

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 4 בינואר 2015

נושא המפגש: "תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי ניירות ערך".

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון ינואר

אורחים שנכחו בדיון: עו"ד פיני רובין, עו"ד עמית נאור, עו"ד רנן גרשט, פרופ' אלון קלמנט, פרופ' אסף חמדני, פרופ' שרון חנס, אייל זוקובסקי (מתמחה), השופט חאלד כבוב, בית המשפט הכלכלי, מחוזי תל אביב), שיר אשכול (עוזרת משפטית, השופטת רות רונן, בית המשפט הכלכלי, מחוזי תל אביב), עמית גונן (מתמחה), השופט איתן אורנשטיין, בית המשפט הכלכלי, מחוזי תל אביב), ד"ר רועי שלם, ד"ר טל מופקדי, עו"ד עודד רביבו (פישר בכר חן).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), קרן בנגלס שנער (הפיקוח על הבנקים), דגנית דניאל (כונס הנכסים הרשמי), גיא טביביאן, פרופ' רוני עפר, פרופ' עמיר ליכט, דרור גילאון (סמנכ"ל ההשקעות במנורה מבטחים קרנות נאמנות), פרופ' דן סגל, גל עמית, חיים מכלוף, יפעת פלקון-שניידר (רשות ניירות ערך), שלומי וינר (רשות ניירות ערך), אפרים דרור, פרופ' דן גלאי, פרופ' צבי וינר, יניב זיו, מיכל אלשיך (לידר שוקי הון), אורי לוי, עדי סקופ, עמית צוברי, נבו ברנר, דני ויטאן, הדר נאות (מחלקת תאגידים, כנ"ר), יזהר קנה, משה גדנסקי, ד"ר אסתר גילעז-רן.

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחף, מתן חגבי, אלכס וולקוב.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רו"ח שלומי שוב

לפני שנדון בנושא שנמצא על סדר היום, מכיוון שאנו נמצאים מספר ימים לאחר תאריך החתך החשבונאי ובשל כך שהפורום עסק לא מעט בהחלטת הרשות לניירות ערך לגבי קיומו של שוק עמוק בישראל, היינו שמחים לשמוע מהחברים סביב השולחן שעוסקים במלאכה לגבי אמידת עקום התשואה ל-31 בדצמבר. יש היום מספר חברות וגופים שמציעים עקום תשואה קונצרני לאור ההחלטה על שוק עמוק.

פרופ' צבי וינר

יש היום כמה חברות שמספקות את החישוב של עקום התשואה של השוק העמוק. הבעיה הגדולה היא שבטווח הארוך יש מעט מאוד תצפיות - אפשר לספור על האצבעות בין כף יד אחת לבין שתי כפות ידיים את מספר אגרות החוב הקונצרניות שעונות על הקריטריונים. בסופו של דבר הפער מעקום התשואה הממשלתי הוא אחוז אחד כלפי מעלה ומזה ניתן להניח שחלק מהחברות יקטינו את ההתחייבויות שלהן. הדרישות החשבונאיות, כמו שהחישוב ייעשה רק בתאריך האחרון של השנה, שלא ניתן להשתמש בממוצע ושלא ניתן לעשות שימוש ב"החלקות", הן מאוד נוקשות ולכן הנושא יהיה רגיש.

רו"ח שלומי שוב

האקטוארים אומרים שהם דואגים שהתוצאות הן מוטות ענף.

פרופ' צבי וינר

כל שוק האג"ח בארץ הוא מוטה לכיוון ענף הפיננסים או ענף נדל"ן ויש מעט מאוד חברות מתחומים אחרים. כשמסתכלים על הטווח הארוך, רוב התצפיות הן מענף הנדל"ן.

רו"ח שלומי שוב

כלומר, המשמעות היא שאם יהיה משבר בנדל"ן, ההון העצמי של חברת החשמל יגדל פלאים?

