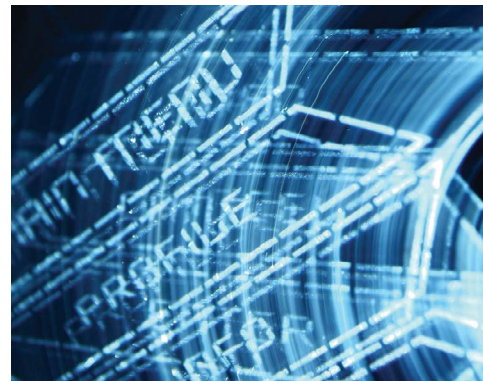


פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

סיכום פעילות השנה האקדמית תשע"ט



דבר מייסדי הפורום

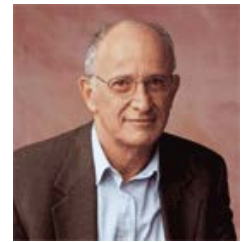
בימים אלה, אנו מסכמים שנה אקדמית שמינית לפעילותו של פורום שווי הוגן, במסגרת התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה. התחלנו את הדיונים השנה בנושא הערכות השווי על רקע מהפכת החכירות עם כניסתו של תקן החכירות החדש IFRS 16. מדובר בשינוי משמעותי אשר מחייב חשיבה ושיקול דעת, אשר בפוטנציה יש לו השלכות על פרמטרים שמיושמים בהערכות שווי ובהערכת יכולת פירעון חוב. אחת המסקנות העיקריות של השינוי המהפכני במודל החכירות נוגעת בצורך להבחין בין מאפייני החכירות בחברות שונות, תוך הבחנה מתודולוגית בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית.

עסקנו גם במעבר של חברות הביטוח לסולבנסי II תוך התמקדות בשאלה כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאזן הכלכלי החדש לבין שווי השוק? הדיון הציף בין היתר עיוותים שנובעים משימוש בשיעור היוון שרירותי במסגרת הסולבנסי.

דיונים ביקורתיים עסקו השנה הן בחוק חדלות הפירעון החדש והן בפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות ועדת כבל.

דיונים בעלי עניין ציבורי היו בנושא תמחור מניות הקנאביס שחשפו מודל עסקי בעייתי וקושי רב להסתמך על הערכות השווי בתחום וכן בנושא כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים.

אנו רוצים להודות למשתתפי הפורום על שנה נוספת של פעילות פורייה ועל דיוני עומק מרתקים וכן לגב' רקפת שני ולר"ח גילי בראונשטיין שסייעו בארגון הפורום. כמו כן, אנו רוצים להביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום שמורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה: גל אקריש, סתיו אבישר ועדי פליישר. תודה מיוחדת לסתיו אבישר אשר סייעה בעריכת חוברת זו.



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



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

תוכן עניינים

ע"מ

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

כורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

”הערכות שווי על רקע
מהפכת החכירות - האם
קיימת טעות מתודולוגית
בהבחנה בין הוצאה
תפעולית לבין הוצאה
פיננסית?”

תאריך המפגש: 8 בנובמבר 2018

נושא המפגש: הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות -
האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון.

אורחים שנכחו בדיון: עופר בהרל (רמי לוי), אורן הר נבו (אל על), ענת פבריקנט (פתאל), צחי זנזורי (מגדל), ערן אמודאי (אפסילון),
נועה שרמן (מור בית השקעות), יוסי עזר (בנק לאומי), שלומי ברטוב (פאהן קנה), עמרי ביתן (Deloitte), אופק קלדרון (C VALUE),
אסף אדלר (EY), איתי אלטר (EY), יותם ברקאי (PWC), סתיו אלרון (KPMG), אופיר לנדאו (חיסונים פיננסיים), רזי אברהם (חיסונים
פיננסיים).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, סיגל יששכר (מידרוג), דני ויטאן (KPMG), עמנואל אבנר, אודי גרינברג (BDO), שגיב מזרחי (BDO),
שלומי וינר, אבי לוי (מליסרון), דגנית דניאל, לילי אילון, שירה אחיעז (איי.בי.איי), נדב עובד, אהוד עובד, יבגני אוסטרובסקי (רשות ני"ע),
איתמר שולשטיין (הבנק הבינלאומי), שלומי סופר (הבנק הבינלאומי), אלון גלזר (לידר שוקי הון), ערן יעקובי, מיכה ארד (Deloitte), נדב
שטינבדג (בנק ישראל), גולן זריהן (IDC), אולגה אלקסייב (EY), יזהר קנה (פאהן קנה), צור פנינגשטיין (PWC), חסן טאופרה (רשות
החברות הממשלתיות), יניב פגוט, משה אטיאס (מטריקס), טל מופקדי, גל עמית (עמית חלפון), רויטל רז (רשות המיסים), שמוליק
וינשטיין (רשות המיסים), אביטל (רשות המיסים), שי קומפל (מנורה), קים שהם ניר (הכשרת הישוב).

צוות מקצועי: עדי פליישר, נגה לקריץ וגל אקריש.

"הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?"

החכירה או החידושים שלה.

קושי נוסף ביישום התקן הוא בנושא שיעור ההיוון. אנחנו רואים בדיווחים שהחברות הלכו על שיעור הריבית התוספתי של החוכר שהוא לא מייצג את הסיכון הספציפי של הנכס ויכול להוביל למצבים אבסורדים. כך לדוגמא, שימוש בשיעור היוון נמוך משיעור ההיוון של הנכס מביא להצגה של נכסים מעבר לשווי ההוגן. כשהתקן מדבר על שיעור ההיוון דווקא ההעדפה שלו היא כמובן שיעור ההיוון שגולם בחכירה, שיעור זה אינו מצוטט ולחוכר אין תמיד את המידע המלא לאמוד אותו. למעשה התקן כברירת אילוף יישומי מאפשר את השימוש בריבית התוספתית. מה שאנחנו רואים זה שבעולם וגם בישראל השימוש בריבית התוספתית נפוץ. מדובר בחיבור מאוד נוח, למשרדי רואה חשבון קל יותר לבסס נתון זה וגם לחברות זה משרת אינטרס של המנהלים בחשיבה לטווח קצר ולא ארוך. בשיעור היוון נמוך אתה דווקא מגדיל את המינוף אבל יש כאן Trade Off, מצד אחד אתה מגדיל את המינוף אבל מצד שני בדוח רווח והפסד אתה מקטין את הפגיעה בעודפים. בראיה של טווח קצר פעמים רבות מנהלים מסתכלים על הרווח והעודפים כי כרגע בהסכמי הלוואות הם מנטרלים ב- covenants את השינויים החשבונאיים ולכן הם פחות מוטרידים מהכיוון של המינוף המאזני.

חשוב לי לקיים את הדיון היום תוך בחינת המצב כמה שנים קדימה, כאשר כבר לא נחשוב על מה שהיה, מה גם שלא בטוח בכלל שניתן יהיה לתקן אחורה. המתודולוגיה בעולם של חברות הדירוג, גם בלי קשר לתקן התייחסו לנושא החכירה. כך לדוגמא ראינו שב-S&P לקחו שיעור היוון שרירותי של 7% ולא התעלמו ממנה. זה סביר להניח שאם המהות נמצאת כאן שבסוף הדברים יתכנסו. החשיבה של שיעור ההיוון היא חשיבה לטווח קצר, צריך לזכור שהכול זה shifting, כל מה שנהנית ממנו עכשיו יבוא לידי ביטוי בהמשך. למרות שיש בתקן עצמו הרבה דברים בעייתיים שבאין לידי ביטוי גם יישום, הייתי שמח אם ככל הניתן שננטרל אותם לצורך הדיון היום. יושבים כאן אנשים משוק ההון מהרגולציה, מעריכי שווי, אנחנו צריכים את כל הצדדים המעורבים כדי שיהיה לנו דיון אמיתי בדילמה וטוב לנטרל את רעשי הרקע.

אמיר תמיד מעלה בפני את הסוגיה בנוגע להסכמי חכירה הכוללים שירותים, התקן דורש לבצע הפרדה ולגלם בהתחייבות רק את

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם, אנחנו פותחים היום את השנה האקדמית השמינית של פורום שווי הוגן.

הבוקר אנו דנים בהשלכות הפוטנציאליות של תקן חכירות החדש IFRS 16 על הערכות שווי ותמחור מניות. בשנה שעברה קיימנו דיון שעסק בתקן עצמו, דיון לא פשוט ואפילו סוער שכלל לא מעט התנגדויות.

בדוחות לרבעון השני ניתן גילוי כמותי להשפעות הצפויות הנובעות מיישום לראשונה של IFRS 16 בדבר "חכירות" וכן קיימות מספר חברות שבחרו לבצע יישום מוקדם של התקן כמו בזק ובזק". ההשפעה הדרמטית העיקרית של כניסת התקן תבוא לידי ביטוי בדוחות הכספיים של החברות שיפורסמו בתחילת 2019.

בקיץ האחרון אמיר ברנע ואני עסקנו בניסיון להבין את ההשלכות של התקן על הערכות שווי ועל ה-EBITDA שמקבל זווית חדשה בעקבות יישום התקן ומעלה תהיות רבות. בעיקרון, הערכת שווי כלכלית תלויה או מושפעת מפרוצדורת הדיווח, אולם השינוי במקרה זה הוא כל כך עוצמתי כך שהוא משנה דרמטית את דוח תזרים אצל חלק לא מבוטל מהחברות. שינוי עוצמתי זה ישפיע בעיקר בענפים של הקמעונאות על מגזרי השונים: מזון, אופנה, דלק וענפי התעופה והתחבורה.

במסגרת חומר הרקע צירפנו את טיוטת המאמר שלנו. אני חייב להגיד שבכתיבה היו לא מעט תהפוכות, עד כדי כך שבשלב מסוים נבהלנו מעצמו. חשוב לנו לשמוע את דעתכם ועמדתכם בנושא.

השינוי שמביא התקן החדש הוא דרמטי ובמיוחד בשינויים מסוג זה אין שלמות ולתקן הזה יש "בטן רכה". כך למשל, סכומים משתנים אינם נכנסים לתוך המדידה של התקן לכאורה יכולים להיות תכנונים חשבונאיים בהם הצדדים יגיעו להסדרים שבהם דמי השכירות הם כאחוז מתוך המחזור או לבנות מדרגה על מחזור מינימאלי שהיא בתוך הכסף וצפוי שתתקיים, כך שרק אם היא מתקיימת דמי השכירות משולמים. בעסקאות תיאורטיות אלו החוכר יידרש לשלם פרמיה עבור המרכיב הקטן של הסיכון. עולה השאלה עד כמה באמת החוכרים במצבם היום מסוגלים לשלם פרמיה שכזאת. בכל מקרה צריך לשים לב ששיקולים חשבונאיים עשויים להיכנס לתוך הסדרי

הסכומים עבור החכירה. יחד עם זאת, כאשר אין יכולת להפריד את מרכיב השירות התקן מאפשר לכלול את מלוא הסכום. סביר להניח שבפרקטיקה מטעמי פשטות ייקחו גם את מרכיב השירות, מה גם שהדבר עומד באינטרס לטווח הקצר של הגדלת ה-EBITDA. אבל גם זה מבחינתי זה רעש רקע לצורך הדיון.

אני חושב שעם כל הצרות וכל הבעיות המהות של התקן נכונה וזה העיקר. נכון קיימת ביקורת, אבל כבר עצם העובדה שחברות הדירוג לקחו את זה בחשבון בעבר רק מעיד עד כמה זה נכון.

כמו שאמרנו, דוח תזרים הולך להשתנות מקצה לקצה, כי למעשה הוצאות החכירה הולכת לצאת מהתזרים התפעולי ובמקום מרכיב הקרן ייכלל מעתה במסגרת פעילות מימון. בעוד תשלומי המזומנים בגין מרכיב הריבית ייכלל בפעילות השוטפת או בפעילות המימון, תוך תלות במדיניות החשבונאית של החברה בהתאם ל-7 IAS.

ה-EBITDA הולכת להשתנות בצורה קיצונית, בטיטות המאמר ניתן לראות את הנתונים על הקפיצה החדה. כלומר ברור שמה שהיה כבר לא יהיה, אנחנו צריכים לחשוב אילו התאמות צריך לעשות. אולי יחסים שקידשנו בעבר יותר מדי צריכים להישקל מחדש לגבי החשיבות שלהם.

תוסיפו לכל זה את זה שהשוק האמריקאי אמנם מבצע את השינוי במאזן אך בדוח רווח והפסד דוח תזרים השאירו את הדברים כפי שהיו. זה כמו פיצול אישיות, לצורך המאזן ליישם מודל על חכירה מימונית ולצורך דוח רווח והפסד דוח תזרים ליישם מודל של חכירה תפעולית, זה ברור לכם שדוח אחד לא ידבר עם השני אבל זה מתאים מאוד לאמריקאים לקבוע כללים טכניים ומסובכים. כפועל יוצא, לא תהיה אפשרות להשוות מכפילים של חברות המיישמות USGAPP לחברות המיישמות IFRS, מדובר במגבלה משמעותית ובשורה לא טובה לשוקי ההון.

עוד מעט אמיר באמת יציג את הנושא של הערכות השווי ההשפעה אבל אתם תראו שבאמת השאלה המרכזית היא כיצד צריך להתייחס לתשלומי החכירה האם כהוצאה תפעולית או כהוצאה פיננסית.

בדרך כלל שיעור ההיוון של ההוצאה הפיננסית נמוך משיעור ההיוון של הוצאה תפעולית, ה-WACC. התוצאה אליה הגענו היא ככל שהפער בין השניים גדול יותר הפגיעה בשווי גדלה, אלא אם מדובר במקרה קיצוני של חברת סטארט אפ שם זה אולי מתהפך. אבל בדרך כלל בחברות שאנחנו מדברים עליהם שאלה החברות המובילות בשוק ההון זה המצב, כאן באמת תעלנה השאלות עד כמה צריך לעשות דיפרנציאציה בין חברות.

יכול להיות שבאל על זה יותר הוצאות פיננסיות כי בסופו של דבר רמת הגמישות עם המטוס היא מאוד נמוכה ולכן זה מאוד דומה לחכירה מימונית. אבל מצד שני אני מניח שאבי לוי, מנכ"ל מליסרון, יגיד לנו שבחברות שהן קמעונאיות אז למעשה ההוצאה יותר תפעולית כי למעשה קיימת להן יותר גמישות. לצורך העניין אם קסטרו אומרת לאבי שהיא רוצה להקטין כמות החנויות למרות שהיא נמצאת תחת חוזה יכול להיות שמערכת היחסים ביניהם היא כזאת שיש לה מידה

רבה של גמישות מבחינת החוזים.

לכל אלה שמתרפקים על העבר לא בטוח שיהיה אפשר לחזור אחורה כפי שהרבה אנשים משוק ההון או מעריכי שווי אומרים לי. התקן לא דורש לתת נתון שנקרא הוצאת שכירות, אבל יכול להיות שלאחר יישום התקן לחברות יהיה אינטרס לתת נתון זה לשוק ההון מחוץ לדוחות הכספיים. לא נראה לי שרשות ניירות ערך לא תמנע מחברה שתצצה לדווח על הוצאות השכירות.

יכול להיות שחברות קמעונאיות יתנו את המידע על ההוצאות השכירות כיוון שיש להם אינטרס שהשוק יבצע את ההתאמות וייקח את זה כהוצאה תפעולית.

כאשר מדובר בהוצאה פיננסית חייבים למעשה להביא בחשבון שני פרמטרים, שיעור ההיוון ותקופת החכירה שהובאה בחשבון. אין זה הגיוני לקחת בחשבון רק את התקופה שנותרה לחוזה תחשבו לצורך העניין על חברה שנשארה לה תקופה של שנתיים לסיום החכירה. הרי את התזרים מפעילות שוטפת או את ה-EBITDA יש להגדיל למעשה בגובה כל הוצאות החכירה לאינסוף, כלומר יש לבצע תקנון של תקופת החכירה. עברתי על דרישות הגילוי של IFRS16 ולא ראיתי שדורשים ברחל ביתך הקטנה, בדרישות הגילוי של התקן לתת גילוי לשני הפרמטרים האלו ואני חושב שהם חובה.

גל עמית

אני לא מבין את זה, אנחנו חושפים גם ככה המון מידע ומגלים ומגלים, אז אתה רוצה עוד נוספים?

שלומי שוב

זה לא עוד מדובר בגילוי הכי קריטי שיכול להיות שבעיני הוא הכרחי. מהמגמה של הגילויים שאנחנו רואים הכיוון הוא כן לתת מידע. ההסתכלות שלי על החשבונאות, אני חושב שחלק גדול מכם מכיר אותה, אני חושב שהקידוש הזה של המילה היא לא נכונה. כשאני מלמד את הסטודנטים, ויושבים פה לא מעט סטודנטים, אם אתה מלמד בצורה של "לפי סעיף...", אתה עושה לא מעט עוול וגורם לו למעשה להיות טכנוקרטי. לכן אני קורא מכאן לראשי המחלקות המקצועיות של הרשות לניירות ערך ולשוק ההון, לדרוש מידע על שיעור ההיוון ותקופת החכירה.

אמיר ברנע

שלום לכולם, מספר הערות שקשורות לממשק הקיים בין התקן לבין הערכות שווי. אשמח לשמוע את עמדתכם לא מאספקט חשבונאי, אלא מנקודת מבט של מעריך שווי שהדוח הכספי שכולל את השפעות התקן מהווה בסיס להערכת השווי, ללא אפשרות רברסיבילית לחזור למתכונת הקודמת.

"הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?"

האם דמי החכירה הם הוצאה פיננסית או תפעולית? כל מעריך שווי יצטרך להתייחס להסדר החכירה הספציפי בחברה ספציפית ולבחון האם יש לו אפיונים כלכליים של הוצאה תפעולית או הוצאה פיננסית. אפיונים אלה הם:

1. תקופת העסקה, ככל שהתקופה קצרה יותר מדובר בהוצאה תפעולית.
2. האם דמי החכירה משתנים על פי מצב המשק, לדוגמה האם חלק גדול מסיכון הנכס חל על המחיר ולא העל החוכר? תלוי בהסדר ביניהם.

3. האם קיים שוק משנה לנכס החוכר? לדוגמה אם חכרתי נכס ומצבי הכלכלי השתנה האם באפשרותי להחכיר אותו לצד שלישי? האם קיים שוק משני לנכס הספציפי הזה?

4. מה מידת ההשקעה בשיפורים ובהתאמת הנכס? ככל שקטנה יותר, החכירה היא בעלת אפיון יותר תפעולי ופחות פיננסי. ולהיפך, ככל שההשקעה של החוכר בנכס היא גדולה יותר בשיפורים ובהתאמות עסקת החכירה היא עסקה פיננסית.

להלן כמה דוגמאות להשפעה הפורמלית של התקן על חברות חוכרות. לדוגמה "אל על", "צים" ו"פאתל" הן דוגמאות בולטות להשלכות התקן. את הנתונים ניתן לראות בלוח 3 בטיטת המאמר. בחברה כמו "פאתל" לא יש דמי חכירה בסכום של 750 מיליון שקל בשנה, כפועל יוצא התוספת לחוב היא 15 מיליארד שקל. תחשבו על המשמעות בהקשר של גידול החוב, covenants, יחסי מאזן ועוד. מצב זה משנה באופן מהותי את התשובה בה החברה תסחר.

מעריך שווי צריך לקבוע האם מדובר בחכירה תפעולית או חכירה פיננסית ולכן יש השלכות על תוצאות הערכות השווי. החל מה-01.01.2019 מעריכי השווי צריכים לבצע הערכה מחדש לגבי אופן ההשוואה, איך להשוות עם המכפילים האמריקאים, הענפיים, איך ליצור האחדה רחבת כאלו המכפילים משמשים לצורך קביעת איזה מניה היא זולה יחסית יקרה יותר - דברים שמעריכי השווי עושים באופן שגרתי. התקן הוא מהפכני, הוא בעל השלכות משמעותיות יותר מכל תקני ה-IFRS בהיבט הערכות השווי, אולי אפילו יותר מתקן נדל"ן מניב. בשל השינוי המהותי, יש להפעיל חשיבה ביקורתית במטרה לא לבצע טעויות בהערכת השווי שתוצאתם היא הפחתת שווי בחברות בהן אין זה המצב כי אכן מדובר בהוצאה תפעולית ולא

1. DCF-ברור שהתקן משפיע על הערכת שווי הון עצמי - כאשר התזרים התפעולי שגדל מהוון ב-WACC ומצד שני שווי החוב גדל עקב היוון דמי החכירה על פי מחיר החוב הנמוך יותר. מכאן שבשביל לקבל את אותו שווי להון העצמי צריך להפחית את ה-WACC (מחיר ההון). ה-WACC משתנה גם בשל העובדה שמדובר במוצע משוקלל, כי החוב בתוך המשוואה משתנה. גם מהאספקט התיאורטי כלכלי הסיכון של התזרים בלי דמי החכירה קטן כי אתה מוריד מרכיב קבוע מההוצאה והמרכיב שנשאר יותר גמיש. ולכן אני אומר שלא אותו ה-WACC שהשתמשנו בו קודם הוא זה שנשתמש בו אחר כך במסגרת ה-DCF.

2. מכפיל EBITDA ומכפיל חוב - השווי המתקבל באמצעות שיטת ה-DCF מתוקף על ידי מעריכי השווי באמצעות שימוש במכפילים של חברות השוואה ענפיות מהארץ ומחו"ל. התקן קובע באופן גורף כי הסכמי חכירה הם הסכמים פיננסיים, קרי יש להסית את ההוצאה התפעולית שנרשמה בגין דמי החכירה לצורך הגדלת החוב בגובה מכפיל החוב. בכדי לנטרל את הרגישות להסכמי חכירה קצרים, הסכמים שאני יודע שיתחדשו בעתיד, יש לבצע תקנון של תקופת החוב. הדבר רלוונטי גם בהקשר לתקופת המעבר בה אנו נמצאים, בדוחות הכספיים בשנת 2019 לא ניראה הסכמים לטווח האמיתי הנורמטיבי, אלא הסכמים לתקופה נותרת קצרה שאינם משקפים את המצב האמיתי.

השפעת התקן היא גידול ב-EBITDA בגובה דמי חכירה היוצר גידול מקביל בשווי החברה (EV) בגובה השינוי ב-EBITDA כשהוא מוכפל ב"מכפיל EBITDA יציג". מנגד החוב הפיננסי גדל בגובה מכפיל החוב או לפי ריבית החוב שהיא יותר נמוכה. ההשפעה על השווי היא שלילית, החוב גדל יותר מהגידול בשווי החברה (EV). מעריכי השווי צריכים להיות מודאגים שמכפיל ה-EBITDA בו השתמשו בעבר הוא לא המכפיל בו ישתמשו בעתיד, אבל שנוי זה לא צריך להפתיע. גם לפני כניסת התקן סיטואציה בה שימוש באותו מכפיל EBITDA לצורך השוואה בין חברה שרכשה נכס באשראי לחברה שחכרה את הנכס, היה מביא לתוצאה שונה בשווי ההון העצמי, למרות שהן יכולות להיות זהות לחלוטין. כלומר נדרש מכפיל EBITDA דיפרנציאלי בין שתי חברות.

הוצאה פיננסית. ומצד שני לא לנפח את השווי בחברות אחרות.

שלומי ברטוב

במחשבה מהירה לא נתת לזה התייחסות כשמדובר באחוזים לטווחים קצרים. מצד אחד יש עלייה בתזרים שהיא בהערכות השווי בהנחה שהיא לאינסוף. מצד שני את הנכס אתה מהוון לתקופה של כמה שנים זה לבד מייצר ניפוח של השווי בעוד שאת הנכס בהלוואה בערך נמוך.

אמיר ברנע

מכיוון שאת ה-EBITDA אני מגדיל בכל דמי החכירה ואני מוסיף לשווי את מכפיל ה-EBITDA כפול הסכום הזה, אם ההסכם הזה הוא קצר אני מהוון את דמי החכירה לתקופה קצרה זה נושא התקנון. אתה צריך לנטרל את ההשפעה הזאת, אם אתה רואה את הוודאות הגבוהה בהמשך היא צריכה להיות מותאמת לחיי הנכס ולא לחוזה הספציפי שאמור להיגמר בעוד שנה שנתיים.

שלומי ברטוב

כשמבצעים ניתוח פיננסי והערכות שווי של חברות שיש להם סוגים שונים של הסכמי חכירה ורכש בסכומים מהותיים (כדוגמת חברות תעופה) קיימת גישה מקובלת בעולם שנקראת מכפילי "EBITDAR" EBITDAR דומה במהותו ל-EBITDA אבל ה-"R" זה מייצג את ה-RENT. בגישה הזו מחשבים את מכפילי ה-EBITDAR של החברות בענף.

כאשר ביצענו הערכות שווי של חברות תעופה והוספנו את ה-RENT ל-EBITDA. מצד אחד משתמשים במכפיל ה-EBITDAR ומצד שני נותנים ביטוי להתחייבות לתשלום דמי חכירה עתידיים כהתחייבות פיננסית. לצורך היישום, מנתחים חברות תעופה בעולם, ומאתרים מדגם חברות שישמשו להשוואה. מוסיפים את ה-RENT לתזרים התפעולי ומקבלים את ה-EBITDAR. ומצד שני נותנים ביטוי באמצעות הגדלת התחייבות הפיננסית ע"י הוספת די החכירה העתידיים (באמצעות היווים או ע"י מכפיל). תיקנון זה הינו גם דרך טובה ליצירת בסיס השוואה אחיד בין החברות שיישמו את הוראות IFRS 16 לבין אלו שלא.

אמיר ברנע

מהו שער ההיוון של ההתחייבות הפיננסית? פחות או יותר מ-WACC? יש לשים לב שלהתחייבויות פיננסיות היברידיות אפשרי שיעור היוון שגבוה מ-WACC (נמוך ממחיר ההון העצמי) כלומר השפעת התקן תורמת להגדלת שווי.

שלומי ברטוב

לכן כאשר לוקחים מדגם מייצג של חברות תעופה שאצל חלקן המטוסים בחכירה ואצל אחרות המטוסים בבעלות ומחשבים את היחס EV/EBITDAR אתה משווה "תפוחים לתפוחים".

אמיר ברנע

קח לדוגמא את צים לה יש הסכמי חכירה כבדים מאוד עם חמש שכבות מול בעלי השליטה ומול גורמים אחרים, איך היית מטפל בזה?

שלומי ברטוב

בכל החברות מדובר בעבודה יותר מורכבת משימוש במכפיל ה-EBITDA. המורכבות נובעת מהצורך לחשב גם את ה-EBITDAR וגם את החוב הפיננסי המתקן אך כיום יש מערכות מידע פיננסיות התומכות גם בחלק מהתחשיבים הללו. גם בחברות הספנות לדוגמא אם תתקן את הרווח התפעולי ותחשב את ה-EBITDAR ניתן לגזור את המכפיל EV/EBITDAR מחברות רבות בעולם ובכך נמנע מהרבה מהבעיות שהצגת פה. יש להביא בחשבון גם שהחוב של החברה עולה באופן משמעותי, אבל בשיטה זו ניתן לבצע השוואה בין אותן חברות ולהסתמך על מכפילי EBITDAR שמאפיינים את הענף.

אמיר ברנע

אתה מסכים במידה ואני מגדיר את דמי החכירה בחברת ספנות כהוצאה תפעולית, כי לדוגמא ניתן להעביר את האוניה לצד שלישי או שהסכם החכירה אינו לתקופה ארוכה ואולי יש סעיפים של מילוט. אם אתה מסכים שההוצאה היא הוצאה תפעולית אז ברור שיעור ההיוון של דמי החכירה הוא ה-WACC ולא מחיר החוב.

שלומי ברטוב

אני מסכים ששיעור ההיוון הוא WACC. אבל כאשר אנו מעוניינים להשוות בין דברים דומים אני רוצה לנטרל את כל הרעשים.

אמיר ברנע

אבל הן שונות בתפעול, יש כאלו שחוכרות את האוניות ויש כאלו שהן בעלות האוניות.

שלומי ברטוב

כאשר מתקנים את התזרים התפעולי וההתחייבות הפיננסיות של כל

"הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?"

טל מופקדי

ראוי לציין שגם הייתה התכנסות קרובה מאוד הן לנכסים הפעילים והן למכפילים.

אמיר ברנע

זאת אומרת ניתן לאמוד את החוב של רמי לוי וניתן לראות שהתוספת לשווי שמקורה ב- EBITDA היא קטנה יותר, תראו את Trade Off הזה.

סיגל יששכר

באופן כללי חברות הדירוג כפי שציין שלומי תמיד לקחו את הנושא של התחייבויות בגין חכירה לתוך המאזן, בהתחלה עם מכפילים גנריים לכל סוג של ענף ויותר מאוחר התחלנו להוון את התחייבויות תוך הבחנה בין חכירה תפעולית למימונית לפי ענפים. בחברות קמעונאיות בסגנון "רמי לוי" לא היינו עושים את ההיוון של החכירה ואילו בחברות תעשייתיות ובחברות דלקים שהנכס הוא יותר ייעודי לתחום מסוים, שם ללא ספק היה היוון של ההתחייבות.

אמיר ברנע

לפי גישתך לחברות בתחום האופנה חברות הדירוג יפחיתו את החוב לצורך הניתוח? פוסט יישום התקן?

סיגל יששכר

לאחר יישום התקן ההחלטה היא כן להיצמד לחשבונאות החדשה לצרכי חישוב, היכולת לגזור אחורה מהדוחות הכספיים לא תהיה אפשרית בשלב מסוים. אנליסט שיעבור על הדוחות הכספיים עוד שנתיים שלוש לא יבין מה היה לפני וזה לא יהיה רלוונטי, אותו דבר ניתן להגיד לגבי חברות נדל"ן כיום לפני כניסת התקן בנושא נדל"ן מניב.

חברות ההשוואה מקבלים את מכפיל ה- EBITDAR המתאים לענף. ביצענו זאת עבור מספר ענפים כדוגמת תעופה ומלונאות.

אמיר ברנע

מה לגבי חברות קמעונאיות ועל ההשפעה על הדוחות שלהם? לפי הנתונים האלו זה עולם אחר לגמרי, יש למישהו הערות לגבי זה?

עופר בהרל

התקן בעצם יוצר לנו ב"רמי לוי" עיוות בדוח הרווח והפסד.

אמיר ברנע

רמי לוי חברה שאין לה חוב פיננסי כמעט, ואתה יוצר לה חוב ענק.

טל מופקדי

לגבי השאלה האם התאמה בגין החכירות היא דבר חדש או לא, התשובה שלילית. בספרות הכלכלית מתוארת ההתאמה הנדרשת בכדי להשוות בין חברות. בספר שלנו בנושא הערכות שווי חברות, כבר בשנת 2013 לקחנו את רמי לוי (שבעיקר חוכר את הנדל"ן) והשוונו אותו לשופרסל (שבעיקר הבעלים של הנדל"ן) והראינו שללא ההתאמה מדובר בהשוואה בלתי אפשרית ולאחר ההתאמה לחכירות תפעוליות מתקבלת תשובה על ההון בטווחים הניתנים להשוואה. כמובן שלגבי שיעור ההיוון (ה- RD) עדיין אפשר להתווכח על המספר הנכון.

אבל התוצאה העיקרית שקיבלנו הייתה שההשוואה הופכת להיות יותר קרובה ונכונה. בפרט בהשוואה בשיטות אחרות כגון מכפיל או פרמטר ביצועי לחברות אחרות שהן באותו ענף.

אמיר ברנע

ומה היו ההשלכות לשווי?

לפי מה שאת אומרת אותו אנליסט בשנת 2018 מעריך את רמי לוי על בסיס חוב אפס. ולעומת זאת בשנת 2019 יעריך אותו כחברה מאוד ממונפת? אז אתם תשנו לו את הדירוג?

סיגל יששכר

הדירוג אינו צפוי להשתנות אלא אם זה ישפיע על הגמישות הפיננסית שלו. הגמישות היא לא בהיבט של היקף החוב, אלא ההסתכלות היא על ההיבט היישומי כלומר הדרך בה יכרות חוזים בעתיד. חוב פיננסי זה פרמטר אנליטי זה משהו שאנליזה לוקחת בחשבון, הרבה פעמים חברות נופלות לדיפולט לא בגלל חוב פיננסי אלא בגלל חוב לספקים וכדומה. אנחנו מסתכלים על זה בצורה יותר הוליסטית, חוזי חכירה ארוכי טווח הם גורם מכביד לכל חברה, גם על חברה קמעונאית. במובן מסוים אנחנו מסתכלים על זה כסיכון עסקי בהיבט של הרווחיות, המהות בראייתנו לא תשנה ואם צריך להתאים טווח היחסים בשביל לשקף סיכון גבוה או נמוך יותר אנו עשויים לשקול זאת.

צור פנינגשטיין

התקן עצמו לא מפחיד אותי מהסיבות שנאמרו כאן, לדעתי הוא משקף את המהות הכלכלית בצורה יותר טובה מקודמו. הבעיה היא דווקא ביכולת ההשוואה בין ה-IFRS אל מול ה-USGAPP. נשמת אפה של הערכות השווי היא יכולת ההשוואה, גם במסגרת ה-DCF צריך להשוות את התוצאות, קשה מאוד לבצע תיקון של דוחות אמריקאים לצורך השוואה אל מול חברות המיישמות IFRS.

שלומי שוב

האמריקאים דילגו מעל הדילמה הזאת. ככל שההסתכלות של התקן היא נכונה בראייתו שמדובר בהוצאה פיננסית הדבר עשוי להצביע על כך שבעבר לא עבדנו נכון. כלומר, ככל שאנחנו הולכים להוצאה פיננסית הערכות שווי בעבר לא היו נכונות.

שגיב מזרחי

אנחנו ב-BDO עשינו הערכת שווי לחברה שמיישמת IFRS 16 ונכנסו בכל סוגיה לעובי הקורה המסקנות העיקריות שלנו הן: בעקבות יישום התקן מינוף החברה אכן עולה ומקטין את ה-WACC ומתקן את העיוות שנוצר באופן אוטומטי.

ה-CAPEX מקבל נדבך נוסף מעבר לזה שאנחנו רגילים בהקשר של השקעות ברכוש קבוע ופחת. נוצר לנו נכס בלתי מוחשי, זכות שימוש המטופל בדיוק כמו ה-CAPEX. בשנים הראשונות אנחנו יודעים

לחזות מה יהיו הסכומים של החוזים והחוזרים הדורשים חידוש, אך בשלב מסוים לא נדע לחזות גורם זה ונניח CAPEX בגובה הפחת. כלומר הפחת זה קצב השימוש בנכס זכות שימוש ובשנה הטרמינאלית אנחנו משקיעים ב-CAPEX בגובה זכות השימוש השנתית. ככל שאנחנו בחברות גדולות לדוגמא קמעונאיות עם מספר רב של חוזי שכירות, המצב פשוט יותר, כי חוק המספרים הגדולים עובד יותר טוב. אין צורך לחזות כל חוזה חכירה בנפרד. בהתייחס לדרישת הגילוי של הוצאות השכירות ששלומי הציע אני חושב שהיא לא הכרחית, מאחר ואפשר להניח הנחות לגבי חידושים בהתאם לקצב הפחת, גבוה מהפחת או נמוך מהפחת, בדיוק כמו שממדלים השקעות ברכוש קבוע בהערכות שווי-הרי גם שם אנחנו לא ממדלים כל נכס ונכס בנפרד.

יחד עם זאת, כאשר מדובר בחברה בלי הרבה שכירויות אנחנו נתקלים בפניה בעייתית. לדוגמא חברת הייטק שכל מה שיש לה זה קומת משרדים שהיא חוכרת לעשר שנים, במקרה כזה עשר שנים יש לי פטור במודל מחידוש חוזה השכירות שמנגד לחברה תהיה התחייבות בגין חכירה בגין אותן שנים. במקרים כאלו לא תהיה ברירה אלא להעריך את ה-DCF עד למועד חידוש השכירות הקרוב ואז להניח CAPEX בגובה הפחת, אחרת התוצאה שתתקבל מעוותת.

אמיר ברנע

אמרת שה-WACC יורד והדבר מקזז את השפעה של הסטת דמי החכירה אבל האם זה המצב בפועל?

שגיב מזרחי

בתיאוריה עובד בצורה מושלמת, אך בשל העובדה שכל חברה קובעת ריבית תוספתית בצורה שונה הדבר יוצר עיוותים אדירים.

שגיב מזרחי

לוקחים חברות השוואה ובודקים עבור כל אחת מהחברות האם היא מיישמת IFRS או USGAAP. תחת הנחה שכל החברות שנבחרו לא מיישמות IFRS יש להוסיף למינוף שלהן את המינוף התוספתי הנדרש לחברה שלי שמיישמת IFRS כדי להגיע למינוף הנורמטיבי של החברה. במידה וחברות ההשוואה מיישמות IFRS 16 אז לא צריך לעשות תקנון, אין שום התאמה מעבר לזה.

יזהר קנה

הרי משמעות התקן הינה כי לקחנו הסכם של חכירה או שכירות והפכנו אותם בחשבונאות לצורך העניין לפעולות קניה, כלומר המידע שהכי חשוב הוא האם מדובר במהות בפועל בקניה. כאשר עושים הסכמים כאלו לטווח ארוך יש תנאים מהותיים חשובים בעיסקה

"הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?"

השנייה אפשרות בהודעה מראש של חצי שנה מראש לצאת מהחזרה כי מבחינת כוח המיקוח שלה היא חזקה. אי אפשר שבמצב כלכלי שונה, ושונה מהותית, הערכת השווי תהיה זהה ולכן יצטרכו לעשות את התקנונים.

שלומי שוב

בשביל זה יש אנליסטים.

יזהר קנה

האנליסטים, באותן חברות בהן רישום נכסים ומצד שני התחייבות, יצטרכו לקבל את הנתונים ולהבין את המשמעותיות, תנאי החזרה-קנסות, נקודות יציאה ולהביאם בחשבון ולתת להם אומדן כלכלי לצורך הערכת השווי.

אמיר ברנע

בתקנון כאשר מדובר בהסכם שכירות שבו הנכס נמצא בליבת העסקים של החברה, ההנחה שההתחדשות תתקיים.

יזהר קנה

חברות התחברה הציבורית הגדולות המאזנים שלהם מסתכמים במיליונים אם לא מיליארדים. חלק גדול מצי הרכב שלהם הוא בליסינג בהסכמים מאוד מורכבים, יש חברות שמחכירות מאתיים אוטובוסים שלוש מאות אוטובוסים, עלות של אוטובוס היא פלוס מינוס מיליון שקלים. לכן אתה לא יכול להשוות שני הסכמים שבאחד יש נקודת יציאה ובשני לא ולטעון שהם זהים.

אמיר ברנע

אתם רואים את הנתונים בלוח שלוש שמתייחס גם לחידוש החוזים. כדי לקבל את השווי הקיים צריך להשתמש במכפיל EBITDA של

כגון מחיר קנס ביציאה מוקדמת, כמה זמן מראש ומה הוא הקנס. אי אפשר להשוות בין שני גופים שיש להם הסכם לטווח ארוך כך שאצל אחד אין אפשרות ליציאה באמצע החזרה ולאחר יש אפשרות לצאת באמצע בהודעה של חצי שנה מראש או לחלופין כאשר לאחד יש קנס גדול ולאחר קנס קטן.

בענף הרכב יש גם את הנושא של ענף הליסינג של כלי רכב כבדים כמו אוטובוסים ומשאיות, כאשר בחלק מההסכמים הצד לחזרה הוא הממשלה עם זכות/התחייבות להעברה לאחר במקרים מסויימים. כביכול שכרת את האוטובוס לשמונה שנים אבל ההסכם עם המדינה הוא לארבע שנים כלומר אמיתית הסיכון הוא רק לארבע שנים. בהתאם להסכם עם המדינה מי שיכנס במקום המפעיל באשכול מחויב לקחת את האוטובוסים, הדברים הללו יצטרכו לקבל הסתכלות הרבה יותר משמעותית אם אתה רוצה לבצע את הדברים נכון. אין לי ספק שאם אתה עושה הסכם ליסינג מלא לטווח ארוך אז רישום נכס וההתחייבות הוא נכון ומכאן ניתן לבצע את כל הניתוחים הכלכליים בחישובי הריבית, אבל החשבונאות כיום לא עושה הבחנה בין השניים. לא יכול להיות ששני הסכמים בהם יש הבדל כלכלי משמעותי הטיפול יהיה זהה.

אמיר ברנע

כמו שיש חוב לבנק שהוא חוב מובטח ויש חוב לא מובטח והחשבונאות עושה מעין ערבוב של הכול.

יזהר קנה

כאשר חברה רוכשת נכס ומממנת זאת באמצעות חוב מהבנק, יש לה באמת נכס ויש לה באמת חוב לבנק. מחר אם היא רוצה להתנתק מהנכס היא תיפרד בנפרד מהנכס ובנפרד מההתחייבות ויכול להיות לך רווח/ הפסד. לעומת זאת אם אתה שכרת מאה מכוניות ובתוך ההסכם יש לך אפשרות לצאת בטווחי זמן קצרים בקנסות אפסיים אז לא באמת נוצרו נכס והתחייבות והחשבונאות החליטה להכניס את זה כאילו זאת רכישה. קח לדוגמא את ההסכמים בקניונים. לחברה אחת יש הסכם לחמש שנים סטרייט ללא אפשרות יציאה ובחברה

שלושים או עשרים, זאת אומרת התיקון של המכפיל הוא דרך ה-WACC ובדברייך אמרת שלא קיימת בעיה תיאורטית.

שגיב מזרחי

המושג של להעריך שווי באמצעות מכפיל לא באמת קיימת. בפועל נעשה שימוש ב-DCF ובתמציתיות- כל הפרמטרים של ה-WACC, שיעור הצמיחה לטווח הקצר, שיעור הצמיחה לטווח ארוך, ה-CAPEX, ההשקעות בהון החוזר - מתנקזים למספר אחד שהוא בעצם המכפיל. הערכת שווי מבוצעת באמצעות DCF, ומכפיל מהווה רק שיקוף של כל הפרמטרים. בעקבות יישום התיקון נצטרך לעבור לנקודת איזון אחרת, כלומר למכפיל חדש.

שלומי שוב

אתה אומר שלמעשה המכפילים יותאמו ותהיה נקודת איזון חדשה. כלומר, השווי הוא קבוע ולמעשה המכפיל הוא זה שמשתנה. אתה למעשה אומר שמבחינתך גם לאחר כל השינוי שהחשבונאות עברה זה עדיין הוצאה תפעולית?

שגיב מזרחי

להיפך בגישתי צריך ללכת עם גישת התיקון.

אמיר ברנע

אם התיקון צודק לדברייך אז באמת יש ירידת שווי. האם התיקון מגלה משהו שלא ידענו לגבי המינוף הפיננסי? אם חברה יכולה דרך חוזים קצרים להשפיע על החוב? יש כאן בעיה במצבים בהם צריך לחדש חוב. הבעיה היא ראשית כל באופן בו התיקון מנסות, ברוח התיקון כאשר החוזים הם קצרים במיוחד, דבר שגם בא לידי ביטוי בתקופת המעבר בה אנו נמצאים עכשיו. אבל נניח שפתרנו את בעיית התיקון, עולה השאלה האם התיקון מציג נכון את ההתחייבות הפיננסית? קיימת לכך השלכה על הערכות השווי שלא ניתן לקזז דרך השינוי של מחיר ההון.

שלומי שוב

שימו לב אנחנו מדברים על ה-IFRS אבל גם בתקינה הישראלית, לפי תיקון שאושר לאחרונה במוסד הישראלי לתקינה ניתן יהיה לאמץ את IFRS 16 מאחר ואין בתקינה הישראלית תקן העוסק בחכירות. למעשה חברות שמיישמות IL GAPP יוכלו לבחור וליישם את התיקון.

אודי גרינברג

במאמר הנחתם שלא תהיה השפעה של המס, אבל תיאורטית מ-2012 כאשר בעצם הוראת השעה כבר לא קיימת לכאורה אתם צריכים לקבל את התקינה הבינלאומית. כמו ששלומי אמר, גם התקינה הישראלית יכולה לאמץ את התיקון החדש כתקן חכירות וכמובן שזה ישפיע כי ההוצאה בשנים הראשונות תהיה יותר גבוהה מאשר הוצאת שכירות שנרשמו לפי התיקון הישן ואז כל הראייה צריכה להשתנות.

רויטל רז

במס הכנסה הייתה לנו נחת רוח לשבועיים כאשר פרסמו הודעה שרואים את IAS 17 כפרקטיקה מקובלת והייתה לנו תחושה שאנחנו נשארים בקרקע הידועה והבטוחה, ככול שאולי תוארך הוראת השעה אז מה שהיה הוא שיהיה ואנחנו אוהבים להישאר במצבים כפי שהם. לא יודעת אם זה טוב או לא אבל זה מה שחל לנו. עכשיו בעצם הזיזו לנו את התקינה ואנחנו נהיה מחויבים לקבל החלטות ספציפיות כאן, כי אם לא תוארך הוראת השעה יהיה אפשר להיכנס ל-IFRS גם מי שמיישם תקינה ישראלית. כאן יש צורך לבחון את הדברים יותר לעומק כי יש לנו הוראות שלנו לניכוי הוצאות חכירה, אנחנו נסתכל כמובן בעניים של החוכר. לכאורה למס הכנסה יש הוראות פרטניות לניכוי דמי חכירה לכאורה ניתן להתעלם ממה שקורה בספרים, אך אין סגירה הרמטית. בנוסף החכירה באה לידי ביטוי כהוצאה מימונית וצריך לדעת אם לנטרל אותה ואיך לבצע את זה, אנחנו מנסים למצוא פלטפורמה לטפל בזה בזמן הקרוב, אבל עוד אין לנו מסקנות.

שלומי שוב

אודי תן לי לנחש מה שהיה הוא שיהיה הם יסדרו את הקו בצורה כזאת, זכותם לעשות את ההתאמות לפי האינטרסים של קופת המדינה, וברור לך שהאינטרס כאן הוא להישאר עם חכירה תפעולית.

משה אטיאס

לדעתי שוק ההון מדחיק את כל השימוש של התיקון, אני תוהה מה יהיה עם זה, פתאום חברות יציגו דוחות מאוד שונים. הדיון המאוד מעמיק שנעשה פה הוא לא ברמה של רוב האנליסטים-זאת אומרת הוצאה מימונית/תפעולית וכו'. לדעתי מדובר בדרמה מאוד גדולה, אני הרבה שנים בתחום החשבונאות ואני לא חושב שהייתה דרמה כזו גדולה.

שלומי שוב

לדעתי זה אפילו יותר דרמטי מהכניסה של ה-IFRS.

"הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?"

שהולכים להתפרסם ברבעון השלישי עכשיו נכנסת החכירה של מטוסי "בוינג 787" החדשים, תחת המודל הקודם של IAS 17 לא ניתן ביטוי במאזן לחכירה דבר שהוא לא סביר ולכן התיקון הוא ראוי.

אורן הר נבו

גם ככה שוק ההון לא משקיע מספיק מאמצים או אולי לא מבין את התקן החדש. השאלות שעולות הן בעיקר איך זה ישפיע וכמה זה ישפיע על הגילויים.

אבי לוי

צריך לעשות אבחנה בין נכס שהוא נשאר בבעלותך ובשליטתך לבין נכס שאתה כאילו "נפרד ממנו". לדוגמה יש לנו נכס בראשון לציון שמושכר לאיקאה, אנחנו לא אחראיים על תפעול שלו, מבחינת החוזה זה כאילו מכרנו את הנכס. אותו כנ"ל לגבי מטוסים שרוכשים ומחכירים, החוכר מתחזק את המטוסים, שוב זה כאילו בעל הנכס נפרד ממנו וכאילו החוכר לקח מימון של 100% מהבנק. אין זה המצב בקניין, בקניין ממוצע יש כ 250-200 שוכרים, המחכיר (בעל הנכס) נדרש להיות דינאמי ולתחזק את הנכס, השוכר מן הסתם מהווה אחוז אולי פחות ממכלול הנכס כולו. כלומר גם אם מבצעים שינוי בתנאים של שוכר בודד סביר להניח שההשפעה על כל הנכס היא לא דרמטית. בסופו של דבר השירות שקניונים נותנים זה שירות ללקוחות, אם הלקוחות מצביעים ברגליים ולא נכנסים לחנות מסוימת זה מה שמעניין אותי. מבחינתי אני צריך לספק ללקוחות את השירות הנכון עם המותג הנכון כלומר אם הלקוחות מאסו בחנות הזאת אני צריך לקחת את זה בחשבון ולמצוא תחליף ראוי לו.

שלומי שוב

בראיה עסקית מבחינתך למעשה הקמעונאים הם למעשה סוג של אמצעי. זה הוכח במשבר שהיה ברוסיה עם מירילנד. בסופו של דבר גם כשיש לו חוזה, הוא רואה את הלקוח, אבי כמו בעלי קניונים אחרים עוקב אחרי מחזור, אחרי העומס של השכירות.

משה אטיאס

אני חייב להגיד לכם, בשנה הבאה במטריקס אני מתכוון לכלול את ההשפעות של התקן מבלי לערב את המנהלים בנושא, כי הסיווג הזה של תפעולי ומימוני זה משהו שכן משפיע על תמחור של פרויקטים ושל פעילויות. לגבי מס הכנסה אנחנו עוד פעם במקום של מערכת נפרדת ונצטרך לעשות התאמות ככל שנצטרך, אני חברת מחשוב אז אני יודע מה לעשות, אבל אני חייב להגיד שזה פשוט הפך לבלתי נסבל או שיש חשבונאות והולכים איתה ואני בן אדם שמאמין בזה ומשלמים את המס לפי זה ונעשה את ההתאמות או שלא כי זה מטורף.

רויטל רז

אנחנו לא רוצים להגיע למצב שיש שני נישומים ביניהם יש שונות מיסויית רק בשל העובדה שאחד מחליט להמשיך וליישם את IAS 17 כי מותר לו ואחר מיישם IFRS 16.

אורן הר נבו

אני הייתי בדיון לפי שנה בנושא הזה ובאתי מנקודת מבט אקדמית, שהתקן הזה הוא בהחלט הכרחי בעיקר בחברות כמו אל על וחברות עתירות הון החשבונאות תשקף יותר את הכלכלה. יש בדיחה שמישהו ה-IASB אמר שהוא רוצה לעלות על מטוס שכתוב בספרים. במישור המאזן, התקינה האמריקאית ניסתה לפתור את הבעיה שלא רואים במאזן את ההתחייבויות אבל השאירה את הרווח והפסד בצד. לפי דעתי צריך לתת ביטוי גם מבחינת הרווח והפסד, עליו לשקף את ההיבט הפיננסי, בחברות תעופה ובחברות עתירות הון זה משקף נכון יותר. בחברות קמעונאיות בהן השפעת החכירות הרבה פחות דרמטיות, וגם המאפיינים שלהן פחות פיננסיים, יחד עם זאת התקן מביא אותנו יותר קרוב לאמת. אמנם צריך לבצע התאמות, לדוגמה דמי שכירות משתנים וכיו"ב, אבל אנחנו קרובים יותר לאמת מאשר IAS 17. הרבה אנשים טענו שכבר בתקן הקודם היה את המודל שעשה את ההבחנה בין חכירות תפעוליות למימוניות, ותיקנו משהו שלא מקולקל אני חשוב שגם זה לא נכון. לדוגמה בדוחות אל על,

מה שעניין אותנו ביום הבחירות זה הפדיון למטר, תסתכלו בעיתון ותראו מה היה הפדיון של הקניונים שלנו.

השאלה היא איפה סיכון הנכס? במקרה של איקאה סיכון הנכס נופל באופן מלא על החוכר לעומת זאת בקניון חלק ניכר מסיכון הנכס נישאר אצל המחכיר, השאלה היא האם מדובר בהוצאה פיננסית או הוצאה תפעולית.

שאלה נוספת שעולה היא האם החוכר עשה התאמות מאוד גדולות בנכס, כלומר יכול שהשיפורים במושכר יותר מהותיים. יכול להיות שבתוך הקניון יש חנויות כאלה וחנויות כאלה?

החשיבה שלי היא לא רק שכר הדירה, לא שאני מזלזל בו. שכר דירה בסופו של דבר זה הרווח שלנו זה ההכנסה שלנו, החשיבה הסופית שלנו זה מה נכון יותר לקניון ומה משרת יותר את הלקוחות הסופיים של הקניון.

נקודה נוספת הינה שיטת הערכת השווי - בהערכות שווי בשיטת היוון תזרים מזומנים שזאת כמובן השיטה המועדפת התרגלנו להשתמש בתזרים בלתי ממונף ולהוון ב-WACC. אני מזכיר שיש גם שיטה של היוון תזרים מזומנים ממונף בה מורידים את פירעון ההתחייבויות הפיננסיות על פני תקופת התזרים ומקבלים תזרים לבעלי המניות אותו מהוונים ב-RE (מחיר ההון העצמי).

בשיטה הזו הסיווג החשבונאי האם החכירה פיננסית או תפעולית אינו רלוונטי. התשלום בגין זכויות השימוש העתידיות יבוא לידי ביטוי בתזרים העתידי דרך פירעון ההלוואה או ההתחייבות הפיננסית ומתקבל תזרים הנקי לבעלי המניות. לדעתי אנחנו נראה יותר הערכות שווי בהם ישתמשו בתזרים ממונף ולא בתזרים תפעולי.

יתר על כן, בחברות שהן מאוד ממונפות ישנה בעייתיות מסוימת להשתמש ב-WACC שהינו מחיר ההון המשוקלל לתקופת התחזית העתידית הנובעת מכך שאינה משקללת את העובדה שגם שיעור המינוף או מחיר החוב העתידיים יכולים להשתנות על פני שנות התחזית. על כן ולאור השלכות IFRS 16 אני מעריך כי הערכות על בסיס תזרים מזומנים ממונף יהיו יותר מקובלות בחלק מהמקרים.

כשחברה ממונפת כמו אל על למשל, עם תוספת של ארבע מיליארד שקל חוב. כל שינוי קטן בהנחה הוא דרמטי מבחינת ההון עצמי.

השינוי ב-WACC יכול להיות משמעותי אבל להערכתי השינוי פחות רגיש ב-RE. כאשר מהוונים ב-RE ופורסים את תשלומי דמי החכירה העתידיים (ומשתמשים במודלים לא של 5 שנים אלא לתקופות יותר ארוכות 10-15 שנים) ההשפעה של התזרים העתידי הממונף שהוון ב-RE לתקופה ארוכה הינה קטנה יותר.

אם הקניון משקיע בפרסום כדי שיבואו לקוחות, חלק גדול מסיכון הנכס נשאר בקניון אצל המחכיר. לא כל הסיכון של הנכס עובר לשוכרים.

צריך להיזהר להגיד את זה כי אחרת זה הופך לנדל"ן להשקעה, השמיכה קצרה.

אם כל סיכון החכירה נשאר אצל המחכיר אז לחוכרים אין סיכון לגבי דמי החכירה, יש כאן בעיה קונספטואלית עם התפיסה של התקן שבאופן גורף קובע שבכל מקרה דמי החכירה הם הוצאה פיננסית. יכול להיות שנצטרך להעריך את החברות מהקניון על בסיס הוצאה תפעולית ולא פיננסית. כלומר ניתן לטעון שהתקן מעוות את התמונה של השווי, צריך לזכור שיש לנו מרחב ולהבין איפה אנחנו נמצאים בו, יותר קרוב לתפעולי או לפיננסי. אחרי כל משפט שאבי אומר אני יותר זז לכיוון התפעולי.

אבל באמת כנראה שיכול להיות שצריך לעשות בין חברה לבין חברה ובתוך החברה בין החוזים.

בהיבט של דירוג יש בעיה, מרכיב עיקרי מאוד בחברה של מלוונות הוא חוב לאביטדה. יש מספרי אצבע לפיהם נקבע הדירוג לדוגמה השיטה של מעלות הייתה עד היום להוון את החכירות לתקופה הזאת לפי 7%.

"הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?"

במסגרת הערכות השווי.

שלומי שוב

ואת ה- EBITDA עדיין לקחו לפי הדוחות הכספיים.

סיגל יששכר

חוזת חכירה קצר טווח לגבי נכס אסטרטגי עשוי להוות גם הוא סיכון עסקי.

גל עמית

אוטומטית להגיד שיש להוריד את דירוג האשראי, זה לא כזה פשוט תיאורטי.

אודי גרינברג

כלכלית זה לא כזה פשוט כי גם בחכירות התפעוליות יש חכירות שהן במהותן תפעוליות ויש כאלו שבמהותן פיננסיות. אנליסטים היו צריכים לבצע את ההבחנה, השאלה היא האם היה מספיק מידע?

שלומי שוב

צריך להסתכל על זה כמשהו חיובי, התקן מחייב אותנו לעשות את הדיון הזה כי בלעדיו לא היינו מנהלים אותו. יש פה רעידת אדמה לדעתי.

אלון גלזר

אני חושב שה- EBITDA זה כלי שלא תמיד נכון להשתמש בו. בכלל נראה שהמציאו אותו כאשר מכפילי הרווח נעשו גבוהים. אנחנו כבר התחלנו לבצע כל מיני התאמות ל- EBITDA, מה שאמיר אמר בהתחלה לגבי העובדה שהתקן החדש יגרום להתייחסות לנושא זה

אם אתה נמצא במקרה שהחוזים קצרים הדירוג יכול להשתנות מקצה לקצה כיוון שלא מתקנים את התקופה. כולנו מבינים את ההיגיון של הכנסת החכירה למאזן. אבל הבעיה היא יישומית, אותו דבר בהערכת שווי בהקשר של חוזת חכירה קצרים יחסית.

שלומי שוב

בגלל זה דיברנו על נושא התקנון. מה עם הצד של ה- EBITDA? תחשוב בחברה כמו "פתאל" שיש לה הרבה מלונות בשכירות. הרציונאל של השימוש ב- EBITDA התפתח בכלל מהכיוון של חברות טכנולוגיה.

גל עמית

אני חושב שקידשו את ה- EBITDA יותר מדי, אין פה נכון לא נכון, יש כאן בעיה גדולה מאוד.

ענת פבריקנט

אנחנו רגילים שכמעט כל הערכות שווי מבוצעות לפי EBITDA, אבל אנחנו גם מבינים שהשווי לא אומר להשתנות בעקבות IFRS 16. צריך לבחון כיצד עושים תקנון לשוני בכדי להביא אותו למצב הנוכחי, כי התוצאות הכלכליות של החברה זהות והחשבונאות על אף שהיא תשקף יותר נכון את הנתונים במאזן לא אמורה להשפיע על השווי של החברה היו פה כמה דעות איך לעשות זה, וצריך לראות מה הדרך הנכונה.

משה אטיאס

אולי השווי ההוגן הקודם היה מוטעה?

ענת פבריקנט

חברות הדירוג היו מודעות למצב והיו חשופות אליו, הן ידעו על קיומם של הסכמי השכירות והתנאים שלהם. כלומר הן לקחו אותם בחשבון

הכי נכון, עד עכשיו התעלמנו מזה והעובדה שהבעיה עולה זה חיובי. אנחנו נתמודד עם הבעיות על ידי ביצוע התאמות, אני חושב ששוק ההון יבצע התאמות לפי חברות דומות, אולי הוא יטעה בהן אך הוא בהחלט יבצע אותן.

יניב פגוט

בכל האמור בתמחור המניות בשוק ההון ביום שאחרי יישום התקן אזי מדובר בלא פחות מצונאמי שכן השימוש במכפילי EBITDA הופך להיות לא ישים. ההשוואותיות בין חברות בשוק ההון המקומית עומדת להיפגם וההשוואותיות עם חברות בארה"ב תיפגם עוד יותר. אין מספיק כוח אדם מקצועי בשוק ההון הישראלי על מנת להיערך מקצועית לביצוע ההתאמות המתודולוגיות הנדרשות בהערכת השווי לאור השלכות התקן ויש חשש לפגיעה באיכות הניתוח הכלכלי. אני חושש משקיפות לא מספקת של הסכמי החכירה אשר תקשה על ביצוע התאמות נדרשות.

שלומי שוב

תסתכל על לוח שלוש שלנו על הקפיצה במכפילים, אתה רואה את זה קורה? בשוק ההון אתם מודעים למהפכה או שאתם חיים את הרגע?

יניב פגוט

להערכתי בשוק ההון לא יהיה שינוי מהותי מבחינת תמחור אג"ח מלבד מקרי קיצון שכן אנשי המקצוע בשוק ידעו לבצע את ההתאמות ביחסים הפיננסיים הרלוונטיים.

אמיר ברנע

כשאתה אומר שבאג"ח לא תהיה דרמה, בסיטואציה בה וועדת השקעות עם משקיע מוסדי וב"אל על" מופיע כעת עוד חוב של ארבע מיליון שקל איך הוא יסביר את זה? אם יחס ההון עצמי לחוב השתנה לא תהיה לכך השפעה?

יניב פגוט

רוב שוק ההון מורכב מחברות קטנות ובינוניות אשר כל גידול או קיטון של שלושה מיליון שקל ב- EBITDA משנים באופן לא מבוטל את תוצאת הערכת השווי ולפיכך יש תמריץ גדול לחשבונאות יצרית בעייתית. האנליזה מוגבלת ביכולות המקצועיות בזמן ובתשומות שלה, ולכן לדעתי זאת הולכת ליותר דרמה. כל החשבונאות סיבכה את הסיפור במקום לקחת את ההסתברות שההתחייבות תהפוך להתחייבות אמיתית בנו תקן מסובך מאוד. אביא כדוגמה את המקרה של קריסת רשת הקמעונאות של רמי שביט ההתחייבות החוץ

מאזנית התממשה ואולם הנזק הכספי היה חלקי ולא שיקף את מלוא ההתחייבות החוזית שכן נמצאו שוכרים חלופיים, גם במקרה של קריסת מגה ראינו מציאות דומה. כלומר צריך היה לתת את ההסתברות לכך שתהפוך להיות התחייבות פיננסית נוספת. בסופו של דבר, שנה שעברה התמודדו עם השפעות כניסת IFRS 15 על השווי בכך שיצרו לו מכפיל, אני חושב מאתגר הרבה יותר נאלץ בשוק ההון המקומי להתמודד עם כניסת IFRS 16.

עמנואל אבנר

אני רוצה להציע משהו תיאורטי שתומך בתקן. כשאנחנו עושים הערכת שווי לפי מכפיל EBITDA או לפי DCF אנחנו מסתכלים בצורה פשטנית על הערכת שווי, אנחנו לא מסתכלים מספיק על מרכיב הסיכון. מרכיב הסיכון של ההכנסות בניכוי ההוצאות המשתנות גבוה הרבה יותר מזה של ההוצאות הקבועות מהן לא ניתן להיפטר. לכן אם בשיטת ה-DCF מהווים את ההכנסות בניכוי ההוצאות המשתנות בשיעור היוון גבוה יותר מאשר את ההוצאות הקבועות מגיעים למצב בו למעשה מקטינים את ה-DCF וזאת למעשה הקבלה תיאורטית שתומכת בגישת התקן. כלומר, אם קיימת הוצאה קבועה שאתה לא יכול להיפטר ממנה יש להוון אותה בשיעור סיכון הרבה יותר נמוך מה שמביא לסכום התחייבות גבוהה יותר.

אמיר ברנע

הכדאיות של חכירה לעומת רכישה: בעבר היה יתרון מסוים לחכירה לעומת רכישה, הרכישה מפחיתה את שווי ההון כיוון שהחוב מופיע בערכו המלא. האם כתוצאה מהתקן שהופך את כל החכירות בראייתו לרכישות באשראי תשתנה הכדאיות? האם היתרון של חכירה מהאספקט של הערכות שווי נעלם?

יבגני אוסטרובסקי

במסגרת הדיון צוינו מספר נקודות חשובות למחשבה, והייתי רוצה להתייחס לחלקן.

הנושא הראשון הוא נושא הגילוי - בין היתר, צוין כאן בדיון לפני כי החוכר לא נדרש לתת גילוי לתשלומי החכירה הכוללים או לפרטים אחרים (מפנה לסעיף 53(g) לתקן). בכל מקרה, בהינתן החשיבות הגדולה של הגילוי, במיוחד לאור כך שאיני חושב שמישהו יודע כרגע מה נכון "אבסולוטית" בעולם הערכות השווי ועשוי להיות צורך בנתונים שונים, היא שאנחנו כרשות נצטרך לשקול האם יש צורך במתן גילוי נוסף, בדוחות הכספיים ואולי מחוצה להם. רק אזכיר אנחנו כבר דרשנו בעבר או הגענו להסכמות בעבר עם מנפיקים על גילוי בענף הקמעונאות, נדל"ן וגז. בשים לב למה שנאמר, אנחנו נשקול איזה גילוי נוסף עשוי להידרש, אם בכלל, בין אם זה בדוח הכספי ובין אם מחוץ נדרש לגבי החכירות בתקופה שלאחר כניסת התקן לתוקף.

"הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?"

שווי - מבחינת הערכות שווי יש הרבה הצדקות לטיפול החדש שנקבע בתקן אך גם כנגדו. יש מצבים שבהם בעיני הוא עשוי ליצור מצגים בלתי טריוויאליים. למשל, אם אנו משווים בין שתי חברות שההבדל היחיד ביניהן הוא שלאחת יש חכירה לעשר שנים ולאחרת חכירה גם כן לעשר שנים ואופציה לעשר שנים נוספות. התקן יוצר מצג שדווקא החברה בעלת האופציה ממונפת יותר, אם יש וודאות סבירה שתמומש האופציה. כלומר, דווקא החברה הגמישה יותר ממונפת יותר. מצד אחד, בשל העובדה שהיא גמישה יותר היא פחות מסוכנת. מנגד, אם מסתכלים על מינוף כחשיפה לנכסים שלא ממונפת בהון, אז באמת החברה השנייה ממונפת יותר שכן היא חשופה לעשרים שנה לנכס. כך לדוגמה, אם פתאום יש תחזית רעה לנכס בשנה השבעה עשר, החברה בעלת האופציה אכן תיפגע והחברה האחרת לא. אז בהיבט זה אכן יש מינוף מסוים. כלומר אפשר לטעון שזה מינוף, אבל לא מדובר בסיכון כי יש לה גמישות. מבחינת הרשות לניירות ערך, הדגש שחשוב לנו בהערכות השווי תחת תקן חכירות בדומה לתקנים אחרים זה בעצם רמת הביסוס. גם היום בחשבונאות כאשר משווים בין חברות יש הרבה דברים ייחודיים לכל חברה שבין אם הם מופיעים בדוחות ובין אם מחוצה להם, כשעושים מדגם או מכפילים ככל שזה מהותי צריך להתחשב. למשל, רווח משערך או ירידת ערך יכולים להטות את המכפילים של חברות במדגם, ולהשפיע על הערכת שווי אם לא התחשבו באלמנטים האלה. לכן, גם במקרה שלפנינו אם התקן יביא לשוני משמעותי בין החברות במדגם לבין עצמן (למשל, תקינה אמריקאית כנגד בינלאומית) או בין ובין החברה שאנחנו מעריכים אותה, אז נצפה ממערך השווי או מהתאגיד, להיות מסוגל להסביר ולבסס את הטיפול שהוא עשה - כמו בכל דבר אחר.

שלומי שוב

אתה מצפה למעשה שמעריכי השווי יתמודדו עם הדילמה הפילוסופית הזאת בין אם מדובר בהוצאה פיננסית או תפעולית?

יבגני אוסטרובסקי

נקודה אחרונה, במישור של להכניס חכירות לדוח - האם זה נכון או

הנושא השני שהוזכר הוא נושא היישום ושיעור היוון - כרשות, וכמו בכל מצב אחר, נצטרך לראות בכל מקרה ומקרה שיבחן על ידנו בשים לב לעובדות ולנסיבות הספציפיות האם היישום היה סביר, ואותו הדין גם במצבים בהם התקן מתיר מספר חלופות (כמו שיעור היוון גלום בחכירה לעומת שיעור ריבית תוספתי). ברור שיש מקומות שבהם שיעור היוון הגלום בחכירה, קשה לאמידה כי למשל לא ידוע מה ה-FV של הנכס. אבל, כמו שאמרתי יכול להיות שלא כל מקרה דינו כמקרה אחר.

אנחנו מודעים למה קורה בעולם וכנראה שאנחנו נראה זאת גם בישראל כשיישמו את החלופות שבתקן. בסופו של דבר, יש לזכור כי התקן קובע איזשהו מדרג ויש שיעור היוון שהוא עדיף ואחר שהוא נחות אבל צריך לבחון כל מקרה לגופו. אם כולם היו יודעים מה שיעור היוון הגלום בחכירה אז החלופה כלל לא הייתה קיימת. מנגד, לא ניתן לעקר מתוכן את התקן ואת החלופה הבסיסית. אותו כנ"ל, לגבי שינוי הסכמי השכירות והוספה או שינוי התנאים, התקן מתעלם מדברים מלאכותיים וקובע שבמצבים שבמהותם הם קבועים ההתחייבות או הנכס יכללו את כלל הסכומים.

שלומי שוב

אם אני נכנס לחוזה עם שוכר שבו יש מדרגה עם סכום משתנה והיא עמוק בתוך הכסף, מה עושים במצב זה?

אודי גרינברג

שלומי בתור מי שתמך ב-IFRS דווקא זה שיש כאן עניין של שיקול דעת זה משהו שאתה אמור לתמוך בו.

יבגני אוסטרובסקי

אנחנו נצטרך לבדוק שהטיפול החשבונאי שנעשה, בדומה לבדיקות שאנו מבצעים על הרבה תקנים ומצבים, שמה שנעשה במקרה הספציפי הוא סביר ויש לו ביסוס.

ההיבט השלישי שהוזכר הוא נושא ההשפעה של התקן על הערכות

לסיכום, יש לנו מושג מחיר הון שהוא בעצם ממוצע משוקלל של מחיר הון עצמי ומחיר חוב. קודם היה לנו חוב פיננסי קטן, נניח בלי החכירה, אבל הסיכון שקשור עם החכירה זה הוצאה קבועה שהייתה גלומה במחיר ההון העצמי וגרמה לכך שהוא יותר גבוה. התקן החדש הביא לכך שלחברה יש חוב נוסף אבל מצד שני מחיר ההון העצמי יותר נמוך כי נגרעת הוצאה קבועה, ככל שחכירה זו הוצאה קבועה פיננסית אז בעצם יש לי אותו מחיר הון גלובלי.

למעשה גם כאשר היה הבדל בין חברות- נגיד חברה אחת בעלת ועד עובדים חזק והשנייה חלש. בחברה בעלת ועד העובדים החלש הנושא של הגמישות התפעולית התבטא במחיר ההון העצמי, כעת החשבונאות באותו אספקט תגיד שמדובר בחוב ותיצור התחייבות בגין דמי שימוש ונכס בגין כוח אדם.

שלומי שוב

לסיום, אנחנו מקבלים את זה שצריך לעשות את ההבחנה בין חברות ובתוך חברות אבל בשורה התחתונה אני חושב שלהיתקע על משהו מסוים ולסמן את הדרך איך תמיד חוזרים אליו זה לא הפתרון. כולם אוהבים להאשים את הדובר - החשבונאות בד"כ, יש כאן שינוי אדיר בחשבונאות שמחייב אותנו לחשוב.

אין ספק שמעמדה הקדוש של ה-EBITDA בשוק ההון מתערער. היא צמחה מחברות טכנולוגיות והפכה להיות חזות הכול. תעשו חושבים עד כמה המשך ההסתכלות היא נכונה. יכול להיות שתהיה השפעה ריאלית על השווי שהיא חלקית, כפי שצינו הדוברים משוק ההון - המכפילים כנראה יותאמו בחלקם והשווי יותאם בחלקו. שימו לב שכאן ההתאמה של השווי, להבדיל מנדל"ן להשקעה שהיה נחמד ונח להתבשר ממנו כי השינוי היה חיובי, היא שלילית.

לא בראיית הערכת שווי כהוצאה תפעולית או מימונית, אציין כי אני לא יודע אם זאת שאלה שהתשובה עליה היא אפס או אחד. לדוגמא, שתי חברות באחת קיים ועד עובדים מאוד חזק כך שאי אפשר לפטר את העובדים מאה שנה קדימה ובאחרת גמישות מוחלטת ביחסי העבודה. ברמת החשבונאות, בשתי החברות אין בכלל התחייבות (או נכס) במאזן אבל ברור - כמעריך שווי שאני אצטרך להביא זאת בחשבון בשיעור ההיוון או בכל דרך אחרת בעת ההשוואה. לא יכול להיות שהן יהיו בשווי זהה משום שיש כאן גמישות שונה.

שלומי שוב

יבגני נתן דוגמא עכשיו שאני מאוד מתחבר אליה, בהשקה של הספר שכתבנו יאיר לפידות נתן דוגמא נגד התקן של חברה ממשלתית עם ועד עובדים מאוד חזק. רציתי להגיד לו שדווקא הדוגמא מאוד מחזקת את תפיסת התקן כיוון שהגמישות של חברה כזו היא מאוד נמוכה. כלומר יש כאן השפעה שלילית שמעריכי שווי צריכים לתת לוי ביטוי.

סיגל יששכר

לא ניתן לקבוע כי המעבר לחשבונאות שווי הוגן לא השפיע על שווי השוק של חברות נדלן.

שלומי שוב

חשבתי על זה כשדיברו על תקינה ובאמת שם זה היה לטובה אבל פה זה לרעה. תראו מה קרה לבתי הדיור המוגן, אפילו עזריאלי נכנסו לתחום הזה בגלל החשבונאות. מבחינתי זה אחד הדיונים החשובים שהיו. צור מבחינתך כמעריך שווי מה המסקנה שלך?

צור פנינגשטיין

התקן לא מפחיד אותי אלא מהווה התקדמות לכל הקשיים. הוא מעורר מודעות לגבי דברים שקודם היינו צריכים לטפל בהם וכעת צריך להתמודד, אי אפשר להסתכל אחורה. צריך להבין ששום דבר לא השתנה בשווי של החברה, אלא אם טעינו קודם, אבל בכל מקרה המתודולוגיה צריכה להתאים את עצמה. לגבי מחיר ההון שאולי נרמז בדברים של יבגני- הגדולה של מודל ה-CAPM או בכלל כל המתודולוגיה, זה שהוא חייב להיות פומבי. אני מאוד כופר בניסיונות או אפילו בפרקטיקה לקחת מחיר הון ולנסות לבצע כל מיני התאמות, אי אפשר להשוות ולמדוד את זה. אם יש חברות בהן יש מאפיינים מיוחדים אני לא חושב שצריך להתאים את מחיר ההון אלא צריך לקחת מדגם נכון או לעשות תרחישים. כל העיקרון של מחיר ההון המודרני זה שהוא צריך להיות מבוסס על פומביות כלומר מדגם של חברות נסחרות.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"המעבר של חברות הביטוח
לסולבנסי I: כיצד ניתן ליישב
את הסתירה בין המאזן
הכלכלי החדש לבין מחיר
השוק?"

תאריך המפגש: 6 בדצמבר 2018

נושא המפגש: המעבר של חברות הביטוח לסולבנסי I: כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאזן הכלכלי החדש לבין מחיר השוק?

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון.

אורחים שנכחו בדיון: מורלי דורי (ביטוח חקלאי), שירה ליכטנשטאט (KPMG), טל זהרני (KPMG), עמית גל (כלל ביטוח), נטלי גייקובס (הרצוג פוקס נאמן), אריק פרץ (הראל), טל חיציון (EY), משה שחף (EY), יאיר קופל (EY), אודי סדן (EY), אדוה ענבר (הראל), מיכל גור (מגדל), דן בראון (מנורה), דבי פרקש אולך (מגדל), קרן וולדנר (מגדל), מור קולא (variance), אור חרוש (BGC), אבי בן נון (מדרוג), אילאיל שטנר (מדרוג), רז יאור (IDB), שלמה אליהו (מגדל), בן שירן (מעלות), רמי לוי, ארי הורוויץ ועבד חסדיה (רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון), ברוך גובי ואלכס מיצניק (עובד גובי ושות').

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, יורם עדן, אברמי וול (פישר בכר חן וול אוריון ושות'), מיכה ארד (Deloitte), אבי לוי (מליסרון), אלון גלזר (לידר שוקי הון), דן וייס (אוניברסיטת תל אביב), זיו כהן (מנורה), מאיר סלייטר, עמיר פלד ודקלה מושקוביץ (רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון), שלומי וינר (אוניסון יועצים), דגנית דניאל (כנ"ר), עודד שריג (IDC), מירי סופרשטיין (הפניקס), שי קומפל (מנורה), עופר ברנדט (כלל ביטוח).

