה שבוא נניח שהמוסדיים מחליפים אגרת חוב והם מקבלים אגרות חוב חדשות. 90% מזה ילך למוסדיים 10% יבוא בנק ישראל ויקנה מהמוסדיים. וזה דבר שדובר עם בנק ישראל ו A- ומעלה זה בדיוק מה שבנק ישראל הגדיר כתיאבון שלא להיכנס בשלב הראשון וזה נבנה בצורה הזו שבנק ישראל יכול להרגיש נוח לבוא ולהיכנס. אף אחד לא מצפה שבנק ישראל יכנס לאגרות חוב שאחר כך הוא יצטרך להתעמת מול הבנקים במרוץ הנושים. אז נכון שאפשר לעשות את זה גם אחרת, שבנק ישראל ייתן את זה למנהל חיצוני וכך הלאה אבל אנחנו נתנו פתרון אחד שבנק ישראל יכול להיכנס בצורה נוחה. גם עם האוצר יש לנו הבנה שאם היו נוצרות קרנות מנוף, קרנות חוב וכך האלה, הן היו יכולות להחליף את בנק ישראל או להצטרף לבנק ישראל ולקנות תחת המתווה הזה. וכמו שאמרתי, המתווה הזה היה יריית פתיחה, אם היינו רואים שהמצב מחריף, סביר להניח שהיינו מתחילים לבחון עכשיו את גבולות הגזרה. אבל צריך להבין דבר אחד, אנחנו לא מתייחסים לכספי העמיתים שמנוהלים ע"י המוסדיים ככספי חילוץ וזה דבר שצריך להיות ברור והציבור צריך להבין אותו. מהצד השני, אנחנו לא רוצים להיקלע יותר מידי מאוחר לסיטואציות שאחר כך יהיה קשה להרים אותם. אני לא רוצה להביא פה את הביקורת שלי לגבי הסדרים כאלה ואחרים ולמה המוסדיים מכניסים את עצמם מלכתחילה לסיטואציות שאחר כך הם יצטרכו לחשוב איך הם מוציאים את עצמם מהסיטואציות האלה, זה לא המקום. אבל המתווה הזה מגיע כדי למנוע הגעה למצב של -lose lose ולייצר משהו שהוא אפקטיבי, כלי שישמש לא להכנסה למצבים שהם יותר בעייתיים אחר כך. אני חושב שהוא דבר שהוא לא בהכרח משהו שרגולטורים רצים לעשות אותו בכל העולם אבל לנו יש מצב מיוחד. אותו הדבר, גם קציני האשראי שרשות ני"ע עשתה ב2008, זה לא הדבר הטבעי שרשות ני"ע עושה אבל לפעמים צריך לבוא ולהניח בפני השוק כלים ואני בטוח שהמוסדיים יודעים לעשות את זה בעצמם ואני בטוח שעם הדחיפה שלנו זה רק עוזר לעסק הזה. אני לא חושב שנוצר איזשהו נזק, זה יצר רק תועלת. וגם משיחה שלי עם חברות אני חושב שבסה"כ הם רואים שיש פה התקדמות ויש כוונה לפתור בעיות זמניות. אם זה בעיות יותר משמעותיות, ויכול להיות שאנחנו נקלע לבעיות יותר משמעותיות, אז גם לזה יש פתרונות ויש גם לזה דרכים להתמודד כולל הסדרים שיגיעו לכאן, ויגיעו הסדרים, אין לי שום ספק. גם לזה צריך לייצר את הראייה שלו ואת המתווה שלו ברגע שנראה שיש סיבה להתערב. כרגע אנחנו מסתכלים על הדברים אבל המתווה הזה לא נועד להחליף שיקול דעת של המוסדיים להיפך, אנחנו נתנו למוסדיים משהו שידחוף אותם. זה לא שאמרנו למוסדיים: בואו תתחילו לדחות לכולם. היו רעיונות שאני חושב שאלה רעיונות שמהר מאוד צריך לזנוח אותם והם באו בשלב מאוד מוקדם של דחייה גורפת חצי שנה או שנה. אני חושב שאלה רעיונות מאוד מסוכנים. ב- 2008 הציע את הרעיון הזה אליעזר פישמן. אני חושב שמי שמעלה רעיונות מהסוג הזה, זה הרבה יותר מסוכן ובעייתי מאשר לבוא ולנהוג עם השוק באופן טבעי במנגנונים של השוק. אני חושב ששוק מתפקד זה הדבר הכי חשוב, ואם אפשר להשתמש במנגנוני השוק אז זה עדיף מאשר ללכת לצעדים משפטיים כאלה ואחרים. אפשר להוסיף לסל הכלים את הצעדים האלה אבל כל דבר תלוי במתי נדרש ואיך נדרש.

אסף חמדני

אני לא רוצה להתייחס למתווה, בין השאר כי דנו בו מספיק. אני רוצה להגיד כמה דברים אחרים שנוגעים בנקודות בתפר שבין הבנקים למוסדיים. ראשית, אני לא בטוח שכשאנחנו מדברים היום אנחנו יודעים האם המשבר הוא משבר נזילות או משבר אחר. אני רוצה לדבר שניה על מה קורה אם זה לא משבר נזילות. יש הנחה שאומרת שהתפקיד של דיני חדלות פירעון זה לעודד שיקום. זה נכון, אבל בהנחה, ואני מקווה שלא נגיע לשם, שיהיו עסקים שיגיעו לסוף דרכם בגלל המשבר, אז תפקיד נוסף של דיני חדלות פירעון הוא לסנן כמה שיותר מהר בין עסקים שניתן לשקם לכאלו שהגיעו לסוף דרכם, וזה מביא אותי לנקודה קצת שונה. ככל שאנחנו מדברים על חברות גדולות-וכולם דיברו פה על חברות גדולות שיש להן נושים בנקאיים ואג"ח-אני לא בטוח שצריכה להיות איזה שהיא התערבות. בסופו של דבר, וזה דבר שעלה כאן, אז נכון שיש קונפליקט בין מובטחים ללא מובטחים, אבל בגדול נושים פיננסים מתוחכמים לא ימהרו לדחוף חברות להליכי חדלות פירעון אם כולם מפסידים מהדבר הזה. חלק גדול של הקשיים האמיתיים בתחום חדלות פירעון במשבר הזה יבואו דווקא מהעולם של החברות הקטנות הלא ציבוריות שלא יכולות לעשות גיוס הון במצב חירום ואין להן נגישות לשוק ההון. כעת אני רוצה להגיד כמה דברים על גופים מוסדיים ומחזיקי אג"ח, שהם שני דברים שונים. אז קודם כל גופים מוסדיים בניגוד לבנקים, התפקיד שלהם זה למקסם תשואה לעמיתים ולא להחזיר את החוב ולכן עם כל הכאב בדבר, אם גוף מוסדי חושב שהמשבר הזה הוא הזדמנות כדי להשתלט על חברה, הוא צריך להשתלט על חברה. הוא לא צריך להיכנס מתחת לאלונקה והוא לא צריך לעשות שום דבר דומה. מבחינתי, כשאני חוסך לפנסיה בגוף מוסדי, אני פחות מוטרד מיציבות שוק האשראי או שיקולים דומים, אני יותר מוטרד מהתשואה שתהיה לי. דבר שני, צריך לזכור שבשוק האג"ח יש שחקנים שהם לא גופים מוסדיים. אז נכון שעכשיו הם מתחת לפני השטח אבל חלק משכלול של שוק האג"ח זה קרנות חוב ואם תבוא מחר קרן כזאת, והיו פעם קרנות כאלה, וירצו להתנהג באופן אגרסיבי עם חברות, אני לא בטוח

"השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

שאנחנו צריכים לעצור אותן. בסופו של דבר, כפי שמסבירים אנשי מימון, יש הבדל בין חוב סחיר לבין חוב לא סחיר. אחד מהסיכונים שאתה לוקח בתור מנפיק חוב סחיר זה הסיכון שלא יודע מי יעמוד מולך השלב שבו אתה תגיע לשלב האחרון, שבו יהיו קשיים בעמידה בהתחייבויות. ונקודה אחרונה למשרד המשפטים, אני לא בטוח אם אתם לא עוברים מקיצוניות אחת לקיצוניות שניה, אחרי וועדת אנדורן התפקיד היה לדחוף חברות להליכי חדלות פירעון. אז חשבו שזה הדבר המצוין, הדבר היום זה לא לדחוף חברות להליכי חדלות פירעון ואני חושב שכמו שדברים אחרים אולי הדבר הנכון באמת זה לתת לבתי משפט יותר כלים לעשות בעצמם את הסינון הזה ואני מדבר על החלק השני של ההצעה מיכל ולירון, ולאו דווקא על החלק הראשון.

דן אבנון

שלום לכולם, תראו זה ידוע שבשוק ההון כל אחד מדבר מהפוזיציה והייתי צריך להגיד כאן תנו למחזיקי אגרות החוב לנהל את העניינים שלהם ולהחליט בצורה פרטנית באיזה חברה לפרוס ולדחות או לשנות ובאיזה לא. אבל העמדה שלי היא עמדה הפוכה. אני חושב שהמתווה של רשות שוק ההון הוא בהחלט בכיוון. לפני שאני אפרט את העמדה, וחס וחלילה אני לא רוצה להיכנס רק להצביע על שני שדות מוקשים שקיימים לנו:

הראשון, רגולטורים שונים שמתעסקים באותו עניין ולכל אחד מהם זווית שונה ועניין שונה. אני חושב שזה לא לעניין וצריך להיות פה אחד של הרגולטורים. בטח כשאנחנו מדברים על נושא כמו אגרות חוב והסדרי חוב.

והשדה מוקשים השני שאני בטח לא רוצה להיכנס אליו, קשה לי מאוד לא להתייחס לא לדלק ולא לפתאל שאנחנו ממש נמצאים בתוך זה. אני רואה את ההשפעה המשמעותית של התקשורת ואולי זה שווה דיון נפרד בפורום הזה פעם אחרת על ההשפעה שלהם על גם על הדוחות הכספיים על הסדרי חוב ועל עוד הרבה היבטים בשוק ההון אבל כמו שאמרתי אני ממש לא רוצה להיכנס לזה.

שלומי שוב

אתה מדבר על ההשפעה של התקשורת על הדוחות הכספיים ?

דן אבנון

בטח, על איך תתייחס התקשורת על דוח הכספי שיצא ככה או אחרת, אז בוא נכוון את זה מראש ככה שלא נחטוף.

המתווה של רשות שוק ההון הוא בהחלט בכיוון הנכון ולכן אני מסכים גם המתווה וגם עם התוספת של רשות ני"ע.

אנחנו מבקשים מהרגולטור להתערב ברגע שיש כשל שוק, אם אין כשל שוק עדיף שהרגולטור לא יתערב. האם יש כאן כשל שוק או שאין קשה לדעת. אבל, לא כדאי לנו לקחת את הסיכון שבדיעבד נגלה שטעינו אז הרבה מאוד ערך יופחת וירד לטמיון.

בכל פעם שיש לנו דבר חקיקה אפשר להביא איזה שהיא דוגמה שמראה את ההיפך. צריך להסתכל על הרוב המכריע, צריך להסתכל על המסה הגדולה של החברות הרלוונטיות ולהתעלם מזה שאנחנו יודעים שיהיו טרמפיסטים שלא היה מגיע להם להנות מההקלות. ואנחנו יודעים שיהיו כאלה שמגיע להם להנות מההקלות אבל הם לא נתפסו כי לפני 17 שנה היה הסדר חוב של אותו בעל שליטה או התשואה שלהם הייתה עשר וחצי ולא תשע וחצי, תמיד יהיו כאלה. אבל צריך לקבוע את הכללים וצריך לעזור לשוק בעת הזו מפני שאני רואה מהזווית שלי שקשה להגיע להסדרים. כאמור תמיד אפשר להביא דוגמה הפוכה אני אתן לכם את דלק אנחנו מציעים למחזיקים אגרות החוב הסדר היום 45 ימים או פחות מהיום שמונתה הנציגות - זה חריג. בדרך כלל הסדרים או שינוי שטרי נאמנות לא נקרא לזה הסדר לוקחים הרבה זמן. אבל עדיין קיים הכשל הזה שקשה להגיע להסדר חוב בגלל שאנחנו צריכים להקים נציגות, בנציגות יש אינטרסים שונים, המחזיקים עצמם יש להם אינטרסים שונים. פרופ' אסף חמדני הזכיר כאן את העובדה שלא רק המוסדיים נמצאים בעולמות האג"ח. מי שקנה אג"ח ב30 אגורות יש לו עולם כלכלי שונה ממה שקנה אג"ח בשקל, לא מעניין אותו למצות את ההחזר למחזיקי אגרות החוב אם ההחזר יגיע בעוד 3 שנים אחרי ששנתיים לא הייתה סחירות כי העמידו לפירעון מיידי. אם אתה מוסדי אתה

אומר לא אכפת לי כל כך הסחירות, תן לי להגיע למיצוי ההחזר גם אם זה בעוד 3-4 שנים בתנאי שאני מקבל את הריביות. העולם של המחזיקים האחרים הוא עולם אחר, שני העולמות האלה מקשים על הגעה להסדר. אני נזהר מלהציע בכלל שאולי לתקופה מסוימת צריך להקל על הגעה להסדרים באופן שהרוב שנדרש להסדר יהיה רוב רגיל של המחזיקים ולא רוב מיוחד כמו שיש לנו היום. הזכיר קודם פרופ׳ ברנע את השאלה אם לנאמן יש אפשרות לוותר על קובננט. אז לא רק שאין לנו אפשרות לוותר על קובננט יש היום הוראה בחוק שאומרת שאם יש הפרה של קובננט אני חייב - אין לי שיקול דעת, אני חייב לזמן אסיפת מחזיקים שעל סדר יומה פירעון מיידי. זה עצמו מאיץ את ההידרדרות של החברה. תוותרו על הסעיף הזה. תוותרו עליו לדעתי לתמיד, אבל בטח תוותרו עליו לשנה או לשנתיים. הוא לא עוזר לנו, הסעיף הזה בא מחשש שיהיו הסדרים שנמשכים הרבה זמן - זאת לא הבעיה שלנו כרגע, הבעיה היא הפוכה, צריך לתת לחברות זמן להשתקם, איזשהו פסק זמן. נאמר פה קודם שיש לנו או משבר נזילות לזמן קצר או משבר לזמן ארוך אבל אם יש לנו רק משבר נזילות ולא משבר לטווח ארוך אז לא כדאי שהרבה חברות יקרסו בגלל המשבר הזה, תורידו מאיתנו את הצורך לפנות לבית משפט.

אמיר ברנע

זה שינויי חקיקה כל הדברים שאתה אומר, זה לא קשור לתווי. זה מחייב שינויי חקיקה.

דן אבנון

בוודאי.

אמיר ברנע

מה אפקט המתווה ללא שינויי חקיקה ? מה הערך שלו ?

דן אבנון

הערך שלו הוא שהוא מתווה את הדרך למוסדיים. הוא אומר למוסדיים חברים תגיעו להסדר. ואני רואה את זה בדיונים של הנוכחיים, יש לזה משמעות. רשות שוק ההון - ממה שאני רואה היום - הרבה יותר מעורבת היום מאשר בעבר. למרות שאני לא חלק מהגופים שתחת הביקורת שלה אני רואה את הפעילות שלה אני רואה את הדרישות שהם דורשים מהמוסדיים, תוך כדי ההסדר לתת הסברים וזה חשוב וזה מועיל וזה מדרבן להגיע להסדר, להגיע להבנות. ההבנות האלו לדעתי הם ברוב המכריע של המקרים טובות יותר.

אמיר ברנע

דן סליחה, אותי לא שכנעת, התחלת בזה שיש ניגודי עניינים בין הנושים. עכשיו יש פה הסדר, מדוע ההסדר פותר את הבעיה הזאת ? איך הוא פותר את הבעיה של ניגודי עניינים בין הנושים באפשרות להגיע לפתרון מוסכם ?