פרופ' אמיר ברנע

חשוב לזכור שמשבר יגרום לכך שהדירוג של חברות הנדל"ן ירד ובמקרה זה אגרות החוב שלהן לא יעמדו בקריטריונים של מבחן השוק העמוק.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

פרופ' צבי וינר

הבעיה היא שהורדת דירוג לא נעשית במקביל למשבר ולעיתים ישנו פער זמן בין השניים. ישנה אופציה להוריד חלק מהתצפיות ולא לפעול בהתאם לדירוג. אלו בעיות טכניות שאני מאמין שיהיה להן פתרון בעת הצורך.

דני ויטאן

אם יהיה משבר גדול יכול להיות שנצטרך לחזור לעקום הממשלתי. חשוב לציין שההבדל הגדול בין החברות שמבצעות את החישוב של עקום התשואות הוא מבחינת המדגם, לא המתודולוגיה. כלומר, יכול להיות שחברה אחת תכלול תצפיות שונות מאשר חברה אחרת. אבל, מכיוון שיש מספר מועט כל כך של תצפיות בשוק הישראלי, גם הבדל קטן של חברה אחת או שתיים בין שני מדגמים שנבחרו יכול לגרום להבדל גדול בין העקומים שמתקבלים מאותם מדגמים.

רו"ח שלומי שוב

מעניין לראות מה יהיה המסקנות שלכם בהמשך לגבי הנושא הזה, ואני לפחות לא בטוח שהייתי ממליץ לקפוץ ראש לברכה של השוק העמוק.

על סדר היום עומד נושא התביעות הייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של דוחות כספיים - מהו הקשר שבין הדיווח הכספי לבין שווי ניירות ערך. כמו שאנחנו יודעים, בשנים האחרונות חלה עלייה ניכרת במספר התביעות הייצוגיות שקשורות להצגה מחדש של דוחות כספיים וחלק מהמגישים של העתירות נמצאים סביב השולחן היום. מדובר בנושא מורכב שיכול להיות לו מצד אחד יתרון חשוב בכך שהוא מגדיל את האחריות על הדוחות הכספיים וחשיבותם, אך מצד שני, קיים חשש שמוגשות תביעות שאין להן בסיס והן מייצרות הרבה רעש במערכת ומכבידות שלא לצורך על ההתנהלות של החברות הציבוריות. הדיון שלנו היום הוא סביב שאלת הנזק והקשר למהות ההצגה מחדש של הדוחות הכספיים. הפרדוקס הוא שלמרות ריבוי התביעות בנושא, אין כמעט מקרים שמגיעים להחלטת בית משפט כי לרוב התביעות מסולקות או שמגיעים לפשרה כלשהי כך שאין תקדימים משפטיים והתחדדויות בנושא.

אנחנו צריכים קודם כל להבין את המהות של הצגה מחדש (Restatement) בהיבט החשבונאות. הצגה מחדש מעידה על כך שמידע שמשקיע היה צריך לקבל לא הגיע אליו בזמן ואף על כך

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שהמשקיע קיבל מידע מטעה, בין אם הדבר נבע מטעות בתום לב ובין אם ממעשה מכוון. השאלה היא אילו טעויות מגיעות לכדי הצגה מחדש וזו אלמנט חשוב בכדי להבין את ההשפעה של הטעויות על מחירי ניירות הערך.

ה- IFRS קובע שבכדי שטעות שהתגלתה תגיע למצב של הצגה מחדש עליה להיות טעות מהותית. המסגרת המושגית מתייחסת למהותיות כרלוונטיות סובייקטיבית, כאשר רלוונטיות נבחנת על ידי בחינה האם מדובר במידע שיש לו פוטנציאל להשפיע על קבלת החלטות של המשקיעים (משקיעים במניות ובאג"ח ונותני אשראי – בפועל ופוטנציאליים). כלומר, יכול להיות שמידע מוטעה מסוים יהיה מהותי ולכן רלוונטי בחברה אחת אך לא מהותי ולכן לא רלוונטי בחברה אחרת. לצורך המחשה, נניח שלמרות שמדובר באותו סכום של טעות, החברה הראשונה היא חברה קטנה ולכן המידע הוא מהותי לגביה, בעוד החברה השנייה היא חברה גדולה ולכן המידע אינו מהותי לגביה. אגב, ה- IFRS קובע במפורש חזקה שטעות שנעשתה במכוון על ידי ההנהלה היא מהותית ולכן דורשת הצגה מחדש.