צוות מקצועי: גל אקריש, עדי פליישר ונגה לקרץ.

בוקר טוב לכולם. אנחנו עוסקים היום בנושא המעבר למשטר כושר הפרעון החדש של הסולבנסי והקשר למחירי שוק.

בשבוע שעבר הושלם הפרסום של דוח הסולבנסי החדש בחברות הביטוח, יש פה מהפכה של ממש המשליכה על דרך החשיבה של חברות הביטוח בכל תנועה ופעולה, החל במחלקות השיווק - איזה מוצרים נמכרים ואיך, הכל משמעותי כפי שנבין. בשנים האחרונות אנחנו נוטים קצת להשתמש בהגזמה במילה מהפכה. אבל אני חושב שכאן באמת יש מהפכה אמיתית. בשורה התחתונה, יש בשורה טובה ולא טובה. כשאנחנו מסתכלים על התוצאות של הסולבנסי משבוע שעבר, הבשורה הטובה היא שבסה"כ יש עמידה יפה בדרישות ההון של 114% ברמת המערכת - דברים שלא היו בניסויים שהיו בעבר וזאת כתוצאה משיפור עמדות וגיוסים, הנפקות של הון משני המוגבל ברגולציה ל- 40%, כאשר יש חברות שאנחנו רואים שכבר הגיעו למקסימום. הבשורה הלא טובה היא שהשוק לא כל כך מאמין למספרים האלה, וזאת מהות הדיון שלנו היום.

עד עכשיו כללי הלימות ההון היו כמו בבנקים ונגזרו מהדוחות ועכשיו הם עומדים בנפרד. אנחנו יודעים שבמקביל, ועסקנו בזה בעבר ועוד נעסוק, יש את התקן הבינלאומי החדש IFRS 17 שאמור להיכנס לתוקף מחייב בתחילת 2021. אני מניח שמשנה ברקת לא ידחה את התחולה. למעשה, לצורך הסולבנסי, חברות הביטוח בונות מאזן כלכלי מצד אחד, ומהצד השני החישוב של ההון הנדרש מבוסס על הערכת ההפסד שיגרם בתרחישים שונים שמוכתבים על ידי הרגולציה, ומתייחסים לסיכונים שאליהם החברה חשופה - סיכוני שוק, ביטוח, אשראי. תרחישים אלה לוקחים את הסיכון באירועים שההסתברות להתממשותם היא אחת למאתיים שנה.

אם אנחנו מסתכלים מעבר לנושא של תמהיל השקעות ואפקט של פיזור, שני הגורמים שמשפיעים ביותר על העמידה זה קודם כל הנושא הזה של ביטוחים עתירי סיכון. אנחנו רואים את זה גם בהשוואה לאירופה וגם כאן בארץ. אנחנו רואים חברות שיש להן ביטוחי חיים מבטיחי קצבה שהם משמעותיים ועתירי סיכון והן למעשה נמצאות במצב פחות טוב מחברות אחרות. נוצר מתח בין דורי בין החברות הותיקות שמחזיקות סיכונים מאוד כבדים והבטחות מאוד משמעותיות ולפעמים מוגבלות על ידי רגולציה מהעלאת מחירים, כמו למשל בביטוח הסיעודי, לעומת חברות צעירות ודיגיטליות שנכנסות לענף ונוגסות בענפים עתירי רווחים ומצומצמי סיכון.

אלמנט נוסף שהוא מעבר לנושא של הביטוח עצמו, זה באמת הנושא של נכסים לא מוחשיים. למעשה, לצורך המאזן הכלכלי, הנכסים הבלתי מוחשיים - מוניטין, עלויות רכישה נדחות וכו' - לא מוכרים כנכס ויש לזה משמעות, כי בחברות שמחזיקות את הפנסיה למעלה אין את הפגיעה הזו מאחר והמוניטין לא נכנס למאזן הכלכלי, אבל הוא נמצא בחברת האחזקות הנסחרת. הסולבנסי למעשה לא מכיר מצד אחד בתזרימים של הפנסיה ומצד שני הוא

מפחית את המוניטין, אז יש פה למעשה מינוס.

המאזן הכלכלי באמת נותן מידע חדש ומרתק לשוק ההון ואני לא בטוח כמה שוק ההון עדיין מעכל אותו. אם אנחנו מסתכלים על הרווח הצפוי בגין פרמיות עתידיות (EPIFP) אנחנו רואים שהוא נמצא על 57% בכלל המשק, כשביטוח ישיר שהיא חריגה מאוד לחיוב ביחסים האלה נמצאת ב- 85%. כלומר, 85% מהמאזן שלה הוא פרמיות עתידיות).

יש פה מידע עתידי שאמור לעניין את שוק ההון. להבדיל מה-EV, כאן נכנס גם מרכיב הסיכון (RM), שמן הסתם הוא מרכיב מאוד משמעותי וחשוב בהסתכלות על מונחי שווי. ה-RM מחושב רגולטורית, ייבאו מאירופה שיעור שרירותי של 6% אשר מחושב מתוך דרישות ההון. כל החברות משתמשות באותו שיעור ללא קשר מה תמהיל המוצרים שלהן וזה כבר מעיד על הבעייתיות.

לצורך הדיון עשינו השוואה מעניינת במסגרת חומר הרקע בין מחיר השוק להון הכלכלי. בהון הכלכלי אנחנו לוקחים רק את הון הליבה ועליו עושים את ההתאמות של הנכסים מחברת האחזקה. בקצה הראשון נמצאת מגדל עם מינוס 4 מיליארד שקל ובקצה השני את ביטוח ישיר עם פלוס 1.5 מיליארד שקל. צריך לזכור שהתוצאות האלה עוד לא מביאות בחשבון שהמאזן לפי הסולבנסי לא מביא בחשבון את העסקאות העתידיות. כלומר, היה מצופה כי שווי השוק שכולל את המוניטין יהיה דווקא גבוה משמעותית מההון הכלכלי לפי סולבנסי. ניסינו גם להציג את ההשוואה בין הפער הזה לבין הגודל של מרווח הסיכון. ניתן לראות קורלציה, ואולי היא יכולה להצביע במה שוק ההון, בהנחה שהוא מודע למידע הזה, פחות מאמין. אנחנו רואים שמרווח הסיכון הוא הכי גדול במגדל, 11.3 מיליארד שקל והכי נמוך באיילון. אגב, לאור צורת החישוב של מרווח הסיכון ניתן לעשות לו התאמה ליניארית פשוטה, ולהסביר בקלות את ווי השוק על ידי הגדלתו במספר אחוזים, תלוי באיזו חברה מדובר.

למעבר הזה יש גם השלכות דרמטיות על פוטנציאל לחלוקת דיבידנדים. למעשה, הדרישה של 115% הרגולטורית דרישה הון מינימום לצורך חלוקה בוטלה. היום דירקטוריונים יכולים לקבוע מדיניות כבר החל מ-100%. כאן נמצאת הרגישות, לאור הבטן הרכה של ה-RM והעובדה כי שוק ההון לא מאמין לנתונים האלה. חלק מהדירקטוריונים כבר פרסמו את המדיניות שלהם. בביטוח ישיר קבעו 140% במנורה 110% ובמגדל אחרי תקופת המעבר משהו כמו 120%. לא בטוח שמרווחי הביטוח האלה מספיקים.

למעשה, בביטוח ישיר המגבלה האפקטיבית היחידה שנשארה לחלוקת דיבידנדים היא יתרת העודפים שמייצרת רווחים אדירים מידי שנה. זה מאפשר לה לחלק אותם שהרי היא נמצאת ביחס סולבנסי עצום. אנחנו כבר רואים את ההשפעות של אינטרס הדיבידנדים במנורה וביטוח ישיר שביצעו יישום מוקדם לפני כולם. צריך לדבר על זה גם בהקשר של IFRS 17, שגם מבוסס על הסתכלות כלכלית. כמובן שלפי הדרישות החשבונאיות, מקצים את הרווח לפי תקופות, להבדיל מהמאזן הכלכלי שמכיר בכך מיידית. אבל, בסך הכל, שכשנסתכלים באופן מצטבר, הוא אמור להגדיל

"המעבר של חברות הביטוח לסולבנסי:
כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאזן הכלכלי
החדש לבין מחיר השוק?"

חשופות חברות הביטוח?

אומר לי יורם עדן - תראה מה קרה לקופות הגמל מאז ועדת בכר. בשנת ועדת בכר הם נמכרו ב- 2% מכלל הנכסים והיום בפחות מ-0.5%. אולי בגלל סיכון הניוד. זה סיכון מעניין. היקף הסכום הכללי לא משתנה ברמה הענפית עקב נידוד, ורק מתבטא במעבר מחברה לחברה. סיכון הניוד מתבטא בהורדת העמלות. כך ירדו העמלות בכל החברות שמנהלות כספים. הרי כל הרעיון של ההון הכלכלי בנוי על תצפיות מהעבר, ויכול להיות שהעבר לא מלמד על השלכות הניוד לעומת זאת השוק רואה בפרספקטיבה של הזמן הלא רחוק הפחתה משמעותית בעמלות וברווחים. הניוד יפגע בעיקר בחברות הותיקות עתירות עובדים כאשר הטכנולוגיות החדשות מאפשרות ביטוח זול הן ברמת החיתום ע"י שימוש ב-Big Data והן ברמת המפגש בין המבטח למבוטח שבעבר בוצעה באמצעות סוכנים. מדידת מחיר ההון- אם ההכנסה ההשקעית היא האלמנט המרכזי בהכנסות חברות ביטוח, כלומר אם הקשר לשוק ההון הוא צמוד דרך ההכנסה ההשקעית שנובעת מהרווח של הקופות שנובעות מהרווחיות של הקופות, אז מדובר בביתא מאוד גבוהה, כי קונים שוק במינוף. יכול להיות שזה נותן הסבר מדוע 6% לא נותן ביטוי מלא לסיכונים השוק וצריך לקחת בחשבון אחוז גבוה.

יורם עדן

כמה הערות קצרות:

בזמנו ערכתי מחקר שבדק את הקשר בין ה-Embedded Value ומחירי מניות חברות הביטוח. מכפיל ה-EV היה נמוך באופן משמעותי מאחד. ההסבר היה שיש סיכונים רגולטורים שלא נמדדים ופוגעים בצורה משמעותית בשווי החברות. לי גם מפריע דבר נוסף שהיה ב-EV, והוא חוסר יכולת האימות. שאני מסתכל על הדוחות של חברות נדל"ן להשקעה, יש הערכות שווי של שמאים, אני קורא, מבין ויכול לקחת את האקסל, לשחזר את החישוב, להציב מחיר הון יותר גבוה וכו'. כשאתה מסתכל על המאזן הכלכלי אני צריך להאמין למה שכתוב. אני לא יכול לשחזר אף חישוב, ויכול להיות שלאנשים זה לא נוח כל כך. ביקשתי למשל לעשות חישוב שאומר מה יקרה ל-EV אם נוסף פרמיה סיכון של

בכל נקודת זמן את יתרת העודפים ביחס למצב היום. זאת אומרת, גם המגבלה הזאת אמורה לקבל דחיפה חיובית בראיית חברות הביטוח.

בתוך כל זה, נשמח לשמוע איך עושים ביקורת על דוחות כאלה. אלה דוחות מחוץ לדוחות הכספיים, אבל הם עברו ביקורת של רואי חשבון על פי התקן הבינלאומי לביקורת מידע עתידי. השאלה המעניינת עד כמה באמת הביקורת אפקטיבית. בשורה התחתונה, עולה השאלה אם המידע הזה אמין ונכון, למה הוא לא מקבל ביטוי.

אמיר ברנע

השאלה שנשאלה היא ממה נובע הפער בין השווי הכלכלי ובין שווי השוק. למעשה הפער הוא יותר גבוה מהמפורט, כי החישוב אינו לוקח בחשבון את שווי הפלטפורמה לעסקים חדשים ושווי הפעילות הפנסיונית. לגבי הפער - חישוב הערך הגלום בעבר, לא נלקחה בחשבון פרמיית הסיכון שהיא מאוד משמעותית כאשר מדובר על פעילות ארוכת טווח, ולכן היא מפחיתה אחוז מאוד גבוה מהערך הגלום שחושב בעבר ללא פרמיה.

נתעלם מנושאים שקשורים לשוק עצמו, אולי נושאי הבעלות, ונשאל מהי הסיבה לפער הזה בין השווי הכלכלי לשווי השוק. האם פרמיית הסיכון מתאימה? נשאלה השאלה הכלכלית המתודולוגית ממה נגזרת פרמיית הסיכון פה? האם זה מה-WACC או ממחיר ההון העצמי? אם זה נגזר ממחיר ההון העצמי, אנחנו יודעים שבבנקאות הוא בין 9%-10%. אנחנו רואים שבנקים מתחת נסחרים בדיסקאונט ולהפך. אבל, בוודאי לא 6%. האם מחיר ההון העצמי או ה-WACC? אני חושב שמדובר שהשיעור נמצא בין WACC למחיר ההון העצמי. נכללים בו התחייבויות למבוטחים ולכן דומה למחיר ההון העצמי. מצד שני איננו כולל התחייבויות פיננסיות (אג"ח ושטרי הון) ולכן דומה ל-WACC. הדגש הוא על מרווח הסיכון. היום מרווח הסיכון בכל החברות הוא בין 30 ל-35 מיליארד ש"ח. תראה את ההפחתה ממה שהיה קודם ה-EV. העלאת את פרמיית הסיכון ל-8%, מוסיפה 8-10 מיליארד שקל למרווח הסיכון, שזה כל ההפרש בין השווי הכלכלי לשווי השוק. האם זו הסיבה לפער? בהנחה שהשוק אינו מעריך בחסר פרמיה של 6% נמוכה מדי. מהם הסיכונים להם

1% לזכור של הריביות, אז היינו צריכים לקחת את האקטואר, שיעשה עוד חישוב שיקח שבועיים.

הערה אחרונה – תמיד מעניין להשוות את מכפילי ההון של הבנקים וחברות הביטוח. אני רוצה להזכיר לכולם שהיו תקופות שהבנקים נסחרו ב- 0.5-0.4, תקופות משבר, והתאוששו. אני אישית חושב שחברות הביטוח נסחרות מתחת לערךן וזה כשל שוק מסיבות שונות.

עופר ברנדט

אחת - הפער בין השווי שוק לשווי הכלכלית לא כולל מספר מרכיבים, והגדול בניהם זה ערך העסקים העתידי של חברות הביטוח. נכון שמייבאים מאירופה את הכללים ומסגרת החישוב, אבל צריך לזכור שבאירופה מאפשרים הביטוח לבצע מודלים מותאמים לסיכונים הספציפיים של כל חברה וחברה. בארץ החליטו שאת זה לא מכניסים לישראל, אלא נשארים במודל כללי סטנדרטי שלא דווקא מתאים לכל חברה וחברה. נכון שיש את הפירוק של כל הסיכונים והמרכיבים, אבל למשל חברה א' לא מתאימה לחברה ב', לאותו סיכון. זה גם כן משהו שמבחינת דרישת ההון משפיעה על חברה אחת בצורה שונה מחברה אחרת. אני מתחבר לנושא של הסיכון הרגולטורי. הסיכון הרגולטורי בישראל מאוד גדול, מהסיבה הפשוטה שאנחנו מכירה את הגישה מוטת הצרכן ופחות גישה שאומרת מה ההשפעה של ההוראות האלה על היציבות של חברת הביטוח. אז יש לנו מצד אחד, דרישות מאוד גדולות של הון נדרש להחזיק כנגד כל הסיכונים והחשיפות. מהצד השני, חברות הביטוח, הלכסי, שיש להן תיק נתון, הן לא יכולות לעשות איתו שום דבר ולא יכולות למלא את הדלי הזה כדי לעמוד מול הדרישות האלה. ככל ששוחקים את התיק הקיים הזה חוזר אחרי חוזר, אתה לא יכול להתמודד עם כאלה דרישות הון. זה גם נותן ביטוי.

שלומי שוב

עופר, מה ההיגיון ב- 6%? למה זה לא יותר?

עופר ברנדט

כמו שאמרת, זה ייבוא אישי. יש מחקר שנעשה באירופה, אני חושב שהוא לא היה מי יודע מבוסס, אבל זה היה הקונסנזוס. אני חושב שזה שמרנות. גם 1 ל- 200 זה שמרנות.

עמית גל

אני לא חושב שנמצא כל כך בקלות את ה"אקדח המעשן פה". נכון שה- Risk Margin זה ה"חשוד המידי", אבל אני חושב שיש נקודות שהן קצת שונות... נכון שהמאזן הכלכלי הזה מזרים

הרבה מידע לשוק ההון, אבל אסור לשכוח את הפילוסופיה שהיתה מאחוריו שבנו אותו. זהו מאזן פיקוחי לצורך יציבותי שנבנה לא בהכרח לשימוש שוק ההון. בראייה פיקוחית צריך לאפשר לחברת ביטוח לשרוד את השנה הקרובה ובמצב שהיא נקלעת לקשיים לוודא שיש מישהו שקונה את ההתחייבויות שלה. יכול להיות שזאת צורת מדידה שהיא שונה, למשל לעניין עלות ההון ואחרים. בכלל, צריך לזכור של הדבר הזה כויל באירופה בשוק שאמור להיות יותר משוכלל וגדול שכל חברה זניחה ביחס לשוק וכשיש כשלים, חברה בקלות יכולה להיבלע על ידי אחרים. אצלנו השוק לא גדול לא ולא משוכלל מהרבה סיבות, ואין שקילות מול אירופה, יש פה גם עניין של הגבלים, רצון ויכולת של חברות לקנות מתחרות. בהשוואה למאזן לצורך יציבותי, אין ספק שנכנס לשוק ההון ציפיות לגבי רגולציה, שאנחנו רואים שהולכת לכיוון מאוד ברור, חוזרים שראינו לסיעוד וניוד קצבאות. סיכון הרגולציה הוא גבוה. אנחנו רואים שיש דברים שיכולים להוות איום על המודל העסקי. למשל, חוזרים והנחיות לגבי תשלום עמלות, שיכול מאוד להשפיע על היכולת של החברות המסורתיות להתחרות, זה גם יכול להסביר את הפער בחברות הישירות. מאחר ואלה דברים שמבחינת פיקוח הם בתחום אחריותו, בפועל הוא לא יכול לשקף אותם בתוך המאזן, ואז לשוק יש מידע נוסף.

אמיר ברנע

בהמשך למה שאתה אומר, נדרש ניתוח של המתאם בין תשואות מניות חברות הביטוח לבין תשואות השוק. נניח שחברת אחזקות מחזיקה במניות קונגלומרט ריאלי שמושפע מאוד מהריבית באופן שלילי, האם ההשפעה הזאת בחברה כמו מגדל או כלל, תהיה באותו כיוון?

אני קורא בדוחות חברות הביטוח את ההערה הבא: "בשל היעדר נתונים מספיקים, החברה לא בדקה את רמת המתאם בין הנחות דמוגרפיות ותפעוליות לבין הנחות הנוגעות לתנאי השוק, למשל שיעור הריבית, מתאם אשר עשוי להשפיע על ההערכה המיטבית באופן מהותי". זאת אומרת, הניתוח של מחיר ההון הוא מורכב. יש לי תחושה ש-6% זה נמוך.

שלומי שוב

אתה גם יכול לראות שבזה שאנחנו עושים "העתק הדבק" מאירופה בלי לעשות התאמות וגם בלי לעשות התאמות בתוך החברות, זאת סיטואציה מוזרה. אפשר לעשות פה התאמה ליניארית - לצורך העניין, אם במגדל היינו לוקחים 8%, היינו מאוזנים עם השוק אך עדיין צריך להוסיף עוד כמה אחוזים כדי לשקף את המוניטין של מגדל. יכול להיות שה- 2% זה סיכון יתר של הרגולטור הישראלי. אם היתה שונות בין האחוז שנלקח בין חברות שונות, יכול להיות

"המעבר של חברות הביטוח לסולבנסי II:
כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאזן הכלכלי
החדש לבין מחיר השוק?"

שהבעיה היתה נפתרת.

אלון גלזר

אני חושב שהשוק לא טיפס. השוק יודע לכוון לא רע את המספרים. אם החברות היו באמת זולות, היינו רואים עסקאות. אם היינו מתמחרים בניין בשליש מהשווי שלהם, היו קונים יותר. בעיניי, הסיכון הוא הרבה פחות של רגולציה והרבה יותר אקטואריה. אני חושב שמה שאנחנו לא מבינים, ולכן הסיכון צריך להיות יותר גבוה... לא למדנו שהפרישו מעט מידי עתודות, תמיד יש עוד גידול. ... זה לא דומה לבנקים.

שלומי שוב

אתה מחזק את מה ששירם אמר. כשאני מלמד את הסטודנטים שלי מסגרת מושגית, אני מסביר להם שאחד מהמאפיינים התוספתיים נקרא יכולת אימות. יכולת אימות משפרת את השימושיות של הדוחות הכספיים. כל חברה מפרסמת דוח מבוקר, איך אתם מנתחים אותו? הוא משפיע עליכם?

אלון גלזר

כמעט אפס השפעה. אם היינו משתמשים ב-EV, היינו עושים הפוך - נותנים שווי יותר גבוה לחברות שמחזיקות ביטוח חיים, ולא היינו נותנים מספיק שווי לטווח הקצר. דווקא קיבלנו הפוך - החברות עם הזנבות הארוכים הן אלה שחטפו בגלל הסולבנסי. בדרך כלל נהיה מופתעים לרעה בכל מה שקשור לגירעונות האקטואריים.

דן בראון

מדובר בחישוב הון רגולטורי, לא כלכלי. באירופה עבדו קשה הרבה מאוד שנים לבנות כלי לנטר חברות שעלולות לפשוט רגל. סולבנסי מהווה כלי לראות סימני אזהרה לפשיטת רגל עתידית. מצד אחד סולבנסי אמור למדוד את היכולת של החברה תחת תרחישים

שונים. מצד שני, החישוב אמור להאריך את השווי של התיק במקרה שחייבים למכור את התיק. עוד סיבה שלא לראות את סולבנסי כמדד הון כלכלי כי זה לא לוקח בחשבון את כל הפעילות של החברה.

לגבי הטענה שההערכות האקטואריות התבדו בעבר, נראה לי שצריכים להפריד בין החישובים המסורתיים של חישובי עתודות ובין חישובים כמו סולבנסי שכוללים תחזית קדימה שלא אמור לחזות כל שינוי חיצוני שיכול להתרחש אלא תרחשיים שהוכתבו על ידי הרגולטור.

אמיר ברנע

איך קונים חברת ביטוח? איך מעריכים חברת ביטוח?

דן בראון

כשעושים עסקה ורוצים להגיע לערך של החברה או התיק, מה שבסוף היום קובע זה שיעור היוון. אפשר להגיע לערכים מאוד שונים על אותו תזרים. הכל תלוי בשיעור היוון שבחרים. אני מניח שמישהו שרוצה להשקיע בחברת ביטוח לא יסתפק בפרמיית סיכון של 6% שמוכתב בסולבנסי. השיעור של 6% אמור לתת מחיר שוק לתיק במקרה שרגולטור מוכרח לחייב חברת ביטוח למכור את התיק לחברה אחרת. אבל במקרה של רכישת תיק ומיזוג, בדרך כלל יש הרבה חיסכון בהוצאות כי רב ההוצאות קבועות וזה יכול להשפיע על התזרים. אם כן, סביר להניח שהפרמיית סיכון הגלום בפועל יהיה יותר גבוה מ-6%.

אמיר ברנע

מה דעתכם, WACC או מחיר הון עצמי? אולי משהו באמצע? מה צריך להיות הבסיס לקביעת פרמיית הסיכון?

ברגע שלצורך הסולבנסי אתה מאפשר לחברות הביטוח לגייס חוב שאתה קורא לו רובד שני ורובד שלישי ב- 2%-3%, איך שלא תסתכל על זה, זה WACC.

אמיר ברנע

מצד שני, כל ההתחייבויות האחרות כן מופיעות.

עודד שריג

אני לא יודע להתייחס לעניין ה- WACC וההון העצמי, כי בחברת מימון כמו בנק או ביטוח ההבחנה היא לא ברורה, כי בחברות כאלה הנכסים הם חובות.

אני רוצה להתייחס לנקודה אחרת. ברגולציה של סולבנסי יש שמות, ואנחנו לוקחים את השמות כאילו הם נכונים, ומתייחסים לנושאים בקונטקסט של השמות שניתנו. מאזן כלכלי - אמיר, אתה עשית הרבה הערכות שווי, בחיים שלי לא ראיתי הערכת שווי שלוקחים את תזרים המזומנים, מהוונים בריבית חסרת סיכון, ואז לוקחים את תוחלת תזרימי המזומנים, מוסיפים עליהם 6% ומהוונים בריבית חסרת סיכון כאיזה שהוא ניכוי לסיכון. אני לא מכיר שום תמיכה, לא תיאורטית ולא אמפירית לזה.

התפיסה שלנו כאילו מדובר על מאזן כלכלי מגיעה מהשם ולא מצורת החישוב. צורת החישוב של שווי לא מתאימה למה שהכלכלה אומרת שצריך לעשות. לכן, הציפיה שלנו שהמאזן הכלכלי ייתן שווי כלכלי היא בכלל לא נכונה. זה באמת מאזן רגולטורי.

הרגולטור קבע כללים איך מחזיקים את ההון, ולפי זה צריך להסתכל על זה. הקביעה של כמות ההון לא צריכה להיות קשורה לשווי השוק, כי היא נעשית בצורה אחרת.

אתן דוגמה - מחשבים את העתודות. הן אמורות להיות משהו שחברת ביטוח אחרת תהיה מוכנה לשלם תמורת העתודות האלה כדי לקחת אותן. אנחנו יודעים שהעתודות בסולבנסי יותר גדולות מהעתודות במאזן, ואנחנו יודעים שכשעושים עסקאות למכירת עתודות הן נעשות בפחות מהמאזן, חברות רושמות רווחים ב-LPT. זאת אומרת, מחירי השוק של העתודות הם לעין ערוך יותר נמוכים מאשר העתודות.

משה שחק

ההתחייבויות הביטוחיות במאזן הכלכלי הן יותר נמוכות מהמאזן החשבונאי משתי סיבות: אחת - יורדים הרווחים העתידיים. שתיים - בביטוח כללי אין צורך במרווחי שמרנות, הולכים ל- best estimate.

עודד שריג

אני דיברתי על החשבונאי. ה-LPT בדרך משחרר רווחים בחברות. לכן, אני חושב שהלשון שמשמשים בה של "מאזן כלכלי" מביאה אותנו לחשוב שהשוק צריך היה להתיישר לשם. אני לא חושב כך. היא מטעה אותנו בהרבה דברים. למשל, 1 ל-200 שנה - אם זה היה נכון, למה עשו quiz? כדי לכייל את המודל, כי אין לאף אחד מושג וזה לא רלוונטי. מה שרלוונטי שהמאזן הזה מייצג דרישת הון, הוא מאזן רגולטורי וזאת מטרתו.

דרישת ההון הזאת היא דרישת הון הרבה יותר גבוהה ממה שאנחנו היינו חושבים שצריך בכדי לשמור מהסיכונים. לדוגמא, הבסיס לתרחיש הפיננסי הוא מה שקרה ב-2008. אז למגדל היה רבע מכמות ההון שיש לה כיום והיא לא נדרשה לשום השלמת הון. ב-2008 היו מאות בנקים בעולם שפשטו רגל וחברות ביטוח אחת AIG שפשטה רגל, בגלל פעילות בנקאית שלה בלונדון שכמעט גמרה את החברה. כלומר, חברות ביטוח הן בכלל ברמת סיכון אחרת ממה שהמודל תופס, אבל זאת הרגולציה.

אמיר ברנע

אתה מציג את זה כאילו הרגולטורי מגדיל את המחוייבויות?

עודד שריג

כן

אמיר ברנע

זאת אומרת השווי עוד יותר גדול?

שלומי שוב

אבל, עודד, יש פה סתירה, מצד אחד אתה אומר שהמאזן שמרני מידי, אבל הבעיה שלנו הפוכה.

עודד שריג

המאזן הזה לא קשור בכלל לשווי שוק, הוא שמרני מידי, כי הוא דורש כמויות הון כאילו שחברת ביטוח היא מסוכנת ככל חברה אחרת או כמו בנק, והיא לא. זה מודל עסקי שונה לחלוטין. הציפיה שלך היא שהמספר הרגולטורי יתאים לאיזה שהוא שווי כלכלי והוא לא.

"המעבר של חברות הביטוח לסולבנסי II:
כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאזן הכלכלי
החדש לבין מחיר השוק?"

שלומי שוב

מחיר המניה של הפניקס מצדיק את מה שאתה אומר, התוצאות הטובות שלהם בשנים האחרונות מקבלות ביטוי בזה.

דן וייס

אני רוצה להמשיך בגישה של עודד. המטרה של הסולבנסי היא, כמו שעודד אמר, השגת יציבות של חברות הביטוח. הנקודה הראשונה שלי הינה כי סולבנסי לא נולד לצורך הערכות שווי. לכן, אני מסכים עם עודד שהלמאזן הכלכלי בסולבנסי אינו תואם הערכת שווי בשיטות המקובלות. בנוסף, כשעושים הערכת שווי צריך לקבוע הנחות ספציפיות על החברה. בישראל, בניגוד לאירופה, יש הנחות גורפות, לדוגמה הקורלציות בין הסיכונים שנקבעו בצורה אחידה לכל החברות. למה שמישהו יאמין שהקורלציה במגדל זהה לביטוח ישיר? אני סבור שהנחת הקורלציות שנקבעה על ידי הרגולטור לא נכונה לשתייה. לכן, כשאני מסתכל על הנושא הזה, גם ביישום של המאזן הכלכלי יש קשיים בתמיכה בהערכת שווי.

הנקודה השנייה עוסקת בהעדר הנחות לגבי שינויים טכנולוגיים בתעשיית הביטוח. בתעשיית הביטוח, הסקת מסקנות לגבי שווי חברות בהתעלם משינויים טכנולוגיים הינה בעייתית. ושוב, כשאנחנו מסתכלים באירופה, אנחנו רואים חברות ביטוח שיותר מוכנות לשינויים טכנולוגיים. לכן, הנושא הזה מחייב התייחסות. באותה רוח - חברות ביטוח שלא ידעו להוריד הוצאות הקבועות ולהתאים עצמן לעולם הטכנולוגי החדש יפגעו בשווי שוק, כי צפויה השפעה דרמטית. בסולבנסי אין התייחסות לכך.

הנקודה השלישית היא ההתייחסות למצב הייחודי שאנחנו נמצאים בישראל בנושא הבעלות. בישראל יש מספר גדול של חברות ביטוח שנמצאות על המדף ועדיין לא ידוע מי יהיו הבעלים החדשים, אבל ברור שיהיו בעלים חדשים.

הרבה מחקר שעשיתי מראה השפעות שונות ממה שטוען הפיקוח כאשר הוא שואף לבעלות מבוצרת ללא בעל שליטה. בגדול, לבעל שליטה בעל מומחיות בביטוח יש ערך בחברה. מחקר מראה כי לחברות ציבוריות בבורסה בתל אביב שיש בהן שליטה משפחתית

שלומי שוב

הוא יהיה איזה שהוא רף תחתון, כי אנחנו לוקחים פה הנחות שמרניות.

עודד שריג

קבעו כלל שככה מחשבים. למגדל יש 6 מיליארד VIF. מה זה אומר? שזה השווי של הפעילות שלה? הלוואי. זה נעשה בחישוב שאני לא מבין, אני לא מכיר שום בסיס תיאורטי ואמפירי לו, וזה לא מפתיע שהוא נותן מספרים שאינם קשורים למה שקורה בשוק ההון. כי הוא נעשה למטרה רגולטורית.

מאיר סלייטר

מנקודת המבט שלי, יש כאן שתי בעיות שקשורות אחת בשנייה. הראשונה היא השפה - יש לנו שפה חשבונאית ופתאום אנחנו עוברים לשפה כלכלית, שאנחנו רק מתחילים להבין אותה. בסוף, הגילוי הזה הוא 10-15 עמודים, ובחשבונאי יש 500 עמודים. כלומר, יש לנו הרבה יותר מידע ברמה החשבונאית. למה זה חשוב? אנחנו מצפים משוק ההון להבין את מה שכתוב פה על סמך 10 עמודים וזה בלתי אפשרי. לא מפרטים לנו ולא נותנים לנו את הכלים להעריך מה יש שם. לכן, יש פה משהו שהשוק יצטרך ללמוד אם וכאשר המאזן הכלכלי הזה יהיה באמת השפה. אם המאזן החשבונאי ימשיך להיות השפה, ימשיך להיות ניתוק. ב-2021 יהיה מעבר של דיווח חברות הביטוח לשפה אחרת לחלוטין. זה דבר שלילי ביכולת של אנשים להבין, כי גם ככה העסק מסובך. השאלה היא אם יש יכולת להבין מה הולך להיות השינוי בהון ממנו יגזר הדיבידנד או יכולת הצמיחה בשנה הבאה. תראו מה קרה בהון מגדל - מעמידה בדרישות של 74% קפיצה ל-93%, ושנה אחר כך רק ל-95% - איך אפשר להבין מה יכולת ייצור הרווח או הגדלת ההון בתוך שנה מסוימת. זה המבחן המשמעותי הראשון. בסוף, משקיע בשוק ההון בוחן חברה ורוצה תשובה של 10%-12% בחברות ביטוח. קודם כל בואו נבין את מה שיש פה ואין זה משתנה כל שנה.

אתה אומר שהמאזן הרגולטורי בא למלא את צרכי הפיקוח על פי מה שהוא מבין, אבל יש ממשק ברור בין הרגולציה לשווי השוק - ביכולת לחלק דיבידנד, פעילויות אחרות וכו'. אם מחר המפקח על הבנקים יחליט שיחס הלימות הבנקים עולה, תהיה לזה השלכה מיידית על שווי השוק של מניות הבנקים. יש לרגולציה השלכות ישירות על היכולת של חברות הביטוח והבנקים להתמודד בשוק ההון. לכן, העובדה שאתם טוענים שאין קשר... מה מעריך השווי צריך לענות לך?

עודד שריג

אמיר, אתה יודע שרוב הבנקים מוערכים בעולם על בסיס מכפיל ההון העצמי שלהם בדיוק מהסיבה הזאת. הון זה לא עגבניות, הון לא נרקב, הוא עושה תשואה.

משה שחר

מהרגע שהונחה הטיוטה הראשונה של ה-IFRS 17 והסולבנסי, הבנו שאנחנו בסרט אחר והענף הזה נכנס לביקורת, לא של נתונים היסטוריים או מציאות קיימת, אלא צריך לקחת בחשבון תחזיות עתידיות. תדעו לכם, זה הולך להיות חזק באותה עוצמה ב-IFRS 17. כדי לבקר דבר כזה, הבנו שכללי הביקורת ודוח המבקר שלנו בכלל לא משקף, לכן סירבנו להכניס את זה לדוחות הכספיים. כדי לבקר תחזיות עתידיות, אתה צריך לגייס אקטוארים שיבדקו את ההנחות שכל חברה מניחה לגבי התפתחות העתיד. עכשיו, כמו שאמר אמיר, עיקר ההנחות הן התבססות על העבר, כי עיקר ההנחות הן מה שהיה זה מה שיהיה. יכול להיות שהשוק לא מאמין בזה. לכן, הבדיקה המעמיקה היא בדיקה המחקרים האקטוארים וההנחות בחישוב העתידי. אנחנו עובדים עם מחלקת מערכות מידע כדי שתבדוק את נושא שלמות הנתונים. יש כאן ארבע מחלקות אצלנו שעובדות על זה - מחלקת אקטואריה, ניהול סיכונים, חשבונאות ומערכות מידע. זאת כדי להצליח לבקר ולהוציא דוח בהתאם לתקן המידע העתידי. אם תקראו את דוח המבקרים החדש שלנו, אנחנו ממש מסתייגים ואומרים את זה.

המהפכה הזאת הולכת להיות גם ב-IFRS 17. שאלו אותי מה יותר נכון הדוח החשבונאי או הדוח הכלכלי הזה? כאן אני מסכים עם אלו שאמרו שזה דוח רגולטורי. למעשה, מה שמפריע לי במאזן הכלכלי הזה הוא שעסקי הפנסיה לא מקבלים ביטוי, כמו שאמרת. כל תזרים מזומנים העתידי של פנסיה וגמל לא מקבל ביטוי וכל עלות הרכישה שלו נמחקה.

הדבר השני ב-IFRS 17 לא תצטרך למחוק את כל הנכסים הבלתי מוחשיים. חברות הביטוח משקיעות הון עתק בתוכנה, והתוכנה הזאת נמחקת בהון הכלכלי. ב-IFRS 17 אין צורך כזה. זאת אומרת, כמו שאתה אומר, מחיריך את המצב. אנחנו בעולם של בדיקת תחזיות. זה לא כמו בעולמות אחרים, שאתה חותם על חברה שאתה רואה את הנכסים.

שי קומפל

אחת - אני חושב שההון הכלכלי שמופיע בסולבנסי לא רלוונטי לשווי שוק בכלל. יש שם המון פרמטרים לנתח ולאבחן, כך שאני לא יודע אם זה נותן ערך מוסף. אני לא בטוח שזה ישפיע על השווי, השאלה איך זה ישפיע על ההתנהגות של החברות. פה, יכול להיות שזה ישפיע גם על הרגולציה וגם על האפשרות לחלוקת דיבידנדים, שאת זה יבואו ויראו משקיעים.

יש שאלה האם כתוצאה מהמעבר לסולבנסי אפשר יהיה לחלק יותר דיבידנדים, כי אתה מסתכל על רווחים עתידיים. אני לא בטוח שיש מישהו היום בשולחן שידע לענות על השאלות האלה, כי עוד אין ניסיון. זה גם לא יהיה זהה בכל חברה.

אני מעריך שיהיו שינויי במוצרים. אני חושב שעד היום חלק גדול מהחברות ראו מה הרווחיות שהמוצר מייצר, כשהמחיר הון שעמד למולם היה משני או אפילו לא נספר בצורה מלאה ופחות אפקטיבי להחלטה איזה מוצר לייצר. אבל אני חושב שהיום עברו לשפה אחרת של לבוא ולראות מה דרישה ההון שאני מייצר על אותם מוצרים. רואים שיש הבדל בין מוצרים שהם צרכני הון גדולים שיכול להיות שהמחירים היום לא תומכים במחירי ההון והרגולטור היום לא כל כך מקל. לא תמיד הרגולטור רואה במחירי המוצרים את מחירי ההון ששמים מולו, לפעמים לא ולפעמים כן. לא בהכרח תואם. בהחלט יכול להיות שיהיו שינויים במוצרים שיקטינו את דרישת ההון גם ישארו באותה רווחיות, אבל לפחות יקטינו את מחיר ההון. אז, הממשעות לכך תהיה אפשרות גבוהה יותר לחלוקת דיבידנדים. זה משהו שלא יהיה ביום אחד. אם יהיו מוצרים שיראו את ההשפעה, יכול להיות שלטווח בינוני יותר זה ישפיע. אני יודע שאצלנו מוכנים לזה. אני מניח שאנחנו לא החברה היחידה. אני חושב שזה הדבר שאולי ישפיע על השוק, אבל אלה דברים שייקחו זמן.

שלומי שוב

יש פה נקודה מאוד חשובה ומעניינת ששי מעלה, על מתח בין החשיבה של חברת הביטוח לחשיבה של הרגולטור ומעניין איך זה ישפיע. מה זה אומר לעניין היחס של חלוקת דיבידנדים. אתם, לדוגמה במנורה, לקחתם 15%, מה השיקול שצריך להיות לדעתך באופן כללי?

"המעבר של חברות הביטוח לסולבנסטי II:
כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאזן הכלכלי
החדש לבין מחיר השוק?"

לכן, השאלה החשובה היא כמה קל לך לחזור בחזרה ל-SCR. כלי
הניהול של ההון הם לא רק שמירת כרית, הם גם ביטוחי משנה
והיכולת לנהל את התיק. כל הדברים האלה גורמים לך להבין איזה
מרווח אתה רוצה לשמור.

אמיר ברנע

אבל, לפי מה שאמרת קודם, האם ביטוח משנה יוצר רווח? ההצעה
שאקבל מביטוח משנה לכיסוי תשפר את מצבי מבחינה זאת
לעומת העלות המובנית בסולבנסטי. זה מוזר.

עודד שריג

לפי דעתי אתה צודק. אני חושב שזה נכון במקומות שלא חיים עם
הרגולציה האירופאית.

אמיר ברנע

הקונספציה הבסיסית של הדוח הזה הוא מהו המחיר בו ניתן למכור
את האלמנטים המסוכנים לגורם חיצוני.

שלומי שוב

נקודת המוצא של הסקטור הישראלי, בעיקר בגלל כל מיני ביטוחים
של העבר, במיוחד בחברות מסורתיות שהתחייבו לכל מיני הבטחות
קצבה, ביטוח סיעודי שלא מאפשרים החברה באוצר לעדכן מחירים,
מכניס אותם לנחיתות בעמדת המוצא.

מיכל גור כגן

הסיבה לזה באירופה היא שזה כולל את הוראות המעבר בפנים.
זאת אומרת, הוראות המעבר מוכרות לצורך דיבידנד. בבריטניה,
היחס הממוצע היה כ- 70% לפני הוראות המעבר. הם מחלקים
דיבידנד, כי אחרי הוראות המעבר הם עומדים על 150%. שם זה

שי קומפל

אני אגיד לך מה עשינו, כל חברה עשתה את זה בצורה שונה. המודל
הוא מודל תנודתי, עם המון הנחות קדימה, חלקן סובייקטיביות.
החשש שלנו היה לרדת ביחס לעודפי הון, הנחנו מספר תרחישים
שאנחנו רוצים לראות מה יעשו וראינו מה ההשפעה של זה. מזה
גזרנו כמה אנחנו רוצים להשאיר. כל חברה חשבה אחרת... לכל
אחד יש מדרגה שונה, כי על כל אחד התרחישים השפיעו בצורה
שונה, ולכן המדרגות בין החברות שונות. זאת הסיבה שקבענו
לעצמנו רף מסוים.

שלומי שוב

כן, אבל השאלה היא מה צריך להיות הרף במיוחד לאור כל מה
שאתם מדברים על המדע הבדיוני הזה.

שי קומפל

הסברתי, הרצנו תרחישים סבירים על התיק בפועל שהנחנו
שיכולים לקרות בטווח שנים מסויים.

שלומי שוב

יש פה שיקול דעת מאוד משמעותי של הדירקטוריון.

עודד שריג

שתי נקודות שאני רוצה להתייחס אליהן: אחת - בהינתן שכמות
ההון הולכת לגדול, שווי המשקל יהיה עם פחות מוצרי ביטוח
ויותר יקרים. להון יש מחיר. כמה זמן זה ייקח? אני לא יודע, אבל
זאת התוצאה כשאתה מייקר את התשומות. שתיים, תקראו את
הדירקטיבה. היא אומרת שאם ירדת מה-SCR, אתה צריך להגיש
תוך חודשיים תוכנית להשלמת הון תוך שישה חודשים. זאת אומרת,
לא מסתכלים על ה-SCR כעל רף קשיח שאי אפשר לחדור אותו.

מוכר לצורך דיבידנד. לחברות ביטוח חיים בבריטניה יש תיק עם הבטחות קצבה, אבל לרוב הן מיום הפרישה ולא מיום החיתום.

אמיר ברנע

מה אתם צופים כסיכון העיקרי הצפוי - הניוד או הטכנולוגיה? לצמצם את כוח האדם בחברות הביטוח והשימוש בסוכנים.

אמיר ברנע

מה השינוי? הקשר מול המבוטח או הליך החיתום בתוך חברת הביטוח?

דן וייס

שינוי טכנולוגי בא בכמה מקומות. הכי בולט זה במוצרים עצמם. לדוגמה חברה סינית שהנפיקה לפני כמה חודשים והיא מוכרת ביטוח משלוחים של עליבאבא. שווי השוק שלה בהנפקה יותר גדול משווי כל השוק הישראלי והיא הוקמה לפני פחות מחמש שנים. יש פתאום חברה שעובדת אחרת, מוכרת מוצר אחר. יש כאן איום על התעשייה. בתעשיית הביטוח יש גישה אחרת, ומי שמייצג אותה בצורה הכי בולטת באירופה זה אליאנס, שאומרת שהיא תהיה המובילה בחדשנות. שווי השוק של אליאנס הרבה יותר גבוה מאשר ההון החשבונאי. חלק מהפער בשווי נובע מכך שאליאנס מאוד מתקדמת במושגי החדשנות וזה לא כלול בהון החשבונאי.

מירי סופרשטיין

אני רוצה להוסיף משהו בנוגע לסיכון הטכנולוגי. לדעתי הוא בא בעיקר מהכיוון של עולמות ה-data. היום קיימות יכולות טכנולוגיות גבוהה המאפשרות ביצוע חיתום פרטני ומדויק, בהתבסס על מידע רחב מאוד. יכולות אלו לא היו קיימות בעבר וקשה מאוד ליישם אותן היום על מסדי הנתונים של חברות הביטוח המסורתיות. לצורך העניין, אם ענקיות הדאטה כמו גוגל ואמזון ירצו להיכנס לעסקי הביטוח, יש להן הרבה יותר מידע שמנהל הרבה יותר נכון, היכולת שלהם לעשות הסקות סטטיסטיות הרבה יותר מתקדמת משל חברות הביטוח המסורתיות. לדעתי הסיכון המרכזי של שחיקת הערך שלנו מגיע משם. גם חברות הביטוח הדיגיטליות שקמו והיו סיכון דומה, במידה ויצליחו ליישם את הטכנולוגיה לניתוח הנתונים. חברות הביטוח המסורתיות מתמחות ויעילות בשלב התביעות, של תשלום התביעה. לדעתי, הערך יעבור לשלב חיתום ויתבסס על היכולת להתאים מוצר ופרמיה מדויקים לנתונים הספציפיים של הלקוח. ברגע שהחיתום יהיה פרטני ויתבסס, לא רק על מאגרי המידע שלנו, אפשר יהיה להגדיל את הרווחיות גם מעבר למרווח

הסיכון ול-scr הנדרש. מה שנדרש הוא לעשות את הקפיצה הטכנולוגית הזאת ולרכוש יכולות ניתוח DATA מתקדמות.

אמיר ברנע

תגיד, נושא הניוד הוא לא מרכזי?

מירי סופרשטיין

נושא הניוד הוא מאוד מרכזי, ברגע שהחברות הדיגיטליות יציעו למישהו ביטוח מותאם אישית ויראו בו לקוח פחות מסוכן, בעוד אנחנו נמשיך עם תעריף אחיד לקבוצת מבוטחים רחבה ועם הסבסוד ההדדי והתעריף שלו בממוצע יהיה נמוך יותר, נהיה בבעיה. יכול להיות שהפער בין שווי השוק של החברות לשוויין לפי הסולבנס, נובע בחלקו מכך שהשוק קונס אותנו על ההתפתחות הטכנולוגית העתידית.

שלמה אליהו

הבנתי דבר אחד שהמאזן הוא רגולציה, כתוצאה מרגולטור שהכתיב לנו איך לעשות מאזן. רגולטור זה לא אלוהים. צריך להתמודד נגד התופעה. שוני בין בנקים לביטוח הוא מהותי. בנק בהלימות הון ממונף 12 פעם מההון. תוך שעה כל בנק יכול להתמוטט. אין ביטוח פיקדונות במדינה. אין הגנה לבעלי הפיקדונות. כאן הכל הפוך. אין לנו שוק הון שמתמחר מה הוא עושה, יש לנו תקשורת, לוביסטים ועושי שוק. ביטוח שולט על שוק ההון העולמי. כל הבנקים נשלטים בסופו של דבר על ידי גופי ביטוח. הם היחידים שיש להם כסף לזמן ארוך. ביטוח מכוסה פר עסקה בביטוח משנה אינדיבידואלי, אין סכנה. אני לא תופס כלום. כל ביטוח, מעבר לשייר, מוגן. אין סכנה בכל אירוע שההון של חברת ביטוח מהווה ביטחון. היא צריכה להיות מוגנת מקצועית בביטוח משנה וגם השייר מוגן. אומרים לי היום שבשביל למכור מוצר צריך לעשות עלות הון. אני לא מבין. איך אני אמכור? אני צריך למכור מוצר מוגן בביטוח משנה, מכסה הוצאות, עמלות ומותיר לי רווח. איזה קשר להון? אני צריך לבדוק שהמודל עומד בפני עצמו. הנושא של שירות לא קיים היום, סוכנים נמחקים מהמפה.

אמיר ברנע

בחברות הביטוח לקחו על עצמם התחייבויות עם תשואה מינימלית, אין פה חשיפה לסיכונים ריבית?

"המעבר של חברות הביטוח לסולבנסטי":
כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאזן הכלכלי
החדש לבין מחיר השוק?"

רגולטורי, אבל אני חייב להגיד שלא השתכנעתי שצריך להיות רף תחתון לשווי. כל הדברים שאתם מדברים עליהם, דווקא אמורים להוביל לזה שאם אנחנו לא מכירים בנכסים בלתי מוחשיים ולוקחים הנחות שמרניות, התוצאה הייתה אמורה להיות הפוכה. במיוחד כשאנחנו לא לוקחים את הפוטנציאל לעסקים חדשים. מוניטין בצירופי עסקים זה מאוד משמעותי. יש פה הרבה אלמנטים נוספים. אני זוכר שכשעודד היה מפקח, שאלתי אותו למה לצורך ההון הרגולטורי מפחיתים נכסים בלתי מוחשיים שהם מזוהים. אני מבין את הרציונל שמדברים על חברה בעת פירוק, המוניטין מתפוגג, אבל יכולים להיות נכסים לא מוחשיים מזוהים, שלפי החשבונאות יש להם שווי. הסברת לי שכרגולטור אתם לוקחים את ההנחה השמרנית ביותר.

מצד שני, אנחנו נמצאים במצב קיים. אני חושב שהסיכון-סיכוי הטכנולוגי והרגולטורי, צריכים להשתקלל בשיעור היוון. כנראה ש-6% זה שרירותי ולא מדויק, ולדעתי נמוך מידי. זה מחבר אותנו להחלטות של הדירקטוריונים על הרף המינימלי של עמידה ברף יחס כושר הפירעון לחלוקת דיבידנדים. אם כל מה שאנחנו אומרים נכון, צריך לקחת פה מרווחי ביטחון. אפשר לעשות תרגיל פשוט לפי החישוב שעשינו כאן. בסוף, מרווח הסיכון אמור להתפלג ליניארית. אני לא יודע אם לקחת את השוק כדבר היחיד שנכון, אבל לקחת אותו כנקודת ייחוס ואולי להיעזר בזה לצורך קביעת רף הביטחון.

שלמה אליהו

כשיש הבטחת תשואה ואין הכנסה מקבילה, החברות מפרישות את כל הרווח לעתודה. הסולבנסטי לא בא להפריש, עושים את זה בלי כל קשר. כל התחייבות שלי לבעל פוליסה שקנה בדור הקודם ביטוח שהבטחתי לו תשואה של 4% צמוד וריבית, ואין לנו back to back, זה מופרש. זה חלק קטן היום במאזן. הבעיה שלנו היא אחרת. אתם תופסים שבנקים הם יציבים וחברות ביטוח צריכות הון. זה בדיוק הפוך. בנק ברגע שאין לו ערבויות וביטוח לפיקדונות... לפני 15 שנה שאלתי את פרופ' ברנע מה יקרה אם אליהו תיתן לאדנים פקידון, והסברת לי שלא יפצו אותה. אין ויכוח שצריך הון, אבל הדרישה לא יכולה לשתק חברה מלעבוד. יש לנו בעיה, אנחנו גופים פיננסיים עם רגולציה. בנק ישראל אומר כל בוקר שהבנק יציב, מייצר דיבידנד ונותן הלימות הון. אף אחד לא שואל איך בנק ללא שליטה מפוקח ומנוהל. עוד מעט יהיה לנו בענף הביטוח אותו דבר. הרי, מה זה בעל שליטה בחברה? כל כספו מושקע, שמו בפנים וכל מה שהוא רוצה לעשות זה הכי טוב לבעלי המניות.

אמיר ברנע

שלומי, אתה אומר לי שדוח דרמטי התפרסם בדוחות ספטמבר 2018 של חברות הביטוח - דוח יחס כושר פירעון. אני מסתכל על המספרים ורואה הון כלכלי של מגדל על סך 8 מיליארד, לעומת שווי שוק של 4 מיליארד. אני שואל אם יש הסבר לפער הזה, ועונים לי - מה אתה משווה בכלל? אחד זה בקונטקסט של שווי שוק או שווי כלכלי, התייחסות קדימה, והשני אומר לי שזה צרכים רגולטוריים שמשישה חשב שהוא צריך לדרוש דרישות הון שיעבור את הקדנציה בשקט בלי שתקרוס לו חברת ביטוח. זה מה שאומרים לי כאן. אז מה אסכם?

שלומי שוב

אנחנו רוצים לסכם. היה דיון מעניין, גם אם אין תשובות, הדברים חודדו והשאלות עלו. אני לפחות אתן את הצד שלי. נכון שזה מאזן

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"השלכות עליית פרמיית
הסיכון בשוק האג"ח:
מתמחור נכסים ואשראי ועד
לפעילות הריאלית."

תאריך המפגש: 3 בינואר 2019

נושא המפגש: השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח: מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית.

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון ומצגת בנק ישראל.

אורחים שנכחו בדיון: צבי סטפק (מיטב דש), רונית הראל (מעלות), איתי רפל (מעלות), גלית אופק (מעלות), מור קולא (וריאנס), ענת פילצר סומך (איגוד החברות הציבוריות), איתי מוקוטוב (כלל ניהול פיננסים), אלכס לוין (כלל ניהול פיננסים), איתי כהן (רשות ניירות ערך), יאיר אדלר (רשות ניירות ערך), רועי שטיין (בנק ישראל), דוד האן, מאיה לגרבאום (כלל ביטוח פיננסים), יעל רגב (רשות שון ההון), ערן אמודאי (אפסילון), רון לוי (פרומתאוס), אופיר לנדאו (חיסונים פיננסיים), רזי אברהם (חיסונים פיננסיים).

משתתפים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אורי גלאור (IBI), אלון גלזר (לידר שוקי הון), סיגל יששכר (מידרוג), יורם עדן (מכללת הדסה), אבי לוי (מליסרון), נדב שטינברג (בנק ישראל), עמנואל אבנר, דן גלאי (סיגמא), רני שחם (KPMG), חיים לוי קידר (אוניברסיטת בן גוריון), גיא טביביאן (Deloitte), צחי זנגורי (מגדל), דני ירדני (אלטשולר), אורי גרינפלד (פסגות), שי קומפל (מנורה), שריה אורגד (הבורסה לניירות ערך), נטע ורדי (בנק ישראל), ודים פורטנו, אורן לוי (לאומי פרטנרס), קים שהם ניר (הכשרת הישוב), אפרת טולקובסקי (IDC), הילה קונפורטי (כלל ביטוח פיננסים), רון הדסי (אלביט הדמיה).

צוות מקצועי: גל אקריש, עדי פליישר ונגה לקרץ.

"השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח:
מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית."

שלומי שוב

היא האם אגרות החוב האלו - היום חברה שמשקיעה באג"ח עם תשואה כל כך גבוהה - האם אגרות החוב נחשבות ב"ניכיון עמוק" - כן אם הן נחשבות בניכיון עמוק לצורך רישום הכנסות הריבית האפקטיבית, צריך לנטרל את הרכיב של הפסדי האשראי החזויים. יש פה שאלות חשבונאיות מאוד מעניינות שהן נותנות לנו זווית הסתכלות מעניינת על הדיון שלנו היום. שאלה מרכזית של השלכות לשוק היא באמת הנושא של ההשלכות הריאליות מעבר לנושא של הערכות שווי, ירידות ערך וכדומה, שאני מניח שאמיר תכף יתייחס אליהם, אנחנו יודעים שיש חברות שנמצאות במינוף גבוה ותלויות בשוק ההון - עד כמה באמת הן יכולות להיכנס כעת לסחרור.

עולות כאן גם שאלות של הבחנה בין אג"ח עם בטחונות או בלי בטחונות, דברים שדיברנו עליהם בעבר אבל עכשיו יכול להיות שהן מתחדדות. ההבחנה בין פערי תשואות בין סוגי אגרות חוב, והתמהיל שכל חברה נמצאת בו ביחס לשיעור המינוף שלה. מעבר לזה, השלכות נוספות שיכולות להיות בחברות נדל"ן הן עליה בריבית שיכולה לשחוק את ה-FFO בעתיד שמן הסתם יש לזה משמעות - עולה השאלה מהי כרית הספיגה של כל חברה. בנוסף, אי אפשר להתעלם מכך שיש פה גם סיכון סיסטמי - אנחנו מסתכלים על הנפקות האג"ח שהיו בשנה החולפת בבורסה, חברות הנדל"ן גייסו 27 מיליארד שקלים, שזה מחצית מסך כל הגיוס הקונצרני. כלומר, המשקל הסגולי של הנדל"ן הוא עצום וזה גם משהו שצריך להיות מסביב לשולחן פה. אנחנו אחרי הדברים של אמיר נשמע מצגת של בנק ישראל ומשמע נפתח את הדיון.

אמיר ברנע

בוקר טוב. קודם כל אני רוצה להודות למור קולא שהכין את הנתונים שהוצגו בחומר הרקע. שימו לב שבורסיה שלפניכם תוקנה טעות סופר שאותרה ע"י ואדים. אין חולק שחל ברבעון האחרון שינוי דרמטי בשוק ההון בכלל ובשוק אגרות החוב בפרט שהוא הנושא שלנו כאן. השאלה הראשונה ששאלתי את עצמי היא איזה השלכות לשינוי על הערכות שווי? אומרים לי כי לכאורה אין קשר בין הערכות שווי למחירי שוק הרי הערכת שווי נבנית באופן עצמאי ורק לאחר מכן הסכום שנקבע מושווה למחירי השוק כדי להציע מדיניות

בוקר טוב לכולם. הבוקר אנחנו עוסקים בנושא ההשלכות של העליה המתמשכת של פרמיית הסיכון בשוק האג"ח. ברבעון האחרון ראינו עליה בספרדים, זו תופעה מעניינת, אנחנו רוצים להבין אותה ולדבר עליה בעיקר בהיבט של ההשלכות. יש כאן כמובן שאלה של המגמה העולמית לעומת המצב המקומי, אנחנו מבינים שיש פדיונות גדולים בקרנות הנאמנות שמשפיעים על המחירים כאן. יש לזה כל מיני צדדים, מצד אחד זה יכול לייצר עיוות, מצד שני יכול להיות שזה חושף אולי בעיות שחברות מסוימות או ענפים מסוימים שהזרמת הכספים שקרנות הנאמנות למעשה לא חשפה אותם עד עכשיו. אז השאלה איפה בדיוק אנחנו נמצאים.

בכלל, יש פה מצב מוזר שהספרדים עלו אבל מצד שני הדירוגים בדרך כלל ממה שאנחנו רואים לא ירדו, יושבות כאן גם חברות הדירוג ואנחנו נשאל אותם לגבי הסיטואציה המוזרה שנוצרה. בדוחות הכספיים אנחנו גם לא רואים השפעות שליליות לעת עתה. נקודת מבט חשבונאית מעניינת היא של IFRS 9. IFRS 9 הוא תקן חדש שנכנס לתוקף בשנה הקודמת (2018) והוא מדבר על הנושא של הפסדי אשראי חזויים. היום ההסתכלות היא הסתכלות קדימה על הפסדי האשראי, ויש לתקן מנגנון מעניין שבא ואומר שחברה יכולה לרשום הפסדי אשראי רק בגין 12 החודשים הקרובים בגין השקעה במכשיר חוב, אבל אם יש התדרדרות משמעותית במצב האשראי היא נדרשת לבצע הפסדי אשראי לכל אורך התקופה של החוב. עולה פה שאלה מעניינת, האם באמת המצב שאנחנו מדברים עליו הוא התדרדרות משמעותית, כי אנחנו אמנם רואים מצד אחד חברות עם תשואת אג"ח של 20% ומצד שני נמצאות ברמות דירוג שהן סבירות. אגב, יש אנקדוטה ב-IFRS 9 שמדברת על זה שאם החברה שאתה משקיע בה, כלומר החברה שהנפיקה את אגרות החוב, נמצאת ברמת דירוג אשראי בינלאומי שהוא דירוג השקעה, אז זה בכל מקרה לא נחשב התדרדרות במצב האשראי שלה. יש פה משהו מעניין - האם צריך להסתכל על מחירי השוק או על הפרמטרים של דירוג האשראי.

שאלה דומה, זה השקעה באגרות חוב שחברה קונה אותן בניכיון גבוה, כמו חלק מאגרות החוב שאנחנו רואים אותם - שאלה מעניינת

של הפסדי הון עקב חדלות פירעון. אני מקווה שהדגש בדיון יהיה האם השינוי בשוק אגרות החוב בחודש האחרון, שבעטיו התשואות עלו במוצע ב-2% ובסקטורים מסוימים גם ב-5% וב-6%, הוא בעל השלכות רוחביות ומה זה אומר לגבי הצפי לשנת 2019.

רועי שטיין

בוקר טוב, קודם כל אני אציג את עצמי, בבנק ישראל יש הרבה חלקים, אני מחטיבת המחקר. בחטיבה זו יש כמה תחומים. אני מתחום שוק ההון - היציבות הפיננסית. במסגרת העבודה השוטפת שלנו אנחנו מוציאים אחת לחצי שנה דוח יציבות פיננסית שבו אנחנו מנתחים את הכלכלה מהזווית היציבותית. לפני שבוע וקצת הוצאנו דוח. על בסיס הדוח הזה הוזמנתי להציג נקודה אחת מתוך הדוח על הנושא של פרמיית הסיכון. הכנתי מצגת קצת יותר ארוכה, חשבתי שזה יעניין גם לראות מה קורה בשוק המניות לצד שוק האג"ח, אבל נראה לי כדי שאעמוד בזמנים שאתמקד יותר בפרמיית הסיכון. קודם כל, נסתכל על תמונת המאקרו בישראל. מבחינת מאקרו בישראל בשנים האחרונות, מצבנו טוב יחסית. תוצר הצמיחה קרוב לפוטנציאלי, האינפלציה הייתה מאוד נמוכה בשנים האחרונות. בתקופה האחרונה אנחנו רואים כניסה של האינפלציה לתוך תחום היעד במקביל לעליה מזערית של ריבית בנק ישראל. אומנם העלייה אינה מהווה שינוי מהותי אך עדיין מסמנת את סיום עידן הריבית האפסית. מה שמעניין פה לראות בשקף הזה זה פער התשואות בנינו לבין ארצות הברית גם בנומינלי וגם בריאלי. אנחנו רואים שהפער נמצא עדיין בטריטוריה השלילית. זה אומר שבעצם המחזור המוניטרי בישראל נמצא ברמה הרבה יותר נמוכה. הכיוון הכללי היא סגירת פער המחזור המוניטרי ולכן עליית תשואות תוך סגירת פער התשואות בנינו לבין ארה"ב.

יש מדד בבנק ישראל כבר כמה שנים שאנחנו עוקבים אחריו שלוקח את כל הנכסים: אג"ח קונצרני, מניות, שערי חליפין - ובודקים עד כמה אנחנו רואים תנודתיות משותפת. זה מדד שלוקח הרבה מאוד נכסים ובודק איפה אנחנו נמצאים מבחינת לחץ פיננסי בישראל. ניתן לראות כי מדד זה לא מצביע על עליית הסיכון הפיננסי בישראל בשלב זה. פה הכנסתי כמה שקפים על נושא של מניות, אני אגע רק בשקף אחד כדי להשוות את עצמנו לעולם. זה הויקס המפורסם, פה אנחנו רואים את ישראל, אשר כמובן אינה מנותקת מהעולם, אבל אנחנו רואים שהלחץ גם בשוק המניות ספציפית נמוך יחסית למה שקורה בעולם. זה מדד המניות, ראינו את הקפיצה באוגוסט השנה עם העלאת דירוג האשראי, ראינו כניסה מאסיבית יחסית של משקיעים זרים לישראל, לשוק המניות. בירידות האחרונות ספגנו כמו בעולם אבל נראה שהתנודתיות כבר החלה להיעלם ולהירגע נכון להיום.

חשוב להדגיש בהקשר של סיכוני אשראי את התמונת המאקרו הבסיסית - יחס חוב ממשלתי לתוצר. זו תמונה מאירת עיניים, אנחנו

השקעה אופטימלית. אבל כמובן שטענה זו איננה נכונה. כל הערכה שווה ממתבססת על מחיר ההון - על WACC שנקלח ממחירי שוק. לכן כמעריכי שווי עלינו לבחון האם מחיר ההון השתנה? כלומר האם צריך בהערכות שווי ב-2019 לשנות אומדני שווי יחסית לחישוב ב-2018, לאור השינוי והעליה הדרמטית במחיר החוב. תראו את המספרים - 2% עליה ממוצעת במחיר החוב תוך תקופה של חודש ימים, בסקטורים מסוימים עלייה הרבה יותר תלולה, עם השפעה שונה בין אגרות חוב קצרות לארוכות - שממנה אפשר להקיש איך אנשים רואים את ההתפתחות הכלכלית בשנים הקרובות. איך זה משתלב עם הערכות השווי שאנחנו עושים ומה התוצאה? זה אחד הנושאים שאנחנו רוצים לדון בהם, יש לי דעה בנושא, נשמע גם דעות אחרות.

שאלה שניה היא האם השינוי במחיר החוב נובע מבעית נזילות או מבעיה של הערכה כלכלית של הסתברות לחדלות פירעון. הקשר בין נזילות לבין חדלות פירעון הוא מאוד קרוב. למשל, הרי אם התשואות עלו בשוק אגרות החוב, יש לזה השלכות מיידיות על מחזור חוב. השאלה היא האם כתוצאה מכך צופים אפשרות שאם מחזור הוא חלק מהתוכנית התזרימית של חברה מסוימת ויש לה צורך במחזור בטווח הנראה לעין, האם עצם העובדה שהתשואות עלו והנזילות הצטמצמה (נראה נתונים על הנזילות במצגת של בנק ישראל) מלמדת על כשל בהחזר חוב. ואם דירוג האגרת נשאר יציב נשאל מי טועה פה? השוק או מעריך השווי? אולי סוכנות דירוג החוב טועה? זו אחת השאלות בה אנו רוצים לדון היום.

חוק חדלות פירעון החדש יכנס לתוקף מ-2019. השינוי העיקרי בחוק לדעתי הוא ביטול התפיסה שחברה חדלת פירעון אם ניתן להצביע על אי יכולת לפרוע חובות "בהגיע מועד פרעונם". בחוק הנוכחי לדוגמא, ניתן לגשת לבית המשפט ולטעון שחברה היא חדלת פירעון מכיוון שקיים צפי שבעוד שנה לדוגמא, היא לא תוכל להחזיר חוב. החוק החדש בא ואומר - לא - רק הפרה בפועל של חוזה החוב היא עילה לקביעה לחדלות כפוף לפשרה של שישה חודשים. אם קושרים את זה עם בעיית המחזור יהיה לחוק החדש המשמעות לגבי תמחור חוב לזמן קצר וחוב לזמן ארוך. כדי למנוע פער בתשואות יהיו קובננטים כך יוכל נותן חוב לזמן ארוך להגן על עצמו בחוק החדש. השאלה האם קובננטים משקפים מצב כלכלי. אני לא מקנא בבית המשפט שיצטרך לשבת ולהחליט האם הפרה של קובננט היא מהותית, ואם היא לא מהותית האם היא רלוונטית בכלל לנושא יכולת הפירעון. מי שחשב שהוא מקל על בתי המשפט בכך שרק הפרה בפועל היא זו שקוראת לחדלות פירעון, או מצדיקה פניה לבית המשפט בנושא חדלות פירעון, יכול להיות שטעה.

נושא אחרון שרציתי להתייחס אליו קשור להשפעה הרוחבית של עליית התשואה. האם בנקים בתמחור חוב כלפיהם צריכים להיות מושפעים מהעובדה שחוב אקוויולנטי נסחר בשוק בתשואות גבוהות. נקודה נוספת שהזכיר שלומי באיזה מידה התשואות הגבוהות האלו מהוות הכנסה שוטפת למלווה או צריכה להיות הפרשה לאפשרות

"השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח:
מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית."

מקומיות, אז אנחנו נראה שבמקומיות אין בעיית נזילות, אם אנחנו נגדיר בעיית נזילות ככזו שהמרווחים באגרות החוב עלו בטווח הקצר יותר מאשר בטווח הארוך, בעוד שבאגרות החוב הגלובליות הפערים הם עצומים.

רועי שטיין

אנחנו כבר בשנת 2014 או 2015 בדוחות הפיננסיים הדגשנו את הסיכון השונה באגרות החוב הזרות האלו, וזה לא מפתיע מה שקרה בתקופה האחרונה לפחות לפי מה שכתבנו שנים עברו. שלומי ביקש ממני קצת להתייחס לאירועים האחרונים ממש, אז הוספתי פה שקף שהוא לא הוצג בעבר של הסתכלות ארוכת טווח של המרווח אג"ח הקונצרני לעומת הממשלתיות. אנחנו רואים פה את ההיסטוריה, אנחנו רואים פה את הקפיצות הגדולות שהיו בהיסטוריה ואנחנו גם רואים את הקפיצה בימים האחרונים. כשאנחנו עושים זום אין אנחנו רואים שבחודש אוקטובר התחילו לאט לאט לעלות התשואות. אנחנו כתבתנו והסברנו שבחודש אוקטובר עם עליית הריבית של ה-Fed שהייתה באותה התקופה, התשואות הארוכות (10 שנים) עלו מאוד, הגיעו לרמה של 3.2%, ומפה התפתח כדור שלג שיוּרד במורד רציני שבסופו של דבר הגענו לסוף דצמבר עם באמת תנודות מאוד מאוד חריפות. אנחנו רואים בעצם שהמרווח עלה, ועכשיו הוא יורד. יש פה תנודתיות מאוד גבוהה וזה בעצם מוביל אותנו להתעסק יותר ויותר בנזילות ובסיכון הנזילות שלדעתנו פה אנחנו צריכים לשים קצת יותר דגש לכך.

אמיר ברנע

איך אתם מאבחנים בין שני סוגי הסיכון: סיכון אשראי וסיכון נזילות?

רועי שטיין

אני רוצה לאבחן קודם בין רמת נזילות וסיכון נזילות. ברמת הנזילות ניתן לקחת את המחזור הממוצע וכל מיני מדדי נזילות אחרים

רואים את הקו הכחול המקווקו של ישראל. אם בשנת 2000 אמרנו שהיחס פה הוא גבוה מה-OCD וכו' אנחנו עם השנים ירדנו ואנחנו בעצם נמצאים ברמה הנמוכה ביותר מבין המדינות שמוצגות פה. זה מקשר בעצם את מה שאמרתי בהתחלה: מצבנו בישראל ביחס לעולם הוא טוב יחסית.

מפה אני עובר לאג"ח הקונצרני, אנחנו מסתכלים פה על שינוי המחירים ב-12 חודשים האחרונים, אנחנו רואים פה את הירידות החדות אחרי תקופות של עליות חדות. כמובן לא לקחתי את זה אחורנית, אבל גם אחורה ראינו עליות מחירים. סך הכל השוק הזה תפקד מאוד יפה בשנים האחרונות. פה אנחנו רואים את החלוקה לפי דירוגים. חשוב מאוד להדגיש: הדוח האחרון שהוציאה קרן המטבע התרכז ב-"חברות זומביות". יש בעולם הרבה מאוד חברות שהן מסוכנות, שהן מדורגות בדירוג השקעה נמוך יחסית. החלק שלהם שנסחר באגרות החוב גדל בשנים האחרונות והם טוענים שכאשר הריביות המוניטריות והארוכות ימשיכו לטפס הרבה מאוד חברות יקלעו לחדלות פרעון. ההגדרה של חברות אלו הן טריפל בי ומטה. בדקתי מה קורה בישראל בנושא הזה, השיעור של BBB ביחס לשאר האגרות לא השתנה בשנים האחרונות - הוא נע בין 8% ל-10% בלבד. כלפי המשקיע הישראלי שאגרת החוב הממשלתית היא חסרת סיכון, אז מהזווית הזו אפשר לקחת את ה-BBB בישראל לעומת אגרת החוב הישראלית הממשלתית - ולהשוות מול ה-BBB בישראל מול אגרת החוב הממשלתית בארה"ב. זו לא השוואה לעולם, זה ישראלי. ההבדל הגדול בין הקבוצה הזו לקבוצה הזו רמת נזילות בבורסה. כל זעזוע קטן מקפיץ קצת אותן והרבה אותן - זה ההסבר העיקרי לדעתנו.

מור קולא

אני אתן מילה אחת לגבי הנייר שהוצאנו, נקודה אחת שלא מוצגת פה בנייר היא ההבחנה בין אגרות חוב צמודות מדד לאגרות חוב שקליות. בערך 50% מאגרות החוב בבורסה הן שקליות אבל אם אנחנו נסתכל על אגרות החוב הגלובליות, בערך 90% הן שקליות. אם ננטרל ונסתכל רק על שתי אוכלוסיות באגרות החוב השקליות - מאוכלוסיה של כאלה ששייכות למדד הגלובלי וכאלה שהן

ופחות מסתכלים על נזילות כללית ממוצעת, הם מסתכלים מה קורה לאותו נכס בזמנים שהם לא שגרתיים.

דן גלאי

ראשית, צריך להבחין בין שתי הגדרות של נזילות:

1. Trading liquidity risk, TLR הבוחן את נזילות הנכסים הפיננסיים, כלומר הקלות בה ניתן להפוך אותם למזומנים. נזילות זו נמדדת במהירות שניתן למכור (או לרכוש) נכס פיננסי, והפסד הכסף בתהליך הקניה/מכירה. אחד הקירובים לנזילות הוא הפער בין מחיר הקניה למחיר המכירה (bid-ask spread).

2. Funding liquidity risk, FLR הבוחן את יכולת הבנק למחזר פיקדונות, כלומר להביא פיקדונות חדשים מול פיקדונות שנפדים או נמשכים מהבנק. בפירמה לא פיננסית סיכון זה מתבטא ביכולת למחזר הלוואות או אשראי.

פשיטות רגל נגרמות לרוב מהסוג השני של FLR. שנית, ממרווחי הריבית צפויים לעלות לאחר שנים שהיו ברמה נמוכה. אפקט אחד הוא עליית הריבית לטווח קצר בארה"ב והציפיות לעליית ריבית בישראל ב-2019. הריבית הראלית השלילית עד למח"מ של 5 שנים אינה מצב של שיווי משקל והשוק לאגח על כן צפוי לרדת תוך עליית התשואות.

שלישית, הירידות של השבועות האחרונים הם יותר תיקון טכני לאחר עליות רצופות מאשר בבורסה כדוגמת 9-2007. שם היה מיתון כלכלי והתפוצצות בועות שגררו משבר פיננסי. אין זה המצב היום.

רועי שטיין

זה לדעתי אחד השקפים היותר חשובים - התפלגות החזקות אג"ח קונצרני. אנחנו בעצם מסתכלים על הגופים השונים שמחזיקים את האג"ח הקונצרני על פני הרבה מאוד זמן. אני רוצה שתעקבו אחרי הקו האדום שמסמל את האחזקות על ידי קרנות הנאמנות. בעצם ההבדל העיקרי בין קרנות נאמנות לשאר הגופים שנמצאים פה זה אופק ההשקעה. הסתכלות קצרת טווח, אנשים שנכנסים לקרנות הנאמנות יודעים גם לצאת מאוד מהר. אנחנו רואים ב-2008 למעשה את הירידה, את המימושים שהיו בגופי קרנות הנאמנות, אנחנו רואים פה שהגופים המוסדיים לא קיזזו את המימושים ולכן אנחנו רואים את הירידות החדות ב-2008. אם אנחנו לרגע קופצים לאמצע 2011, מה שקרה באירופה שהשליך על ישראל, אנחנו רואים גם כן מימושים בקרנות הנאמנות. פה אנחנו רואים שהגופים המוסדיים התחילו לאסוף בחזרה את כל הסחורה שנמכרה, ולכן קיזזו מאוד את ההשפעה של קרנות הנאמנות, מה שאנחנו רואים זה שלא היו לנו ירידות ובטח לא כמו שהיו לנו ב-2008. סך הקרנות הנאמנות בתקופה הזו היו בין 20%-10% מסך אגרות החוב הן החזיקו באג"ח קונצרני. כשאנחנו מסתכלים על התקופה

המבוססים על נתונים תוך יומיים ורואים מה הממוצע שלהם. סיכון נזילות, לעומת זאת, בוחן מה קורה לנזילות על פני זמן - איך היא משתנה בכניסת אינפורמציה חדשה, או בעת אי-וודאות. כאשר נכנסים לתקופה של אי-וודאות, חשוב לבחון איך השוק מתפקד - זו השאלה המרכזית.