דן אבנון

בסופו של דבר, מצביע הערך הנקוב. מי שיש לו יותר ערך נקוב הוא זה שיקבע את ההסדר. אבל ההנחה שלי היא שהסדר או נקרא לזה הסכם כי לפעמים זה אפילו לא הסדר במובן של החוק הוא עדיף. הפוקוס לדעתי צריך להיות ודיבר על זה גם צבי סטפק על תקופת הגרייס או תקופת הביניים, לראות שבתקופה הזאת נושה אחר לא משפר מצב, שאין שום חלוקות גלויות או סמויות, שאין עסקאות עם בעלי עניין. גם לפידות התייחס לזה, אנחנו צריכים לשים את הפוקוס גם על הוצאות הנהלה וכלליות בהסדר הזה לראות שאף אחד לא מנצל את ההזדמנות כדי לדרדר את מצבם של מחזיקי אגרות החוב באותה תקופת גרייס שאנחנו מדברים עליה.

שלומי שוב

דן שאלה קטנה לי אליך, תגיד נגיד במקרה של פתאל עכשיו שהיא מבקשת את הוויתור על הקובננטים למעשה יהיה מוסדי מרכזי שלא מסכים אז מה זה תוקע את הכל ?

דן אבנון

נכון אנחנו צריכים כאן לשנות שטר נאמנות, אנחנו צריכים כאן את ההסכמה של הרוב, לא של רוב אלא של 75 אחוז משטר הנאמנות ותראו בפתאל הדוגמה היא קיצונית מפני שיחד עם המתווה הם בד בבד איתו הם באו עם הצעת זכויות, הם מזרימים כאן הון - לא כל חברה יכולה לעשות את זה והם עושים את זה. ועדיין אם דיברתי על ההשפעה של התקשורת, תראו את הכתבה שהייתה בדה מרקר שקטלה את ההצעה שלהם - קשה לי להבין את זה, ואני יודע שיש לזה השפעה.

צביקה אקשטיין

המדיניות של הפד וגם בנקים מרכזיים אחרים מאופיינת בשני אמצעים כאשר הריבית הקצרה באפס או מעט שלילית: 1. קניה של אגח ונכסים אחרים בערבות ממשלתית - בארה"ב זה אג"ח מדינה ו MBS מבוטחות על ידי הממשלה כדי להשטיח את עקום תשואות חסרות סיכון. כמו כן לעשות עסקאות החלף על מטבעות מרכזיים

"השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

דרך בנקים מרכזיים. בנוסף עסקאות ריפו בהיקף גדול כדי לספק נזילות ושמירת הריבית אפס בשוק הכסף בין מוסדות בארה"ב וביתר המדינות. 2. במצב של זעזוע משמעותי נוצרים מרווחי ריבית בין נכסים ממשלתיים או מבוטחים (ריבית חסרת סיכון) לבין אגח או הלוואות לסקטור העסקי. כדי לצמצם מרווחים אלו הפד רוכש ישירות נכסים אלו באמצעות מכרזי שוק. ב 2008/9 התוכנית המשמעותית ביותר הייתה של commercial papers של חברות גדולות מדורגות גבוה. זה נעשה גם עתה. התכנית החדשה היא קניית תיקים מאוגחים עם הלוואות לחברות קטנות ובינוניות שמדורגות נמוך יחסית. כדי לבצע צריך דירוג והפד קיבל הון למקרה של פשיטות רגל מהממשלה. מדיניות חדשה זו הורידה משמעותית את המרווחים להלוואות לחברות קטנות. זה מעודד בנקים לתת הלוואות ולהוריד מנכסי סיכון על ידי האיגוח.

מאחר ואין בישראל חוק איגוח ודירוג אשראי של עסקים קטנים ובינוניים והבנקים לא יכולים לאג"ח תיקי הלוואות לחברות אלו אזי בנק ישראל לא יכול לנהל מדיניות של הורדת מרווחים חריגים כפי שעושה הפד. החוק מגביל את בנק ישראל לקנות נכסים סחירים וללא שוק איגוח זה לא נעשה. באירופה גם ה ECB יעול ועושה מהלכים כמו הפג במסגרת תוכניות LTRO. מדיניות הריפו לשלוש שנים לבנקים המגובה באג"ח חברות סחירות תוך מחויבות הבנקים לאשראי לעסקים קטנים זו מדיניות טובה אם תהיה בהיקפים משמעותיים. אבל זה פחות אפקטיבי מהמדיניות של הפד. גם בהיקף וגם בהשפעת הרוחב על הורדת מרווחים בשוק. לכן יש חשיבות גדולה לפיתוח שווקי האיגוח הסחירים בישראל. יש הצעת חוק מ2011 אשר כבר עודכנה פעמיים. חבל שזה לא נעשה.

במידה והמרווחים עלו מעל נורמה סבירה - להבנתי המרווחים בארץ מתחת הנורמה - אם לא יש מקום להתערבות ישירה. אוסיף שאני המלצתי קניה שח אג"ח קונצרני בכמות לא גדולה של דירוג גבוה כדי לחזק יציבות של השוק ולאותת רצינות בנק ישראל.

דוד האן

אני שמח ומברך על מפגש המוחות המכובד, כתמיד, ב"פורום שווי הוגן" והפעם לשם חשיבה משותפת על אתגר החובות בשוק ההון בעידן הקורונה. ברשותכם, אני מבקש להתייחס למספר עניינים.

בהתייחס לדברי שלומי שוב:

מסכים עם היות "מתווה הדגל", שוב (ולא בפעם הראשונה בענייני משברי חובות) מופנה ספציפית לאג"חים, ולא לנושים אחרים - וזה עלול ליצור חוסר שיווי משקל ביחסים בין הנושים לבין עצמם; זה גם לא בהכרח פותר את כל תחלואיה של החברה.

אני מצדד במהלך של waiver תקופתי לקובננטים מסויימים (דוגמת EBITDA), פשוט משום שקשה לי לראות מה עשויים הנושים להפיק באופן אפקטיבי בעת הנוכחית מהפעלת זכויות עקב הפרת קובננטים אלה בשל המצב והאטת הפעילות הכלכלית בענפים תעשייתיים מסויימים. ההמתנה, עם המחילה על הקובננטים הללו לעת הזו, נראית לפי שעה כצעד מושכל ורציונלי. גם חנן מור התייחס לכך בדבריו, ואין לי אלא להצטרף אליו ולהסכים בנקודה זו.

אשר ליוזמות בארה"ב למעורבות ממשלתית ברכישת אג"חים בשוק (וכן בהתייחס לדברי יאיר לפידות בעניין הצורך בהזרמות והשקעות הוניות מצד בעלי שליטה) - אציין גם כיוון אפשרי שונה שמדינות מסוימות באירופה (איטליה, גרמניה, ספרד) שוקלות כיום להנהיגו לתקופת המשבר הנוכחי: תמרוץ בעלי שליטה לממן ולספק תזרים ממקורותיהם באמצעות השעייה זמנית של כללי הדחיית חובות - דבר שיעודד מימון בעלים בערוצי חוב. דבר זה עשוי להיות גם ערוץ חלופי/משלים למעורבות ממשלתית בשוק החוב. ואם תישאל השאלה מדוע בעלי שליטה לא יזרימו הזרמות הוניות - אז כדאי להיות מציאותיים: זה פחות אטרקטיבי ורבים מהם לא ימהרו להזרים. יש גם שיקולים נוספים - דילול אחזקות רוחבי ושינוי יחס החזקות, שיקולי מיסוי ועוד. לכן, אם רוצים מבחינה מעשית וריאלית לתמרץ את בעלי השליטה להזרים, שוקלים כעת בארצות אחרות כאמור, להתגבר על האמוציות ולפעול במתכונת מתמרצת עניינית. כמו כן, צריך לשים לב שאם גורם חיצוני היה נרתם למן חברה בקשיים או בהליכים - הוא היה זוכה דווקא לעדיפות על פני נושים קודמים. לכן, לעודד בעלי שליטה להזרים בעת המשבר הנוכחי באמצעות "מניעת הדחייה" (להבדיל ממתן עדיפות) אינו מתווה מופרך.

ביחס ליוזמות החקיקה המוצעת של מש' המשפטים:

עיכוב הליכים מכוח החוק, ללא צו שיפוטי - לטעמי, דבר זה ראוי להיות מלכתחילה דרך המלך להבראות במדינה שחפצה בהבראות

באמת (יש מה ללמוד בעניין זה מהאמריקאים והקנדים). חבל שהוא לא נכנס לחוק כאלמנט מרכזי ושגרתי. אנחנו מדברים "הבראה ושיקום", אך בפועל כל הזמן חושדים בחברות ודורשים יותר מדי בקרות מינהליות ושיפוטיות. במקום מהלכים עסקיים, פרו-שוקיים, להבראה שרק נתמכים במשפט להתגברות על כשלי שוק, אנחנו ממשפטים בכוח את הליכי חדלות פירעון והסרים. מישפוט יתר = החלשת הדינמיקה העסקית. היא פחות קולחת.

באשר להצעת המתווה/תזכיר בדבר עיכוב הליכי אכיפה (ללא מינוי בעל תפקיד) בשלב שבו כבר מתגבש הסדר חוב ואפשר לבחון אותו בבית המשפט ולקדמו לקראת אישור בבית המשפט - הכיוון הוא טוב. אי מינוי בעל תפקיד - כבר שנים אני קורא ליישום זה של Chapter 11 בישראל, ובמערכת החקיקה גילו עד כה שמרנות יתר בעניין זה. עם זה, לצערי הרב, אופן הפעלת רעיון זה הוא לטעמי בשלב מאוחר מדי, ועל כן לא מספק. הרעיון הוא טוב, אבל העיתוי עלול להחטיא את המטרה. בעניין זה אני חוזר ליסודות ולמושכלות בסיסיים של התחום כולו: עיכוב ההליכים אמור להגן על החברה מפני התערבות או אכיפה של נושה כזה או אחר החל מראשית ההידברות שלה והמשא ומתן שלה מול נושיה. הוא דרוש בדיוק בשביל לקבל "שקט תעשייתי" לצורך המשך ניהול העסק מצד אחד, ובמקביל לו - ניהול משא ומתן ענייני עם הנושים, ללא "תקיעת מקלות בגלגלים" מצד מי מהם. אם לא יהיה עיכוב הליכים בשלב הזה, וזה יגיע רק אחרי מספר חודשים (ואפילו מספר שבועות), כש"העוגה כבר אפויה" והמשא ומתן כבר מייצר הסדר שקרם עור וגידים - כי אז הצורך בעיכוב ההליכים משלב זה ואילך הוא מעניין, אך כאמור עלול להיות מעט מדי ומאוחר מדי. השלב הרגיש והפגיע מבחינת החברה הוא קודם לכן - בעת המשא ומתן המוביל אל המטרה של ההסדר. לכן, כבר שם נדרש עיכוב ההליכים. זהו דבר חיוני.

בנוסף, עיכוב הליכים לבדו לא יספיק מול חברות תפעוליות שנכנסות לסחרור. צריך כלים נוספים, כפי שנכנסו מאז תיקון 19 לחוק החברות בשנת 2012 (כמו שמירת תוקף של חוזים וכיו"ב), גם כשלא מתמנה בעל תפקיד. בקצרה: הגיע הזמן להנהיג בישראל Chapter 11 האופן מקיף. לא באופן חלקי, לא "מעין", לא "כאילו". פשוט נדרש לצלוח אחת ולתמיד את הרוביקון ולעשות זאת. זה ישנה וירכך את כל הגישה בשוק לעולם ההסדרים.

כשאומרים שמשרד המשפטים מקדם עכשיו "עיכוב או הקפאה של שלושה חודשים" של זכות נושים לנקוט הליכי חדלות פירעון, זה לא לגמרי מדויק. מדובר רק להאריך את זמן התגובה לדרישת תשלום של הנושה, בטרם תיווצר לטובת אותו נושה "חזקת חדלות פירעון" שמכוחה הוא יבקש לפתוח לחברה הליך חדלות פירעון. אולם הנושה יכול לבקש פתיחת הליך גם בהתבסס על הוכחת חדלות פירעון בדרך של ביסוס NAV שלילי, או בעיית תזרים, ולא בהכרח רק על בסיס החוב האישי כלפיו. כל עוד יוזמת החקיקה של משרד המשפטים לא משעה באופן רוחבי ומלא את זכות הנושה לבקש פתיחת הליך חדלות פירעון, בשל כל אחת מעילות אלה, המלאכה לטעמי היא חלקית בלבד. זה נכון שמדינות מסויימות בעולם חושבות כרגע בקווים דומים ליוזמה הנוכחית של מש' המשפטים בעניין זה. אולם לעומתן, מדינות אחרות הולכת על השעייה גורפת של זכות הנושה לפנות לבית המשפט, ולא רק בגין "חזקת חדלות פירעון". אני מצדד בגישת מדינות אלה.

הצעה נוספת, וכאן אני נוגע בנקודה שעלתה גם על ידי חברי פרופ' אסף חמדני: הכיוון הכללי בשיח כיום הוא מיתון האכיפה הדווקנית. לטעמי, זהו כיוון נכון ומבורך, אשר עשוי להועיל לכל הצדדים - גם החברה וגם הנושים. אנחנו בעד הידברות. אולם כדי להשלים את הכיוון האמור ולהסיר חרב מתהפכת מעל ראשי החברה ונאמני האג"חים כאחד - דומני שהגיעה העת לבטל את סעיף 35ח(ד2ב) לחוק ניירות ערך (שנוסף דרך חוק חדלות פירעון, לפי המלצת ועדת אנדורן) המחייב את נאמני האג"ח לנקוט הליכי אכיפה ולפתוח נגד חברה שאירע לה default תשלום (אפילו בודד) הליך חדלות פירעון מלא ורשמי בבית המשפט תוך 45 יום. זו אכיפה דווקנית ונוקשה. היא ממש מנוגדת לכיוונים ולהלך המחשבה הכללי הנשמע כאן ובכלל בעת הזו. זהו סעיף שספק אם צריך היה לחוקקו באופן נוקשה ודווקני מלכתחילה. אולם, בעת הזו - ודאי שאין לו מקום. נכון יהיה להסירו מן החקיקה, ויפה שעה אחת קודם.

שלומי שוב

אנחנו מתקרבים לסיום ואני רוצה ברשותכם להתחיל ולסכם את הדיון. תראו מהזווית שלי ממה שאני מתרשם מהדיון ואני יחסית אובייקטיבי אני מקווה, אני חושב שיש חשיבות שיוקם איזשהו צוות שמורכב מכל הרגולטורים - שזה גם רשות ני"ע וגם רשות שוק ההון, גם משרד המשפטים גם בנק ישראל וכו', ויחשבו ביחד על איך מייצרים פה פלטפורמה, וזה יכול להיות בהחלט ברוח המתווה לאור מה ששמענו יום, שהיא מספיק פלקסבילית כדי להיות מתאימה למצבים המשתנים. כמו שהבנו לכל חברה ולכל מקרה יש את הייחודיות שלו ולא באמת ניתן להכניס את כולם להסדר אחד. אני חושב שזה משהו שהוא נכון ואם אמיר זה מצריך שינוי חקיקה אז כן, זה מה שצריך לעשות. אנחנו בתקופה קשה והממשלה צריכה צעדים משמעותיים לפחות בכל מה שקשור להתאמת כללי המשחק- רק תסתכלו מה קורה בארה"ב עם ההחלטה של הפד לקנות אג"ח קונצרניות - מי בכלל חשב שזה יקרה.