אמיר ברנע

עדיין לא קיבלתי תשובה איך מבחינת יכולת הפרעון, יוצרים את האבחנה בין סיכון אשראי לסיכון נזילות?

נדב שטיינברג

חשוב להבחין בין שני מובנים שונים של נזילות :

נזילות של חברות (funding liquidity) המשפיעה ישירות על יכולתן לשלם את חובותיהן מעל ומעבר לעצם הסולבנטיות שלהן. זו הנזילות שעליה דיבר אמיר.

נזילות בשוק (market liquidity) הדומה במשמעותה ל- 'סחירות'. זו רמת הנזילות בשווקים הפיננסיים שיכולה להשפיע על יכולתם של שחקנים שונים לפעול בשווקים וגם על רמת המחירים בשוק, דרך פרמיית הנזילות ופוטנציאל גדול יותר לעיוותי מחיר זמניים. זו הנזילות שבה התמקדה המצגת של רועי.

אומנם כפי שרועי הראה במצגת שלו שוק המניות הישראלי עדיין אינו נזיל במיוחד (נזילות בשוק) ביחס לשווקים מפותחים אחרים, אבל שוק האג"ח הישראלי כן נמצא במחקר עדכני כנזיל אפילו ביחס לשוק האמריקאי (לפי מחקר של פרופסור אבי וואהל ודוקטור מני עובדי שהתפרסם לאחרונה ב-Review Of Finance ושגם דוקטור חיים לוי קידר יזכיר לאחר מכן). עם-זאת, כפי שרועי ציין זה נכון לפי מדדים למחיר הנזילות ולא בהכרח משקף את כל הממדים הרלוונטיים של עומק השוק.

אמיר ברנע

האם סיכון נזילות כפי שאתה איתרת משפיע על דירוג האגרת או לא? אני מנסה להבין האם סיכון נזילות שונה מהותית מסיכון אשראי? יכולת ההחזר נפגמת באותה מידה, בין אם החברה מגיעה לבעייה תזרימית עצמאית או בין עם זה נובע מסיכון מאקרו כמו שציינת.

רועי שטיין

אם מחזור הנזילות הבסיסית של נכס שנסחר בבורסה הוא ברמה כזו אבל ביום מסוים שמשתחררת אינפורמציה הנזילות יורדת, הדבר הזה - הדלתא הזו - היא מה שחשוב, וזה אמור להתבטא בפרמיית הסיכון. משנת 2008 משקיעים יותר ויותר שמים לב לזה

"השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח:
מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית."

רועי שטיין

את המסחר של הדואליות שנסחרות פה בישראל.

שריה אורגד

על רקע העובדה שהשוק שלנו כולל מספר רב של חברות דואליות, הרשויות למסחר במקביל בעיקר בארצות הברית, ההשוואה שבוצעה מטה את נתוני הבורסה בישראל כלפי מטה, שכן כל שווי השוק של החברות הדואליות נלקח בחשבון במכנה, ואילו רק חלק המסחר בישראל נלקח במכנה.

רועי שטיין

במסגרת דוח היציבות האחרון הצבענו על שתי התפתחויות ארוכות טווח המהוות שינויים מבניים במסחר בבורסה: השפעת פעילותם של מחוללי הציטוטים על איכות המסחר, והסיכונים הנובעים מגידול ההשקעות הפסיביות במשק.

אני אסביר את המדד המוצג בשקף זה, אלו ממוצעי סטיות התקן של הבטאות על פי CAPM. אנחנו רוצים לחשב את הביטא של כל אחד מהנכסים הכלולים במדד מול המדד (המסמל את תשואת תיק השוק) ואנחנו בודקים את מידת הפיזור של כל הביטאות תחת אותו מדד. השאלה היא האם הפיזור קטן - אם כל אחת מהביטאות הופכת להיות יותר ויותר קרובה לאחד - שזה אומר תשואה משותפת יותר גבוהה של המניות והאג"ח שכלולות במדד. אנחנו רואים תופעה כזו בישראל.

בקשר להשקעות הפסיביות:

התפרסם בחודש האחרון מאמר חדש ב-The Journal of Finance בשם "האם ETFs מגדילים תנודתיות. הם מצאו שמניות שיש להן שיעור גבוה של ETF מציגים תנודתיות גבוהה באופן מובהק ומוכיחים אמפירית כי המשקיעים מתמחרים פרמיית סיכון בגין תנודתיות גבוהה זו. יש עוד הרבה מאמרים כמובן, אבל צריך לקחת בחשבון שהשוק הזה עדיין בשלבי התפתחות. בשנות ה-80 וה-90 הספרות האמפירית מצאה שלהשקעה פאסיבית יש הרבה

האחרונה אנחנו רואים שהן הגיעו לכמעט 30%. הגופים המוסדיים עם השנים הורידו את החזקתם באגח אלו, הם אומנם לא הורידו את החשיפה לסקטור העסקי באמצעות אג"ח הקונצרני אבל מצד שני החלו במתן הלוואות ישירות; שינוי תמהיל מבחינת המוסדיים אשר עברו בעצם לחשיפה לא סחירה, מכיוון שאנחנו מניחים שההתנהגות האופיינית שנמצאה בכל העולם - לא רק בישראל - בדגש על מהירות התאמת הנכסים בקרב קרנות הנאמנות - אנחנו מעריכים שאם יהיה את אותו גודל משבר שהיה ב-2008 או ב-2011, הירידה בשווי האג"ח תהיה הרבה יותר חזקה.

התפתחות זו של התפלגות ההחזקות לצד התמונה של צמצום ההרחבות המוניטריות שהתחילו כבר לפני שנתיים וחצי בארצות הברית, והתקרבות המועד גם באירופה ובישראל, אנחנו מעריכים כי המשק הישראלי נכנס לתקופה רגישה שיכולה להגיע לידי זעזועים. זו אחת הסיבות שבדוח האחרון החלטנו להעלות את רמת ההסתברות לתנודות חדות, בפרט באג"ח הקונצרני, אבל גם במניות.

עוד שתי נקודות מרכזיות. הנקודה המרכזית הראשונה - בואו נסתכל איפה אנחנו ממוקמים ביחס לעולם מבחינת הנזילות. יש לנו בעצם שני מדדים גסים נקרא לזה שמסתכלים על השוק כולו. מדד אחד הוא עומק שוק - שווי שוק כאחוז מהתוצר - אנחנו אומרים שאנחנו בעומק שוק ממוצע - סביב ספרד וגרמניה. כשאנחנו מסתכלים על מחזורי המסחר אנחנו רואים שאנחנו ברמה נמוכה יותר. אנחנו נמצאים ברמת נזילות נמוכה, אם נקח את ספרד שאנחנו באותו עומק שוק כמוהו, ספרד היא פי שתיים מאיתנו מבחינת מחזור, כמעט פי שלוש. אם אנחנו לוקחים את גרמניה, שהם פחות או יותר באותו עומק שוק כמונו, הם פי שתיים מבחינת מחזור היקפי מסחר.

שריה אורגד

בנתון הזה לקחת בחשבון את הדואליות של הנסחרות בחו"ל?

מאוד יתרונות, במיוחד למשקיע הקטן, אבל מה קורה אם נקח את זה לקיצוניות ורוב המסחר יהיה השקעה פאסיבית? שינוי מפת הסיכונים.

באזורים המוצגים כאן ניתן לראות את ההתפתחות המהירה בישראל בהשקעות בנכסים פיננסיים פסיביים הן בתעודות סל (קרנות סל) והן בקרנות נאמנות מתחזקות אחר מדדים. בהשוואה בין לאומית ישראל נמצאת בין המדינות המובילות ברמת הפופולריות של ההשקעה הפסיבית.

עכשיו אני אגע בכמה מילים מה קורה בישראל מבחינת רובוטי המסחר. בהשוואה עולמית אנחנו נמצאים בשיעור פקודות אלגו של 91%, זה מה שנמצא במאמרים אחרים אשר בדקתי. מה שמעניין פה זה שאנחנו הכי נמוכים מבחינת היקף העסקאות של האלגו, כלומר אנחנו פועלים בצורה מאוד גבוהה אבל מבצעים בשיעור הרבה יותר נמוך. אם נסתכל על יוני 2015, אנחנו רואים בשיעור פקודות האלגו מסך הכל הפקודות מגיע ל-96% כשהרגיל זה סוחרים רגילים שלא מכירים אלגו, אנחנו רואים בשיעור העסקאות שלהם מגיע לפחות מאחוז. זה הבדל מאוד גדול, עד לפני 7-8 שנים לא היה לנו מסחר כזה, היום יש הרבה מאוד מזה.

אמיר ברנע

מה התוצאה של זה?

רועי שטיין

על קצה המזלג, יש לרובוטים הרבה מאוד יתרונות, אבל אנחנו מצאנו שהחשבונות המאוזנים שהם בעצם סוחרים היום - יש להם השפעות שהן אפילו במידה מסוימת פוגעות באיכות המסחר. עושי שוק מאוזנים שהם לא עושי שוק רשמיים, הם מקטינים בצורה מובהקת בימים תנודתיים. בשנים 2014 ו-2015 לא היו לנו אירועים קיצוניים, עדיין באירועים המעטים של אי-הוודאות ראינו ירידה מובהקת של הפעילות שלהם. הם ככל הנראה מייצרים נזילות מדומה. המאוזנים האחרים שהם לא עושי שוק, הם מאטים את כניסת האינפורמציה לשוק. אם נדבר על שוק יעיל אז באיזושהי מידה היינו מצפים שהם יגדילו את יעילות השוק ולמעשה לא כל האסטרטגיות פועלות ככה.

הסתכלנו על מה קורה באירופה ומה קורה בארצות הברית בתחום הזה של הרובוטים. אירופאיים החליטו להגביל את הפעילות בספר הפקודות באמצעות יחס פקודות לעסקאות והם אפילו החמירו את המגבלה בתחילת שנת 2018, ומי שעובר את הכלל הזה משלם כסף. Fed-ה החליט שהוא לא מייצר יחס כזה אבל הוציא דוח מאוד מפורט ובסופו של דבר קנס חברות שפועלות כפרזיטים כפי שהם כינורובוטי מסחר שלא מהווים תרומה למסחר.

אמיר ברנע

צבי, שרחוק מלהיות רובוט, תספר לנו איך אתה פועל בשוק ההון.

צבי סטפק

אנחנו כחברה משתמשים ברובוטים. זה מפנה המון זמן למנהלי השקעות, כי מנהל השקעות שמנהל קרן נאמנות ורוצה לצוד מציאות צריך לתת עשרות פקודות מפתחת המסחר, ואוקיי, הוא נותן את הפקודות ואחר כך מתכנת את הרובוט כך שהוא יבין וישנה לימיטים וכדומה במהלך יום המסחר.

כאמור, זה מפנה למנהלי השקעות הרבה מאוד זמן לעשות דברים אחרים: לקרוא דו"חות כספיים וכדומה. זה נכנס לנו בשנה האחרונה ומנהלי השקעות מאוד אוהבים את זה. אם השוק משנה פנים תוך כדי מסחר באופן חד אז יש גם את התשובה לעניין הזה שהוא לא ימצא את עצמו רוכש ניירות ערך מעבר לסכום שהוא מקבל, או שהוא רוצה לרכוש. היבט אחר של הרובוטים, שאני חושב שהוא נכון - הרובוטים מקטינים את התנודתיות למסחר כי הם לומדים את דפוסי ההתנהגות של השווקים ופועלים בהתאם. אבל כשדפוסי ההתנהגות של השווקים משתנים, הם יכולים להפוך ממאטי-תנודתיות למאיצי-תנודתיות וגם לזה צריך לשים לב. אני חושב שזה חלק מהתשובה של מה שקרה ב-2018. ברור שהיו גורמים מאוד אמיתיים, אבל הרובוטים יכולים עד שלב מסוים למתן תנודתיות, ומשלב מסוים להחריף אותה.

הבחנה נוספת שהייתי מוסיף: 2017 הייתה שנה מאוד יוצאת דופן בכל המובנים. ב-2017 הייתה תנודתיות מאוד מאוד נמוכה, נמוכה להפליא, לא רק במניות, אלא, גם מבדיקה שאני עשיתי - גם באג"ח הקונצרניות. התנודתיות של האג"ח הקונצרני הייתה יותר נמוכה ב-2017 מהתנודתיות של האג"ח הממשלתיות. חלק מזה אולי נובע מזה שהמח"מ יותר קצר, אבל זו תופעה שלא ראיתי אף פעם. התנודתיות באג"ח קונצרניות הייתה הכי נמוכה שראיתי אי פעם (כפוף לבדיקה).

אמיר ברנע

למרות פער הסחירות?

צבי סטפק

למרות פער הסחירות. ואולי קצת בזכות מח"מ יותר קצר של האג"ח הקונצרניות וכו', אבל עדיין זו תופעה שלא מתקבלת על הדעת. לשאלה שלך, העניין של ה-trading ושל ה-funding, והאם זה משפיע על יכולת הפרעון. אני הייתי מביא הבחנה גסה

"השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח:
מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית."

כלומר, הסכנה של משבר יותר קשה ומערכת, כנראה, תגדל ככל
שהתעשייה הזאת תצבור תאוצה.

אמיר ברנע

עדיין לא קיבלתי ממך תשובה - בדצמבר עלו התשואות ב-2%
בממוצע בשוק ההון ובסקטורים מסוימים ב-5%-6%, איך אתה
קורא לזה - משבר טריידינג או משבר פאנדינג?

צבי סטפק

חשוב להדגיש שזה לא משבר שנובע מסיבות פנדמנטליות
כמו שהיה כשמחיר הנפט ירד, או כשהרובל צנח ב-2014. חשוב
להדגיש: המצב הלא נורמלי בשוק אגרות החוב הקונצרניות היה
קודם - לפני המצב הנוכחי, זה המצב הלא נורמלי - של פערים
קטנים בתשואות שלא משקפות את פרמיית הסיכון ואת הסיכון
האמיתי של החברות לפשיטת רגל. זו הייתה תוצאה של ריבית
מאוד נמוכה של בנק ישראל, והגידול בתיאבון של הציבור לסיכון,
היה קודם. כלומר, פתיחת מרווחים, היה תהליך לגמרי טבעי שאנחנו
חיכינו לו כל הזמן. באמת זה מצב לא נורמלי כשמחלצים הסתברות
שחברה תפשוט רגל מתוך פערי התשואות מול הממשלתיות. אתה
מגיע להסתברות מאוד נמוכה שלא מתאימה למציאות. לכן, פתיחת
המרווחים הייתה צפויה. בענף הנדל"ן, אני לא בטוח שפרמיית
הסיכון עד עכשיו ביטאה את הסיכון האמיתי - אני חושב שעכשיו
היא יותר קרובה. אני חושב, שהמצב הנוכחי הוא מצב של שיווי
משקל חדש, והרבה מאוד יהיה תלוי בהתנהגות שוק המניות בעולם
ושוק האג"ח הקונצרני בעולם. זהו מצב יותר נורמלי ממה שהיה
קודם. גם אם מישהו יגיד שהשוק קצת הגזים, ואני לא חושב כך, אז
עדיין המצב הנוכחי הוא יותר נורמלי ממה שהיה, והוא משקף את
התובנה שהולך ומסתיים עידן הכסף הזול מאוד. אני מזכיר שבנק
ישראל כבר לפני חמש שנים הזהיר מפני פרמיית הסיכון הנמוכה
מדי באגרות חוב קונצרניות.

בין מצב נקודתי של מה שקרה בחודש האחרון לבין מצב מתמשך.
אם המצב הזה מתמשך, ונמשך לאורך תקופה מספיק ארוכה, אז
כן, הסיכון של trading והסיכון של ה-funding מתלכדים ויכולים
להביא גם חברה לאי-עמידה בפרעון. צריך לזכור, שיש גם את
המרכיב של המניות - אתה יכול למחזר חוב גם באמצעות אג"ח,
או כל גיוס אחר כמו גיוס זכויות. לגבי קרנות הנאמנות, שזה תחום
שאני עוסק בו הרבה, אז נכון שאחוז גדול מהסחורה של אג"ח
קונצרני כמו שראינו, משהו כמו 30%, מוחזק על ידי קרנות נאמנות,
וזה מה שנחשב "ידיים חלשות". אני חושב, שבשנים האחרונות ניתן
להבחין ביותר בגרות של המשקיע הישראלי - זו כבר לא אותה
פאניקה שהייתה ב-2008, זה גם לא אותו המשבר, כמובן. המשקיע
הישראלי למד, בצדק או שלא בצדק, שאחרי כל ירידה באה עלייה.
היו ב-2014 שני משברים כאלה, ב-2015 שני משברים כאלה,
ב-2016 פתיחת השנה הכי גרועה, ואח"כ - הברקזיט. בכל פעם,
אם תבדקו, התקופה שלקח לשוק להחזיר את כל הירידה הלכה
והתקצרה עם הזמן. בברקזיט זה היה שבוע, השוק ירד וחזר לעלות
לרמה שהוא היה מצוי בה שבוע קודם לכן. הציבור למד, שכל ירידה
היא "לצורך" עלייה והיא מחזירה את עצמה. אז יש גם את האלמנט
הזה.

צריך להבחין כאן גם בין קרנות אקטיביות לבין קרנות פאסיביות
- קרנות מחקות. מה שאנחנו רואים, ובדקנו את זה סטטיסטית
תקופה ארוכה, הוא, שהנטייה למכור קרנות מחקות במצבים כאלה
היא פחותה מאשר קרנות אקטיביות. כנראה שזה בגלל העניין של
עמלת קנייה ומכירה שיש בקרנות הפאסיביות, עמלות שלא קיימות
בקרנות האקטיביות, שם אין עמלה שמרתיעה אותי מלמכור. עוד
הערה לגבי הקרנות הפאסיביות בעולם שגדלות מאוד דרמטית
- יש תיאוריה שאומרת שכל שהקרנות הפאסיביות יצברו נפח,
ברגע של משבר הציבור ימכור את כל ה-ETFים האלה. בקרן
נאמנות אקטיבית יש בדרך"כ נזילות מסוימת 20%-5% נזילות, ואילו
בקרן שמחקה את הבנצ'מארק, זה הכל.

כך, למשל, חברות אנרגיה מהוות 18% מהרבה קרנות סל אג"חיות
בארצ"ב, וברגע שהנפט צנח, משקיעים חששו מחברות אנרגיה
ממונפות, נתנו הוראות מכירה לקרנות הסל שמחזיקות בהן,
ואז, מנהל קרן כזו חייב למכור הכל. הוא לא יכול למכור רק 18%,

אתה לא רואה בעיית funding? איך אתה רואה את אפשרות המחזור לאור השינוי בתשואות?

צבי סטפק

הרבה מזה תלוי בסנטימנט של השוק, כי לקופות גמל, קרנות פנסיה וכל התעשייה הזאת זורמים יחד נטו 50 מיליארד שקל בשנה - חסכון ארוך טווח. אז גם אם יוצא 20 מיליארד שקל מקרנות נאמנות, השאלה עכשיו היא, האם מנהלי קופות הגמל חושבים שזה עיתוי נכון לקנות, ובתוך האירוע האחרון גופים כאלה קנו - גם אגרות חוב של חברות נדל"ן אמריקאיות. ברור שבשוק קפוא קשה למחזר אג"ח, זה בטוח יהיה קשה אם השוק יאבד מהנזילות שלו. אנחנו יודעים שלפעמים בשוק ההון דברים קמים ונופלים על איזה יום קמת ובאיזה יום הנפקת. לכן אני אומר שאם זה מצב נקודתי זה דבר אחד, אם זה מצב מתמשך - זה כבר דבר אחר. לפי דעתי, אנחנו עוד לא הגענו לפיק של המרווחים גם משום שאנחנו בפרק זמן של העלאת ריבית בישראל וחזרה שלה לרמה נורמלית יותר, וזה ייצר פתיחה נוספת במרווחים. לפי דעתי, באיזשהו שלב ב-2019 המרווחים יגדלו, ואם המצב הזה יתמשך, אז יהיה קשה בחלק מן המקרים למחזר חובות.

אמיר ברנע

כיום ישנם מצבים שבהם אגרת חוב מדורגת A ונסחרת בתשואה שנתית של 17%. זהו מצב בלתי הגיוני בעליל שאולי מחייב שינוי דירוג, הפחתתו והתאמתו לשוק.

צבי סטפק

חברת דירוג לעולם תפגר בשינוי הדירוג לעומת שינוי "הדירוג" ע"י השוק. כך היה עם אפריקה ישראל וקבוצת נוחי דנקנר. אבל, לא תמיד זה מתבקש, כי אם אגרת החוב הגיעה לתשואה של 17% לשנה כתוצאה מפגיעה בנזילות השוק עקב מכירות מוגברות של קרנות נאמנות, זה יכול להתברר כמשהו נקודתי שיתוקן אח"כ ע"י השוק. ככל שהמצב מתמשך, ברור שיהיה צורך לשנות את הרייטינג של חברת הדירוג ולו מהסיבה שיהיה קשה לחברה למחזר את החוב בנתונים אלה, אלא אם יש לה מקורות אחרים.

דני ירדני

השוק הקונצרני בישראל מושפע באופן מהותי מהפדיונות/יצירות בקרנות הנאמנות ולכן בתקופה המתאפיינת בפדיונות משמעותיים מקרנות הנאמנות המרווחים בין הקונצרני לממשלתי נפתחים

רונית הראל

וכרגע חזרו לרמות נורמליות מהרמות הנמוכות שהיו עד לא מזמן. בנוסף במועד הדירוג נכון להסתכל על סיכון הסחירות שעלול בזמני משבר להוביל לסיכון נזילות מכיוון שחברה לא תוכל לגשת לשוק למחזור וזהו סיכון שאי אפשר להתעלם ממנו.

שניים מהסיכונים המרכזיים בשוק האג"ח הישראלי הם סיכון ההחזקה וסיכון הנזילות, הקשורים זה בזה. באשר לסיכון ההחזקה, עוד לפני כשנתיים ציינו שהעובדה שכ-60% מהאג"ח הסחיר מוחזק על ידי קרנות הנאמנות והציבור, כלומר "ידיים חלשות", מהווה סיכון. מאחר והשוק המקומי מוטה קרנות נאמנות הפדיונות המשמעותיים בקרנות הנאמנות לאורך כל השנה, שהתעצמו לקראת סוף השנה, הביאו לעליה במרווחים והשאלה העיקרית היא האם המדובר בשינוי של הטווח הקצר או מצב מתמשך לאורך זמן. אין ספק שבתקופה בה אי הודאות בשווקים הגלובליים ובשוק המקומי מתגברת ואיתה התנודתיות, סיכון ההחזקה מתממש ומתעצם. כאשר המשקיעים המוסדיים המסורתיים (קרנות פנסיה, ביטוחי מנהלים) משתכללים ומסתכלים יותר ויותר אל מחוץ מישראל, לא מובטח שיקנו את כל ניירות הערך שקרנות הנאמנות והציבור ימכרו, גם אם התשואה עולה.

בהתייחס לחברות האמריקאיות - ההסתכלות על כלל החברות האמריקאיות כמקשה אחת אינה נכונה. חשוב לבצע הערכה של כל חברה לפי מאפייניה העסקיים והפיננסיים. אם מדברים על הבחנות, חשוב, למשל, להבחין בין חברות שעוסקות בנדל"ן מניב לחברות יזמיות, שרמת הסיכון בפעילותן גבוהה יותר. יש גם חברות אמריקאיות עם טרק רקורד מוכח של מספר שנים. סיכון ההחזקה והנזילות מתעצמים בחברות האמריקאיות מאחר ומגוון המשקיעים בהן מצומצם יחסית בהשוואה לחברות ישראליות ומכירת האג"ח על ידי המחזיקים מחריפה את המגמה וגורמת לתנודתיות חדה - כלומר, העובדה שמגוון והרכב המשקיעים בחברות אלה מלכתחילה מצומצם ביחס להנפקות אג"ח של חברות אחרות, "תורמת" ללחץ שלילי נוסף על מחירי האג"ח בשוק.

במהלך השנה האחרונה בלטה העלייה במרווחי הסיכון באג"ח הקונצרני, שהתעצמה ברבעון האחרון של השנה. כאשר לצד המשך עליית מרווחים של חברות ברמת דירוגים נמוכה החלה עלייה מסוימת גם במרווחים של חברות ברמות דירוג גבוהות יותר. תשואות חריגות בשוק הן אור אדום, המחייב התייחסות וכמובן משפיעות על הנזילות ויכולת המיחזור, אך איננו מדרגים לפי תשואות השוק. אנחנו בודקים ובוחנים באופן שוטף את הנזילות ויכולת שירות החוב בשנה שנתיים הקרובות לפחות. יש חברות שיש להן יכולת נוספת לשרת את החוב במידה והשוק לא יאפשר מיחזור, כגון נכסים שניתן לשעבד מול חוב בנקאי. בכל מקרה, חשוב להסתכל על כל מקרה לגופו.

ראוי לציין שחלק משמעותי מהחברות האמריקאיות מדורגות

"השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח:
מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית."

כאמור מעלה, אלא אם חלה הרעה בפעילות הכלכלית של החברה (מה שחברות הדירוג אמורות בכל מקרה לבחון) המרווח אינו צפוי להיוותר כזה שיקשה על החברה לקבל מימון בטווח הארוך. אם החברה צריכה מימון בטווח הקצר הדבר אמור לבוא לידי ביטוי גם כך בדירוג.

שלומי שוב

חיים, כעת ההחלטה הלא טריוויאלית על שוק עמוק בה עסקנו רבות בפורום מיטיבה עם החברות לאור עליית המרווחים. אני מניח שבחברת החשמל למשל יהנו מזה.

חיים לוי קידר

במסגרת מחקר שביצעתי עם מחלקת המחקר של חברת "שערי ריבית" בדקנו את הקשר בין ההסתברות לחדלות פירעון (PD) הנובעת מהמרווח (מתוקן למח"מ, בכירות, בטחונות, ופרמיית נזילות) לבין דירוג האגירות. מצאנו שאגירות שבהן המרווח גדל לרמות של 15-18% ה PD נמדד ברמות של 80-100%, וחלקן היו באותה עת בדירוג השקעה. רק 8 עד 10 חודשים לאחר מכן הורדו דירוגי האג"ח לרמות שמתחת לדרגת השקעה. כל האג"ח שנבחנו הונפקו על ידי חברות שבסופו של דבר הגיעו לכדי חדלות פירעון, ואף פשיטת רגל. רק איגרת אחת חזרה להיסחר במרווח סביר יחסית, וזאת לאור הגעה להסדר חוב שכלל הזרמת הון עצמי משמעותית.

בהתייחס לאמירה שהשוק הישראלי אינו נזיל משום שמסחר רב מבוצע על ידי משקיעים קטנים, אבקש לציין שמחקר שנערך על ידי פרופ' אבי וואהל וד"ר מני עבדי שהשווה בין נזילות שוק האג"ח הישראלי לאמריקאי מצא, באופן עקבי עם הממצא שלי בדו"ח שוק עמוק, שהשוק הישראלי נזיל ברמה דומה לשוק האמריקאי. בין הגורמים שתורמים לנזילות השוק המקומי יש משקל חשוב למבנה השוק, המבוסס על פקודות בשוק רציף בישראל, לעומת מסחר על ידי דילרים בארה"ב, שם העסקאות גדולות מידי עבור הפלח הקמעונאי. מבנה השוק בישראל מאפשר לפלח הקמעונאי

בקבוצת ה-B הגלובלית, כלומר, עמוק בקבוצת ה-High yields. חשוב להבין את משמעות סולמות הדירוג המקומי והגלובלי - הסולם הגלובלי הוא שפה אחת ויתרונה בכך שמשקיע יכול לבחון השקעות בחברות בארצות שונות על אותה הסקלה. הסולם המקומי מדרג את החברות באופן יחסי לחברות ישראליות וזרות המנפיקות אג"ח בשוק המקומי ונסחרות בבורסה בתל אביב ולא באופן יחסי לחברות בעולם. המונח דרגת השקעה נפוץ בשוק האשראי אך מתייחס אך ורק לסולם הדירוג הגלובלי. שימוש במונח זה בהקשר של סולמות הדירוג המקומיים, וביניהם סולם הדירוג הישראלי, הינו מטעה. חשוב להבין שדירוג מקומי בקבוצת ה-BBB il במונחים של דירוג גלובלי הינו ברמה של "B" או "B-" כלומר, דירוג ספקולטיבי וחברות בדרוג ברמה זו עלולות להגיע לחדלות פירעון תוך זמן קצר יחסית.

רון הדסי

המרווחים נפתחו גם לאג"חים של חברות טובות וראינו מהשפל עליות של 8-10 אחוז. כמו כן אחד המבחנים החשובים הוא תגובת המערכת הבנקאית למצב.

אורי גרינפלד

הדין נסוב בעיקר סביב הבעיה בחברות הנדל"ן האמריקאיות שהנפיקו בישראל. עם זאת, לא מדובר על מקרה מייצג לשוק האג"ח הקונצרני בכללותו.

בשל אופי המחזיקים בשוק (בעיקר ציבור וקרנות נאמנות) אירועים כמו אלו שהתרחשו בדצמבר מייצרים בדרך כלל הזדמנויות השקעה ותו לא. אם לא חלה הרעה כלכלית במצב החברות (ולהערכתי לא חלה כזו) אין סיבה להניח שרמת המרווחים תוותר גבוהה מאוד ותייצר בעיית נזילות.

אין להשוות בין השוק הישראלי לשווקים בחו"ל מבחינת רמת דירוג. רובו המוחלט של שוק האג"ח הישראלי הוא לא בדירוג השקעה בינלאומית.

אסור שחברות דירוג האשראי יתייחסו לשינויים בשוק בטווח הקצר.

רועי שטיין

שוק האג"ח בישראל שונה בתכלית משווקי האג"ח בעולם כיוון שהמסחר בהן מתנהל בבורסה כפי שהמתנהל המסחר במניות. על כן, מדדי נזילות המבוססים על ספר הפקודות אינם ברי השוואה למדדי הנזילות של אג"ח במדינות אחרות, ויש לבחון בזווית שונות את יעילותו ואת עומקו של שוק זה. בפרט, יש לבחון עד כמה ניתן לקנות או למכור סדרות אג"ח ללא שינוי מהותי במחיר. אנו בבנק ישראל בחנו השנה שוב פעם את שוק האג"ח הקונצרני בישראל ולא שינינו את מסקנתנו - נכון להיום שוק האגח הקונצרני בישראל עדיין אינו שוק עמוק מספיק בהשוואה בינלאומית.

יורם עדן

אני רוצה להתחבר לדברים של אמיר ברנע בדבר ההשלכות על הערכות שווי לסוף השנה של העליה במרווחים. לדעתי זה כן ישפיע על ה-WACC שיוצב בהערכות השווי, נראה עליה ה-WACC. בהקשר זה אני רוצה לציין את הנפקת כתבי ההתחייבות (רובד 2) של מגדל. לא זו בלבד שמגדל לא הצליחה לגייס את כל הסכום שרצתה אלא רק כ-50% ממנו, היא נאלצה לעשות זאת בתשואה גבוהה יחסית של 4.1% (תשואה גבוהה באופן משמעותי מגיוסים קודמים). יהיו לזה השלכות גם לחברות הנדל"ן.

אבי לוי

לומר ששיעור תשואה של 17% אינו בהכרח משקף בעיה זה ממש לא הגיוני באם לחברה יש נכסים שאינם משועבדים אזי הייתי מצפה שישעבדו אותם וירכשו אג"ח אם יש להם אפשרות למימון מחודש אזי הייתי מצפה שיבצעו אותו וירכשו אג"ח ואם יש פה הזדמנות עסקית אזי החברה עצמה ובעלי השליטה בה אמורים להיות הראשונים לזהות את ההזדמנות העסקית והייתי מצפה מהם לעשות את כל המאמץ ולרכוש את האג"ח אני לא מכיר הרבה נכסים שיודעים להניב תשואה של 17% אם הם לא עושים זאת אזי בהחלט זה סימן לכך שישנה בעיה.

אלון גלזר

ברור שתהיה השפעה על תמחור נכסים במידה ונראה עליה משמעותית בתשואות, אולם חשוב לציין כי בינתיים לא ראינו דרמה משמעותית בתחום אגרות החוב הממשלתיות והקונצרניות. לגבי ההשפעה על הבנקים והביטוח, הרי שברור שההשפעה על הביטוח משמעותית יותר. לבנקים חשיפה לא דרמטית דרך שוק ההון, כאשר היקף האחזקות של אגרות חוב קונצרניות בתיק הנוסטרו נמוך יחסית. עיקר החשיפה של הבנקים הינה לאג"ח

ממשלתיות שבינתיים לא נפגעו. ברור שמשבר גדול יותר עלול להשפיע גם על הפרשות להפסדי אשראי, אולם אנחנו עדיין לא שם.

לגבי חברות הביטוח, כאן ההשפעה הרבה יותר משמעותית. תיקי הנוסטרו הגדולים חשופים מאוד לירידות בשוק, ובנוסף החברות צפויות להחזיר את כל הרווחים שנרשמו מתחילת השנה מדמי ניהול משתנים בפוליסות משתתפות ברווחים. במידה ונראה גם ירידה בתשואות באגרות החוב הממשלתיות הדבר עלול להיות בכלל נורא עבור החברות, מאחר והם יפסידו גם מעליה בהפרשות האקטואריות כתוצאה מהירידה בריבית ההיוון.

אורן פרנקל

האם הבנקים לא חשופים גם לאקטואריה?

אלון גלזר

רק בנק לאומי חשוף, וגם אצלו זאת חשיפה נמוכה יחסית הנפרשת על פני 8 רבעונים.

צחי זנגורי

אני מסכים עם עיקרי הדברים שנאמרו על ידי עמיתיי הפעילים בשוק ההון בנוגע לכך שאין כאן סימנים מהותיים למשבר כללי, אלא יותר תיקון תמחור והשפעות נזילות.

על פי הניתוח שלי, תמונת המצב לקראת סוף דצמבר של אגרות החוב בתשואה גבוהה של סביב מעל 10%, כללה כמובן את קבוצת אגרות החוב האמריקאיות המהוות חלק מהותי, ואחריה את חברות ההחזקה שגם להן משקל מהותי. אחריהם, בפער כספי ניכר, סקטורים נוספים כגון נדל"ן יזמי ועוד.

לגבי המגזר האמריקאי, יש מגוון סיבות לכך, חלקן הוזכרו ואין טעם לחזור עליהן. לגבי חברות החזקה, אז כמובן כאשר רואים את המגמות השליליות בשווקי המניות בישראל ובעולם, אין כאן הפתעה ולדעתי השוק קצת התפכח וביצע תמחור מחודש לסיכון הגבוה של חלק מחברות אלו. כך גם לגבי הסקטור היזמי, שסובל מהאטה.

להערכתי, מצבם של יתר המגזרים, ודאי אלו המוטים יותר לכלכלה הישראלית, אינו משקף שינוי מהותי ברמת הסיכון, והערכה זו גם נתמכת בנתוני המינוף העסקי שהוצגו ע"י בנק ישראל.

כן יש לדעתי, שינוי בתאבון הסיכון של השוק, המשתקף בפתיחת תשואות רוחבית, אם כי כאשר בניטרול הסקטורים הבעייתיים היא אינה מהותית ולדעתי אף מתבקשת לאור המגמות בשווקים.

בשורה התחתונה, בדומה לעמיתי, אני סבור כי לאורך השנה, מרווחי הסיכון היו נמוכים מדי, כמעט באופן גורף, ובוודאי בסקטורים המסוכנים יותר.

"השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח:
מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית."

סיגל יששכר

המשבר היתה מביאה למחירי הון נמוכים ולא סבירים לטווח הארוך. גם מי שמאמין ביעילות השוק מאמין ביעילותו לטווח ארוך, במשברים היעילות נפגעת. לעיתים הפגיעה היא עמוקה ונובעת מסיבות טכניות או פסיכולוגיות. אחת הדוגמאות לכך היא ירידה גורפת במחירי REIT האמריקאיים במשבר 2008-2009 עד כדי 80-90% רק בגלל שהם נכללים טכנית במדד הפיננסים בארה"ב שכל העולם הפיננסי הקטין את חשיפתו למדד הזה לאחר נפילת ליהמן ברדרז. פעילות ה-REIT שונה בתחילת מפעילות המוסדות הפיננסיים המהווים את עיקר מדד הפיננסים בכך שמדובר על חברות נדל"ן מניב תחת רגולציה ספציפית, בעלות מגבלת מינוף הנהגות מהסכמי שכירות ארוכי טווח וירידה בעלות המימון בשל הורדת ריבית על ידי פד ב-2009. מי שקנה את מניות REIT בשיא המשבר זכה לתשואות של מאות אחוזים ודיבידנדים גבוהים תוך שנה. הזדמנויות רבות ניתן היה למצוא בשוק האג"ח בישראל בגלל הסדרי חוב ב-2009-2010 ואני לא אתפלא אם בעוד שנה נקרא על משקיעים שעשו קופה מ-cherry picking של אג"ח, כולל אג"ח של חברות נדל"ן אמריקאי, בתקופה זו ממש.

נדב שטינברג

נושא נוסף הוא סוגיה של רכישות חוזרות של אגרות חוב קונצרניות על-ידי החברות. אבי לוי ציין שאם אגרות חוב קונצרניות נסחרות במחירי מציאה ולחברות יש נזילות אז היינו מצפים שהן יקנו את האג"ח שלהן וירשמו רווחים. אכן בסוף 2008 ראינו תופעה כזו בשוק וחברות רבות רכשו חזרה את אגרות החוב שלהן במחירים נמוכים ביחס לערך הנקוב. כיום אנחנו לא רואים רכישות חוזרות בסדרי-גודל דומים.

אורן פרנקל

אני לא מקבל את הכותרת או המסר של הדיון לפיו אנו במשבר הדורש ועדת חקירה, תיקון חוק או פעולות רגולטוריות אחרת בגין הירידות בשוק הון בחודש דצמבר. בחודש דצמבר בישראל לא היה משבר ראלי לא אצל התאגידים

אבקש להתייחס לדברים שנאמרו בהסתכלות רחבה, מעבר למשבר נקודתי זה או אחר. זו גם ההסתכלות של חברות דירוג, חוצת מחזור. בשנתיים האחרונות במידורג לא נרשמו כשלי פירעון והתשואות הנמוכות הקלו מאוד על מנפיקים לחדור לשוק. עדיין מידורג לא נרשמה תנודתיות כלפי מעלה בדירוגים, מכיוון שדירוג התחייבויות לזמן ארוך מתבונן מעבר למחזור. אכן הנזילות נבחנת, בהגדרתה, באופן נקודתי. בנוסף לנגישות לשוק אנו בוחנים בהגדרת הנזילות פרמטרים נוספים.

נושא נוסף בהקשר הנזילות בשוק האג"ח עליו דובר קודם: באותה קלות בה אנו בוחנים את התנודתיות בנכסים הסחירים, כך לא ניתן לבחון את הנכסים הלא סחירים. כיום היקף גדול מבעבר של נכסים לא סחירים קיים בתיקי החוסכים, אלו נכסים שלא זוכים בציטוט שוק מיידי.

ודים פורטנוי

אינני חושב שעליית הפרמיות באג"ח מעידה על המשבר, בוודאי אם מנקים את הרעש של אג"ח חברות נדל"ן אמריקאיות שאינן משפיעות בשום אופן שהוא על תחשיב מחירי הון של חברות ישראליות.

אם מנטרלים את האג"ח הנ"ל ומתמקדים באג"ח של חברות מקומיות העלייה בפרמיית הסיכון אינה דרמטית ובוודאי לא מעידה על משבר עד כה. נהפוך הוא - דווקא לפני העלייה בפרמיית הסיכון אנחנו, כמעריכי שווי, התקשינו להסביר את התשואות החריגות בהן הונפקו אג"ח קונצרניות בשנים האחרונות. חברות בדירוג טוב הנפיקו לעיתים ב-2.5%-2 לשנה במח"מ של 4-5 שנים. בתחושות בטן הרגשתי שהתשואה אינה משקללת את הסיכון העסקי של האג"ח הקונצרני. היום מחירי החוב נראים יותר הגיוניים והמגמה עשויה להמשיך. למרות זאת, צופה עלייה מתונה בלבד במחירי ההון המשמשים לביצוע הערכות שווי לאור העובדה שכאשר התשואות ירדו במשברים קודמים, מחירי ההון לא ירדו משמעותית כי מעריכי שווי מצאו דרכים לאזן את הירידה באמצעות פרמיות סיכון ספציפיות כי תוצאה טכנית של חישוב מחירי הון בשיא

ולא בכלכלת מאקרו של מדינת ישראל. הירידות החדות בשוק המניות ובאג"ח נובעות מהירידות החדות בשווקי העולם. אגב - ההשלכה התזרימית של ייקור מחיר הכסף על התאגידים תיפרס על פני עשור ומעלה. נניח שהמח"מ הממוצע של התאגידים (בוודאי בנדל"ן מניב) הוא 4 ומעלה אזי שחלופים של חוב זול בחוב יקר ייפרסו על פני תקופה של מעל עשור. בדיוק כמו שמיצוי ההנאה מירידת מחיר הכסף בעשור האחרון הייתה ארוכה מאוד. כולנו פה כבר שנתיים מצפים לתחילת תהליך עליית הריבית הממשלתית ופתיחת המרווחים, הגופים המוסדיים כבר שנה אינם פעילים באג"ח הקוצרני והם השאירו את הבמה לקרנות נאמנות - כך שצפי העלאת הריבית במשק אינה מפתיעה איש - הנעלם היחידי הינו קצב התיקון (חזרה לנורמאל).

אני לא בטוח שהנורמאלי החדש הינו הנורמאלי שלפני משבר 2018. נגידי העולם לא מוכנים להפנים שהאינפלציה העולמית תהא נמוכה בגלל עודף גורמי ייצור בעולם (היום בסין ומחר באפריקה) וכן שיפור הפרייון (מסיבות טכנולוגיות). הם (נגידי העולם) תקועים בתפיסה שאינפלציה צריכה להיות באיזור של 2.5%. אני מניח שבסוף המציאות תנצח והנורמלי החדש יהיה ריבית נמוכה מהמקובל מהתקופה שלפני 2008 (אך גבוהה מהריבית שהייתה בעשור האחרון כמובן).

עודד שריג

מעבר למה שנאמר, יש לי הערה אחת: במובן מסוים, התמקדות בפרמיית הסיכון באג"ח היא להתמקד במה רק שמתחת לפנס. באג"ח קל לראות שפרמיית הסיכון גדלה, כי התשלומים המובטחים מעוגנים בחוזה. אבל שוק ההון הוא כמו כלים שלובים, ולכן עליית פרמיית הסיכון באג"ח אומרת שפרמיות הסיכון עלו גם לסוגי נכסים אחרים.

אמיר ברנע

האם לא יכול להיות שפרמיית הסיכון עלתה רק באג"ח?

עודד שריג

להבנתי פרמיית הסיכון באג"ח עלתה בגלל עליית הסיכון של המשק, וכאשר הסיכון של נכסי הבסיס עולה גדלות יחד אתו פרמיות הסיכון של כלל הנכסים הפיננסיים.

חיים לוי

בנוסף, בסוף הדיון עלתה בקשה מנציג אלוני-חץ כלפי חברות הדירוג שיבחנו אמפירית את הפער בין סולמות הדירוג, הישראלי והאמריקאי.

לעניין זה ציינתי בשיחה עם נציג אלוני-חץ ושלומי שוב שערכתי

מחקר בעניין זה יחד עם גיתית גור גרשגורן עבור הבורסה של תל אביב. במסגרת שיחה זו עלתה בקשה לפרסם את המחקר לציבור. בשלב זה טרם קיבלתי אישור לפרסום הדו"ח, לכן אציג כאן רק חלק ממסקנות העיקריות:

המחקר נועד לבחון את פערי הדירוג, ככל שישנם, בין דירוגים מקומיים שניתנו לאיגרות חוב ישראליות, לבין דירוגים שניתנו לאיגרות חוב אמריקאיות, וזאת על בסיס השוואת ההסתברות לחדלות פירעון PD. המחקר מגלה שקיים פער בהסתברות לחדלות פירעון עבור סולמות הדירוג השונים. הפער אינו אחיד לאורך הסולמות אך באופן כוללני ניתן לומר שממוצע הפער עומד על דרגה אחת לערך, והוא מתרחב ככל שהדירוג יורד. מצאנו שדירוג ישראלי AA ו-AA+ ניתנים לייחוס לדירוג אמריקאי AA ומעלה, הדירוגים הישראליים A+ ו-AA הישראלי ניתנים לייחוס ל-A האמריקאי, והדירוגים הישראליים הנמוכים יותר מסוכנים מהדירוגים האמריקאיים ביותר מדרגה אחת. אנו מתייחסים בהסתייגות לדמיון ברמות הדירוג האיותיות שכן המח"מ הממוצע במדגם הישראלי קצר מהמח"מ האמריקאי הממוצע.

ככלל עולה מהניתוח כי השוק הישראלי אינו נסמך "באופן עיוור" על סולמות הדירוג כי אם מזהה ומתמחר את ההסתברות לחדלות פירעון הצפויה בעיניו. הפער הממוצע בן דרגה אחת עקבי עם הנחיות רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון בעניין יישום הוראות סולבנסי 2 בישראל.

צבי סטפק

כדאי לתת גם את הדעת לתופעה שלא קיבלה ביטוי במהלך כל הדיון, והיא מצריכה מחקר. ההערכה שלי היא, שיש הבדל מנטאלי-תרבותי בין עולם העסקים הישראלי לבין עולם העסקים האמריקאי, בכל הנוגע לפשיטות רגל. בעולם העסקים הישראלי, פשיטת רגל ואי עמידה בהתחייבויות לנושים, עדיין נחשבת בגדר בושה וזאת קלון. זהו עולם קטן שבו אם אתה פושט רגל, אתה נחשב "שרוף", לפחות בכל מה שקשור לחברות ציבוריות. לעומת זאת, בארה"ב, קל הרבה יותר לפשוט רגל, ולחזור אח"כ לעסקים (חלק מזה נובע, כפי שהעיר לי בצדק, אבי לוי ממליסרון) מכך שבארה"ב יש לא מעט הלוואות שניתנות Non-Recourse. לפיכך, כאשר מדברים על הפער בין הדירוג המקומי של האג"ח לבין הדירוג הבינלאומי, צריך לזכור גם את זה. האם זה (בהנחה שזה נכון, כאמור, ומצריך מחקר) צריך או יכול להיכלל בהגדרת הפערים - זו שאלה קשה, אך מעניינת.

שלומי שוב

לסיכום, היה לנו היום דיון מאוד מעניין, ממה שאני מבין יש פה כנראה שילוב בין כל מיני מרכיבים שונים - גם חשיפה של דברים שלא ידענו אבל גם כל מיני השפעות אקסוגניות שהן לאו דווקא מעידות על המצב הריאלי. זה מעניין כי זה בדיוק הדיון שיש בחשבונאות

"השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח:
מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית."

והוא לא מבטא שינויים כלכליים משמעותיים שמשפיעים על השוק. חברות הרייטינג מעלות לעיתים נימוק כאילו מה שקובע הוא הדרוג הבנלאומי ודרוגי ישראל בקבוצת A שקול ל- קבוצת B בנלאומית שהוא מתחת לסף ההשקעה הסולידית. אינני מקבל נימוק זה, כלפי ועדות ההשקעה המקומיות דירוג A הוא דירוג השקעתי קביל. לאור זאת מודגשת הסתירה בין שיעור התשואה הגבוה והדירוג שניתן לאג"ח כמפורט בחומר הרקע למפגש.

רונית הראל

הדרוג בסולם המקומי של החברות מהסקטור הריאלי בישראל, הקורפורייט, אינו מוגבל בדרוג מדינת ישראל. בדרך כלל אנחנו מוצאים סולם דרוג מקומי במדינות שהדרוג הגלובלי שלהן נמוך ואין מדינה שמדורגת בדרוג (AA-) שיש בה סולם דרוג מקומי בלבד כמו בישראל.

שלומי שוב

יש פה החלטה רגולטורית שהיא לא ברורה, היא בעייתית.

אורן פרנקל

תעשו מחקר מסודר ותגדירו מה שיעור הדיפולטים בכל אות בישראל לעומת כל אות בעולם, וכך נדע באמת מהו סולן ההמרה האמיתי. הרי מה זה הדירוג, זה פוטנציאל לדיפולט. אז בואו נבדוק סטטיסטית מה הדיפולט בכל אות לעומת כל אות אמריקאית וכך נדע באמת מהי ההמרה.

אמיר ברנע

חברים, תודה רבה שבאתם, אנחנו רוצים לאחל בהזדמנות זו לכולם שנת 2019 מוצלחת.

האם להציג השקעה באג"ח קונצרני Mark to Market או לפי עלות מופחתת. כיום יש מודל זמין למכירה ששינו את השם שלו במסגרת IFRS-9 אבל הוא אותו הדבר. זה בדיוק ההבדל בין Mark to Market שבה אתה למעשה מושפע מהשוק לבין מצב שבו אתה צריך לקבל החלטה אם ההפסד הוא מהותי כלומר - שיש גידול משמעותי בסיכון האשראי. זה בדיוק הדיון שהיה לנו היום.

אמיר ברנע

אני הבנתי שקיימת הסכמה שבהערכות שווי ב-2019 מחיר ההון יעלה, עקב מרכיב החוב וגם עקב מרכיב ההון העצמי. השינוי בשוק ההון הוא לא שינוי מקרי חד פעמי, אלא שינוי מהותי שנובע מהתאמת תמחור נכון יותר של הסיכונים. אמנם מחיר השוק יכול להשתנות בגלל ה-trading effect שדיברנו עליו אך מחיר השוק בסחירות ראויה, הוא עדיין הקריטריון העיקרי להערכת שווי הוגן בכלכלה ובחשבונאות IFRS.

שלומי שוב

עובדה שהשאירו את מודל הזמין למכירה בהשקעות באג"ח קונצרני, בשם אחר. השאירו אותו בדיוק כדי להימנע מזה. שימו לב שבבנקים ובגופים הפיננסיים מודל הזמין למכירה הוא המודל הנפוץ ביותר.

אמיר ברנע

אולם מצד שני בהערכת נכסים עודפים ניתן למחיר השוק מעמד דומיננטי. עוד משהו שלמדתי מהדיון הוא שכולנו מסכימים שגם אם חברות הרייטינג לא מצופות לעבוד יום יום ולבחון מחירי שוק הרי אם פרמיית הסיכון בשוק היא קריטריון יחיד כלל לא צריכים אותן. כולנו מסכימים שהערכת חדלות פרעון נשענת על סימוכין נוספים כפי שמפורט במודל הדירוג שמציגות החברות המדרגות. יחד עם זאת הרגישות של חברות הרייטינג לשינויים דרמטיים בשוק צריכה להיות יותר מודגשת. קשה להבין איך אגרות של חברות שמדורגות A נושאות תשואה של 17%. יש הרגשה שהרייטינג נקבע ונשאר

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"מבט מימוני ביקורתי על חוק
חדלות פירעון"

תאריך המפגש: 7 בפברואר 2019

נושא המפגש: מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות פירעון

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון

אורחים שנכחו בדיון: מיכל אלבז (משרד המשפטים), ספי זינגר (הרצוג פוקס נאמן), דיקלה לביא פישר (פישר בכר חן וול אוריון ושות'), ליהי בלומנפלד (פישר בכר חן וול אוריון ושות'), זהבית עין דור (רשות ני"ע), ענת פילצר סומך (איגוד החברות הציבוריות), חגי אולמן, גיא גיסין, מנחם רהב (רהב רשף בן עמי ושות'), צורי לביא (ליפא מאיר ושות'), שירלי יפרח אזור (ליפא מאיר ושות'), דנית רימון (ליפא מאיר ושות'), אסף נוימן (רשות ני"ע), דוד האן (אוניברסיטת בר אילן), אוהד צמח (לאומי קארד), יעקב עמיהוד (אוניברסיטת ניו יורק), אלון בנימיני (ארדינסט בן נתן טולידאנו ושות').

משתתפים: שלומי שוב, אמיר ברנע, דני ויטאן (KPMG), נטע ורדי (בנק ישראל), עמנואל אבנר, דן אבנן (הרמטיק), קים שהם ניר (הכשרת הישוב), סיגל רוז-רכב, ליבנת עין שי וילדר (בנק לאומי), דגנית דניאל (משרד המשפטים), אברמי וול (פישר בכר חן וול אוריון ושות'), רון הדסי (אלביט הדמיה), עמיר ליכט (IDC), הילה קונפורטי (כלל ביטוח), רועי שלם (נומריקס), אורי גלאור (IBI), ברוך גובי (עובד גובי ושות'), נבו ברנר, חגית ינון (NICE), עודד שריג (IDC), טל מופקדי (נומריקס), דרור גד (קרן ריטו), נדב שטינברג (בנק ישראל), יעל אנדורן, בן אוריון (פרומתאוס), אסתר גלעוז, ג'קי אהרון (MVP), רוני עפר (אוניברסיטת תל אביב), אבי לוי (מליסרון), מיכה ארד (Deloitte), אולגה אלקסייב (EY), יזהר קנה (פאהן קנה), גיא טביביאן (Deloitte), כפיר קלדרון (C VALUE), נחמה ברין (גולדפרב זליגמן), שי קומפל (מנורה), נטלי גייקובס (הרצוג פוקס נאמן), מני נאמן (הפניקס), אסף חמדני (אוניברסיטת תל אביב), ואדים פורטנוי.

צוות מקצועי: עדי פליישר וגל אקריש.

שלומי שוב

זזה מחבר אותנו לנושא שגם אנחנו נרצה לכוון אליו את הדין היום סעיף 882 לחוק, שאנחנו רואים אותו כסעיף דרמטי בהיבט של אחריות דירקטורים כלפי הנושים וההחלטות שהם מקבלים שונות במהות מאלו שמתקבלות במצב דברים רגיל. בזמנו משרד המשפטים ממה שאני זוכר חיפש את הוודאות ואת הדין של דלוואר. ואנחנו רואים שגם בנושא הזה של אחריות דירקטורים, התקבלה פה בסופו של דבר חקיקה שהיא שונה בתכלית, היא יוצרת מתח בין חוק החברות לבין חוק חדלות פירעון החדש וחשיבות מאוד גדולה להגדרת חדלות פירעון, כי בסביבת חדלות פירעון ההחלטות שהדירקטורים צריכים לקבל הן לכאורה שונות בתכלית ממצב שאינו כזה.

אמיר ברנע

אני רואה שתי מטרות בחוק. המטרה הראשונה היא וודאות משפטית, כל אחד מבין שעצם פנייה לבית משפט היא בעלת השלכות רוחביות על הפירמה. קיים בחוק ניסיון להגביל את הגישה לבית משפט-למשל לנושים רחוקים בהבחנה מנושים קרובים, בסעיף תשע. הטענה היא שהוודאות המשפטית נדרשת, כי בית משפט מתקשה להחליט מה מצבה של החברה- גם במבחן המאזני וגם במבחן התזרימי. במיוחד שהחלטה לגבי מבחן מאזני תלויה בהערכות שווי, כי לא מדובר על דוחות כספיים אלא בהערכות שווי כאשר המצב של VAN שלילי נגזר מהערכות שווי. הרי כולם יודעים שקיימים פערים בהערכות שווי. דוגמא שמיד חושבים עליה היא BDI, בה היה פער של כשלושה מיליארד שקל אם אינני טועה, בהערכת שווי בין שני הצדדים שהתדיינו אז ובית המשפט היה צריך להחליט מה הצפי היותר סביר. המטרה השנייה של החוק היא נושא השיקום, בהבחנה מנושא הפירוק, כאן נכנסים כל הסעיפים של פרק אחד עשרה או מה שנקרא משא ומתן מוגן. האפשרות למנוע פירוק על ידי תוכנית הבראה שמציעה ההנהלה מהווה פגיעה מסוימת בנושים. אחד הדברים המרכזיים שאני רוצה להדגיש הוא שכל פגיעה כזאת מתומחרת, כל דבר כזה יתבטא בפרמיית סיכון. תכף נראה את זה באופן יותר ספציפי. יש לי שלוש הערות שמתייחסות למטרות החוק והדרך שבה המטרות האלה

בוקר טוב לכולם. אנו עוסקים היום בחוק חדלות הפירעון החדש במבט מימוני ביקורתי. אני ברשותכם רוצה להתחיל עם ההגדרה המעניינת של חדלות פירעון בסעיף 2 לחוק, אנחנו רואים שם סוג של פשרה בין המבחן התזרימי למבחן המאזני ומעניין עד כמה לבתי המשפט תהיה כאן למעשה בחירה בין המבחן המאזני למבחן התזרימי. בזמנו כשהחוק עוד היה במסגרת הצעה והיה מנוסח לפי המבחן התזרימי בלבד דנו בכך במסגרת הפורום, מאותו מועד היו הרבה שינויים עד לחקיקתו הסופית. כמו שאנו רואים החוק הסופי שונה ומה שמחדד זאת באמת הוא סעיף 9 לחוק המגביל את הפניה של נושה רק לגבי מצב בו חובת הפירעון היא עד שישה חודשים. יש פה סיטואציה מעניינת.

שאלה נוספת שמתעוררת היא עד כמה ההגדרה של חדלות פירעון משתנה בין מטרה למטרה של החוק, לדוגמא נושא אחריות דירקטורים - עד כמה ייקחו בתי המשפט את ההגדרה הזאת לכיוונים שונים בהתאם למטרה הנבחנת. צריך לזכור שאנחנו מדברים על נושים שהם נושים פרטיים כמו בנקים, בדרך כלל הקובענטים פוטרם אותם מהצורך בדרישות ובהליכים הללו של החוק. החוק אמור להגן על בעלי האג"ח שבגדול אצלם לאחר "וועדת חודק" הקובענטים הם בד"כ פחות עמוקים וחזקים. מהזווית של חשבונאות יש שאלה מעניינת בין עיתוי הרישום של "הערת עסק חי" לבין הגדרה של חדלות פירעון, זה דברים שעסקנו בהם בעבר. אני חושב שהפרקטיקה בישראל התייצבה בשנים האחרונות על מצב מוזר שבו הערות עסק חי מגיעות באופן מובנה באיחור רק כשיש כניסה להסדר חוב. כי מה זה הערת עסק חי? העסק הוא חי אבל יש לנו ספקות משמעותיים ולא כשהעסק לא יכול להמשיך במצבו הנוכחי. מה שקרה זה שבעידוד רשות ניירות ערך, נוצרה איזושהי דרגת ביניים שבה יש הפניית תשומת לב למצב העסקים בלי המילים "עסק חי", כאשר הערת עסק החי המוכרת מגיעה רק בסוף במקרה של חדלות פירעון. נוצרה סיטואציה מיוחדת עם השנים בפרקטיקה מוסכמת שמגיעה עם הרבה רגישויות שיש סביב ההערה הזאת, אבל מצד שני חשוב שכל העוסקים בדבר, ובמיוחד המשקיעים יבינו שזאת הפרקטיקה שהתפתחה.

ראשית, האם גדלה הוודאות המשפטית? כלומר האם באמת קיימת מניעה מנושה ארוך לפנות לבית משפט לפתיחת הליכים? כל נושה ארוך הוא גם נושה קצר, כי בדרך כלל חוב קצר הוא פרוס ויש חוב לנושה הארוך דרך ריבית ודרך פריסת הקרן כל נושה ארוך יוכל להיכנס למסגרת הזאת דרך הפריסה של החוב. בנוסף מה שיחליף את הגבלת אפשרות הגישה לבית המשפט אלה הקובננטים, כאן עולות השאלות- איך מנסחים קובננטים רלבנטיים? כאשר הקובננטים בנויים בדרך כלל על ערכים חשבונאיים, על דוחות כספיים. דוגמא פשוטה היא IFRS16 שמשנה לגמרי את המינוף הפיננסי החשבונאי של חברות רבות דרך התייחסות לחכירה כהתחייבות. מכיוון שמינוף פיננסי הוא קובננט סטנדרטי, רוב הקובננטים כוללים אותו כלומר פירמה פתאום בהפרה של קובננט רק בגלל שינוי שיטת הרישום החשבונאית. אז תחשבו האם ניתן לשחזר מצב חשבונאי קודם? כך שאיני בטוח שבאמת נמנעת עבודה מבית המשפט, שעליו מוטלת אינטרפרטציה של קובננטים. כלומר איני בטוח שתושג הוודאות המשפטית שהיא אחת ממטרות החוק.

שנית, נושא השיקום - לפי החוק קיימת אפשרות להפעיל מו"מ מוגן. מעניין שהתנאי לכך הוא בעצם התחייבות או הצהרה של הדירקטוריון שבמשך שלושה רבעונים קדימה החברה סולבנטית. כעת תחשבו על הסיטואציה, איזה דירקטוריון יחתום על הצהרה כזאת? כלומר כאשר ברור לגמרי שאי אפשר להחריג את עצם הפנייה להסדר מוגן כאינפורמציה לציבור. כלומר בוודאי שחברות ציבוריות או חברות מדווחות, צריכות לדווח על כך. מה ההשלכות הרוחביות של עצם הפנייה הזאת לגבי סולבנטיות כאשר משמעותה יכולה להתפרש כאי סולבנטיות בתום התקופה? לגבי ספקים, לגבירי לקוחות ארוכים, לגבי מעמד הפירמה בשוק. כלומר נוצר מצב שהדירקטוריון יתקשה לחתום על התשעה חודשים האלה, שלושה רבעונים קדימה, שהחברה סולבנטית. בנוסף אם חלופת השיקום תתברר כחלופה שכיחה, יש כאן פגיעה מסוימת בזכויות לנזשים, שמעדיפים פרוק במקרים רבים פירוק על שיקום. שוב כל פגיעה כזאת באה לידי ביטוי בפרמיית סיכון, במיוחד אם לא יהיה ניתן להחריג את הדיווח. על עצם הפנייה לבית משפט, לבקשת מו"מ מוגן.

שלישית, נושא הדירקטוריון-אני באמת לא מקנא בדירקטוריון, כיצד יקבלו דירקטורים החלטות? תחשבו על חברה סולבנטית לפי כל המבחנים, אבל ממונפת בה הדירקטוריון צריך לקבל החלטות, לחלק קיימות השלכות על הממשק בין נושים לבין בעלי מניות. למשל החלטה על שינוי רמת הסיכון של החברה או השקעה בפרויקט מסוכן, שבוודאי שבחברה ממונפת היא תורמת שווי למניות על חשבון הנושים. כיצד יחליטו אם בדיעבד יתברר שקרה תרחיש של חדלות, האם הדירקטורים אחראיים? לחלק גדול מהחלטות הדירקטוריון יש השלכות על השווי היחסי של נושים לעומת בעלי מניות טובת מי תילקח בחשבון? דבר אחד. דבר שני, האם ניתן

לבטח דירקטורים מול האחריות הזאת? שיפוי אמנם אי אפשר, אבל ביטוח אפשר. אולי זאת תהיה פעם ראשונה שפרמיית הביטוח על אחריות דירקטורים, תהיה פרופורציונאלית למינוף החברה, בחברה ממונפת תקבע פרמיה גבוהה. לסיכום יש לנו חוק שמנסה להתקרב לארצות הברית אך לא עשה את כל הדרך. צפויות בעיות לא פשוטות ביישום וקיימות ספקות האם אנחנו משיגים פה איזושהי אופטימיזציה כלכלית. האופטימיזציה הכלכלית היא פשוטה- האם הליך חדלות פירעון אינו עולה בהפרשי שווי? האם החוק מאפשר מעבר חלק תוך שמירת שווי החברה? המטרה שלנו ככלכלנים היא להבטיח שהחוק באמת משרת את המטרה הזאת.

דוד האן

יש כאן מספר נושאים, נתחיל עם שניים מהם- האחד זה משא ומתן מוגן והשני זה אחריות הדירקטורים, אלו דברים חדשים, שלא היו קיימים בוודאי לא בחקיקה עד היום. כשמסתכלים על הקונסטרוקציה של החוק צריך להבין שהמשא ומתן לא נולד בחלל ריק, ואני חושב שהוא דבר חדש. למעשה משא ומתן מוגן נולד בוועדת "אנדורן", בתוספת מסוימת. התוספת של התחזית התזרימית של שלושה רבעונים קדימה היא תוספת שלא הייתה בוועדה. משא ומתן מוגן הוא בעצם מה שכונה בוועדת אנדורן "השלב הראשון". יש שלב שני שלא שמים לב אליו אבל גם הוא נכתב בחוק חדלות פירעון כתיקון עקיף לחוק ניירות ערך והוא משלים את המשא ומתן המוגן. בשלב זה אם יש אירוע של אי תשלום ולו אחד בחברה, תהיה חובה על נאמני האג"ח לפנות תוך 54 יום לבית המשפט ולבקש פתיחה של הליך חדלות פירעון רשמי שבו ימונה בעל תפקיד. שני החלקים הללו כאחד, זה המלצות וועדת "אנדורן". המשא ומתן המוגן הוא כאמור "השלב הראשון" - קרי: כל עוד אין כשל תשלום וחובת פנייה לבית המשפט; "השלב השני" חל כאשר יש כשל תשלום. לעניות דעתי זה פוסט גדול מאוד, שמו את כל כובד המשקל על השאלה האם היה כשל תשלום או לא היה כשל תשלום בגלל שרוצים וודאות. קודם כל כאשר אני עושה השוואה רוחבית לעולם, אני לא כל כך מכיר שיטות משפט שבהן הסיפור הזה (קרי: כשל תשלום בודד) חותך ויוצר שתי פלטפורמות שונות או סביבות משפטיות שונות לחלוטין. אני לא מכיר סביבה שבה גם אם היה כשל תשלום, ואף אם החברה היא בחדלות פירעון בכל מובן, אני לא מכיר שיטת משפט שאוסרת על החברה באותו שלב לנהל משא ומתן עם הנושים שלה, אם שני הצדדים מעוניינים בכך. בארצות הברית בוודאי, בה הסביבה יותר נוחה כי גם אם נכנסים להליך retpahC¹¹, ממילא ההנהלה נמצאת שם. אבל אפילו אם אני אקח למשל את השיטה הבריטית ויש בכל זאת קצת גוון בריטי גם בחוק החדש, יש מסלול שנקרא tmemegnarra fo emehcs שזה בעצם משא ומתן חיצוני בין החברה לבין הנושים. הדינאמיקה מתנהלת מחוץ לבית משפט ואין שם שום קו חיתוך ושום הגבלה שלפיו ניתן לנהל אותו רק אם החברה עדיין משלמת את חובותיה

"מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות
פירעון"

התפעוליות, מקסימום שכבה אחת מעליהן אבל לא שתיים, שלוש וארבע שכבות. אז למה בעידן שאנחנו חוזרים למימון בחברות תפעוליות אנחנו חושבים אך ורק על הנושים הפיננסיים? כל עוד ההליך בבית המשפט הוא הליך כל כך דרקוני, והוא פנימית לא כל כך ברור, ולא ברור בכלל מי יהיה בעל התפקיד, כי ממנים באופן רנדומאלי מתוך מאגר, כל מקבל החלטות בחברה ישתדל שלא להיכנס להליכים כאלה שאתה לא מבין מה קורה בהם. ומצד שני, עם מגוון נושים (ולא רק פיננסיים) - משא ומתן מוגן פשוט לא מתאים לך.

לגבי סעיף תשע לחוק, המגבלה הזאת של חצי שנה, זה ברור לכל מי שמכיר את העסק שזה נבע מאותו מקום. חשבו אך ורק על נושים פיננסיים. לא חשבו למשל על נושה שאולי מנהל לטיגריה גדולה עם החברה שיכולה למוטט אותה, ופסק הדין צפוי בעוד שנה וחצי אין לו שום יכולת כרגע להגיש תביעה או פנייה לבית המשפט לפתוח בהליך חדלות פירעון בכפוף להפקדת ערובה. בוא נודה על האמת זה הכל נבנה על טראומת BDI. טראומה של גורמים מסוימים, לא של כולם. עד כאן לגבי משא ומתן מוגן, יש לי עוד הרבה מה לומר על זה אבל אני אשים את זה בצד.

לגבי אחריות דירקטורים, זה לא פעם ראשונה שאני אומר את זה, אני אומר את זה בצורה גלויה. כאשר היו דיונים על הנושא של אחריות דירקטורים, בעיקר בכנסת, ההבהרה הייתה שאחריות בסעיף 882 לחוק, היא לא דבר חדש, היא לא אחריות מסוג חדש, אלא היא קונקרטיזציה של חובת הזהירות הכללית שחבים בה נושאי משרה לפי חוק החברות. וכפי שאמרתי כמה פעמים בפורום, גם אני כשישבתי בדיונים בוועדה, הסברתי את הדברים ככה והיום אני אומר בצורה גלויה אני מכה על חטא ואני חושב שעדיין לא מאוחר לתקן את המעוות. אחר כך חזרתי ובחנתי את הדברים יותר מקרוב, ואני עומד לפרסם מאמר נרחב רק על הסעיף הזה - זה לא חובת הזהירות לפי חוק החברות. זו חובה אחרת, עם נמענים אחרים, עם קוד פעולה אחר. וזה לא מייתר את חובת הזהירות, לא נאמר כך. דירקטוריון של חברות בסיכון כזה או אחר יצטרך מעתה להתמודד עם שתי חובות שחלות במקביל - האחת, חובת הזהירות לפי חוק החברות, כשהמצפן של חוק החברות זה השאת ערך החברה. השנייה, חובת צמצום היקף חדלות הפירעון לפי סעיף

ואם חלילה כשלה הדבר אינו אפשרי. ההגבלה הזאת מבחינתי היא מיותרת לחלוטין. ולא רק זה, היא גם יוצרת מציאות כמעט בלתי אפשריות בכללי המשחק שלנו. כפי שציננתם בפתיח, במשא ומתן המוגן צריך הצהרה של הדירקטוריון של לפחות שלושה רבעונים קדימה שאין שום צפי לבעיה של כשל פירעון ופה אני מתייחס למשהו שדיברנו עליו בשעתו: צריך לחשוב גם מבחינה פסיכולוגית על האדם ממוצע, על הדירקטור הממוצע. אתה יושב כרגע בדירקטוריון ואתה בוחן את הדברים, ואתה מסתכל עשרה, אחד עשר חודשים קדימה אין לי בעיית תזרים מזומנים, עדיין אין לי בעיית פירעון. אז מה המסקנה שלך באותו רגע? זהו זה הזמן להיכנס למשא ומתן, בוא נתחיל לדבר עם הנושים כולל כל דרישות הפרסום וכולי? או שאתה אומר לא, אפשר עדיין להתנהל. אז קיימת פה בעיה כי אתה מאלץ אותי להתחיל במקום שאני דווקא פסיכולוגית לא חושב שאני נמצא בו כרגע, כלומר כאשר עוד לא בשלה השעה לכך. ולהיפך: נניח שאני חמישה חודשים לפני בעיית פירעון, וברור לי שבעוד חמישה חודשים תהיה בעיית פירעון. לפי החוק אני כבר לא יכול לנהל משא ומתן מוגן. זה לא הגיוני. זאת אומרת שאפריקה ישראל בקיץ 9002 כשהודיעה על הבעיות שלה, לו אז היה חוק חדלות פירעון קיים, לא הייתה יכולה לנהל משא ומתן מוגן, זה לא הגיוני.

שתיים, כפי שציננתם יש חובת דיווח. לא הוסדר, לפחות עד היום האם האירוע הזה (פתיחת משא ומתן מוגן) הוא אירוע בר דיווח פירעון? כל עוד זה לא הוסדר בוודאי זה אירוע בר דיווח. אז כל מי שחשב שיש כאן סביבה סטרילית, שקטה, למשא ומתן כנראה יתבדה.

הנקודה השלישית והחשובה ביותר בהקשר הזה, צריך לשים לב שמי שקורא בצורה מפוכחת את החוק, גם את ההמלצות של הוועדה, לא יכול שלא להתרשם שהחוק פורסם על פי הסתכלות על אב טיפוס מאוד מסוים של נושים, תפיסה של הנושה הפיננסי ובעיקר בעיקר מחזיקי אג"ח. כלומר פחות חשבו על ספקים, נותני שירותים וכולי, שהסביבה שהחוק מטפל בה היא בעיקר של חברות כאלה. כפי שאמרתי בשעתו גם בוועדה, דווקא בעידן שהעברנו את חוק הריכוזיות ומקבלים פחות שכבות של חברות אחזקה, ההיגיון אומר שעיקר המימון העתידי יעשה יותר ברמת החברות

882, כשהמצפן הוא צמצום הנזק לנושים, כפי שאני מראה במאמר שתי החובות הללו ושני המצפנים הללו לא בהכרח סותרים אבל הם בוודאי לא חופפים, וכדי מבוכה לדירקטוריון בישראל. איך יוצאים מזה? החכם ישתדל לא להכניס את עצמו לשאלות שאנחנו אחרי זה צריכים להוציא משם את הדירקטורים.

ספי זינגר

אני אנסה לתת מבט מלמעלה על הוראות החוק ולהסתכל קצת על הפילוסופיה שעומדת מאחוריו. את ההסדרים שאנחנו מדברים עליהם כאן צריך לראות ולבחון גם כמקשה אחת. כלומר לא נכון יהיה להסתכל על ההסדר שנקבע ביחס לדירקטורים כהסדר נפרד, על ההסדר שנקבע ביחס למשא ומתן מוגן כהסדר נפרד, על ההגדרה שנקבעה למונח חדלות פירעון בנפרד או על המגבלות שנקבעו ביחס ליכולת של נושים עתידיים להגיש בקשה לפתיחה בהליכי חדלות פירעון בנפרד.

אמנם כל אחד מההסדרים הללו עומד בזכות עצמו ומגשים תכלית עצמאית אבל במסגרת החוק החדש הם נחקקו כמכלול ומייצרים מערך משולב של איזונים ובלמים בין השחקנים השונים בעולם חדלות הפירעון. זאת במיוחד בכל מה שקשור למערך התמריצים לפתיחה בהליכי חדלות פירעון. במובן זה אפשר לראות בכל ההסדרים הללו מהלך אחד גדול ומורכב שנעשה מכמה זוויות.

אחת משאלות הבסיס בדיני חדלות פירעון היא אם נכון להשאיר את ניהול החברה בידי החייב לאחר הפתיחה בהליכים בדומה למודל האמריקאי או שלא. יש כמובן יתרונות וחסרונות בכל שיטה ואין לה פיתרון בית ספר של נכון או לא נכון. בחוק הישראלי, הן בדין הקיים והן בחוק החדש, הוחלט להעביר את ניהול החברה מידי מנהלי החברה לידי נאמן עצמאי שימונה בידי בית משפט. להחלטה הזו מספר טעמים שלא אכנס אליהם כעת.

ההחלטה להעביר את ניהול החברה לידי נאמן עצמאי מעלה סט שלם של שאלות. אחת השאלות המרכזיות נוגעת להשלכה של הוצאת החברה מידי מנהליה המקוריים על מערך התמריצים של מנהלי החברה להכניס את החברה להליכי חדלות פירעון. נקודת המוצא היא שבעולם בו כאשר החברה פותחת בהליכים, בעלי השליטה בחברה ומנהליה החברה מאבדים השליטה ואת הניהול של החברה תהיה רתיעה מובנית ותמריץ שלישי לחברה ליזום פתיחה בהליכים. כתוצאה מכך עלול להיווצר מצב בו החברה תידחה את פתיחת ההליכים עד כמה שאפשר ותימנע מפתיחת הליכי חדלות פירעון גם כאשר הדבר נכון מבחינה כלכלית.

לכן, העמדה של משרד המשפטים הייתה שלא ניתן להסתפק "בכוחות השוק" כדי להבטיח כניסה במועד להליכי חדלות פירעון ויש צורך ביצירת מערך תמריצים "רך" במסגרת החקיקה לפתוח בהליכי חדלות פירעון במועד. חשוב גם להגיד שנקודת המוצא של משרד המשפטים הייתה שלפחות במצב הקיים הנטייה היא לפתוח בהליכים מאוחר מדי ולא מוקדם מדי. לכן מערך התמריצים נבנה

כך שיכוון את השחקנים שלא להשתהות יותר מדי ולפתוח בהליכי חדלות פירעון במועד.

במשקפים האלו יש להסתכל על ההסדרים בהם אנו עוסקים היום - הענקת מנפי לחץ לנושים למנוע השתהות שלא לצורך; אחריות דירקטורים שמחייבת את החברה שלא להתעלם ממצבה הכלכלי; משא ומתן מוגן המעניק "גזר" לחברה אם היא מזהה מוקדם את קשייה הכלכליים ויוצאת למשא ומתן עם נושיה כדי להסדיר זאת. במאמר המוסגר, במענה להערותו של פרופ' האן, זו הסיבה שנקבע כי תנאי למשא ומתן מוגן הוא שהחברה יכולה להצהיר שהיא יכולה לשלם את החובות שמועד פרעונם יגיע בתשעת החודשים הקרובים. ברור שמבחינת החברה יש יתרון בפתיחה במשא ומתן מוקדם גם שבועיים לפני שהיא לא יכולה לשלם או אפילו כאשר היא כבר במצב שאין ביכולתה לשלם חובות שכבר הגיע מועד פרעונם. אבל התכלית של המשא ומתן המוגן היה ליצור מערכת תמריצים וגזרים לחברה לזהות מוקדם את קשייה הכלכליים ולטפל בהם בזמן ללא שיהוי. לכן ברור שתנאי למתן הגזר הזה הוא כאשר החברה אכן פותחת במשא ומתן בשלבים מוקדמים של קשייה הכלכליים ולא ממתינה עד לרגע שבו היא כבר אינה יכולה לשלם חוב שמועד פרעונו כבר עבר.

את כל המהלכים האלה שעליהם מדברים פה צריך לראות גם בקונטקסט הזה ובאור הזה - איך מייצרים מערך תמריצים שמביא את החברה ואת כל השחקנים מסביב לה לנקודת כזו שמניעה פתיחה בזמן של הליכי חדלות פירעון בלי השתהות. בהקשר זה חשוב להדגיש כי הכוונה בפתיחה בזמן של הליכי חדלות פירעון איננה בהכרח הגשת בקשה לבית משפט למתן צו פתיחת הליכים. אפשר גם לנהל מו"מ להסדר חוב מחוץ לבית המשפט ואפשר גם לערוך הבראה פנימית "בתוך הבית" של החברה. הנקודה החשובה היא המודעות של החברה למצבה ונקיטת צעדים מתאימים. אלו הרציונלים של אחראיות הדירקטורים והגזר של החברה במשא ומתן מוקדם.

במקביל לכך נדרש היה גם איזון מהצד השני שנועד ליצור הגנה לחברה וגם לקדם וודאות בשוק. מתכליות אלו נובעת ההגבלה של נושים עתידיים לפתוח בהליכים אם מועד פרעונו של החוב עולה על שישה חודשים.

בהקשר הזה, לגבי הוודאות, אכן הצעת החוק המקורית הייתה יותר "חד משמעית" ומקדמת ודאות ממתכונתו הסופית של החוק. זה לא שיקף איזשהו שינוי עקרוני אלא תהליך טבעי שקורה במסגרת כל הליך חקיקה. בכנסת עולים שיקולים ואיזונים נוספים וכתוצאה מכך הרבה פעמים ניסוח החוק הופך להיות "רך" יותר או עם יותר חריגים. בסופו של דבר הוודאות היא לא מטרה אלא אמצעי. הרעיון היה לתת לשוק את הכלים לייצר חוקי משחק שיעניקו לו וודאות. ההגבלה על הנושים העתידיים נבעה מהמחשבה שהדין ביחס לנושים עתידיים רלוונטי כמעט אך ורק לנושים מתוחכמים. נושים מתוחכמים אלה יכולים לקבוע באופן חוזי קובננטים שיסדירו את

"מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות
פירעון"

מדי, החברות משקיעות פחות במו"פ, שיעור ההמצאות בחברות נמוך יותר, והחברות נוקטות פעולות סרק כדי להקטין את הסיכון אפילו שפעולות אלה מקטינות את ערך החברה. כל זאת כדי להימנע מפשיטת רגל. בסה"כ הייתם חושבים ככל שזכויות הנושים טובות יותר אז יהיה יותר אשראי לחברות במשק בגלל שהמלווים יהיו יותר מוכנים להלוות אולם קורה להיפך, דווקא כשזכויות הנושים חזקות יותר, חברות לוקחות פחות אשראי ובסה"כ רמת החוב של חברות במשק יורד. תחשבו על חוקי התנ"ך, נניח שהדירקטורים היו נמכרים לעבדות אם החברה לא מחזירה את החוב. הם עדיין היו לוקחים חוב אך בגלל הנזק הגדול עבורם מפשיטת רגל. הם היו נוקטים פעולות סרק יקרות כדי להימנע ממפשיטת רגל. הנזק בצמיחה הכלכלית קשה לכימות אבל הוא שם. ככל שאתם רוצים לחזק את זכויות הנושים אתם עלולים לפגוע יותר בצמיחה הכלכלית של המשק, וזה דבר חמור מאוד.

עכשיו אין בעיה עם זכויות הנושים פה כמו שאמיר אמר, מכיוון שזה מתומחר אבל יש אי וודאות לדירקטורים וזה מזיק לניהול החברה. בדלאור הפסיקה האחרונה מקטינה את אי הוודאות לגבי אחריות הדירקטורים. היתה פסיקה ב-1991 שהרחיבה את אחריות הדירקטורים בצורה שכוללת גם נאמנות לנושים כאשר החברה ב"איזור חדלות פירעון". לאחר מכן, בית המשפט בדלוור הפך את זה, כי ראו שאי אפשר לנהל חברות כאשר הדירקטורים אינם יודעים בדיוק את גבולות הנאמנות שלהם. בשתי פסיקות לאחר מכן נקבע שאין דבר כזה נאמנות לנושים מחוץ לפשיטת רגל ואין גם מושג של העמקה של חדלות פירעון שנגרמת מפעולה של החברה. מחוץ למצב של פשיטת רגל, נאמנות הדירקטורים היא לבעלי המניות בלבד, לא לנושים. גם אין דרישה מהדירקטורים לחזות מצב של חדלות פירעון כמה חודשים קדימה כמו שהחוק אומר בארץ. איך דירקטור יכול להתחייב שבעוד תשעה חודשים החברה תהיה בסדר ולא בחדלות פירעון? הדרישה לאחריות מורחבת של הדירקטורים קושרת את ידיהם ומקטינה את היכולת שלהם לנהל את החברה כמו שצריך. ההנחה היא שהדירקטורים יפעלו כדי להעביר הון מהנושים לבעלי המניות. אבל כאשר מציגים לדירקטורים הגונים דרישות כאלה, פוגעים בניהול תקין של החברה. אני חושב שאתם צריכים להבין שהגנה על זכויות הנושים נראית אולי טוב, אבל היא

כללי המשחק בין הנושים לחברה באופן מדויק וודאי יותר מאלה שיכול לקבוע המחוקק.

לגבי אחריות נושא משרה, אחת השאלות המרכזיות היא אם מדובר בחובה חדשה או בקונקרטיזציה של חובת הזהירות. הניסוח של החוק מורכב ומתייחס למתח שבין האחריות לחברה לבין האחריות לנושים. הוא מדבר על אחריות כלפי התאגיד לנזקים שנגרמו לנושי התאגיד. זאת הייתה החלטה מודעת לנסות ולהימנע מהשאלה כלפי מי מופנית חובת האחריות של הדירקטורים בתקופת אזור חדלות הפירעון - אם לחברה או לנושים ואולי לשניהם. המטרה הייתה להישאר בתוך המסגרות המקובלות של חובת הזהירות של הדירקטורים כלפי החברה, ובתוך המסגרות האלה למצוא את הדרך לחייב את הדירקטורים לחשוב גם על חדלות הפירעון וגם על ההיבטים של הנושים. מטבע הדברים מבנה מורכב כזה הוא לא לגמרי חד מבחינה אנליטית. הניסוח המורכב של החוק אותו הזכרתי משקף גם הוא את הקושי הזה. אבל בסופו של דבר המסגרת בה נמצא החוק היא כן בתוך חובת הזהירות ששומרת על המסגרת הכללית של חובות הדירקטורים לפעול לטובת החברה מבלי להעביר את חובות הזהירות כלפי הנושים. בתוך המסגרת הזו ההסדר עצמו אכן ייחודי בהיבטים מסויימים ומתאים את עצמו למצבה של החברה בסביבת חדלות הפירעון וגם לאינטרסים של הנושים בתקופה הזו.

יעקב עמיהוד

ערכתי מחקר בו השווייתי את ההשפעה של חוקי פשיטת רגל על התנהגות החברות בשלושים ושמונה מדינות בעולם. מאוד חבל שוויתרתם במשרד המשפטים על שינוי מהותי יותר בחוק, במיוחד בענין השליטה על התהליך. כאשר מסתכלים על שלושים ושמונה המדינות, הדבר הכי חשוב מכל המגבלות, מכל זכויות הנושים זה השליטה של החייב בתהליך, של מנהל החברה החייבת. אלו דברים שקשים לכימות, קל לכם לכמת את ההחזר לחייבים אבל כמו שאמיר אמר כל הדברים האלה הם מתומחרים ולנושים אין שום תפקיד, הם לגמרי פסיביים. איפה הבעיה? הבעיה היא של מקבלי החלטות בחברה. הממצאים מראים שכאשר זכויות הנושים חזקות

מגבילה את הפעילות הכלכלית במשק ואת הנכונות של חברות לצמוח תוך נטילת סיכונים, וצריכים לתקן את זה.

גיא גיסין

אני חושב שצריך לדעת להתייחס למציאות בישראל בצורה פרקטית ולא לחלום על תופעות ועקרונות שמתאימים למה שקורה בארצות הברית. העולם פה הוא קצת שונה. אנחנו עוסקים ובעיקר בחברות ציבוריות בכסף מוסדי ובכסף ציבורי. אני רוצה רגע להסביר, המבנה של הדירקטוריון, המבנה של השליטה בחברות, האינטרס של בעל השליטה בחברות בישראל - אי אפשר להתעלם ממנו. זה לא מוזכר פה במילה אחת בכל הדין. מה הוא בעל השליטה ומה תפקידו בתוך התהליך הזה. וקיימים בעלי שליטה בעלי אחזקות משמעותיות כאן בישראל בשונה מהמקובל בארה"ב. בסופו של דבר הדירקטורים ממונים על ידי בעל השליטה ובסופו של דבר הדירקטורים, לפחות בעבר זה היה נהוג ככה, ימונו על ידם לתפקידים גם בחברות הבאות ובתהליכים הבאים. יכול להיות שבעוד עשר שנים נגלה שהמצב השתנה והגיע הזמן ולתת יותר הגנות לדירקטורים כדי לאפשר להם לפעול יותר, כי השוק השתכלל. השוק כאן לפני עשר שנים היה מאוד לא משוכלל במובן הזה שדירקטורים מונו, המשיכו את תפקידם וראו את עתידם תלוי בעיניו היפות של בעל השליטה ורצונו. לכן בעיני סעיף 882 לפחות כרגע, קודם כל מגשים את מה שאני טענתי בבית משפט הרבה פעמים קודם עוד לפני שחוקק. אני חושב שיש נקודה שבה הדירקטורים צריכים להסתכל רק בעיניים של הנושים, הנקודה הזאת קשה להבחין בה ולזהות אותה. המבחן הקשה הוא להגדיר מה זה חדלות פירעון? מה זה סביבת חדלות פירעון? זאת הבעיה בעצם, זה מה שחסר בחוק - להגיד מתי הנקודה הזאת מתרחשת. באותה נקודה, האחריות של הדירקטורים צריכה להיות כלפי הנושים ולא עוד כלפי בעלי המניות. ברגע שזה כך, הם צריכים לראות שהם לא מגדילים את חדלות הפירעון. אם יש בסעיף 882 תוספת והבהרה שהיא מאוד חשובה בעיניי, היא הכמות האדירה של זמן שמבזבז בבתי משפט על דיונים בשאלה על מתן פטור ושיפוי וכן הלאה. התוספת שבסעיף אומרת שבנושא הגדלת חדלות הפירעון של החברה - אין יותר פטור ואין יותר שיפוי כי החברה חדלת פירעון. אנחנו צריכים לראות האם הדירקטוריון פעל להקטין את חדלות הפירעון. הבעיה שעליה יש להתווכח זה לפי לדעתי לא על הוראות סעיף 882 שקובעות למעשה את מה שנקבע בפסיקה כבר בעבר, אלא על ההגדרה מה היא אותה נקודה ארכימדית בה החברה עוברת לסביבת חדלות פירעון והסיכון של הנושים הוא שצריך לעמוד מול עיני הדירקטורים. כנראה שאין דרך לקבוע את זה בחוק. זה יוגדר רק מכח פסיקה.

אסף חמדני

אני רוצה להתחבר לנקודה אחת: החיבור בין עולם האג"ח לעולם הנושים. אני רואה קושי במצב שבו בונים כללי חדלות פירעון המבוססים על עולם האג"ח ואז מיישמים אותם באופן רחבי. בכשלים בשוק האג"ח היה צריך לטפל באמצעות תיקונים בשוק האג"ח. השוק של נושים פיננסיים אחרים - בנקים או הלוואות של שחקנים אחרים - הוא אחר. הניסיון לקחת תבנית אחת וליישם אותה על כל שוק האשראי העסקי בדגש על חברות תפעוליות, באמת מחדד את הקשיים שיעקוב העלה. לא דין חברת החזקות שכל האשראי משמש אותה כדי להחזיק מניות כדין חברה כמו "בטר פלייס", ששם הסעיף של אחריות נושים בחוק החדש יביא לזה שכל הדירקטורים שם אחראיים מיום הקמת החברה.

יעל אנדורן

חשוב להבין כי הוועדה סיימה את עבודתה והגישה את המסקנות לפני ארבע וחצי שנים, מאז הייתה אבולוציה של שוק האשראי. לצערי הליכי החקיקה ותהליכי קבלת ההחלטות הם כל כך ארוכים שעד שאנחנו מטפלים בבעיה של אתמול, עומדת בפנינו הבעיה של מחר. הוועדה עסקה רק בחוב הפיננסי של חברות, ובהקשר של הסדרי חוב מול גופי אשראי בנקאיים וחוץ בנקאיים. המנדט שלה לא היה לדבר על כל הנושא חדלות פירעון. הוועדה הורכבה במרבית מרגולטורים ואנשי מקצוע, כלכלנים ולא ממשפטנים, למעט המשנה ליועץ המשפטי לממשלה. חשוב להדגיש, כשבאים לקבוע כללי משחק, וכשרוצים לייצר וודאות יותר גדולה בשוק באשר הוא, הנטייה להביא דוגמאות פרטניות שבהן ההסדרה הכללית לא עובדת היא שגויה. ברור שתמיד יהיו מקרי קצה שאם ניקח אותם כמקרי מבחן, ניתן יהיה לראות שהכללים אינם רלבנטיים עבורם. כוונת הוועדה היתה לייצר וודאות רבה יותר ולתת כלים לתמוך את החוב. ואני חושבת שבדין יש התממות לגבי המצב ששרר בשוק החוב, בוודאי עד לפני חמש שנים, לגבי המאזן בין בעלי המניות בחברות ובעלי האג"ח. זה בעבר אגב נטען ע"י הבנקים שבעלי האג"ח לא יודעים להתנהל בהסדרי חוב, וראינו שהמציאות הזו מאוד השתנתה. בנוסף, ראינו שינוי מהותי במבנה השליטה בחברות בישראל, ולהערכתי מגמה זו תמשך גם השנים הבאות. בעבודות אמפיריות שהוצגו בפני הוועדה, נמצא שיש אינטרס לבעל השליטה לדחות ככל שניתן את תהליך הכניסה וזה הביא לפגיעה מהותית בערך החברה. ערב הכניסה להסדר נלקחו סיכונים ע"י בעלי השליטה, שמי שנשא בסיכונים האלה כאשר הם התממשו היו בעלי האג"ח. אני מדגישה שאנחנו בהמלצות הוועדה לא התייחסנו כלל לאחריות דירקטורים, זה משהו שעלה בהמשך הדרך לאחר הגשת המסקנות

החוב, האם כל קובננט עדיין רלוונטי? חשבונאות משתנה כל הזמן.

אסף חמדני

השוק של אג"ח עבר שינוי חקיקה מאוד דרמטי בישראל. כיום לפי חוק ניירות ערך יש בפועל תניה חובה בכל אג"ח שהונפקה מ-1102, שקיימת גם היא לא כתובה בשטר הנאמנות, שאומרת שאם יש הרעה מהותית במצב החברה המנפיקה, וחשש לפירעון החוב, יש יכולת להעמיד לפירעון מידי. לכן הדיון מעכשיו צריך להניח זאת כשנדבר על האג"ח, אפשר להתווכח אם זה טוב או לא טוב.

אמיר ברנע

תשעה חודשים לא רלוונטי?

אסף חמדני

לאג"ח לא.

רון הדסי

אני רוצה להבהיר את המימד המעשי של חברות בקשיים או חברות בתחום האפור. בשנים אחרונות יוצא לי לכהן כדירקטור ויו"ר בהרבה מהם ואני רוצה לחדד את הבעיה של התשעה חודשים ואת המשמעויות שלה לגבי הדוחות הכספיים שעומדים להתפרסם בתקופה הקרובה. אם מישהו מסביב לשולחן הזה חושב שאיזשהו דירקטור ייקח אחריות ויעשה הבחנה, יושבים כאן כמה משרדי רואי חשבון מכובדים שמבקרים אותנו או יידע לבצע את החיתוך בין תשעה חודשים ליותר מתשעה חודשים, הוא טועה טעות חמורה. אנחנו חיים בעולם של שנתיים ואנחנו נמשיך להיות בעולם של שנתיים כי ככה חינו אותנו אחורה. וזה לא משנה בכלל מה יהיה כרוך בחוק, גם לא מה שיתעורר פה לגבי אחריות הדירקטורים. לא יכול להיות מצב שמישהו יעביר את השרביט למישהו, ואני מדבר עוד פעם על חברות, לא על חברות רגילות שאמיר אומר ממונפות.

יעקב עמיהוד

לא הבנתי למה אמרת שאת רוצה לאזן? למה את לא נותנת לבעלי החוב לדאוג לעצמם?

יעל אנדרון

הסיבה שאני רוצה לאזן, היות וממה שאנחנו מצאנו בעת עבודת הוועדה (אני חושבת שהמצב השתנה וגם עתיד עוד להשתנות) שמאזן הכוח לא נטה תמיד לטובת בעלי החוב. כמוכן שיש להמתין ולראות מה יקרה ואיך החוק ייושם. אני מסכימה לגמרי עם ספי, הוועדה גיבשה מסקנות, שחלקן עבר שינוי ע"י משרד המשפטים, חלקן שונה ע"י הכנסת, ולבסוף נכנסו סעיפים שלא היו חלק מהמסקנות המקוריות.

אני רק רוצה להתייחס לנקודה אחת לגבי החוב הארוך והחוב הקצר. החוק הנוכחי מגדיר שחוב ארוך הוא יותר מסוכן מחוב קצר, ואין מה להלך אימה שעכשיו הפרמיה על החוב הארוך תשקף זאת. הרי כל התכלית היא שמי שמלווה ידע לתמחר את הסיכונים ושיהיה לו יותר כלים לתמחר את החוב.. ולכן אם בעל החוב יידע שהחוב הארוך הוא ברמת סיכון גבוהה יותר הוא יידע לתמחר זאת בהתאמה. עליית פרמיית סיכון היא נדרשת כאשר החוב הוא באמת חוב יותר מסוכן.

אמיר ברנע

אם לחוב הארוך פרמיית סיכון גבוהה יותר שנובעת מהאפשרות שהחוב הקצר ייבש את החברה, ועילת הפנייה בנושא חדלות פירעון, היא מעל תשעה חודשים נניח, אז יצטרכו לחפש דרכים של איך להקטין את הסיכון שמוטל על חוב ארוך. אז החוב יכול קובננטים שיאפשרו לבעל החוב הארוך לדרוש חדלות פירעון למרות שהחוב לא הגיע לפרעונו, אלא דרך הפרת קובננטים. איך תתבצע האינטרפרטציה, לטעמי בית המשפט? עם כל הכבוד לבית המשפט הכלכלי, האם יש לו את הכלים להתייחס לקובננטים ולבחון האם הם עדיין רלוונטיים? הזמן שעבר מאז כתיבת חוזה

אני מדבר על חברות שמתמודדות עם שאלה של כן הערת עסק חי, כן הפניית תשומת לב, אי הפניית תשומת לב או בסביבה של נקרא לזה סביבה רגישה של שכירות בפרמיית סיכון גבוהה. במצבים האלה אין לי בכלל ספק שבלי קשר לפסיקת החוק, הדירקטוריונים והרואי חשבון שמבקרים אותם, יפעילו שמרנות וייצמדו לגישה הקודמת של השנתיים קדימה כי כל התנהלות אחרת, בוודאי במצב שקיים היום, היא לא תהיה אחראית והיא תטיל על דירקטוריון אחריות בלתי אפשרית.

אברמי וול

אני רוצה רגע להתייחס לנקודה של אחריות דירקטורים. אני מתחבר מאוד לדברים של פרופסור עמיהוד ואני אזכיר לכולם איפה היינו לפני כמה שנים עם ה-RJB שזה עולם אחר אבל מאוד דומה. גם שם בהתחלה אמרו שדירקטור כמה שתכה אותו יותר חזק, ככה הוא יעבוד יותר קשה ואם הוא יפחד ותטיל עליו הרבה אחריות התפקוד שלו יהיה הרבה יותר טוב. היום כולנו שינינו את זה לגמרי ויש קונצנזוס אני חושב גם בשפיטה וגם באקדמיה שדווקא האינטרס של כל בעלי האינטרסים הוא שהדירקטורים לא יעבדו בסביבה של לחץ, אלא בסביבה בה יש להם תמריצים אחרים. ובאמת זה אותו דבר בחוק חדלות הפירעון, חושבים שאם אנחנו נפחיד את הדירקטורים עוד קצת אז הבעיות שלנו יפתרו. הדירקטורים מפוחדים כבר היום, הם מבינים שהם הולכים להיתבע, הם מתנהגים בהתנהגות מתגוננת, אין צורך להמשיך את זה יותר. גם המחשבה שהמלווים, המוסדיים ואחרים הם תינוקות שנשבו ומישהו צריך לייצר להם סביבה פטרנליסטית, היא הייתה נכונה, אני לא אומר שלא, בעבר הרחוק. ב-9002 הסיטואציה תפסה אותם לא מוכנים, חלק לא הבינו מה קורה אם אתה מלווה לאימא, לסבתא או לנכדה שיושבים כולם באותו נכס בסיס. אבל זה מזמן מאחרינו, עברנו למצב הרבה יותר משוכלל. עכשיו בפרק של אחריות הדירקטורים, זה נאמר בכמה פורומים שחלקיני ישבנו בהם, אני חושב שיש קונצנזוס שנפלה תקלה. כי כשהפרק הזה נחקק במקור חדלות פירעון הייתה תזרימית בלבד ויכולת לצפות מדירקטור איכשהו לבוא ולדעת אם מחר בבוקר יש לו כסף לשלם או אין לו כסף לשלם. כשחדלות פירעון היא גם עניין של שווי, איזה דירקטור ייקח על עצמו את האחריות בסיטואציות האלה? החוק שבא לברך, נמצא מקלל כי אחת המטרות המוצהרות של החוק הזה הייתה לעודד תהליכים של הבראה ובפועל בכל סיטואציה משברית קיימים תמריצים ללכת לפרוק. יצא לי לא מזמן ללוות דירקטוריון באירוע מאוד משברי, שאני לא אגיד את שמו אבל כולכם מכירים אותו ולראות כמה זה קשה להחזיק לדירקטורים את היד, ולהגיד חבר'ה בוא ניתן לזה עוד מאמץ, כי בסוף אפשר להציל את העסק. ברגע שהחוק ייכנס לתוקף, דירקטור רציונאלי לא יהיה במקומות האלה.

אתה נמצא לפי הגדרה במצב שאתה לוקח החלטה קשה והיא תבחן בחוכמה שלאחר מעשה. אם אתה דירקטור בסיטואציה הזאת, אין לך מה להרוויח אבל יש לך מה להפסיד. למה לך לקחת את הסיכון ובדיעבד יתברר שזאת היה טעות ויתברר שההנחה שלך שהחברה יכולה לעמוד בהתחייבויותיה היא לא נכונה וששווי הנכסים עולה על ההתחייבויות?.

דוד האן

אני מצטרף לחלוטין ליעקב. אבל כנגד מה שיעקב אמר אז הוזכר כאן גם על ידי גיא (גיסין) וגם ידי יעל (אנדורן) שאנחנו סביבה שונה, וישראל היא סביבה שונה. אצלנו יש בעלי שליטה אימתניים וריכוזיים ולכן להשאיר להנהלה לנהל את החברה גם כשהחברה בקשיים וכולי זה מסוכן מדי. אבל השתנינו מאז מאוד, צריך להסתכל על המציאות בעיניים. קודם כל רק בהערה במאמר מוסגר גם בארצות הברית ובארצות אחרות שהנהיגו את העניין של החברה שמתנהלת על ידי התנהלה גם בתוך הליכי חדלות פירעון בתוך בית משפט, זה לא רק בחברות ציבוריות. זה חל גם בחברות פרטיות עם בעלי שליטה וכל מה שאתם רוצים. כך שלהגיד שאנחנו שונים, קודם כל לא מדויק. גם בישראל, אני פשוט מסתכל על המציאות בשוק, אני מסתכל על חברות גדולות ציבוריות, אג"חיות, עם בעלי שליטה ריכוזיים, מיתולוגיים - הכול יכולים. ברגע שנכנסו לקשיים אני לא זוכר שברביע כחול בעל השליטה שהיה שם והיה בעל שליטה חזק, לא זוכר שנשארו שם בסוף. מישהו אחר רכש את השליטה. אני לא זוכר שבאפריקה ישראל, לב לבייב האימתני, הוא לא נשאר שם בעל שליטה נכון? כך שלבוא ולהגיד שההנהלה כל מה שהיא חושבת עליו זה רק בעל השליטה זה לא נכון. קודם כל השוק אומר לי שזה לא מדויק וקל וחומר לו היו נותנים להם להתנהל כך בתוך ההליך. האומנם יש סיכון שההנהלה תרקוד לפי החליל של בעל שליטה? דווקא בתוך הליך, הליך רשמי שמווסת על ידי בית המשפט, היכולת של ההנהלה להתעלם מאינטרסים של נושים ולא לדבר עם הנושים הוא מוגבל יותר מאשר מחוץ להליך. דווקא לו היינו ממליצים להיות בתוך ההליך ושההנהלה תפעל שם, תחת בית משפט, זה היה יכול לעבוד יותר טוב.

ספי (זינגר) בעצם דיבר על הפילוסופיה של החקיקה, זה נותן את המצפן לכל ואני חושב שחשוב מאוד לחדד פילוסופיה של חקיקה. אבל אני חושב שהפילוסופיה היא לא מדויקת. אם התכלית וחזות כל ההסדרים השלובים בחקיקה זה לייצר עיתוי מוקדם ככל האפשר להיכנס להליכים - פספסת. העיתוי הוא אף פעם לא תכלית בפני עצמו, העיתוי הוא אמצעי והתכלית היא לשמור על ערך החברה ובסופו של דבר הערך של כל הנושים בה. אם כל חזות החקיקה זה לייצר עיתוי מוקדם ככל האפשר לכניסה להליכים - אז אוקיי הגעת בעיתוי מוקדם, אבל מה אתה עושה בפנים? יש לך כלים מספיק רציונאליים ומספיק אפקטיביים מבחינת תמריצים לייצר הסכמות,

"מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות
פירעון"

ענת פילצר סומך

אני רוצה להתייחס לנושא אחריות הדירקטורים בחוק החדש. אני שומעת כאן גם את דוד וגם את ספי שהיו מאדריכלי החוק בכובעים הקודמים שלהם. מצד אחד אני ממש שמחה ומצד שני ממש עצובה. שמחה - כי סוף סוף אחרי חודשים ארוכים של ויכוחים סוערים בינו בוועדת חוקה, שבהם דוד היה הכונס הרשמי, ספי האחראי על החוק מטעם משרד המשפטים ואני עוה"ד של איגוד החברות הציבוריות - היום סוף סוף דוד, ספי ואני מדברים בקול אחד. ועצובה - כי לו הייתם מדברים כך ומקבלים את עמדותי עוד בוועדה, כשרבנו את הקרבות המרים על סעיף אחריות הדירקטורים, אז סביר להניח שהסעיף היה נראה אחרת. הבעיה היא שהיום זה כבר מאוחר מדי להגיד שטעיתם, כי החוק פורסם ברשימות.

ספי זינגר

אפשר לתקן כל דבר.

ענת פילצר סומך

אז אני אשמח שנעשה יד אחת ונתקן את מה שאנחנו באיגוד החברות טענו מלכתחילה בוועדת החוקה שהוא טעות. סעיף אחריות הדירקטורים בחוק חדלות פירעון הוא סעיף רע, שמשכתב שלא לצורך את חוק החברות, גם לעניין חובת הזהירות, גם לעניין חובת האמונים וגם לעניין זהות הנמענים של החובות. בסופו של יום טובת החברה, שהיא ערך עליון בחוק החברות, בעצם נפגעת בחוק חדלות פירעון ונסוגה מפני אינטרסים אחרים. היום כשאני יושבת בדירקטוריון אני מאוד חוששת, כי יש לי נמענים שונים לחובות שלי: מצד אחד טובת החברה ומצד שני טובת הנושים.

בשורה התחתונה, נוצרת סתירה חזיתית ואינהרנטית במצבים של חדלות פירעון. מצד אחד יש חובת זהירות וחובת אמונים שכלולות בחוק החברות, ומהצד השני החובה שכלולה בחוק חדלות פירעון שהיא אחרת לגמרי, עם מיקוד שונה לגמרי, ובניגוד מוחלט לתכלית של חוק חדלות פירעון עצמו. למה? כי החובה החדשה הזו

ולהגיע לדיל? כי אם את זה לא השגת ולא פיתחת בחקיקה, אז לא עשית ולא כלום.

אסף חמדני

עולם האג"ח השתנה דרמטית לאחר המשבר, ובייחוד מאז ועדת חודק שהביאה להכללת קובננטים באג"ח. הסעיף לא נכתב עבור נושים פיננסיים אלא עבור נושים מסחריים (srotidrec edart). ההנחה היא שלנושים הפיננסיים היום יש קובננטים. בבנקים תמיד היו קובננטים, באג"ח יש את הפרקטיקה בעקבות וועדת חודק ויש את חוק ניירות ערך. לכן, לנושה פיננסי תהיה יכולת להעמיד חוב לפירעון מיידי ובכך להפוך מנושה עתידי לנושה עכשווי. הסדר המשא ומתן מוגן בחוק הוא רק מס שפתיים לוועדת אנדורן. ההסדר נותן סעד שלא קיים בשום מדינה בעולם. הוא לא אומר שתהיה הקפאת הליכים, אלא שלנושה אסור להעמיד חוב לפירעון מיידי. אני לא מכיר מדינה בעולם שאומרת קיים חוזה שמאפשר להעמיד חוב לפירעון מיידי, אבל ללא צו בית משפט, רק באישור הדירקטוריון של החברה, הנושה שניהל מו"מ על תנאי הסכם האשראי, לרבות הקובננטים, לא יכול להעמיד את החוב לפירעון מיידי. לכן הסעיף הזה הוא ניסוי שלא בטוח שיצליח.

ההנחה כאן היא שמשא ומתן מוגן נועד להביא ל-retpahc 11 ישראלי, אבל כל הסדרי חוב כמעט עד עניין BDI בוצעו מבלי שמונה לחברה בעל תפקיד ובפיקוח בית המשפט. יש לנו מסלול שדומה למשטר האמריקאי עוד לפני החוק בישראל שהוא סעיף 053. המציאות מלמדת שכל עוד הבנקים לא עוצרים לחברות את המימון, הן יכולות לעשות הסדר חוב בפיקוח בית משפט בלי שידיחו את הנהלת החברה.

זה מחזיר אותנו לשאלה האם צריך סעדים מיוחדים כדי לאפשר לחברה לנהל מו"מ להבראה. אני חושב שלא ניתן לעשות את הדיון הזה בלי להבחין בין אג"ח לבין נושים פיננסיים של חוב לא סחיר (שהיום לא כוללים רק בנקים) בלי להבין שלכל סוג של נושים יש כלים שונים. יש פרק אחת עשרה היום בישראל, באופן חלקי, וזה סעיף 053.

של הדירקטור מעודדת תהליך של כניסה מוקדמת מדי לחדלות פירעון, מתוך הפחד והחשש של הדירקטור, שמא מישהו אחר כך יראה בו נמען לתובענות ייצוגיות או נגזרות כי הוא לא עשה את זה מספיק בזמן. וזו סתירה בסיסית לכל תהליך השיקום שניסו לעודד במסגרת החוק הזה. אז היום בדיעבד כולם מבינים את מה שאנחנו הבנו כבר בוועדה, ומוכנים לשנות את נוסח הסעיף, אבל במציאות הפוליטית הנוכחית, יהיה בלתי אפשרי לשנות אותה. אף מחוקק שהוא גם פוליטיקאי לא יאפשר לקחת דירקטורים ולהפחית מהאחריות שלהם, משום שאלקטוראלית זו תהיה בעיה. כך שכל הנראה זאת תהיה בכייה לדורות.

אתה זוכר ספי, שאז ניהלנו שעות של דיונים בוועדה לגבי חובת הזהירות? וכל הזמן אמרת לי "אל תדאגי מהסעיף החדש, זו בסה"כ קונקרטיזציה של חובת הזהירות ונותן לך נמל מבטחים" ואני אמרתי לך עזוב אותי מנמלי מבטחים, תשאיר אותי עם חובת הזהירות הכללית שבחוק החברות. מזל שבסוף הצלחתי לפחות לשכנע אותך לאפשר לבטח את החובה החדשה בפוליסת נושאי משרה, כי אם היינו נשארים עם הנוסח המקורי, אז היינו נשארים גם עם איסור של הביטוח.

אני מאוד פסימית לגבי היכולת, בתמונה הפוליטית של היום, להעביר שינוי לסעיף הזה פחות משנה אחרי שהוא אושר. צריך להכיר במציאות העגומה, וללמד את הדירקטוריונים להתמודד עם הדבר הזה. זו אולי שעתם היפה של היועצים החיצוניים לעניין חדלות פירעון, כי אחד מסעיפי ה-robah efas הוא קבלת סיוע מגורמים המתמחים בשיקום תאגידים. זו אולי האוכלוסייה היחידה שתרוויח מהסעיף, כי זה מאפשר לדירקטור לומר שהוא פעל כדין. בעיני אין ספק שהחוק מייצר חוסר וודאות במקום וודאות שצריך היה לשאוף אליה. היכולת לזגזג בין המבחן התזרימי למבחן המאזני ולמפות את התאגיד על המפה הזאת, בעייתית מאוד. להערכתי כמעט כל חברה במדינת ישראל יכולה לעמוד בכל רגע נתון באחד משני המבחנים הללו, אם מפרשים אותם בגמישות. לכן בשורה התחתונה כמעט כל החברות בשוק עלולות להיות מוגדרות כחדלות פירעון, למרות שהן כמובן יכולות היו לתפקד עד אחרית הימים בצורה מיטבית, אם המבחנים לחדלות פרעון היו קצת פחות עמומים וקצת יותר צרים.

עוד שכתוב לא לגיטימי של חוק החברות שנעשה בחוק חדלות פרעון, הוא האיסור לאשר פטור מחובת הזהירות החדשה. ולכן היום אני לא יכולה, לא לשפות, ולא לפטור מחובת הזהירות הספציפית שבחוק החדש. מדובר בבעיה גדולה שלצערי כבר לא נצליח לשנות אותה, למרות שגם עליה התרענו בזמן אמת בוועדה. לא תהיה ברירה וצריך ללמד את הדירקטוריונים לחיות אתה.

מיכל אלבז

חובת הזהירות שקבועה בחוק חדלות פירעון, נתפסה בעינינו

כקונקרטיזציה של חובת הזהירות הכללית בחוק החברות. אבל גם אם לא חושבים עליה ככזאת היא מגיעה עם הגנות לנושאי המשרה כדי להכווין התנהגות להתנהלות אחראית בשלב של חדלות הפירעון. בניגוד אולי לחובה לפי חוק החברות, מדובר רק בחברה שנמצאת כבר בחדלות פירעון ולא באזור הדמדומים, שניסו להימנע ממנו וכך אפשר להיות רגועים יותר. בנוגע למבחן חדלות הפירעון, לאורך כל הדרך, גם בהצעת החוק וגם לפני שנכנס המבחן המאזני, היה מבחן תזרימי, שהוא לא מבחן של חוסר יכולת לפרוע את החובות עכשיו, אלא מבחן שניתן לפרש אותו גם במובן העתידי. לכן אני לא רואה מה הדרמה של שינוי המבחן ותוספת של המבחן המאזני בהקשר הזה, אני לא חושבת שזה אמור להפחיד או יצר תקלה.

אמיר ברנע

מיכל סליחה, הייתה פה ביקורת לגבי הנושא הזה, המטרה שניסחתם של הקדמת הפתיחה בהליכים. מרמזת שלפנות מוקדם לבית משפט זה דבר חיובי, ולפנות מאוחר לבית משפט, או אחר כך לבית משפט, זה דבר שלילי.

ספי זינגר

זה לא לפנות מוקדם זה לטפל בזמן.

ענת פילצר סומך

אבל זו נבואה שמגשימה את עצמה.

מיכל אלבז

יכול להיות שזה מה שעלה, אבל גם מניסוח של החובה הזאת לא עולה שחובה בהכרח לפתוח בהליכי חדלות פירעון מוקדם, העניין הוא להעריך את המצב, להיות כל הזמן מודעים למצב של החברה ולטפל לפי הנסיבות.

אמיר ברנע

אז את מבינה את ההשלכות של פנייה לבית משפט, לא במסגרת הליך מוקדם. זה הכול כמובן אינפורמציה פומבית שמוכרת לכולם והיא בעלת השפעה רוחבית משמעותית על הפירמה.

ענת פילצר סומך

במדינת ישראל גם משא ומתן מוגן הוא בפועל פומבי.

"מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות
פירעון"

דורשת לקבוע מתי נעשה השיפטינג, כלומר האם העברת חובת הזהירות מבעלי המניות לנושים נעשית בסביבת חדלות הפירעון או לא. בגלל שמדובר בשאלה מאוד מורכבת, וגם בגלל שבעולם היא שנויה במחלוקת, בחרנו לדבר על חובת הזהירות כאשר החברה כבר נמצאת בחדלות פירעון. אפשר להסתכל על ניסוח החובה בחוק-ידע הדירקטור שהתאגיד נמצא בחדלות פירעון, ולא נקט אמצעים לצמצום ההיקף של חדלות הפירעון. החובה לא מדברת על מניעת הכניסה למצב של חדלות פירעון, אלא כיצד לנהוג כשהחברה חדלות פירעון. זה המיקוד שבחרנו לעשות.

ענת פילצר סומך

ההגדרה היא כל כך רחבה כך שגם חברה סולבנטית לגמרי יכולה להיכלל בגבולותיה.

אמיר ברנע

אין ויכוח שהמבחן המאזני לחדלות פירעון זה מבחן של הערכות שווי, לא מדובר על כללים חשבונאיים. כלומר, מגישים לבית משפט הערכות שווי, שמטרתן להראות VAN שלילי וששווי הנכסים של החברה נמוך משווי ההתחייבויות שלה. כלומר בית משפט צריך להעריך ולהתייחס לחוות הדעת האלו. מה הניסיון שלך מלמד, האם בית משפט מסוגל לעשות את זה? הוא ממנה מומחה משל עצמו?

מיכל אלבז

קודם כל אתה צודק, הצעת החוק הרי רצתה להימנע מהשאלה הזאת, או לפחות להימנע מהדיון בה בבית המשפט, ולכן היה ניסיון להעביר את המבחן המאזני באמת לשלב החוזי, על ידי קביעת תניות שמאפשרות במצבים מסוימים העמדת החוב לפירעון מידי כדי שהמלווים והחברה יוכלו לסכם ביניהם או להגיע למו"מ לגבי הנקודה שבה ראוי לפנות לבית המשפט. יש לזה קשר הדוק לשאלה של נושה עתידי.

מיכל אלבז

הודעה על פתיחה במו"מ מוגן אינה מוגשת לבית המשפט, אלא לנושה. גם בהנחה שההודעה פומבית, היא כוללת אישור שהחברה יכולה לפרוע את החובות 9 חודשים קדימה, דבר שיכול לאזן את החששות של הנושים.

נחמה ברין

לא הבנתי את ההבחנה שלך בין חדלות פירעון לבין מה שאנחנו קוראים "סביבת חדלות פירעון". מלשון ההגנות והחובות של החוק החדש אפשר אולי להבין שהדירקטור חייב לפעול כבר בסביבת חדלות הפירעון ולא בחדלות הפירעון. השאלות שהוזכרו קודם, של חובת הדירקטור בסביבת חדלות פירעון להבדיל מחדלות פירעון, הן שאלות מאוד כבדות-משקל. אנחנו יודעים שדירקטורים במצבים כאלה מתחילים לקבל מכתבים, הן מבעלי המניות והן מהנושים, שהם מכתבים מאיימים משני הכיוונים. שאלת סביבת חדלות הפירעון ממש לא נפתרת בחוק, נהפוך הוא - כל מה שנאמר כאן על אי וודאות נעשה הרבה יותר חריף. האמריקאים בדלאור אכן פתרו זאת וקבעו שבסביבת חדלות פירעון אין חובה של הדירקטורים כלפי הנושים, ואילו אצלנו הסוגיה הזו היא בסימן שאלה גדול. הכול נבחן בדיעבד, אנחנו נחכה שנים להחלטות של בית המשפט הכלכלי, ועד אז לא נדע איך על הדירקטורים לנהוג. זה נכון שזה יעודד אותם לבדוק, זה יעודד אותם להיות עם אצבע על הדופק, אבל לצורך קבלת החלטה יהיה צורך ביועצים מאוד אמיצים שיסימו לתת חוות דעת.

מיכל אלבז

אני מסכימה שהנושא של סביבת חדלות הפירעון הטריד אותנו מאוד, ועלתה שאלה, בזמן שחשבנו על חובת הזהירות הזו, האם להטיל את החובה עוד קודם, כאשר החברה נמצאת בסביבת חדלות הפירעון. קונקרטיזציה של חובת הזהירות בשלב זה באמת

נניח אני נושה ארוך אין מניעה שאני אפנה לבית משפט בנושא VAN שלילי בכל נקודת זמן.

מיכל אלבז

לא הייתה מטרה כמובן לפגוע בנושים עתידיים. המטרה הייתה לאפשר להם לקבוע את הנקודה המדויקת שבה צריך לפתוח הליכי חדלות פירעון בבית המשפט בעזרת הנתונים שבידם, לפי ההיכרות שלהם עם החברה והשוק. מטרה נוספת שהמעבר למבחן תזרימי נועדה להשיג היא לא להעמיד את החברה במצב שיש נגדה בקשה תלויה ועומדת לחדלות פירעון, היא נמצאת בבית משפט, ואז מתחילים בהערכות שווי ובדיונים האם החברה חדלת פירעון או לא, כאשר לא ברור לחברה מה מצבה המשפטית - מה מותר לחברה, מה אסור לה.

נדב שטיינברג

מבחינת העיתוי, זה נושא שעלה פה הרבה, אני חושב שגם המצב לפני החוק החדש היה מאוד בעייתי, כפי שעלה מדוח וועדת אנדורן. בדיקה שביצעתי בזמנו ושפורסמה כנספח לדו"ח הוועדה, הראתה שכמה רבעונים לפני הכניסה להסדר חוב חברות כבר נמצאות במצב גרוע מכל בחינה אפשרית - אם מסתכלים על הנתונים החשבונאיים, על השוק, ובעצם על כל מדד. אפשר להבחין בין חברות שבמצב הזה לחברות במצב נורמלי, סביר, של עסק חי והתנהלות תקינה. זה לא העיתי כשלעצמו, כפי שדובר כאן, אלא העובדה שהסיטואציה הזו בעצם נותנת תמריץ מאוד חזק להנהלה ובפרט כשמדובר בבעל שליטה, לקחת סיכונים מוגזמים כדי לעלות מקרקעית האוקיינוס למעל פני המים, וזה החשש הגדול. השאלה היא עד כמה לדירקטורים יש תמריץ ויכולת להתמודד עם זה. יכול להיות שהחוק החדש לוקח דברים לכיוון השני, אבל הייתה פה בעיה אמיתית מבחינת העיתוי וצריך להבין את זה.

צורי לביא

אני חושב שהחוק נבנה על בסיס הלקחים של האירועים שהתרחשו בתקופה שקדמה לחוק, כשהבעיות היו בעיקר בחברות אחזקה. התוצאה היא שחוק שאמור למעשה לטפל בעיקר בחברות תפעוליות, קצת זז מנקודת האיזון והמיקוד של והוא דווקא על חברות אחזקה על המאפיינים הייחודיים שלהן. בהקשר זה אני רוצה להתייחס לאמירות שנאמרו קודם מהן עולה לכאורה, שמאוד קל לאבחן בזמן אמיתי בין חברות במצב קשה לחברות במצב סביר. אני חי בעולם הזה של החברות הבעייתיות, לפחות כמה שנים,

ואני רוצה להדגיש זה לא שלא קל לאבחן אלא למעשה אי אפשר לאבחן. כשאתה מגיע לעסק בעייתי אין לך מושג לאן הוא ילך, לפעמים הוא מסתדר, לפעמים הוא נתקע, המחשבה התיאורטית הזו שעסק ניתן לאבחנה כשאתה מגיע אליו, היא לא רק לא מדויקת, היא פשוט לא נכונה. המצבים שאתה מגיע בהם לעסק וקובע "הוא מת", הם מאוד נדירים. לכן המחשבה שבין סביבת חדלות הפירעון לחדלות הפירעון יש גדר, היא גם מחשבה תיאורטית לחלוטין. ההפך הוא הנכון אלו שיצרו את המושג סביבת חדלות הפירעון, יצרו אות מתוך הבנה וידיעה שאין קו מבדיל ושהעניין הזה גמיש לחלוטין. לכן להגיד הטלנו אחריות על דירקטורים רק כאשר החברה היא בחדלות פירעון ולא הטלו אחריות כאשר היא רק בסביבת חדלות פירעון זאת גם אמירה לא ברורה לחלוטין. אין גדר ברורה והכול נשפט בדיעבד.

האיזון הגרוע ביותר שאני רואה בחוק החדש הוא הנטייה החזקה לכיוון של גילוי. יש כאן נטייה שמתחברת לנטייה הלאומית שלנו לעשות חשיפה כל הזמן, לא כל חשיפה היא טובה ולא כל הזמן צריך לטפל בה. לא כל דקה הדירקטור צריך להיות מודאג שאולי לא יהיה בסדר. אני יודע שזה נשמע אמירה פסבדו-ישראלית, "יהיה בסדר", אבל ככה עובד עסק, לא כל פעם שיש משבר, אתה צריך לראות את החלום הרע, הולכים למות. צריך לזכור שהחשיפה היא לא שחקן אדיש לאירוע, היא קטליזטור לאירוע. חשיפה היא יוצרת משבר. כשאתה חושף את הבעיה, זה לא מדען, תצפיתן, שמסתכל על האירוע ואומר "ראיתי מה קרה", זה ניסוי בתורת הקוונטים. הוא משפיע על הניסוי עצמו. עצם הצפייה משפיעה על האירוע, זה מייצר הסלמה.

אני גם לא מאמין לחלוטין בלגייס מומחה לחברות בקשיים ככיסוי לדירקטורים. ראשית דבר לא ברור לי בכלל מי זה המומחה? עורך דין, רואה חשבון, כלכלן? מה הכשירויות הנדרשות שלו? האם הוא צריך לחוות דעה על המצב הכלכלי של החברה ועל יכולת הפירעון שלה?

אבל נגיד שייגיסו מומחה, אז הרי ברור שהוא יגיד בואו נלך לבית משפט. גם הוא לא ירצה לקחת אחריות על עצמו.

אנחנו סגורים באותו תהליך טיפשי שגלגלו את החשיפה קדימה ואני אומר את זה בצער כבד כי זה לא ניתן לשליטה.

אני ליוויתי בעשור האחרון המון חברות, עמדו שם דירקטורים שלקחו סיכונים והמשיכו הלאה וזה הסתדר. והיו מקומות אחרים, שלקחו סיכונים והמשיכו הלאה וזה לא עבד. זה לא שהעולם וורוד, אבל לקחו סיכונים, ואני בנקודות גבוליות וקשות כאלה נתתי בזמן אמיתי ייעוץ גבולי שאמר שאפשר להתקדם. אחרי שקראתי את החוק החדש, כשאני מסתכל אחורה, אני אומר: אני מאתר מקרים שנתתי ייעוץ להמשיך ושלפי החוק החדש לא הייתי מעז לייעץ לדירקטורין להמשיך, וזה חבל, כי העובדה שהעסקים כאלה המשיכו לעבוד ונחלצו היא מועילה לכולם וברור שבמצב החוקי הנוכחי לא הייתי נותן אותו.

"מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות
פירעון"

קווננטים או מבחינת התשלום, אז נכנסים להליכים של חדלות פירעון ויש תהליך מסודר של שיקום חברה. כשיש אי וודאות, קשה לנהל את החברה. בעלי האג"ח יכולים לדאוג לעצמם, הם יכולים לשים הכול בחוזה. מדובר בחוזים שיש בהם אמות מידה ברורות, ברגע שהחובה מופר, זה מגיע לבית משפט ואז כל הדברים ייפתרו. אני לא מבין מדוע אתם צריכים להיכנס למאזן הכוח בין הנושים ובעלי המניות.

אסף חמדני

בתי המשפט הם שחקן מרכזי שלא נותנים לו מספיק תשומת לב. אחת מהמסקנות שעלו בוועדת אנודרן היא הבעייתיות באופן שבתי המשפט מתנהלים. בארה"ב אני לא חושב שאם יבוא נושה שיש לו עילה להעמיד חוב לפירעון מידי, יהיה דיון של חצי שנה על למה הוא באמת מעמיד לפירעון מידי, והאם זה תום לב או לא תום לב.

שלומי שוב

רועי, אתם ביחד עם טל מופקדי חקרתם את הנושא של הסדרי חוב ושל משא ומתן. איך אתם רואים את החוק החדש?

רועי שלם

רציתי להתייחס לכמה נקודות, בהמשך למחקר כלכלי שעשינו כאן בבינתחומי עבור מכון אהרן, בנושא חדלות פירעון. בראיה כלכלית, פונקציית המטרה האולטימטיבית היא שהחברה תייצר ערך ולא תשמיד ערך בתהליך עצמו של חדלות פירעון. בספרות מתייחסים לכך שהמטרה להסדרי חוב מוצלחים הם תנאים של שקיפות ויעילות. לפעמים יש סתירה בין הנושא של הליך יעיל והליך הוגן, למשל אם מנזילים את כל נכסי החברה, ברור שההליך יהיה הוגן משום שאפשר לחלק מזומן בדיוק לפי סדר הנשייה, אבל יכול להיות שמשמידים ערך בכך שמנזילים אותה במקום להותירה כעסק חי.

בהתאם לכך, יש בספרות מחקרים של כלכלנים מאוד מכובדים

השורה התחתונה, אני חושב שלא נצבר מספיק ניסיון לא בחוק, אלא בחברות תפעוליות. הזזנו את הפוקוס בעשור האחרון מעניין של חברות תפעוליות לחברות החזקה. אני חושב שהאיזונים פה באו ממודלים תיאורטיים, הם פחות באו מההיכרות עם איך העסק הזה באמת קורה.

דן אבנון

הייתי מצפה שבכל הפעמים שמחזיקי אג"ח פנו לבית המשפט בהליכים כנגד חברות בחדלות פירעון, בטח יהיו 51% מקרים בהם הם טעו ומצב החברות תקין והם ראו צל הרים כהרים ומיהרו. כשאני מסתכל על כל ההסדרים, אני לא זוכר מקרה שמחזיקי אג"ח פנו סתם לבית משפט והכול היה בסדר, ומזה אני גוזר שהבעיה היא לא בהגדרות המפותלות של מה כן ומה לא חדלות פירעון.

מחזיקי אגרות החוב, אולי התקדמו בשנים האחרונות, אבל הם עדיין נושה טעון הגנה וטעון טיפוח של הרגולטור והחקיקה. אני לא מסכים עם צורי לביא ש"המחשבה יוצרת את המציאות", החברה כבר הפכה לחדלת פירעון. בחוק הזה אני מבין את הצורך הגדול בוודאות, אבל בגלל המטרייה צריך לתת גמישות מאוד גדולה לבית המשפט שיראו כל מקרה לגופו ושיתנו לכל מקרה את הפתרון המתאים מפני שהמקרים הם שונים. אני חושב שיש בעיה מובנית בעולם האג"ח עד שאתה מגבש את הרוב שנדרש להזיז את העגלה לפעולה בצורה שתגן על הזכויות שמוקנות בשטרי הנאמנות. מספר המקרים שמחזיקי אג"ח העמידו את החוב לפירעון מידי, הוא זעום.

יעקב עמיהוד

הייתי רוצה אולי לשנות את הדיון. במקום לדון בשיפורים בחוק הקיים, מה יקרה אם נזרוק את החוק הקיים ובמקום נחוקק חוק חדש שתהיה בו מידה גדולה של וודאות לדירקטורים לגבי האחריות שלהם, שבו בעלי האג"ח דואגים לעצמם באמצעות קווננטים שמאפשרים לדרוש פירעון חוב עוד לפני שהחברה נכנסת לחדלות פירעון, ושלדירקטורים לא תהיה בו נאמנות כלפי הנושים אלא רק כלפי בעלי המניות. ישנה וודאות שכאשר מופר החובה מבחינת

שמציעים שכל הליך חדלות פירעון יתבצע בצורה הפשוטה ביותר: החוב של החברה ימחק, והנושים יקבלו, באופן פרופורציוני, מניות בחברה החדשה, הנקייה מחוב. בדרך זו מתקבל הליך מהיר ויעיל, עם כמה שפחות השמדת ערך. הטענה שלהם היא שברגע שכולם יודעים שזה הליך חדלות הפירעון, החוב מתומחר מראש בדרך שלוקחת את זה בחשבון. ברור שהטענה הזו יותר חזקה לגבי נושים פיננסיים ופחות חזקה בעבור נושים שאינם פיננסיים כמו ספקים ועובדים.

נקודה שנייה שרציתי להתייחס אליה נוגעת לאפשרות של נושים עם חוב ארוך לפתוח בהליכים כנגד החברה. כאן נדמה לי שאנחנו ואמיר מוטרדים מדברים הפוכים: אחד הדברים שלא מתייחסים אליו כל כך בספרות ואנחנו מתייחסים אליו במאמר הוא הצורך להגביל את שווי הנשייה של נושים, ובפרט של נושים ארוכים. המטרה, כפי שאנחנו רואים אותה, היא תמריצים נכונים: צריך לשאוף לכך שנושים ישמחו שמצב החברה ישתפר, ויהיו עצובים כשמצב החברה מתדרדר. כיום, יכול להיות שכדאי לך כנושה ארוך שמצב החברה יתדרדר קצת, שהיא תכנס לחדלות פירעון ומיד לאחר מכן אתה יכול להעמיד את החוב לפירעון מידי ולקבל שווי יותר גבוה ממצב בו החברה ממשיכה להתדרדר באיטיות עוד כמה שנים, זה מצב מאוד לא בריא, בעיקר כאשר לוקחים בחשבון שמצוקה פיננסית של פירמה עשויה להיות מדרון חלקלק.

בעניין של אחריות דירקטורים, ומו"מ מוגן: אנחנו מדברים במאמר על הצורך ביצירת כללים שהם יותר רציפים. תמיד בכלכלה בכל מצב של מדרגה, שאם אני עובר רף אני במקום אחר, יש עיוות תמריצים גדול בשוליים. וגם כאן אני חושב שקצת הלכו בחוק לכיוון של תהליך יותר רציף וזה בעיקרון מבורך. באופן כללי, היינו רוצים שדירקטורים תמיד יפעלו בדרך שממקסמת את שווי נכסי החברה. במצב רגיל, כאשר הם פועלים לטובת בעלי המניות הם גם ממקסמים את ערך החברה, אבל כאשר החברה באזור חדלות הפירעון זה כבר לא כך, ויתכנו מצבים שבהם החלטות מטיבות עם בעלי המניות אבל משמידות ערך לחברה (noitutsbus tessa). לכן, אולי באמת צריך משהו כזה, אפילו פורמאלי, שגורם לדירקטורים להחליף דיסק ואומר בעצם מאותה נקודה מתייחסים קצת אחרת לאופן שבו יתקבלו מעתה החלטות. בכל מקרה אנחנו מסכימים שהמטרה היא להגדיל את שווי נכסי החברה, לא להגדיל את ערך הנשייה, ונדמה לי שלזה התכוון דוד האן בדברים שלו.

לעניין מטרת המחוקק, שהזכרה, של כניסה מוקדמת לחדלות פירעון: לא בטוח שזו מטרה נכונה. פונקציית המטרה היא לא להיכנס מוקדם לחדלות פירעון. יש עלויות שקשורות לכניסה מוקדמת ויש עלויות לכניסה מאוחרת. צריך לבצע עבודה אמפירית, לנסות לאמוד אותן ובאמת להכריע על בסיס זה. צריך גם להזכיר שבעולם תיאורטי ללא חיכוכים פיננסיים מצוקה תזרימית לא אמורה להוביל לחדלות פירעון - תמיד ניתן לממן מחדש ולדאוג לתשלומי החוב. כמובן שהמציאות היא יותר מורכבת, אבל בכל מקרה אנחנו צריכים

לדאוג בסופו של דבר להביא להליך שלא יהיה עם עלויות רבות וגם להביא להליך שהמטרה של המנהלים כל הזמן תהא למקסם את השווי של נכסי החברה.

חלק מהרצון להיכנס מוקדם לחדלות פירעון הוא הצורך להימנע מעלויות שקשורות לממשל תאגידי לקוי. אנחנו רוצים שהדירקטורים לא ישמידו ערך, אלא יתמקדו בלהגדיל את שווי נכסי החברה. אם ניתן לדאוג לזה בכללים של ממשל תאגידי, זה מעולה, אבל יכול להיות שאתה לא צריך להכניס את החברה מוקדם להליך חדלות פירעון. כמו שאמיר אמר, ברגע שהחברה הולכת לבית המשפט, כולם יודעים שהיא במצוקה, מפסיקים לקנות את המוצרים שלה, לא נותנים לה חוב נוסף, ועשויים להגיע למצב של מדרון חלקלק להשמדת ערך.

משהו מעניין שאנחנו מתייחסים אליו במאמר, הוא שבספרות הכלכלית ידוע שיש בעיות מאוד קשות בקבלת החלטות לפי כלל הרוב. לכן אנחנו מציעים לנסות ללכת להליך שלא לכל הנושים מאותה קבוצה יש את אותה תוצאה. לדוגמה: במקרים מסוימים אפשר למשל לחלק לכל הנושים מאותה קבוצה אג"ח להמרה, כל אחד מהם יחליט בעצמו אם הוא מעדיף אג"ח או מניה ואז לא צריך לעשות הצבעה.

אסתרי גלעוז

בזווית הראייה התיאורטית זה מאוד קל לזהות בדיעבד מתי החברה חדלת פירעון. מזווית ראייה של דירקטורים עם כל הניסיון, יש הרבה מאוד פער בין התיאוריה לפרקטיקה. אבל אני מאוד מתחברת לדברים של צורי גם מזווית ראייה של רואת חשבון, שאנחנו צריכים לתת החלטה לתת הערת עסק חי באיזה שלב אתה נותן וכמה מהר אתה מגלגל את הנושא קדימה. הדירקטוריון תמיד אחראי לקחת את הדברים קדימה ולשים את ערך החברה מקדימה ובמודל שתון 9 חודשים אי אפשר לעשות את המאמצים, יש בזה הרבה קושי.

אבי לוי

קבוצת BDI גרמה נזק למשק הישראלי בכל ההיבטים. הוא כזה גדול שהניסיון לתקן גרם להרבה יותר נזק בכיוון ההפוך. למשל, חוק הריכוזיות שנולד, היום אנחנו מסתכלים ועומדים במצב שבינו צדיק נאלץ למכור את פז בשל אחזקתו בבנק הבינלאומי, ויש בלגאן בניהול של פז, ואיזה דירקטורים לבחור ואיך ממנים יושב ראש. לא בטוח שזה הפתרון האידאלי. חוק הריכוזיות היה בדיוק פתרון לבעיית BDI, וגם הוועדה שקמה, באה לתקן את ההווה של BDI. עכשיו יש וועדת כבל, לא ברור איזה נזק היא תגרום בכל המישור הבנקאי. צריך להבין, אם אני הייתי מוסדי הייתי מרגיש לא נוח. ממנים את חודק שהוא מבין והוא יודע והוא יקבע את הכללים ואז ממנים את וועדת אנדרון שהם יודעים, ואני הטיפש

"מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות
פירעון"

עמיר ליכט

יש לי שתי נקודות. האחת, לגבי האג"חים יש לנו בדיון היום שני דימויים של המשקיעים המוסדיים, האחד בתור חבורה של אינפנטילים שטעונים השגחה, השני שחקנים פיננסיים מתוחכמים שמבינים שדברים מסוכנים ושמים לזה תג מחיר, שהוא הדימוי הנכון. ככה שוק עובד כמו שצריך כשיש תמריץ לתמחר. אני לא מגיע מתוך השוק הפיננסי ואני לא יודע אם השתנו דברים. אני מטיל בזה ספק בלי שאני יודע למה, אבל לגבי המצב לפני כמה שנים, המשקיעים המוסדיים, שלא היו יותר אידיאליים אז מאשר היום, לא תמחרו את הסיכון וזאת הסיבה שלא נכתבו קובננטים בתוך האג"חים. את זה קבעה וועדת חודק ואני טענתי את זה בפני וועדת הריכוזיות. היה נכון למכור בזל אג"חים מאוד מסוכנים למישהו. הם קנו אג"ח שהם כמו אקוויטי במחיר של חוב, ואפשר לתהות מה היו הסיבות שלהם. לכן השאלה האם להגן עליהם או לא להגן עליהם זו שאלה קשה.

נקודה שנייה, כל הזמן דיברו פה על דלאוור שהם יודעים ועושים את הדברים כמו שצריך. אני חושב שזו טעות קשה. העמדה המשפטית של דלאוור מכחישה את המציאות, היא קובעת כדוקטרינה משפטית שהעולם מתחלק לשחור ולבן, או כשרות פירעון או חדלון פירעון. אין אזור של עמימות, ואין איזור של אי וודאות, ומכאן ואילך הכול מסתדר, זה לא נכון. יש איזור ניכר של אי וודאות, כפי שגם צורי אמר. להגיד משפטית שהוא לא קיים לא עוזר למנהלים, עוזר לעורכי הדין. כאן נכונה הגישה הבריטית, שטוב שהחוק הלך לכיוון הזה, שמכירה בקיומה של אפולוליות יחסית, של איזור של אי וודאות, ונכון שכמו כל אי וודאות אפשר להעלים אותה. אבל המשפט מדבר על החיים בצורה הגיונית ולא מעמיד פנים שהם אחרת.

עמנואל אבנר

אני רואה במקרים בהם חברה נקלעת להסדר חוב והדירקטורים הם אלה שנדרשים לנהל את החברה. זה מצב שהוא הרבה פעמים נראה מצב כאוטי, במיוחד לאור העובדה שהמוסדיים עומדים מהצד, דורשים מהדירקטורים למעשה להיות נאמנים לבעלי אגרות

שאותו צריך לחנך וללמד. אני נותן כסף בחינם ואני לא יודע לקבוע את הכללים, ואני לא יודע לקבוע חוזים, ומלמדים אותי איך צריך להתנהל. צריך לתת לשוק להתנהל, אף אחד לא ישב על מוסדי עם אקדח על הרקה ואמר לו "תן כסף", הוא נתן כסף כי הוא הבין את הסיכונים והבין את התשואה והגיע למסקנה שנכון לתת את הכסף. אנחנו רואים חברות אמריקאיות שהמוסדיים נתנו להן כסף כי הם ציפו לתשואה יותר גבוהה, הם ידעו שזה מסוכן יותר בגלל זה הם דרשו תשואה הרבה יותר גבוהה מאשר חברות אחרות שהשקיעו בהן. כשאנחנו מנפיקים, אנחנו יושבים מול עורכי דין, של מוסדיים, שדורשים מאתנו קובננטים ודורשים תנאים, ובהתאם למה שמסוכן, גם נקבעת התשואה שלפיה הם נותנים את הכסף או שלא נותנים את הכסף. אני לא מבין למה אנחנו צריכים לייצר וועדות על וועדות כדי ללמד את השוק איך להתנהל. השוק מספיק חכם ומשוכלל והם יודעים בדיוק איך להשיא את התשואות הנכונות עם לקיחת סיכונים.

גיא גיסין

דברים השתנו, בעבר נאלצנו להיאבק על הכרה במקומנו בתהליכים, והנה לפתע האג"ח הפכו לאימת החברות. מי שלא רוצה לגייס מהציבור, שלא יגייס. מי שמגייס - צריך לדעת שהוא מכניס שחקן ציבורי וזה בתקשורת והוא צריך להתחשב בצרכים של המשקיעים שלו - הציבור.

אברמי וול

תסתכל על התיק של המוסדי הישראלי. אחוז גדול מהתיק היום הוא אלטרנטיבי אינווסטמנט. אתה לא רואה את זה בכלל, אבל הם מוחקים על ימין ועל שמאל השקעות בחברות הייטק, כי הם משקיעים דרך קרנות. ואנחנו מקבלים זאת באהבה כי הם מקבלים תמורת זה תשואה הרבה יותר גבוהה, וזה חלק מכללי המשחק. יש לך בתיק אג"ח של מדינת ישראל עם תשואה אפס וסיכון אפס ויש לך נכסים מסוכנים. אם בנית תיק נכון, הכול לגיטימי.

חוב. אבל המוסדיים תופסים את הפוזיציה של לעמוד מרחוק ולא להתערב ממש בניהול. ומה שאני חושב שחסר כאן, זה שהמוסדיים יהיו יותר פעלתניים בנושא ניהול חברות שנכנסו לקשיים. ולא ייווצר מצב עגום לחברה בו היא עדיין רוצה להשיא את ערך החברה לבעלי מניותיה ומצד שני לדאוג לבעלי אגרות החוב ובעלי החוב. אני חושב שהמוסדיים צריכים לקחת פוזיציה שהיא יותר משמעותית ולהיכנס ולייצר קו של מנהלים שיבואו במצבים כאלה וינהלו את החברות.

ג'קי אהרון

אני חושב שלא נעשתה הבחנה בחוק, כל הזמן מדברים על חברות, על בעלי אג"ח ועל ממשל תאגידי-לדעתי צריך לדעת איפה הנקודה שבה אתה מגיע ל-tluafed. לפי הניסיון שלנו אנחנו עובדים עם החברות פרטיות, שהם שישים אחוז מהתעשייה שלנו, שם אין אג"חים, יש בנקים. אנחנו רואים הרבה פעמים, בהקשר להערה של רועי, שיש פאניקה בשוק, רואים זאת למשל בענף הקמעונאות, שהמערכת הבנקאית למשל שהיא הגוף המממן שכשיש בעיה תזרימית, אתה יכול בשנייה להגיע למצב של חדלות פירעון. אנשים חיים מהתזרים היום יומי הציפייה והמחשבה שמישהו מהחברות הפרטיות האלה באמת יכול לדעת תשעה חודשים מראש זה לא הגיוני, חברות לא מנהלות תזרים אפילו חודש מראש. היקף האשראי לעסקים הבינוניים והקטנים הוא לא בפרופורציה לגודלם בסה"כ השוק. כל הרעיון הוא שהחוק התייחס לחלק קטן מהפעילות בשוק בהתעלם בהתנהלות ובמציאות היומיומית. הדרישות שם מתייחסות לחברות שאמור להיות להן ממשל תאגידי.

שלומי שוב

אני חושב שהיה לנו דיון מעניין על חוק מאוד משמעותי, שאמנם לא נכנס עדיין לתוקף אבל מעלה שאלות גדולות רבות, מכל מיני זוויות, גם בראיית הדיקטטורים. זה נכון שהחוק החדש יוצר אי וודאות אבל יכול להיות שזה מה שמתאים בנסיבות המורכבות של חדלות פירעון שמשתנות ממקרה למקרה. לפעמים אין ברירה ולהכיר בכך שהנושא הוא מורכב ודורש שיקול דעת. יהיה מעניין לראות גם את הזווית של בתי המשפט שמקבלים כאן המון שיקול דעת. אולי מבחינת רבים מהנוכחים כאן ממה ששמעתי היום חובר וודאות הוא לא מצב פשוט וטוב אבל פעמים אין ברירה. אני מניח שבתי המשפט ידעו לבצע את ההבחנה הראויה ולהתעלם מבעיות החוכמה שבדיעבד.

אמיר ברנע

הביקורת הממונית על חוק חדלות פירעון מתמקדת ביכולתו להשיג שתי מטרות מוצהרות: ודאות משפטית ושיקום במקום פירוק. אין

ויכוח שהחוק מיישם אלמנטים מהחקיקה בארה"ב בעיקר בדגש על דרישה להפרה חוזית בפועל כסיבה לפתיחת הליכי חדלות בהבחנה מצפי הפרה שקיים בחוק הקודם. בדיון הועלו ספקות לגבי השגת ודאות משפטית הן עקב הצורך בהחלטות משפטיות ליישום המבחן המאזני שמושגת על הערכות שוויון והן עקב צורך בבחינה משפטית של רלבנטיות קובננטים שיהוו חלק מחוזי חוב להבטיח את אינטרס הנושים הארוכים. הדוברים הדגישו את סעיף החוק שדן באחריות דירקטורים כלפי נושים בהבחנה מחובת הזהירות המוטלות עליהם בחוק החברות. נשמעה אף טענה של סתירה באחריות דירקטורים שמוסבת בסביבת חדלות פירעון מבעלי המניות לנושים ונשמעה אף טענה שלחץ חוקי על דירקטורים לא מביא בהכרח החלטות טובות יותר אלא החלטות מתגוננות כולל כניסה מוקדמת לחדלות פירעון שאיננה בהכרח מוצדקת כלכלית. בהקשר לחקיקה בארה"ב המשאירה להנהלה הקיימת את ניהול החברה בסביבת חדלות פירעון, נאמר כי המצב בישראל שונה עקב בעל שליטה שמכתיב להנהלה על פי האינטרס שלו המנוגד לאינטרס הנושים. טענות נוספות נשמעו לגבי ישימות הליך מו"מ מוגן שמחייב הצהרת סולבנטיות לשלושה רבעונים אשר דירקטוריון יתקשה לספק כשכל ההליך מדווח לציבור. לחוק החדש השלכות על זכויות נושים הן במניעת אפשרות פנייה לבתי משפט שמוגבלת לנושים קרובים בלבד והן בהעדפת חלופת שיקום על פירוק. כל פגיעה כזו משתקפת בתמחור פרמיית סיכון בחוב. בדיון נקבע כי חסרה בחוק התייחסות לנושים לא פיננסיים וזכויותיהם בהליך הכרזת חדלות. כמו כן נאמר כי החוק מטפל בחברות אחזקה שמעמדן השתנה עם חוק הריכוזיות, ואיננו מטפל במידה שווה בחברות תפעוליות בהן ההבחנה בין מצב סביר ומצב קשה היא מורכבת.

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

"מניות הקנאביס: בועה או
מודל עסקי ממשי?"

תאריך המפגש: 4 באפריל 2019

נושא המפגש: מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?

משתתפים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, גל עמית (עמית חלפון), אולגה אלקסייב (EY), אסתר גלעוז, גיקי אהרון (MVP), גדעון שלום בנדור (S-CUBE), יבגני אוסטרובסקי (הרשות לניירות ערך), יולי פרלמן (הפניקס), כפיר קלדרון (S-CUBE), מיכה ארד (Deloitte), עמנואל אבנר, ערן שחם (KPMG), שלומי וינר (הרשות לניירות ערך), נטע ורדי (בנק ישראל), יזהר קנה (פאהן קנה), שלומי ברטוב (פאהן קנה), עידו צנג (IDC), עדי זלצמן (שיבולת), ואדים פורטנוי, איתי קדמי (בנק ישראל), יניב פגוט (איילון), אסף סגל (CBI), יעל אנדורן.

אורחים שנכחו בדיון: אביחי אביעד (הרשות לניירות ערך), אלי דניאל (הרשות לניירות ערך), אסף שירי (גיזה), גולן ביטון (יו ניבו), חגי הילמן (BOL), יובל לנדשפט (משרד הבריאות), עופר שפוטהיים (CANN10), פינו צרויה (בטר), רון סמון (תפן), רונן לם (נובה), שמואל מלכה (ברק יבול הארץ), נתנאל מלכה (ברק יבול הארץ), רפי ליפא, ליאור שילה (IBI), נתן גרשוני (דיפלומט), נדב זיו (אוריון חיתום), עדי זלצמן (שיבולת).

צוות מקצועי: גל אקריש, עדי פליישר, סתיו אבישר.

שווי כאלו שהתפרסמו, בדרך כלל במסגרת מתאר - בתהליך של כניסה לבורסה, מה שאנחנו מכנים "רכישה במהופך" ולא במסגרת IPO רגיל. גם אם מתכונת הגילוי דומה, הרי שבתהליך שאינו IPO התהליך מטיבו שונה כיוון שלא מתבצעת בפועל רכישת מניות. אנחנו רואים בהערכות השווי שהתפרסמו מאפיינים של חוסר וודאות, שיעורי היוון גבוהים, אבל אני חושב שהשאלות המרכזיות הן מה יהיה ביום שאחרי - מה יהיה נתח השוק, מה יהיה הביקוש, והשאלה עד כמה באמת אפשר לחזות את הדברים האלו. עולות שאלות גם בנושא שרשרת הערך, איך הרווח יתחלק בין כל הפונקציונרים כאן - למעשה סביר להניח שעל פני זמן כל מקטע יהפוך להתמחות, ולכאורה המגדל עצמו הוא סוג של חקלאי ועולה שאלה האם צריך לתמחר אותו מעבר למצב של חקלאות רגילה - חקלאות עם רף כניסה של רגולציה, ועד לחברות מו"פ. העולם של מחקר ופיתוח פה הוא באמת עולם מעניין, אבל זו התמחות אחרת לגמרי. קיימת גם טענה שאומרת שהשווי של החברות היום בכלל לא משקף את תזרים המזומנים שהן מפיקות אלא ספקולציה על מחיר שירכשו אותן כי בטווח הארוך מה שיקרה זה שחברות תרופות והמזון ישתלטו על העסקים האלו. יכול להיות שמה שיקרה זה שהחברות הגדולות, המותגים הבינלאומיים הגדולים ישתלטו על הפיתוח והמו"פ ולמעשה מה שישאר הוא העסק החקלאי לחברות הקנאבים - ואז באמת עולה השאלה עד כמה יש יתרון לישראל בעסק הזה, והאם אין מדינות אחרות עם תנאי אקלים שבהן שכר העבודה יהיה קצת יותר זול מאשר בישראל. תוסיפו לכל זה גם את נושא הייצוא, אנחנו יודעים שאושר פה בארץ אבל גם בנושא זה יש המון אי וודאות - זה שיהיה אפשר לייצא לא אומר שמדינות אחרות יתירו ייבוא. אנחנו יודעים שבקנדה וארצות הברית זה לא אפשרי, אז מדברים על ייצוא לאירופה. הכל פה תלוי בהחלטות של ממשלות ורגולטורים במדינות אחרות שזה גם מתווסף למרכיב אי-הוודאות. בנוסף צריך לבחון עד כמה תהיה עמידה בתקנים של רגולציה של כל מדינה, ואת כל הנושא של שוקי ההון שהם מאוד מעניינים, הרי פדרלית בארצות הברית זה אסור, למעשה חברה שעוסקת בקנאבים אינה יכולה להיסחר בבורסה הראשית בארצות הברית, ולכן עולה שאלה של מסחר בין מדינות - באיזה בורסה אותה חברה נסחרת. יש כאן ארביטראז' משקיעים מעניין. אני אוסיף גם את הזווית החשבונאית - אני לא יודע אם כרגע זו הזווית העיקרית אבל אנחנו בכל זאת תכנית לחשבונאות. IAS 41 הוא תקן החשבונאות הבינלאומי שעוסק בנכסים ביולוגיים - נכסים שהם חי וצומח. בסיס המדידה שלהם, שלא נתנו לו יותר מדי תשומת לב כי עד עכשיו היו כמה חברות בודדות בבורסה שעוסקות בנושא של פרדסים, הוא בסיס מדידה של שווי הוגן.