אמיר ברנע

רשות שוק ההון עשתה מעשה אמיץ להציע מתווה שמנחה מוסדיים איך להגיע לפשרות במקרים ספציפיים שמקבלות לכאורה "אור ירוק" מצד הרגולטור. כלומר נלקח משוק ההון תפקיד ההסדרה ע"י התווית מתכונת איך להגיע להסדר. אימוץ המתווה נבע מההרגשה שאנו במשבר לא מוכר וכל עוד המשבר לא נפתר ולא נראה סופו

"השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

ובחשש מכשלי שוק הרשות לוקחת על עצמה את תפקיד "הבוגר האחראי". יש חשש לכשל שוק, יש חשש להשפעת דומינו שיכולה להביא לאובדן ערך ולכן הרשות עשתה דבר נכון. השאלה היא שוב מה ערך המתווה אם אינו מכסה את הנאמן ואת הדירקטורים. התקווה הגדולה היא שבקרוב המשבר יהיה מאחורינו ואז רשות שוק ההון תמשוך את המתווה ותמשיך לתת לשוק ההון לתפקד כמו שהוא תיפקד עד היום.

שלומי שוב

אני רוצה להודות לכל המשתתפים, אני חושב שהיה דיון מרתק. מבחינתי זה שאנחנו כמרכז בינתחומי, כתכנית חשבונאות, מצליחים ככה לאגד את כולם, לקיים דיוני עומק כאלו עם כל הזוויות בזמן אמת - זאת תעודת כבוד. אני רוצה להודות לסטודנטים המדהימים של התכנית, המצטיינים, שמכינים את המפגשים האלו - זאת עבודה קשה וזה לא מובן מאליו. אני מקווה שבחודש הבא נוכל לחזור למתכונת הרגילה ולחיבור האנושי שמאפשר, אין מה לעשות, למצות את הדיונים טוב יותר, גם אם פחות נוח. תודה לכולם.

הבינתחומי הרצליה

התכנית בחשבונאות
AccounTech

FVF
פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

"השתקפות משבר הקורונה בדוחות הבנקים: ניהול סיכונים פיננסיים וצפי לרווחיות".

תאריך המפגש: 1 ביולי 2020

נושא המפגש: השתקפות משבר הקורונה בדוחות הבנקים: ניהול סיכונים פיננסיים וצפי לרווחיות.

חומר רקע: לחומר הרקע | למצגת פרופ' אמיר ברנע | למצגת ארז סופר | למצגת המפקח על הבנקים

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, סאמר חאג' יחיא (יו"ר בנק לאומי), אלון גלזר (לידר שוקי הון), ארז סופר (BDO), גיא טביביאן (Deloitte), גל עמית (ויקטורי קונסלטינג), גת מגידו (פסגות), דגנית דניאל (משרד המשפטים), דליה טל (מיתר), דני ויטאן (KPMG), יובל זילברשטיין (פרומתאוס), יזהר קנה (פאהן קנה), מאיר סלייטר, מנחם שוורץ, מני נאמן (הפניקס), נטע ורדי (בנק ישראל) עדי סקופ, רון הדסי (אלביט הדמיה), רמי חלף (Deloitte), אביטל בר דיין, אולגה אלכסייב (EY), סבינה בירן (MVP).

אורחים שנכחו בדיון: יאיר אבידן (המפקח על הבנקים), אייל דשא (יו"ר ישראכרט), איתי מוקוטוב (כלל ניהול פיננסים), גולן כחלון (דיסקונט), זאב אבלס (יו"ר בנק איגוד), זיו נאור (פיקוח על הבנקים), אורי ברזני (פיקוח על הבנקים), יוסי הורביץ (דירקטור הבנק הבינלאומי), יעקב יודקוביץ (רשות ניירות ערך), לבנה שיפמן, לנה שוורץ (מעלות), ניר עמיקם (מגדל), שרון דרורי (וקסלר ברגמן עו"ד), זלמן סגל.

צוות מקצועי: דניאל שרון, דקל רינצקי, יואב אטיאס ומיכל ברק.

"השתקפות משבר הקורונה בדוחות הבנקים:
ניהול סיכונים פיננסיים וצפי לרווחיות".

שלומי שוב

ערב טוב לכולם, אנחנו פותחים את המפגש האחרון של השנה האקדמית הנוכחית שהיא התשיעית של הפורום - שהחצי השני שלה היה מאד מוזר והתקיים בזום בעקבות המשבר. היה לנו חשוב לקיים את המפגש האחרון גם עם מגבלות הריחוק החברתי. אנו עוסקים היום בהשפעת המשבר על הבנקים ונמצא איתנו יאיר אבידן שזו לו למיטב ידיעתי ההופעה הציבורית הראשונה - תודה יאיר שבאת.

המשבר החל להשתקף בדוחות הבנקים לרבעון הראשון במספר מימדים של ניהול סיכונים שניסינו לתאר חלק מהם בחומר הרקע שהפצנו וגם נראה עוד חלק במצגת של אמיר. ראינו למשל בדוחות הרבעון הראשון את ההשתוללות של הרווח הכולל האחר בגין ההתחייבויות האקטואריות לעובדים שנובע מכלל מעיוות חשבונאי ויצר מעין עסקת הגנה על ההפסדים בהשקעות באג"ח לאור עליית הריבית. העיוות החשבונאי נובע מסיפור אחר שעסקנו בו בפורום רבות לפני מספר שנים - כל הסיפור של השוק העמוק שקצת שכחנו ממנו אבל היה סאגה שלא באמת נפתרה (אלא יותר נשכחה ונתקעה באותו המצב) - אני מזכיר שהפתרון בבנקים הוא מאד בעייתי ונוצר שיעור היוון סינתטי על רקע התפיסה שאין שוק עמוק לאג"ח קונצרני בישראל (שמנוגד ליתר החברות הציבוריות) שמורכב מתשואת אגח ממשלתי בישראל בתוספת מרווח על אגח קונצרני בארה"ב. חשוב לי להדגיש שזאת חשבונאות "מיוחדת" שלא מקובלת ב- USGAAP .

בראיה חשבונאית, לא ניתן להתעלם מכך שהאומדן הכי קריטי בדוחות הכספיים שך הבנקים במיוחד בתקופה זאת נוגע להפרשה להפסדי אשראי. גם כאן יש מצב מוזר שבו הבנקים הגדולים בארה"ב שאליהם לכאורה מסתכלים בחשבונאות של הבנקים בישראל כבר התחילו בתחילת 2020 ליישם את מודל הפסדי האשראי החזויים האמריקאי - CECL. רצה הגורל ובדוחות הרבעון הראשון של הבנקים האמריקאיים גם הגיע המשבר. מסקירה קטנה שעשינו לקראת הפורום מצאנו שבעוד ההשפעה של המעבר למודל החדש היא גידול ממוצע של כ- 20% הרי שההשפעה של הקורונה היתה 30% .

ברור שיש הבדלים בין מידת "השמרנות" של ההפרשה של הבנקים הישראלים ביחס לאמריקאים לפני ומתמהיל הפעילות - אבל עדיין יש כאן בנצ'מרק משמעותי. אם נתעלם מהמשבר הנחת המוצא היא שהפרשה הקבוצתית בבנקים בישראל שמרנית יחסית לאור הנחיות הפיקוח ולכן הגידול בעקבות המודל החדש יהיה מתון יחסית.

מה שכן נשארנו עם השפעת המשבר. כפי שהצגנו בחומר הרקע הגידול הממוצע בהפרשה בחמשת הבנקים ברבעון הראשון היה כ- 15% ושאלת השאלות האם זה מספיק? בגדול יחס הכיסוי של שני הבנקים הגדולים פועלים ולאומי גדל מ- 1.58 ו- 1.16 בסוף 2019 ל- 1.73 ו- 1.33 בסוף מרץ 2020 בהתאמה. אגב במזרחי טפחות שממוקד במשכנתאות היחס מטבע הדברים נמוך יותר ועמד על 0.82 ו- 0.91 בסוף 2019 ומרץ 2020 בהתאמה.

הרוב המכריע של הגידול ברבעון הראשון נובע מההפרשה הקבוצתית וזה הגיוני כי מדובר בתחילת המשבר ועדיין לא זוהו המקרים הספציפיים - היחס בין הקבוצתית לפרטנית בחמשת הבנקים גדל מ- 4.35 ל- 4.65 - גידול של פחות מ- 7% כאשר זה ברור כי אי הודאות גדלה לאין שיעור. והשאלה המרכזית היא כיצד בדיוק חושבה ההפרשה הקבוצתית. המודל של ההפרשה הקבוצתית הוא לא טריוויאלי בתקופת קורונה כי העבר לכאורה פחות רלבנטי וצריך לבנות כאן מודל קצת יותר חכם - אין ספק שיש ענפים שהם הנפגעים הישירים והשאלה היא עד כמה ההפרשה הזאת היא מבוססת ולא שרירותית.

מעבר לסיסמאות על מודלים לא ראיתי למשל בדוחות הבנקים למרות שציפיתי - מה היו הפרמטרים העיקריים ששימשו להפרשה הקבוצתית כמו שעור האבטלה, היקף האשראי בגינו נתקבלו בקשות לדחיית תשלומים והיקף התשלומים שנדחו. ראיתי את זה אולי רק באחד הבנקים וגם שם לא במסגרת הדוחות הכספיים עצמם. ובכל הבנקים באופן גורף לא ניתן ניתוח רגישות בסיסי של הפרמטרים שמשפיעים על ההפרשה דוגמת שעור האבטלה - רק עכשיו לפני שנכנסנו לדיון ראיתי את ההודעה של התעשייה האווירית על פיטורין והיד עוד נטויה. אנחנו יודעים מנתוני בנק ישראל למשל על גידול משמעותי בחריגות ממסגרות אשראי בעו"ש. בכדי שמשקיעים יוכלו לעשות את ההערכות שלהם הם חייבים לקבל ניתוח רגישות על אומדן כה קריטי במיוחד בתקופה כזאת של אי ודאות.

תחשבו אפילו על ענף המשכנתאות שלא הושפע נכון לעכשיו ככל הנראה בגלל השמרנות הקיימת - אבל עדיין האם לא צריך לתת כאן גילוי להשלכות הפוטנציאליות של גידול בעומק הפיגור? אגב,

כאירוע לאחר תאריך המאזן לא ראיתי - לפחות לא בשני הבנקים הגדולים בהם חיפשתי את זה שנתנו מידע על הנתונים בגין היקף דחיית התשלומים נכון למועד הפרסום לקראת סוף מאי (כלומר בתקופה שאחרי סוף מרץ שזה מאד משמעותי). זה מידע חשוב מאד למשקיעים.

גם האשראי הצרכני הוא דבר חדש יחסית והוא די בגדר חידה - מה גם שחלק נכבד מהגידול בהפרשה נובע מאשראי צרכני. יש לציין כי בדוחות של חברות כרטיסי האשראי ראינו ברבעון הראשון גידול של 20% בהפרשה בגין האשראי הצרכני.

אם מסתכלים על איך רואים המשקיעים את מצב הדברים אז זה עוד יותר מדאיג. תוך חודשים ספורים מכפיל ההון של הבנקים ירד בכ-30% לכ-70% וזה מצב דברים שמעיד על אי הודאות. לצורך החישוב עשינו את ההתאמות לשווי ההוגן של הנכסים והתחייבויות בניכוי מס. עשינו את זה לפי הגילוי בבנקים - בהינתן שהמידע הזה נכון כי הפערים שאינו מול העלות המופחתת היו לטעמי נמוכים מדי. ממה שאני יודע הבנקים עושים את זה לפי המרווחים של אשראי חד שניתן אבל אם הם לא מעדכנים את המרווחים אבל סוגרים את הברזים אז זה מאד בעייתי לטעמי להגיש שאין שינויי בשווי ההוגן. מצטער אם אני קצת ביקורתי היום - אדוני המפקח.

אני יודע שאנליסטים אוהבים להסביר את זה דרך ההשפעות של ירידת הריבית (השקלית ובעיקר הדולרית) על צמצום המרווחים ומכאן פגיעה ברווחיות עתידית אבל בל נשכח שווי שוק צריך לשקף לפחות בראיה חשבונאית את ההון העצמי. בהסתכלות זאת המשמעות היא שהמשקיעים חושבים שההפרשה צריכה להיות גדולה יותר משמעותית - פי כמה וכמה מזאת הקיימת.

הנקודה המרכזית היא המצב של המשק והחברות הוא לא טוב - מה שראינו דוחות הרבעון הראשון זה כלום - לדעתי מבחינה חשבונאית החברות דחו את הקץ...אני חושש מה יקרה ברבעונים הבאים ובשנתי, במיוחד לאור התחזיות הקודרות שאנו שומעים מדי יום. תראו רק את הדוחות של הרגע האחרון (גם של הארכה) שפורסמו ביום האחרון של יוני ואני אומר לכם שזה עוד רק ההתחלה.

בהזדמנות זאת, אחטא למקצוע שלי אם לא אומר לכם שהדוחות של הבנקים לא מובנים ועוד יותר בעייתי מכך מלאים בפרטים מיותרים לטעמי היכן שלא צריך ומחסירים דווקא את המידע שכן צריך. חייבים לשפר את הגילוי - אני יודע שעשו לפני כמה שנים עבודה בנושא אבל זה ממש לא שם. אני חושב שגם אמיר וגם אני וגם הצוות של הפורום "שבר שיניים" בשבועות האחרונים כהכנה למפגש - ואנחנו עוד אמורים להיות קורא שאמור להיות בעל ידע סביר.

הגיע הזמן אדוני המפקח לעשות רפורמה משמעותית - ללכת על עקרון בסיסי ופשוט שבו מה שטוב לדירקטוריון בסינון מידע סודי הוא זה שטוב למשקיעים. בשורה התחתונה, מה שמציגים בבורד זה מה שצריך לתת למשקיעים.

ואני לא נכנס לבעיות שלא באמת מיישמים תקינה עצמאית - USGAAP כפי שמתיימרים ליישם ואין הפרדת רשויות בסיסית - בין הגוף ששומר על היציבות בין הגוף שקובע את הכללים החשבונאיים ובין הגוף שאוכף אותם. זה קריטי למשקיעים - וזה שאנחנו במצב שהבנקים בישראל הן החברות הציבוריות היחידות שלא היינו יכולים להנפיק אותם בארה"ב או באירופה על בסיס הדוחות הנוכחיים שלהם אומר דרשני!

עוד נקודה מוזרה בעיני היא ההתרחקות מה- IFRS בעקבות פניית הפרסה שעשו בפיקוח. זה בכלל מצב מוזר וכפי שיבגני ואני ציינו בספר שלנו שרק 5 מדינות בעולם שמיישמות IFRS בחברות הציבוריות לא מיישמות זאת גם בבנקים - ארגנטינה, אל סלבדור, מקסיקו פרו ואורוגוואי. חשוב להתייחס גם לכך שהגופים החוץ בנקאיים מיישמים IFRS וחברות כרטיסי אשראי מיישמות את כללי הבנקים. לדעתי זה מוזר שכמצד אחד עוסקים בתחרות על מתן אשראי ומצד שני מכוונים לכך שתהיינה שתי מערכות תקינה נפרדות. בשורה התחתונה, החשבונאות של הבנקים בארץ לצערי היא חשבונאות שחותרת לשמור על יציבות - תופעה ששייכת לעולמות של פעם ולא חשבונאות מבוססת משקיעים כפי שהיא צריכה להיות.

אמיר ברנע

אני זוכר שלפני הרבה שנים אורגנו באוניברסיטת תל אביב ימי עיון על רווחיות הבנקים. אנשים באו לשמוע על הבנקים כי הדוחות היו קצרים וכל כך לא ממצים שחיפשו איזה שהיא הנחייה אקדמית מה באמת קרה בבנקים בשנה מסוימת. היום, כל דוח בנק הוא 350 עמודים, מרב אינפורמציה אנחנו שוב לא יודעים מה באמת קורה בבנקים. מטרת פורום זה היא לשמוע מה באמת קרה בבנקים ברבעון הראשון לשנת 2020. אין ויכוח שאירוע הקורונה הוא אירוע קיצון. סיווג זה נובע משני ממדים, ממד ראשון הוא עוצמת האפקט של האירוע. ממד שני הוא שהאפקט חל בתקופה קצרה. שני ממדים אלה הופכים את אירוע הקורונה למקרה קיצון. כשהגיעו דוחות הרבעון נשאלה השאלה, איך משתקף אירוע קיצון זה בדוחות הבנקים בשני אספקטים. קודם כל- מה הרווחיות האמיתית של הבנקים, וזה משהו שדורש אותו כל משקיע שזקוק לנתון על רווח יציג, שדן במכפיל רווח או מכפיל הוני. דבר שני, ניהול סיכונים. מערכת בנקאית מנהלת סיכונים בדיוק כדי לראות את האפקט של מקרה קיצון. הנה הוא קרה, אז בוא נראה האם מוכחת בקרת הסיכונים בבנקים באירוע קיצון.

אני משווה שני בנקים, לאומי ופועלים. מסיבות של זמן לא אתייחס לבנקים אחרים. אני מצפה שהשפעת הקורונה תהיה פחות או יותר שווה. מדוע? כי גודל המאזן שווה, פחות או יותר 500 מיליארד שקל. תיק האשראי לציבור שווה, פחות או יותר 300 מיליארד שקל. הוצאות תפעול דומות, 1.9 מיליארד שקל. אפילו ההפרשה לחובות מסופקים היא פחות או יותר שווה, כ- 850 מליון שח בשני הבנקים. לכן הצפי הוא להשפעה שווה, אבל הפתעה, ההשפעה אינה שווה. הנה שני נתוני רווח שהבנקים מפרסמים ברבעון הראשון. בנק לאומי הפסיד 200 מיליון, בנק הפועלים הרוויח 200 מליון. רווח והפסד כולל- בנק לאומי

הרוויח 1.36 מיליארד שקל ובנק הפועלים הרוויח 170 מליון שקל. הגידול בהון העצמי, שהוא בעצם הרווח הכולל פחות הדיבידנד- בנק לאומי מציג גידול בהון העצמי של 840 מיליון ובנק הפועלים מינוס 550 מיליון. אמרתי לכאורה כי האלמנט המרכזי שיוצר את הפער זה ההתחייבות לעובדים, איננו קשור ישירות לפעילות הבנקאית השוטפת.

כאמור השינוי בהתחייבות לעובדים הוא האלמנט שמשפיע על דוחות הרבעון. באופן מפתיע, התחייבויות לעובדים הגדילה את הכנסות בנק לאומי ב2.99 מיליארד. בבנק הפועלים "רק" ב- 635 מיליון שקל. כמובן שזה נובע מהפער הגדול שישנו בגודל ההתחייבות. בבנק לאומי ההתחייבות לעובדים היא כ- 20 מיליארד שקל ובבנק הפועלים כ- 4 מיליארד שקל. השינוי בשער ההיוון הוא שיצר את הפער בין שני הבנקים ברווח הכולל.

ממה נובע הפער? שלומי הזכיר שריבית ההיוון נקבעת על ידי ריבית חסרת סיכון בישראל בתוספת פרמיית סיכון באגרות חוב AA בארה"ב. מבנה מוזר זה נובע מהערכת בנק ישראל שאין "שוק עמוק" לאג"ח AA בארץ. אמנם הריבית חסרת סיכון לא השתנתה בהרבה אבל מה שהשתנה זו פרמיית הסיכון על אגרות חוב AA בארצות הברית. ממש בשבוע של ה- 31 במרץ התשואה עלתה, ומדוע? יש לנו חברות, נניח בענף התעופה או בענף המלונאות, שדורגו די גבוה קודם. החברות נפגעו מהמשבר אבל הדירוג שלהם לא השתנה, נשאר AA. השוק הגיב כמובן דרך ירידת מחירי אגרות החוב והתשואות עלו. שער ההיוון עלה בערך ב- 1.4%. אנחנו מדברים על מח"מ התחייבות לעובדים של נניח 10-15 שנה, אם תכפילו תראו השפעה של 15% על ההתחייבויות הפנסיוניות, שנופלת על רבעון אחד. בבנק לאומי כ- 3 מיליארד שקל ובבנק הפועלים כ- 635 מיליון שקל. כמובן שיש השפעות מס שמקזזות אבל ודאי שעיקר הגידול של הרווח הכולל לאחר מס בבנק לאומי מקורו כאן. הרווח מההתחייבות לעובדים כיסה על הפסדים משמעותיים. בניירות ערך זמינים למכירה בשני הבנקים סכומים כמעט שווים. הפסדים מניירות ערך זמינים למכירה בכל בנק הם בערך 630 מיליון שקל ברבעון. אגב, תיק האשראי של ניירות ערך סחירים זמינים למכירה גם כן דומה. בנק לאומי 94 מיליארד שקל, בנק הפועלים 74 מיליארד שקל כך ששיעור ההפסד הוא כ- 6%.

מכאן שהפער בין שני הבנקים בתוצאות העסקיות ברבעון הוא בעיקרו פער טכני. אני מצפה לתוצאות הפוכות כבר ברבעון השני. חיפשתי היום מה קרה לפרמיית הסיכון אג"ח AA ב- 30 ליוני. פרמיית הסיכון ירדה. לעניות דעתי שער ההיוון ירד בערך ב- 0.75 אחוז ולכן אני מצפה שמחצית מהכנסות מההתחייבויות לעובדים יסתובבו ויהפכו להוצאה שנובעת מירידת שער ההיוון. כמובן צריך לקחת בחשבון קיזוז ההשפעה על ידי ההפרשה למס. השפעת ההתחייבות לעובדים נטו בבנק לאומי היא כ- 1.5 מיליארד ברווח הכולל ובנק הפועלים 0. כלומר בבנק הפועלים הרווח הכולל והרווח החשבונאי פחות או יותר שווים, בבנק לאומי נוצר ברבעון הראשון פער מהותי שמקורו הוא כאמור ההתחייבויות לעובדים.

אינני נכנס לשאלה של ההצדקה של צורת ההיוון הזאת, דורש דיון נפרד. ראינו רווח חשבונאי ורווח כולל. אך מהו אומד הרווח היציג? נשאל כיצד מעריך השוק את השינוי ברווח היציג שמקורו משבר הקורונה?

אמר פה שלומי שמכפיל ההון של הבנקים ירד מ- 1 ל- 0.7. מקובל שמכפיל של 1 בבנקים מייצג תשואת רווח נקי להון של בערך 9 עד 10 אחוז. בנק שהתשואה שלו בתחום 9 ל- 10 אחוז ייסחר במכפיל הון של 1. בנק שהתשואה שלו יותר גבוהה, כמו למשל בנק מזרחי בשנים שלפני המשבר, ייסחר במכפיל הון של 1.3 או 1.2. בנק אחר שהתשואה שלו על ההון הוא 4-5% ייסחר במכפיל הון של 0.5. נתוני העבר מצדיקים פחות או יותר את הקשר זה בין מכפיל ההון וצפי התשואה להון העצמי.

ראינו שהשוק מעריך את מניות הבנקים היום ב- 70% במקום 100%, כלומר הרווח היציג בלאומי ובפועלים שהיה 3.4 מיליארד שקל בכל בנק, אגב זה הרווח בשנת 2019, צפוי על פי הערכת השוק לרדת ל 2.3 מיליארד ש"ח כלומר, צפי לרווח יציג של 2.3 מיליארד ש"ח עקבי עם מכפיל ההון הנוכחי בבנקים 0.7. מה הוא ההסבר לירידה ברווח היציג? לפי דבריך שלומי אני מבין שעיקר ההסבר נובע מהפרשה לחובות מסופקים. אמרת שמשבר הקורונה פגע באיכות תיק האשראי בצורה שלא מוצתה עדיין בדיווח הכספי והיא עוד תופיע בשנים הבאות. אם באמת כל ההשפעה היא הפרשה לחובות מסופקים, אז אפשר לקבוע את שיעור ההפרשה שיהיה עקבי עם 70% מכפילי הון. לפי ניתוח זה שיעור הפרשה שמייצגת לדעת השוק זמן ארוך, היא 0.75%.

תוספת 0.5 אחוז להפרשה לחובות מסופקים שהיא מיליארד וחצי שקל בכל בנק. כמובן אחרי מס והוצאה מוכרת, כל זה נלקח בחשבון. לפי כך צפי הרווח הרבעוני שעקבי עם הערכת השוק של מניות הבנקים צריך לכלול הפרשה רבעונית של 600 מיליון שקל בכל בנק. ההפרשה בפועל ברבעון הראשון הייתה 830. המצב ערב המשבר- 200 מיליון שקל לרבעון. הצפי לטווח הארוך-600 מיליון שקל לרבעון. האם זה סביר? כל מעריך שווי צריך להחליט האם הפרשה של 600 מיליון שקל, פרמננטית, נותנת ביטוי מלא, אולי עודף למשבר הקורונה. הנה האתגר לאנליסט. עליו לנתח את תיק האשראי, על כל מרכיביו, ולבודד את השפעת משבר הקורונה לטווח ארוך. כמובן שאנחנו יודעים ששווי מניות הבנקים נקבע לא רק לפי ההפרשה ההתייעלות הבנקאית, הבנקאות המקוונת, תחרות מול חוץ בנקאי וצפי הריבית- כל הדברים האלה הם חלק מהאנליזה. אבל ככל שהמשבר קרה, וככל שמהשבר משמעותו פגימה בתיק האשראי, השוק מעריך תוספת משמעותית להפרשה התקופתית לחובות מסופקים שיתרת ההפרשה הקיימת (כ- 5 מיליארד ש"ח בכל בנק) איננה מכסה.

אתייחס לנושא השני: השפעת אירוע קיצון כבוחן של מערכת ניהול סיכונים בבנקים. אנחנו מתמקדים בסיכוני שוק. מה מלמדות התוצאות על רגישות המערכת לסיכוני שוק? הבנקים מדווחים על רגישות ההון העצמי (שווי כלכלי של הון הבנק) לשינויי ריבית. שימו לב לתוצאה מעניינת, נניח שעקום הריבית זז באחוז אחד לכל מח"מ, כלומר באופן מקביל. בבנק לאומי - תוספת להון של 800 מיליון, בבנק הפועלים רק 17 מיליון ש"ח. ירידה של אחוז אחד מקביל: בבנק לאומי ירידה של 1.2 מיליארד. בבנק הפועלים בערך - 0. כלומר רגישות הפוכה בין הבנקים.

הבנקים גם מדווחים, אני לא יודע אם שמתם לב בתוך ה- 300 עמודים על שינוי התללה. כלומר מה קורה אם הריבית לטווח קצר יורדת והארוכה עולה. או שינוי השטחה שהוא השינוי ההפוך, ריבית ארוכה יורדת וקצרה עולה. שוב פער בין הבנקים. בנק לאומי- אם יש שינוי התללה מציג 328 מיליון תוספת להון (רווח) ובנק הפועלים 383 הפסד. שינוי השטחה בלאומי 303 מיליון הפסד ובפועלים 340 מיליון רווח.

מה קורה כאן? גם פער זה הכל נובע מההתחייבויות לעובדים. ההתחייבויות לעובדים הן התחייבויות לטווח ארוך של 20 מיליארד שקל בבנק לאומי וכ- 4 מיליארד ש"ח בבנק הפועלים. כמו שאמרתי היכולת לגדר התחייבות זו שהוא חלק מניהול סיכונים, איננה פשוטה. מדוע קשה לגדר? בגלל ההרכב של הריבית להיוון. זאת לא ריבית חסרת סיכון בארץ שהשקעה באגרות חוב ממשלתיות מהווה מכשיר גידור אפקטיבי, אלה לא אגרות חוב AA בארה"ב שאולי אפשר לרכוש במסגרת גידור. אינני בטוח שקיים מודל ניהול סיכונים שישיג גידור סביר להתחייבות לעובדי בנק לאומי.

אז לסיכום, היה רבעון טוב? היה רבעון רע? מה להבחין? הרווח הכולל? הרווח המאזני? מה צריך לבחון כדי לנתח את תוצאות הרבעון, שהביאו לירידה של 30% במחירי מניות הבנקים? כלומר ציבור המשקיעים מסתכל על זה כרבעון מהותי שההשפעה שלו היא שלילית על שווי הבנקים במחירי שוק. האם הנתונים עקביים עם הערכת השוק? דיברנו על ההפרשה לחובות מסופקים שהשוק חושב שתגדל מהותית. אם השוק טועה והגידול בהפרשה הוא זמני נוצרת אולי הזדמנות רכישה במניות הבנקים.

אנחנו יוצאים מתוך הנחה שמטרת מודל ניהול סיכונים בבנקים שמפוקח על ידי בנק ישראל, הוא ליצור יציבות בתוצאות העסקיות ובהון. תראו, זה מודל לא קל. קחו למשל את סיכוני הריבית. כולנו יודעים, מתי הריבית היא נמוכה? הריבית נמוכה כשהמשק נכנס למיתון. במיתון צפויה הפרשה גבוהה לחובות מסופקים. כלומר קיים קשר רוחבי מהותי בין השפעת ירידת הריבית על הון הבנק (סיכון שוק) ובין השפעת ירידה באיכות תיק האשראי (סיכון אשראי). הקשרים הרוחביים הם משמעותיים. התנודתיות ברווח החשבונאי, ברווח הכולל ובשווי הכלכלי של ההון ברבעון הראשון מלמדת על פגם במערכת ניהול הסיכונים של הבנקים לפחות לגבי סיכוני שוק. אני מניח שמנהלי הסיכונים מודעים לתוצאות אלה ואירוע הקורונה יביא לשינוי ושיפור מערכת ניהול הסיכונים.

דליה טל

שנים בנק לאומי חיפש גוף שיוציא ממנו את ההתחייבויות לעובדים.

יאיר אבידן

המערכת הבנקאית וחברות כרטיסי האשראי הגיעו מוכנים למשבר, בין היתר על רקע הנחיות ודרישות שהציב הפיקוח על הבנקים בשנים האחרונות. המערכת ביצעה במהירות את המעבר מפעילות בשגרה לשעת חירום, והגיבה מיד עם פרוץ המשבר במתן אשראי ודחיות תשלומים בהיקפים נרחבים.

המציאות הכלכלית מאופיינת בחוסר ודאות, ורמת הסיכון הנלווית לפעילות המערכת הבנקאית עולה. הפיקוח ימשיך לנטר ולעקוב אחר יציבות המערכת הבנקאית ונזילותה. על הבנקים מוטלת החובה להמשיך ללוות את לקוחותיהם על מנת לתת מענה מיטבי לצרכי הלקוחות, ובמקביל להבין את התפתחות הסיכונים הגלומים בתיקי האשראי הבנקאיים.

שעה זו מהווה גם הזדמנות למערכת להמשיך במינוף המעבר לפעילות באמצעים הדיגיטליים, ובכך לתרום לרווחת הלקוח הבנקאי הן בנוחות וקלות הביצוע של הפעולות הבנקאיות והן בעלות המופחתת בפעילות זו.

בשל אופיו הייחודי של המשבר, קיימת חשיבות לפעילות משולבת ומתואמת בין הגופים השונים בראיה מערכתית. בין היתר, באמצעות מעורבות ממשלתית בסיוע לצליחת המשבר בדרך של דמי אבטלה, מתן מענקים והעמדת ערבויות.

הפיקוח על הבנקים, נמצא בעיצומו של תהליך ניתוח והפקת תובנות

ראשוני מהמשבר, ותהליך כזה מתנהל גם בבנקים ובחברות כרטיסי האשראי.