גל עמית

למה זה, שלומי?

ברוכים הבאים לכולם וגם לאוכלוסייה הנוספת שהצטרפה אלינו לפורום - נציגי תעשיית הקנאבים, הרגולטור, אז קודם כל ברוכים הבאים לבינתחומי. אנחנו עוסקים היום בנושא של הקנאבים, אנחנו פורום שווי הוגן אז נתחיל מסקירה כללית אבל נדבר בעיקר על מה שמעניין אותנו כפורום שווי הוגן לפי השם שלו. התזמון של הדיון גם ממש בחודש שאמורה להיכנס רפורמה מאוד משמעותית, אני חושבת שהמילה רפורמה היא מילה עדינה לעומת מה שהולך להיות - זו מהפיכה, למעשה בניה מחדש של התשתית הרגולטורית של כל המבנה של התעשייה הזו פה בארץ. אנחנו גם כמה ימים לפני בחירות שגם בבחירות נושא הקנאבים, לא רק בשוק ההון, תופס הרבה כותרות - כולם מאוד חיוניים בנושא הזה.

צריך להתחיל אולי בזה שאנחנו אמנם מדינה קטנה אבל הנושא של הקנאבים ובמיוחד נושא הרגולציה של הקנאבים הרפואי הוא מפותח בישראל. הרגולציה התחילה כבר בשנת 2008 בפילוט בו שלוש חברות שאחת מהן - קנדוק - נרכשה לאחרונה על ידי אינטרקור. אנחנו מדברים עד היום בקנאבים הרפואי על מעל 40,000 רישיונות למטופלים שניתנו, יש רגולטור של קנאבים - יובל שעומד בראש היק"ר - היחידה לקנאבים רפואי. בגדול עד עכשיו התעשייה והרגולציה היו פרימיטיביים - היה קשר ישיר בין המגדל לבין המטופל - היה מחיר קבוע של 370 שקלים חודשיים לא משנה מה המרשם ומה הכמות.

מבחינת הערכת שווי - ברגע שכמות המטופלים ידועה ואת המחיר, צד ההכנסות וכך גם צד ההוצאות הוא וודאי, אבל ברור לכם שזה לא מסביר את הערכים שאנחנו נדרשים להסביר כאן היום. הרפורמה - ותכף נשמע את יובל - גם מחזקת ומרימה את הרף של התקינה, גם מגדירה בפעם הראשונה את הווריאציות השונות של המוצר, גם יוצרת שרשרת ערך אשר הינה מאוד רלוונטית להערכות שווי - החל משלב המגדל ועד לשלב בית המרקחת - לכל אחד יהיה מרכז רווח משלו, והדבר הכי משמעותי הוא למעשה הפתיחה לתחרות - כלומר תהיה תחרות בין מותגים שונים, כבר לא יהיה מחיר שנקבע על ידי הממשלה.

עולות שאלות מעניינות של מה יהיה ביום שאחרי. הנקודה המרכזית מבחינתנו כפורום שווי הוגן זה באמת הנושא של השוויים - אי אפשר להתעלם מהחשש שמדובר בבוועה מסוימת - אנחנו נתקלים בכל מיני הערכות שווי שלא בדיוק מצליחים להבין את הבסיס שלהם. יש מאפיינים של פריחה מטורפת של השוויים בשוק ההון. אנחנו רואים למשל את אינטרקור שהזכרנו אותה ששווה היום בבורסה יותר מ-1.2 מיליארד שקל, ולא נראה לי שיש מודל DCF שמסוגל להסביר את זה, כנראה שאין. השאלה הראשונה שאנחנו נרצה להתמודד איתה באמת עד כמה אנחנו מדברים פה על מודל עסקי בר קיימא טווח ארוך שחי לא רק את הספקולציה אלא חי באמת את המהות והוא כאן כדי להישאר. עולה השאלה איך באמת אפשר לבסס הערכות שווי לחברות כאלו. ראינו מספר הערכות

"מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?"

שלומי שוב

קנאביס. מבחינתי, כשחברות משתמשות בכל מיני שמות זה סימן מדאיג. אנחנו נתחיל בלשמוע את הרגולציה של הענף, את ההבנה של הענף, נציג גם את הבעיות שהוא רואה כמעריך שווי. המטרה של הדיון הזה הוא להבין קודם כל את הבסיס אבל לעסוק כפורום שווי הוגן בנושא של השווי והשאלה המרכזית שעומדת פה מאחורי הקלעים היא האם אנחנו באמת נמצאים פה בבעיה. כפורום שווי הוגן אנחנו לא נכנסים לעולמות הכבדים של ערכים בהקשר של הלגליזציה, שימוש בקנאביס לצורכי פנאי ולא לצרכים רפואיים. עולות שאלות האם מדינה שיש בה צבא חובה יכולה לאפשר דבר כזה ומאיזה גיל, ואנחנו לא ניכנס לשאלות אלו בדיון שלנו היום. אגב, המודל העסקי של החברות שאנו מדברים עליהם נוגע רק לקנאביס הרפואי ואולי לגליזציה דווקא פוגעת בהן.

אמיר ברנע

אני בוחן את מניות חברות הקנאביס מאספקט הערכות שווי - מעריך שווי מחפש מודל מתאים להערכת מניות אלה. המחשבה הראשונה שלי הייתה, אינני בטוח שהיא נכונה, להתייחס להערכות שווי של חברות של תרופות גנריות בתור בסיס התחלתי להערכת מניות חברות קנאביס. מדוע, כי קודם כל אין להן פטנט מוגן החברות מתחרות אחת עם השנייה, ללא הגנת פטנט שמאפיין חברות תרופות. -שנית המוצר קשור לרפואה לרגולציה רפואית וליכולת הפצה של מוצר רפואי. מצד שני אולי אין זה בסיס מתאים. האלמנט הרפואי יכול להיות זמני ואולי לא אפקטיבי, כאשר קיים תרחיש שהמוצר יהיה מוצר כפוף לפנאי בלי קשר לרפואה. להלן מספר שאלות הקשורות להערכת שווי: למשל, האם המוצר הוא מוצר מותגי או מוצר סטנדרטי? האם למותג יש משמעות שיווקית. אם המוצר סטנדרטי ולא מותגי מדוע יש פער גדול בין חברות שונות מבחינת פרמטרים של שווי? מה ההבדל בין החברות? האם יש יתרון לשליטה על כל שרשרת האספקה או לקשר עם חברה רפואית להפצה האם השווי ניתן להסבר? שלומי רמז שקשה להסביר את שווי החברות. אני רוצה להזכיר לכם שגם את שווי חברות טכנולוגיה אחרות היה קשה מאוד להסביר בתקופה הראשונה שבה הן נוסדו לא יכולנו להסביר את המושג של פלטפורמה ומה המשמעות שלה

אתה צודק, שאלה לא ברורה. יש ב-41 IAS כל מיני נימוקים לרבות, נושא של חוסר יכולת מדידת העלויות שהוא ברוב המקרים לרבות במקרה של הקנאביס לא רלוונטי כי ניתן לאמוד את העלויות. להגיד לך את האמת, קראתי אותם כמה פעמים ולא יותר מדי השתכנעתי. הרוב המוחלט של החברות שסחירות היום בבורסה, אין להן עדיין נתונים בדוחות הכספיים, והן עדיין לא מייצרות. אבל נניח חברה כמו קנדוק מודדת את המלאי שלה לפי שווי הוגן, מה שמקשה על ניתוח הרווחיות שלה. אגב מהדוחות הכספיים שלה לאחר ביצוע נטרול עולה כי שיעור הרווח התפעולי הוא בסביבות 25%. כמו כן עולה שאלה מעניינת בהקשר של מדידת שווי הוגן שכן עד עכשיו השווי הוגן נקבע באמת בתקרה אחידה ואז היה צריך רק לעשות אומדנים כדי להקטין את העלויות של הייצור, אבל עכשיו שהשוק נפתח לתחרות יש צורך להעריך את מחיר המכירה. אני לא יודע כמה החשבונאות פה עכשיו משמעותית כי יחסית החלק של החשבונאות מסביר מעט מאוד מתוך השווי, אבל היא גם יכולה ליצור פה בלבול בקרב משקיעים כי המדידה היא לפי שווי הוגן אז החברות רושמות את הרווח עוד לפני שהן מכרו וכשמסתכלים על פרמטרים של רווחיות גולמית ותפעולית זה יכול לבלבל, אז זה לא מוסיף לבהירות של התחום שגם ככה מאוד לא ברורה.

החשש באמת הוא שהמילה קנאביס מקפיצה את המחירים בשוק לאו דווקא כשיש משהו ממשי. אנחנו יודעים שרשות ניירות ערך פרסמה לפני מספר חודשים הודעה למשקיעים, הודעה לא שגרית, מעין אזהרה שבאה ואומרת שימו לב לחברות הקנאביס, יושבים פה נציגי רשות לניירות ערך, אלי יציג לנו בהמשך את החשיבה שלהם ואני מניח שהם יעשו עוד מהלכים משמעותיים ולא שגרתיים בנושא הזה. תוסיפו לכל זה שאנחנו רואים שהגופים המוסדיים לא נכנסים כרגע להשקעה בתחום הזה - שזה אומר שהם עדיין לא רואים מודל עסקי ממשי ואת הממשל התאגידי, והמחירים שאנחנו רואים מושפעים במידה רבה מספקולנטיים.

עוד סממן שיכול להדאיג זה השימוש בכל מיני בעלי תפקידים ידועי שם - בימים האחרונים אהוד אולמרט הצטרף לחברת

מבחינת העתיד, והיום יש כבר הסברים לכך. אני מקווה שבאמת הדין היום יוביל לתשובות, ובאמת התשובות האלו הן תנאי להשקעה מוסדית בענף הזה. ההשקעה המוסדית מחייבת גיבוי של ועדות השקעה, כלומר דוקומנטציה שמסבירה שווי, וגם הודעת הרשות כמובן רלוונטית פה, שמזהירה אותנו מלהיכנס להשקעה בחברות בקנאביס בלי איזושהי דוקומנטציה מסודרת שמאשרת את השווי.

יובל לנדשפט

קיימות תשובות לרוב הדברים ששאלתם, אינני יודע לעשות הערכות שווי, אבל אנחנו יודעים לספק את הנתונים לרוב השאלות ששאלתם - כולל הפדרל, כי גם איתם אנחנו בקשרים - רק העניין הוא שלא שואלים אותנו אז אנחנו לא מספרים, אנחנו רגולטור. המצב הרגולטורי של הקנאביס במדינה מקדים את מה שקורה באמריקה ובעולם בהרבה. בתפיסתי, רגולטור הוא לא "בירוקרטור" הוא "פועל" - הוא צריך לרוץ כל היום לסלול את הדרך בפני השוק הפרטי כדי שהשוק הפרטי ירוץ כמה שיותר מהר עם דרכים פתוחות, ואם יש בור עלינו לתקן אותו, ואם הסיבוב חד מדי אנחנו צריכים לתקן ולפתוח את הדרכים. התחלנו את היק"ר ב-2013, אחרי המטופל הראשון לאט לאט נוצרו עוד מטופלים ונוצרו עוד מגדלים, בסופו של דבר נוצרו שמונה מגדלים ותשעה ספקים. שתי ההחלטות הראשונות של ממשלת ישראל מדברות על ניתוק הקשר בין מגדל לבין למטופל. המגדל בזמנו עשה הכל: גידל ובדק את עצמו, ארז ובדק את עצמו, ייעץ למטופלים ותמיד בדק את עצמו בעיני עצמו הוא תמיד הוא היה מצוין, אבל לא באמת כך. בגלל זה היה צורך לעשות אסדרה, הממשלה אמרה להקים ועדה ונקבע שיש צורך להקים יק"ר. הרפורמה נקראת רפורמת ליצמן - בראשון לאפריל נכנסה לתוקפה הרפורמה של גלעד ארדן בתחום של אי-הפללה של קנאביס - אנחנו מדברים על רפורמה אחרת אשר תתקיים גם היא במהלך חודש אפריל.

ממשלת ישראל יותר מפעם אחת קבעה לנתק את הקשר בין מגדל לבין מטופל. קבענו שרשרת ערך מסוימת והרפורמה יוצאת לפועל ממש בסוף אפריל. נוצרה שרשרת ערך מאוד מסודרת - יש מספר חברות שיכולות לספר לכם על ההבדל הרגולטורי בין חלקי השרשרת. השרשרת מתחלקת ל-GAP, Good Agriculture Practice, חוות שמייצרות את חומרי הגלם בלבד, מפעלים שמייצרים את מוצרי הקנאביס ברמה של Grade Medical, שרשרת הפצה ולאחר מכן בתי מרקחת. גולת הכותרת היא ה-GCP - Good Clinical Procedures - "הספר הירוק" - ואפשר לפטנט את זה וישראל הולכת להוביל את התחום בעולם עד שיהיה מישהו אחר.

איך מודדים קנאביס? בקנאביס אין חומר פעיל אחד, אנחנו מכירים 144 חומרים פעילים, ואנחנו בישראל מבינים כבר את היחסים בין

תשעה חומרים פעילים ואף אחד אחר בעולם לא מכיר עוד את המנגנונים האלו. מה עושים כשרוצים לייצר משהו שהרופאים יוכלו ללכת לעבוד לפיו? מייצרים להם סולם - כי מדיקליזציה זה דרך רופאים.

בחלק מהנהלים שייצרנו, ייצרנו גם נוהלי מחקר - אין נוהל למחקר בעולם, ולכן אי אפשר לחקור כי כל נושא הקנאביס הוא schedule one והוא כפוף לאמנות בינלאומיות. הבנו את זה כבר בהתחלה, ייצרנו שרשרת של נהלים וכיום יש בישראל ארבעה מרכזי מחקר: טכניון, האוניברסיטה העברית, מכון וולקני ובאר שבע. נוצר פער של ידע ישראלי גדול מאוד, לקחנו את מה שלמדנו על אפקט האנטוראז' הזה וייצרנו סולם, קראנו לו EP - Estimate Potency. מוצרי הקנאביס שיצאו אל הרפורמה יסומנו ב-EP. במפעל, בבדיקות האיכות האחרונות תערכנה הבדיקות לחומרים הפעילים בקנאביס, הבדיקות יישלחו לתוכנה שלנו - אנחנו מדברים פה על Agro Medical - הייטק ויקבלו את ה-EP. ה-EP הוא סולם שמאפשר לרופא לדעת לאיזו התווייה לפי הספר הירוק להשתמש, באיזה מסלול - ומהם הצעדים שעל הרופא לקחת. מדובר בשפה חדשה. אם יש בעולם סולם של מיליגרמים לבדוק תרופות רגילות, אז בקנאביס יש את סולם ה-EP. עד כה הכשרנו בישראל 159 רופאים. כשמדינות בעולם שמעו את זה, הן הראו עניין. יחסים בין מדינות מתחילים מדרג של פקיד זוט, עולות לדרג גבוה יותר של שר, אבל אם כבר יש את החיבור אז זה בדרג של ראשי מדינות או ראשי ממשלה. בישראל היו כבר למעלה משמונה ראשי מדינות שרוצים מדיקליזציה כי הם מבינים שבקנאביס יש משהו, אבל הם לא רוצים להתיר שימוש חופשי בקנאביס. הגיעו מדינות לארץ ואמרו שהן רוצות לאמץ את השיטה שפיתחנו ושנלמד את הרופאים שלהם. שאלו בנוסף איפה ניתן לקנות מוצרים של EP, ואמרנו להם שפה בישראל - ורוב המדינות מעדיפות לקנות קנאביס בחוץ ולא לייצר בעצמן.

אנחנו חושבים שיש פה הזדמנות גדולה מאוד לתעשייה הישראלית לעשות משהו. אנחנו מאוד משוכנעים כיק"ר שקיימת תעשייה ישראלית שיכולה לתת וללמד הרבה מאוד תעשיות בעולם. היו פה נציגים דיפלומטיים ממדינות אחרות, חלקם בידיים פתוחות לחבק וללמוד וחלקם כדי לנסות ליישם את זה אצלם. בארצות הברית יש בעיה - יש מדינות שיש בהן לגליזציה, יש מדינות שמותר בהן השימוש בקנאביס רפואי, אבל הרופאים לא בודקים יותר מדי ורק נותנים למטופלים כרטיס רישיון כדי שיוכל לקנות את הקנאביס. נוצרה בעיה בין המשטר הפדרלי למדינה, והמדיקליזציה שפיתחנו בארץ נראית להם כמו הזדמנות - כמו הדרך לחבק את הרופאים הרציניים שרוצים לסייע למטופלים ולתת להם דרך לספק מרשם שניתן יהיה לקנות בבית המרקחת. התחלנו דיבור עם ה-FDA, אנחנו נהיה בארצות הברית בעת הקרובה. אם יהיה שריף כמו ה-FDA שיכיר בסולם ה-EP כמתודה קלינית מוכרת, אז אני מניח שיהיו עוד מדינות שתצטרפנה.

רקפת שני

על מה הפטנטים שיש לכם?

גולן ביטון

כאשר אני נכנסתי לתחום הזה לפני שלוש שנים - יובל ענה בדיוק על השאלה של למה אנחנו בשוויים הקיימים, בדיוק בגלל ההתקדמות שלנו פה בישראל. ראיתי בדיוק את מה שיוכל אמר והבנתי לאן אנחנו יכולים להוביל בסיפור הזה. נכון בגידולים אנחנו יכולים לעשות את זה - אנחנו לקחנו את זה בחברה לצעד אחד קדימה - לפטנטים, כדי להגן על עצמנו. רשמנו פטנטים על פורמולציות. הגשנו את זה לרשות לפטנטים בישראל, שהתאריך הקובע בישראל הוא התאריך שיקבע לכל העולם, וקיבלנו שבוע שעבר אישור על ארבעה פטנטים.

אמיר ברנע

זה ייצור מותג? מה המשמעות של זה?

גולן ביטון

כל חברת ביו כזו או אחרת שפיתחה מותג שפיתחה פטנט למערכת הדם - היא עדיין לא מותג אבל רשמו פטנט כרגע שפותח דלת לחולים שלא יכלו בעבר לקבל את התרופה הזו. עכשיו צריך לעשות scale-up, לאחר מכן פיתוח ואחרי זה ניתן יהיה לשווק את זה לכל העולם.

גל עמית

אם במקטע של הייצור?

גל עמית

אתה רואה את ה-FDA מאמץ את הסולם של ישראל, זו ההערכה שלך?

יובל לנדשפט

זה לא רק ה-FDA זה כמה סוכנויות בארצות הברית שאנחנו בקשר איתן. האם הם יאמצו או לא, אני לא יודע, זו החלטה שלהם. אנחנו באים עם כוונה ברורה, והם מתעניינים.

אמיר ברנע

מה לגבי חברות תרופות בארץ שיינסו לענף הזה?

יובל לנדשפט

אני חושב שאמרתי את זה פעם לחגי - חגי חקלאי, הבעלים של BOL, והוא חקלאי, הוא לא איש עסקים. מתישהו הוא אמר לי שנורא קשה לו. אמרתי לו שיחזיק מעמד כי אני חושב שיש עוד פרוספריטי קדימה, והיום המכפילים והשוויים שונים לגמרי ואני חושב שהם עוד יתפתחו.

אמיר ברנע

אבל אני שואל האם אתם בעד חברות תרופות בארץ שייקחו את כל שרשרת הייצור כמוצר שלהן?

יובל לנדשפט

אנחנו בעד כניסה של כל גוף רציני, גם משקיעים כאלו או אחרים. כל מי שעובר את הבדיקות בחוק, כשר להשקיע.

יש לכם הערכה לגבי נתח הרווח של כל אחד מהפונקציונרים משרשרת הערך?

יובל לנדשפט

כן, יש לנו הערכות, אבל תשאלו את חגי יש לו את הנתונים האמיתיים.

שלומי שוב

יבגני, איך אתה רואה את הדברים מנקודת המבט של הרשות לניירות ערך?

יבגני אוסטרובסקי

מבחינת הערכות שווי רק חשוב לציין, רוב הערכות השווי או כל הערכות השווי בתחום הזה לא משמשות לצורכי דוחות כספיים אלא לצורכי עסקאות של הכנסת פעילות, וככאלה החשיבות היותר גדולה מבחינת הרשות לניירות ערך היא שהערכות השווי יהיו שקופות. עוד הערה: קראתי בינתיים את המצגת הנלווית שהייתה בחומר הרקע, וחשוב לציין שלרשות ניירות ערך הייתה מעורבות ברוב המקרים המוזכרים בה אם לא בכולם. בפרט, הרשות דרשה להוסיף פירוטים וניתוחים משמעותיים ולציין מפורשות שזה לבקשת הסגל. בנוסף, אני חושב שיש פה גם כמה נתונים שהם לפני התיקונים של הרשות. טווח שיעורי ההיוון הרחב למשל שמצוין במצגת הוא לא מדויק כי באחד מהמקרים היה שינוי משמעותי (העלאה) של שיעור ההיוון בעקבות התערבות של הרשות בהערכות שווי שחרגה ממתחם הסבירות כך שהטווח הוא יותר מצומצם משמעותית. מעבר לכך, גם ישנה שונות בתחומי הפעילות וכן בתקופות, והייתה ירידה מסוימת בסיכון לאור ההתפתחויות הרגולטוריות אז צריך להביא בחשבון באיזה תחום פועלת החברה, באיזו נקודה ניתנה הערכת השווי לאורך הרפורמה, וזה קצת יצמצם את הממצאים שמופיעים לדעתי בסקירה.

אבל, החשיבות היותר גדולה מבחינתנו היא קודם כל לשקיפות - כלומר, מה הנחות המפתח, איך ההנחות האלו משפיעות, וברוב הערכות השווי ביקשנו מהחברות להוסיף, מעבר לתיקונים שהיו (והיו כאלה), גם התייחסויות מפורטות יותר למה לנתח השוק שיהיה, מה המחירים שהן הניחו ואיך המחירים משפיעים על השוויים, וגם שאלות כמו מה ההסתברויות שהניחו לייצוא או לא ייצוא, גודל שוק. עניינים אלה גם הוזכרו במסגרת הנייר שהוצאנו למשקיעים. חשוב לי לציין שחלק גדול מאוד מהערכות השווי מניחות שהשוק הפנימי בישראל ייצמח בשיעורים גדולים, והן בונות את זה בכל מיני שיטות כמו למשל חדירת השימוש במוצרים בקנדה. אבל, למעשה אם

יש לנו כרגע קודים ראשוניים בלבד לחווה, מפעל בבנייה, אנחנו חברה ציבורית, תוכלו לקרוא בדוחות הכספיים שלנו.

שלומי שוב

אני רוצה לשאול את יובל לגבי הרפורמה, כמה גופים עומדים בתקן של הרפורמה החדשה?

יובל לנדשפט

בתקן של הרפורמה החדשה עומדות שבע חברות גידול - אני מדבר על בעלי רישיונות לעיסוק על פי הרפורמה החדשה, כי רישיונות העיסוק הישנים פגו. בישראל יש כיום 46,000 מטופלים ברישיון. בעלי רישיונות גידול יש שבעה מתוך אותם שמונה שהיו, יש בנוסף ארבעה שאישרנו להם את השלב הראשון כדי להשלים את הדיוק של הנהלים, ואנחנו מניחים שבמסגרת החצי שנה הקרובה אם הכל יהיה בסדר אז יהיו עוד ארבעה מגדלים. קיימים עוד 560 בעלי אישורים ראשוניים לחוות שקיבלו אישור ראשוני. מפעלים לייצור מוצרים אשר מאושרים ברמה של GMP יש את BOL, פנאקסיה, מדימור אשר שייכת לטבע ובזלת. ובתי מרקחת יש כ-80, ואנחנו מכניסים עכשיו עוד 40, כי ממש אחרי פסח זה הולך לקרות. בדלת נמצאים עוד כחמישה מפעלים, 320 חברות ויזמים שעושים מחקרים וכמו שאמרתי יש ארבעה מרכזי מחקר ברישיון.

שלומי שוב

מה לדעתך יקרה למחיר בעקבות הרפורמה?

יובל לנדשפט

בדקנו את זה ויש נתונים מדויקים. היו שתי ידיעות של פייק ניוז, אחת היא שהזנים מבוטלים. שום זן לא מבוטל, כל הקווים הגנטיים הידועים בישראל יכולים להיכנס לטבלת המוצרים. השנייה היא לגבי התייקרות המחיר. ל-97 אחוז מהמטופלים המחיר יוזל או יישאר אותו הדבר לפי ציפיותנו, הרי זה שוק פתוח וככל שיש תחרות המחיר יורד. ל-82% מהמטופלים המחיר יוזל, למה? כי 10 גרם של קנאביס נמכר בבתי המרקחת בסביבות 110 שקלים, זה המחיר הממוצע. הכמות הממוצעת למטופל היא 33.4 גרם, נניח 33, אז זה 330 שקלים למטופל - והמשלוח הביתה הוא חינם, ולכן זה נמוך בהרבה מ-470 שקלים (370 שקלים המחיר כיום ו-1000 שקלים משלוח). ל-15% המחיר או שלא ישתנה או שיתייקר בשקלים בודדים.

"מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?"

וודאות בהערכות השווי. כרשות בלא מעט מקרים עשינו שינויים די משמעותיים ברמות הגילוי בדוחות ובהערכות השווי, ובמקרים אחרים אף התערבנו בהנחות, כדי לשקף את הפרמטרים, ולגרום לחברות ולמעריכי השווי לבסס את ההנחות בהסברים נוספים. כמובן, שבסופו של דבר השוק יקבע את המחיר בשים לב לסיכונים ולהנחות.

אלי דניאל

בואו רק נחדד - כרגע אף חברה, שנגדיר אותה עם זיקה לקנאביס כי לא לכולן יש קנאביס, לא עשתה IPO. כל החברות הנסחרות אלו חברות שיצקו פעילויות לשלדים בורסאיים או לחברות מעטפת בהגדרה. היו גם חברות שפרסמו תשקפים לציבור במובן של גיוס הון מהציבור, אבל, המספרים הם מאוד מאוד קטנים - כמה מיליונים בודדים. זה שאינטרקטור הגיעה לשווי של 1.2 מיליארד שקל, זה נובע באמת גם מהקצאות פרטיות שהם עשו, הייתה הקצאה לבעל שליטה ומשקיעים נוספים, אבל לא היה שם כסף שגייסו מהציבור בהנפקה. עכשיו, דבר נוסף שכדאי אולי לחדד אותו - אתם מדברים על הפער בין הגילוי. כשחברות מפרסמות דוח עסקה להכנסת פעילות, המידע שניתן שם לצד דוח העסקה זה מתאר ודוחות כספיים של הפעילות שיוצקים אותה. ברוב המקרים הפעילות שיוצקים אותה אין מה לראות - כי אם אתה מקים חווה או אם אתה רוצה להקים מפעל ייצור בדרך כלל אתה עדיין לא רואה שום דבר - מדובר על תוכנית שתבוצע בעתיד. כשנסתכל עכשיו בדוחות השנתיים של החברות שפורסמו לשנת 2018, בגדול, משהו מוחשי אנחנו נראה רק באינטרקטור בגלל שיש את העניין של קנדוק. אני מניח שבמהלך 2019, היות ורוב החברות האלו קטנות ומדווחות על בסיס חצי-שנתי, אנו נתחיל לראות יותר ויותר את הביטוי של הגידולים - ואז באמת נראה את הביטוי של IAS 41. אני יכול לומר פה שאנחנו בוחנים את האפשרות לפרסם במהלך השנה הקרובה עמדת סגל שתתייחס לשני פרמטרים, הראשון הוא העניין של IAS 41 והשני הוא רגולציה בארץ ובחול. הזכרתם גם את העניין של הדואליות הרגולטורית בין הפדרלי לבין המדינתי, אבל זה לא רק זה - בעצם יש לנו פה פרמטרים נוספים שיש להביא בחשבון

תסתכלו על נתונים שהוספו בבקשתנו במספר מקרים יש גם ניתוח ביחס לשאלה איך נתח השוק בהערכת השווי היה משתנה או מה הוא היה מגלם אם השוק לא היה צומח כמו שהניחו בהערכת השווי במקור. אתם תראו שבתרחיש כזה יש הערכות שווי שמניחים בהן נתחי שוק גם של 30% בהנחת אי צמיחה.

לנו, קודם כל החשיבות העיקרית היא שלמשקיעים יהיה את כל הכלים כדי לקבל את החלטות ההשקעה בעצמם, וגם יש את ההודעה שהוצאנו שהוזכרה.

אם אני מסתכל בראייה חשבונאית, אין מונח כזה "בועה" במסגרת ה-IFRS. למשל, ב-IFRS 13 אין את המילה בועה. כלומר, לפי התפיסה החשבונאית אם השוק המשוכלל והנזיל בארץ או בחו"ל חושב משהו; ואילו אתה לא מצליח להגיע לשווי הזה באמצעות מודל מושכל כזה או אחר, אז השוק כביכול צודק ואתה כביכול טועה. כך גם הדוחות הכספיים - אם יש מחיר מצוטט בשוק פעיל לעומת DCF, מוזר ככל שיהיה, שלא מצליח להגיע לשוק אז "השוק צודק", שוב בראייה לפחות חשבונאית צריך להביא בחשבון את טעמי השוק, שזה פחות רלוונטי כרגע לדוחות הכספיים אבל זו התפיסה החשבונאית.

שלומי שוב

עד כמה לדעתך הערכות השווי האלו מבוססות ומשקיעים יכולים להסתמך עליהן?

יבגני אוסטרובסקי

כפי שאמרתי התפקיד שלנו הוא קודם כל לא להיות מי שמקבל החלטות השקעה במקום המשקיעים בשוק, אלא לאפשר למשקיעים לקבל החלטות מושכלות בעצמם. אנחנו לא מחליטים אם חברה היא טובה או רעה אלא האם היא שקופה. אני מזכיר שמדובר בהערכות שווי שהן לא לצורכי דוחות. מעבר לכך, התחום כפוף לחוסר וודאות משמעותי בבסיסו, כמה שלא נעשה מאמץ עדיין יהיה חוסר וודאות, את זה צריך להבין. זאת אומרת, גם אם מעריך השווי באמת יעשה את כל המאמצים תהיה פה חוסר

כגון פקודת הסמים המסוכנים ועוד כל מיני פרמטרים של תחולה טריטוריאלית. אני לא אכנס לזה אבל זה מעניין ומרתק.

אמיר ברנע

יש אגרסיה מסוימת בשיווק קרנות נאמנות שמתמחות בקנאביס. יש לכם עמדה לגבי הדבר הזה?

אלי דניאל

אני ממחלקת תאגידים, אני לא ממחלקת השקעות שנותנת היתרים לקרנות נאמנות, אבל, אני מכיר לפחות קרן נאמנות אחת שעברה אותנו ושדיברה אתנו ואני חושב שבסופו של דבר, וגם לפי ההערות שקיבלה מאתנו, היא שינתה את ההתייחסות שלה לגבי מה שהיא מכניסה פנימה, וזה הקרן נאמנות של IBI שאם אני לא טועה כבר גייסו 15 מיליון שקל, אולי יותר, ועשו תשואה של 10.2% נכון לשלשום. יש הייפ בתחום, זה לא סוד. לי באופן אישי, לא כרגולטור ולבטח לא כמערך שווי, המחירים נראים די גבוהים, כי אתה מסתכל ואומר עוד אין הכנסות. אבל, מצד שני אם אנחנו מסתכלים על מה שקורה בקנדה אז גם שם, המספרים נראים קצת מנותקים. אבל, יכול מאוד להיות שעוד כמה שנים אנחנו נגיד שזה באמת מה שקרה בפועל.

שלומי ברטוב

הכנו מצגת קצרה לגבי הערכות שווי של חברות קנאביס. השקף הראשון מדבר על שרשרת הערך - מה שחשוב להבין בחברות קנאביס הוא שהוא שוק הטרוגני. לא מדובר בשוק הומוגני. זוהי הראיה שאנסה להתחיל ממנה היא הזווית של רגולציה וממנה לעולם החקלאים והמגדלים, לעולם של שוק ההון והערכות השווי. חמשת המרכיבים של שרשרת הערך שדיברנו עליה הם: חוות ריבוי, חוות גידול, מפעלי ייצור, בית מסחר ובתי מרקחת. לכל תחום יש את הרגולציה שלו, את ההנחיות שלו ואת התקנים שלפיהם הוא נבדק, ולכן השאלה הראשונה לכל חברה שאנחנו באים לנתח היא לראות מה היא עושה ולאיזה תחום היא שייכת. יש חברות שעוסקות ביותר מתחום אחד וזה ישפיע גם על הרווחיות שלה. בנוסף לתחומים האלו יש את הפעילות של מחקר ופיתוח. אין ספק שישראל מובילה בעולם בהרבה תחומים של מחקר ופיתוח, חלק מהחברות עוסקות בפיתוחים ספציפיים וחלק מהידע והפטנטים יהיו ספציפיים לתחומים עצמם - בתחומים של ייצור, השבחה גנטית וכדומה. הניתוח הזה רלוונטי כאשר מנתחים חברה ומנסים להבין מה הרווחיות שלה.

אני חושב שנושא הראשון שעולה מהערכות השווי זה השקיפות - ברגע שחברה צריכה להגיש הערכת שווי למשקיעים והשיטה

שרווחת היום היא שיטה של היוון תזרים מזומנים, וזה מה שהרשות לניירות ערך דורשת, זה מחייב את החברה להציג את המודל העסקי שלה, זה מחייב את החברה להתמודד עם שאלות של מחירי מכירה, מחירי קניה, שיעורי רווחיות בטווח המידי והטווח הארוך. כתוצאה מכך כל אחד יכול לנתח ולהסתכל ולהחליט את החלטות ההשקעה שלו לפי הנתונים האלו ונתונים אחרים. לדוגמה בתחום הגידול החקלאי, נכון שהיום יש שיעורי ריווחיות יותר גבוהים אבל לא ניתן לדעת מה יהיה עוד כמה שנים. אני מסכים עם מה שאמרת אמיר על כך שתחום הייצור יש דמיון מסוים לתחום התרופות ולכן אפשר להסתכל ולראות אם שיעורי הרווחיות יהיו דומים לאלו בתחום התרופות.

גם לגבי מחירי ההיוון - בחלק מהמקרים הפערים בשיעורי ההיוון משקפים אי-וודאות בתחומים האלו. נקודה מעניינת נוספת בהערכות שווי של חברות קנאביס הינה ההתמודדות עם רגולציה, קשה לפעמים להעריך אם תתקבל או לא תתקבל רגולציה מסוימת. רוב הערכות השווי שנעשו ופורסמו נעשו לפני ההחלטה שאפשרה את הייצוא של קנאביס, ולכן מרבית הערכות השווי בעצם נקטו בשני תרחישים - מה יקרה אם יהיה ייצוא ומה יקרה אם לא יותר ייצוא. יכול להיות שזה יהיה רלוונטי בעתיד לשאלות רגולטוריות נוספות, קשה מאוד להעריך מתן אישורים רגולטוריים ולכן אני חושב שפתרון של הצגת מספר תרחישים הוא גם פתרון סביר וקורא הערכות השווי יוכלו להתייחס לדברים האלו והערכות השווי יוכלו להתייחס לדברים האלו.

אמיר ברנע

בשקף שהצגת קיים פער ענק בין שיעורי הצמיחה בתקופת התחזית לבין שיעור הצמיחה בטווח הארוך, כיצד להסביר מעבר חד כזה?

שלומי ברטוב

החברות מתחילות מאפס. מרבית החברות הפעילות התחילו ללא הכנסות, גם חברות התעשייה התחילו כמעט ללא הכנסות, ולכן הפער בשיעור הזה הוא פחות רלוונטי. אחרי מספר שנים (יש הערכות שווי שלקחו חמש שנים להתייצבות), ניתן להניח ששיעורי הצמיחה כנראה יתייצבו לשיעורים מקובלים. שיעורי רווחיות - אני חושב שמאוד חשוב לנתח באיזה תחום החברה פועלת - מותר לחברות לעסוק במספר פעילויות, אבל הן צריכות להיות במסגרות משפטיות נפרדות, וזה גם נכון לגבי חברות תרופות, גם חברת תרופה יכולה שתהיה לה פעילות לייצור חומרי גלם, יש לה ייצור, יש לה מסחר ואספקה, ולכן גם פה יש דמיון לתחום התרופות. כמו שאמרתי, במרבית המקרים בארץ בהערכות השווי שפורסמו דיברו על מודלים של היוון תזרים מזומנים כפי שהראיתי במצגת. מבחינת הנתונים בעולם, אספנו נתונים ממערכת בלומברג אשר

"מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?"

אמיר ברנע

מה המסקנות שלך לגבי הערכות השווי?

שלומי ברטוב

אני חושב שהערכות השווי הן דבר חיובי על אף האתגר בהכנתן. אני חושב שהגילוי אכן חשוב לקוראי הדוחות. יובל אומר שיש נתונים לגבי הערכות לגבי מספר המטופלים, יש נתונים לגבי המחיר וצריך להתמודד עם הדברים האלה. יש נתונים לגבי מחירי המכירה של מגדלים, יש את הנתונים ואני חושב שמעריכי שווי וגם משקיעים יכולים לקרוא מספר הערכות שווי וללמוד מהנתונים האלה. יש עלויות שהן לא זניחות כגון הקמת מפעל, שצריך להביא בחשבון, והנתונים האלה באים לידי ביטוי בהערכות השווי ואני חושב שהדבר הזה תורם לשוק ההון. שאלתם מתי משקיעים מוסדיים ייכנסו - אני חושב שככל שיהיו יותר ויותר נתונים, אם יהיו במקום חמש, עשר או חמש עשרה עבודות של הערכות שווי אז גם המשקיעים המוסדיים יוכלו גם לפתח את המודלים שלהם ולבדוק את הכלכליות. אני חושב שכמו כל ענף כלכלי, צריך להעריך אותו, להבין את המודל העסקי. בחלק מהמקרים קיימת סינרגיה בין מספר תחומי פעילות, אבל מכיוון שכל תחום מפקח רגולטורית אז כנראה יצטרכו לדווח בנפרד על המגזרים/ התחומים השונים, ולכן יהיה מידע על הרווחיות של כל ענף.

עופר שפוטהיים

כולנו פותחים את העיתון ונתקלים בהמון כתבות על השוק הלוהט ביותר כרגע - הקנאביס.

יש הרבה פרסומים ומצגות ואנשים לא יודעים איך לבדוק את זה, זה בהחלט לא פשוט היות והתעשייה היא חדשה ברובה והייצוא עדיין לא התחיל כך שלאף אחד אין ניסיון בייצוא קנאביס כרגע.

כשבאים להעריך תוכנית עיסקית של חווה חדשה צריך להבין מספר עקרונות מהותיים.

דבר ראשון בצד הביקוש: רוב החוות החדשות שמוקמות יפשטו את

מציגה כיום 138 חברות ציבוריות בתחום הקנאביס, לישראל יש ייצוג של חמש חברות מתוך ה-138, רוב החברות הן חברות קנדיות ואמריקאיות, קצת אוסטרליות. מה שמאפיין את החברות האלו זה ששווי השוק הממוצע שלהן הוא 470 מיליון דולר ויש כאן כמה חברות ענקיות של 10 מיליארד דולר ומעלה, אך מה שמאפיין אותן זה שרק חמש חברות מתוכן הציגו EBITDA חיובי וכל שאר החברות הציגו EBITDA שלילי. למעשה, מרבית העולם הזה חי על ציפיות שהשווקים יתפתחו שהמכירות יגדלו ויהיו רווחים, ולכן קשה מאוד גם לגזור את המכפילים. אפשר לראות שהמכפילים ההיסטוריים מאוד מאוד גבוהים (מעל 50), להערכתי אלו לא מכפילים שמייצגים שוק יציב, וצריך להיזהר בהסתמכות עליהם. עוד נתון שמזכיר בבלומברג זה נתונים לגבי המכפיל ה-EBITDA הצפוי של השנה הקרובה. בחלק מהמקרים המכפיל מבוסס על הערכות של חברות, בחלק מהמקרים מבוסס על מודלים ושם מכפילי ה-EBITDA על בסיס הרווח הצפוי הם בין 15 ל-30, שוב פער גדול ושוב אלו מכפילים יותר גבוהים מאשר אנחנו רואים בהרבה חברות. אני מניח שככל שהשווקים האלו יתפתחו ויעברו לעולם של ייצור ודיווח המכפילים יהיו יותר "נורמלים" כך שיהיה ניתן להבין אותם. מה שעוד מעניין זה התחום של M&A, אם נראה את השקף אשר מראה את כמות עסקאות ה-M&A המדווחות, ניתן לראות שב-2015 היו חמש עסקאות.

אמיר ברנע

האם מדובר ב-M&A רוחבי או אנכי?

שלומי ברטוב

אני חושב שהרבה מאוד זה אנכי, אבל זה מספר סוגים. אנחנו רואים שכבר גדלו ל-60 עסקאות M&A בעולם בשנת 2018, יש פה מגמת גידול. אין ספק שאנחנו במגמת גידול אשר גם מסביר את הנושא של אינטגרציה אנכית וניתן להעריך שחברות תעשייה וחברות תרופות גם יבואו ויקנו חברות בתחום הזה.

אמיר ברנע
ההוכחה היא FDA?
יובל לנדשפט
ההוכחות הן בארץ, ומה שאנחנו עושים מוחל בעולם. צריך להוכיח בטיחות ויעילות, כמו בכל העולם.
חגי הילמן

שלום לכולם, קוראים לי חגי אני מחברת BOL, קצת רקע על החברה, אנחנו למעשה קיימים כבר 12 שנים, אנחנו עוסקים באספקה בפועל של קנאביס וכל המוצרים שלו לאורך כל התקופה הזו, יש לנו בסיס מטופלים די גדול, לאחרונה בגלל הקריסה של תיקון עולם אנחנו למעשה קולטים את כל המטופלים שלהם, אני מקווה שזה יסתיים עוד כמה ימים. היד עוד נתונה, כי ה-production capacity שלנו כרגע הוא 300 טון ואנחנו יכולים די בקלות להגדיל אותו ל-600 טון מה שמתחבר למה שאמר עופר שחברה אחת יכולה לספק את הביקוש של כל מדינת ישראל. אנחנו נמצאים בכל החוליות בשרשרת של הדבר הזה, אנחנו החברה היחידה בישראל שנמצאת בכל החוליות למעט בתי מרקחת. אחד המשקיעים שלנו הוא ליאון קופלר הבעלים של סופרפארם, זה הקשר שלנו לבתי המרקחת.

אמיר ברנע
יש לכם סט של מוצרים שהם מבוססים על קנאביס, שבעצם הרופא שנותן את המרשם מתייחס למוצר ספציפי בתוך המגוון הזה?
חגי הילמן

הרופא מתייחס למוצר ספציפי בתוך המגוון הזה. יש קטלוג מוצרים, קטלוג המוצרים הוא גנרי, הרופא רושם את ה-EP שמומלץ על פי ההכשרה שהוא קיבל, המטופל ניגש לבית המרקחת ויכול לרכוש ממה שקיים על המדף מתוך הנוסחאות האלו. קורים הרבה פעמים שאתה נכנס לבית המרקחת ורוצה לקנות אקמול ויוצא עם דקסמול, זה פחות או יותר גם הסיפור של הקנאביס בעניין הזה. אבל טבלת היחסים בין החומרים הפעילים זה משהו מוכר וידוע, דרך אגב אני לא מכיר מקום אחר שהרגולציה היא כל כך שקופה וכל כולה מופיעה באתר של משרד הבריאות ביחידת הקנאביס הרפואי וכל מי שמעוניין להיות שחקן בתחום הזה דבר ראשון צריך להבין את הרגולציה. מי שלא מבין את הרגולציה למעשה עושה טעות ולא יכול להיכנס לענף הזה, זה ענף שדורש הבנה מוחלטת

הרגל - אין להם למי למכור את הגידול. אני תמיד שואל את החברות שבאות אלי ואומרות שהן מקימות למי הן מוכרים? אנשים אומרים "לעולם" - אבל אין הרבה קונים. יש הרבה מאוד חוות שמקימות ואין להן מושג למי הן ימכרו לכן היו מאוד זהירים בהשקעה. בצד השני, צד ההיצע: כשאתם באים להשקיע תסתכלו על המצגת ותחילו לבדוק את הדברים. כשאתם הולכים לבדוק אתם צריכים לבדוק את זה עם מי שמבין. למשל, יש חברות ריבוי ומשתלה וחוות גידול. תשאלו את היזמים אם הם בדקו GAP, האם הם עובדים עם חברות שמאשרות על ידי היק"ר, האם הם בקשר איתן? בידקו את הצוות המקצועי, חלק מהחוות המוקמות מסתמכות על ידע של "MASTER GROWER שגידל בחו"ל. אותו MASTER GROWER, אם אין לו השכלה פורמלית בתחום, לא יאושר כמגדל הראשי ע"י היק"ר! דבר שני, חלק מאותם MASTER GROWERS גידלו לשוק הפנאי והם ללא ניסיון בגידול לצורכי מדיקל/פארמה. יש שוני רב בהרבה מאוד היבטים כולל הדירות, שיטות מיצוי, ריסוסים ועוד. הולכים אחר כך לשלב השלישי בהסדרה החדשה - למפעל ייצור, צריך לשאול האם הם יודעים כמה עולה להקים מפעל ייצור שעומד בתקנים שמאשרים באירופה - לרובם אין מושג. מכיוון שכולם חולמים על מכירה לשוק הגרמני, צריך להבין את המשמעות מבחינת הדרישות הקפדניות. GMP בארץ, לא מתקבל אוטומטית ע"י הגרמנים!

אמיר ברנע
מפעל ייצור הופך את הפרח לאבקה? מה הוא עושה?
עופר שפוטהיים

המפעל זה ה-processing, גם אריזה. אני ממליץ לכם להיכנס לאתר היק"ר וללמוד מהן הדרישות של המפעל (וכמובן גם של שאר השלבים הכל מפורט שם). השלב הרביעי בשרשרת של ההסדרה החדשה - בית מסחר - חברות כמו נובולוג, סל"א וכו' פחות עקרוני לחו"ל כרגע. מבחינת השוק בארץ, חגי או כל חברה אחרת יכולה לספק את כל הביקוש בארץ - לא צריך לבנות על הארץ, צריך ללכת לייצוא, ואז מי שלא מבין בייצוא פשוט לא יודע מה הוא עושה. איפה החוות שיכולות להצליח? אלו שיש להן מחקר, כי מי שיצליחו להוכיח במחקר שהתרופה שלהן באמת עושה את העבודה במחקר קליני, באותו רגע זה הופך לסטנדרט, אתה נכנס פה לפארמה. ברגע שיש תקן של פארמה לתקופה להתוויה מסוימת, כל היצור הזה שנקרא "מדיקל קנאביס" - הדבר הזה לא יעבוד.

"מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?"

חגי הילמן

יש לי חברות נפרדות. כל חברה היא חוליה נפרדת בשרשרת ובאמת יש מחירי העברה בין אחת לשנייה. בסופו של דבר, נשאלה השאלה מה יקרה למחיר בבתי המרקחת, אז לדעתי המחיר ירד בצורה דרמטית. ככל שהשוק הזה יגדל ותגדל התחרות, יש לנו מסוגלות להוריד את מחיר עד לחצי.

שלומי שוב

מה הרווחיות?

חגי הילמן

אתם באמת חקרתם כל מיני חברות ציבוריות שפרסמו את הנתונים שלהן. אנחנו חברה פרטית אנחנו לא מפרסמים את הנתונים שלנו. הלכנו למקומות שפרסמו. בוא נעשה רגע סדר בכל העולם המסובך הזה של הקנאביס - צריך לעשות הפרדה ברורה בין מי שעוסק בפועל בתחום הזה ויש להם מורשת ומוצרים ודברים שנמכרים לבין כל ה-wannabe. מדובר באוכלוסייה מאוד גדולה ששוק ההון מתביית עליהם - שגם הם מתחלקים לשניים: יש כאלה שיש להם ברזלים ואפשר כבר לגעת וכאלה שמפרסמים רק תכניות. מרבית התוכניות שאני ראיתי לפחות הן לא אפיויות עד הסוף - כאלה שמפנטזים על הזהב הירוק ואני לא מצליח להבין איך הם יגיעו ל-execution, ואם כן כמה בכלל הן ירוויחו כי המודל העסקי שלהן לא דווקא תואם את מה שקורה בפועל בתעשייה הזו. התעשייה הזו היא תעשייה עם רגולציה מאוד כבדה וצריך להבין מה עושים שם, אי אפשר להיות מופתע מהרגולציה בהמשך הדרך.

אמיר ברנע

כל המטרה במתארים האלה או אפילו בתשקיפים היא ליצור השוואה בין החומר שעמד בפני הדירקטוריון של החברה לבין החומר שהוגש למשקיע. על מה דנים בדירקטוריון אם אתה אומר

של הרגולציה אחרת יש הרבה מאוד טעויות.

שלומי שוב

חגי, איך הרפורמה הולכת להשפיע עליך?

חגי הילמן

הרפורמה משרתת אותי בצורה בלתי רגילה. קודם כל אנחנו כבר שם מאז 20 לאפריל 2018, אנחנו משווקים מוצרים בבתי מרקחת, לדעתי אנחנו בסדר גודל של 85% מהשוק של בתי המרקחת כיום. אני חושב שהרפורמה הזאת היא מדהימה, היא עושה שכל, היא עושה סדר, היא מצמידה את הפעילות של ייצור הקנאביס לעולם של הפארמה ומשרתת בראש ובראשונה את המטופלים. המטופלים הולכים לקבל מוצרים שהם הרבה יותר נקיים, בדוקים באופן חסר תקדים, וממש בעשר רמות יותר ממה שהיה קודם באסדרה הישנה.

שלומי שוב

ההפרדה בין שרשרת הערך היא הפרדה משפטית?

חגי הילמן

כן, זה חוליות שונות - תאגידים משפטיים שונים שיש בניהם סינרגיה ולמעשה אתה לא יכול להיות פעיל בחוליה אחת אם אין לך הסכמים עם החוליות משני הצדדים שלך. זה נכון לא רק לגביי, זה נכון לגבי כולם.

שלומי שוב

איך התמחור מתבצע - איך נקבעים מחירי העברה בין החוליות?

חגי הילמן

לגליזציה לא מעניינת אותנו. לדעתי היא גם לא מעניינת את מדינת ישראל, ואני אסביר גם למה. לגליזציה, כפי שאני מכיר אותה לפחות, זה עולם של יקבי בוטיק. לפני שנתיים היו בערך 6,700 עסקים בארצות הברית שעסקו ב-recreational, והמחזור הממוצע שלהן היה 2-3 מיליון דולר בלבד. אם בודקים את הטרמינולוגיה של עולם הלגליזציה, זה עולם שמאוד דומה ליקבי בוטיק - מדברים על ארומה, על עפירות ועל דברים שאני לא יכול לראות מצב שפתאום יקום הקוקה קולה של ה-recreational או המי עדן, או איזה גוף שייתן מענה לדרישות של כולם. זה ממש יהיה כמו יין, אז הנושא של הלגליזציה הוא לא רלוונטי בעיניי לחלוטין, וכל עוד שהוא לא חוקי - כל חברה שמפרסמת אספירציה להיכנס לתחום הזה, הייתי בכלל מתייחס אליה בחדשנות.

אמיר ברנע

המוצר שיקנה לקוח אם תהיה לגליזציה הוא מוצר סטנדרטי?

חגי הילמן

אני חשבתי שהדיון הזה נועד למה שקורה עכשיו, לא לחלומות שאולי יקרו ואולי לא יקרו. אני יכול לתת לך תשובות על מה שקורה עכשיו - מה שקורה עכשיו מדובר במוצרים סטנדרטיים. כשאתה מקים מפעל GMP, מדובר במפעל תרופות לכל דבר ועניין, וכסף לא מספיק לך כדי להגיע לשם, צריך באמת לדעת מה אתה עושה. המפעל מייצר מוצרים סטנדרטים שעומדים בגולציה שפורסמה, כל אחד יכול להוסיף עוד מוצרים במידה שהוא מוכיח את הפוטנציאל של המוצר הזה אבל המוצרים שמופיעים בבתי המרקחת הם מוצרים בעלי ערך רפואי שנבדקו והם ידועים והם תמיד אותו הדבר.

גולן ביטון

קח את זה קדימה, שיוכל גם חיבר את הרופאים עכשיו. כשהרופא רוצה לבוא ולרשום מרשם, הם המציאו באמת את ה-EP שנותן לרופא סולם, והוא יכול להתאים לכל מטופל את ה-EP המתאים לו. ואז המטופל מגיע לבית מרקחת ויכול לבחור בין המוצרים השונים.

חגי הילמן

לגבי גודל השוק - אם נהיה ציוריים ונחשוב שבאמצע השולחן הזה

יש עכשיו זר של פרחי קנאביס, ויש מלא מלא דבורים שרוצים לבוא ולמצוץ את הצוף שלו, יש מקום רק לכמה דבורים, ורק מי שיהיה מאוד יעיל ומאוד יסודי ומאוד צנוע ויידע לגשת לזר הזה נכון, יזכה לקחת מהצוף הזה. כל שאר הדבורים שעושים רעש מסביב בסוף ימותו מרעב. ההבדל הגדול בין כל הדיבורים שאני שומע של השחקנים של שוק ההון וכל ה-wannabe זה בעיקר דיבורים. העשייה עצמה היא עשייה שהיא מורכבת מתעשייה ישנה למעשה - מדובר על מפעלים, חקלאות, ובסופו של דבר רווחיות של הקנאביס לא תהיה שונה מהרווחיות של הקישואים או של המלפפונים, וזה העניין.

אמיר ברנע

יובל אתה לא מודאג מהפער בין מה שחגי אומר למה שאתה אומר?

חגי הילמן

הוא צודק ואני צודק.

יובל לנדשפט

אני לא חושב שיש פער, אנחנו אומרים את אותו הדבר. הממוצע לקנאביס הוא 33 גרם למטופל לחודש, המחיר של 10 גרם הוא 110 שקלים. אם נכפיל ב-12 חודשים, זה מחיר המחזור בארץ.

חגי הילמן

המחיר לייצור בישראל מהזולים בעולם. אנחנו יודעים כמה עולה לייצר בקנדה מאחר ומדובר בחברות ציבוריות.

גולן ביטון

אל תשכח חגי שנוכל להוציא רק מוצרים. הייצוא והייבוא בין מדינות הוא רק למוצרים.

חגי הילמן

מחיר העלות הבסיסי של הקנאביס שיוכל לצאת מישראל, מחיר העלות שלו הוא מחיר שיוכל להכות את כל השווקים העולמיים שיש להם איזשהו רעיון לעשות ייצוא.

פינו צרויה

אני רוצה להתייחס למספר נושאים שעלו בדיון, אני רואה את

"מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?"

שלומי שוב

מה החלק שלך בנתח השוק הכלל-עולמי?

פינו צרויה

אנחנו רואים את עצמנו בתחום הקנאביס הרפואי, אנחנו פחות רואים את עצמנו ב-recreational, לגבי שוק המזון עוד לא שקלנו זאת. היעד שלנו הוא לפתח טיפולים רפואיים ולהפיץ אותם במדינות נוספות איפה שיש את הרגולציה שמאפשרת זאת.

שלומי שוב

איך אפשר לבסס את הנתח השוק העתידי?

פינו צרויה

יש מספר הנחות. אנחנו רואים מה קורה במדינות שפתחו את הרגולציה לקנאביס רפואי, קנדה וארצות הברית ומדינות אחרות. השוק מתפתח. ההנחה המבוססת על פי התרבות הקיימת היום היא ש-2.5% מהאוכלוסייה יצרכו קנאביס רפואי כטיפול שגרתי. אם לוקחים למשל את גרמניה אם 90 מיליון תושבים, 2.5%, אלו הכמויות.

כפיר קלדרון

נקודה שנאמרה פה שכביכול מדינת ישראל היא מקום שרק ממנו יקנו קנאביס ומסתכלים על השוק העולמי ביחס לשוק הישראלי היא ראייה שאני לא בטוח שנכונה. אני מקבל את מה אתה אומר שהשוק הישראלי אולי יצליח, אבל אני לא יודע אם לאורך זמן, כי יש מוחות טובים גם במקומות אחרים ויש גם אזורי גידול טובים במקומות אחרים.

השוק קצת אחרת. קצת רקע: בטר היא אחת משמונת המגדלים הוותיקים, אנו פועלים כעשר שנים בשוק, אנחנו מטפלים היום במעל 5,000 מטופלים בטיפולים מבוססי קנאביס. מי שמסתכל על הקנאביס כחקלאות, כקישואים, מפספס את השוק. אני מסכים עם עופר לגבי הקושי להיכנס לשוק הקנאביס, כי מי שאין לו ניסיון של עשר שנים בלגדל ולייצר זנים, לא יצליח לשרוד בשוק. מה שאנחנו מייצרים בחוות גידול אצלנו זה טיפולים רפואיים אותם אנחנו מספקים למטופלים. פיתחנו זנים, יש לנו קו גנטי, הקו הגנטי הזה הוא לא צמח כללי של קנאביס, אלא הצמח רוקח טיפול והטיפול הזה ניתן למטופלים לטיפול בתסמינים ספציפיים. זה מה שאנחנו עושים, אנחנו מטפלים בכל מיני תסמינים - אפילפסיה, אוטיזם, כאבים כרוניים - אנחנו מספקים טיפול אפקטיבי מבוסס קנאביס. החוכמה היא לא לייצר מוצר חקלאי אלא לפתח טיפול, לפתח זנים, להוכיח אפקטיביות רפואית ולספק את זה למטופלים. זה השלב היום. השלב הבא יהיה לייצר פורמולציות מבוססות על הצמח שבסופו של דבר יאפשרו גם לעבור את הרגולציה של ה-FDA וגם לעבור רגולציות אחרות ולהוכיח את האפקטיביות הרפואית. בשונה מתרופות שעושים מחקר, שמשקיעים עשרות מיליונים ואז מגיעים למטופל, אנחנו היום מגיעים למטופלים ועוזרים להם. ואיך זה קורה, למה נוצרת מהפכה בעולם? כי הציבור, המטופלים אומרים לרגולטור אל תבלבלו לי את המוח במחקרים, אני יודע שזה עובד, או שתעשו את זה חוקי או שאני אהיה עבריין. וזה מה שקורה. כשמסתכלים על השוק קדימה, לגדל מאות טונים של קנאביס זה מסובך, היום בישראל קיים חוסר הרבה זמן. יש לי לקוח באירופה שמאוד רוצה לקנות ואנחנו לא יכולים לספק לו. הביקושים הולכים וגדלים. כשמסתכלים על השוק הגרמני - רק על המדיקל קנאביס אנחנו מדברים על 2-3 מיליארד דולר של ביקושים לקנאביס רפואי לשנה, בהנחות שאנחנו מניחים היום ברגולציה הקיימת. כשמסתכלים קדימה על העולם ועל השוק אנחנו רואים שלוש מגמות עיקריות: מדיקל קנאביס, קנאביס לצריכת פנאי וגם מגמה נוספת של כניסת הקנאביס לחברות המזון והטבק - לכלכלה המסורתית.

מה היתרון היחסי שלנו? שהתחלנו קודם? השאלה אם הפור הזה בזמן לא ייסגר.

כפיר קלדרון

הפור הוא זמני כי יש כאן באמת שוק שאין מה לדבר, המספרים גדלים והוא נפתח לגודל מאוד גדול, אבל השאלה היא לכמה זמן הדבר הזה יחזיק וגם זה דבר שאנחנו כמעריכי שווי צריכים להסתכל עליו ולהבין אותו קדימה.

גולן ביטון

עוד תחום מאוד גדול בישראל זה הקטע של משרד הבריאות. בישראל מעודדים מאוד את הסיפור הזה. אנחנו חתמנו עם חברה קנדית שעובדת תחת אוניברסיטת קולומביה שלא מצליחה לעשות מחקר בקנדה - הרגולטור המקומי לא מאפשר. הם הגיעו לכאן כי משרד הבריאות מאוד מעודד את זה, ופה אפשר לקבל קבוצת מחקר או ניסויים קליניים הרבה יותר מהר והרבה יותר זול, ולכן כאשר רוצים להגיד הבקבוק מים הזה טוב לכאב ראש, בישראל יעלה לך הרבה יותר זול - וזו עוד נקודה מאוד חשובה בנושא המחקר.

שלומי שוב

יש לי תחושה שהשוויים האלו מבוססים במידה רבה על ארביטראז' הזמני הזה בין הרגולציות של כל מדינה, וזה משהו שלא יכול להחזיק לאורך זמן.

גדעון שלום בנדור

אני רציתי לדבר על שני דברים - אחד זה הנושא של הרגולציה כמפתח. ניקח דוגמא מעולם אחר, תעשיית הרכב באנגליה התחילה לפני אמריקה - אמריקה השיגה את אנגליה בהרבה והסיבה העיקרית היא רגולציה. באנגליה אמרו שלפני כל אוטו צריך ללכת בנאדם עם פעמון להזהיר את הולכי הרגל - וזה עצר את תעשיית הרכב באנגליה. כאשר הרגולציה מאפשרת את הפיתוח זה נותן יתרון מאוד מאוד גדול, ולא כל מדינה זזה באותו הקצב. בארצות הברית היה חוק נגד שוק האלכוהול, וגם היום, יש 13 מדינות שאי אפשר להעביר בניהן אלכוהול בצורה חוקית, עדיין הרגולציה מעכבת 13 מדינות בתחום האלכוהול. הדבר השני שרציתי לדבר עליו הוא EBITDA - בשוק כל כך צעיר EBITDA היא רק אינדיקציה לזה שאנשים חושבים שלשוק יש פוטנציאל ולא

מעבר לזה. אפשר לתת דוגמא פשוטה - שוק מדפסות התלת-מימד. לפני כמה שנים חשבו שזה הולך להיות שוק עצום, המכפילים היו בשמיים כי המכירות קטנות, השוויים גבוהים בגלל הפוטנציאל. הדבר לא קרה כמו שחשבו שיקרה, והמכפילים התיישרו למשהו נורמלי.

אמיר ברנע

אז איך אתה רואה את הערכות השווי?

גדעון שלום בנדור

EBITDA היא לא שיטה להערכת שווי, אין לי פתרון.

שלומי שוב

היית מצליח לבסס הערכת שווי בתחום?

גדעון שלום בנדור

לא בכל דבר אפשר לעשות DCF. אם היית עושה DCF ל-Whatsapp כנראה לא היית מגיע ל-17 מיליארד, אם היית עושה DCF ל-Waze כנראה שלא היית מגיע למיליארד, אז המודל הוא לא מתאים לשלב הזה שבו השוק נמצא.

אמיר ברנע

היית מציע לרשות לניירות ערך לוותר על הדרישה הזו במתארים?

גדעון שלום בנדור

אני חושב שהגילוי על המידע, על העלויות, על למי אפשר למכור, מה המוצר ואיזו בעיה הוא פותר - הכל מאוד חשוב. לבוא ולהגיד שאני יודע לתת מזה מספר של שווי - לא.

שלומי שוב

יניב, למה הגופים המוסדיים לא נכנסים לעסק הזה?

יניב פגוט

קודם כל, באילון בית ההשקעות, בית ההשקעות שאני עובד בו ישנה קרן נאמנות מנוהלת המשקיעה כ-60 מיליון שקל במניות קאנביס בעולם ובישראל. הגיוסים בתחום מלמדים כי הציבור

"מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?"

ולתקף אותה. כדוגמא אתייחס לקצב שחיקת מחיר תפרחות הקנאביס על ציר הזמן בהערכות השווי והבסיס הכלכלי לשחיקה החזויה.

אמיר ברנע

יש לחברות תכניות עבודה? תקציבים?

ניב פגוט

כשאני רואה את הערכות השווי שפורסמו ואת המידע שקיים בהן, קשה מאוד לקבל החלטת השקעה על בסיס אותם הערכות, ולכן יש צורך לעבוד אותם, יש צורך להצטייד באנשי מקצוע בלתי תלויים שבאים מהתחום הספציפי של קנאביס על מנת שהערכות השווי יהפוך ממסמך של אנשי מימון שנשענים על הנחות עבודה של הנהלה וכמה פרסומים ספורדיים בתקשורת למסמך בעל עומק מקצועי בתעשייה הרלוונטית.

כפיר קלדרון

יש לי שני דברים להגיד, אחד בהקשר של הנושא שאמרו של למה קשה לעשות הערכות שווי, אפשר להגיד את זה על כל שוק חדש. עובדתית יש חברות משלמים עליהם כסף והן נמכרות בכסף אמיתי על הפוטנציאל, צריך לדעת לתמחר את הפוטנציאל. אני מאוד מתחבר למה שנאמר שצריך בהערכות השווי לעבוד משמעותית את כל ההנחות ואת כל הגילוי על ההנחות, ואני חושב שגם הרשות הולכת בכיוון הזה, בשביל להראות מדוע הנחה כזאת או אחרת היא נכונה או לא.

שלומי שוב

אולי בכלל, ואני אומר את זה גם לרשות, לא צריך להכניס הערכות שווי - כי ברגע שאתה לא יכול לבסס הנחות של הערכות שווי בצורה סבירה, הן יכולות להיות משהו שהוא מאוד מטעה - אולי צריך לתת

מתעניין בזה ורוצה להשקיע בזה ומאמין שיש פה הזדמנות גדולה גם אם הסיכון בצידה גבוה אף הוא. בפורום זה אנו מתמקדים במניות הקנאביס המקומיות אולם הזירה הגלובלית במניות הקנאביס גועשת, אין יום שאין עסקה או אינפורמציה כזו או אחרת המשפיעה על האופק הכלכלי של החברות הפעילות בענף. השוק מצוי בשלבי התהוות ראשוניים ולפיכך לרגולטור תפקיד משמעותי בהסדרתו. אני חושב שהערכות השווי שמצורפות לדוחות הן לא סבירות, חסר בהן גם מידע מקצועי, ההנחות לא מובנות והנתונים לא שקופים. ברור שחסר מידע מקצועי לא מהצד המימוני כי להוון כולנו יודעים, אבל של התהליכים ושל הסיכונים בכל אחד מהאירועים האלו, ולמעשה זה הופך להיות סתם דוח שאי אפשר לעבוד איתו או לעשות באמצעותו ניתוח רגישות כמו שצריך כי פה זורקים הנחת עבודה ושם זורקים הנחת עבודה, אין מתודה סגורה וזה מקשה על מוסדיים להיכנס לתחום, ואז דווקא הפתרונות של תעודות סל, של קרנות הן פתרונות שמקטינים סיכונים. חוסר הוודאות סביב הרגולציה הגלובלית והממשקים שלה עם הרגולציה המקומית הוא גדול. היק"ר בצוותא עם רגולטורים נוספים חייבים לתרום את חלקם לשקיפות בנושא על מנת שלא נמצא עצמו משקיעים בחברות אשר מנועים או נחותים רגולטורית מתחרות בשווקי היעד בעוד שווים הכלכלי בבורסה נגזר מחלומות להפוך לחולייה מהותית בשוק הקנאביס העולמי הפורח.

אמיר ברנע

כל המטרה במתארים האלה או אפילו בתשקיפים היא לעשות השוואה בין החומר שעמד בפני הדירקטוריון של החברה לבין החומר שהוגש למשקיע. אז מה דנים בדירקטוריון אם אתה אומר שהמספרים הם לא אמיתיים?

ניב פגוט

אני סבור כי פירוט הנחות העבודה בהערכות השווי לחברות הקנאביס חייב להיות מלא ויש לייצר באורים מתאימים על מנת להבין ממה נגזרת כל הנחת עבודה על מנת שניתן יהיה לנסות

את הגילוי בצורה אחרת. לא הצלחתי להבין איך לבסס את הנתח השוק העתידי פה, בואו נשמע את הרשות.

אביחי אביעד

חשוב להתייחס לשתי נקודות שעלו פה. הנקודה הראשונה היא שהרשות לא דורשת בהכרח לבצע את הערכות השווי בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF) אלא היא דורשת לעשות את הערכת השווי בשיטה הטובה ביותר שמייצגת את הערך הכלכלי של מושא ההערכה. כך למשל הייתה חברת קנאביס רפואי שצירפה הערכת שווי במודל OPM. הנקודה השנייה היא שדיברו פה על כך שהרשות מחייבת חברות קנאביס רפואי לצרף הערכות שווי וזה אינו מדויק. תקנות ניירות ערך לסוגיהן קובעות שאם נקבע שווי התמורה בהסתמך גם על חוות דעת מקצועית, אזי תיכלל חוות הדעת בדוח. כלומר, אם ישנה חוות דעת ששימשה לצורך קבלת החלטות אז צריך לצרף אותה למתאר או לדוח העסקה. הרשות לא מכריחה כל חברה לצרף את הערכת השווי או לייצר אחת כזו, אלא רוצים למנוע את הפער הזה שבין המידע שהוצג לדיסקרטורין שעל בסיסו קיבלו את ההחלטה להכניס את הפעילות או לאשר את המיזוג, לרבות קביעת יחס ההחלפה, לבין המידע שבידי המשקיעים. לעניין ההנחות שנלקחו במסגרת הערכת השווי, אנחנו ברשות לא נמצאים בהכרח בפוזיציה של פסילת אומדנים והנחות כאשר אומדנים אלו עשויים להיחשב סבירים, כאשר יש לזכור כי מדובר בהערכות שווי שלא לצורך מדידה בדוחות הכספיים. חשוב לחדד שכל הערכות השווי שפורסמו עד היום הן לחברות חדשות, כלומר לא מתוך שמונה החברות הקיימות שפעלו לפי הרפורמה הישנה ולכן אנחנו העלנו שאלות משמעותיות שקיבלו לדרישתנו ביטוי והתייחסות של החברות ומעריכי השווי גם בדפי הדגשים שפורסמו כדפים מקדימים להערכות השווי. למשל: האם זה סביר שחברה חדשה שעוד אין לה פעילות אומדת נתח שוק של 10%-15% כשאנחנו יודעים שכבר יש שמונה חברות קיימות שיש להן לכאורה יתרון בשוק כי הן כבר מגדלות ומוכרות ללקוחות ולמטופלים? ברמת המידע וברמת הגילוי אנחנו דורשים שהחברות ומעריכי השווי יתנו את הגילויים האלו, לרבות תקפותם גם ביחס לשאלה שהועלתה לעיל. עוד נושא זו שאלת המחיר - הצפנו את השאלה האם סביר שהמחיר יישאר זהה כמו שהונח בחלק מהתחזיות כאשר אנחנו יודעים שעוד מתחרים רבים מנסים להיכנס לשוק ועוד כאשר יש כבר שמונה חברות שלכאורה יש להן יתרון תחרותי? בנוסף, התייחסו פה לאלמנט הייצוא אז צריך לציין שעם הזמן שקלול רכיב הייצוא עלה לאור ההתפתחויות הרגולטוריות.

אלי דניאל

השוק הבינלאומי של קנאביס הוא דינמי בהיבט העולמי - תסתכלו

למשל על קנדה, אם ישנו שם את הרגולציה, לכאורה, אפשר יהיה לייבא לשם בצורה מסחרית קנאביס רפואי. אם ניקח שנה ומשהו אחורה לפני שהייתה בקנדה לגליזציה, אף אחד לא ידע לבוא ולהגיד אין מצב שייבאו לשם קנאביס לצרכים רפואיים, אבל דה פקטו היום, כולם מודעים לזה שקנאביס לצורך רפואי, לפי שעה, - קנדה לא מייבאת. זה גם דבר שמן הסתם בהערכת שווי שניתנה לפני שנה וחצי אמרו - וואלה נמכור את זה בקנדה, והיום קנדה לא מאשרת את זה. השוק הזה הוא דינמי, וככל שהזמן עובר, יש עוד מדינות שמאשרות מכירה של קנאביס לצרכים רפואיים.

אמיר ברנע

אני רוצה להציע הצעה - כל מה שאתם צריכים להגיד לחברה שמפרסמת הערכת שווי או צפי או תחזית, שכל רבעון תצטרך לדווח על הפער לעומת התחזית המקורית וצריכה לדעת מראש שהיא תתבקש לתת הסבר לפער. אני חושב שהערכה הזו עם כל החסרונות שלה שאמרת, היא איזושהי בקרה עתידית על performance.

יניב פגוט

אני סבור כי למרות החסרונות של הערכות השווי האמורות הפתרון הוא לעבות אותם במידע רלוונטי ולא לוותר עליהם כפי ששלומי מציע. אנחנו בסופו של דבר יכולים לשבת עם אנשים בחדר ישיבות שמנפנים ידיים ומספרים על אוקיינוס כחול של הזדמנויות באלף צמתים, ואנחנו לא יודעים להפוך את זה למספר - אז איך נשקיע?

פינו צרויה

אבל ככה זה בשווקים חדשים. כששוק חדש מתפתח זה בדרך כלל מה שקורה.

יניב פגוט

בעבר התמודדנו לא פעם עם צורך לבצע הערכות שווי של חברות צעירות בעלות אופק כלכלי מבטיח ופעילות עסקית נוכחית מצומצמת. מדובר באחד האתגרים המורכבים ביותר למעריך שווי ומנהל השקעות ואולם לא ניתן לוותר על התמודדות שכן החלופה היא לוותר על השקעה שיכולה להטיל ביצי זהב למשקיעים. בנתונים אלו החברות צריכות לעדכן את המשקיעים בהתפתחויות אל מול הנחות העבודה בהערכת השווי על מנת שהמשקיעים יוכלו להעריך באופן רציף את יחס הסיכוי- סיכון הטמון בהשקעה. בהקשר זה פיזור השקעות בתחום לצד אנליזה תפחית סיכונים באופן מהותי.

ההערה של אמיר נכונה.

יובל לנדשפט

אנחנו בקשר רציף עם הרשות. תודה לכם שבאתם ושייצרתם את זה, כי כדי לייצר ecosystem ברור שצריך ידע, יכולות והון, אלו המרכיבים, ואני חושב שזה באמת הפורום, אולי תוכלו להוביל כללים כלשהם כי זה מתחבר למשהו שהוא די התחלתי. כשהתחלתי בתחום הזה חשבתי שאני יושב על איזו רפסודה בים, אחר כך הבנתי את הגודל ושזו לא רפסודה זו כבר סירה, ומתישהו אמרתי שאנחנו יושבים על קרחון - רובו מתחת למים. אחר כך אמרתי שזה לא קרחון זה אי והיום אני יודע שזו יבשת חדשה. מי שרוצה להיות על היבשת - ברור שצריך פה כללי התנהגות חדשים, אני חושב שגם בשוק ההון, אם הפורום הנוכחי יוביל את זה, אנחנו כרגולטור רק רוצים לראות רצינות בעניין. אנחנו כרגולטור נעשה כל דבר שאנחנו יכולים על מנת שתהיה רצינות, מקצוענות ושקיפות. כל דבר חייב להיות פתוח - אור השמש מחטא - ולכן אני חושב שגם כסף ציבורי רק יעשה טוב לפארמה הזו כמו לכל פארמה אחרת. אנחנו פתוחים לרעיונות חדשים, גם חלק מהרגולציה שלנו נכתבה בעקבות דיונים בין רשויות רגולטוריות ולכן ראשית תודה ושנית הבנו כולם, כמו שהרופאים שלנו הבינו בהתחלה, שכדי לייצר תוכן ולהביא את אנשי המפתח לעניין צריך Evidence Based Medicine, אבל אנחנו מבינים שבעולם הזה זה לא תמיד קיים, ולכן אנחנו כרגולטור מוכנים לגשר על כך, כי ידע נותן יותר ביטחון וכך גם שקיפות.

אמיר ברנע

אני מציע שהכותרת של הסיכום של הדיון הזה יהיה - "הקנאביס - מרפסודה ליבשת" או "הקנאביס מיבשת לרפסודה" הדיון יוצר בלבול. מצד אחד תחזית פסימית של ענף שישחק בתחרות ומצד שני תחזית לרמה קצת פסימית או שעוברים לרמה של ענף כלכלי חדש שהולך להיות מוקם בארץ - כנראה שזה יהיה משהו באמצע. השאלה אם החברות האלו יהיו חברות שיעסקו ספציפיות בנושא

שלומי שוב

הבעיה היא שבסופו של דבר הערכות השווי האלו נוקבות במספר - האם ניתן להתבסס על המספר הזה?