נסקרו צעדי הפיקוח על הבנקים בהתמודדות עם משבר וירוס הקורונה והסיוע למשקי הבית והעסקים, הודגשו המוכנות וההיערכות של המערכת הבנקאית וחברות כרטיסי האשראי בישראל שאיפשרו להם להתמודד עם משבר משמעותי תוך שימור יכולתם לתמוך במשק.

המערכת נרתמה והגיבה מיד עם פרוץ המשבר במתן אשראי ודחיות תשלומים, וביצעה במהירות את המעבר התפעולי בפעילותה משגרה לחירום.

אחד הגורמים המרכזים שאפשר את ההנעה של המערכת הבנקאית הוא ההקלות שניתנו על ידי הפיקוח על הבנקים - בראשם ההקלה בדרישות ההון, כמו גם, סדרה של הקלות נוספות שהקלו על מתן שירותי בנקאות לאוכלוסיות רחבות תוך אפשור הרציפות וההמשכיות התפקודית בימי הסגר.

כמו כן, הטרנספורמציה הדיגיטלית שעברה המערכת בשנים האחרונות, בעידוד וליווי הפיקוח על הבנקים, אפשרה את המשך מתן השירותים הבנקאיים לציבור במשבר גם לאור מגבלות התנועה בציבור, ובשעה שמרבית סניפי הבנקים היו סגורים.

הפיקוח על הבנקים נמצא בעיצומו של תהליך ניתוח והפקת תובנות ראשוני מהמשבר, ותהליך כזה מתרחש גם בבנקים ובחברות כרטיסי האשראי. הסיכונים העיקריים שעל המערכת להתמודד איתם בראייה צופת פני עתיד, ביניהם: סיכוני האשראי, שצפויים לעלות בשילוב עם ציפייה לגידול בהפרשות להפסדי אשראי, סיכוני הסייבר, לאור העלייה בשימוש בערוצים הישירים, וסיכוני מימון טרור ואיסור הלבנת הון, שגם הם מושפעים מהעלייה בשימוש בערוצים הישירים.

כל אלו דורשים התאמה של תהליכי ניהול הסיכונים.

המציאות הכלכלית מאופיינת בחוסר ודאות, ורמת הסיכון הנלווית לפעילות המערכת הבנקאית עולה. הפיקוח על הבנקים ימשיך לנטר ולעקוב אחר יציבות המערכת הבנקאית ונזילותה, ועל הבנקים מוטלת החובה להמשיך ללוות את לקוחותיהם על מנת לתת מענה מיטבי לצרכי הלקוחות, ובמקביל להבין את התפתחות הסיכונים הגלומים בתיקי האשראי הבנקאיים. שעה זו מהווה גם הזדמנות למערכת להמשיך במינוף המעבר לפעילות באמצעים הדיגיטליים ובכך לתרום לרווחת הלקוח הבנקאי הן בנוחות וקלות ביצוע הפעולות והן בעלות המופחתת בפעילות זו. עוד הוסיף המפקח, כי בשל אופיו הייחודי של המשבר, קיימת חשיבות לפעילות משולבת ומתואמת בין הגופים השונים בראיה מערכתית, בין היתר, באמצעות מעורבות ממשלתית בסיוע לצליחת המשבר בדרך של דמי אבטלה, מתן מענקים והעמדת ערבויות.

סאמר חאג' יחיא

ערב טוב לכולם, ותודה על ההזמנה להשתתף בכנס כאחד מדובריו.

הכנתי מצגת רחבה, אך לאור השעה ולאחר המצגות הממצות והמעמיקות של קודמיי המכובדים, אקצר על מנת למנוע כפילויות, אך אתן דגשים נוספים ופרספקטיבה מסוג אחר למשבר הקורונה. פרספקטיבה זו תסייע בהבנת המורכבות בעת עריכת והצגת נתונים כספיים, מתודולוגיית חישוב הפרשות להפסדי אשראי, וכן מתן תחזיות וכל זאת בעת ניהול משבר פיננסי ורפואי.

התמודדות עם משבר פיננסי מצריכה לגשת אליו עם פתיחות מחשבתית והכרה בכך שאין שני משברים פיננסיים דומים אחד לשני. לרוב, כלכלנים מנסים להשוואת במהלך משבר בינו לבין אלה שקדמו לו, אך אינני מכיר דוגמא לשני משברים ברי-השוואה. יש להכיר כי, בין משבר אחד לאחר יש נסיבות וסיבות שונות המצריכות ניתוח של המצב, ניהולו והתמודדות השונים בתכלית. השונות מבחינת הנסיבות באה לידי ביטוי, בין היתר, בהיבטי מאקרו כלכלה, פיננסים, טכנולוגיה, מבנה שוק ההון, שקיפות ועוד. על אותו משקל, ישנה שונות גם בסיבות שהובילו למשבר - בועה טכנולוגית, בועת נדל"ן, מינוף יתר וכדומה. אחת הטעויות שהיו בתחילת המשבר, בדומה לדבריו של פרופסור ברנע, הינה העובדה שהשוו מיידית את משבר הקורונה למשבר משנת 2008, וכל זאת כאשר כמעט ואין שום מאפיין דומה ביניהם. בעוד האחרון היה משבר ריאלי, משבר הקורונה הינו משבר משולב עבור הבנקים כאשר ההיבט הבריאותי השפיע והשליך על רבדים פיננסיים. במשבר הקורונה, למרות שרבים סברו בראשית הדרך כי הבנקים הולכים להיות בצרות- ההפך הוא הנכון. בשל כך, כל משבר והתמודדות עימו צריכה להיות שונה ומותאמת הן לסיבות והן לנסיבות.

בנוסף, יש להכיר בעובדה, שיכולת הכלכלנים לחזות את העתיד הינה מוגבלת. בעיניי וכאמירה כללית שנכונה לכל דיסציפלינה, אחת התכונות הקרדינליות של איש מקצוע הינה הכרת גבולות כישוריו. בשל כך, וכפי שציין המפקח, אין לצפות ולחשוב שיש בבנקים יכולות הצופות פני עתיד לחיזוי הדברים שיתפתחו ויתרחשו בהמשך הדרך. אקדמיה הינה כר נוח לביצוע תרגילים מחשבתיים ותרחישים שונים לחיזוי העתיד, אך כאשר לפרסום מידע קריטי כזה יש השלכות משמעותיות על צעדי הקוראים, חובה עליך לדעת היכן עוברות גבולות הידע שלך והמידע שאתה יכול לפרסם. משבר הקורונה הינו תקדימי בהיסטוריה, לא רק בגלל הסוג שלו, אלא כאמור מאחר והוא משבר משולב. בהיותו כזה, הוא טומן בחובו ראיה צופת פני עתיד שקשה לכלכלנים ולבנקאים להעריך ולחזות זאת, ובשל כך אני סבור שיהיה נכון עבור כלכלנים לא להתיימר להיות בעלי יכולת לחזות את העתיד עם כדור בדולח. בעת בניית תחזית בזמן משבר, יש לתת דגש, ין היתר, לאלמנטים הבאים הנדרשים לכך:

א. בתחום הבריאות: כלכלנים אינם בעלי מומחיות בתחום זה, אך משבר הקורונה העמיד אף את אנשי הרפואה במצב ידע דומה, לא רק בארץ אלא בכל העולם.

ב. החלטות פוליטיות: האם יש הדרג הפוליטי ינקטו בצעדי סגר, באיזה היקף, על בסיס אילו פרמטרים; האם יש לתקצב שונה את בתי החולים או באם לאו, האם המערכת הרפואית הינה הגורם שמנהל את המשבר או גורם מקצועי תומך בתחומו גרידא; האם הממשלה תאמץ תכנית כלכלית ומה תכלול; לתת עוד ערבויות או לא וכן באילו תנאים.

ג. התנהגות חברתית: האם אנשים יהיו צייתנים להוראות או לא, ילכו לאירועים חברתיים או יימנעו מכך. קשה לחזות היבטים אלו אשר הינם בעלי השפעה. בעת היציאה מהגל הראשון היינו מאוד אופטימיים, אך בנקודת הזמן הנוכחית אינני בטוח כיצד יתפתח הגל השני ומה התרומה וההשפעה של ההתנהגות החברתית לכך.

ד. הסלמה ביטחונית: בישראל תמיד יש סיכון חלילה שתתרחש הסלמה ביטחונית, במיוחד בעת ובזמנים של משבר כלכלי.

הבנקים פגשו את משבר הקורונה במצב הרבה יותר מאשר את המשבר בשנת 2008, וזאת בכמה היבטים עיקריים.

א. מבחינה פיננסית: בהמשך לדבריו של המפקח, הבנקים נכנסו למשבר עם הלימות הון ויחס נזילות מאוד גבוהים - 10 אחוזים ומעלה של הלימות הון, ו-110 אחוזים ומעלה ביחס הנזילות.

ב. התקדמות טכנולוגית שאין דומה לה מאז המפץ של 2008/2007: תעשיית הפינטק השתנה לאין הכר מאז 2008. כמו כן בשנים 2008/2007 פרצו לתודעתנו הפייסבוק, האיפון, ועוד התפתחויות טכנולוגיות ששינו את חיינו. הדבר אפשר לנו לשמור על גמישות ניהולית באופן הפעלת המשאב האנושי ולצלוח את המשבר, לפחות במהלך הגל הראשון, רק עם 30-25 אחוזים מכוח העבודה. יצוין כי ירידה זו בהיקף המשאב האנושי במקום העבודה, מ-100 אחוזים לכ-30 אחוזים, התרחש כמעט בין לילה. הצלחת מעבר זה, תוך שמירה על בריאות העובדים לצד מתן מענה מקצועי לכל צרכי הלקוחות, איננה מובנת מאליה. לא ניתן למנות ענף אחר שיורד בהיקף הפעלת המשאב האנושי מ-100 אחוזים ל-30 אחוזים תוך המשך מתן שירותיו המקצועיים באופן מלא לחלוטין ואף עולה בתפוקה ובהיקף השירות ב-200 אחוזים.

ג. המשכיות עסקית: אמנם שורש הבעיה של משבר הקורונה שונה מהתרחישים שתוכננו ונלקחו בחשבון בתכניות ההמשכיות העסקית, אך עם זאת חלק גדול מהאלמנטים דומים במאפייניהם. הבנקים עובדים באופן מתמיד על תרחישי הקיצון השונים האפשריים תוך אתגור מתמיד של הנחות היסוד. לאור כך שאנו בישראל במיוחד למודי ניסיון של מערכות וקשיים שונים, תכוניות ההמשכיות העסקית בבנקים הינן חזקות במיוחד.

לאור האמור לעיל, וכפי שציין המפקח, הבנקים היו הראשונים והיחידים במשק במהלך חודשים מרץ-אפריל אשר הנשימו את הכלכלה הישראלית. באופן דומה לכך שבתי החולים הנשימו את האנשים, הבנקים היו אלו שהנשימו את הכלכלה הישראלית - לא חברות ואשראי חוץ בנקאי ולא הממשלה. בתחילת המשבר הייתה קונספציה מוטעית שהבנקים סוגרים את הדלתות, אך הדבר נהפוך הוא. כפי שפורסם והוצג כעת על ידי המפקח, תקופת המשבר ופינה בצמיחה משמעותית במתן אשראי על ידי בנקים, השקולה לכעשרות אחוזים במונחים שנתיים וכל זאת תוך מספר ימים בודדים ושבועות ספורים, והכל עם משאב אנושי מצומצם משמעותית ביחס לימי שגרה ועם מגבלות משמעותיות ביכולת ההגעה ללקוחות.

על מנת לסבר את האוזן לגביי האתגרים איתם התמודדנו במהלך המשבר, ברצוני להציג מספר נקודות על מנת שתוכלו להבין כמה המצב היה מורכב ומאתגר בזמן אמת.

בודדים בארץ ובעולם הבינו שאנחנו על סף כניסה למשבר. משבר הקורונה בסין התחיל כבר במהלך חודשים נובמבר/דצמבר. יחד עם זאת, ועל אף המשבר בסין, הייתה אופטימיות כלכלית בינואר. לראייה, אפילו ראש ה-IMF, ארגון שהוא לרוב פחות אופטימי בתרחישיו הכלכליים, הציג אופטימיות לגביי הכלכלה העולמית ב-2020, ולכן לא באמת חשבו שאנחנו בדרך אל תוך משבר. לפחות במקרה שלנו, בבנק לאומי, עקבנו מקרוב אחר התפתחות משבר הקורונה כבר מדצמבר. כמובן לא ידענו שהמשבר יגיע לאן שהגיע, אך המשכנו לעקוב בינואר אחר ההתפתחויות, וכפועל יוצא כבר במהלך פברואר, טרם קבלת הנחיות במשק, נכנסנו בבנק לאומי לניהול משבר - לא להכנה לקראת המשבר, אלא לניהולו דה פקטו. המעקב האדוק שלנו לגביי התפתחות המשבר כבר משלב מאוד מוקדם אפשר לנו לבצע היערכות זו ולהיות חלוצים במשק הישראלי בכללותו.

משבר הקורונה התפרץ במהלך תקופה בשנה בה הבנקים מכריזים על תכניות העבודה שלהם - לרוב בדצמבר מגבשים את תוכניות העבודה ובמהלך ינואר מתקשרים זאת לעובדים. בשל כך, אני מניח שרוב הבנקים נאלצנו לבצע שינוי חד ומהיר בכיוון, וכל זאת תוך שבוע/שבועיים, ממצב של אופטימיות לגביי 2020 למצב של מגננה,

קרי ממוד של צמיחה - לניהול סיכונים. יש להבין שמדובר במורכבות גדולה מאוד בהעברה מסודרת של הבנק בכל הארץ ממצב אחד לשני.

מעבר שכזה צריך להיעשות עם מוטב שליטה אדוקה על כל מה שקורה בשטח, באופן שוטף, בצדק, בחוכמה ובאחריות, וברצוני לציין כי הפיקוח היה מאוד קשוב ואקטיבי בבחינה מה הוא יכול לעשות כדי לעזור לבנקים לבוא לקראת הלקוחות. יש להבין שמעבר שכזה מצריך כלים שלובים מבחינה משפטית, מבחינה טכנולוגית, מבחינת סייבר, ומבחינת היכולת לתרגם החלטות לביצוע בפועל על ידי השטח; הכל עבד כשורה.

בתקופה זו יש לשמור על התקשורת- פנים וחוץ ארגונית במקביל. יש לזכור שהרבה אנשים לא היו מוכנים לקראת משבר שכזה במהלכו רוב הארגון נמצא בבית וחלקו גם, ובצדק, עם דאגות אישיות, דאגות לילדים, דאגות להורים, וכל זאת תוך מציאת פתרונות להיבטים לוגיסטיים כגון תחבורה, כיצד הילדים יגיעו לבית ספר, ובו זמנית הוא מודע לכך שהוא צריך לעבוד במקום העבודה או מהבית. מורכבות זו הביאה אותנו להבנה שיש לבצע התאמות גם בהיבטים אלו ואופן ניהול המשאב האנושי. אם בדרך כלל בניהול משבר צריך לדעת לנהל את העסק, משבר זה הוסיף נדבך של ניהול המשאב האנושי, דאגה לבריאותם וחיזוקם קודם כל. היה צריך להפנים שהמטרה הראשונה של העסק הוא שמירה על בריאות וביטחונם העובדים והלקוחות, דבר אשר הינו רגיל וטבעי אך לרוב אינו במסגרת הפרמטרים המצויים על השולחן.