יניב פגוט

המספר הזה שאתה מדבר עליו כאשר נלוות אליו הנחות עבודה פרטניות ומציגים בפנינו את הדלתות בין הערכות השווי על ציר הזמן הוא חומר גלם חיוני לקבלת החלטת השקעה ואולם רחוק מלהיות תורה מסיני ויש לשקלל אותו עם אינדיקציות נוספות כמו תמחור בעסקאות בתחום וכו'.

אמיר ברנע

אם אנחנו השקענו בנדל"ן אמריקאי לפי התחזיות שסיפקו לנו אולי לפי התחזית יבואו האמריקאים וישקיעו בקנאביס הישראלי?

שלומי שוב

אסור למשקיעים האמריקאים להיכנס לתחום.

יובל לנדשפט

יש את הכללים למשקיעים זרים באתר של היק"ר, צריך להיכנס ולראות. אני רק רוצה להגיד משהו כי אני חייב לצאת, קצת סליחה לשלומי אם הייתי עוקצני בהתחלה. אלי גם רוצה להגיד משהו.

אלי דניאל

זה לא רבעונים זה חצי שנתי חוץ מאינטרקטור, שהיא כבר לא תאגיד קטן ותצטרך לדווח רבעוני. בנוסף, חברות מסוימות התבקשו כבר לעדכן ולהתייחס לנתונים שניתנו על ידן במסגרת הערכות השווי, ויש חברות שכבר התייחסו לזה ועדכנו נתונים, אז אנחנו שם. אבל

לצד הסכמה גורפת כי נוצר כאן ענף משק חדש עם פוטנציאל צמיחה ורווחיות גבוהים, כטבעם של ענפים חדשים, התחזיות העסקיות של החברות בענף מאופיינות בחוסר וודאות גבוהה. רוב רובן של החברות הציבוריות המתעתדות לעסוק בקאנביס רפואי טרם הפיקו הכנסות. שמונה החברות בעלות אישורים היסטוריים מספקות כיום מוצרים לכ-40,000 בעלי אישור שימוש רפואי ומספר זה אינו צפוי לגדול דרמטית.

על רקע זה ובהתחשב במספר הרב של רישיונות גידול שניתנו וצפויים להינתן על ידי יק"ר - ומדובר במאות רישיונות - נראה כי התחרות במגזר הגידול תהיה חריפה. אי לכך, מפתיע לראות בהערכות השווי אשר פורסמו אגב הכנסת פעילות קאנביס לשלדים הבורסאיים נתחי שוק חזויים לחברות החדשות הנ"ל של למעלה מ-10% מהשוק המקומי, חלקן צופות נתח שוק של 15% לחברות שטרם שתלו צמח אחד. הערכות אלה נראות מוגזמות בכל קנה מידה ומצביעות, לכאורה, על הערכת יתר של החברות הנ"ל.

יצוין עוד כי מנועי הצמיחה של הענף המופיעים בהערכות השווי לעתים כנתון איכותי ולעתים כחלק מהתסריטים האפשריים - לגליזציה מקומית ויצוא מוצרי קאנביס רפואי - לרוב מקבלים ביטוי מינורי בהערכות השווי משני טעמים ברורים:

סיכויי הלגליזציה של השימוש בקאנביס אינם ברורים, בשלב זה. גם בהנחת הלגליזציה, מדובר על מוצרים ביולוגיים ייחודיים בדומה לענף היין בו הצרכנים נוטים למוצרי בוטיק ולחברות קאנביס רפואי אין יתרון משמעותי על כל חקלאי אחר בעל רישיון גידול. מכאן שלגליזציה עשויה ליצור שוק קאנביס גדול, יחסית, אבל מידת ההשפעה שלו על העוסקים בקאנביס רפואי, אינה ברורה.

לצד החלטת ממשלת ישראל לאפשר יצוא מוצרי קאנביס רפואי, על היצואנים לקבל אישורי יבוא של המוצרים הנ"ל בשווקי היעד, על מוצריהם לעמוד בסטנדרטים המקומיים ולהתחרות בתוצרת המקומית וביבוא ממדינות שונות בעולם. אומנם מדינת ישראל היא בין המובילות בעולם בתחום על כל היבטיו: רגולציה, מחקר וכדומה, הצלחה מסחרית של החברות המקומיות תלויה במשתנים כה רבים שקשה לגבש תחזיות מהימנות לגבי יצוא המוצרים הנ"ל, הן בהיבט של הכנסות ורווחיות והן בהיבט של עיתוי תחילת היצוא. לסיכום, נראה כי ברמה של חברה בודדת העוסקת בתחום, תחום העיסוק המעניין ביותר ב"שרשרת המזון" של הענף היא מו"פ וייצור מוצרים פרא רפואיים ולא דווקא גידול הצמח. בשלב מתקדם יותר עם העמקת המחקר יתאפשר לבדד את חלקם לתרופות, לאמור - לעבור רגולציה של FDA, למשל, על בסיס מולקולות מסונזות בעלות יעילות מוכחת והגנה ארוכת טווח. לאור האמור לעיל, מרחף מעל חברות שיתמקדו בתחום גידול הצמח בלבד, סימן שאלה גדול

הקנאביס או יהיו חלק מחברות תרופות גדולות, כי זה מוזר קצת שלא יושבת פה נניח טבע שמחפשת איזה ענף להתקדם בו, האם היא רואה בקאנביס מוצר משלים או מתחרה?

גולן ביטון

אתה הורג לה את התרופה. אנחנו בין הראשונים שעברנו את המיזוג המלא, עשו לנו את המוות וכל הכבוד. אני בסוף אומר, יש לנו כרגע קונה מרצון ומוכר מרצון. עכשיו אני הלכתי בדעה שלך לפני שנה והסתכלתי על טילריי, ואמרתם הם יפרסמו דוחות כספיים ובטח זה יקרום - וזה לא קרה. וזה כבר שנתיים קורה בפי שבעים או שמונים מהשווי שלהם, כמו שהמודל שלך או המודל שלו יכול להגיד. ובסוף אנחנו מסתכלים פה כרגע משלושים אלף רגל, ואפשר להסתכל על המשקוף או המזזה ולהגיד רגע אין לי פה מספר, חסר לי פה מודל, איפה ההתפתחות - אבל בסופו של יום יש פה קונה מרצון ומוכר מרצון והציבור מצביע ברגליים. אם פרסמתי דוחות כספיים לא נכונים או פרסמתי מילה לא נכונה, מחר אני אראה את זה בכל פורום אפשרי, בכל דוח אפשרי ובעיתון, שהדוחות לא נכונים, וזה מצביע במחיר המניה.

יניב פגוט

אני חוזר לתפקידו של הרגולטור מנהלי ההשקעות כמו גם לקוחות הקצה חייבים מסגרת רגולטורית קפדנית על מנת שיוכלו להגדיל השקעה בתחום. הטענה לפיה במקום בו ישנו קונה מרצון מקומו של הרגולטור משני שגויה ההפך הוא הנכון. אין מדובר פה ברכישה של מכונת משומשת, אלא ברכישה של ניירות ערך שהבסיס לניתוח שוויו הכלכלי הוא איכות הדיווח והפיקוח. טיוב הדיווח של חברות הקאנביס הוא אחד המפתחות הבולטים להגדלת ההשקעות בתחום.

גולן ביטון

נכון אבל אם אתה בסוף מחפש מודל שאתה אומר לי תשמע, אם אני שם את המספר הזה אני מקבל את זה - זה לא קיים כרגע.

יניב פגוט

חשוב לומר כי היום תחום הקאנביס בבורסה מרכז נכסים בהיקף של שלושה ארבעה מיליארד שקל ואולם היה והתהליכים יתנהלו נכון אזי שוק שכזה עשוי לרכז נכסים בהיקף גבוה דרמטית בתוך שנים לא ארוכות ולכן לצד המאמץ התפעולי והמדעי של החברות בתחום יש לפתח מסגרת הולמת של דיווח כספי וממשל תאגידי שתגן על המשקיעים, תעודד משקיעים מוסדיים להשקיע בתחום

"מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?"

באשר לרווחיות העודפת בטווח הארוך.

שלומי שוב

אנחנו רוצים לסיים, היה לנו דיון ארוך, מעניין מרתק. נראה לי שיצאנו יותר מודאגים ממה שנכנסנו אליו אבל אין ספק שיש פה גם לרשות לניירות ערך תפקיד חשוב בשמירה על האינטרס של המשקיעים, הגברת הגילוי, השקיפות. לטעמי צריך לשקול לא לאפשר לפרסם הערכת שווי עם מספר מדויק, כדי להמחיש את חוסר הוודאות שהמשקיעים חשופים אליו - לפעמים כשאנחנו נותנים מספר ואחרי זה נותנים גילויים זה נותן הרגשה של נוחות ואני לא בטוח שמעריכי שווי בכלל יכולים לתת הערכת שווי כשאתה לא יודע מה יהיה נתח החברה בשוק על פני זמן. זה לא טריוויאלי בכלל לדעתי לבסס את זה וגם בכלל מעריכי השווי צריכים לחשוב על זה היטב לפני שהם חותמים על הערכת שווי כזאת.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"הפיקוח על מתן אשראי מוסדי
ובנקאי ללווים גדולים על רקע
מסקנות וועדת כבל".

תאריך המפגש: 2 במאי 2019

נושא המפגש: "הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".

אורחים שנכחו בדיון: משה ברקת (רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון), איתן כבל, אבי גולנדר (הפניקס), ברק גונן (צדק פיננסי), דליה טל (מיתר), יוני אשכנזי (שיבולת), יוסי בנקל (שיבולת), יעל רגב (רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון), לינור דויטש (לובי 99), נועה זלצמן (לובי 99), נעמה שיין (בנק לאומי), רועי שלם (נומריקס), שילה קם (מובילים פיננסיים), זלמן סגל, נילי אבן חן (התנועה לאיכות השלטון), אוהד מעודי (רשות שוק ההון), אמיר פרנקל.

משתתפים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אברמי וול (פישר בכר חן וול אוריון), איתי קדמי (בנק ישראל), טל מופקדי (נומריקס), יורם עדן (מכללת הדסה), לילי איילון, קים שהם ניר (הכשרת הישוב), שי קומפל (מנורה מבטחים), יניב פגוט (איילון), מיכה ארד (Deloitte), צחי זנגורי (מגדל), אבי לוי (מליסרון), גנאדי גולדשטיין (משרד המשפטים), אסתר גלעזרן (אוניברסיטת בר אילן), נטלי גייקובס (הרצוג פוקס נאמן).

צוות מקצועי: גל אקריש, עדי פליישר וסתיו אבישר.

"הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".

שלומי שוב

אכן, בשנים האחרונות ראינו כמה דוגמאות, לדוגמא לפני שנתיים האשראי שאלוהו שגייס לצורך המימון של מגדל דרך גופים מוסדיים ולא דרך גופים בנקאיים. לאחרונה התפרסם אשראי שמנורה כמדומני נתנו למוזס הבעלים של ידיעות אחרונות, לרכישת המניות, שגם פה יכול להיות שההסתכלות היא יותר על שווי נכסי ופחות על תזרים, אנחנו לא יודעים לגמרי. קיימת פה גם בעיה ברמת השקיפות.

איתן כבל

אני ישבתי עם הנגיד לפני מספר שבועות ונושא הארביטראז' הרגולטורי הוא בעיה בינלאומית, כך הוא אומר. בדיון האחרון בפגישתנו עם הנגידים מכל העולם לפני קצת יותר מחודשיים - זה היה הנושא המרכזי עליה נסובה השיחה.

שלומי שוב

צריך לזכור כי אנו מדברים על רמות הסיכון, לכאורה ממה שמצטייר, רמת השמרנות של הבנקים גדולה יותר מאשר של הגופים המוסדיים. השינוי המתודולוגי הזה של הבנקים ייתכן שבמידה רבה פתר בעיות או לפחות חלק מהבעיות שהועדה ביקשה לדון בהן, ודווקא פה יכול להיות שהוא פותח שאלות מעניינות בצד של הפיקוח על שוק ההון. כפי שצינו בחומר הרקע, הועדה, ציבורית אולי, נתפסת ככזו שבאה לתקן "שעון עובד", אך אני חושב שהדיון בכל מקרה חשוב מאוד. כבר בשנה שעברה רצינו לעשות דיון על העניין המתודולוגי של מתן אשראי בבנקים מול מתן אשראי בגופים מוסדיים. אני בכלל חושב, איתן, שעשייתם עבודה באמת חשובה מאוד, אני חושב שזה שאתם ככנסת נכנסתם לדיון ברזולוציה כזו זה מדהים, גם ברמת האכפתיות. למעשה אחד מממצאי הועדה, תכף נשמע גם מאיתן, זה שהפיקוח על שוק ההון נמצא באיזשהו סוג של פיגור, נחיתות ומעניין מה יהיו הצעדים שאנחנו נראה שם. אולי במידה מסוימת ניתן להגיד שדוח הועדה בראיה של הבנקים פחות משמעותי ורלוונטי כי אולי הם עשו כבר צעדים, ואילו בראיה של הפיקוח על שוק ההון הוא יותר אפקטיבי.

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם, אנחנו עוסקים היום במסקנות ועדת החקירה הפרלמנטרית לעניין לווים עסקיים כלולים, בראשות איתן כבל. מדובר במאות עמודים של דוח שתמצתנו במסגרת חומר הרקע לקראת הדיון. כפי שהבענו בחומר הרקע, התלבטנו האם להעלות את הנושא לדיון ולבסוף החלטנו שכן. מדובר בנושא רגיש מאוד מבחינת הצדדים המבוקרים וכן הוא מורכב מידי לסטודנטים. לכן הקהל שלנו מצומצם יותר מבדרך כלל, אך עדיין מצאנו לנכון את חשיבות העלאת הנושא לדיון. למעשה הועדה העלתה את נושא מתן האשראי ללווים גדולים לדיון, תוך הבחנה בין בנקים לגופים מוסדיים. למרות שהועדה הרחיבה את תחולת המסקנות שלה, אנחנו נתרכז היום בדיון רק בנושא הזה. כידוע יש הבדל בין הפיקוח על הבנקים לבין הפיקוח על הגופים המוסדיים. הבנקים נמצאים בתחום האשראי המון שנים וזו המומחיות שלהם, אנחנו יודעים שהמתודולוגיה שלהם עברה שינוי משמעותי בעשור האחרון עם המעבר לניתוח תזרימי ולא רק ניתוח נכסי. לכאורה הפיקוח לא מספיק נוקשה, לא דומה לגמרי גם בהיבט של הפיקוח על שוק השוק, ולכאורה נוצר פה ארביטראז' של לווים, יש פה מעין סלקציה מובנית.

אמיר ברנע

אני מבין שכוונתך שהבנקים אימצו גישה תזרימית להערכת לווים ולכן הם יתנו אשראי ללווים עתירי תזרים לעומת הסקטור המוסדי שבוחן יכולת החזר על סמך ניתוח מאזני. זה מה שאתה אומר?

שלומי שוב

אכן

אמיר ברנע

כלומר, אפשרי מצב בו תחול פרצלציה של לווים: עתירי תזרים לבנקים ועתירי נכסים לשוק החוץ בנקאי.

אני בכל מקרה חושב שצריך להגביר את השקיפות אחרי שגם ראיתי את דוח הועדה בנושא אשראי הגופים המוסדיים, אולי זה גם דבר שמשמר ירצה להתייחס אליהם, כמו מתן גילוי לכשלי אשראי, לעמידה של מודל הדירוג הפנימי וכו'. אני חושב ששקיפות בסיסית כזו היא חשובה מכיוון שמשתמשים פה בכספי ציבור. הזמנו לדיון היום את שני הרגולטורים הרלוונטיים - המפקחת על הבנקים ואת המפקח על שוק ההון. אנחנו מאוד מעריכים משה שהגעת, ראינו דרך הזימונים שעקב רגישות המפגש הצד הבנקאי והרבה מאוד מהמפוקחים לא ששו להגיע, ולכל אחד היה נימוק אחר שאנחנו לא מסוגלים להתמודד איתו. המפקחת על הבנקים לא הגיעה, היא הודיעה שבנק ישראל מגבש תגובה מסודרת.

אני אגיד במילים שלי את מה שאמיר ואני הבנו מהעמדה של הפיקוח על הבנקים נכון לעכשיו, זה שני דברים שהם גם קשורים בניהם. למעשה התפיסה שלהם היא שמסקנת הועדה לפיה הפיקוח הוא רגולטור שבוי ולא אפקטיבי, היא מסקנה לא מבוססת שהנחות היסוד שלה לא מאומתות, ואולי אפילו נושבות בהן רוח של פופוליזם תקשורתי ועומדות בניגוד למסקנות של ועדה מקצועית של קרן המטבע הבינלאומית ב-2016. בנוסף, הביקורת שלהם על דוח הועדה היא שההסתכלות על מספר צעדי האכיפה היא לא בהכרח המבחן הנכון לאפקטיביות הפיקוח, במיוחד על רקע שיעורי הפסדי האשראי של הבנקים בישראל, שהם נמוכים ביחס לעולם.

בכל מקרה חשוב לי להגיד שגם ראינו בדוח הועדה ובנתונים שמציגים בכל מיני שקפים, שצריך לקחת גם בחשבון בהצגת הפסדי משקי הבית וכו', שיש גם בצד שלנו כחשבוניים לא מעט אי בהירות. ביאור המגזרים שממנו הרבה פעמים מוציאים נתונים של הפסדי המגזר של משקי הבית, הוא בכלל לא טריוויאלי ולא ניתן להשוואה בין בנק לבנק. יש פה שאלה של העמסות וכו' ולכן וההסתכלות האגרגטיבית לא בהכרח מדויקת. יכול להיות שצריך לעשות פה בדיקה הרבה יותר מעמיקה ויכול להיות שהפיקוח הוא הגוף שצריך לעשות את זה. בדוח הועדה יש קשת רחבה של המלצות וכאמור אנחנו רוצים להתמקד בדיון בצד של מתן האשראי. יש התייחסות בדוח של הועדה לממשק עם רשות ניירות ערך. אין ספק, אני אומר גם את מה שאני יודע, שיש בעיה בממשק הזה. אני יכול להגיד שהדוחות הכספיים של הבנקים הם ברמה בעייתית מאוד בלשון המעטה, אין פה הפרדת רשויות כמו שיש בכל מדינה מתוקנת, שבה גוף תקינה קובע את כללי החשבונאות. רשות ניירות ערך אוכפת את היישום והפיקוח על בנקים שדואג ליציבות - לא יכול להיות שיש ערבוב בין כל הדברים האלו. לשם ההמחשה, יש 144 מדינות שאימצו IFRS, ישראל היא אחת מתוך שש מדינות שהדבר לא נעשה גם בבנקים, כאשר ה-5 הנוספות הן: ארגנטינה, אל סלוודור, מקסיקו, פרו ואורוגוואי. שלא תתבלבלו הבנקים בישראל לא באמת מיישמים US GAAP. הלוואי והם היו מיישמים US GAAP כפי ש-US GAAP. הם הרי מיישמים לכאורה US GAAP אבל כפי שהפיקוח רוצה - עם כל מיני דברים מוזרים. יש פה בעיה של ערבוב רשויות שהיא מאוד חמורה לטעמי. חייבת להיות הפרדה בין הגוף שקובע את כללי החשבונאות (IFRS)

או US GAAP) לבין הגוף שאוכף אותם (רשות ניירות ערך) ולבין הגוף שאחראי על היציבות שלהם. למעשה מה שקורה היום הוא ששיקולי היציבות משתרבים לדוחות הבנקים. אין דוח של בנק היום בישראל, עד כמה שהדבר נשמע מוזר, שהיה ניתן לקחת אותו ולשים אותו בבורסה כלשהי במדינה מתוקנת בחו"ל, מה שלא נכון לגבי כל חברה ציבורית אחרת בישראל.

משה ברקת

קודם כל, זה לא העניין שהם שונים, הם משונים. יש ערבוב של GAAP ישראלי ו-GAAP אמריקאי ו-GAAP בינלאומי והנחיות של הפיקוח.

איתן כבל

זה נובע בדיוק מאותו אלמנט, אין שולחן משותף, אין זרימה, כולם מתבטלים בפני הפיקוח.

אמיר ברנע

ראשית אני מצטרף לדברים שנאמרו ששבחו את היסודיות של עבודת הועדה, השיטתיות, המקצועיות לא היינו רגילים בעבודות שפוליטיקה מעורבת בהן לאיכות כזו של דוח. גם דרך הפרסום המקצועית שלו חרגה מהמקובל בדוחות של ועדות פוליטיות. רק הערות בשתי מילים: מטרת הועדה הייתה לחקור את התנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי של לווים גדולים. זה כשלעצמו מהווה חריגה בעיני מהגישה הקונבנציונלית, שמצדיקה פיקוח על בנקים בהסבר של השפעה סיסטמית, כלומר האם קריסה של מוסד פיננסי כמו בנק היא בעלת השלכות רוחביות כלפי המשק, כלפי התפוקה הלאומית. הטענה היא שדרך הפיקוח אנחנו מבטיחים שלא יהיה אירוע בעל משמעות מאקרו כלכלית. אם זו הסיבה העיקרית לקיום הפיקוח, כלומר הרצון למנוע אפשרות שלקריסת בנק תהיינה השפעות רוחביות, אז כמובן גם ההבחנה בין שוק ההון לבנקים דורשת הבהרה פה, כי המושג ארביטראז' רגולטורי, משמעותו שמערך הפיקוח על המוסדות החוץ בנקאיים שנותנים אשראי או מקבלים פיקדונות יהיה כמו על בנקים, אז גם האחריות הציבורית כלפי יכולת הפירעון שלהם תהיה דומה. היום למשל אם מוסד פיננסי קורס, להוציא חברות ביטוח האם יש לכך השלכה רוחבית? האם יש אחריות למשלם המיסים באיזושהי דרך? הגישה שמרחיבה את סמכויות הפיקוח ומשווה לפיקוח על בנקים השלכות על כמות האשראי במשק ואחריות משלם המיסים כלפי המפקדים. האם זה רצוי? ועניין שני נושא התחרות הגברת תחרות בענף שמומלצת בהדגשת יתר בדו"ח הועדה יכולה לעמוד בסתירה לנושא היציבות בתנאים מסוימים. או למשל תחרות והונויות, כאשר בדו"ח מדובר על משקי בית שמכסים קריסות של לווים גדולים, מי משלם יותר ומי משלם פחות. המסקנה הראשונה של הועדה למשל היא למנוע

"הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת ככל".

מקורב יודע שלא היה מכשול שלא העמידו בפני, בנקל אתה זוכר בתחילת הדרך. אין קונצרטניה שלא נדרשתי לדרוך עליה בתהליך הזה, כולל בכנסת, בירוקרטיה לא חסר. הרצון שלי היה שזה יהיה הכי מקצועי, הכי לא פופוליסטי, הייתם צריכים לראות חברי כנסת מגיעים לפני דיונים בימי רביעי ויושבים שעות לעבור על כל עניין ונושא- אלו נושאים שיהיה קל מאוד לכדרר את חברי הכנסת. באופן טבעי, האנשים שמופיעים בפניך מכירים את החומר לפני ולפנים, ומעולם לא ניסיתי ואין זו כוונתי להתמודד עם מי מהבנקאים או בשוק ההון או בכל אחד מהשוקים שבהם עסקנו לדעת איך המאזנים שלו בדיוק ומה הם עושים, מעולם לא. מעולם גם לא לקחתי לעצמי לרצות להיות יותר חכם יותר מאלה שמופיעים בפנינו, זה לא תפקידי. רצינו להבין איך הדברים האלה עובדים. אז שמענו, אני תמיד אומר לא מקבלים צל"ש על המובן מאליו, אבל אני מוכן לקבל שהבנקאות הישראלית ובדין, כשבארצות הברית ובמערכות אחרות עולם הבנקאות קרס, כל הכבוד אמיתי. אבל אתם יודעים, עוד אף אחד לא באמת הלך ובדק מה קרה שם, אבל למה לי להיות כזה קטנוני, אני זורם. הדבר שהכי בלט בתהליך הזה והוא בנפשונו הוא עניין השקיפות. עוד לפני הכל, אם יש או אין, אם פועלים נכון או לא, זו השקיפות - חור שחור. אנחנו חברי הכנסת, שיוועים את סודותיה הגדולים ביותר של מדינת ישראל, יושב כאן לפניכם אחד שבאופן טבעי, במערכות שבהן אני הייתי ואני לא יכול לדעת כלום על עולם הבנקאות? ואני אמור לסמוך על אנשים רק כי הם אמרו לי שהם אנשי מקצוע? האם מישהו חושב שנכנסנו לתהליך הזה שמי מאתנו רצה או סבר חס וחלילה לגרום לאיזשהו משבר בעולם הבנקאות או בכלל בכותרת גדולה בשוק ההון? אבל היה אירוע, הייתה כותרת לפני יומיים בנקל שאתה אחראי לה, לא באופן אישי, אבל אתה מבין למה אני מתכוון, עשרות מיליונים, אתה יודע זה תפקידך, אתה לא צריך הצטנע.

אמיר ברנע

היה אירוע סיסטמי?

תיעדוף של לוויים גדולים כלומר הועדה נכנסת לנושא תמחור אשראי ולשאלה האם מנקודת ראות הבנק מדובר בשווים. בוא נשמע את איתן שיציג את נקודת מבטו לעניין דוח הועדה ונשמע תגובות כמוכן ממשה.

איתן ככל

בוקר טוב, תודה שהזמנתם אותי. את חלקכם הלא קטן אני מכיר בנסיבות כאלה ואחרות ואני שמח לראות אתכם כאן, אני גם שמח לראות את יוסי בנקל ומנצל את ההזמנות לומר תודה. אתה התנהגת בצורה שאיננה תואמת את המערכות, לא הגעת לכל דיוני מחפרון, שזה בדרך כלל סוג של התנהלות של הגופים. את אותו הדבר אני אומר גם כן למשה ברקת. כשקראתי את ארבעת העמודים שלכם זה סוג של העתק הדבק של תגובת בנק ישראל, כדאי שנשים על השולחן גם את הדברים האלה. שנים רבות הייתי חבר בוועדת החוץ והביטחון, עמדתי במערכות מאוד מרכזיות של חוץ וביטחון ומעולם לא פגשתי את המערכות הצהליות כשהעלנו נושא כלשהו. הכל כבר נפתר, אנחנו כבר הסקנו מסקנות עד הפשלה הבאה, מפשלה לפשלה. עוד לא ראיתי אדם במערכות הציבוריות של מדינת ישראל שקם ואמר "חוץ ממנו", זו מחמאה משה. כל מי שהגיע קודם כל, כמו באפסנאות היה אומר "אין לי, מה אתה רוצה ממני, הכל בסדר אצלי, תחפש שם ושם". בסופו של עניין אני רוצה לומר לכם איך קמה הועדה. לא הייתה בתחילת דרכנו כל כוונה להקים ועדה. הקמנו ועדת משנה ופתאום שמנו לב שמתחיל להיות קיר, התחלנו לבקש מסמכים. עוד דבר בהקשר הזה לפני שאני צולל פנימה - חברי כנסת הם לא יבוא אישי ולא גודלו במבחנות. בסופו של עניין, אנחנו הציבור הישראלי במידה רבה כזו או אחרת ומי שחושב שהוא יודע לעשות דברים יותר טוב מוזמן להצטרף כדי לעשות אותם טוב יותר. מספיק עם ההתנשאות הזו שיש אנשים שיוועים יותר. כמו בכל מקום יש אנשים יותר טובים ויש אנשים פחות טובים, כמו בכל דבר. בינתיים אני אומר שרוב הפשלות לא בוצעו ע"י פוליטיקאים בכנסת אלא ע"י אנשי מקצוע ואנשי מקצוע מכובדים. נמאס לי להתנצל בפני מישהו וזו הפעם האחרונה שאני מוכן להתנצל או להסביר למה, מה פתאום, איך ובאיזו זכות. שנה שלמה עמלתי כדי להקים את הועדה, ומי שעקב

אני מתכוון לזה שהיו אירועים, שהיה סיפור. עוד דבר, כשנכנסו לתהליך היה לי ברור, אני מכיר כבר. אם אני מנסה להיכנס ולהגיד, עוד הייתי צריך לתת צל"ש בתפיסה של עולם הבנקאות, של הפיקוח, הייתי עוד צריך לשלוח כתב ציון לשבח, כי גם אחרי שהם עשו את כל התספורות, ואין ויכוח שנעשו תספורות, הם טענו "אנחנו לא הפסדנו, תראה איזה מצוינים, אתה צריך להגיד לנו תודה". זה בדיוק מה שהועדה באה ובדקה - את הדרך, את השיטה. כשבאנו להיכנס פנימה, היועצת המשפטית שלנו אמרה כי הבנקאים לא יכולים עפ"י דין להגיד כלום. אבל אתה יודע, יש דרך לא להגיד כלום ויש דרך לשתף איתך פעולה. קודם כל שיהיה ברור, זה דבר שאינו מקובל עליי, לא לשתף פעולה. הפיקוח על הבנקים, אני אומר את זה בצורה ברורה, לא סיפק תשובות, פשוט מאוד. עכשיו אני קורא שהם מתכננים לתת לנו, הם יכלו לתת לנו את התשובות בזמן אמת, הרבה דברים אולי היו נחסכים. נקודות מאוד מרכזיות שצפו ואנחנו שמנו את הדגש עליהן הן שקיפות, ורגולציה שאין משמעותה הכבדת עול, ממש לא. ולכן בין היתר המלצנו כמו בחוץ וביטחון שיש ועדת משנה, ששם אפשר לומר את כל הסודות. יותר מזה, אפילו הסכמתי לוועדת שו"ס, ועדה שאם באמת חס וחלילה עלול אירוע מסוים לייצר מצב כזה ונביא את זה בהליך חקיקה.

אמיר ברנע

אתה מדבר בעצם על מינוי ועדה פרלמנטרית, פיקוח על הפיקוח כאשר אתה חורג מההיררכיה של בנק ישראל?

איתן כבל

קודם כל זה תפקידנו, אני רוצה להזכיר בהגדרה, אני לא יצרתי פה מערכת חדשה. בהגדרה תפקיד הכנסת, במקרה הזה של ועדת הכספים, בנושאים מסוימים שחלק מהם אתה נמצא תחת פיקוחם, שוק ההון ואחרים, חלק נמצא תחת ועדת הכלכלה. אמרנו נקים ועדה משותפת, ועדה חדשה שמורכבת לא מאנשים שלא עוסקים בעניין הזה, ונגדיר מה כן ומה לא.

אנחנו מביאים המלצת חוק שהניחה את הפלטפורמה, רק את הרוח בתהליך. שקיפות היא אחד הדברים המרכזיים בתהליך הזה. הפיקוח על הבנקים מתחמק מלענות לנו על השאלות, אנחנו נכנסנו פנימה ובדקנו את ההתנהלות של הדברים. לעומת זאת אני מוכרח לומר לכם, ואני אומר את זה למשה כבדרך אגב ולא בציניות - כשקודמנו, שיש לה זכויות שאני אפילו מפרגן עליהן, סירבה להגיע אני חשבתי שזה רק בגלל שהיא פחדה "להגיע לגריל", שכך כינו את זה. בארה"ב כשמגיעים לגריל אין בעיה, כשאנחנו רוצים אנחנו אומרים "למה שלא יהיה כמו ב-OECD? למה שלא יהיה כמו בארה"ב? למה שהכנסת לא תפעל כך?", וכשמתיילים לעשות דבר כלשהו - "מה פתאום,

התרבות הישראלית איננה דומה, לא ניתן לעשות שינוי כזה דרמטי". כל אחד מהרגולטורים צריך לצאת להתכונן בכדי להופיע בפני הועדה ולענות על השאלות האלה, "זה לא מכובד". אבל עזבו, רק כשנכנסתי פנימה וצללתי לעומק הנושאים הבנתי למה היא לא באה. כיוון שבסופו של עניין, ואני מתעסק עם הארביטראז' הרגולטורי, נכון אנחנו לא אמרנו דברים חלוטים שם, ברור לנו שמתקיים ארביטראז' רגולטורי. הארביטראז' הרגולטורי הוא במובן הזה שבאנו לחפש אתונות בבנקים ומצאנו מלוכה בשוק ההון, ששם באמת השוק פרוץ, זו עובדה. לא עסקנו עוד בשאלות שפרופ' בן בסט מעלה בכל הרצאה שלו, כמו ביטוח פיקדונות וכל מיני דברים מן הסוג הזה, שעוסקים במה שקורה חס וחלילה אם גוף כזה מתמוטט, יש כאן שאלות ולא ניתן לכדרר אותנו כל הזמן רק בגלל שאנחנו פוליטיקאים. הארביטראז' הרגולטורי מתקיים. אינני רוצה ששוק ההון ייהפך לעולם בנקאות, כי כך בעצם מעקרים ושוברים את אותה התחרות. דרך אגב, אני רואה כי עיתונים מלאים בכתבות סביב חוק נתוני האשראי, שעבר אצלי בוועדה. דרך אגב, אני זה שהקים את קרן ה-50 מיליון למבקשי אשראי בעקבות החקיקה הזו ויש כאן אנשים שהיו חלק מהליך החקיקה הזה.

אני מציע שלגבי המסקנות זה יהיה הפוך, כלומר אם אנשים קצת קראו או באו עם ידע אישי שינסו לאתגר אותי מהמקום הזה, דבר שיהווה אינטראקציה נכונה וטובה יותר מאשר שאני אדקלם אותן. יש כאן חיבור של כמה דברים וזה בעצם מהווה סוג של סיכום של המסקנות וההמלצות - עניין השקיפות קודם כל מהווה עניין מאוד משמעותי שצריך לתת עליו את הדעת.

אמיר ברנע

מבחינת השקיפות, לא מדובר על דבר פרטני? הרי הוויכוח היה קודם כל האם ניתן לקבל נתונים של לווים ספציפיים. לכן, למה אתה מתכוון במונח שקיפות? קיים הרי חוק הגנת פרטיות במערכת הממשק בין בנק ללקוח.

איתן כבל

אמיר, אני מודה לך שהגעתי לכאן כדי לדבר על זה. ברור, אני מבין את זה, אני מכיר את זה, אני יודע את זה, אמרתי שאני מבקש דוח של איזה לווה מסוים? בסוף אנחנו מנסים לייצר את המודל הזה, על זה אני מדבר. אנחנו כל הזמן עוסקים במסגרות וכל הזמן לוקחים אותי לאותו מקום, מה יגיד המשקיע או הלווה א? אולם, כשבדקים פנימה את השיטה, למי נתנו הלוואות, על איזה עסקים נתנו הלוואות, אינטרסים היו לבנקים לתת את אותן הלוואות, שהבנק נהנה לא פחות מאלו שפנו אליו לקבלת הלוואות, על הפירמידות שנבנו - באיזה מדרגה נתנו את הלוואות - למעלה / באמצע, את האינטראקציה בתוך המערכת הפנימית הזאת. צריך לציין גם את זה, אני לא אפתח

"הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".

יורם עדן

והיא טרפדה, בניגוד לעמדת הבנקים, את המיזוג בין בנק איגוד לבנק טפחות.

איתן כבל

אתה מביע עמדה, לא אמרתי אם היא נכונה או לא נכונה, אני לא אמרתי שכל עמדה שהיא תביע אתמוך בה או אתנגד לה, אני גם מכיר עמדה של אמיר בעניינים כאלה ואחרים. אני לא קבעתי את זה, אני רק אומר שהיא צריכה להיות שחקנית, הרי מה קרה פה? זה לא שהיא באה ואמרה "אני צריכה לראות איך השוק מתנהל, אני חייבת לשכלל אותו, אני חייבת לייצר פה תחרות", לא! זה הונח לפתחה ועכשיו תתני את התשובות. אחרי שהמיזוג היה, היה מישהו שאמר שיש עניינים שאולי דווקא דרך הרשות נצליח לטרפד את התהליך הזה. אני מדבר על זה שרשות ההגבלים תהיה שחקנית, תהיה חלק מהתהליך. יש עוד סדרה ארוכה של המלצות פה, אני רק רוצה שתדעו שלמרות, אפרופו להבדיל אלפי הבדלות כל הזמן אומרים לי "על הבנקים לא כתבתם כלום, כאילו לא אמרתם" - אז אני אומר ככה, תמיד יש את הוויכוח מי יהיה הגב - העכבר או החור, אותו הוויכוח המפורסם בגמרא. אני בא ואומר חברות וחברים שהתפקיד שלנו הוא לעסוק בפיקוח. אני רוצה שתבינו - גם בלי שיתוף הפעולה של הבנקים הצלחנו לקבל ולהגיע לכל כך הרבה חומר וידע. מה היה קורה אילו היו נפתחים בפנינו הדברים? לא באנו חס וחלילה לתלות אף אחד, לא באנו לשחק עם אף אחד, באנו בסך הכל לעשות עבודה מכובדת ומקצועית שלא נראתה בכנסת ישראל כבר שנים, אם בכלל היה דבר כזה. אני אומר לכם, אתם מוזמנים להיות שותפים. כל אחת מהמסקנות וההמלצות האלה תובאנה בפני הפרלמנט הישראלי בחקיקה ויש כאן אנשים מכובדים שגם מגיעים לדיונים בוועדות ומשפיעים בתהליכים השונים, אתם מוזמנים לעשות את זה. אני באמת קורא לכם בכל הכבוד לא להפקיר את הזירה הזאת.

פה את כל הדיונים ומי שבאמת רוצה להתעמק שיקרא את הדוח המלא, זה דוח מעלף, למרות שהתקשורת לא עסקה בו ועוד נעסוק בו. הרי מדובר בדוח כלכלי, אנחנו הצגנו דברים, אבל לא עוסקים בזה במשך זמן בעיקר במהלך תקופה דרמטית כמו תקופת בחירות. דבר שני שאנחנו מצאנו זה "הדלת המסתובבת", זה מתחבר. אני רוצה שתבינו גם את דעתי האישית והייתה לי שיחה ארוכה עם משה ברקת גם בעניין הדלת המסתובבת. באופן אישי, אני סבור שקיימת חובה שתהיה השקה ואינטראקציה בין לקוחותינו, לא נתחיל לייבא אנשים מחו"ל, כמו בכדורגל, לעסוק בזה. אבל הדלת המסתובבת הזו נהפכה לשער, ודרך אגב לא רק בעולם הבנקאות, בחלק מהמקומות השער נעקר. רק כדי לסבר לכם את האוזן, כשניסו לא מזמן למנות את מנכ"ל איגוד הבנקים. כשאתה בתוך תהליך של ועדה שעוסקת בדיונים האלה ואתה מנסה, זה לא מקובל עליי. ולכן כל מה שאמרנו חברים, צריך לשים ספוט ולקבוע כללי משחק חדשים, כאלו שיודעים להתמודד עם המציאות החדשה שמתקיימת. דבר נוסף, לא יכול להיות שאין שולחן עגול, שדרך אגב זו מחלה ששנים פשטה במערכת המודיעין של מדינת ישראל. לכל אחד יש את האגו שלו ואף אחד לא רוצה שיתערבו בענייניו ולקבל את הקרדיט, כך שאין שיח ביניהם, כלומר רק רבים ביניהם. כאן סיכמנו שצריך שיהיה שולחן עגול ובנינו מודל בעניין הזה, לא שישלחו פקידים, כמו שיושבים מידי תקופה הבכירים ביותר ומדברים ביניהם. נקודה נוספת שהזכרנו אותה ואנחנו מאזכרים אותה בעניינים שאנחנו חושבים שיכולים להאיר את עינינו זה סמכויות פיקוח ואכיפה, סמכויות חקירה. אני לא אמרתי שחייבים להשתמש בהם. מילה לפני כן, לא סתם ככה התממהתי - יש התבטלות של הגופים בפני הפיקוח על הבנקים, מה העניין? זה בין היתר בא לידי ביטוי במה שהתייחסת. הפיקוח על הבנקים הוא אחראי ואחרים לא רוצים להתערב, "זה לא עניינך" הם אומרים. נתנו את כל הכבוד לפיקוח על הבנקים כמעט בהתנהלות כל דבר ועניין. העניין הזה לא מקובל עלינו. למשל, רשות התחרות, ההגבלים העסקיים - היא ממונה על התחרות, זה תפקידה והיא לא יכולה להמשיך ולהתבטל בפני הפיקוח על הבנקים.

אני אנסה להיות תמציתי, קודם כל צריך לחלק לשניים התנהלות ותוכן של הדברים. מבחינת התנהלות, אני חושב שיש פה עבודה פרלמנטרית לא רגילה, אני חושב שזה תקדימי מבחינת התנהלות. כשאני אומר התנהלות בהשוואה לתוכן, אנחנו יודעים את זה בעולמות הניהול, אתה יכול להיות סופר מקצועי אבל אם אתה לא יודע להתנהל אתה תהיה מנהל גרוע. התנהלות הרבה פעמים אפילו יותר חשובה מהתוכן. תעשה את הדברים כמו שצריך ואני חושב שאיתן עושה את זה. עוד מעט אנחנו יוצאים גם עם רפורמה בנושא ביטוח רכב, שלצערנו אתה לא חונך אותה כחבר כנסת אבל שיחקת פה תפקיד רציני.

אני תכף אדבר גם על הדלת המסתובבת, אניג פה דברים. אין פה עיתונאים אבל אין לי בעיה אני מדבר פתוח.

ברמת ההתנהלות מדובר בביקורת לגיטימית של הכנסת וביקורת מקצועית, כי לקחו אנשים מקצועיים - אשר בלס, ניתאי ברגמן. אז אין ספק שהביקורת הזו מבורכת, היא אירוע שצריך לבדוק.

אמיר ברנע

איזה אירוע?

משה ברקת

האירוע הזה לגבי מתן אשראי ללווים גדולים כשראינו את מה שקרה, היה אירוע וצריך לבדוק אותו.

אמיר ברנע

אירוע ספציפי? על מה אתה מדבר? תגדיר את האירוע.

משה ברקת

ארבעה קונגלומרטים גדולים במדינת ישראל קרסו למעשה, אנחנו יודעים את זה, מה לעשות. אז היה אירוע, אי אפשר להגיד שלא היה אירוע. לקחת את האירוע הזה ולצבוע אותו בכל מיני צבעים אחרים שעשויה להיות להם פגיעה בפעילות המשקית, זה לא, אבל צריך להבין שצריך לבחון את הדברים שקרו ואז להגיע למסקנות בצורה מקצועית. אני חושב שהוועדה עבדה כמו קבוצת פוטבול מאומנת (לא כדורגל כי הם לא כדורו ברחבה). אבל אני לא יודע אם היה טאץ' דאון. למה אני לא יודע אם היה טאץ' דאון ואיזו קבוצה ניצחה? מכיוון שהגופים שמלכתחילה בחנו אותם הם הבנקים והגופים המוסדיים עצמם. בסופו של דבר בדוח הם לא נשאו בביקורת, זה אחד. שתיים, היו עוד גופים נוספים, חברות דירוג, גופי חיתום ואחרים שבכלל לא

נכנסו למשחק. הייתה חשיבות לבחון את זה בהיקף הכולל. אבל הרגולטורים יעשו את העבודה הזו והרגולטורים יבחנו את הדברים. כבר לגבי חלק מהדברים הפיקו לקחים וחלק מהדברים עוד צריכים ואני חושב שצריך ללמוד את הדוח של הוועדה ושצריך להתייחס גם למסקנות שלו. אני לא אומר שאני מסכים עם כל המסקנות, אבל צריך בהחלט להתייחס. אז קודם כל, הביקורת הזו היא במקום, ואני אומר יותר מזה, חסר לנו מספיק ביקורת כזו שנעשית יותר ויותר בשוטף. אני אומר, בואו ותבדקו את הרגולטורים בזמן העבודה שלהם ובואו תבדקו יותר, שימו אותם תחת זכוכית מגדלת. אבל כמו שאומר חבר שלי, רגולטור לשעבר ואושיית משפט שהרבה פה מכירים אותו, "תעזבו אותנו באמא שלכם" לאחר שסיימו את התפקיד. מה שייך הקטע הזה של הרחבת הצינון והדלת המסתובבת וכו'? תבדקו את הבן אדם לגבי ההחלטות, ותבדקו גם בדיעבד את ההחלטות שהוא ביצע בתפקיד. ברגולציה אנחנו רוצים את האנשים הכי מקצועיים. עכשיו, אני כבר לא ברשות ניירות ערך אז אני לא בעל עניין. אם אנחנו פתאום מאריכים לרשות ניירות ערך את תקופת הצינון, אני אומר לכם זה ידיר אנשים סופר מקצועיים שמגיעים לרשות ניירות ערך. ואנחנו רוצים שאנשים יבואו מהשוק חזרה כדי להביא את הידע והפרספקטיבה שלהם, בואו לא נסכן את הדברים האלה. דבר נוסף - האם מחילים על כל הגורמים את אותו הצינון שמחילים על רגולטורים? גורמים שיש להם לא פחות השפעה על המשק והשחקנים בו? בואו נחיל על כולם באופן דומה. כנראה מבינים שלא אפשרי. בואו לא נסתכל רק על רגולטורים ואישי ציבור. בואו נסתכל על מעגל רחב יותר. אותי יכול להדהיג, אפילו יותר, מצב שבו מישהו נתן אשראי או השקיע אצל מישהו, ופה מדובר בכסף ולא באיזה הליך רגולטורי, ואחר כך הולך ועובד אצלו. במקרה הזה לא צריך צינון? אז אנחנו נתחיל עכשיו בכל המשק להחיל צינון פה וצינון שם?

איתן כבל

אני לא ממליץ לך, אני כבר אומר לך משה אל תבדוק, אני מציע לך אל תתחיל, לא כדאי לך שהצינון שהכנסת נתנה לכל מיני גורמים אם זה מהצבא, זה שנים רבות, יותר מידי אפילו לטעמי.

יורם עדן

אנו מדברים על צינון בכיוון ההפוך, איזה הגבלות חלות על מי שסיים להיות חבר כנסת.

איתן כבל

אתה בדיוק מעלה כאן נקודות, הרי לא אני המצאתי את המושג של שבוי. אני אזכיר לך, מי שיצר את המודל של השבוי היה הפיקוח על הבנקים, זה לא אני. איך אומרים, המביא דברים בשם אומרם מביא

"הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".

אמיר ברנע

אתה בעד לתת סמכויות לרשות שוק ההון לאכיפה וחקירה שאיתן מציג?

משה ברקת

מכיוון שהייתי גם ברשות ניירות ערך והכרתי את הסיבוך והקשיים שיש בממשק בין הפלילי לאזרחי, יש פה בעיה קשה ביותר. אני הייתי מעדיף את הפיקוח על הבנקים ורשות שוק ההון שיהיו בצד האזרחי בלבד, ולא יגעו ישירות בצד הפלילי. יש לנו משטרה טובה, נחזק אותה, גם לשם צריך להביא אנשים של חקירות כלכליות, ועוד לחזק אותם ולעבוד איתם אבל לעשות את ההפרדה הזו. אני לא יכול לבוא למפוקח שלי כשהוא יודע שמאחורי יושב מישהו שיכול לתת לו מכה פלילית על הראש, זו בעיה וזה קשה.

אמיר ברנע

כלומר צריך לעשות הבחנה בין רשות ניירות ערך ורשות ההגבלים, שלהן יהיו סמכויות חקירה כי הן נוגעות בפלילי ולא בפיקוח על הבנקים ורשות שוק ההון שעיקר עיסוקן אינו פלילי ומתן סמכויות חקירה יכול לשבש את פעולות ההסדרה.

משה ברקת

אני חושב שבפיקוח על הבנקים ורשות שוק ההון הדיון הוא אחר, יש פה שאלות יציבותיות.

אמיר ברנע

מה אתה אומר על הארביטראז' הרגולטורי שהזכירו פה?

גאולה לעולם. בעניין הזה הסתבר שזה שמכנה אחרים שבוי הוא ראש השבויים.

משה ברקת

איתן, אני לא בפיקוח על הבנקים יותר.

איתן כבל

אני יודע, אני אגיד לך מאיפה זה בא, עמדתך היא דואלית.

משה ברקת

אבל אני מכיר את המפקחים על הבנקים בעבר ובהווה ברמה האישית. לא חדווה בר, לא דודו זקן, לא רוני חזקיהו, אינם ולא היו רגולטורים שבויים. המפקחים הם לא שבויים, הם עושים את עבודתם נאמנה. אתה צודק, לא הכל בסדר, לא ברשות שוק ההון ולא בפיקוח על הבנקים, לא בכל מקום. כולם עושים טעויות ולכולם יש מקום להשתפר, אתה צודק במאה אחוז בעניין הזה. אני אמרתי ושמתי את הדברים האלה על השולחן, ואני אומר לך גם כשהייתי ברשות ניירות ערך, אם יש טעויות הייתי אומר "עשיתי טעות" או אם יש דברים לשפר. גם אם הייתי בעת הופעתי בפני הוועדה, לא שבוע, אלא שנתיים בתפקיד כראש רשות שוק ההון ואלו היו הדברים, הייתי אומר - נדרש שינוי ברשות שוק ההון. לאור מצב הביקורת על השקעות שהציגה רשות שוק ההון בהשוואה למה שעושה הפיקוח על הבנקים - רשות שוק ההון לא שם. אבל האחריות היא לא רק של הרשות. יש פה גם אחריות של הכנסת והממשלה להגיד כי קמה פה רשות, היא אחראית על כל כך הרבה כסף, וזה כסף של הציבור, ואנחנו, הכנסת והממשלה, לא נותנים לה תקציבים? ואנחנו לא נותן לה את הגמישות הניהולית לפעול באופן המקצועי ביותר ולגייס את הטובים ביותר? אני מנסה לגייס את טובי המקצוע ועוד קוטלים אותי בעיתון, מה הדברים האלה? דבר אחד צריך להיות ברור לטובת כולנו - אנחנו צריכים את הרגולטורים הכי מקצועיים וחזקים.

צריך להבין שאנחנו בביטוח בעולם של השקעות ולא במתן אשראי מפקדונות.

אמיר ברנע

אתה מדבר על הרחבת ביטוח פיקדונות או אחריות רוחבית כזו לגופים האלה?

משה ברקת

קודם נעשה פיקוח ביטחונות לבנקים, בוא נגיע לזה קודם כל, אחר כך נחשוב ונראה מה אנחנו עושים בחלק החוץ בנקאי.

איתן כבל

זה כלי שיכול לעזור לתחרות.

משה ברקת

בוודאי אשראי בחברת ביטוח - אני לא מתייחס אליו בצורה דומה לבנקים וצריך להבין גם את ההתפתחות של המערכת. למה אנחנו ב-Asset Based Lending ולא ב-Cash Flow? קודם כל, Collateral זה לא דבר רע, Collateral הוא מחמשת ה-C של ה-Credit. בנוסף, אני צריך את האמצעים כדי לעשות Cash Flow. אל תשכחו שלבנקים יש את חשבונות העו"ש וכל החשבונות האחרים שיושבים על הפעילות. חברת ביטוח לא יושבת על הפעילות, אז אם יש לה Collateral היא עושה את זה בשכל, אבל לאט לאט הם כן נכנסים לתוך העולמות.

אמיר ברנע

זאת אומרת אתה אומר שיש מגוון פה, אבל בהתייחסות שלך, מתוך מסקנות הועדה, מה היית מאמץ?

משה ברקת

קודם כל יש לי כמובן אינטרס. כל מה שקשור לזה שרשות שוק ההון צריכה להיות כמו הפיקוח על הבנקים וכמו הרשות לניירות ערך מבחינת משאבים ומבחינת יכולות ניהוליות, גמישות ניהולית וכך הלאה - ברור שזה חייב להיות, אני אומר לכם זה מחדל! מכיוון שרשות שוק ההון זה הגוף שהיום אחראי על 1.7 טריליון, ותוך חמש שנים על 3.4 טריליון. המערכת הבנקאית לא מפקחת על סכומים גבוהים כאלה. כבר היום זה יותר גדול מכל המערכת הבנקאית וזה בלי להוסיף את כל הפעילות הנוספת של שירותים מוסדרים. ובוא

זה הסיפור הסיסטמי?

משה ברקת

גם המודל העסקי אחר. חברות הביטוח עושות ALM, עושות MATCHING של נכסים והתחייבויות והבנקים עושים משחק של DURATION - לוקחים קצר ומלווים ארוך. אצלנו הנכסים יותר קצרים מההתחייבויות, זה בדיוק להיפך בחברות הביטוח. אז בכלל צריך להבין, מדובר פה בגופים אחרים. חושבים לפעמים שלבנקים יש מודלים יותר מתוחכמים, בגלל בזל וכל הסיפור הזה, וה-STERSS TESTING. אצלנו בסולבנסי של חברות הביטוח, ה-STERSS TESTING נמצא בתוך המודל, של הלימות ההון. זה מודל הרבה יותר מורכב, עסקי ביטוח הם יותר מורכבים מבנקים. תשאלו את שי טלמון שהיה פה ופה, הוא אמר לי בשיחה אישית לפני שנכנסתי לתפקיד שבביטוח יש הרבה יותר חלקים נעים וזו הגדרה טובה.

איתן כבל

דרך אגב גם האזרחים מרגישים את הקשיים כשהם צריכים להגיע לחברות הביטוח.

משה ברקת

ולכן צריך מי שיעמוד לצדם בעניין הזה, זה בקטע של הביטוח מול בנקים, מדובר בעולמות שונים. הקטע של האשראי החוץ בנקאי, אנחנו צריכים שתהיה פה תחרות. עכשיו, עצרו את חוק נאווי, וזה לא בסדר, היה צריך להכניס את זה והייתה הסכמה. בנק ישראל צריך לעשות את החשבון שלו והוא צריך לאפשר עשרה מיליארד ועשרים מיליארד אפילו, כדי שיקום גוף רציני, ושהיו לו יתרונות לגודל, שהוא יוכל להתמודד באמת עם התחרות הבנקאית. התחרות לא תבוא מחנויות מכולת שעושות ניכיון צ'קים, זה יבוא מגופים גדולים ואנחנו יודעים לפקח עליהם. אנחנו נשים כללי יציבות חדשים בקרוב לגופים כאלו, אבל כאשר ניישם את כללי היציבות, האם נלך לכללי היציבות של הבנקים? אם עשיתי את זה לא השגתי כלום. אז בוא נקרא לכולם בנקים ונגמור את הסיפור, אבל אנחנו חייבים לקיים תחרות.

"הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".

איתן כבל

אני אומר את זה כך, זה מחולק לשני חלקים. קודם כל בתוך הכנסת עצמה, יש חצי מחברי הוועדה שהם עדיין חברים פעילים ויהיו, זה יואב קיש שלקח את זה על עצמו יחד עם פולקמן ויחד עם חבר הכנסת עיסאווי פריג', הם ילוו את התהליך הזה בתוך הכנסת. מעבר לעניין הזה, אני רוצה להזכיר, שר האוצר הבא, אני מקווה גם אם יש פה אנשים שלא מקווים, לא כי אני יודע אלא אני סתם מניח, שזה יהיה משה כחלון, שהוא מחויב לגמרי לדו"ח. יש כאן את לובי 99 ואת כל החבורה המכובדת של הקבוצה החוץ פרלמנטרית. אני מתכוון להיות חלק פעיל בכל הדברים שהתחייבנו בהם. אתה יודע מה, אני לא אגיד "כל" כדי שלא יחפשו אותי אבל בסך הכל הכללי אנחנו מתכוונים כן להוביל מהלכים שהחיקה וכו' תהיה חלק בלתי נפרד, שהמסקנות וההמלצות יבוצעו. גם אם לא, אנחנו מכירים את זה, הרי כשאנחנו מביאים המלצות זה מובא לדיון, ויבואו אנשים וישמיעו אותן, יש פה אנשים שהופיעו אצלי גם, זה לוקח את זה עוד צעד אחד קדימה, גם הזמן נתן פרספקטיבות. אפילו דברים שאומר כאן משה ברקת, נותנים אתה יודע כבר אחרי שהדוח נכנס, אבל חד משמעית הדברים האלה ימומשו.

טל מופקדי

כמה מילים, אני רוצה להתחיל בגילוי נאות ולשים הכל על השולחן - ד"ר רועי שלם ואני במסגרת של נומריקס מייצעים גם לגופי הממשלה, בתחומים מסוימים מייצעים גם לבנקים מסחריים, לרבות בנושא הספציפי הזה ומייצעים גם למוסדיים בהיבטים רבים אבל לא בהקשר הספציפי הזה. אני רוצה רגע להתחיל מהשאלה הכי גדולה, כי דיברנו על זה פה שהייתה בעיה, ואני שואל את השאלה מה בעצם הייתה הבעיה? האם הבעיה היא שהיו הפסדים? האם ההסדרים עצמם היו בעיה? אולי המחיקות או התספורות? יכול להיות שהבעיה היא העיוותים בהקצאת אשראי?

תבינו זה באמת הכסף של האנשים, הפנסיה של האנשים.

איתן כבל

שלא מודעים לזה אפילו, אנשים לא מבינים שכ-600 אלף שקל למשפחה עפ"י הנתונים של שוק ההון, מושקעים ואנשים פשוט לא מודעים לדברים האלה בכלל, וזה דבר שצריך לשים אותו על סדר היום.

משה ברקת

זו נחיתות מובנה, איך אפשר לעבוד ככה? שליש מהתקציב של הרשות לניירות ערך, כשלהרשות ניירות ערך אין בכלל אחריות יציבותית, מה זה הדבר הזה?

שלומי שוב

מעבר לנושא של התקציב יש עוד משהו שאתה לוקח מהמסקנות של הוועדה?

משה ברקת

נאמרו דברים מסוימים רלבנטיים לגבי נתונים שלא היו לנו, והם הגיעו אלינו אחרי ועדת אנדרון וועדת גולדשמידט ולגבי כל הנושא של הסדרים וחוב בעייתי וכו' ועכשיו אנחנו עובדים על הדבר הזה. יותר מזה, יש מה שנקרא טופס 16 וטופס 18 בביטוח, דיווח לגבי לווים גדולים וחובות בעייתיים, וזה טרי מאוד. זה נכנס לדעתי במאי או יולי 2019. הושבתי אנשים אצלנו לעשות ניתוח ועיבוד של הנתונים כמו שצריך, נפיק את הלקחים ונעשה את העבודה הזאת.

אבי לוי

איתן, מה הולך להיות עם הוועדה הזו עכשיו כשאתה לא שם?

משה ענה לך, אומר שהייתה קריסה של ארבע קבוצות.

טל מופקדי

אז בוא נדבר על זה. באמת ברקע לוועדה אמרו שהיו מחיקות של מיליארדים, ואני ממש רוצה לצטט, חבר הכנסת פריג' אמר "אנחנו רוצים להבטיח שלא יהיו יותר תספורות". חבר הכנסת גואטה אמר "למנוע הישנות של הדבר בעתיד" (הכוונה לתספורות ט.מ.). אז קודם כל אני רוצה להגיד שהבנקים מנהלים את הכספים העצמיים שלהם ולא את כספי הציבור, כמובן דרך שוק ההון - מניות וכו' הכל ברור, זה הדבר הראשון. הדבר השני הוא שאני תמיד אוהב לצטט את המשפט שאומר שהמקום הכי בטוח לספינה זה נמל המבטחים, אבל לא בשביל זה היא קיימת. בכל אשראי מסוכן יהיו שיעור מסוים של כשל. כשמקצים אשראי לחברות והאשראי הזה לא מובטח, תמיד יהיו תספורות ותמיד יהיו כשלים. השאלה היא מה ההיקפים של הכשלים האלה אל מול התשואות? בוא נסתכל על התמונה מלמעלה, אני לא דן בשאלה האם הקצו את האשראי למישהו מסוים זה בסדר או לא, אני מסתכל על העניין בצורה מערכתית. ואם מסתכלים בראייה בינלאומית, ממש בשקף אחד, במספר אחד - שיעור האשראי הפגום בישראל עומד על בערך 1.3%, שאם תסתכלו על החציון בהשוואה למדינות ה-OECD וארה"ב עומד על 3%, יותר מפי שניים. הממוצע על 4.7%, עוד פעם ואני לא מדבר על הקצאה ספציפית לבן אדם ספציפי, כנראה שבהסתכלות המערכתית לא מדובר באסון, לא מדובר בבעיה גדולה.

האם העובדה שחברת ביטוח שילמה לחברה שנשרף לה המחסן מצביעה על כך שחברת הביטוח עשתה טעות? ברור שלא - זה המשמעות של ניהול סיכונים.

אמיר ברנע

סליחה, זה רק עבור המערכת הבנקאית מה שאתה אומר.

טל מופקדי

אני מדבר רק על המערכת הבנקאית, תכף נדבר גם על המוסדיים.

איתן כבל

תזכור את הגודל של המדינה, את הכמות.

טל מופקדי

אני ישבתי פה מהצד ושמעתי שיש בעיה חמורה שצריך לטפל בה, ואני מנסה להבין מה הבעיה. אז לגבי הכשלים ולגבי ההפסדים, אנחנו מבינים שעוד פעם בראיה המערכתית, זה לא נורא כל כך. בוא נדבר על זה שאולי יש עיוותים בהקצאת האשראי, אז מנסים להסתכל על שיעור ההפסדים או שיעור ההפרשות לאשראי הגדול בהשוואה לאשראי הפרטי, בעיתונות מדברים רבות על כך שאת האשראי של האדם הפרטי דאגו לגבות באגרסיביות לעומת אשראי של לווה גדול, אז בוא נסתכל על הנתונים.

משה ברקת

אבל מה שאתה אומר אפילו הפיקוח על הבנקים לא אומר.

טל מופקדי

חשוב לומר אני מציג את דעתי האישית ולא את דעתו של אף אחד אחר חוץ מאשר דעתי האישית. קודם כל צריך לומר שהעלויות באשראי לפרטיים הן גבוהות, יש עלויות סינון ויש עלויות גבייה נורא גבוהות וכן הלאה. השאלה הנכונה היא לא "האם הריבית שנגבתה מהלקוחות הפרטיים גבוהה יותר מזו שנגבתה מהלווים הגדולים?", אלא "מהיא הריבית ביחס לרווח?". וגם פה הנתונים מצביעים על כך שהרווח, באופן מאוד עקבי לאורך זמן ובאופן מאוד ברור, הוא חיובי. זאת אומרת מערכת הבנקאות מרוויחה בעסקים הגדולים ולמעשה מפסידה בעסקים הקטנים - בדיוק הפוך מהטענה בציבור. אני שם את ההסתייגות ששלומי דיבר עליה - שיש פה גם שאלות של הקצאה חשבונאית והפרשות, אבל עוד פעם אנחנו מסתכלים על זה באמת ברמה המערכתית. לסיכום אני רוצה לומר שהבעיה שהוצגה היא כנראה לא חמורה כמו שהיא הייתה במקור, לפחות איך שאני רואה אותה. לגבי השאלה של המוסדיים מול הבנקים - אין ספק שיש הבדלי רגולציה, אני לא ראיתי אגב מחקר מסודר שבאמת מעיד על ארביטראז' רגולטורי, אבל כנראה שיש ארביטראז' רגולטורי. רק דבר אחד שאני חושב שצריך להוסיף לדיון הזה זה לדון בשאלה של היעדים, או פונקציית המטרה של המוסדיים אל מול פונקציית המטרה של הבנקים. נאמר בצדק רב גם על ידי איתן וגם על ידי משה שיכול להיות שתיאבון הסיכון, בשפה הכלכלית שלי, ודרך הפעולה שבה פועלים המוסדיים שונה מדרך הפעולה של הבנקים, גם ברמת הביטחונות.

משה ברקת

אתה אומר דברים שהם לא בקונטקסט הנכון, זה לא קשור לתיאבון לסיכון. זה קשור לזה שפה זה נייר ערך, פה זה השקעה ופה זה

"הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".

משה ברקת

העובדות שאמרת הן נכונות, שסך הכל הפסדי האשראי לא הביאו לקריסה של המערכת הפיננסית.

טל מופקדי

לא אבל הם היו גם נמוכים, בוא נשים את זה על השולחן, נמוכים משמעותית.

רועי שלם

הבנקים הרוויחו יותר במגזר הזה, אני מקריא את הנתונים

אמיר ברנע

תראה יכול להיות שההפסדים מהסיפור של המס באמריקה יותר גדולים מכל הפסדי האשראי ללווים גדולים אז מה נקים ועדת חקירה?

טל מופקדי

אני לא טוען שאין מה לשפר.

אמיר ברנע

ציין איתן שהיו פגמים בעבודה של הפיקוח מול המערכת הבנקאית שאפשרו את התוצאה הזאת, כמו שהיו פגמים בעבודה של הפיקוח גם בנושא האמריקאי. איפה היה הפיקוח כל השנים. וגם הדלת המסתובבת אצלו.

איתן כבל

אני גם קיבלתי את המכתב, ואני לא מסכים. זה שכן אדם פתאום נזכר, הוא יכול היה להגיד את הכל אז.

אשראי שניתן בין שני צדדים, זה עולמות אחרים לגמרי ולא קשור לתיאבון לסיכון בכלל.

טל מופקדי

בסוף השאלה היא האם היו עיוותים בהקצאת האשראי במשק או לא, זאת השאלה. הרי למה אני נורא דואג מהמוסדיים אל מול הבנקים?

משה ברקת

מי שאומר שלא קרה שום דבר במערכת הבנקאית כאילו לא חי פה בשנים האחרונות.

טל מופקדי

אני לא אמרתי שלא קרה שום דבר, אבל כן אמרתי שהבעיה שהוצגה לא כל כך "בעייתית", בטח לא מהסיבות שהגדירו אותה.

אמיר ברנע

מה שהוא מתכוון להגיד בתיאבון לסיכון - גוף שנדחה על ידי הבנקים כי הוא לא עומד בסטנדרטים של מתן אשראי יכול לקבל את האשראי מגוף מוסדי.

טל מופקדי

זה לא בהכרח עיוות של אשראי.

אמיר ברנע

זה מה שאמרת.

רק לגבי הפיקוח אז בעצם אמרנו עכשיו, בוא נקים גוף או צוות שיפקח על הפיקוח ואז הוא יהיה גוף פיקוח חדש שאחר כך נדון בשאלה האם הוא מבצע את תפקידו ונפקח גם עליו וכן הלאה.

איתן כבל

רק להגיד מילה, לא לחינם לא נכנסנו לשאלות, זה נשמע יפה, כולם מבסוטים גם לקבל בונס על העבודה של הבנקים. למרות שכולם שאלו למה אתם לא מתעסקים עם הבנקים? למה אתם לא מתעסקים עם הלווים? לא, העניין היה בראש ובראשונה להתעסק תהליכית, לא להתעסק עכשיו אם ההוא בדיוק מה קרה שם. תהליכית יש פגמים שחייבים לתקן אותם. אז אם בעיניך המיליארדים האלה שנמחקו זה קצף על פני המים, אולי היה אפשר לשכלל את העניין הזה והזה, לא היה נמחק, היה אפשר לייצר שהלקוח היה מרוויח - אולי, אני לא יודע, גם אתה לא.

אמיר ברנע

אני ביקשתי מיוסי בנקל שהיה מקורב לוועדה והופיע בפניה, איך אתה ראית את עבודת הוועדה מהזווית שלך כאשר אתה מכיר את הלווים באופן פרטני?

יוסי בנקל

קודם כל צריך להבין את המגבלות שבהן אני פועל. רוב הדברים שאני עוסק בהם, פרט לאלה שבורחים לעיתונות שזה בערך 2%, תלויים ועומדים בבית המשפט ואני לא יכול להתייחס אליהם, כי צריך לאפשר לבית המשפט את פעולתו ואת החלטותיו, זה אחד. שתיים, יהיה חוסר הגינות מסוים אם אכנס לפרטים כי במרכאות כפולות, או לא במרכאות כפולות - הצד השני לא פה, אין לי שום זכות לתקוף או לומר דברים על מי שאינו יכול להתגונן ולהגיב. אז במגבלות האלה צריך להבין את הדברים שאני אומר, אני חושב שזה מינימום של הגינות בסיסית. אני אומר עוד משהו אחד אולי קצת אישי - לאורך הקריירה שלי התחלתי כמתמחה כשהוקמה ועדת בייסקי, המשרד שבו עבדתי התחיל בעיסוק בנק ישראל ואז הגיעו למסקנה שיש ניגוד עניינים ואז הוא הפך לייצג רק את הנגיד, שאף אחד כבר לא זוכר איך קראו לו, כשגליה מאור הייתה המפקחת על הבנקים. כן מדובר במשהו מנדלבאום.

המשכתי בזה שכעו"ד הייתי בצוות שייצג את עו"ד שמואל ברזל, בנק צפון אמריקה למי שזוכר והמשכתי בתור עו"ד קצת יותר ותיק וטיפולתי וייצגתי את מנכ"ל הבנק למסחר. עכשיו אני עסוק בענייני פישמן.

היתרון במקצוע שלי זה שהם בוחרים אותי. כשמתכילים על הדברים, בכונה סיפרתי את זה, לא כדי לספר על עצמי, אלא כדי לומר שכשמתכילים קצת בפרספקטיבה יותר רחבה על הדברים, אז הדברים נראים קצת אחרת וקצת שונה. אני הגעתי לוועדה לדיון ראשון, ואני זוכר שקיימנו איזשהו דיון עם הצוות שלי האם אני בכלל הולך לוועדה. האם אני בכלל פונה לבית משפט, אני OFFICER OF THE COURT. צריך להבין, בית המשפט מינה אותי. האם אני הולך? אני צריך אישור מבית משפט לכל דבר שאני עושה אגב. הדיון היה קצר כי אני אמרתי - חברים סליחה, יש פירמידות, נורמות במדינת ישראל ובראשה הריבון, זה העם, והעם מיוצג על ידי הכנסת. כשהכנסת קוראת לי אין מצב כזה שאני לא הולך לכנסת, לא יכול להיות מצב שהכנסת קוראת לי ואני לא מתייצב בפניה. אותו דבר בהמשך הדרך, כל בקשה שהוועדה ביקשה אנחנו שיתפנו איתה פעולה בלי, סליחה עם כל הכבוד, בלי שום התייחסות ערכית. לא משום שחשבתי שהם עושים טוב או שהם עושים רע, אני חושב שזו הייתה חובתי האזרחית במקום שהם ביקשו, עד רמה שאנשים לא יודעים אבל איתן יודע, אחד היועצים החשובים של הוועדה, פרופסור בלס הועסק על ידי בענייני פישמן וכמעט כמו בצבא ביקשו שאני אשחרר אותו לטובת הוועדה ושחררתי אותו לטובת הוועדה. עכשיו זה ברמה הזאת.

אני לא מתיימר ואין גם זמן ואני לא הייתי חלק מהפעילות, אני לא יודע להתייחס ולא הייתי רוצה גם להתייחס לרמה של ההמלצות, בעיקר לא ברמה המוסדית. אני כן רוצה לומר שני דברים. אחד, אני רוצה לספר סיפור קצר - כשהתחלתי את הפעילות והבנתי מה זה אומר האירוע של קריסת פישמן. פישמן זו אחת הקבוצות הגדולות ביותר במשק הישראלי, זה לא בא לידי ביטוי ב-4 מיליארד שקל, שתמיד מדביקים לקריסה. אנחנו מדברים על קבוצה שכמעט לא היה תחום במשק הישראלי שהיא לא נגעה בו. אנשים לא ערים לכל מיני דברים. אפילו הם לא היו בבנקאות אבל הם החזיקו בחלקים מכאל - כרטיסי אשראי לישראל, שותפים של בנק דיסקונט וכאל, תקשורת, דלק, מקרקעין, אין כמעט תחום שהם לא נגעו בו. הם דייווחו על 125 חברות, אנחנו כבר מזמן גילינו הרבה יותר גם בארץ וגם בחו"ל. יושב פה ד"ר טל מופקדי שעשה עבודה עבור אחת החברות שעדיין חיה וקיימת והיא במצב לא רע שנקראת "פישמן רשתות", מאוד פעילה בתחום הקמעונאי ובהרבה תחומים כולל תרופות, דברים שאף אחד לא מעלה על דעתו. תקשורת - גלובס, החזקה בחברות הכבלים. אז צריך להבין את האירוע כי האירוע הזה בעצם עסק בגדול בכל המשק הישראלי. כשהגענו לעניין, הבנו שאין לנו שום סיכוי להבין אותו ולתפוס אותו בתוך זמן סביר. אחד הדברים שעשינו זה פנינו לבנק ישראל מכיוון שמיד היה מאוד ברור - אחד הדברים הנוחים בעניין של פישמן זה שכל הנושים, 100% מהנושים, הם נושים שאנחנו קוראים להם מוסדיים, אבל הם בעצם 90 ומשהו אחוז הם בנקים ואולי יש נושה מוסדי אחד בהגדרה של שוק ההון. אז מאוד מצומצם, מאוד מוגבל. ברור שההשפעה העקיפה היא על כל משק הבית. פנינו לפיקוח על הבנקים וביקשנו מהם להסתייע בהם, אפשר לספר את

"הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת ככל".

הבת. בעסקים זה הרבה יותר מורכב. אנחנו זיהינו בקבוצת פישמן, הואיל וזה כבר דווח לבית המשפט וזה יצא החוצה, ובלי שיפוט ערכי. אני אצטט את אליעזר פישמן אז זה יהיה קל ואני לא אפגע בו, פישמן אמר - "אני ניהלתי את הקבוצה שלי כמסלקה, היו כמה חברות שהיו מסלקה, אני קיבלתי כסף, לקחתי אשראי וחילקתי אותו לפי הבנתי". עכשיו המשמעות היא שבנק נותן אשראי ומציגים לו משהו והוא בודק, אני לא נכנס לביטחונות, אני שם רגע את הביטחונות בצד כי בטחונות כמו שאנחנו יודעים לא תמיד עוזרים ביום פקודה. אני לא מדבר על זה שהוא לא עמד בקובננטים, הבנקים נתקלים בזה כשלא מחזירים בזמן או מתחילים לפגר ולא משלמים את הריבית בהתחלה כי הקרן תמיד מופיעה בסוף. מה קורה כשמישהו, מבחינתי אדם או חברה, לוקח אשראי למטרה מסוימת, מי מפקח ומוודא בזמן אמת ולא בדיעבד, לא באים חכמים כמונו, אנחנו הכי חכמים בעולם כי אנחנו יודעים לספר את הכל בדיעבד, אנחנו יודעים לספר בדיעבד מה היה צריך לעשות, זה הכי קל בעולם.

אמיר ברנע

יש כאן בעיה הרי הכסף אינו צבוע. הרי לא ניתן לשאול לווה מה עשית עם הכסף הספציפי הזה. אתה מסתכל על הלקוח - על יכולת ההחזר הגלובלית שלו, לאו דווקא פרטנית.

יוסי בנקל

אז אני חולק עלייך. התווכחנו על זה כבר קודם, אז אני אתן דוגמא - בייחוד בריכוזיות, בלי לתת ציון ערכי אם ריכוזיות זה טוב או ריכוזיות זה רע. בריכוזיות, אם אתה מסתכל על קבוצת פישמן, ואולי נתרחק, אם היית מסתכל על קבוצת אי.די.בי בזמן - האם יעלה על הדעת לתת אשראי לסלקום ויתברר שסלקום העבירה את זה לשופרסל? עכשיו כשהבנק קיבל הצעה לממן את פריסת הדור השלישי, הרביעי, החמישי, והוא היה מוכן לממן אותה במודל העסקי של סלקום, ובחר כך כי זו קבוצה.