משבר לרוב אורך פרק זמן קצר במהלכו אתה פועל להבטחת שירות בנקאי נאות, ואז מתחילים לתכנן חזרה לשגרה. במשבר הקורונה ההמשכיות העסקית מתייחסת גם לניהול הקו השני והשלישי, בעוד לרוב המשכיות עסקית במשברים מתייחסת לקו הראשון בלבד- האם אנחנו יכולים לתת הלוואות, להוציא צ'קים, להוציא כרטיסי אשראי. במשבר זה מעבר לכך שפעלנו מהר מאוד בכל היבטי הקו הראשון (פתחנו קווי אשראי, שלחנו צ'קים ונתנו מענה מלא לכל צרכי הלקוחות) תוך מודעות לבעיות שצפו מהשטח ומתן פתרונות מהירים, היה עלינו לדאוג לביטחונם של העובדים. למעשה, ניהלנו שתי מערכות במקביל - אחת מבחינה פיננסית ואחת מבחינת המשכיות עסקית, כאשר כאמור לרוב הן לא מתרחשות במקביל. אם יש מערכה צבאית, זה המשכיות עסקית, אך הפעם היה צריך לדאוג לא רק שהכסף יתנהל והלקוחות יקבלו מענה, אלא בו זמנית לנהל את החשיפות השונות. החשיפה הפיננסית המשמעותית מקורה בדרך כלל בשוקי ההון, אחר כך הסיכון מתורגם למשקי בית, עסקים קטנים וכן עסקים גדולים. כנ"ל לגבי המשכיות עסקית - צריך לזהות איפה הסיכונים העיקריים בהיבטים אלו ומתן מענה.

במקרה הזה, הסיכון הגדול ביותר בהיבט המשכיות עסקית היה מערכות הליבה וסיכוני הסייבר. הסייבר היה הסיכון המשמעותי ביותר במשבר מאחר והיינו פרוסים הן בעבודה והן בבית כך שמשטח התקיפה היה גדול יותר מתמיד וכן לאור העובדה שידענו מראש שהתקפות הסייבר יכולות להגיע מבחוץ, גם בצד הפלילי וגם בצד המדינתי. במהלך משבר משולב, בריאותי וכלכלי ומחירי נפט נושקים לאפס, הסיכון של התקפות סייבר מקבל משנה חשיבות והפוטנציאל לאירועי תקיפה גדל.

נקודה אחרונה שברצוני לשוחח עמכם - הליך הפקת לקחים. ההבנה המשמעותית ביותר במהלך המשבר הינה שמדובר במשבר מתגלגל. קרי, לא מדובר במצב בו פותרים את הבעיה וממשיכים הלאה, אלא גם צריך לדעת מתי אנחנו עוברים מניהול כניסה למשבר, ספיגה, לניהול מתגלגל וקבוע של המשבר. בין יתר ההחלטות שנדרשנו להן היא האם אנחנו משאירים את העובדים בבית או מחזירים אותם למשרדים, דבר אשר הצריך תכנון וחשיבה רבים. תוך פרק זמן קצר של כחודש התחלנו בביצוע הליך של הפקת לקחים, מאחר וידענו שהמשבר יכול רק להחמיר וחייבים לשנות את ההרגלים שלנו ולפעול מהר מאוד. הליך הפקת הלקחים כלל ארבעה נדבכים, ואציין אותם בקצרה:

א. בצד ההמשכיות העסקית הבנו שצריך לעשות יותר, בין היתר לאור העבודה שייתכן שהמשבר יהיה לאורך תקופה של חודשים.

ב. עדכון תכניות העבודה, כאשר אתה לא יודע אם לאתגר את המערכת (יש בזה סיכון למתיחת היעדים) או להקפיא אותה על שמריה (יש בזה סיכון של איבוד נתח שוק ואי שירות הלקוחות).

ג. שימור תובנות והישגים עסקיים שזכינו בהם, כמו למשל SLA משופר.

ד. עדכון התכנית האסטרטגית.

ה. עדכון תכנית ההשקעה.

כל אלה חייבו אותנו לעשות את כל זה בזמן שאנחנו עדיין מנהלים את המשבר וממשיכים לתת שירות מלא ללקוחותינו.

שלומי שוב

אייל, אנחנו נשמח לשמוע את הזווית שלך כחברת כרטיסי אשראי שעד לא מזמן הייתה חלק מהבנקים ועכשיו היא נפרדת מהם אבל עדיין תחת כנפי המפקח.

אייל דשא

אנחנו באמת לא בנק אנחנו חיה מסוג קצת אחר אבל אנחנו כפופים לפיקוח על הבנקים ולרגולציה של הפיקוח על הבנקים של בנק ישראל וככל שזה שונה קצת מבנק יש גם הרבה מאוד קווי דמיון אבל הדיון הזה עוסק בדוחות כספיים ושלומי ואני מכירים הרבה שנים ויש לנו הרבה שנים את הוויכוח על שני אספקטים בדוחות הכספיים. אחד האם הדוחות הכספיים נכונים ושלומי העלה את השאלה הזו בתחילת הדברים שלו אבל השאלה שהיא לא פחות חשובה בעיני היא האם הדוחות הכספיים מובנים? ולקורא הסביר ואפילו האינטליגנט ולפעמים לאנליסט שיקרא דוחות כספיים של בנקים וגם של חברות שאינם בנקים, הרבה מאוד דברים לא מובנים שם. החשבונאות הצליחה להכניס אותנו למושגים לא ברורים ושל אין סוף מידע וטבלאות. אמרת אמיר, שפעם היו מתמצתים יתר על המידה עכשיו עברו לקיצוניות השנייה. זה כמו שאיך ההנהלה מספקת את צרכי הדירקטוריון שהדירקטוריון אומר לה שהם לא מביאים מספיק אינפורמציה אז מפגיזים את כולם בכזאת כמות של חומר שאף אחד לא יודע מאיפה להתחיל ולהבין מה חשוב ומה לא חשוב. זו בעיה שלא בנק ישראל צריך לטפל בה.

אני רוצה לקחת פניה מאוד חדה ולדבר בגובה של 30 אלף רגל. מה שאנחנו רואים זה שהכלכלה המודרנית התנתקה בעיני כמעט לחלוטין מהכלכלה הקיינסיאנית שלמדנו באוניברסיטה לפני הרבה שנים. ירידת ריבית, אולי בניגוד קצת למה שאמרת אמיר, לא מסמנת מיתון. והדפסת כסף לא מייצרת אינפלציה תראו מה קורה היום בעולם, אנחנו רק מיקרו קוסמוס של כמות הכסף שממשלות שופכות לעולם. אז אפשר להגיד "חכו חכו זה עוד יגיע" אבל ראינו שהדפסת כסף לא כל כך מייצרת אינפלציה וההשלכות שהכרנו אותם בעבר שאתה לוחץ על כפתור במקום אחד ויוצאת לך תוצאה די ברורה בצד השני, אנחנו כבר לא רואים את זה היום. נדבר תכף על יכולת חיזוי ובעולם של דיסאינפורמציה ואנחנו חיים בעולם של דיסאינפורמציה, אי אפשר לסמוך על שום פיסת מידע שאנחנו חשופים אליה.

מחירי המניות לא משקפים שווי וראינו את הv shape החד הזה של תנועת שווקי ההון. אני קורא די בהתפעלות את הכתבות שמאשימות את הבורסה בתל אביב שלא עשתה את התיקון שעשתה בורסה בוול סטריט. אבל ראינו את הv shape שהיה מאוד מאוד חד והאנשים באמצע מרץ לא ידעו יותר מתחילת אפריל אבל ראינו תנועה של 30% של שווקים שלמים, טריליונים של דולרים. מה שאני אומר זה שאי אפשר לסמוך על זה והמחירים משקפים ציפיות לספקולציה ולא שווי הוגן וזה נכנס לחשבונאות שהרי הריבית שמשתמשים בחשבונאות בהרבה גופים פיננסים, דיברנו על בנק לאומי ועל ה DCF שעושה להתחייבויות הפנסיוניות שהוא סוחב אחריו וכל תנועה של נגיד הבנק המרכזי של ה Federal Reserve בארה"ב פתאום מייצרת לכם הכנסה או הוצאה בדו"ח רווח והפסד. אתם לא אשמים לא בזה ולא בזה אבל כמו שאמרנו מה שקורה זה שלא מבינים את הדוחות הכספיים, לא מבינים את התוצאה וזה בעייתי.

מה שאני אומר זה ששערי הריבית לא תמיד קרובים למחירי ההון, התרחקו לחלוטין ממחירי ההון. אנחנו יודעים שמחירי ההון מורכבים מעוד כמה דברים. תכניסו לעולם הזה משבר שהוא כמעט אפוקליפטי כמו משבר הקורונה ותקבלו את המגבלות ואת יכולת החיזוי שיש לנו האנשים שבסופו של דבר חותמים על הדוחות הכספיים. וזה שאנחנו מאבדים את הבסיס היציב והעובדתי של הנתונים. חלק גדול מהשינויים של ההפרשות לחובות מסופקים בבנקים נובעים גם מהערכות שונות של אנשים שונים איך נראה תיק האשראי שלהם. חשוב גם למתי הם פרסמו את הדוח, כמה מוקדם בתהליך הם פרסמו את הדוח כי ככל שהתקדמו ידעו יותר וגם מה הם עשו ברבעון הקודם שלא היה קשור בכלל לקורונה. אנחנו צריכים בעניין הזה להיות כנים עם עצמנו, אבל יש כאן איזשהו ערפול. התמונה בסוף תתבהר, הערפל יתפזר. זה יקח עוד רבעון או עוד שני רבעונים. ובד"כ אנשים שאחראים על ניהול סיכונים והבנקאים הם רובם כאלה, לוקחים את זה לקצה.

היה אצלנו דיון בדירקטוריון על ההפרשה לחובות מסופקים. אנחנו הגדלנו את ההפרשה הקבוצתית, בחברות כרטיסי אשראי זה יותר גבוה מאשר בבנקים, מ-2.3 ל-2.7. בערך 17% גידול, וכל הגידול הזה נספג ברבעון אחד. באו דירקטורים ואמרו: "רגע, זה לא יותר מידי? אתם בטוחים שאלה המספרים?" לדירקטוריון אין סמכויות סימטריות, הוא יכול לבוא להנהלה ולהגיד שזה לא מספיק שמרני וזה לא מספיק זהיר, הוא לא יכול לבוא להנהלה ולהגיד לה שזה יותר מידי שמרני או יותר מידי זהיר ושישפרו את הדוחות. אין לנו סמכות לעשות דבר כזה. והדיון עצמו נכנס לתוך העובדות ולתוך הפרטים שמביא בחשבון גם פרמטרים של מאקרו. תסתכלו אני לא בא בטענה או ביקורת חלילה, על התחזיות של בנק ישראל ב-3 החודשים האחרונים, בערך כל שבועיים שלושה התחזית משתנה על סמך הנתונים העדכניים שיש. אף אחד לא יודע לחזות את הדברים וזו הבעיה המרכזית שחשבונאות יש הרבה מאוד חיזוי.

בכל מקרה, מכניסים את המשבר הזה שהוא שונה לגמרי ואני מסכים שהוא שונה לגמרי מהמשבר של 2008 ושונה מהמשבר של 2003 ושונה מהמשבר של 1987 מי שזוכר את זה. הוא משהו אחר לחלוטין ואת הקצה של הקצה שלו אנחנו עוד לא כל כך רואים. מה אנחנו כן רואים? אני דווקא אתחיל מהעלייה בסיכוני הסייבר שנובעת גם מזה

שיש הרבה מאוד אנשים שיושבים בבית ואוהבים לעסוק בזה. אבל הצד השני של העבודה מהבית מייצרת תפר שעוד לא יודעים לסגור אותו כמו שצריך, והרבה מאוד חברות שעברו מהר מאוד מ100% עבודה במשרד ל 50%- עבודה מהבית לא יודעות לסגור את התפר הזה. שם הסיכון הכי גדול בעיני, יותר גדול מסיכוני אשראי. ופה אתה אף פעם לא משקיע מספיק כדי להתגונן כי במשחק הזה של שוטרים וגנבים הגנבים תמיד עובדים יותר מהר.

כמובן עלייה בסיכון האשראי, במוסר התשלומים. אנשים שמרגישים שהמדינה לא תומכת בהם, דבר ראשון הם יעצרו ולא ישלמו את ההלוואות שלהם. רובם יחזרו אחר כך לשלם את ההלוואות. מדברים על סיכוני מקרו, רמת אבטלה אמרתי קודם שהכלכלה משתנה זו כלכלה אחרת. גם הגדרה של אבטלה השתנתה לנו מול העיניים בלי שהרגשנו ומגדירים את זה היום אחרת לגמרי אבל אנחנו משתמשים בנתוני אבטלה במודלים ישנים. צריך קודם כל לשנות את המודלים.

כשקורה משהו הוא תמיד הרבה יותר קיצוני והרבה יותר חמור מתרחיש הקיצון הקיצוני. אבל בד"כ ההסתברות שזה יקרה היא הרבה יותר נמוכה ממה שאנחנו חוזים בתרחישי הקיצון. וכולנו מכירים את מפות החום של הסתברות וגודל הנזק ואיפה אתה נמצא ובשביל מה אנחנו עושים את זה? זה לא תרגיל אינטלקטואלי, זו עבודה חשיבתית שהמטרה שלה אחר כך זה לגזור פעולות אופרטיביות. אתה צריך לעשות עם זה. כשאנחנו מדברים על חברות פרטיות הדברים יותר פשוטים אבל כאשר חברות נמצאות תחת עין הציבור, אתה צריך לקבל החלטות על סמך תרחישי קיצון שהמשמעות שלהם היא להפסיק לתת הלוואות או לחתוך בצורה קיצונית את רמת ההוצאה שלך כדי להתאים אותה לרמת ההכנסה הטבעית שיכולה לקרות בתרחיש הקיצון ואם אתה עושה טעות אז אתה משלם ביוקר, ואם אתה לא עושה את זה ועשית טעות גם אז אתה משלם על זה ביוקר. והחרב המתהפכת הזאת של בעלי מניות מוסדיים מטעם הציבור יושבת עם קבלת ההחלטות האלה וצריך לקחת את זה בחשבון.

אמר את זה סאמר, הפוקוס שלנו עובר מניהול הזדמנויות לניהול סיכונים. וזה לא שלא היה פוקוס על ניהול סיכונים קודם, אבל כמות הזמן שההנהלה הייתה משקיעה בניהול סיכונים לעומת ניהול הזדמנויות, המיקס השתנה באופן דרמטי.

במדינת ישראל יש תופעה חריגה שאותם רואי חשבון מכסים את כל הבנקים וכשקוראים את הביאורים רואים שאפילו לא מתאמצים ומעתיקים את הביאור כי עוסק באותו נושא והנוסח מאוד דומה. אבל לרואי החשבון יש פה תפקיד מרכזי בלעזור להנהלות לקבל החלטות מושכלות כי יש להם תמונה מאוד רחבה, בלי לחשוף אינפורמציה וחשוב להשתמש בזה.

דבר אחרון זה תפקידו של בנק ישראל, בנק ישראל עשה הרבה מאוד דברים נכונים ויוצאי דופן בתהליך של הקורונה ועוד לא הסתיימה העבודה שלהם ושאפו על הדברים האלה, אנחנו מאוד מעריכים את זה. אני חושב שבנק ישראל צריך לקחת חלק יותר פעיל בגיבוש המדיניות הכלכלית, קולו נשמע פחות מידי. התהליכים הפוליטיים מתחילים להיכנס הרבה יותר עמוק לתוך תכניות מקבלי ההחלטות של הרגולטורים וכללים עסקיים. זה לא תמיד היה ככה אבל זו המציאות וצריך לחיות איתה. בנק ישראל זה הגורם היציב המקצועי היחיד שבראשו לא עומד פוליטיקאי והוא רואה את הדברים באופן מקצועי ואובייקטיבי וקולו צריך להישמע יותר חזק.

ארז סופר

אני חייב להתייחס נוכח הדברים שנאמרו עד כה, ברמה העובדתית לא בכל הבנקים יש אותם רואי חשבון נכון שהדוחות נראים אותו הדבר כי המבנה של הדוחות נקבע על ידי הפיקוח על הבנקים אז מן הסתם הדוחות צריכים להיראות אותו הדבר זה רק בקטע העובדתי. לעניין האמירות בדבר מתן סמכות לפיקוח על הבנקים לקבוע את תקני החשבונאות בבנקים, נזכרתי בסיפור, לפני כשלוש שנים ביקשה ממני המפקחת להיפגש עם נציגי ה-OECD הם באים לארץ פעם שנה ורצו לפגוש רואה חשבון של בנקים בפגישה עימם שאלו אותי שאלה מאוד מעניינת- מדוע זהו המקום היחידי בעולם שהמפקח על הבנקים אחראי על התקינה החשבונאית ואני אמרתי להם תקשיבו המפקח על הבנקים כותב את התקינה החשבונאית כי באמצעות התקינה חשבונאית הוא גם מווסת את פעילות הבנקים. הזכרתי להם שלמעשה שקיימת טענה שמשבר נזילות שהיה בארה"ב התחיל בסוף, כנראה זה לא מובהק, מאיזשהו תקן חשבונאי. והם אמרו אתם היהודים חכמים. צריך לראות את כל המכלול ואני מזכיר ואומר יכול להיות שהדוחות של הבנקים עמוסים מידי כמו שנטען קודם. אבל גם

אני כשאני רואה דוח של חברת ביטוח אני לא בדיוק מבין מה קורה שם. אבל בסוף בוא נאמר המידע נמצא למי שצריך ויש כאלו שרוצים להעמיק יותר.

אני קורא דוחות של אנליסטים ואני חושב שהם דווקא כן מבינים והם כן נכנסים למקומות שאולי לא מעניין את הקורא הרגיל אבל בהחלט יש שם הרבה מאוד מידע שמי שמבין אותו גם יכול להשתמש בו. שלומי ביקש ממני לרוץ במהירות איך נראים הדוחות הכספיים באירופה ובארה"ב ברבעון הראשון בנוגע להפסדי אשראי לעומת הבנקים בישראל. אבל לפני כן חשוב לי להגיד לפחות בהסתכלות שלי על מה שקורה כרגע אנחנו הולכים למשבר, נראה לי שזה די ברור. אני מניח ששיעורי האבטלה שזה למעשה הסיכון המרכזי לפחות מנתחים את סיכון המשכנתאות וכולי האמירה היא שאין לנו בעיה בסיכון הנובח מירידת מחירי הדיור, זה לא מטריד אותנו מחירי הדיור אבל שיעורי האבטלה הם מטרידים.

אנחנו נכנסים למשבר שלדעתי שלא חווינו כמותו במדינת ישראל, לא היינו במשבר שבו למעשה יש כל כך הרבה אשראי צרכני ואשראי לעסקים קטנים זה לא היה בעבר. שלומי הזכיר בתחילת דבריו, את כל הנושא של מתן אשראי ואני לא מדבר רק על הבנקים. כל הגופים החוץ בנקאיים, היום אפשר לקבל מכל מקום אשראי, ליסינג זה אשראי לא משנה איך קוראים לזה, זה אשראי לכל דבר ועניין. הצרכן צורך יותר באשראי,זה היה גם אחד ממנועי הצמיחה בואו נודה על האמת, , אנשים קנו יותר, נסעו יותר, הוציאו יותר והמשק צמח וצמח. הבעיה האמיתית שבדרך כלל משברים לא קורים ביום אחד המיתון מגיע בתהליך. פה זה קרה ביום אחד כי פתאום באה הקורונה ומה שמטריד אותי והמפקח קרא לזה סיכון מוניטין אבל אני לוקח את זה דווקא לעולם שלנו.

אני מתייחס לנושא של הטיפול באשראי צרכנים ועסקים קטנים כי בסופו היום עסק קטן מערבב את הכל, אין בדיוק הפרדה בין האשראי לעסק לבין אשראי הצרכני מטריד אותי שאין לנו ניסיון לטפל באירוע כזה במדינת ישראל. האמריקאים יודעים שבערך כל עשר שנים הם זורקים אנשים מהבתים, והכל ברור להם והכל קל, האנגלים אותו הדבר. בארץ לא התמודדנו עם מצב כזה. הנושא הזה, מעבר לסוגיה הכלכלית יש פה גם סוגיה חברתית שמישהו צריך לתת את הדעת עליה.

אני מגיע לנושא של רמת הגילוי בנוגע להשלכות הקורנה על הפסדי האשראי, מה הבנקים בישראל דווחו ומה דווחו בנקים בעולם, אני ממש אסקור את זה בקצרה. ברמת ההוצאות להפסדי אשראי אני חושב שגם המפקח אמר את זה, כשאנחנו מסתכלים ובאמת אספנו קצת נתונים והשוונו מה קרה בישראל לעומת מה ארה"ב ואירופה, אפשר לראות שבישראל ההוצאה הרבעונית הייתה פחות או יותר כמו ההוצאה השנתית ב-2019. בנק הפועלים כמו שאייל אמר, הדוח שלהם יצא קצת מאוחר אז חלק מההשפעות כבר היו, אבל ההנחה היא שההפרשה הרבעונית בכל הבנקים הישראלים הייתה פחות או יותר כמו ההפרשה השנתית. כשמסתכלים על הבנקים בארה"ב אפשר לראות כמעט את אותה התמונה, כאשר במקומות מסוימים והסתכלנו פנימה למשל ב- JP Morgan וב- Wells Fargo, אשר כפי שרואים בשקף הפרישו יותר מרמה שנתית אולם כשנכנסים פנימה וחופרים בכל המידע שנמצא ,גם בדוחות של הבנקים האמריקאים יש המון המון מידע, ומי שרוצה לצלול פנימה אז הוא גם יכול להבין. אפשר לראות שההפרשה ב-JP וב-Wells מושפעת מחשיפה מאוד גדולה ל- gas and Oil , כולנו יודעים מה קרה למחיר הנפט וההבנקים הללו ככל הנראה חשופים מאוד לחברות הגדולות בתחום. אותו הדבר ראינו גם בבנקים אירופים, כשמסתכלים על הבנקים האירופאים אפשר לראות שפחות או יותר ההפרשה הרבעונית היא בגודל ההפרשה השנתית. בשקף מופיע בנק דני שאצלו באמת זהינו קפיצה של כמעט פי 3, כשמסתכלים פנימה על מה הוא רשם, אז 50% מההפרשה היא בגין אשראי למוסדיים כנגד השקעות בתחום ה- gas and Oil .

אמיר ברנע

היא קבוצתית גם שם?

ארז סופר

אכן אתה אומר שלצורך העניין הם הגדילו יותר במרכיב התנועה הרבעוני בגין מרכיב הדיור. כלומר הבנקים בישראל רשמו אפילו טיפה יותר.

בכל מקרה, מפאת המן הקצר נסתכל על הגילוי הכי משמעותי למשל HSBC שרשם 4 מיליארד דולר הפרשה ברבעון בדווח כותב שאם היה הולך בתרחיש הכי חמור היהרושם עוד 4 מיליארד דולר אולם לא נותן פרטים על אופן חישובו. באופן כללי זה המידע שכללו הבנקים הזרים , האם מזה אפשר ללמוד ולנתח ורגישויות? הם כותבים את זה יפה באנגלית, זה זורם כזה אבל בסוף שאתה בא ל- sense של הדבר, האם מזה הקורא יכול בסופו של דבר כמו שאמרתם קודם לכן לבצע ניתוחים, לדעתי קשה מאוד.

אמיר ברנע

זאת אומרת שבעצם ההפרשה פה יותר גדולה? כי אם אתה מוריד את המשכנתאות שזה סקטור רציני שבארץ אתה אומר יש לו תנאי כניסה אחרים ביחס LTV וביחס עם ההכנסה השוטפת. אז בעצם סה"כ ההפרשה היא דומה אז הלכנו על הצד המסחרי.

ארז סופר

אכן אתה אומר שלצורך העניין הם הגדילו יותר במרכיב התנועה הרבעוני בגין מרכיב הדיור. כלומר הבנקים בישראל רשמו אפילו

טיפה יותר.

בכל מקרה, מפאת המן הקצר נסתכל על הגילוי הכי משמעותי למשל HSBC שרשם 4 מיליארד דולר הפרשה ברבעון בדווח כותב שאם היה הולך בתרחיש הכי חמור היהרושם עוד 4 מיליארד דולר אולם לא נותן פרטים על אופן חישובו. באופן כללי זה המידע שכללו הבנקים הזרים , האם מזה אפשר ללמוד ולנתח ורגישויות? . הם כותבים את זה יפה באנגלית, זה זורם כזה אבל בסוף שאתה בא ל- sense של הדבר, האם מזה הקורא יכול בסופו של דבר כמו שאמרתם קודם לכן לבצע ניתוחים, לדעתי קשה מאוד.

אמיר ברנע

יתרת ההפרשה לעומת האשראי דומה?

ארז סופר

להערכתי כן אבל כשאני מסתכל על HSBC מזיכרון 1.51%, אמר המפקח הפועלים 1.73%, ולאומי 1.58% משהו כזה. פחות או יותר רואים את אותם שיעורים . אני מסכים עם המפקח, 0.25% נמוך נראה לי שכל הבנקים היו קונים את זה עכשיו וחותמים צ'קים.. הרי מה היא ההפרשה הקבוצתית בישראל ?ההפרשה מהווה מעין IBNR פלוס התאמות רגולטוריות צופות פני עתיד, לדוגמא אשראי לאנשים פרטיים שהמפקח החליט או המפקחת, תכלל הפרשה 0.35% על אשראי לאנשים פרטיים זה צעד רגולטורי זה לא צעד חשבונאי. זה לא קשור לסיכונים שקיימים כרגע זה לא IBNR, זה צופה פני עתיד, כנ"ל לגבי המשכנתאות וכולי. כלומר אם במערכת הממוצע 1.5% , ואתה (אמיר ברנע) אומר 0.25% לשנה זאת אומרת שתקופת הגילוי היא 6 שנים וזה לא הגיוני. אני כן חי יותר עם מספר של 0.75 בתקופות האלו יש פה המון אי ודאות אדירה כי מה הוא האירוע. האם האירוע הוא הנגיף כי האירוע קרה או מה שבא אחריו כל המשברים וזאת שאלה ענקית. ולכן כל הבנקים כותבים על אי הודאות וקשה להעריך וכולי, לא רק הבנקים הישראליים שכותבים קצר , אני מדבר על הבנקים הזרים . שכותבים הרבה לדוגמא Deutsche Bank כותב הרבה אבל בסוף הוא לא נותן לך את המספרים שאתה שלומי מחפש . מתייחס לקביעת ה-ECB שהבנקים באירופה יקחו תחזית ל-3 שנים, כי בדרך כלל מחשבים שנתיים„ הבנקים הזרים מדגישים את האירוע שזה אירוע של פעם ב-100 שנה, אחד הבנקים הזרים מציין שהוא הלך על התרחישים שהיו במשבר האשראי בשנת 2008 למה? כי זה המשבר האחרון שהוא מכיר כנראה. אפשר לראות בדוחות שקיימת אי ודאות גדולה. המון המון מספרים. אולם כשאתה נכנס פנימהלא תמצא את אותם ניתוחי רגישות כמותיים מהם תוכל ללמוד מה יהיה צפי ההפרשות בהמשך.

אלון גלזר

אני לוקח מכל הדברים שנאמרו. קודם כל לגבי IFRS או לא IFRS, אני חושב שדווקא טוב איך שהבנקים מתנהלים. אנחנו במשבר שאנחנו באמת לא יודעים מה קורה, ומצד שני גם אני חושב שגם במשברים קודמים, גם ב-2008 וגם ב-2002 גם לא ידענו מה קורה. כשהיינו בשלושה חודשים אחרי המשבר של 2002 שהוא משבר שהרבה יותר דומה למשבר שאנחנו נמצאים בו היום, משבר של כלכלה, משבר של אבטלה גדולה ואפילו מדינה במצב הרבה יותר קשה, כלומר מדינה עם אג"חים בתשואות של 12%. דווקא אפשר עשות תחזיות. בסוף העבודה שלנו זה לנסות להעריך מה יקרה אז אני חושב שאם נלך למספרים של 2002, אז נראה שאולי בעיניי אם נלך קדימה, אלו המספרים שישקפו- הפרשות מאוד גבוהות, ירידה בפעילות וחזרה לא בעוד הרבה מאוד זמן ואז זה אולי ההסברים ללמה הבנקים נסחרים במכפילים שהם נסחרים, יש חשש. מצד שני אם נלך למספרים שהבנקים נסחרו ב-2002, וב-2008 וב-2011 הרבה יותר נמוך ממה שהם נסחרים היום. בנק דיסקונט נסחר ב-0.27 מה-BV ב-2009 ובנק פועלים ב-0.4. המספרים היום משקפים שהשוק חושש אבל הוא לא בכזאת היסטריה.

אמיר ברנע

הפער בגלל ההפרשות?

אלון גלזר

בעיקר בגלל ההפרשות. אנחנו לא יודעים מה יהיה, מצד אחד יהיו יותר הרבה הפרשות וגם הפעילות תרד, מצד שני מתייעלים מאוד ומקדימים את ההתייעלות ואפילו לא משלמים בונוסים לעובדים. כשאתה מכניס את הכל למשוואה אז הסיפור העיקרי זה ההפרשות. הדבר האחרון זה שהחוסר ודאות עלתה, היום כשאני מהוון מחירים אני גם רוצה לקבל הרבה יותר על הסיכון.

אמיר ברנע

אתה צריך להתמודד עם מצב שאם הבעיה היא ההפרשות, רק גידול מסיבי בהפרשות יכול להסביר ירידה של 30%.

אלון גלזר

נכון. נלך להפרשות ונסתכל גם ב-2002 עברנו גם אז מהפרשות נורא נמוכות להפרשות של 1.5%-1.75%, הפועלים והבינלאומי היו הבנקים שהיו הכי בבעיות. אבל לנו יש את הפריווילגיה לחזות קדימה, כי מותר ונכון לעשות את זה. אז יהיו הפרשות גבוהות מאוד ואנחנו מפחדים עכשיו מהפרשות גבוהות, אבל בסוף נראה שאפילו מפרישים היום אובר ונראה ביטולי הפרשות, אלא אם באמת אנחנו במשבר של שנים ואנחנו לא נצא ממנו. אני חושב שלמדנו שמשברים נראים נורא מפחידים אחרי 3 חודשים וזה משבר שיהיה לו סוף.
למה תיקי האשראי של הבנקים אני מרגיש איתם יותר בטוח? אחד, בגלל יחסי ההון שהם בלי ספק במקום אחר. היינו ממונפים ב-2006 פי 20 והיום אנחנו ממונפים פי 9 לצורך העניין. הדבר השני יש המון גופים שגם המדינה תעזור הפעם, היא תעזור לא רק לבנקים, היא תעזור גם לעסקים לפני, היא תמנע את זה וגם האשראי נמצא מחולק והוא לא רק בבנקים, גם חוץ בנקאי, וגם גופים מוסדיים. האשראי מפוזר בהרבה יותר מקומות, לכן אני חושב שלא נורא. נכון שהיום זה משבר של אשראי צרכני, אבל אני לא בטוח שמשבר של אשראי צרכני הוא יותר בעייתי ממשבר של אשראי של עסקים. הדבר הנוסף שקיים זה הנושא של הפיקוח שידאג לזה. פה אני אחזור לנושא של שלומי טוב שלא עושים IFRS ועושים כמה באמת תיק האשראי לדעתנו צריך ליפול ביום אחד וטוב שמנהלים את זה נכון כלומר, כי לפעמים בשביל היציבות טוב לנהל את זה נכון.

אמיר ברנע

מה שאתה אומר עכשיו זה מאוד עקבי עם מתכונת של יחסי הלימות הון וכל זה כשהיה ברור שהסיכון זה סיכון אשראי שההחלטה של הבנק.