זה ארוך, אפשר לספר את זה קצר. התשובה שלהם הייתה בשתי אותיות, לא. הסכמנו לקחת על עצמנו כל מגבלה, כי רצינו לבדוק אם אפשר לקצר לנו הרבה מאוד דברים, נענינו בשלילה. לא יודע אם זה נכון או לא נכון, אבל זאת עובדה. נקודה אחרונה שאני רוצה להתייחס אליה היא הנקודה שאנחנו זיהינו אותה, עוד פעם מנקודת המבט שלנו שהיא מאוד, למרות האירוע הגדול, היא מאוד מצומצמת בכל הכבוד. כי צריך לתפוס את התפקיד, התפקיד גם מוגדר בחוק וגם מונחה על ידי בית המשפט, גם מפוקח על ידי כונס הנכסים הרשמי. אנחנו לא עושים כל דבר שאיננו דיבר איתי פעם ראשונה ואחרי זה אנשים שלו ואחרי זה הצוות שהוא מינה. ניסיתי להסביר שאנחנו עם כל הכבוד, קצת קשה להבין את זה, אנחנו לא שופטים של הבנקים או של נותני האשראי. אני מבחינתי, כשאני בתפקיד בהליכי חדלות פירעון, לא משנה אם נאמן או מפרק, תפקידי לדאוג לנושים, מולי מופיע הנושה. אני לא בודק האם הבנק, כשהוא נתן לו אשראי, פעל נכון או פעל לא נכון. אם הבנק מוכיח לי שהוא נתן אשראי אז הוא נתן אשראי, ואז צריך לעשות את הסדר של הנושים ולהחזיר לו את הכסף. מבחינתי, עשיתי את האנלוגיה ואיתן כבר שמע אותה - כמו אצל מוסכניק, אני לא שואל את המוסכניק למה טיפלת לו ברכב, אם טיפלת לו ברכב ולא רימית בחשבון והוא לא שילם לך אז אתה נושה והבנק נושה. אני לא נכנס עכשיו לסדרי הקדימויות, נושה מובטח ונושה לא מובטח, את זה החוק מסדיר ואם אני טועה בפירוש החוק בית המשפט יתקן אותי, אני פחות מוטרד. אבל יש נקודה אחת ממש לגוף הדיון שאנחנו זיהינו, והתחושה היא שמתעלמים ממנה לחלוטין גם הבנקים וגם שלטונות הפיקוח, וזה בהגדרות של שוק ההון אולי העניין של ייעוד התמורה. כשבנק נותן אשראי מנקודת המבט שלנו, כמו שהסברתי קודם קצת יותר רחבה, שגעה מהתקופה שהכרתי את דליה כעוזרת של גליה בוועדת בייסקי - כשבנק נותן אשראי הוא באמת, בדרך כלל, באמת זו מילה קשה, אבל עושה הרבה מאוד בחינות ובדיקות וקובע מה שנקרא קובננטים והוא בודק אותם בהתקיימות. אחד הדברים שאנחנו זיהינו שלא נבדקים לחלוטין זה מה עושים עם האשראי. כי בדרך כלל, במקרים שבהם בנק לא נותן אשראי כללי, הוא נותן אשראי למטרה מסוימת, ניקח את זה למשק בית - הוא נותן לך משכנתא כדי שתקנה את הדירה הבאה, מה קורה כשאתה משתמש בזה לבר מצווה של הילד או לחתונה של הבן או

כאן זה ברור, עבדו בצורה הזו במידה רבה.

אמיר ברנע

רגע שנייה, סלקום קיבלה הלוואה והעבירה אותה לשופרסל, את הכסף הזה פיזית? הוא צבוע, אז היא נתנה ממקור אחר ואת זה היא לקחה למקום אחר. האם מוסד מנהל את הכספים על בסיס מגירות-מגירות?

יוסי בנקל

אני חולק עליך אמיר ואני אסביר למה. כשאתה מדבר עם בנק או כל מוסד פיננסי אחר האם מוכן לממן הון חוזר או כל הגדרה אחרת, כסף שאינו צבוע, אז זה בסדר גמור. הבנק בדק, או כל מוסד וגוף שמעמיד אשראי בדק והיה מוכן לממן מימון כללי.

אמיר ברנע

אמרו לבנק השקעה ספציפית, בנק נתן את הכסף וממקורות החברה הוא נתן הלוואה לשופרסל, אז מה ההבדל ברמה הגלובלית של סלקום.

יוסי בנקל

אני אומר לך, כשאתה מציג את העסק שלך, אני בכלל לא בורח לסלקום כי זה לא נוח לי, אני לא רוצה להתייחס לעובדות שאני מכיר במקומות אחרים שחברות, ואני לא אגיד איפה, שכל אחד ידמיין, שחברות עשו רק דבר אחד - חברה אחת לקחה כסף מהבנק ופיזרה את זה לשאר החברות בקבוצה. עכשיו השאלה היא פשוטה, אמיר יש לי דעה, יכול להיות שהיא נכונה או שהיא לא נכונה, אבל צריך לשים אותה על השולחן, ואנחנו מדברים בהיקפים עצומים של מיליארדים - האם הבנק ובעקבותיו הפיקוח על הבנקים, או לא חשוב חברת הביטוח שתעמיד אשראי, או גוף מוסדי אחר, האם ברגע שהיא עשתה את הבחינות ביום מתן האשראי, הפעם הבאה שהיא מבינה שיש בעיה זה בפיגור הראשון בריבית או במקום אחר? האם היא לא צריכה לעקוב?

טל מופקדי

בשביל זה יש את אמות המידה.

סליחה, אתה לא שם את הנקודה במקום שהיא נמצאת, יש לך נקודה אבל היא לא במטרת האשראי. הנקודה היא מעבר סכומי ההלוואות מחברה לחברה בתוך קונצרן, זאת הנקודה ובה צריך לטפל, אבל זה לא שייך למקור האשראי. הבנק יכול לתת לחברה אשראי והיא תעשה בזה כל שימוש שתצמא לנכון. ואולם אם חברת האם לוקחת אשראי ומעבירה אותו לחברת הבת ללא בטחונות, זאת עלולה להיות בעיה, כי האשראי ניתן לחברת האם ולא לחברת הבת. כלומר מה שמחייב טיפול זה נושא הקונצרן (אשכול חברות).

איתן כבל

ולמה, כשאנחנו בוועדה עסקנו, אחת הנקודות שזיהינו תהליכית, לא עכשיו כמו שאת אומרת, בדיוק כשאני גם מנסה להגיד את זה לכם, זאת לא השאלה אם עשית לו תספורת כזו או תספורת אחרת, אלא הייתה שיטה.

דליה טל

האשראי הקונצרני. הבעיה היא ההתחשבות בין החברות בתוך הקבוצה כאשר לכל חברה יש בעלים אחרים, יש ציבור אחר. פה יש ציבור א', פה יש ציבור ב' ופה יש ציבור ג'. מערכת הקשרים הזו בתוך הקונצרן, טעונה טיפול, היא גם לא מטופלת כיום בחוק. דיונים עם משרד המשפטים על הנושא הזה של יחסים בין אשכול חברות, זה שייך גם לממשל התאגידי. בסופו של דבר הנושא הזה לא טופל בחוק החברות הנוכחי.

איתן כבל

וכאן היה אינטרס דרך אגב, כאן זה בדיוק העניין הזה של קשר הקריצה שהתקיים בין העולם הבנקאי לבין החברות, שלא בדיוק כל אחד ידע איפה הוא מרוויח.

אמיר ברנע

זלמן נתן אשראי כל החיים שלך, אתה נתת אשראי בנקאי, נכון? היית בבנק לאומי. זלמן סגל ניהל את בנק לאומי ניו יורק וגם היה בבנק לאומי בארץ, אתה קרצת? הייתה קריצה, אני שואל אותך, אומרים לך פה שהיה קשר של קריצה, זאת אומרת הוא מחברנו עזוב, מה אתה בודק אותו, תן לו, מה זה קריצה?

איתן כבל

אני ואשתי ישבנו על 70,000 ש"ח שעתיים בבנק. אמרתי לאשתי חבל

"הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".

הקיים, אני חושב שהובהר פה בצורה שהיא מעל כל ספק, הוא מאוד בעייתי. לגבי הכשלים הסיסטמיים שהוזכרו כאן, נכון יש כשל סיסטמי של סיכון של קריסה של בנק, אבל זה רק אחד הדברים. העובדה שהבנקים נותנים אשראי באופן שהוא לא לפי שיקולים עסקיים, אלא הוא יכול להיות משיקולים מוטעים, זה גם כן כשל סיסטמי, זה כשל שמשפיע על כל אחד מאזרחי המדינה. העובדה ברשות ההון, כפי שנמצא, לא היה את המשאבים לבדוק האם ההשקעות הפנסיוניות שלנו באמת מתבצעות לפי קריטריונים כלכליים או לא, פשוט הדברים האלה לא נבדקו. והיום יש הבנה שהדברים האלה אכן צריכים לקרות. ואכן יושב כאן הממונה על ההון ואומר - אני צריך את המשאבים בשביל באמת לוודא שהכסף של הציבור מנוהל כראוי.

אמיר ברנע

מה הטענה שלך, אני לא הבנתי. האם אתה טוען שהבנקים נותנים אשראי לא משיקולים עסקיים?

ברק גונן

הטענה שלי היא קודם כל שהוועדה לא הייתה מסוגלת לרדת לשורש העניין ולשאול האם הבנקים נתנו או לא נתנו את האשראי לפי שיקולים עסקיים מכיוון שלא שיתפו אתה פעולה. לכן, מה הוועדה עשתה? היא עשתה "שיפט", כמה פעמים נופלת על זה. בשלב מסוים היא הבינה שאת התשובות על השאלות האלה, האם האשראי ניתן בשיקולים עסקיים או לא, היא לא תקבל. ולכן קודם כל היא נתנה איזושהי תזה, שלפי דעתה האשראי לא ניתן משיקולים עסקיים, הוא ניתן משתי סיבות. ראשית, העובדה שאתה מממן למישהו בראש הפירמידה מאפשר לך אחר כך לתת גישה למי שנמצא בתחתית הפירמידה.

אמיר ברנע

אבל זה גם כן שיקול עסקי, הבנק מרוויח.

שלא ביקשנו מיליארד.

אמיר ברנע

איתן אומר שמיליארד זה קריצה, ל-70,000 ש"ח אתה צריך להביא ביטחונות, האם קרצת?

זלמן סגל

אתה צודק, לא קרצתי.

איתן כבל

יש מי שיאמר שזה ברור מאליו, לא צריך לקרץ. אני אומר את זה חס וחלילה לא ברמה האישית. השאלה שלך לא הוגנת כלפיו. צריך לדבר על, יש מה שנקרא - אני חושב שאת יותר מכל שמת את הנקודה, זה לא מעניין שעכשיו מישהו בא לסניף ואומר לו "אהלן אח שלי, איך היה בקוקטייל אתמול, נהניתם?", והוא עונה לו "כן, מה אתה צריך?" וממשיכים הלאה, למרות שגם דברים כאלה, איך אומרים, בתהליך הזה מתקיימים. הדברים שאת דליה שמת אותם, יש מערכות יחסים שהבנק יודע איפה כדאי לו בלי שהוא צריך לעשות לו עכשיו חקירת שתי וערב כדי להבין לאן הכסף הולך. הוא יודע בפירמידה אם הוא הולך לקחת את הכסף אמנם לפה והוא יביא לו ממקום אחר, כי פה הוא מרוויח יותר. בסלקום בשלב מסוים הייתה אחלה הכנסה. אנחנו מבינים בדיוק את העניין, זאת הכוונה. זאת לא הקריצה חס וחלילה שיש בה אלמנטים שעלול להשתמע שיש בהם אלמנטים פוליטיים.

ברק גונן

קודם כל, אני חושב שהדיון הזה הוא סופר חשוב ואני שמח שאני כאן כאזרח וכפעילות חברתית. הדבר הראשון שאני רוצה לשים על השולחן זה שלפי דעתי מי בא להגיד שלא היה צורך בוועדה, שהיא הוקמה משיקולים לא רלוונטיים או שהמסקנות שלה הן שגויות, באופן מסוים הוא אומר שהוא בעד שימור המצב הקיים. שימור המצב

רגע זה מעניין, הבנקים אמרו בוועדה שאילו הייתה להם את הבחירה הם היו חוזרים ונותנים את האשראי. אז בוא נבין מה קורה כאן. יש כאן תהליך שבו הבנקים משמנים בהלוואות שברור להם שהן לא יוחזרו, מי משלם את המחיר של זה? האם מבחינתם זה תהליך כלכלי לתת כסף למישהו שאין סיכוי שהוא יחזיר.

אבי לוי

נו באמת, בוא נקים עשרים ועדות וניתן לרשות שוק ההון תקציב כדי שיפקחו על כולם.

ברק גונן

רגע, אני עונה פה על השאלה שניתנה. יש פה מודל כלכלי של הבנק שאומר - אני נותן עכשיו כסף למי שנמצא בראש הפירמידה וזה משתלם לי למרות שאני יודע שהוא לא יחזיר את זה. מי משלם את המחיר. הדבר השני שהוועדה עשתה, וזה לפי דעתי ה"שיפוט" הכי חשוב, הוא להגיד - אוקי, אני לא הולכת לבדוק, אני לא יכולה לבדוק מה היו השיקולים למתן האשראי ולכן מה שאני אבדוק זה את ההתנהלות הרגולטורית. בהיבטים האלה הוועדה מצאה אוסף של דברים שהם מאוד מדאיגים מבחינה ציבורית. הוועדה מצאה שהפיקוח על הבנקים לא משתמש בהרבה מאוד מכלי האכיפה שאפילו מוקנים לו בחופש, איפה נציג הפיקוח, איפה הנציג של בנק ישראל. העובדה שהפיקוח על הבנקים בוחר להשתמש אך ורק בכלי אחד ולא משתמש בכלים אחרים היא בעיה מדאיגה. העובדה שהמפקחת על הבנקים יושבת ואומרים לה - האם את היית רוצה שאנחנו נחזק את הסמכויות שלך, שתקבלי עוד כלים ועוד משאבים כדי לבצע את העבודה שלך? והמפקחת על הבנקים אומרת "אני לא מעוניינת בכך", זה מה שגרם לפי דעתי לוועדה לחשוב שהמפקחת פה איננה מעוניינת להתעמת עם הגופים שתחת פיקוחה, יש כאן בעיות.

אמיר ברנע

איזה סדר לוגי בעייתי.

ברק גונן

אני אסכם ואגיד שמי שיוצא נגד הוועדה אומר, אין פה שום בעיה, אני לא רוצה לתקן, אני רוצה לשמר את המצב הקיים.

אני רוצה להתייחס לשני דברים. אחד, צריך להבין שהמשבר הזה של קריסת ארבע קבוצות גדולות במשק זה דבר שהתפתח לאורך שנים. למעשה אם נבחן את המקרה של אילעזר פישמן, נמצא כי הקשיים בקבוצת פישמן התחילו ממשבר הלירה הטורקית. ונגרר על פני הרבה שנים. הרבה פעמים אנשים שהיום במערכת הם לא האנשים שקיבלו את ההחלטות הלא נכונות בעבר. אבל יש לי תחושה שאנחנו הבנו כבר שהפירמידות והריכוזיות היו רעה חולה. ואנחנו עכשיו רואים עוד היבט אחד של הרעה החולה הזו, טיפלו בזה כבר בחוק הריכוזיות, וטיפלו בזה גם בהמלצות וועדת חודק. השאלה היא האם אנו לא ממחזרים פה, סיפור ישן. כולם אומרים - כבר טיפלנו מה אתם רוצים.

דבר שני שרציתי להתייחס אליו זה דווקא מה שמר כבל אמר שהוא בא ממערכת הביטחון. במערכת הביטחון תמיד היה כלל שאחריות לא ניתנת לחלוקה. יש כמה רגולטורים, שכל אחד בצדק אומר אני אחראי. כך למשל הממונה על השוק ההון שהוא אחראי על יציבות חברות הביטוח קובע שלשיתו אין שוק עמוק בארץ, בניגוד K עמדת הרשות לניירות ערך.

אמיר ברנע

יורם אתה קראת את הניסיון של מדינות שריכזו את עבודת הפיקוח לפורום אחד, באנגליה, גוף מפקח אחד, זה טוב או לא טוב?

יורם עדן

אני לא חושב שזה טוב.

דליה טל

זה נכשל באנגליה, זה התפרק עכשיו.

איתן כבל

זה כמו שיטת בחירות אם יורשה לי להתערב. היה גם דיון אצלנו בעניין הזה, יש כאן שאלה - האם הגורם שאמור לשמור על יציבות, שזה בנק ישראל, ומצד שני יש גורם שצריך לייצר את התחרות. אמרנו מתקיים מתח תמידי, דרך אגב היה שלב שכמעט זה התבצע פה בישראל בהקמת הממשלה הקודמת, לא נרחיב בעניין הזה. רק אומר לך שאין כאן תשובה, אני יודע. גם ניסינו להתייחס לעניין הזה, כמו שאמרתי זה כמו שיטת בחירות.

"הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".

איתן כבל

סליחה, רק לומר לך אפרופו בדיוק מהמקום הזה, אני חייב. כי כשהתקיימו הדיונים על הפירמידות, אני לא אזכיר לך איזה פירמידות הוקמו כדי לזרוק את כולם, כמה הם טיפשים ולא מבינים ו"תנו לנו, אנחנו כבר עברנו את זה ועברנו את זה".

נטלי ג'ייקובס

אני הייתי בשיחות ועידה עם בנקים זרים שעמדו לתת מימון לפירמידות האלה. בשיחות הועידה, אני זוכרת את השיחה הזו, אמרו לראש הפירמידה - חבר יקר אתה דה פקטור חדל פירעון כבר היום, אז איך אנחנו ניתן לך כסף. כאנשי מקצוע משפטיים אנחנו שומעים את הדיונים האלה. אנחנו מנהלים את המשאים ומתנים האלה של איך בנק, או גוף מוסדי לצורך העניין הולך לפקח על מי שלקח את הכסף. המשא ומתן בתנאי האשראי קשה ומפורט, ואנחנו יושבים ונלחמים על הסעיפים האלה. אנחנו יודעים יפה מאוד שהכסף שהולך להלוואות האלה זה הפנסיה שלנו, זה הביטוח שלנו.

על פני הרבה סייקלים שראיתי בארץ ובחו"ל, אני אביא פה בשורה שכולם מכירים והיא שחוקה והיא מציאות - סיכונים מתממשים. אם סיכון מגיע לסיכון סיסטמי או לא, בשביל זה יש לנו פה מפקחים, עד אז, הגופים מעמידי האשראי קודם כל שומרים על עצמם ואחר כך שומרים על הסיסטם המקצועי.

דליה טל

זה משהו מאוד מכובד, סיכונים מתממשים כאשר אתה הולך לאיזושהי עסקה שיש לה סיכון וסיכוי. כשאתה עומד וקופץ מגובה של 4 קילומטר בצניחה חופשית, ברור שהסיכון יתממש.

נטלי ג'ייקובס

אני לא אומרת שלא. אני רק אשלים, אני לא אומרת שאין כשלים ואין אשראי שאסור היה שיינתן. יש טעויות ויש עיוותים. יש ניגודי אינטרסים

נטלי ג'ייקובס

אני רוצה להציג לרגע את הזווית המשפטית בתור מי שעבדה בארה"ב לפני המשבר לתוך המשבר וראתה את מה שקורה כאן מ-2005 ואילך. כמה דברים - קודם כל, מבורך מאוד שיש ועדה שיושבת ולומדת את נושא מתן האשראי על פני זמן בגופים שונים. זה נושא מורכב ומקצועי ואני מבינה לגמרי למה לנציגי ציבור ששומעים את הדברים האלה נפתחות העיניים, יש דברים שמאוד מרתיעים ומאוד מלחיצים. יחד עם זאת, בתור מי שמלווה גם בנקים וגם גופים מוסדיים, גם מלווה אותם כשיש עליהם פיקוח, אם זה הפיקוח על הבנקים ואם זה רשות שוק ההון, מדובר בגופים שעובדים ומנסים לעבוד, בצורה הכי מקצועית ומשקיעים בזה תשומות אדירות, אגב גם בצד של הרגולטורים. יש לנו פה רגולטור שקיבל עולם חדש של פיקוח על מתן אשראי חוץ בנקאי בישראל, זה עולם מטורף מבחינת התשומות שרשות שוק ההון צריכה להשקיע. אנחנו רואים את זה בעבודה השוטפת איתם. יש לנו פה שני רגולטורים שמחליטים ומפעילים שיקול דעת מקצועי מתי לחפור, מתי לחקור ומתי לתת לגופים להתנהל. עכשיו, כשגוף שנותן אשראי בא ושוקל מתן אשראי ומכניס קובננטים משפטיים ומיישם כלים פיקוחיים על הלקוחות שלו - הוא עושה זאת מתוך היכרות עם הלקוח והפעלת שיקול דעת מקצועי, למשל על ידי האיש המקצועי שמלווה את החברה שלקחה את האשראי. יש בגופים שמעמידים את האשראי מערכת שלמה ומורכבת. נכון, יכולים להיות מעברים של כסף בתוך הקבוצה, יש הסדרים של CASH POOLING, כשגוף מסוים תומך בגוף השני בתוך הקבוצה. היו לנו פה פירמידות, הפירמידות האלה טופלו, יש לנו חוק. החוק גרם לזעזועים מאוד קשים.

שלומי שוב

אגב יש משהו חיובי בזה שאנחנו פה באיזושהי הכרה שהפירמידות היו משהו לא טוב. לפני כמה שנים לא היינו במצב הזה.

וצריך למנוע אותם, צריך לנסות לעשות הכל. אני רגע רוצה לחזור לעוד דבר אחד. ארביטראז' רגולטורי זאת סיסמא שצריך להיזהר ממנה. צריך בסוף לרדת לפרטים. שתי החיות האלה, של בנקים מול חברות שהן מעמידות אשראי, כשהכספים שהם מנהלים הם לזמן ארוך, כספי פנסיה וביטוח - זה חיות אחרות, הרגולציה חייבת להיות שונה. כמו שאמר משה ברקת - אלה השקעות, אלה צריכים להיות מגני פיקדונות ציבור, שזה הפיקדונות של כולנו. זה חיות אחרות, הרגולציה צריכה להיות שונה ויש שוני רגולטורי. האם השוני הזה יוצר ארביטראז' כשמגיע מישהו כמו פישמן לקבל אשראי? על זה צריך לשים דגש ולראות שאין ניגודי אינטרסים, שהאשראי ניתן בצורה מקצועית ויש עקומת למידה לכולם. אני חושבת שהפיקוח השוטף צריך להמשיך לפקח בצורה הדוקה אבל צריך להיעשות על ידי הגוף המקצועי שיושבים בו אנשי מומחיות במתן אשראי ובמספרים. זהו, אני סיימת.

איתן כבל

עובדה שאנשים חיים יחד, נפגשים יחד, הם בוועדת הייעוץ, הם יושבים, יש פה שאלות. כולנו מקצועיים, אף אחד לא קם בבוקר ברשותך.

נטלי ג'ייקובס

לא כולם מקצועיים.

איתן כבל

זה כבר פאק נוסף, עזבי הנחת העבודה היא שאנשים מקצועיים, אנחנו נגיד פה שמקבלים אנשים לא מקצועיים? אני מדבר איתך על דבר אחר לגמרי, שבסוף בחיבור הזה של השולחן העגול שיושבים בו אנשים, זה לא שמישהו קם בבוקר ואומר אני היום הולך לעשות מעשה שיש בו... לא!, הקישוריות, החיבור, המפגשים, יש דברים שמייצרים באופן טבעי גם כבני אדם, אנחנו לא מלאכים.

נטלי ג'ייקובס

אבל יש מפקחים, בנק ישראל זימן את דנקנר.

אבי לוי

אנחנו צריכים לשמור על הבנקים, צריכים לשמור על שוק ההון אבל צריך להבין דבר אחד. מול שוק ההון ומול הבנקים עומד כל המשק הישראלי. ככל שנטיל יותר מגבלות על הבנקים, ככל שנטיל יותר מגבלות על שוק ההון, תהיה יותר בעיה של זרימת כספים למשק

הישראלי ולכלכלה הישראלית. נכון הוא לשמור על הבנקים, אבל הבנקים בסך הכל הכללי הם עובדים נכון, עובדים בסדר ארבעת הכשלים האלה שקרו אינם מעידים על בעיה ואם אנחנו מדברים על שוק ההון - הוא עובד נהדר, ובמקום להמשיך ולתת להם להתנהל מה שאנחנו עושים זה להקים עוד ועדות - וועדת חודק וועדת אנדורן וועדת כבל, ועכשיו רשות שוק ההון מבקשת עוד תקציב כי הם צריכים לפקח גם כן, אז נקים עוד ועדה כדי להטיל עוד מגבלות. בסופו של דבר הם לא יוכלו לתת אשראי או שייקרו את האשראי. עכשיו בוא ננתח את ארבעת הכשלים שהיו - דנקנר, פישמן, אפריקה, מוטי זיסר.

אמיר ברנע

והיה אלוביץ'.

אבי לוי

ואלוביץ'. נזכור לגבי דנקנר, הראשון לזהות זה היה הפיקוח על הבנקים.

משה ברקת

זו הייתה קבוצה שנפלה אילו לא נפל לה נס משמיים.

אבי לוי

נכון, נזכור שהראשון לזהות בענין אי די בי ודנקנר זה היה הפיקוח על הבנקים שדרש לפטר את דני דנקנר מתפקיד היו"ר והיו שדאגו לכסות עליו, בגלל מערכת יחסים אישית ולא בגלל שיקולים כלכליים. השני היה פישמן שבענינו הייתה בעיה בגלל שהוא היה בעלים של עיתון ובגלל מערכות יחסים, אפריקה - אין שום בעיה, זה קורה חלק מהנסיכונים, מוטי זיסר - אין בעיה, זה קורה, חלק מהסיכונים, בשביל זה קיים שוק ההון.

משה ברקת

רגע אבי, גם אחרי ועדת חודק זה לא אנליזה של שירות החוב, עם כל הכבוד.

אבי לוי

זו כן אנליזה, הם כן עושים אנליזות, תנו להם לעבוד, הם עובדים בסדר.

"הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".

אבי לוי

גם בבנק לאומי יש פיקוח וגם בבנק הפועלים יש פיקוח, יש פיקוח מקומי וישנן ועדות אשראי המתפקדות הם מנהלים עסק, למה אנשי רשות ההון יותר חכמים? למה אנשי שוק ההון יותר חכמים מגליה מאור ורקפת רוסק או מאריק פינטו?

איתן כבל

אבי אם העסק יעבוד, אני אגיד לך מה העניין. אבי יקירי אף אחד לא קם בבוקר כדי למנוע את התהליכים. נכון, אתם עושים הבחנה לא נכונה בין בירוקרטיה לרגולציה שצריך שתבצע. זה שיש רגולציה, זה שיש בירוקרטיה של פקידות, שלפעמים הוא קם מפהק בבוקר, הוא רב עם אשתו והיא רבה עם בעלה, ולא חשוב מה, סליחה שנייה - זה דיון אחד. יש פה הבחנה, יש כאן נקודות, תבין, אני לא יכול לסמוך עליה. אתה יודע מה עובר אזרח כשהוא צריך לבוא ולמצוא את עצמו במערכת יחסים מול שוק ההון או מול חברות הביטוח? אתה יושב לך שם, אנשים יודעים, כשנחתך מכספי הפנסיות שלנו, כשבבוקר אחד קמתי, כולם חושבים שאני עכשיו יש לי פנסיה.

אבי לוי

אבל הכסף הזה העלה את הצמיחה במשק.

איתן כבל

לא אמרתי שלא אבי.

יניב פגוט

עצם הדיון של כנסת ישראל בסוגיות הפיקוח על מתן אשראי מבורך. כנסת ישראל צריכה לנהל מעקב עם שיניים אחר המפקחים באופן צרף ולא אחת ל-20 שנה. על כך צריך להוריד את הכובע בפני כבל וחבריו לוועדה.

משה ברקת

אני בודק את זה, כל ועדת חודק - אין בה אנליזה של שירות החוב, נקודה.

אבי לוי

בסך הכל הכללי תסתכל על תוצאות בשוק ההון. הם נותנים תשואות טובות, ואל לנו לשכוח אם נעשה עוד פיקוח ועוד פיקוח יש כנגד זה משק שצריך לתפקד ולצמוח, המשק צריך את הכסף הזה, הכסף הזה לא יזרום אם נטיל עוד ועוד מגבלות.

משה ברקת

לא יכול להיות ש-1.7 טריליון יעברו בלי ביקורת ופיקוח.

אבי לוי

יש ויש פיקוח למה צריך את הפיקוח של רשות ההון מעבר לקיים היום? באלטשולר יש פיקוח ויש ועדות אשראי, בילין לפידות יש פיקוח ויש ועדות אשראי, בפסגות יש פיקוח, למה צריך בנוסף את הפיקוח של רשות שוק ההון מעבר לפיקוח הקיים היום?

משה ברקת

אז בוא נבטל את הפיקוח על הבנקים.

אבי לוי

לא, אבל לא צריך להכביד יותר, לא צריך עוד.

איתן כבל

אבי אתה צודק, זה סתם.

דוח הוועדה עונה להגדרה "תפסת מרובה לא תפסת". הדוח נודע במגוון נושאים קריטיים בהתנהלות המפקחים והמפוקחים ואולם אינו מעמיק דיו לא ברמת הניתוח של הסיטואציה ולא ברמת הפתרונות. לא נמצא "האקדח המעשן" המלמד על מתן אשראי ממניעים פסולים לאיילי הון על חשבון מתן אשראי יקר לציבור.

אין דבר כזה טיפול בחוליים שעלו בדוח הוועדה בלי הכבדת הנטל הרגולטורי על המפוקחים. התוצאה צריך להודות תהיה עוד עלויות ותמריץ לבינוניות של גופי ההשקעה ויש להביאה בחשבון בגיבוש הפתרונות.

הדוח מתעלם מזווית הראייה של מנהלי ההשקעות בגופים המוסדיים. חוליה קריטית זו הנושאת בנטל ההשקעות לא היוותה חלק ממערך היעוץ המקצועי לוועדה ומנהלי ההשקעות שכן הופיעו בפניה היו בפוזיציה של "עדים".

קיימים חוסרים עצומים במערך כוח האדם המקצועי בגופים המוסדיים על מנת לנתח באופן שוטף מגוון נכסים פיננסים וריאליים. כמה מנהלי השקעות ואנליסטים ישנם פר מיליארד ש מנהל בישראל? הפארדוקס עיבוי מערכי ההשקעה יקטין תחרות ענפית ויביא לעליית דמי ניהול.

הוועדה הייתה צריכה להוביל מהלך של גניזת סולם הדירוג המקומי ומעבר לסולם דירוג גלובלי על מנת לשקף בצורה טובה יותר את סיכון האשראי בתיקים. הזמן הוא נח מתמיד.

אמיר ברנע

סקרנו בגישה ביקורתית את דו"ח הוועדה שהציג ליקויים בפיקוח ובהקצאת אשראי ע"י הבנקים ללווים גדולים. קריסת 5 קבוצות עסקיות גדולות והפסדים שנגרמו עקב כך למלווים מהווה עדות בדו"ח הוועדה לתעדוף לא נכון של לוויים, יחסי פיקוח - בנק - לקוח לא תקינים שכוללים דלת מסתובבת בין המפוקחים והמפוקחים, מתן אשראי "בקריצה" וניצול משקי בית ועסקים קטנים עקב העדר תחרות. כפתרון מוצע בין היתר הקמת גוף פרלמנטרי מפקח הידוק הרגולציה כולל מתן סמכויות חקירה והרחקת בנקאים מועדות שליד בנק ישראל. הביקורת שהועלתה התייחסה ראשית לעצם הצורך בהקמת ועדת החקירה כאשר המערכת הפיננסית הישראלית עברה משברים ללא סיוע, תוקנו גם עקב מעורבות הפיקוח, פגמים שהתגלו במתודולוגיית בחינת אשראי שנחשפו במשבר 2008-9, חוקק חוק הרכוזיות שמגביל יצירת פירמידות ובוצעו צעדי רגולציה להגברת התחרות במגזר משקי הבית. הביקורת התייחסה גם להעדר ביסוס לחלק ממסקנות הוועדה והועלה ספק האם מגמת הוועדה להידוק רגולטורי מול בנקים ומול שוק הון היא רצויה ומה תהיינה ההשלכות על היקף ומחיר האשראי, נטילת סיכונים ועל השוק הריאלי בכללותו. נשמעה גם ביקורת על מסקנות הוועדה להקנות סמכויות חקירה לפקוח על הבנקים ושוק ההון.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"כניסת אמזון והמסחר
המקוון: השלכות על
הקניונים ומרכזי המסחר
בישראל ושוויים".

תאריך המפגש: 13 ביוני 2019

נושא המפגש: "כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

אורחים שנכחו בדיון: ירון אשל (גזית גלוב), שמוליק ווינשטיין (רשות המיסים), אביטל וינרב (רשום המיסים), אילן מויאל (רשות המיסים), פבלו סלבין (רשות המיסים), אלון טישלר (BDO), דברת אולפיר (גרינברג אולפיר ושות'), יהודית זינגר (אמות), אבי חלפון (אמות), יניב מלמוד (קרן אלטו), נדב ברקוביץ (IBI), צבי אהרונוביץ, רענן דוד (ברק פרידמן קפלנר שיימקביץ ושות'), עומר וונש (מגדל), רן גולדשטיין (מדרוג), שלומי ינאי (RIS) אפרת טולקובסקי (IDC), דנה טבת (IDC), עמנואל אבנר, אילן דיין (רשות המיסים), ירון ספקטור, אליהו סופר (EY).

נוכחים: פרופ' אמיר ברנע, ר"ח שלומי שוב, רקפת שני, אולגה אלכסייב (EY), איתי קדמי (בנק ישראל), גל עמית, ג'קי אהרון (MVP), דורון גיבור (Deloitte), אבי לוי (מליסרון) ודים פורטנוני, יבגני אוסטובסקי (רשות ניירות ערך), כפיר קלדרון (S-CUBE), משה פרידמן (ברק פרידמן קפלנר שיימקביץ ושות'), נדב שטיינברג (בנק ישראל), נטע ורדי (בנק ישראל), סבינה בירן (MVP), צחי זנזורי (מגדל), קים שהם ניר (הכשרת היישוב), יניב פגוט (איילון), שי קומפל (מנורה), אסתר גילעז-רן, חאג' יחיא סאמר (IDC), אלון גלזר (לידר שוקי הון).

צוות מקצועי: גל אקריש, עדי פליישר, סתיו אבישר.

בוקר טוב, אנחנו רוצים לדון הבוקר בהשלכות של כניסת האון-ליין, המסחר המקוון, ואולי גם לפי השמועות בגישושים של אמזון. אני לא יודע אם היא תיכנס או לא, לא בטוח שזה כל כך כדאי לה ואם מישהו יודע יותר אנחנו נשמח לשמוע. בכל מקרה, לא נראה לי שניתן להתעלם מהמגמות של המסחר המקוון ובכלל השינוי בהתנהגות הצרכנית ומאוד מעניין אותנו לדון היום בהשלכות של כל אלה על הקניונים והמרכזים המסחריים בארץ, כפי שהדבר צריך להתבטא גם השווי שלהם.

נתחיל בכך שהתפרסמו לא מזמן התוצאות של הרבעון הראשון של שנת 2019. אנחנו רואים איזשהו מצב של חוסר הלימה: מצד אחד חברות האופנה שאנחנו יודעים שהן מאכלסות דומיננטיות מאוד בקניונים מציגות תוצאות חלשות יחסית. לשם המחשה מתוך הסתכלות פשטנית על ימי המלאי של חברות האופנה הגדולות, אנחנו רואים שיש חברות אפילו שמחזיקות מלאי לכמעט חצי שנה, כאשר אנחנו רואים גידול בימי המלאי בכלל החברות. לאור השתנות של הרגלי הצריכה, במיוחד בקרב צעירים, החזקת מלאי לתקופות כה ארוכות היא לא דבר טריוויאלי בכלל. מצד אחד יש איתותי מצוקה מתוך הדוחות הכספיים של חברות האופנה ומצד שני בחברות הקניונים אנחנו מקבלים מצג שהוא אולי אפילו הפוך. קיים כאן לכאורה חוסר הלימה, נרצה לדון אם הוא באמת קיים ואם כן מה עומד מאחוריו. אנחנו בכלל מבינים שהתחום של קמעונאות, במיוחד האופנה, עובר טלטלה. יש את גם את המגמה של האון-ליין, מגמות הצרכניות, השלכות המסל הרבות יתרונות המסל בהזמנות מחו"ל, מגמות של רכישות של ישראלים בחו"ל עם השמיים הפתוחים והוזלת הטיסות, ובכלל גם שמעתי לאחרונה טענה שבכלל הצריכה של אופנה נמצאת במגמה כללית של ירידה, שזו גם שאלה מעניינת. יש פה גם לא מעט השפעות פסיכולוגיות ברקע שיכולות להיות מאוד מעניינות.

אנחנו הזמנו לדיון הזה היום גם מומחית לשיווק כדי לשמוע את הצד הזה, הרי יש פה חיבור מעניין של כל מיני תחומים. עם הזמן אנחנו רואים שתחומים נפגשים אחד עם השני ונראה לי שזה אחד הדינאמיים שבסופו של דבר הערכות השווי והדוחות הכספיים מתחברים יחד עם התחזיות וההסתכלות הצרכנית על מה הולך להיות בעתיד. בחברות און-ליין כמו עדיקה ההשתנות מאוד מהירה, מחזיקים מלאי לימים ספורים, זה DNA שונה לגמרי מחברות האופנה המסורתיות. השאלה המתבקשת היא מדוע לכאורה החברה המסורתית לא תבצע שינוי והתאמה לצרכים החדשים, לאון-ליין - זה בכלל לא דבר טריוויאלי כי זה DNA אחר. בהחלט יכול להיות שזה שחברה מסוימת צברה ניסיון, לא רק שזה לא עומד לזכותה בהתאמה לצרכים החדשים, אלא יכול להיות שזה עומד אף לרעתה. אנחנו מכירים את התופעה הזאת גם מתחומים אחרים. מצד שני נתוני השוק של חברות הנדל"ן תומכים לכאורה בשווי של הקניונים. אני חושב שאולי אמיר יתייחס לזה, אבל מכפילי ההון, גם אם מנטרלים את התחייבות המיסים הנדחים, גדולים מאחד וזה מציג אמון של השוק. אבל גם

כאן עולה שאלה עד כמה באמת הערכות השווי אכן נאותות על רקע העובדה שאין כמעט נתונים על עסקאות בפועל. יש טענה ששיעורי ההיוון שבהם עושים שימוש השמאים הם שמרנים מידי. בהקשר זה אני מניח שנשמע פה היום אנשי עסקים שמאשימים גם את השמאים באי ביצוע עסקאות. מצד שני יש טענה שבאה ואומרת שה-NOI הקיים מוטה כלפי מעלה כי בעלי הקניונים נותנים כל מיני הטבות אחרות לקמעונאים כדי לשמר את דמי השכירות בסכום הגבוה וכדי לא לפגוע בשווי שלהם. אז יש איזשהו אפקט של קיזוז שאותי הוא מטריד. אגב אנחנו גם רואים שהכל מאוד סטאטי ואין תנודות. אני דווקא הייתי מעדיף שהדיווחים יהיו יותר אותנטיים ושהשווי יעלה או ירד זה לא משנה הכיוון, אבל שהוא יהיה יותר רגיש לשינויים. הדברים האלה נכונים בכל עת אבל אני חושב שהם מקבלים משנה תוקף כשאנחנו בתקופה של שינויים ובשאלה איך השינוי הזה הולך להשפיע. אני לא חושב שלמישהו פה מסביב לשולחן יש ספק שיהיו פה שינויים, זאת אומרת שהתמהיל הקיים, המבנה הקיים של הקניונים כנראה שלא יישאר, ואיך באמת הערכות השווי צריכות להתאים את עצמן לשינויים האלה, בין אם זה שינויים למתחמי פנאי, בין אם זה קניונים שיכול להיות באזורים מסוימים שרואים או באזורים מרוחקים. אני מניח שיש פה הרבה הבדלים שקשורים למיקום של הקניון ולתפיסה שלו. גם עולות פה שאלות של הערכת שווי מלאה, של DCF, של CAPEX, של התאמות שצריך לעשות לקניונים. צריך לזכור שחלק ניכר מהערכות השווי מתבצעות בפרקטיקה לפי שיטת המכפיל שזו שיטה פחות מדויקת מ-DCF מלא ויכולה להיות פחות רגישה לשינויים.

זה למעשה הנושא העיקרי שנמצא פה על השולחן היום. אנחנו מודעים לתרחיש האימה שקרה בארה"ב עם הקניונים. אנחנו נשמע עליו וחלק מהדיון באמת יהיה על מה יקרה פה, לא בטוח שמה שקרה שם יקרה פה. יש הבחנה מעניינת שגם שווה לדבר עליה בין קניונים סגורים לבין מרכזים מסחריים, מבנה העלויות שונה מאוד, התמהיל גם של השוכרים שונה, תמהיל קמעונאות האופנה נמצא הרבה יותר באופן יחסי אני מניח בקניונים הסגורים מאשר במרכזים המסחריים. אגב יצא לי לראות את הנתונים של RIS לחודש מאי האחרון, לא יודע אם נכון להסתכל על חודש אחד, אבל עדיין הנתונים שמתקבלים הם לא נתונים מעודדים מאוד. השאלה אם זה רק משהו חד פעמי או משהו שימשך. מסביב לשולחן נמצאים פה, חוץ מהחברות הקמעונאיות במיוחד מתחום האופנה שניסינו להזמין אותן והן לא כל כך רצו לבוא, כל הגורמים הרלוונטיים.

אמיר ברנע

אני מצפה שהדיון כאן יספק תשובות לשאלות: האם כל השפעת המסחר המקוון היא בבחירה קמעונאית מול מקוון, או בתוך המגזר הקמעונאי מרכזי קניות מקורים או קמעונאי פתוח ויותר זול. או שכל השאלה היא בעצם תמהיל העסקים בתוך מרכז קניות מקורה, האם

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקנינים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

אבי לוי

אני קניתי, אני יודע.

אמיר ברנע

אני אומר ניסיתי לראות הסברים ולא הצלחתי, לא הצלחתי ממש להסביר פרמטר השווי הזה של MARKET/BOOK. מינוף חשבתי אולי, יש לנו פערים במינוף, אם נניח עזריאלי במינוף נמוך יחסית ומליסרון במינוף גבוה יחסית, עזריאלי ב-1/3 מינוף ומליסרון ב-1/2 מינוף, האם זה מסביר? האם המינוף הוא תורם שווי? לא הצלחתי להסביר. בסך הכל בגדול יש לנו פה איזשהו אלמנט של השוואת עלויות, ברור לגמרי שמסחר מקוון חוסך בשכר דירה, בהוצאות מלאי, אולי יש לו גם איזושהי העדפת מס בארץ שהוזכרה קודם. מצד שני יש עלויות למסחר המקוון שהן משמעותיות, החזרות באחוזים גבוהים, הוצאות משלוח וכאלה. האם בסך הכל פה לא יקבע איזשהו איזון, שווי משקל, שבו כל המערכת הזאת תהיה מערכת מגוונת שיהיה בה גם מסחר מקוון, גם מסחר תחת תקרה, גם מסחר במרכזי קניות פתוחים. כל הדברים האלה אולי בתמהיל עסקים אחר שהשירותים יתמקדו במקום אחד ואולי האופנה במקום אחר, אולי המקוון יתמחה במוצרים סטנדרטיים יותר ובסך הכל אנחנו הולכים לקראת איזשהו שיווי משקל שבו מתחלק השוק הקמעונאי.

יניב מלמוד

אני אחד משני המייסדים של אלטו, עוד מעט אנחנו נחוג עשר שנים. אנחנו עוסקים בתחום אחד פחות או יותר - המרכז העסקי הפתוח, המסחרי, שזה לא ה-MALL. הנושא של המצגת הזו זה לא שוק ההון וגם לא ממש בישראל. ההבנה של ישראל היא מאוד קטנה ואנחנו עוסקים רק בארה"ב. אסור לשכוח שמדברים על האיקומרס ומה הולך להיות. באופן כללי, אז עדיין רוב משלוחי האון-ליין לישראל אפילו עכשיו, הרוב זה לא TWO DAYS FREE SHIPPING. בארה"ב ב-2003, היה בין יומיים לשלושה לרוב המוחלט של ארה"ב משלוח בחינם. בישראל, אצלנו אנחנו תכף ב-2020 ואנחנו לא שם,

זה עובר לתמהיל יותר שירותי ופחות ביגוד ואביזרים. אני בוחן את שווי השוק שחל חברות בעלות מרכזי קניות מקורים. אני זוכר תקופה ששווי שוק היה נמוך יותר מההון העצמי בחברות אלה. קחו מדד שווי כמו של נכפיל הון, או MARKET/BOOK, ויתקבלו מספרים בין-0.8 ל-1.7 כשהרוב המכריע הוא מעל 1, מה ההסבר למכפיל שווי מעל 1, בכל הרשימה של כל חברות הנדל"ן האלה. הוזכר נימוק אחד - מיסים נדחים, כנראה הציבור לא מתייחס להתחייבות הזו בתור התחייבות אמיתית אלא כחלק מההון העצמי. אם נצרף את המיסים הנדחים להון העצמי אולי זו אפילו קצת הגזמה, בכל זאת אולי פעם יממשו איזה נכס, מוצאים שבאמת הפער מתכווץ בהרבה ו-1.3 הופך ל-1.7, הופך ל-1.2, זה הסבר אחד. ההסבר השני שחשבתי עליו הוא נושא הפיתוח, כלומר הצמיחה. האם בתוך הדוחות הכספיים יש פוטנציאל צמיחה, נכסים שלא מגיעים למיצוי עדיין ובעתיד. אז יש ניתוח של הדבר הזה, של הפיתוח, כמה מתוך הפעילות של החברה הזאת יש בה פוטנציאל גידול שהוא גם חלק מהערכת השווי. ההסבר השלישי הוא כמובן תמהיל העסקים של חברת הנדל"ן. אנחנו רואים פערים בין החברות בניתוח המגזרים. קיימת חלוקה בין משרדים, מרכזי קניות לסוגיהם ופעילויות נוספות כמו דיור מוגן בעזריאלי וכאלה. זאת אומרת האם התמהיל הזה הוא הסיבה שמסבירה את פערי השווי. וההסבר הרביעי שעלה האם השמאות לא משתמשת במחירי היוון שהם גבוהים יותר ממחירי ההיוון שמשתמש בהם הציבור, ולכן הפער הזה נובע פשוט משמרנות במחירי ההיוון. אני זוכר בזמנו מחיר היוון מקובל של 7.75%, כאשר לזכרוני הקניין ברמת אביב נמכר לפי 5% אם אינני טועה.

אבי לוי

לא, לא, 7.5%.

דברת אולפניר

7.25%

זה לוקח הרבה יותר זמן עם אמזון, בלי אמזון. אבל נכון לעכשיו עוד ייקח לנו זמן רב עד שנהיה שם כמו ארה"ב, שדרך אגב היא הקדימה מאוד את אירופה. אפשר לראות מה קורה בארה"ב ולשער מה יהיה פה עם כל מיני הבחנות שיש לעשות. העולם הולך לשם, ושם יש להם 20 שנות ניסיון עלינו.

אם אני שואל את הבן שלי או אשתי או חבר שלי מה אחוז האון-ליין בארה"ב, מזכיר לכם 20 שנה, הם אומרים 20% או 30% ואפילו יותר. אבל זה קצת יותר מ-10% וזה יהיה תוך שנתיים גם 13.7%, שזה המון מתוך העונה, אבל עדיין זה לא 30-40%. לאיקומרס אני חושב, זה לא האון-ליין או הקמעונאות המסורתית. בישראל כשאתה בא למוכר בנייקי ואתה אומר לו - מה אם אני עושה הזמנה דרך NIKE.COM, זה יגיע הנה ואני אאסוף, הוא מסתכל עלייך ואומר - שם זה שם, ופה זה פה, זה אותו נייקי אבל זה לא אותו נייקי.

בארה"ב זה לא ככה, בארה"ב זה צוות אחד, לוולמארט לא אכפת אם אתה עושה את זה און-ליין או בא לסניף וקונה, בסוף הם מסתכלים על הכל יחד, זה כאילו הוליסטי ושם זה הולך להיות. עכשיו לא הכל יכול להיות שם ולכן האחוז הזה הוא קטום איפשרו, זאת אומרת יש לו גבול.

זה שקף שלא כולם יאהבו אבל הוא מציג את שלוש הסיבות הגדולות למה יש לנו את העניין של ה-DEAD MALLS בארה"ב, יש עוד אבל אלה העיקריות. אחד, תחשבו על זה שנייה, פעם זה היה הכי נוח וקל ללכת לקניון ותוך שעה-ארבע שעות היית יכול לקנות הכל באותו מקום, זה היה מאוד נוח. ארה"ב חיה על שני דברים - אחד שיהיה להם מאוד נוח והשני שיהיה מאוד זול, חשוב לזכור את זה. והוא כבר לא נוח, הרבה יותר נוח לעשות את הקניות דרך הצג של המחשב, האייפד או מה שזה לא יהיה. המסחר הוא הרבה יותר, הקנייה יותר מושכלת ובסוף זה גם מגיע אלייך הביתה. שתיים, שזה אחד המאפיינים שמאוד שונים מישראל - יש משהו שנקרא תור הזהב של ה-DEPARTMENT STORES שהוא הולך יחד עם הקניונים. ה-DEPARTMENT STORES, ג'י סי פני, סירס ומייסיס הם הגדולים ויש גם עוד כל מיני כמו בל, או נורדסטרום. אבל תור הזהב שלהם היה בשנות השישים עד בערך תחילת שנות התשעים, זה הלך מאוד. בארה"ב לא יכולת לעשות בנייה של קניון אם לא היה לך שלושה עוגנים. כל עוגן של ג'י סי פני, סירס או מייסיס הוא היה 100,000 SQUARE FOOT BOX, שזה בערך 10,000 מטר, בדרך כלל בשני מפלסים או אפילו שלושה, הוא עצום. בלי זה לא היית יכול להתחיל לחשוב על הבנייה, הלוואה. אז לצורך כך נתת להם שכ"ד מאוד זול בשביל למשוך אותם. שכ"ד מאוד זול זה אומר כמו בערך, וזו לא בדיחה שמונה או עשרה שקלים למטר לחודש. ואז הם אמרו אני לא בטוח וכדומה אז אתה אומר להם אוקי שכר הדירה אפס, בו תיתן לי דמי הניהול, העיקר תהיה שם, אני מאוד רוצה אותך ואת התנועה של בני האדם. לאט לאט העניין הזה נהיה פחות אטרקטיבי, זה כמו שאני הולך היום בקניון רחובות כי אני גר ליד, יש את הסניף המשופץ של המשביר לצרכן ובערך 20-30 מטר משם

יש H&M וזארה. כשאתה בא למשביר ואתה רואה שני אנשים ליד הקופה, הקופאית לא יודעת מה לעשות עם עצמה, זה לא מקום שכיף להיות בו והקהל גם לא בא לשם. לעומת זאת ב-H&M אתה רואה 18 אנשים בתור מסודר כמו נחש והכל אחרת. יודעים שאמזון עשתה את זה למשביר לצרכן. זה אחד הקונספטים שחשוב להבין שריטייל הוא לפעמים משתנה, למעשה הוא תמיד משתנה. ה-DEPARTMENT STORE הוא בדור"כ לא הכי יקר ואיכותי ונותן שירות ברמה גבוהה, והוא לא הכי זול, הוא בין לבין, והוא לא הולך. הוא הולך הרבה פחות. אז כשעוגנים שלך, שלושת העוגנים הגדולים ששכר הדירה שלהם הוא נמוך מאוד או אפס, הם לא מביאים את הקהל שפעם הם הביאו - זו בעיה מאוד גדולה. ובעיה שנייה היא שלחלק משאר השוכרים הקטנים יש הסכם שאם סירס עוזב אז הם גם עוזבים, ואז אפשר לראות ב-YNET או גלובס את התמונה המפורסמת מאוד של המזרקה השבורה בקניון וזה DEAD MALL°. שלוש, "זול זה השחור החדש" - בכל העולם וזה לא רק בתחום האופנה, תחשבו על זה שנייה גם ב-LOW COST FLIGHTS, לאנשים נשבר לקנות יקר, אם אתה יכול לטוס לא ללונדון ב-\$600 אלא ללוטון בשדה לא משהו, בשעה לא משהו, בלי אוכל, אתה יושב ליד השירותים, זה סבבה אם אתה טס ב-\$200. אותו דבר עם האופנה, אברקומבי וגס, אתה יכול ללכת ל-FIFTH AVENUE לקנות סווצ'רט ב-\$100, אבל לאנשים נשבר כי הם יכול ללכת 100 מטר באותה שדרה ליוניקלו לרכוש בערך את אותו סווצ'רט ב-\$39. לרוב הקניונים אין את "זול זה השחור החדש", מותגים שהם לא כל כך זולים, ודווקא המותגים שזולים הם לא בתוך הקניונים, למה? בעיקר כי גם פה בישראל אבל עוד יותר בארה"ב, שכ"ד הממוצע בתוספת עלות דמי הניהול, שזו עלות קריטית. תחשבו על קניון, בארה"ב קניון סטנדרטי הוא באזור של 70-80 אלף מטר, בערך פי ארבע מקניון רמת אביב. יש לו גג עצום שצריך לתחזק אותו, להחליף אותו, מיזוג אוויר, מעליות, דרגנועים, שטחים של שיש וזכוכית, את כל זה צריך לתחזק, מי שמשלם את העלויות האלה זה הדייר, זה בסוף COST+. עכשיו תחשבו שהמרכז פתוח - אין גג, מעליות, מיזוג אוויר, לא שיש, לא זכוכית, אז בסך הכל הנטל של שכר הדירה ודמי הניהול זה בערך פי שלוש יקר יותר בכל קניון מסוים מול הצד האחר של הכביש. מי שרוצה למכור בזול צריך שכר דירה נמוך, ששכר הדירה מול הפדיון יהיה יחסית נמוך, לכל תחום יש את היחס שלו ובקניון זה פי שלוש היום.

זה נתון שהרוב המוחלט של בני האדם לא יודעים אותו, גם בתוך ארה"ב, בסך הכל הקניונים הם לא ממש מעניינים. בסך הכל יש רק 1,040 בכל ארה"ב, זה הכל. ב-12 שנה האחרונות מ-2006 עד סוף 2018 נסגרו בערך 230 ונפתחו בערך שניים. לעומת זאת, הפתוחים נפתחו בערך 10,000 ויש כרגע 116,000. אז אם אתם חושבים על זה, הקניונים מול הפתוחים - הקניון הוא שחקן שהוא חשוב, אבל פחות ממה שאפשר לחשוב עליו. זה בלי לקחת בחשבון שיש גם מה שנקרא HIGH STREET RETAIL, שזה ה-FIFTH AVENUE, כיכר המדינה או שינקין שזה גם תחום אחר. אז הקניונים עושים המון

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

חשובה? בארה"ב שוב, יש להם כל 10 שנים עוד 30 מיליון אנשים, זה די הרבה. גם ה-GDP PER CAPITA זה הבדל משמעותי מאוד בהשוואה לישראל. גם אחוז הצריכה שלהם הפרטית היא הרבה יותר גבוהה פר דולר. זה קצת יותר חשוב, מבחינת המכירות הקמעונאיות בארה"ב רואים עלייה מאוד גדולה, יש יותר בני אדם, יש להם יותר הון, הם צריכים לחיות וזה מה שזה אומר, זו עליה מאוד גדולה, זה 5% בשנה, כולל המיתונים. זה שקף מאוד חשוב שלא מדבר על קניונים אלא על המרכזים הפתוחים והמשפט הזה הוא היסטרי, זה אומר שכל הריטייל אם אתם חושבים על זה, עובר אבולוציה מאוד גדולה. פעם 70% היה מה שנקרא הריטייל המסורתי, הביגוד, הוא היה 70% ממרכזי השוטר של ארה"ב. זה פחות ביג, ביג בישראל, המרכז ביג יש לו המון אופנה, אפילו באשדוד יש אחד שזה השם שלו. אבל בארה"ב אתה לא בא למרכז הפתוח בשביל לעשות שם איזה קניות מי יודע מה של אופנה, אז זה כאילו יורד ויש מי שמחליף אותו. מי שמחליף אותו זה ה-SHOPPING CENTER, מה שנקרא השכונתי, הסטנדרטי. בגודל שלו הוא בערך כמו BOX אחד של סירס או מייסיס או ג'י סי פני, זה בערך 100 וקצת אלף SQUARE FOOT. אידיאלי שזה יהיה בצורת ח', יכול להיות בצורת ר', נ' או ו', הוא כולל אזור של מסעדות ובגדול באזור ה-80% פלוס מינוס מיוחס ל-ECOMMERCE PROOF, למה? כי באזור ה-60% הם בכלל לא מוכרים מוצרים, אלא שירותים, שזה קריטי כי שירותים אתה לא יכול לצרוך דרך אמזון. השאר זה דברים של ה-DISCOUNTERS, שנגיע לזה עוד שנייה. הביגוד הוא באזור ה-10%, שהוא NON-DISCOUNT. מי החברה החדשים? תחשבו שנייה על הדור של הסבא והסבתא שלכם, מה מספר הפעמים שהם הלכו לבתי קפה, מזון מהיר, ומסעדות, שהם שלושה דברים שונים קצת. תחשבו שנייה על ההורים שלכם, תחשבו שנייה על עצמכם, ותחשבו שנייה על הבן שלכם בן ה-12. זה לא משנה איפה, זה לא משנה אם זה סין, הודו, ארה"ב או ישראל. אנשים הולכים הרבה יותר למקומות האלה והצמיחה שלהם מאוד גדולה. זה לא קשור לנדל"ן עצמו, אלא קשור לזה שבני אדם עושים יותר את הבילוי שלהם ואת האוכל שלהם בחוץ ושם זה מאוד זול גם. המזון המהיר הלא כל כך רע, אתה אוכל ב-\$2-\$4, זה יותר זול ולהכין ארוחת צהריים וזה יותר מהר. תחשבו שנייה על STARBUCKS, עושים שם פגישות עסקיות, יש ויי-פי חופשי, תקנה

רעש בסרטים ובכל הכתורות ובסוף יש רק 1,000. ומתוך ה-1,000, יש גם את CLASS A או CLASS A+, נגיד קניון רמת אביב בתל אביב שמכוון לאזור עשיר, בארה"ב נגיד קניון AVENTURA במיאמי זה קניון של אוכלוסייה מאוד עשירה. אם אתם חושבים שמי שגר שם, ויש שם את לואי ויטון או טום פורד, הוא רוצה שיראו אותו נכנס אל החנות ואם הוא יקנה ב-SALE זה לא טוב, הוא צריך לקנות במחיר היקר ואין שום צ'אנס שהוא ינסה לחסוך 10-20% ולקנות את זה באמזון או במה שזה לא יהיה כי זה לא הקונספט. הוא רוצה לבוא לשם ושיגידו לו "היי, הנה השמפניה שלך, שב, אני איתך", זו האווירה, זה העניין. זה ה-CLASS A MALLS, זה מתחיל מעל \$1000 ל-SQUARE FOOT לשנה, אבל זה מתאים לפחות או יותר המאיון העליון, אולי 2-3%. רוב ארה"ב, רוב הישראלים שמגיעים לארה"ב מגיעים לניו-יורק, בוסטון, וושינגטון, עושים קרוז בפלורידה, ואולי הולכים לסן פרנסיסקו, סן דייגו, לוס אנג'לס ואומרים שארה"ב מדהימה, זאת לא ארה"ב. ארה"ב זה כמו אזור נגיד פה צפון, זה כאילו מרחבים מאוד פתוחים. אין שם כאילו עו"ד שעובדים שם עד הלילה ועושים מיליון דולר בשנה, ההכנסה החציונית בשנה של אוכלוסיית בית של שני בני הזוג היא באזור ה-\$53,000 בשנה. אם הם לא יקנו בזול הם לא יקנו מספיק. אז אכן הם צריכים לקנות ב-CLASS B/C/D MALLS, אם הם באים לקניון פעם במספר שבועות. מי שבבעיה זה CLASS B/C/D, בעיקר C ו-D, נגיד אם יש איזשהו קניון נניח פה בהרצליה, יש פה קניון השני שהוא לא מצליח מהיום הראשון, והוא לא מצליח בלי קשר לאמזון.

אמיר ברנע

קניון ארנה

יניב מלמוד

זה קניון שנבנה לא טוב, התחבורה, אומרים שלא עושים קניות, הכל נכון. יש הרבה סיבות ללמה זה לא עובד. פשוט בסוף יש רק 1,040. לפי כל המחקרים PURE PLAY MALLS יישארו תוך 4-6 שנים יהיו בין 700 ל-800, זה המספר שיתייצב. למה בכל זאת החנות הפיזית היא

שתייה פעם בשעה, אתה יכול לכתוב שם ספר, לעבוד כעצמאי, זה לא משנה - מאוד אוהבים את זה.

זה נתון קצת מורכב, זה ה-FOOD&BEVERAGE שכולל גם את הסופרים, תסתכלו על העלייה שלו לאורך השנים, זה נתון אחד על סופר שהגיע מהדוח של קרורג שהוא אחד הסופרים הכי גדולים אם לא הכי גדול בכל ארה"ב. הם עשו בדיקה באזור ה-3%-2 עושים הזמנות בקרורג און-ליין מתוך כל הקניות, ואז הם עשו עוד בדיקה, ומתוך ה-3% האלה שעושים הזמנות און-ליין, 72% באו לסניף ואספו את המוצר, למה? כי UPS ו-FEDEX הן לא מלכ"ריות. כאשר יש איזשהו סוג של משלוח בחינם, זה מאוד זול לשלח את המוצר. אבל מוצרי סופר זה מאוד יקר לשלח אותם, כי זה חום-קור, הקפאה. אין דבר כזה משלוח חינם, תשכחו מהמושג הזה, מישהו משלם על זה ועלות השילוח רק מתייקרת - המשאיות, הדלק, הנהגים, ההסמכות לנהגים, הביטוח, הגניבות. רוב ארה"ב זה נסיעות מאוד ארוכות וזה יקר. אני אראה לכם תמונה אחד מגניבה, זה מסניף שיש שם סופר של וולמארט, יש פה שני עובדים של וולמארט. אתה עושה הזמנה דרך האון-ליין ואז כמו תור לרופא אתה אומר שמחר בשעה ספציפית אתה מגיע. אתה בא עם האוטו, זה כמו תחנת דלק, העובדים שם מחכים לך עם הציוד שהזמנת, אתה אפילו לא מחנה ותוך כמה שניות הם מכניסים לך את זה לאוטו, וזה לא עולה כסף. לכן, לאור זה שבארה"ב אנשים לא פראיירים ואוהבים מאוד שיהיה להם נוח וזול, האנשים באים למאחורי הסניף שליד הבית או ליד המשרד שלהם ואוספים את זה. גם אפילו STARBUCKS, תהיו בשוק שהם לא העתיקו מארומה, יש אפליקציה שהם יודעים מי אתה, אתה שם את האשראי שלך וכשאתה נכנס אליה עושים את ההזמנה דרכה, היא מציינת לך איזה סניפים קרובים אלייך ותוך כמה זמן זה יהיה מוכן, ככה אתה בא לעמדה של STARBUCKS כשזה מוכן. תמיד בסניף של STARBUCKS, ב-98% מהזמנים ששהיתי יש תור, כאן אתה לא עומד בתור, הכל אלקטרוני. אם אתם חושבים על זה רגע לעומק, הטכנולוגיה בכמה וכמה מהסקטורים של הריטייל היא עוזרת להם. יש מחלקה בתוך UBER שנקראת UBER EATS, אני לא יודע אם מישהו מכיר אותה, היא משלחת מזון. הייתי בפסטיבל רוק במדריד לפני שנה ובתוך השטח הגדול של הפסטיבל היו בני אדם עם תיק ענק ושם היה משלוח מזון, משתמשים בבני אדם שהולכים באופניים, בקיאקים, בטוסטוסים ובמכוניות. זה עובד ב-120 ערים בכל העולם וזה מגביר בצורה מאוד יפה את בתי הקפה, המסעדות, את הווליום שלהם בייחוד בשעות שאין בהן עומס. דרך אגב מי המתחרה מספר אחת של UBER EATS? אמזון מסעדות, שזו גם יחידה בפני עצמה.

עוד איזה עניין, תחום חדש לגמרי הוא תחום הבריאות ומכוני כושר, שזה אומר גם יוגה, ספינינג, פילאטיס. עד לפני עשר שנים אם הם היו אומרים לכל המרכזים הגדולים שהם רוצים להיות אצלם בסנטר, היו אומרים להם לא תודה, זה לא ממש ריטייל, זה לא מתאים בכלל. היום אתה מת שהוא יהיה אצלך, כי באים בין פעמים לשלוש בשבוע, באים

בשעות הבוקר, הצהריים והלילה, ובאים בסופי השבוע. המודעות לבריאות מאוד גבוהה, צריכים את זה יותר, רוצים את זה יותר. באותה נשימה של הבריאות, אם נשברת לך או לבן שלך היד, אתה לא הולך ל-ER של הבית חולים, יש שם ER פרטי, כמו מכבי שבאים בשעות הלילה וכדומה. אתה הולך לקליניקות רפואיות שיותר נוח להם להיות פה ולא בתוך בית המשרדים של פעם, כי פה אפשר לשים את האוטו בחינם ובצמידות. יש קליניקות מאוד גדולות של רפואת עיניים, שיניים, דיאליזה. הסינרגיה מושלמת כי בדרך כלל כשאתה בא לשעה או יותר, אז הבן רעב ויש לך מקדונלדס, וצריך לקנות את המשחה אז אתה הולך לוולגרינס, זה תמהיל אידיאלי.

ודים פורטנוי

תגיד הם משמישים את זה למהו אחר?

יניב מלמוד

הם עושים כל מיני דברים, אם זה שטח מאוד יקר זה מצדיק לעשות מה שנקרא השטחה ואז לבנות מגדלים, בדרך כלל דירות. אבל בדרך כלל השטח לא כל כך יקר, זה יהיה כמו ארנה, שזה לא יהיה PURE PLAY MALL, זה יהיה קצת קניון, מסעדות, טרמפולינה, משרדים רפואיים, סתם משרדים, סתם ריק, זה תלוי לפי האזור. אבל זה מאוד לא זול להשמיש את זה מבטיק בגדים ששילם לך x לתחום של פנאי, שבדרך כלל עלות התאמת המושכר ממקום של בגדים למקום של טרמפולינה או ג'מבורי או אפילו מסעדה זה יקר. מקומות הפנאי PER FOOT משלמים פחות מאשר מה שהיה לפני כן, אז הנזק לבעל השטח הוא כפול - גם הוא משלם את עלות התאמת המושכר, גם יש איזו שנה לפחות שזה נותר ריק עד שזה משופץ ולבסוף יש לו PER FOOT גם פחות שכר דירה, מה שכן אבל יש לו תנועה של בני אדם.

אבי לוי

ישראל היא שונה מארה"ב בהרבה היבטים. קודם כל הזכירו פה את נושא המטר רבוע לבן אדם, באמריקה זה כ-4.5 מטר רבוע לבן אדם, בישראל זה 1.2, באירופה זה 1.7, כך שבסך הכל הכללי כמות המסחר פר נפש בישראל משמעותית קטנה יותר. ישראל שונה מארה"ב בגלל הריכוזיות שלה, המדינה קטנה. באמריקה אתה צריך לנסוע לקניון מרחקים גדולים, שטחי אדמה באמריקה זולים, הם לא כמו בישראל. שטח אדמה בישראל זה דבר נדיר ויקר, אין אדמות. באמריקה יש אדמות כמה שאתה רוצה ובכמויות אחרות לגמרי, בישראל זה לא קיים, אין שטחי אדמה, מרכזים מסחריים חדשים סביר להניח שיפתחו משמעותית פחות ממה שנפתחו עד עכשיו, כך שאנחנו רואים את הריכוזיות הזו ולהגיע לקניון זה מרחק של

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על
הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

ספק שהקניונים יצטרכו להשתנות, יותר מסעדות, יותר בתי קפה, יותר פנאי, יותר בילוי, בתי קולנוע, דברים כאלה. זה חלק מהשינוי שאנחנו נצטרך לעשות ואנחנו עושים אותו. אם אנחנו נסתכל על הנתונים שגם אנחנו פרסמנו וגם עזריאלי פרסם, בינואר-אפריל בישראל הקניות מושפעות מאוד מחגי ישראל. בשנה הקודמת פסח נפל ב-30.3 והשנה ב-20.4, מן הסתם כל הקניות זזו ממרץ לאפריל. באפריל, תשאל את שלמה ינאי הוא יגיד לך היו גידולים של 30% יחסית לאפריל שנה קודמת, זה לא נכון להציג את זה, פשוט הקניות ממרץ זזו לאפריל. אנחנו הצגנו ינואר-אפריל להראות את הגידולים בפדיונות. אנחנו רואים כי בקניונים המרכזיים שלנו יש גידול של 4.3%, זה דרמטי, זה מאוד גבוה.

שלומי שוב

אז איך אנחנו מסבירים את הנתון של ריס למאי?

אבי לוי - אני אגיד לך, גם ינואר-אפריל זה מראה מספרים אחרים לגמרי, שונים, לא אחרים לגמרי אבל קצת שונים. האחד ה-RIS מחובר למותגים הישראליים, זארה לא מחובר אליו, H&M לא מחובר אליו, פקטורי 54 לא מחובר אליו. כל המותגים הזרים לא נמצאים שם, אני לא יודע אם נייקי מחובר אלייך.

שלומי ינאי

נייקי לא מחובר.

אבי לוי

גם נייקי לא מחובר ל-RIS, אדידס כן. הוא לא מקבל את הנתונים מהם.

שלומי ינאי

לא שזה לא מותגים בינלאומיים, יש קבוצות מסוימות שלא מחוברות.

חמש דקות הליכה בהשוואה לאמריקה שאתה נוסע חצי שעה-שעה לפחות לקניון, כך שהנגישות למסחר בישראל הרבה יותר ידידותית. דבר נוסף, ישראל היא מדינה הרבה יותר חמה ממדינות אחרות ומהבחינה הזו להסתובב ברחוב, להסתובב במרכז פתוח זה שונה לגמרי, אנשים מחפשים את המיזוג, מחפשים את האווירה, מחפשים את בתי הקפה, מחפשים את המפגשים.

עיקר העיקרים זה הגידול באוכלוסייה במדינת ישראל. הגידול באוכלוסייה במדינת ישראל הוא הגבוה ביותר בעולם, יותר מהודו, יותר מאפריקה ויותר ממדינות ערב - 2% גידול באוכלוסייה במדינת ישראל, אין אחורע לזה בשום מקום בעולם. אנחנו יודעים היום שאנחנו סביב ה-8.7 מ' תושבים, ב-2024 הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה מדברת על 10 מיליון תושבים ומדברת בטווח של 25 שנה, הכפלת כמות האוכלוסייה בישראל. אם אני אתן לכם דוגמאות באירופה, באיטליה שיעור הילודה למשפחה זה 1.3 ילדים, בצרפת זה 1.7 ויש שם ירידה באוכלוסייה. בישראל זה 3.2 ואל תגידו לי שזה ערבים וחרדים כי זה לא. גם החרדים אם פעם היו עושים עשרה ילדים, הם היום עושים חמישה ילדים. היום הערבים עושים פחות ילדים מאשר היהודים ומשפחה ישראלית טיפוסית שכוללת ארבעה ילדים זה לא דבר נדיר, זה חלק מהתרבות שלנו, חלק ממה שקורה בהווייה שלנו, הרבה ילדים, משפחה גדולה זה ערך עליון ואני לא רואה את הדבר הזה הולך ומשתנה בטווח הנראה לעין, אנחנו מדינה עם שיעור הפוריות הגבוה ביותר גם מבחינת הטיפוליים וגם משאר הבחינות.

אמיר ברנע

אבל איך אתה קושר את זה לבעיה פה?

אבי לוי

אני אומר שברגע שיש לך גידול באוכלוסייה זה משקל שכנגד לנושא של האינטרנט, זה משקל שכנגד לנסיעות לחו"ל, גם הנגישות לקניונים שבישראל זה לא בדיוק כמו שבאמריקה. עכשיו הנושא הזה של הקניונים שנמצאים במרכזי הערים והקניונים המסחריים הגדולים העוצמתיים ימשיכו להוות מקור ביקוש לאוכלוסייה. אין

אתה למעשה מקבל את הנתון מהרשת עצמה.

אבי לוי

הם לא מחוברים ל-RIS ומן הסתם, יש יותר נטייה של הציבור הישראלי ללכת על המותגים הבינלאומיים מאשר על המותגים המקומיים, אז בגלל זה גם בריס אנחנו רואים נתונים שונים. אנחנו עושים כל הזמן שינויים, מוציאים מהקניונים את החנויות הפחות מצליחות, הנכשלות ומכניסים חנויות ומותגים יותר מוצלחים. מן הסתם גם כל אלה שנפלו כמו TNT, כמו הוניגמן מן הסתם הן נפלו כי המכירות שלהן לא היו טובות והן אוכלסו במותגים אחרים שהפדיון שלהם יותר גבוה, זו התייעלות שלנו, זה שינוי שלנו, זה תמהיל שלנו שבריס אתה לא רואה אותו, כי בריס הוא נותן לך את אותה חנות, באותו מיקום, שנה מול שנה. אם היא שינתה את מיקומה או שינתה את גודלה היא לא נמצאת בריס.

שלומי שוב

אבל אם נכנסה חנות אחרת.

אבי לוי

רק בשנה אחרי זה הוא יכניס אותה.

שלומי ינאי

הנתונים שאנחנו מפרסמים זה SAME STORE, זאת אומרת אותה חנות, אותה תקופה.

אבי לוי

בשנה אחרי זה, את השינוי הוא לא רואה. זאת אומרת יצאה הוניגמן ונכנסה חנות אחרת והפדיון שלה הוכפל, הוא לא רואה את זה בריס.

שלומי ינאי

אני רואה, אני לא מפרסם את זה.

שלומי שוב

כן אני מבין, בפרסום שלך אתה מוריד את שתייהן.

כן וודאי, רק אותה חנות.

אבי לוי

אני אתן לכם דוגמא, אתם מכירים את קניון רמת אביב. הייתה ברמת אביב חנות של פוקס באמצע הקניון, חנות גדולה מאוד, ישבתי עם הראל ויזל, שכנענו אחד את השני והגענו למסקנה שפוקס לא צריכה להיות ברמת אביב במרכז הקניון. ואכן הראל ויזל לקח את נייקי שלו ושם את נייקי במרכז הקניון, חנות לתפארת מדינת ישראל. הפדיון שלה הוא פי כמה וכמה ממה שהיה עושה פוקס, את זה לא רואים בריס, כי ברגע שחנות השתנתה לא רואים את זה בריס. אני, הפדיון של המתחם עלה וזה חלק מההתייעלות שאנחנו צריכים לעשות אותה כל הזמן.

אמיר ברנע

לדעתך, האם תמהיל העסקים במליסרון שמתמקדת במרכזי קניות יחסית נניח לעזריאלי או לאמות בהן התמהיל יותר מאוזן וכולל גם משרדים ופעילויות אחרות, איך אתה רואה את התמהיל האופטימלי?

אבי לוי

אני חושב שלא צריך להספיד את הקניונים, בטח לא במדינת ישראל, יש להם מקום והם ימשיכו לתפקד וימשיכו לגדול. בסך הכל הכללי אנחנו רואים שהקניונים הגדולים העוצמתיים ולמליסרון יש את הקניונים הגדולים, העוצמתיים של מדינת ישראל - שזה אם אנחנו מדברים על רמת אביב, גרנד קניון חיפה, קריון, פתח תקווה, רחובות, באר שבע ובילו סנטר וחוצות המפרץ - זה המתחמים הכי עוצמתיים והם ימשיכו ויגדלו והם אכן שואבת לכולם, כך שאני לא רואה בקטע הזה איזו בעיה במליסרון, מה גם שאנחנו הולכים גם לתחום המשרדים, זה לא שאנחנו לא נמצאים גם בתחום המשרדים.

אפרת טולקובסקי

יש לי שאלה, מה ההבדל בעצם בשכר הדירה בין הריטייל הקלאסי לשעבר לבין כאלו שמספקים פנאי, אני משערת שיכולת התשלום שלהם שונה. ועוד לגבי נייקי, שומעים את זה כל הזמן, כנראה שיש לנו פריחה וצריכה בתחום הספורט. אז כנראה יש איזושהי פריחה, זה גם כן לא יחזיק 15 שנה, יש עכשיו איזו תקופת שיא.

אבי לוי

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

הספורט במדינת ישראל הולך וגדל

אפרת טולקובסקי

בכל העולם

אבי לוי

אנחנו רואים את הגידולים באדיס, ואנחנו רואים את הגידולים בנייקי, בפוטלוקר, ובהחלט הם תופסים יותר ויותר נתח מסך כל הקניונים שלנו, אנחנו חייבים להיות ערים לביקושים של הקהל, ומה שהקהל מבקש אנחנו חייבים לספק לו. עכשיו לשאלתך, לגבי המסעדות, המסעדות באופן כללי שכר הדירה הבסיסי שלהן יותר נמוך, אבל הם גם משלמים אחוזים מהפדיון. אם אני אקח את הגראנד קפה ברמת אביב, אין ספק שהוא משלם הרבה יותר מאשר זארה, הוא משלם יותר בגלל חלופת הפדיון, בגלל שהפדיון שהוא עושה הוא גבוה מאוד.