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM
FVF

טופס הצטרפות לרשימת הדיוור של פורום שווי הוגן

Last Name: _____ :שם משפחה

First Name: _____ :שם פרטי

Company: _____ :מקום עבודה

Position: _____ :תפקיד

Telephone (w) _____ :טלפון בעבודה

Telephone (c) _____ :טלפון נייד

Fax: _____ :פקס

E-Mail: _____ :דוא"ל

Address: _____ :כתובת לדואר

Comments: _____ :הערות

_____

_____

☐ מאשר/ת קבלת דיוור עדכונים שוטפים על פעילויות הפורום בדוא"ל.

אנא מלאו את הטופס ושילחו למייל או לכתובת הרשומים מטה.

פורום שווי הוגן, תכנית חשבונאות, בית ספר אריסון למנהל עסקים
המרכז הבינתחומי הרצליה, רחוב האוניברסיטה 8, הרצליה, 4610101
טל'. 09-9527675
fvf@idc.ac.il, www.fvf.org.il

משתתפי פורום שווי הוגן
התש"ף - לפי סדר א'-ב'

יניב אבדי
יאיר אבידן
דן אבנון
עמנואל אבנר
זאב אבלס
שמשון אדלר
ג'קי אהרון
דברת אולפינגר
רגינה אונגר
יבגני אוסטרובסקי
מורן אופיר
גלית אופק
משה אטיאס
דן אטיאס
לילי איילון
אמיר איל
זפט איציק
מיכל אלבז
שמשון אלדר
פנינה אלה
אמנון אלון
דניאלה אליגון
ישראל אליהו
אלי אלעל
אולגה אלקסייב
רוני אלרואי
דוראל אמסלם
יעל אנדורן
צביקה אפל
ירון אשל
אור אקרמן
שמוליק ארבל
אוריון בארי כספי
סמי בבקוב
אמיר בורגר
סבינה בירן
לינדה בן שושן
ירון בנאורי
יוסי בנקל
אלי בן חמו
יגאל ביטון
עמיר בירם
עמרי ביתן
אביטל בר דיין
איתן בר זאב
שגיא ברזני
אורי ברזני
גיא ברכה
שלומי ברטוב
נחמה ברין
עופר ברנדט
איציק ברנע
נבו ברנר
איילת ברנשטיין
משה ברקת
מיה גבאי
גיתית גוברמן
חופית גוטסדינר
אוהד גולד
גנדי גולדשטיין
ברק גונן
גיתית גור גרשנגורן
לביא גיאת
דורון גיבור
נטלי ג'ייקובס
אודי גינדס
אורי גלאור
דרור גד
שיראל גוטמן עמירה
רן גולדשטיין
אורי גלאור
דן גלאי
הילה גלוזמן
אלון גלזר
אביב גלעד
אסתרי גלעוז-רן
אודי גרינברג
גלית גרינברג
יעל ג'רסי
ליאור דגן
מישל דהן
בועז דהרי
מירב דוד
ניר דוד
רענן דוד
מוטי דטלקרמר
דודי דניאל
דגנית דניאל
צחי דרוקר
שרון דרורי
חמוטל דרקסלר
אייל דשא
שמואל האוזר
עודד האושנר
אודי הבר
רון הדסי
זהבית הדר
יוסי הורוביץ
גדי הורן
ערן היימר
אורן הילינגר
ענת הירשברג
איתי הס
טל הפלינג
רונית הראל
רון הראל
אורן הר נבו
אמיתי ובר
עומר וונש
אמיר וידר
דני ויטאן
גיל וייס
דן וייס
יעל וויס
אסף וייס
צבי וינר
שלומי וינר
שמואל ויינשטיין
יהודה ונדרולדה
אמיר וסרמן
עודד ורד
נטע ורדי
אבי ורטהיים
רוני זוכוביצקי
אבי זיגלמן
נודרי זיזוב
יובל זילברשטיין
יוסי זינגר
יהודית זינגר
רונית זלמן מלאך
אסי זלמנוביץ
גיא זמורה
צחי זנזורי
מרק זק
יוסף זרניצקי
יצחק זרניצקי
רון זרניצקי
סאמר חאג' יחיא
לייזה חיימוביץ
רמי חלף
שרון חנס
נתן חץ
אסף חמדני
חסן טאופרה
גיא טביביאן
קארין טוילי
אפרת טולקובסקי
שלומית טייב
ארז טל
דליה טל
עמרי טל
רוני טלמור
תום טרילניק
אילון ידווב
אייל ידווב
יעקב יודקוביץ
מוטי ימין
מאיה יעקב
יוכי יעקובי
ערן יעקובי
סיגל יששכר
אליהו ישראל
יונל כהן
איתן כהן
זיו כהן
אלעד כהן
עדי כהן
שני כהן
רון כהן
עודד כהן
גולן כחלון
משה כמיסה
גיל כץ
מאיה לגרבאום
אורית לופטיג
דניאל לבנטל
אבי לוי
גלעד לוי
רון לוי
רם לוי
רוחה לוין
רוני לזר
אורי לזר
עמיר ליכט
רפי ליפא

משתתפי פורום שווי הוגן
התש"ף - לפי סדר א'-ב'

יאיר לפידות
גיא לקן
גת מגידו
אדוה מדליון
אילן מויאל
אייל מוליאן
טל מופקדי
איתי מוקוטוב
חנן מור
איציק מורוביץ
גיל מור
ניר מורוז
דקלה מושקוביץ
יוקי מושונוב
שגיב מזרחי
ירון מלול
יוני מיחאווי
יניב מלמוד
שיא מנוביץ
ליאת מנור
טלי מנשה
רונן מנשס
חיים מסילתי
איתי מקמל
זיו נאור
הדר נאות
מני נאמן
שי נבו
עודד נוימן
איילת נחמיאס ורבין
יואב נחשון
אילן ניסן כהן
שמר ניר
לירון נעים
גיא נתן
אסף סגל
זלמן סגל

אליהו סופר
ארז סופר
מירי סופרשטיין
אמיר סוראיה
צבי סטפק
ניר סייג
יניב סלומיונוב
מדמוני סלי
מאיר סלייטר
דורית סלינגר
יעל סלטון
ניצן סנדור
הדר סער
ירון ספקטור
עדי סקופ
מיכל עבאדי בויאנג'ו
יורם עדן
אוהד עובד
רוני עופר
לבנת עין שי
רולנד עם שלם
נעמה עמנואל
אוהד עיני
רוני עמיחי
ניר עמיקם
מיכל עמיר
גל עמית
אהרון (רוני) עפר
שחר עקה
רון פאינרו
עדי פארי הרפז
יניב פגוט
ודים פורטנוי
רותי פורטנוי
דניאלה פז
ענת פילצר סומך
שחר פלורנס

צור פנינגשטיין
אילן פלטו
רומן פלק
יפעת פלקון
משה פרידמן
יולי פרלמן
דן פרנס
אורן פרנקל
רות פשצ'ק אליאס
קלרה צברגל
אביעד צוקון
צאלון צמח
ערן צ'רנינסקי
משה קאשי
איתי קדמי
שם טוב קובי
מור קולא
שי קומפל
הילה קונפורטי
רפאל קונפורטי
חיים קידר-לוי
כפיר קלדרון
יזהר קנה
דב קצוביץ
מוטי קפלן
אורי קרן
אלעד קראוס
דוד רביע
לירן רובי
לירן רובין
נועם רובינזון
סיגל רוזן רכב
אופיר רוזנבוים
לידור רוזנצוויג
יהלי רוטנברג
עינת רום
קארן רופא

שרון רייך
יוסי רייטן
יוסי רזניק
טלי ריצמן
רקפת רמיגולסקי
גיל שדה
קים שהם ניר
לנה שוורץ
מנחם שוורץ
יהונתן שוחט
פליקס שופמן
יערה שחורי בן הרוש
ערן שחם
נדב שטינברג
אורי שטרן
קורן שטרן
לבנה שיפמן
אבי שטרנשוס
רינת שילה
יאיר שלהב
גידי שלום בנדור
אלי שמעוני
רקפת שני
רועי שפירא
חגי שרייבר
עודד שריג
אופיר שריד

רשימת דיונים משנים קודמות

תשע"ט

- מפגש יוני 2019: "כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".
- מפגש מאי 2019: "הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".
- מפגש אפריל 2019: "מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?"
- מפגש פברואר 2019: "מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות פירעון"
- מפגש ינואר 2019: "השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח: מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית."
- מפגש דצמבר 2018: "המעבר של חברות הביטוח לסולבנסי II: כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאזן הכלכלי החדש לבין מחיר השוק?"
- מפגש נובמבר 2018: "הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?"

תשע"ח

- מפגש דיון מאי 2018: "כיצד יוצאים מהמשבר במקצוע ראיית החשבון: החל ממתכונת בחינות המועצה ושכר המתמחים ועד למהפכת הביקורת".
- מפגש דיון אפריל 2018: "עשור וחצי לדוח ברנע הדור הבא - חשיבה מחודשת ושאלת אחריות דירקטורים על נתוני חברות בנות וכלולות".
- מפגש דיון פברואר 2018: " מתודולוגיית מחירוני הרכב והשלכותיה רחבות ההיקף על שוק הרכב ונגזרותיו: החל מביטוח ושווי השימוש, דרך דוחות כספיים ושווי בטחונות ועד לתנופת האשראי הצרכני".
- מפגש דיון ינואר 2018: "הצורך באסדרת מידע כספי לא חשבונאי: החל מנון גאפ, דרך מידע פרופורמה ועד למטריקות ענפיות חדשניות".
- מפגש דיון דצמבר 2017: "ההשלכות של כניסת החכירות התפעוליות לדוחות הכספיים: הערכות שווי, מינוף, והתנהגות עסקית ריאלית".
- מפגש דיון נובמבר 2017: "תופעת ה-ICOs: האם מטבע דיגיטלי הוא נייר ערך במסגרת גיוס הון?"

תשע"ז

- מפגש דיון יולי 2017: "כניסת מניות הבכורה לשוק ההון הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות".
- מפגש דיון מאי 2017: "מהפכת הדיווח שנבלמה: האם החרגת הרשויות המקומיות מדיווח על בסיס צבירה מוצדקת?"
- מפגש דיון אפריל 2017: "החמרה באחריות דירקטורים בחלוקת דיבידנד? השלכות פס"ד מלרג על יישום מבחן יכולת הפירעון והקשר למבחן הרווח".
- מפגש דיון פברואר 2017: "רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?"
- מפגש דיון ינואר 2017: "כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון הנפקת "שלנו גרופ"".
- מפגש דיון דצמבר 2016: "המלצות ועדת וינוגרד - מהו שיעור ההיוון הראוי בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות הכספיים של חברות הביטוח?".
- מפגש דיון נובמבר 2016: "הבורסה בתל אביב על רקע הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל לשאלת השוק הפעיל".

תשע"ו

- מפגש דיון יוני 2016: "ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה המוצעת בשיני חדלות הפירעון: האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן על נושים ארוכי טווח?"
- מפגש דיון יוני 2016: "פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון וההשלכות על המשך הנפקות האג"ח של חברות הנדל"ן האמריקאיות"
- מפגש דיון מאי 2016: "חוק שכר הבכירים-היום שאחרי: ניהול הגופים הפיננסיים והשלכות הרוחב"
- מפגש דיון אפריל 2016: "מיהו "משתתף שוק" (Market Participant)? דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין מחיר הבורסה"
- מפגש דיון פברואר 2016: "קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות המוצעות על המודל המימוני והעסקי"
- מפגש דיון ינואר 2016: "בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג"ח COCO - תמחור והשלכות"
- מפגש דיון דצמבר 2015: "סולבנסי 2: השינויים הצפויים באסטרטגיה הניהולית של חברות הביטוח"
- מפגש דיון נובמבר 2015: "ביטול הדוחות הרבעוניים לתאגידים קטנים: הקלה ברגולציה או פגיעה במשקיעים?"

לסיכומי הדיונים משנים קודמות לחץ כאן

רשימת דיונים משנים קודמות

תשע"ה

■ מפגש דיון יוני 2015: "PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני על רואי החשבון?"

■ מפגש דיון מאי 2015: "הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי או מתמשך?"

■ מפגש דיון מרץ 2015: "אי תלות של מעריכי שווי: קריטריונים והשלכות".

■ מפגש דיון פברואר 2015: "התנגשות בין משפט, חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין התחייבות להון".

■ מפגש דיון ינואר 2015:"תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי ניירות ערך".

חסר:

■ מפגש דיון דצמבר 2014: "האם הפער בין סולם דיוג מקומי לסולם דירוג גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על סוגיית השוק העמוק?"

■ מפגש דיון נובמבר 2014: "מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטרז' הבנקאי במסחר בסיכוני אשראי"

תשע"ד

■ מפגש דיון יולי 2014: "דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?"

■ מפגש דיון מאי 2014: "האם קיים שוק עמוק לאג"ח קונצרני בישראל?"

■ מפגש דיון אפריל 2014: "השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי חשבון על איכות המידע בשוק ההון".

■ מפגש דיון פברואר 2014: "חוק הריכוזיות: השלכות על הדוחות הכספיים".

■ מפגש דיון ינואר 2014: "שווי הוגן: קביעת ניכוי ראוי בגין העדר סחירות (לרבות סחירות נמוכה) ומניות מיעוט".

■ מפגש דיון נובמבר 2013: "דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם: תועלת מול עלות".

תשע"ג

■ מפגש דיון יוני 2013: "פרמיית שליטה בעידן IFRS 13: מהי והאם היא בכלל קיימת?"

■ מפגש דיון מאי 2013: "חשבונאות וכלכלה: כיצד לבסס ומהו הקשר בין סולבנטיות, כושר פירעון והערת עסק חי ".

■ מפגש דיון אפריל 2013: "הפרשה ו-Recovery של חובות פגומים במערכת הבנקאית: האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את המציאות העסקית וההתפתחויות בשווקים?"

■ מפגש דיון מרץ 2013: "תפקיד המומחה בהסדרי חוב - היבטים מימוניים".

■ מפגש דיון פברואר 2013: "בין החשבונאות לשוק - האם חברות הביטוח מתומחרות בחסר?"

■ מפגש ינואר 2013: "כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן שלאחר תיקון 20?"

■ מפגש דיון דצמבר 2012: "השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון הרגולטוריות: השלכות כלכליות"

■ מפגש דיון נובמבר 2012: "שיעור ההיוון של התחייבויות ארוכות טווח לעובדים".

תשע"ב

■ מפגש דיון יוני 2012: "הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני אזהרה בדוחות הכספיים".

■ מפגש דיון מאי 2012: "שימוש ב-FFO לצורך הערכת חברות נדל"ן מניב מול מודל ה-IFRS (NAV)".

■ מפגש דיון אפריל 2012: "מבחני חלוקת דיבידנד: חשיבה מחודשת.

■ מפגש דיון פברואר 2012: מערכת היחסים במשולש: מעריך השווי - רואה החשבון המבקר - רשות ניירות ערך והשלכותיה על נאותות ההערכה ואחריות החותם".

■ מפגש דיון ינואר 2012: "מודל מרווח הוגן - שווי הוגן של נכסי חוב לא סחירים".

■ מפגש דיון דצמבר 2011: "היררכית שווי הוגן ושוק פעיל, תוך התמקדות בהצעת רכש כפויה ומיזוג משולש הופכי".

■ מפגש דיון נובמבר 2011: "הערכות שווי ופרמיות סיכון במבנה בעלות פירמידלי תוך בחינת האספקטים החשבונאיים, המימוניים והממשקים שביניהם".

לסיכומי הדיונים משנים קודמות לחץ כאן