אפרת טולקובסקי

אז זה לא דווקא יהיה שכר דירה נמוך יותר?

אבי לוי

ממש לא

שלומי שוב

טוב זה תלוי באמת בנכס. בואו נשמע קצת אולי גם את השמאים, החיים שלכם אני מניח לא פשוטים.

דברת אולפין

החיים שלנו לא פשוטים, אף אחד לא עושה עסקאות אז החיים שלנו לא פשוטים. מאשימים אותנו שבגללנו לא עושים עסקאות. אני

אתמקד בשאלה שדיברנו עליה מה עושים והאם שיעור ההיוון שלנו הוא גבוה. אז תראו, כל הזמן אנחנו מדברים על זה שהתפקיד שלנו זה לא לייצר את השוק. התפקיד שלנו זה לקרוא את השוק, להסתכל אחורה, להבין מה קרה, לראות אם יש שינויים ואז להביא את זה לידי ביטוי בשומות שלנו. אנחנו לא אלה שקובעים את השוק. עכשיו אני אמרתי את זה בהמון פורומים. חברה שתקנה נכס ב-5.5% או ב-6% והעסקה תהיה עסקה נכונה והיא בין צדדים שאינם תלויים וכדומה, אין שום סיבה שהשומה שלי תהיה שונה מהעסקה שנעשתה, אין שום סיבה אלא אם כן..

אמיר ברנע

סליחה רגע, זה ישפיע רוחבית בטח שתתקני את שיעורי ההיוון בחברות ובמקומות דומים.

דברת אולפין

זה ישפיע רוחבית. למה שזה לא ישפיע רוחבית? נתקן שיעורי היוון בכל עזריאלי ובכל הערכות השווי שאנחנו מכינים בהנחה שזו באמת עסקה. בדיוק דיברנו על זה, אבי גם דיבר על זה, לא כל הנכסים הם אותו דבר, לא כל הקניונים של אבי אותו דבר, לא כל הקניונים של עזריאלי אותו דבר, ולא כל המרכזים המסחריים של ביג הם אותו דבר. זה לא שכל הקניונים הם אותו נכס.

עומר וונש

אבל זה מאוד דומה, אמות קנו נכס נדל"ן לוגיסטי שמושכר לפי-6%, ועדיין שיעורי ההיוון בשמאות בספרים של נכסים דומים הם בין 7-8%.

דברת אולפין

אם תנתח את העסקה שאמות עשתה, תדייק אותה ותראה שיש שם הסכם שכירות לכך וכך שנים ויש שם עליות מובנות בשכר דירה של כך וכך. אם תנתח את זה נכון, תקבל את שיעור ההוון בעסקה, מעבר

לדווח "היבש". נכס שאני מעריכה - לוגיסטיקה ששוכרת איקאה באשדוד, שיעור היות יותר נמוך מהעסקה של אמות (לדעתי השומה מפורסמת). אז זה תלוי מה עושים, תלוי כמה זמן יש לך שוכר, מי זה השוכר, כמה הוא משלם.

אמיר ברנע

פר מה? פר שוכר או פר נכס?

דברת אולפינר

פר שוכר, פר נכס, פר סביבה, פר סיכונים שיש. אם אני מעריכה נכס בכפר סבא כשכל הסביבה בכפר סבא יכולה כולה להפוך למסחר, ואני מעריכה שם נכס פנטסטי אבל מה סביבו? סביבו יכולים לקום עוד 15 כאלה, כי לכולם יש את אותן זכויות בנייה בדיוק כמוהו אז הסיכון הוא אחר. אני לא יכולה להוון את זה כמו שאני מהוונת את קניון עזריאלי בת"א. מה לעשות שם סביבו יקומו רק עוד עזריאלי שהוא שולט בהם. אין שם עוד קרקע, בדיוק מה שאבי אמר, אין קרקע. ליד קניון רמת אביב אין קרקע לבנות עוד רמת אביב, אין דבר כזה.

אבי לוי

וגם אם היה ביטלו את זה.

אמיר ברנע

קצת מוזר מה שהיא אומרת לאור הקרבה בין קניון עזריאלי לקניון TLV גינדי.

אמיר ברנע

כי גינדי ליד עזריאלי

דברת אולפינר

גינדי ועזריאלי הם שני קניונים שונים, עזריאלי נמצא צמוד לתחנת הרכבת ובהחלט יכול להיות שהקניון של גינדי יהיה פנטסטי כשהרכבת הקלה תעבוד וכשכל האזור שם יתפתח, יכול בהחלט להיות.

שלומי שוב

שכל הקונספט שלו הוא אופנה

אמיר ברנע

מה זה קונספט? הוא משתנה, הוא מתאים את התמהיל, בדינמיקה לך תדע.

דברת אולפינר

קניון גינדי TLV שינה את הקונספט. כל הקניונים שאנחנו מעריכים אותם, ויש כאלה שאנחנו מלווים שנים רבות, כל הזמן משתנים. אם הם לא ישתנו אין להם חיים, הם חייבים להשתנות. כי גם אנשים שבאים לקנות וכולנו כאן הולכים לקניונים ורוצים לקנות, אנחנו לא רוצים שהחניות יהיו באותו מקום אנחנו רוצים להסתובב.

אמיר ברנע

אבל אומר לך שלומי שאין עסקה, או אין הרבה. אז בכל זאת איך נקבע שער ההיוון?

דברת אולפינר

מה שאנחנו עושים היום בתפיסה שלנו זה אנחנו מסתכלים על עסקאות שכן יש. למשל העסקאות של הלוגיסטיקה, בעצם גרמו לזה שאנחנו רואים שיש ירידה בשיעור ההיוון, למה? כי הלוגיסטיקה לפני שנה וחצי, העסקאות היו באזור ה-8%, ליד אפילו, קצת פחות מה-8% והן ירדו, הן ליד ה-7%, זאת אומרת שיש פה ירידה.

אמיר ברנע

אבל זה מתחרה.

שלומי שוב

אבל זה בדיוק בכיוון ההפוך הלוגיסטיקה.

דברת אולפינר

אנחנו רואים שמרכיבי הסיכון בעסקאות שיש לנו השתנו, אוקי ירדו שיעורי ההיוון בלוגיסטיקה. גם במשרדים שיש לנו כן עסקאות אנחנו רואים ששיעורי ההיוון ירדו. זאת אומרת שבקניונים מסוימים, ושוב אני אומרת זה לא בכולם, זה לא רוחבי, ולא כל המסחר אותו דבר, ביג זה אחד, עזריאלי זה שתיים, מגה אור זה שלוש וגזית זה ארבע, לא כולם אותו דבר. ולכן שיעורי ההיוון צריכים להיות מתאימים.

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

דברת אולפיר

האחרונה פורסמה לפני שנה וחצי, לא מפרסמים יותר.

שלומי שוב

זאת אומרת הם הרחיבו את הפעילות ככה שזה כבר לא מהותי.

דברת אולפיר

היא לא מהותית ביותר, אין שום נכס שהוא מהותי ביותר.

משה פרידמן

ההסתכלות שלנו כשמאים על הערכות השווי. בקניונים, כשאני מסתכל ואני מלווה את הקניונים של מליסרון כבר הרבה שנים, הם כולם בנייים היום על אופנה. עיקר השינוי שאנחנו מדברים עליו של האינקומרס - אנחנו מדברים בעיקר על האופנה. אני כשמאי, אולי המדד הכי חשוב הוא היחס בין הפדיונות לעלות - עומס השוכרים מה שנקרא. כשאני מסתכל קדימה, והקניונים יעברו ואיך שאנחנו מדברים על מה שקורה לחנויות בארה"ב, שחלק מהן הופכות להיות מן תחנות שירות ששם אתה מחזיר אולי מה שקנית, או תיקח משם מה שקנית וכן הלאה. אני חושב שהמשמעות שלנו כשמאים לעניין של הפדיון אולי קצת תתמסמס. יכול להיות שבמצבים מסוימים אתה תלך ותזמין באון-ליין מהחנות, שהחנות יהיו רק SHOW ROOMS, וישמשו רק בעצם יותר תחנת שירות.

אמיר ברנע

אתה תלך יותר על שכר דירה?

משה פרידמן

אז השאלה איך האלמנט שאני בודק, אם יכול לעמוד עם רמת הסיכון,

אמיר ברנע

ולדעתך אנליסטים מסתכלים על ההון העצמי שנגזר מההיוון הזה בתור בסיס לשווי?

דברת אולפיר

הם לא מסתכלים, אני יודעת שהם לא מסתכלים, אנחנו יודעים שהם לא מסתכלים. כנראה שגם בגלל זה קיבלו החלטה לא לפרסם את חוות הדעת, היום מפרסמים למעשה רק מהותיות מאוד. לא יודעת מליסרון אולי מפרסמת שתיים

אבי לוי

לא, חמש.

דברת אולפיר

עזריאלי לא מפרסם אף אחת.

שלומי שוב

עזריאלי לא מפרסם את עזריאלי עצמו? את עזריאלי ת"א.

דברת אולפיר

גם לא, זה הופרד לארבעה נכסים וזה לא.

שלומי שוב

אבל בעבר פורסם

יש לנו את המספרים 10%, 12% לא משנה כרגע כמה, שאתה יכול מהפדיון שלך לשלם שכר דירה.

אמיר ברנע

בצפי שאתה עושה לדמי שכירות עתידיים נניח שקיימת חלופה של שכר דירה, או אחוזים מהמחזור לפי הגבוה? איך זה משתקף בשווי?

שלומי שוב

כמעט אף אחד לא מגיע לזה

משה פרידמן

אני אסביר לך, אם המינימום הוא נניח 7-8%, נניח יש חוזים שאתה תשלם 200 שקל או 8% מהפדיון לפי הגבוה, מההתחלה 200 שקל זה כבר יותר מ-8%, זה מתחיל מעל 10%. לכן ברוב האופנה כל הנושא הזה של האחוזים מהפדיון לא בא לידי ביטוי.

אמיר ברנע

זה באופנה אבל.

משה פרידמן

היום מרבית מה שקורה בקניונים זה אופנה, יכול להיות שזה ישתנה וזה צריך להשתנות. אני מעריך שדווקא המרכזים החזקים יתחזקו והחלשים יחלשו.

אמיר ברנע

אבל סלח לי, עם מה שאתה אומר, תן לי להבין. אתה אומר שיש ירידה במחזורים או שהמחזורים לא מתחרים עם שכר הדירה הגבוה, התייחסות לכך תקבע עם השוכר ישאר בקניון או יפרוש.

משה פרידמן

אני כשמאי לא אדע לדעת אם ה-200 ש"ח זה מסוכן או לא מסוכן. אני לא בטוח שבשירותים אני יכול למדוד את ההיגיון הכלכלי בשכר הדירה. לעומת זאת בחנויות היו לנו מדדים שיכולנו לדעת אם הקניון עובד טוב או לא עובד טוב, ובהתאם לזה לקבוע, כי בסופו של דבר שיעור ההיוון זה הסיכון, שאר הדברים זה אותו דבר לכולם.

שלומי שוב

אבל מה בשורה התחתונה מבחינתכם? אתה עכשיו חותם לצורך העניין על הערכת שווי

משה פרידמן

עכשיו אני קודם כל מסתכל מה קורה. כל הנושא של האינקורס נמצא בכותרות העיתונים כבר איזה שנתיים. עכשיו אנחנו לא עושים הערכות שווי לפי הכותרות בעיתונים, אנחנו מסתכלים מה קורה מבחינת הפעילות, אז זה נכון שפעם היינו רגילים שתהיה עלייה מפה לשם גם כתוצאה מהגידול הטבעי בכלל ובשנתיים האחרונות אז הגרף קצת התיישר, אולי יכול להיות שרבעון עולה אבל אין את הגידול הזה שאנחנו רואים.

שלומי שוב

אבל השאלה אם הטענה ששיעורי היוון היו גבוהים מידי ולכן עכשיו אתם לא מעלים אותם, למרות שיכול להיות שהגרף אתה יודע, אנחנו לפעמים רואים שינויים ומגמות בדילי כמובן עם התאמות מסוימות אחרי מה שקורה בעולם, אז השאלה אם הטענה הזאת נכונה? שלקחתם שיעורי היוון גבוהים מידי ולכן כרגע אתם משתהים.

משה פרידמן

הטענה תהיה נכונה כאשר, אנחנו קודם כל חיים בעולם כמו שאמרה דברת בלי עסקאות וזה מאוד בעייתי, מתי פעם אחרונה נמכר קניון רציני? אני לא מדבר על חנות או משרדים שאנחנו יודעים להתמודד. אבל בקניונים זה אחרת גם כבדרך אגב. יכולת המעבר בניגוד לבנייני משרדים שיש קניון זו מסה מסחרית, אי אפשר להקים למחרת כשאין קרקע. בניין משרדים אולי אפשר לידו בדרך כלל. המעבר של הקניונים, סף הכניסה הוא כמעט בלתי אפשרי לבנות קניונים חדשים היום במרכזי הערים. מחוץ לערים, מה שאני רואה, שבאמת החלשים אולי לא יהיה להם מקום, זה לא יהיה כמו שהיום שקסטרו ופוקס בכל איזה מרכז מסחרי של 4000-5000 מטר פתאום שמה איזה חנות, הן לא יוכלו לעמוד בזה, אני מניח שהחנויות האלה לא יתקיימו אבל המרכזים הגדולים כן יהיה להם שימוש כי לשמה אנשים יבואו גם כ-SHOW ROOMS, גם לעשות החלפות וגם אולי להזמין און-ליין מהחנות אחרי שראו.

נדב ברקוביץ

שאלה לשמאים, אתה אומר שלא היו עסקאות וזה בסדר, אבל האם שיניתם את המתודולוגיה בעקבות דברים חיצוניים כמו שאמרת?

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

למ"ר בקניונים הרציניים, אנחנו מהוונים אותם בשיעורי היוון יותר גבוהים ואנחנו בונים את ה-NOI. שלומי שאל מה אתם עושים עם ה-NOI. אתם לוקחים את ה-NOI שהחברה מדווחת לכם, 3-5 מיליון ש"ח לחודש, מכפילים מחלקים, לא. אנחנו לא עושים את זה, אנחנו בודקים את ה-NOI, אנחנו מסתכלים על דמי השכירות שמשלמות החנויות. חנות אחת שמדווחים לנו שמשלמת 300 ש"ח למ"ר, הושכרה החנות הצמודה לה ב-200 ש"ח למ"ר, אנחנו מבינים שה-300 ש"ח למטר לא יחזיק מעמד.

נדב ברקוביץ

השאלה היא אם יעלה לו השיעור היוון בעקבות זה שזה ירד ל-200?

דברת אולפיר

אתה מייצר NOI מייצג, אתה בודק, יש לך NOI מייצג בנכס ואתה הולך עם ה-NOI הזה.

נדב ברקוביץ

את ה-NOI אני מבין אבל השיעור היוון משתנה?

דברת אולפיר

שיעורי ההיוון משתנה בוודאי, אתה לוקח את כל היתרה של ה-300 שקל למטר לעומת ה-200 שקל למטר, את כל ה-100 ש"ח למטר אתה מהוון בשיעור היוון יותר גבוה כי יש לך סיכון על ה-100 ש"ח האלה, אולי לא תקבל אותם, בוודאי לא תקבל אותם לצמיתות.

שלומי שוב

אז זאת השאלה, לפי מה שאתה אומרים יש קניונים או מרכזים מסחריים שבהם צריכים להיות אימפרמנטים, אנחנו רואים את זה?

ירידת ריבית, האם התחרות בקניונים שאמרת נגיד שבאזורים מסוימים יש יותר תחרות האם זה משנה את שיעור ההיוון או שאם אין תחרות אתם מורידים שיעור היוון. כלומר נראה שחוץ מהנושא של עסקאות זה חסר משמעות שיעורי ההיוון היום.

משה פרידמן

תראה, אנחנו קודם כל כשמאים, אתה צריך להבין את העבודה שלנו. אנחנו לא מחשבים שיעורי היוון, אנחנו אמורים לקחת אותם מהשוק. כשאנחנו עובדים גם מול גופים שקונים נכסים, אז ככה הם לא מחשבים, הם מדברים על איזה מכפיל הם מוכנים לקנות ואנחנו יודעים מה הם מדברים. אבל אנחנו כשמאים מחכים לעסקאות. כשאין עסקאות זה בעייתי. אז אתה רוצה שאני אצור שוק.

נדב ברקוביץ

לא אני שואל, אתה מתמחר סיכון בסופו של דבר, שיעור היוון זה סיכון מסוים, ואתה אומר הסיכון לא השתנה לי, לא קרה כלום, לא הריבית לא שום דבר שמשנתנה, האן-ליין, הירידה בתפוסות, הירידה בפדיונות, אין מבחינתי שום הבדלים ואני ממשיך מבחינתי כמו שהיה?

נדב ברקוביץ

אז אני שואל, היה שינוי במתודולוגיה?

דברת אולפיר

בוודאי שיש, קודם כל אנחנו מביאים בחשבון היום, שאתה מסתכל על הערכת שווי (הן לא מפורסמות אז אתה לא יכול להראות אותן), אבל בכל הערכת שווי היום אנחנו מסתכלים על דמי השכירות שמשלמות החנויות. כל העוגנים שמשלמים דמי שכירות נמוכים אנחנו מהוונים את זה בשיעורי היוון הרבה יותר נמוכים מהמוצעים שאתם מקבלים אותם בדיווחים, הרבה יותר נמוכים. יש את כל החנויות של האופנה שהן בדרכ כלל משלמות כמו שמשה אמר בין 200 ל-400, 500 שקל

בוודאי, תיקונים, אתה רואה מספר אחד, אנחנו לא עובדים ככה. לא היית פה כשדיברתי על זה, שאלת לגבי ה- NOI, ה- NOI מדווחים מספר מסוים, השמאים לא לוקחים את המספר הזה ואומרים אמן, יאללה בוא נהוון את זה ב-7%, ב-6.25%, הנה יש מספר. זה לא מה שאנחנו עושים. כל נכס אנחנו מכירים אותו טוב, אנחנו בודקים אותו, אנחנו יודעים מה דמי השכירות בחנויות השונות. אנחנו יודעים מה השתנה במהלך השנה.

שלומי שוב

אתם מנטרלים את השיפורים, אולי הלוואות שניתנות?

דברת אולפינר

בוודאי, לגמרי אנחנו מנטרלים את ההנחות, אנחנו יודעים איזה הנחות ניתנות ואנחנו יודעים מה דמי השכירות.

אמיר ברנע

אבל איך את מסבירה את הסתירה, יש פה סתירה בדברים. מצד אחד את אומרת שעושים עבודה יסודית לא רק פר נכס, אלא פר שוכר בנכס ומצד שני את אומרת שיש התעלמות מוחלטת של השוק בעצם מהמוצר שאתם מצרפים לדוחות החברות. הרי אתם מגישים הערכת שווי, שאני רואה אותה בדוח הכספי, עם מיסים נדחים בלי מיסים נדחים זו כבר שאלה אחרת אומר לי אנליסט אני בכלל לא מסתכל על זה. התייחסות זו עומדת בסתירה לעבודה היסודית שאת מעלה אותה כאן.

דברת אולפינר

מדברים על זה שהחברות מגייסות כסף, יש כאלה ב-0, יש כאלה שנותנים להן את הכסף רק שייקחו. אז אנחנו לא יכולים להסתכל על זה כסיטואציה של צמיחות, אנחנו מהוונים את הנכסים לצמיתות. אני לא יכולה לקחת את האג"ח שעזריאלי מגייסת בלא יודעת 0 נקודה משהו, מה שהיא משלמת שם שזה בדיחה, ולהגיד אוקי זו ריבית הבסיס ועל זה נוסף קצת סיכונים ונוסף קצת ניהול וזה שזה נכס נדל"ן וזה לא סחיר וכולי, ואת כל המרכיבים האלה בשיעור ההיוון שצריך להוסיף ויפוי בוא נהוון את הנכסים ב-3.5% כי זה לא נכון. כי העסקאות הכי נמוכות שיש לנו במשרדים, בלוגיסטיקה, בכל דבר אחר לא מבטאות את זה ככה. כי אם היית לוקח את אמות, קח את שיעור ההיוון שאמות קנתה את העסקה האחרונה שלה שהיא דיווחה בערך 5.8%, אם תבנה את זה מלמטה כמה עולה לאמות הכסף

והסיכונים, תנסה לבנות את שיעור ההיוון, לא תגיע ל-5.8%, תגיע אולי ל-3.5%. אז למה אמות קונה ב-5.8% ולא ב-3.5%? היא עצמה, לא כמה אני מעריכה לה את הנכס, כמה היא קונה. למה אבי לא קונה נכסים ב-5%? הוא יכול, תעשה לו חישוב מלמטה.

אמיר ברנע

לא הבנתי מה הקשר בין פרמיית הסיכון של הנכס לבין הפרמיה שאמות משלמת על האג"ח שלה?

דברת אולפינר

הם הקונים את הנכסים.

אמיר ברנע

מה זה משנה?

דברת אולפינר

הוא קונה את הנכס, יש לו כסף הוא עכשיו הולך לקנות נכס, הוא תיאורטית לפי החישוב יכול לקנות נכס גם ב-5% נכון?

אמיר ברנע

אני לא יודע מה הסיכון, מה הצפי, מה זאת אומרת? הסיכון של הנכס, יש שני אלמנטים פה - מחיר ההון של אמות זה דבר אחד, מיצינו את זה. עכשיו את מדברת איתי על נכס ספציפי, ואני צריך להעריך את הנכס הספציפי הזה. אז באה אמות ומסתכלת על הנכס הספציפי, לוקחת בחשבון את הסיכון, את בעצמך אומרת, כמה זמן החוזים? החוזים יתחדשו? האם יש אולי שכר דירה יותר נמוך? יש להניח שהחוזים יתחדשו בשכר הדירה הנמוך? את אומרת את כל הדברים האלה. כל הדברים האלה יוצרים סיכון, הסיכון נכנס לתוך הפרמיה שמבחינה בין עלות הכסף לאמות לבין מחיר ההיוון של הנכס.

דברת אולפינר

נכון, אז מרכיב הסיכון הזה לא ירד, ירד באופן משמעותי מחיר הכסף שלהם, באופן מאוד משמעותי הוא ירד.

שלומי שוב

יכול להיות שמרכיב הסיכון עלה, עלות הכסף ירדה.

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

שלומי שוב

אני לא יודע אם הסטודנטים מבינים כמה עניין יש פה מסביב לשולחן. זאת אומרת למעשה המוסדיים אתם מאשימים את השמאים בזה שאין עסקאות בשוק.

צחי זנזורי

שלומי, הזכרת פה קודם שאתה לא רואה מספיק תנודות ותגובות של שירי המניות. אני מסכים. יחד עם זאת אם נסתכל על ארה"ב, מניות הנדל"ן מגיבות מהר לשינויים בריבית, באג"ח הארוך. יש את הפערים האלה, מדוע? כי לדעתי יש פה מרווח נדל"ן שהוא לא מייצג אז שיערי המניות לא מגיבים לכל תזוזה. אם על פני זמן התשואות יעלו ב--1 1.5% בריבית הארוכה אז אולי נתחיל לראות את השינויים האלה.

אמיר ברנע

אבי הדוגמא שהבאת אם יש עסקה בפועל השמאים ייקחו את מחיר ההיוון של העסקה.

אבי לוי

הוא אומר ואולי בצדק מבחינתו, אותו מוסדי שלמחרת היום ירצה למכור את זה בשוק לאמות, סביר להניח שאמות לא יתנו את שיעור ההיוון הזה.

אמיר ברנע

אני לא מבין, זאת אומרת זו קללת הרוכש, הוא קונה ביוקר מידי?

אבי לוי

המוסדי האלטרנטיבה שלו לכסף היא להשקיע את זה ב--0.0%, אוקי. עכשיו הוא בא אליי ויש לי נכס לתקופה ארוכה והוא מוכן לשלם לי

עומר וונש

הגופים המוסדיים רואים בנדל"ן מניב כאלטרנטיבה שצריכה לתת מרווח סיכוי סיכון נכון. הם נדרשים לבחור כל יום בין האלטרנטיבה של אג"ח בריבית מסוימת, רכישת נכס נדל"ן, או רכישת נכסים מניבים באמצעות מניות נדל"ן מניב כמניית אמות, מליסרון או עזריאלי. גוף מוסדי היום לא יכול לקנות נדל"ן. אין מוכרים במחירים השמאיים (מחירי הספרים) ואם ירכוש במרווח סיכון ראוי לנדל"ן מניב, נניח 3%, אז לא מעדכנים את ריביות הבסיס. למוסדי כדאי לקנות נדל"ן מניב בריבית בסיס + מרווח סיכון. זה מוביל ל -4%+. הבעיה, שלמחרת הרכישה שמאי יהוו את הנכס ב--6%, או ב--7%, וירשם הפסד מידי לעמיתים. בקיצור, אין עסקאות כי אין מוכרים במחירי השמאות ומחירי השמאות לא יורדים כי אין עסקאות.

אבי לוי

אני אתן לכם דוגמא למה שהוא אומר, יש לי נכס מאוד רציני, לשוכר מאוד רציני לתקופה מאוד רצינית שבא המוסדי והיה מוכן לקנות את זה ב--5%. עסקה לא בוצעה כי נפגש עם השמאי שיושב פה ואמר אני לא יכול לעשות הערכת שווי ב--5%.

משה פרידמן

אמרתי משהו אחר, אני לא רוצה שוק. הבעיה של המוסדיים שהם רוצים מראש

אבי לוי

לא, לא מדויק.

משה פרידמן

זה מה שאני אמרתי בדיוק.

אבי לוי

סביר להניח שעזריאלי לא יקנו את הנכס ב-5%, באנו לשמאי ואמרנו האם אתה מוכן לתמוך בהערכת השווי הזאת, הוא התקשה. לא הייתה עסקה מכיוון שאותו מוסדי, אם היה קונה את הנכס הזה, לא רק שהיה מוחק את המס רכישה כי רשות נ"ע לא נותנת להעמיס את זה על עלות הנכס, הוא גם היה מוחק את הפער בין הערכת השווי לבין מחיר העסקה וקונס את העמיתים.

ירון אשל

חד משמעית הסיפור הזה היום, גם הוצאות העסקה שנמחקות ביום הראשון וגם הפערים בשיעורי ההיוון מייצרים מצב שזה עוצר עסקאות. 100% גם המוסדיים חושבים ככה, גם אנחנו מביאים את זה לידי ביטוי כי אם אתה עושה עסקה משמעותית ואתה מוחק 6-6.5% של הוצאות עסקה ביום הראשון.

שלומי שוב

למרות שב-FFO מנטרלים את זה.

ירון אשל

כן אבל אתה מדבר על ההון העצמי ובסוף אתה מוחק את זה ביום הראשון ואתה אחרי זה נתקל בשמאות כן או לא שתומכת במחיר הזה זה בהחלט שיקול. אני רוצה להתייחס לכמה דברים שהם שונים. קודם כל ברמת האון-ליין מה שאנחנו רואים בעולם ואנחנו מתחילים לשנות את הגישה בגזית, זה שהנושא של עומס שכר הדירה שהיה נכון קודם בעולם הקודם, בעולם האון-ליין משתנה. אנחנו מתחילים להסתכל על האנשים שמגיעים לקניין ונכנסים לחנויות כמדד להצלחה או אי הצלחה של חנות ו/או של נכס, כי לא דווקא כמות המכירות בפועל ולדעתנו זה מה שישקף בסוף את ההצלחה או אי הצלחה. בנושא השמאות אני חושב שהשוק עדיין לא משוכלל בנושא הזה, אני חושב שיש הבדל גדול מאוד בין 6.5% או 7% בעפולה לבין נכס בת"א. אני חושב שהשוק היום בישראל עוד לא נותן דיפרנציאציה לסוגים שונים של נכסים מסחריים, אני מדבר על הכל מסחרי, בגיאוגרפיות שונות כמו שדברת אמרת קודם עם חסמי כניסה. אנחנו חברה שמתעסקת בעיקר באזורים דמוגרפיים עם חסמי כניסה גבוהים, מרכזים שכונתיים, באזור ת"א וצפון ת"א וזה מה שמעניין אותנו. שם למעשה אני הרבה פעמים קונה מרכז או פרפורמה של מרכז או לא משנה בתור קרקע כי אני קונה 4.5 או 5 דונם בת"א. יכולים לבוא ולהגיד לי תשמע, דמי השכירות שאתה

מקבל שם היום יותר גבוהים או פחות גבוהים. זה פחות מעניין אותי, אני מסתכל היום על ארבעה או חמישה דונם בת"א, קנינו עכשיו בכוכב הצפון חמישה דונם בבעלות פרטית בת"א. אני בא יש לי שם 2,000 מטר, העולם גילה לנו שתב"א נוספת תביא את זה ל-4,000 או ל-6,000 מטר וזה מרכז מסחרי שכונתי מעולה ומדייק, ובסוף קניתי שם חמישה דונם. אז אם מחר בבוקר האיקומרס ישתלט על העולם, יבוא קץ הקיצים אז אני עושה שם חמישה מגדלי מגורים. בסוף, אתם מסתכלים כל הזמן על הדייר ועל הפדיון, החנות ושכר הדירה, אנחנו מדברים על נדל"ן. אנחנו קונים נדל"ן, אנחנו לא קונים אג"ח והמייקום שלו הוא המפתח שלו וזה הבעיה שיש לי היום עם השמאות כי אין היום דיפרנציאציה בין נכס של אבי בת"א שהוא נדיר ואי אפשר להקים עוד קניון רמת אביב לידו, נקודה, לבין נכס מצוין של אבי שיושב נניח בחיפה שיכול להיות לו תחרות, לא משנה, לא יכולה להיות לו בגלל הגודל אבל יש הבדל בין הדברים האלה.

אבי לוי

חדרה למשל.

ירון אשל

חדרה, יש הבדל בין הדברים האלה, אין מספיק דיפרנציאציה בין שיעורי ההיוון באזורים השונים, בגיאוגרפיה השונה, שבאה לידי ביטוי בחסמי הכניסה המאוד מאוד מסוימים.

משה פרידמן

אני רוצה להגיב על זה, אני חושב שבעולם של קניונים בניגוד נניח למשרדים, כל קניון מייצר רמת מחירים מסוימת וזה שנמצא בחיפה יכול לעבוד מצוין, הוא יכול להיות ברמת סיכון דומה לזו של רמת אביב, רק רמת דמי השכירות הרבה יותר נמוכה. פה אנחנו מדברים על 500 שקל למטר ושם הם יושבים ב-200 או 180 שקל למטר ויכול להיות שהוא יותר יציב מרמת אביב.

ירון אשל

אין ספק שדמי השכירות זה חלק מהאינדיקציה אם הם גבוהים או נמוכים בעולם של פעם. אבל אם אתה רואה אז למשל לאבי ברמת אביב יש חנויות שחוף מאשר מחזורים הן רואות את עצמן חנויות דגל.

אמיר ברנע

אני לא הבנתי, מדוע לפי דעתך מחיר ההיוון נמוך יותר. בת"א מאשר בכרמיאל.

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

אמיר ברנע

זה שאתה מערבב את מחיר ההון עם נושא שכר הדירה פר מטר, אתה מערבב את זה, זה שני מישורים. אני יכול לבנות בכרמיאל קניון עם סיכון מאוד נמוך.

ירון אשל

מה זה סיכון נמוך?

אמיר ברנע

שיש לי שוכר ומדינת ישראל היא השוכרת ל-20 שנה.

אבי לוי

אהה, זה לא קניון

עומר וונש

הנתון הכי משמעותי הוא לא המיקום, המוניטין או רמת הפאר. זה כבר נכלל במחירי השכירות. מחיר ההיוון צריך להיות מושפע בעיקר מהיחס בין מחיר השכירות הקיים למחירי השוק הנוכחיים. קניון בכרמיאל שהוא UNDERRATED בטוח יותר מקניון ב-OVERRATED במרכז ת"א. כי אם הוא ב-OVERRATED אז כנראה המחירים ירדו ואם הוא ב-UNDERRATED אז לא משנה אם הוא בכרמיאל או ברמת אביב כנראה המחירים יעלו. לכן לא המיקום קובע אלא השכירות יחסית למחירי השוק (מחיר שניתן להשכיר את הנכס היום).

ירון אשל

ממש לא נכון, רק המיקום קובע. אני לא יודע מה עם אבי, אבל אני עדיין מסתכל על נכס ב-OVER RATE בת"א אבל המיקום שלו נכון, מה

ירון אשל

בגלל חסמי הכניסה, כי מחר בבוקר אי אפשר להקים עוד קניון דומה.

אמיר ברנע

איפה הסיכון יותר גבוה? אני לא יודע, אתה מראש אומר שהסיכון יותר גבוה בכרמיאל.

ירון אשל

ברור שבכרמיאל, בתפיסה שלנו בכרמיאל, כי מחר בבוקר אם תרים מסוק מעל כרמיאל ותראה הרבה מאוד שטחים חומים וירוקים שאפשר להקים עוד עשרה קניונים ליד זה או עשרה דברים דומים וזה גם מה שקורה. מעבר לזה כמות האוכלוסייה.

אמיר ברנע

סיכון נדל"י כזה?

ירון אשל

כן, וכמות האוכלוסייה שגרה בצמידות לנכס היא הרבה יותר קטנה.

אמיר ברנע

כן אבל מצד שני אתה יכול להגיד שבקניון רמת אביב יש באמת יותר חנויות אופנה, זה תמהיל שיותר רגיש לשינויים בשוק.

ירון אשל

כן אבל בסוף זה רמת אביב, אם זה לא פוקס זה נייקי ואם זה לא נייקי אז זה הגראנד קפה. אבל בסוף זה עדיין רמת אביב.

זה OVER RATE, יכול להיות שהחנות לא מתאימה, שהגודל לא נכון, הכל לא נכון. אם הלוקיישן הוא נכון אני אקנה את הנכס הזה הרבה יותר מאשר ב- UNDER RATE בכרמיאל, כי כרמיאל ברמת סיכון אחרת מתל אביב.

אבי לוי

אין ספק, חד משמעית.

שלומי שוב

דנה איך את רואה את הצרכנים החדשים, כמה אנחנו צריכים לחשוש מהם?

דנה טבת

זה לא מקרי שאמזון ועוד קמעונאיות מקוונות פותחות חנויות פיזיות בעולם וגם בארץ. בעצם הצרכן לא רואה את זה כאון-ליין וכאוף-ליין, הוא רואה את זה כ-"אני צריך משהו ואיך אני אשיג אותו". אני חושבת שכל עוד אנחנו בני אדם שצריכים לחוש, לנסות, לחוות ולמצער סיכונים, יהיה לנו מה לחפש בקניונים, בהנחה שהקניונים ידעו להתאים את עצמם לצרכים. אז אם אני מחפשת מגוון, זמינות 24/7 ומחיר אז יש סיכוי שאני אקנה באון-ליין. אם אני רוצה לנסות למדוד, לראות שהמידה בסדר, לשבת על ספה, להרגיש את הבד, וגם אם אני חוששת מהבלגן של להחזיר מוצר, שזה גם סיפור לא פשוט או לא מתאים לי זמן האספקה - אני אקנה בחנות פיזית. אני אספר לכם סיפור אישי, קניתי איזה משהו באון-ליין של קראפט כי בעלי היה בארה"ב, הזמנתי משלוח של שלושה ימים ושלחו לי מייל - "מצטערים לא נצליח לעמוד בל"ד". חברה אמריקאית בתוך ארה"ב! זה לא משהו שאתה מצפה שיקרה ועובדה שגם דברים כאלה קורים. אז לפעמים החסמים לקניה און ליין הם גם הנושא הזה של החזרות, וגם הנושא הזה שכשאתה צריך משהו - אתה רוצה לקבל את זה הרבה פעמים כאן ועכשיו. אם אני מסתכלת על קטגוריות שהן יותר חזקות באון-ליין - מדובר בספרים, מוזיקה, סרטים, משחקי וידאו, צעצועים. אבל אפילו באופנה, יכול להיות שזה יפתיע אתכם, עדיין יש יתרון לחנויות פיזיות, בטח ובטח כשאנחנו מדברים על הנעלה, תכשיטים, מוצרים לבית, מצרכי מזון. מסתבר שאנחנו עדיין מעדיפים לקנות מצרכים בסופר. באון-ליין קונים יותר דברים שאולי הסיכון הנתפס שלהם הוא יותר נמוך. כששואלים צרכנים בעצם למה הם עוד נכנסים לקניונים אז הם אומרים את הדברים המובנים מאליהם - אני רוצה למשש, לחוש, למצער סיכונים, אני רוצה את הקנייה עכשיו. אבל הם גם אומרים אני רוצה עם מי להתייעץ, הם עדיין סומכים על אנשי המכירות בחנות. קנייה היא משהו חברתי. הרבה פעמים מגיעים עם בני זוג וחברים והרבה מאוד מהקונים משלבים

שופינג עם בילוי, זאת אומרת משלבים קפה, ארוחת צהריים, זה חלק מאוד משמעותי. לכן מה כשדובר פה שהקניונים יתחילו להציע יותר שירותים ממוצרים זה נכון. אבל לא הייתי מספידה מוצרים, לא הייתי מספידה את קמעונאות האופנה. אני חושבת שהתפקיד של הקניונים לעזור לקמעונאים שעובדים עמם להבין לאן העולם הולך ולכוון את הדרך, יש פורמטים שצריך לחשוב על לאמץ אותם בשביל לשפר חווית קנייה.

נדב ברקוביץ

אני לא חושב שיש פה מישהו שחשב שהקניונים מתים או הולכים להיעלם, אני מסכים איתך. רק השאלה היא מה השווי כי אם את מחזיקה חנות בשביל מישוש של ספה האם את צריכה לשלם את אותו סכום ששילמת קודם כשהיא מכרה את הספות האלה, זאת השאלה, אני לא חושב שזה 1 או 0.

דנה טבת

אז זה נכון, יהיו לנו הרבה SHOW ROOMS. אבל מותגים היום מחפשים הרבה מעבר מלמכור, הם מחפשים את ההזדמנות לייצר קשר, מערכת יחסים אמיתית עם הלקוח, וזה הופך להיות הרבה יותר מבסדר להכניס לקוח אלייך לחנות בשביל חוויה, בשביל שפשוט תייצר איתו קשר אמיתי. גם אם הוא לא יקנה הפעם אז הוא יקנה בפעם הבאה, ואם הוא יקנה און-ליין זה גם בסוף אמור להיכנס לכיס שלך. חנויות יהפכו להיות איזה מין מרכז חברתי קהילתי, כמו חנות ספורט שיכולה לתת שירותים, שיכולה להציע החל מסדנאות וכלה במפגש לכל מיני חובבי ספורט. יש המון דוגמאות בעולם של איך מותגים מתחילים להיות יותר ערכיים, תורמים לקהילה, נותנים במה לאומנים צעירים. יש הרבה מאוד דוגמאות ורעיונות של מודלים קמעונאיים שנותנים ללקוח את החוויה שהוא צריך.

אמיר ברנע

בשביל זה צריך מרכז קניות או משהו נניח כמו ריכוז חנויות שהוא דיבר עליהן? איך את רואה את ההבחנה כאן בין מרכז קניות מקורה עם מיזוג אוויר ובין החנות הזאת בשדרה?

דנה טבת

אז זה נכון שיש הרבה מאוד חזרה למרכזי הערים של חנויות ושצרכנים רוצים את החנויות זמינות וקרובות. אני מסתכלת על הנושא של "איפה אני מקבל את מה שאני צריך", אם הקניין יהיה ONE STOP SHOP, שבו יהיו לי גם שירותי בריאות, גם מספרה, גם מקום לשטיפת רכב, וקולנוע וסופרמרקט הוא יענה על צרכי הלקוחות.

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

מהזווית שלנו כרשות ניירות ערך שהן חשובות. אני אתמקד קודם כל בהשלכות האון-ליין, כי היו כבר דברים אחרים שנאמרו בדיון שאני חושב שהם נאמרו גם לפני שהתחלנו לדבר על סיפורי האון-ליין. אז קודם כל, אלמנט ראשון הוא הגילוי. צריך לזכור שהשווי הסופי זה בעצם כלי לטובת המשקיעים, אבל יש להם ספר שלם שהם יכולים לקרוא (הדוחות, התשקיף) שכולל גילויים נוספים. לנו מהזווית שלנו אגב כרשות יש לא רק מפוקחים שפועלים בישראל, אלא גם לא מעט חברות שפועלות בחו"ל, למשל בארה"ב, והן מחזיקות במרכזי קניות או קניונים גם שם. צורות גילוי, או נניח פרטי גילוי שאנחנו מתחילים לדרוש יותר שקשורים לאון-ליין ושמשיקים שפותרים דוחות של חלק מהחברות כבר יכולים להתחיל לראות כוללים, בין היתר: תמהיל של שוכרים, לפעמים זה ברמת נכס ולפעמים זה תמהיל כבר ברמת כל הפורטפוליו של החברה, יש חברות שנותנות גילוי כזה. היום מאוד קשה לדעת, אם אני פותח דוחות של חברה כזאת או אחרת, לא תמיד אני אצליח לדעת כמה באמת מושכר לאופנה וכמה מושכר לחדרי כושר וכיו"ב. אז תמהיל ורמת המוכנות לעולם של און-ליין זה דבר ראשון. דבר שני זה ניתוח של עוגנים, אולי באמת אצל מליסרון אין עוגן שהוא 20,000 מטר רבוע אבל יש לנו חברות אחרות, במיוחד בחו"ל, שיש להן עוגנים כאלו. חלק מרשתות העוגן בקשיים או עשויות להיתקל בקשיים. אנחנו כבר ביקשנו מחלק מהחברות לתת רשימות של נכסים מרכזיים, או ברמת חברה, מי העוגנים שלה, וגם מה דירוג האשראי של העוגנים. בחלק מהמקרים, כבר אחרי שנה-שנתיים אחרי התשקיף חלה גם קריסה של עוגן אך היה גילוי מראש בעקבות בקשות שלנו. לבקשתנו נכללם גם ניתוח של מיצוב תחרותי של עוגנים, למשל - עד כמה המותג הזה של השוכרים המרכזיים שלך - עד כמה הוא מוביל נניח מבחינת התפיסה שלו אצל הצרכן.

אמיר ברנע

יבגני סליחה שאני מפריע לך באמצע, אבל סופר פה על רשת הוניגמן, אני לא יודע אני לא מכיר, שיש לה פעילות בהרבה מאוד מרכזים.

שלומי שוב

אבל זה DOWNTRADE מבחינת הקניונים מה שאת מדברת עליו.

דנה טבת

אני לא בטוחה.

רקפת שני

מה שאמרת עכשיו, איזה סוג של נתונים אספתם?

דנה טבת

הנתונים הם נתונים של מחקרי צרכנים ששואלים אותם מה הם צריכים, מה הם מצפים, למה הם הולכים לקניונים, או למה הם קונים און-ליין. התשובות הן מאוד קונסיסטנטיות. הנושא של חוויה בקניון אגב לא חייבת להסתכם בהיצע של בית קפה או מסעדה. חוויה יכולה להיות גם חנות שמציעה מראה חכמה, חנות שמאפשרת לך לעשות אינטגרציה - לעשות קנייה און ליין מתוך החנות ולקבל הביתה, לקנות באון-ליין ולקבל את מה שהזמנת בחנות, לקבל הצעות למוצרים ומבצעים מותאמות אישית. יש הרבה מאוד כלים דיגיטליים וטכנולוגיים שאפשר להכניס לחנויות כדי להעצים את חווית הקניה.

שלומי שוב

יבגני, איך אתה רואה את נושא הערכות השווי? האם באמת השמאים מונעים פה עסקאות?

יבגני אוסטרובסקי

אני לא יודע אם הם (השמאים) מונעים פה עסקאות, אני מאמין שאם תהיה פה עסקה טובה שתתאים לשני הצדדים, שמאי - לא נראה לי שהוא ימנע אותה. אבל יש פה כמה נקודות בדיון שעלו לפחות

אוקי הייתה לה, או נניח קסטרו בסדר. מתי בעיניך נדרש דיווח איכותי, נניח דיווח מידי של חברת השכרת נכסים שקרתה בעיה עם שוכר כזה ומה ההשלכות שלה. מתי זה נהפך לאינפורמציה רלוונטית למשקיע בניירות הערך של החברה הזו? ברור שהחברה פשטה רגל. אני לא מדבר על מחזיק המניות בחברה האופנה עצמה, מתי בעיניך זו אינפורמציה שהיא מהותית, רלוונטית לדיווח.

קודם כל דיברתי בעיקר על הדיווח העיתי, כלומר דיווח תקופתי ולא דיווח מידי, ויכול להיות הבדל. אני לא קובע את הכלל, כלל הבסיס הקבוע בחוק ניירות ערך והתקנות הוא כשיש אירוע מהותי לתאגיד או שיכול להפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של החברה אז צריך לדווח עליו. בנוסף, גם לא צריך לדווח על אירוע שהוא "מן המפורסמות" לפי החוק. כלומר אם יש משהו שהוא לא ייחודי, אבל אם יש השלכות פרטניות כלפיי, אז יכול להיות. אבל אם נניח יש אירוע שמשפיע עליי באופן לא מיוחד וכמו שהוא משפיע על רבים אחרים, אני לא צריך להוציא דיווח מידי, אני אקצין את הדוגמא על מבצע "צוק איתן", על מבצע צבאי, גם אם הוא פוגע לי במכירות, או למשל על כניסת אמזון כי זה מן המפורסמות. אבל לצורך העניין אני חושב שאם יש לך באמת חשיפה ללקוח מסוים, יש איתו הסדר פרטני והוא לא מהמפורסמות, אז בהחלט יכול להיות שיהיה מקום לדיווח. זה עניין פרטני פר חברה, למשל העוגנים בחלק מהחברות שציינתי, כאחוז מהשטח - אחוז מאוד מאוד גדול, בעוד שאחוז מהשכירות - הם אחוז מאוד קטן. זה מפתיע שיכול להיות שמישהו יהיה עוגן וזה רק 2% משכר הדירה.

לגבי מרכזי מסחר בארה"ב, להבנתי לעיתים קיימים לשוכרים האחרים סעיפי יציאה במידה והעוגן יוצא מהקניין.

נכון. אם עוגן יוצא, או אחוז התפוסה יורד מתחת מכל מיני אחוזים שנקבעו בהסכמים, זה יכול להתגבר לאפקט דומינו. אז זה שהם נניח אבחנו את זה, אם הייתי אומר לך "אם הוא מעל 10% מהפדיון, או מהשכירות", אז הייתי מפספס את העניין. אולי הוא 2% אבל יש לכולם

את הטריגר, אז לכן זה תלוי בנסיבות - מי הוגדר כעוגן ולמה - וזה גם שיקול שהחברה תצטרך לעשות בעת ההחלטה האם יש להוציא דיווח מידי. תלוי בעד כמה הוא משמעותי, תלוי בעד כמה זה לא מהמפורסמות אלא פרטני. אז דיברתי על תמהיל, דיברתי על גילוי, על עוגנים. אנחנו מבקשים מחברות להתייחס לתוכניות העסקיות שלהן גם בהיבט הזה של איך הן מתכוונות, אם הן מתכוונות בכלל, לעשות שינויים. ההיבט השני ששוחנו עליו הוא מבחינת הערכות שווי. ואם אנחנו מדברים על הערכות שווי בארץ, ועוד פעם השאלה אם שיעורי ההיוון גבוהים או נמוכים, לא יודע אם היא קשורה בקשר הדוק דווקא לאון-ליין כי אלו שיחות שהיו גם לפני. אולי רעיונית יכול להיות שיש איזשהו קיזוז בין שמרנות בשיעורי היוון לבין הסכנה של און-ליין לשווי הנכסים, אבל אני רואה הרבה הערכות שווי גם מחו"ל וגם בנדל"ן ולא רק, וטכניקה של בנייה של שיעור היוון בתחום הזה, בוא תאמר שאתה לוקח את ה-RF ואתה מוסיף מרווח, לעשות את זה בנדל"ן זה לא הכי נפוץ. יותר נפוץ ולא רק בארץ לקחת את שיעור ההיוון לפי CAP RATE מבוסס עסקאות, על אף שזה לא מגיב כל כך מהר לכל מיני שינויים בשוק. אם אג"ח ממשלת ישראל ל-10 שנים עולה היום ב-0.3, אנחנו לא נראה את השומות ישר עולות ב-0.3 באותו רגע, אבל זה לא רק בארץ עובד ככה, בוודאי כשהשינויים אינם חריפים מאוד. בחו"ל הם אמנם עושים עוד שיטות, יש להם שיטות נוספות לחשב את שיעור ההיוון שהן קצת שונות לפעמים ממה שיש אצלנו. אבל אני חושב שכשמדברים על היחס בין סיכון ו-NOI וכולי אז יש פה שני רכיבים שהם קובעים את השווי, אחד מהם זה הסיכון (שיעור ההיוון) והשני זה ה-NOI. אז השאלה אם הסיכון עולה או יורד תלויה בשאלה איך הגדרתי את ה-NOI שהשתמשת בו. אם אני לוקח NOI שהוא כולל OVER RENT ואני שם אותו כ-NOI מייצג, אז ברור שהסיכון בנכס גבוה ואז אני צריך שיעור היוון גבוה. אבל אם אני עשיתי נניח NOI מייצג, עברתי חנות-חנות ובדקתי איפה יש OVER RENT, בדקתי איפה הפדיון נמוך והתאמת את זה, הבנתי איפה יש "גרייסים" ובדקתי את כל הדברים שצריך לבדוק. לקחתי NOI נניח דווקא נמוך יותר ממה שיש היום, כי זה לא בר קיימא מה שיש היום - אז יכול להיות שיש דווקא פוטנציאל להמשיך ולמשוך את המצב הזה קצת קדימה. אז זה מאוד תלוי בשאלה מה הגדרת. אנחנו כרשות, הגישה שלנו ומה שאנחנו מנסים בדרך כלל לבדוק כשאנחנו בודקים לעומק נכס, זה שמה שאפשר לכמת אותו ב-NOI, מה שאפשר ויש נתונים לגביו, כי בדרך כלל ה-NOI הוא הנתון היותר שאפשר בו לכמת, אז שיכומת שם. כלומר, אם יש דברים כמו למשל סיבסוד של שוכרים, דברים כמו למשל פדיונות שאנחנו יודעים שהם בעייתיים ביחס לשכירות, גירעון ניהולי וכולי - שזה כן יהיה בפנים. שלא ייקחו נתונים שרירותיים, למשל - זו השכירות החוזית, אבל אני נותן "גרייסים" לכולם, אני עושה ככה ואני עושה ככה אבל תתעלם מהגרייס וקח את השכירות החוזית כי לקחתי שיעור היוון גבוה. אני מעלה את שיעור ההיוון ב-2% לא משנה, או ב-1%. אז למה 2%? למה לא 6%? לכן אנחנו תמיד מעדיפים שמה שאפשר לכמת בצורה מהימנה שיכומת

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על
הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

הנדל"ן משקף איזשהו יחס בין מחירי המכירה לדמי שכירות, ל- NOI עם הרווחים מניהול וכדומה. אני חושב שאם אנחנו נוותר על מה שאנחנו יודעים, שזה השוק, שזה אנשים שרואים בקניין אלטרנטיבי, הם יתחילו למכור קניונים בסכום מסוים, זה לא מתאים. קניין לא יימכר ב-4% אם הוא יכול לבנות בניין שמושכר לממשלה ב-6%. אז זה שוק רחב יותר שאנחנו מדייקים אותו רק לעניין של הקניונים. אם אנחנו נשחרר את זה ונתחיל לחשב את שיעור התשואה ספציפית לקניין הזה במיקום שלו בתל אביב וכן הלאה, נפתח את הסכר הזה אז יכול להיות פה מין גלגל כזה כי אנחנו רואים שחלק משוק ההון דווקא חושב לטווח הקצר. אם חברה מוסדית חושבת שהיא תרשום הפסד עכשיו של 5% כי השמאי לא מהווה את זה נכון, למרות שזה טוב למשקיעים שלה שיש לה נכס מניב, אז נגיע למצב שאנחנו נוריד את ההערכות. אז הם יתנו ב-4%, אנחנו נוריד את ההערכות, הם יקנו ב-2% ונגיע ל-2008. ראינו כשל שוק מסיבי של דברים כאלה. אנחנו נשאיר את זה בתחום הנדל"ן, אנחנו רואים שקניונים הם חלופה למרכזים פתוחים, שהם חלופה לחלופות אחרות. ואנחנו רואים במה היום שוכרים. בואו לא נשכח שאנחנו מהווים את זה במתמטיקה כאילו לצמיתות, אבל נכס לא חי לצמיתות, יש לו פחת פיזי, יש לו פחת כלכלי ופחת פונקציונלי. אנחנו רואים שדברים משתנים - גובה, קומות וכן הלאה ושינויים אחרונים למשל אם נתסכל קצת אחורה - מגדל שלום בת"א פעם היה המרכז והוא דערך, גם פיזית וגם עניינית. אלנבי היה פעם מרכז, רחוב מאוד מרכזי והוא איננו. שינקין היה מצוין והוא דועך. יש דינמיקה והנדל"ן משקף את זה והשוק לא מוכן לתת שיעורים של ריבית 0% ועוד 3% סיכון ולהוון את זה. הוא לא קונה את זה בזה. וזה התפקיד שלנו להגיד לכם - זה מה שאנחנו מאמינים שהשוק יקנה. כמובן שעכשיו אם יהיו מלא עסקאות ב-4.5% כמו בלונדון אני אהוון את זה ב-4.5%. אני לא אישית נגד המוסדיים או נגד הערכות גבוהות או נמוכות, אם כל השוק יתחיל לקנות תחנות דלק ובתי מלון בשיעורים כאלה אז בהתאמה קורה שאתה לוקח את הקניין עם הסיכונים שלו של האון-ליין. דרך אגב גם האון-ליין צריך לקחת אותו בפרופורציה, גם אנחנו הספדנו את בתי הקולנוע כשהיה את ה-DVD ו-VOD, ופתאום הם המציאו את עצמם מחדש, אז לא הייתי אומר עכשיו יש און-ליין אז אין יותר קניונים. זה נכון שאנשים רוצים את המפגש החברתי כמו שאנחנו נפגשים פה ולא מתכתבים

ושיעור ההיוון אכן זה אתגר לפעמים וצריך לבחור אותו ביחס לנכסים בעלי רמת סיכון דומה במצב התזרים שהונח.

אמיר ברנע

יהודית אמרה לי שבנדל"ן מניב מה שקובע זה לא ה- NOI אלא זה ה- FFO.

יהודית זינגר

ברמת החברה.

יבגני אוסטרובסקי

כן ברמת החברה

אמיר ברנע

השאלה אם הדיווחים של ה- FFO משתלבים בדיווחים האלה?

יבגני אוסטרובסקי

כן. אנחנו דורשים מחברות נדל"ן מניב לדווח על ה- FFO, גם שמה יש משחק, זה נתון NON GAAP ויש לנו את הכללים שלנו לגבי החישוב וגם עליהם יש פיקוח. חברות מבצעות התאמות נוספות אך נותנות גילוי וכולי, אבל זה ברמת חברה ולא ברמת נכס. אני חושב שזה נתון מאוד חשוב באמת, הוא פחות וולטילי מאשר רווח נקי.

ירון ספקטור

אז רק רגע לפני שעוזבים את השמאות שזה הדבר הכי חשוב לדעתי הנושא של קניונים זה ענף אחד מתחום רחב יותר של נכסים מניבים. קניין הוא תחליפי כנכס מניב לתחנות דלק, לבתי מלון, למרכזים פתוחים, מבני משרדים וממשלה ושם כן יש עסקאות. בראיה הכללית

אני חושב שמחירי המניות משקפים את כלל הפרמטרים שהוזכרו, סיכויי שוק, ביקוש, היצע, מגמות באון-ליין ועוד ובסופו של דבר זה כן מגולם. משווי השוק של חברת נדל"ן מניב הומוגנית, למשל בתחום המשרדים או המסחר, ניתן לגזור אמדן לשיעור ההיוון שהשוק מעניק לנכסיה. אבל אם ריבית הבסיס ירדה ב- 2.5%-2 אז שיעור ההיוון צריך להתאים את עצמו, בין אם בצורה מלאה, ובין אם חלקית אבל זה נראה שבשנים האחרונות בפער בין השמאות לתמחור השוק היה מאוד בולט. אני הייתי רוצה לראות תאימות יותר גבוהה ולדעתי אי אפשר להתעלם מהתמחור שהשוק מעניק לחברות אלו וכפועל יוצא לתמחור נכסים. הדבר הנוסף זה באמת הפערים אולי התפיסתיים בין תמהיל נכסי הנדל"ן. בעבר נתפסו הקניונים כנכסים היותר דפנסיביים היום היום זה קצת משתנה.

השוק הגיב גם בקיצונות. עשינו קצת בדיקה אז ראינו באמת שביג יחסית שיש לה נכון קצת נכסים בארה"ב, זאת אומרת ששם באמת השוק כמעט, אם אתה עושה השוואה, הוא כמעט מתמחר אותם ב-0-10 או משהו כזה.

כן, יכול להיות שביג היא פחות אינדיקציה בגלל התמהיל הגיאוגרפי והחשיפה לארה"ב וסרביה יש גם. אולי זה קצת יותר מורכב לקחת מכפיל ולהשוות את זה למליסרון.

כשמדברים על הקניונים, המסחר ועל השיווק, הנתון החשוב ביותר איננו הפיידיון, הנתון החשוב ביותר הוא רווחיות הסוחרים שמשלמים שכירות. האינטרנט בכלל, ומסחר מקוון בפרט, מאפשרים לצרכן לדעת כמעט כמו הסוחר. פעם היה פער מידע אדיר בין הקמעונאי לצרכן שהיתרגם לרווחיות גבוהה. כיום הפער הזה מאוד הצטמצם. גם אם לקוח צריך לקנות לילדה למחר משהו לשיעור ספורט, גם אם ירכוש את זה בקניון, הוא מודע למחיר במקומות אחרים ואז רווחיות הסוחר יורדת. היום הלקוח בודק לפני שבא לחנות או בודק אפילו כששוהה בחנות. הרווחיות משתנה והדינמיקה משתנה. לכן אם פעם בחנו קניין לפי עומס השכירות, זה שיקף רווחיות מסוימת של הרשתות שעבדו בו. היום הרווחיות שלהן נשחקת ולכן השכירות שהן יכולות לשלם יורדת (העומס האפשרי יורד).

כמשקיע אני אומר שלדעתי התחרות בכלל ובשוק האופנה שרלוונטי לקניונים היא יותר חריפה. לכן סביר להניח ששיעורי הרווחיות ייפגעו. צריך לראות את הדינמיקה ולהבין איזו שכירות הם יכולים לשלם בזמן הארוך.

לגבי תמחור מניות הנדל"ן, דיברנו פה בדצמבר בסביבת שוק הון ותשואות אג"ח שעלו פה בצורה משמעותית, זה כמובן השפיע גם על תמחור המניות של חברות הנדל"ן. המגמות והשפעת האון ליין לא התחילה היום, ועם כל זה בחודשים האחרונים, להערכתי, מה שמזיז את השווי של החברות האלה בצורה הכי משמעותית זה כרגע הסביבה הפיננסית וריבית הבסיס שירדה והשינוי בעקומי הריבית נראה שבמצב הזה השמאות קצת מתעלמות מזה.

למגדל, אני מסכים איתם עם הנושא הזה, אני חושב שהיום אני מדבר עם מוסדיים בנושא של שווים אף אחד לא מדבר איתי על כמה המכפיל הון אלא מה תשואת ה-FFO. זה אבי ויהודית מכירים את זה יותר טוב. זה לא באמת משנה אם 1.75 או 1.7, אלא מה תשואת ה-FFO שהמשקיע כמשקיע רואה לנגד עיניו וזה הרבה יותר משמעותי ולצערי זו תעודה שאומרת לא אכפת לנו כל כך מההון העצמי.

אני אנסח את מה שאתה אומר במילים יותר חריפות, אתה אומר תעודת עניות לכל בעלי המקצוע. אנשי רשות המיסים, אתם מאוד משתוקקים לדבר, התעקשתם והצבעתם.

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

שלומי שוב
תראה יש עכשיו בחירות.
שמוליק ווינשטיין
זה לא אצלנו, החלטות פופולריות או לא.
אבי לוי
אבל אתם צריכים לעשות את העבודה.
שלומי שוב
אני חושב שרשות המיסים תומכת בזה, יש פה באמת עמדה שהייתה של שר האוצר, של כחלון.
אבי לוי
אז פה מהשולחן הזה צריכה לצאת עכשיו קריאה שבאיזשהו מקום מדינת ישראל, כמו שהמדינות בעולם מנסות להתגונן מפני המפלצת הזאת, ואין ספק שהשפעה הכלכלית של המפלצת הזו תהיה הרסנית. ואנחנו לא נגד טכנולוגיה, אבל בטח ובטח לא סבסוד המפלצת.
עומר וונש
אם אמזון פותחים מרל"ג פה בארץ הם גם ישלמו מע"מ. האפליה נוצרת רק מהזמנות מחו"ל.
שלומי שוב
בדיוק, אבל על זה הוא מדבר.

שמוליק ווינשטיין
לא הצבענו, בשלב הזה באנו לשמוע.
אבי לוי
אז לי יש משהו להגיד לאנשי רשות המיסים. בשולחן הזה ישבנו ודיברנו עשרות פעמים על נושא הריכוזיות ועל נושא הבנקים, הועדות ומה עושים ואיך עושים, ויצרו חוקים לריכוזיות. הנה קמה מפלצת שקוראים לה אמזון והכל בסדר. המדינות בעולם מתרגשות מאוד אבל מדינת ישראל אני חושב שהיא היום המדינה האחת והיחידה שנותרת בעולם שמסבסדת את אמזון, שמסבסדת את האינטרנט. הנושא של ויתור על המע"מ, וזה לא ה-75\$, אין גבול מכיוון שהקונה הישראלי יודע לפצל את החבילות לחבילות של \$75, ואתם יודעים מה - גם אם אני מזמין משהו ב-\$750, הדואר לא מסוגל לבדוק את הדבר הזה וזה עובר חלק ולא משלמים שום מס. מדינת ישראל אני חושב שהיא היחידה היום שמסבסדת את הענף. עכשיו בוא נראה מה קרה בעולם. באמריקה בית המשפט הפדרלי הטיל מס על כל הרכישות באינטרנט לפי ה-STAT TAX. באירופה ביטלו את הפטור על האינטרנט. אוסטרליה ביטלה את הפטור, לא זו בלבד שביטלה את הפטור היא הטילה מס של 10% על כל הרכישות מאתרים בינלאומיים לאוסטרליה. הודו הוציאה חוק שאסר על מכירות דרך האינטרנט אם אותו המוצר לא נמכר ברצפת המכירות במדינה, 40% מהקניות של האינטרנט נחסמו באותו הרגע. ורק מדינת ישראל נלחמת ביוקר המחיה ומסבסדת את האינטרנט. עכשיו אני אגיד לכם משהו על יוקר המחיה - רשת זברה שהגישה בקשה להקפאת הליכים, רשת שמכרה מוצרים ב-20-30 ש"ח, אין ספק שזה מוצר הכי זול, הכי פשוט, אין בעיה של יוקר מחיה. רשת זברה - איזה סיבה יש שהיא תשלם מס ערך מוסף של 5 ש"ח על כל מוצר שהיא מוכרת, בעוד אותו מוצר נמכר באמזון ולא משלם את המס הזה. הם לא מתרגשים, ישבנו עם רשות המיסים כשהיה משה אשר, ישבנו עם שי באבד וישבנו עם מרידור מאגף התקציבים - כולם היו ואמרו שצריך לבטל את הפטור הזה. אלא מה, הפוליטיקאים לא יודעים להזיז את הדברים.

אביר לוי	אמיר ברנע
אותו דבר באוסטרליה, הטילו מס על הקניות בחו"ל.	איך נעשית ההבחנה? אם אני מייבא מוצר ומוכר בחנות שלי אני משלם מע"מ. אם אני מייבא מוצר מקוון אני לא משלם מע"מ?
אביר לוי	אביר לוי
אני מדבר על הייבוא, אני אומר קודם כל בוא נשווה. אוסטרליה לא רק שהיא השוותה היא הטילה מס.	כן
שלומי שוב	שלומי שוב
ברור ולכן יכול להיות שאמזון עדיף לה לא לפתוח פה.	אבל עד \$75.
צחי זנזורי	אמיר ברנע
אין פה ריטיילרים סביב השולחן, שיציגו זאת, אבל להבנתי קמעונאיות אחרות שניסו לעשות הפוך, ולמכור מאתר בחו"ל נבלמו.	אבל איך נעשית ההבחנה? הרי זה אותו דבר, זה בגלל שיש מתווך בארץ? זה כל ההבדל?
ירון אשל	אביר לוי
היה ניסיון של פוקס, זה לא עבד.	אתה יודע שזה לא עד \$75, אתה מסכים איתי שזה לא \$75, מחלקים את זה לארגזים שונים.
שלומי שוב	אמיר ברנע
יש פה באמת נקודה מאוד חשובה שחשוב להעלות אותה. אנחנו גם מוטרדים מהמצב העסקי, לא רק מהזווית שלך אלא בכלל של הקמעונאים, במיוחד של קמעונאיות האופנה.	לא הבנתי מה יוצר את ההבדל מבחינת פורמלית, מבחינת החוק? אם זה דרך מתווך יש חנות שכל מה שהיא עושה היא מייבאת אני יודע מה בונבוניירות מהולנד ומוכרת לי את זה בקניון רמת אביב ומשלמים מע"מ מלא, נכון? אם אני את אותן בונבוניירות מביא דרך נניח אמזון אז אני פטור, אז כל ההבדל הוא שאין מתווך? מה יוצר את ההבדל?
אמיר ברנע	שמוליק ווינשטיין
יש איזו סיבה, אתה יכול לציין איזו סיבה מבחינת חוקי המס, לפער הזה?	ברגע שאתה מציג את זה כלוחם צדק אני מתייצב לצדך, אני מרגיש בדיוק כמוך, כצרכן.
שמוליק ווינשטיין	אמיר ברנע
זה לא שייך, זה עניין של מדיניות המיסים שבאה מהפוליטיקאים. עובדה שבשיחות עם אנשי מקצוע ההיגיון פה הוא ברור. יש רעיון של לפתוח פה איזשהו מצב מונופוליסטי פה ושם או חוסר בתחרותיות, ברמת המדיניות כן, אבל באופן גורף או במקומות שאין את הבעיה של תחרות אבי צודק לגמרי. זו שאלה של מדיניות.	פורמלית, למה החנות לא יכולה להגיד אנחנו אמזון, לקרוא לעצמה אמזון ולהגיד אני מוכרת לך שיווק ישיר עד \$75?
	שמוליק ווינשטיין
	ברמת הזעקה, אני זועק יחד איתך. החשיבה היא לא אצלנו, אלא

"כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".

ברמה של פוליטיקאי שמחפש להיות אהוד.

למשקיעים.

יניב פגוט

שלומי שוב

אנחנו ברשותכם רוצים לסיים, דווקא אני חושב שסביב זה שדרך עידוד. בהחלט יש פה שאלה של מדיניות, אתה יודע אנחנו לקראת בחירות. יכול להיות שיהיו גם חילופים בעמדות של השרים ויכול להיות בהחלט שזה יגיע. לדעתי צריך לשקול את זה מהר מאוד כי אנחנו רואים את המצב של הקמעונאיות. מילה לסיכום, אנחנו במפגש אחרון של העונה לפני הפגרה, אתם יודעים האקדמיה יוצאת לפגרה החודש. אנו מודים לכם, אני חושב שהיה דיון מעניין.

אמיר ברנע

אנחנו מודים למשתתפים על כל העונה הזאת, זאת הייתה עונה עשירה באירועים וניפגש בעונה הבאה. תודה רבה.

ההשפעה של כניסת הנגיד אמיר ירון לתפקידו כנגיד בנק ישראל בסוף שנת 2018 דרמטית לתמחור נכסי נדל"ן מניב ובהם קניונים הרבה יותר מכניסה אפשרית של אמזון לישראל. הנגיד החדש והלא מוכר בזירה המקומית אשר עם כניסתו לתפקיד חששו כי הוא מחזיק בעמדות ניציות התגלה כיונה. כל זמן שהריבית הריאלית הקצרה שלילית הדבר מנפח את תמחור הנכסים הסחירים וכפועל יוצא מעלה את האטרקטיביות של הנכסים הלא סחירים ובהם הקניונים והמרכזים המסחריים. רבים טובים מן האנליסטים נגררים אחר תמחור השוק ולשם כך מתעלמים מהערכות השווי של השמאים הרלוונטיים ומהוונים את הנכסים במקדמי היוון נמוכים מהותית מהערכות השווי. יתר על כן הם מתעלמים מחלק לא מבוטל מהתחייבות המיסים הנדחים ומהוונים את צבר היזמות העתידי במקדמי היוון "רזים". אין כמעט מניית נדל"ן מניב אחת שניתן לרכוש כיום בבורסת תל אביב ולצפות לאפ סייד נדיב ללא שימוש בפרקטיקה זו או לחלופין בכלל האצבע הפופולארי שכבש את ישראל מכפיל FFO.

האנמוליה של חולשת סקטור ההלבשה וההנעלה בישראל אל מול עוצמת המרכזיים המסחריים והקניונים לא יכולה להמשיך בטווח הארוך. 3 רשתות הביגוד הגדולות בבורסה מנהלות למעלה מ-1000 חנויות ומתקשות להרוויח מכסף, מה יקרה אם גולף או קסטרו יאלצו להקטין באופן חד את פרישת החנויות שלהם?

על ציר הזמן הקניונים אמנם ישנו תמהיל עסקים ויקטינו חשיפה לאופנה ואולם הם חשופים לשחיקה בהכנסות העתידיות שכן מרבית העסקים החלופיים המוזכרים כמועמדים להחליף את חנויות האופנה (בתי קולנוע, חדרי כושר, מרפאות וכו') הם עסקים המשלמים פחות שכ"ד מחנויות האופנה ולפיכך גם בתרחיש סביר של תפושות גבוהות עשוי השווי הכלכלי העתידי של מרכזיים מסחריים רבים להיפגע.

נדרש גילוי ברור בדוחות הכספיים של חברות הנדל"ן המניב ביחס להנחות לשוכרים, הלוואות, השתתפות בשיפורים במושכר, גרייסים ברמה רבעונית ומצטברת וברמת נכסים מרכזיים. קשה ללמוד על האמור מן הדוחות הכספיים במתכונת הנוכחית ומדובר במידע קריטי

טופס הצטרפות לרשימת
הדיוור של פורום שווי הוגן

שם משפחה: _____ Last Name: _____

שם פרטי: _____ First Name: _____

מקום עבודה: _____ Company: _____

תפקיד: _____ Position: _____

טלפון בעבודה: _____ Telephone (w) _____

טלפון נייד: _____ Telephone (c) _____

פקס: _____ Fax: _____

דוא"ל: _____ E-Mail: _____

כתובת לדואר: _____ Address: _____

הערות: _____ Comments: _____

☐ 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, רח' כנפי נשרים, הרצליה, 46150
טל': 09-9527675
fvf@idc.ac.il, www.fvf.org.il

משתתפי כורום שווי הוגן
תשע"ט - לפי סדר א'-ב'

אריק פרץ	ערן יעקובי	נדב זיו	נדב ברקוביץ	אביחי אביעד
אוהד צמח	אילן מויאל	ספי זינגר	משה ברקת	נילי אבן חן
עידו צנג	טל מופקדי	יהודית זינגר	דרור גד	דן אבנון
פינו צרויה	איתי מוקוטוב	נועה זלצמן	ברוך גובי	עמנואל אבנר
איתי קדמי	דקלה מושקוביץ	צחי זנזורי	רן גולדשטיין	רזי אברהם
מור קולא	שגיב מזרחי	אסף חמדני	גנאדי גולדשטיין	יאיר אדלר
שי קומפל	אלכס מיצניק	גיא טביבאן	אבי גולנדר	אסף אדלר
יאיר קופל	שמואל מלכה	דנה טבת	ברק גונן	ג'קי אהרון
הילה קונפורטי	נתנאל מלכה	דליה טל	מיכל גור	צבי אהרונביץ
אופק קלדרון	יניב מלמוד	עדי זלצמן	דורון גיבור	חגי אולמן
כפיר קלדרון	מני נאמן	גולן זריהן	נטלי גייקובס	דברת אולפינר
שילה קם	אסף נוימן	אבי חלפון	אסתר גילעז-רן	יבגני אוסטרובסקי
יזהר קנה	זלמן סגל	עבד חסדייה	גיא גיסין	גלית אופק
יעל רגב	אסף סגל	טל חציון	אורי גלאור	שריה אורגד
סיגל רוזן-רכב	אודי סדן	אור חרוש	דן גלאי	בן אוריון
מנחם רהב	אלהיה סופר	חסן טאופרה	אלון גלזר	שירה אחיעז
רויטל רז	שלומי סופר	אפרת טולקובסקי	אודי גרינברג	משה אטיאס
איתי רפל	מירי סופרשטיין	אלון טישלר	אורי גרינפלד	לילי אילון
קים שהם ניר	צבי סטפק	רז יאור	נתן גרשוני	מיכל אלבז
איתמר שולשטיין	פבלו סלבין	חגית ינון	רענן דוד	שלמה אליהו
רני שחם	חאג' יחיא סאמר	שירלי יפרח אזור	לינור דויטש	אולגה אלקסייב
ערן שחם	רון סמון	סיגל יששכר	מורלי דורי	סתיו אלרון
משה שחף	מאיר סלייטר	דני ירדני	אילן דיין	איתי אלתר
רועי שטיין	ירון ספקטור	איתן כבל	אלי דניאל	ערן אמודאי
נדב שטיינברג	יורם עדן	זיו כהן	דגנית דניאל	יעל אנדורן
אילאיל שטנר	אהוד עובד	איתי כהן	דוד האן	מיכה ארד
נעמה שיין	נדב עובד	צורי לביא	רון הדסי	יוני אשכנזי
ליאור שילה	יוסי עזר	דיקלה לביא פישר	ארי הורוויץ	ירון אשל
אסף שירי	ליבנת עין	מאיה לגרבאום	חגי הילמן	עופר בהרל
בן שירן	זהבית עין דור	יובל לנדשפט	רונית הראל	גולן ביטון
גדעון שלום בנדור	יעקב עמיהוד	אבי לוי	אורן הר נבו	סבינה בירן
רועי שלם	גל עמית	אורן לוי	אברהמי וול	עמרי ביתן
רקפת שני	רוני עפר	חיים לוי קידר	קרן וולדנר	ליהי בלומנפלד
עופר שפוטחיים	ענת פבריקנט	רון לוי	עומר וונש	אלון בנימיני
עודד שריג	יניב פגוט	רמי לוי	דני ויטאן	אבי בן נון
נועה שרמן	ואדים פורטנוי	אלכס לוין	דן וייס	יוסי בנקל
	ענת פילצר סומך	רפי ליפא	שי וילדר	דן בראון
	עמיר פלד	עמיר ליכט	שלומי וינר	שלומי ברטוב
	משה פרידמן	שירה ליכטנשטאט	אביטל וינרב	נחמה ברין
	יולי פרלמן	רון לם	שמוליק וינשטיין	עופר ברנדט
	אמיר פרנקל	אופיר לנדאו	נטע ורדי	נבו ברנר
	דבי פרקש אולך	שלומי ינאי	טל זהרני	יותם ברקאי

רשימת דיונים משנים קודמות

■ מפגש דיון נובמבר 2016: "הבורסה בתל אביב על רקע הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל לשאלת השוק הפעיל".

תשע"ז

■ 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 הרווח

■ מפגש דיון אפריל 2016: מיהו "משתתף שוק" (Market Participant)? דיון מחודש בפרק 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?

תשע"ה

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

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

■ מפגש דיון מרץ 2015: "אי תלות של מערכי 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".

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 פרפורמה ועד למטריקות ענפיות חדשניות".

■ מפגש דיון דצמבר 2017: "ההשלכות של כניסת החכירות התפעוליות לדוחות הכספיים: הערכות שווי, מינוף, והתנהגות עסקית ריאלי".

■ 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?"

לינק לרשימת דיונים משנים קודמות

<https://www.idc.ac.il/he/specialprograms/accounting/fvf/pages/summaries.aspx>

רשימת דיונים משנים קודמות

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.

■ 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?

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 והערות עסק ח'.
■ 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.