מכיוון שהמסגרת המושגית לא נותנת כלים פרקטיים אלא רק בסיס תיאורטי, לפרקטיקה היה קשה להתמודד עם סוגיית המהותיות, ולכן במהלך השנים התפתח בפרקטיקה רף כמותי של 5% מהרווח לקביעת מהותיות. כפועל יוצא, לפני כעשור הרשות לניירות ערך בישראל אימצה לפני כעשור את המבחן הדו שלבי. לפי מבחן זה, אם עוברים את הרף הכמותי אין ספק שמדובר בפריט מהותי, אבל אם לא עוברים את הרף הכמותי צריך לבדוק את הפן האיכותי. לדוגמה, יכול להיות שטעות נמוכה מ-5%, אך היא משפיעה על קובנט של החברה ואז היא מהותית. החלטת הרשות הגיעה בעקבות החלטה חשובה בנושא של הרשות לניירות ערך בארה"ב (SEC), במסגרת 99 SAB, אשר חששה מכך שהפרקטיקה נעזרת רק בספים כמותיים, ולכן הנחתה את החברות להשתמש גם במבחנים איכותיים לצורך המסקנה האם מדובר במידע שיכול להשפיע על החלטות של משקיע.

עד שלפני שנתיים וחצי הכלל של הרשות בארץ למבחן הכמותי היה רף של 5% מהרווח או 2% מההון. מאותה נקודה רשות לניירות ערך ביצעה רביזיה מאד משמעותית של ההנחיה כאשר הבסיס לרביזיה היה בדיקה של המחלקה הכלכלית של הרשות לפיה שוק ההון בישראל אדיש למקרים של הצגה מחדש. הרביזיה כללה העלאת הרף מ-2% מההון ל-5% מההון בעוד שהרף של 5% מהרווח נותר על כנו, אך גם הכירה בקיומם של מצבים בהם עוברים את הרף הכמותי, אך באופן חד פעמי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ולכן אותם מצבים לאו דווקא ייחשבו כמהותיים. כלומר, ההחלטה המעודכנת של הרשות אמורה להוביל לכך שרק מקרים שבאמת מהותיים למשקיעים יטופלו כהצגה מחדש. בנוסף הרשות הכניסה דרגת ביניים שנקראת "התאמה לא מהותית של מספרי השוואה", כלומר מצב שנמצא בין מקרה שבו אין הצגה מחדש לבין מקרה שבו יש הצגה מחדש. לשם המחשה, נניח שבכל אחת מ-40 השנים האחרונות עשינו טעות של שקל אחד בהוצאות הפחת ומכאן היא אינה מהותית בכל אחת מהשנים בנפרד, אך לאחר 40 שנים כשגילינו את הטעות היא הגיעה לסכום מצטבר שהינו מהותי לגבי התקופה אתה נרצה לתקן ואז נעשה הצגה מחדש ללא המאפיינים של הצגה מחדש. כלומר, לא יפורסמו הדוחות מחדש ולא תהיה הפניה מדוח המבקר, אלא רק תיקון של מספרי השוואה עם כוכבית קטנה שמכונה "התאמה לא מהותית של מספרי השוואה". זה מעניין אבל אנחנו רואים בשטח שמאז הרביזיה של הרשות הרבה חברות שגילו טעויות בעבר מנסות להיכנס לקטגוריה הזו בכדי להימנע מהצגה מחדש שחושפת אותן לתביעות. מבחינה אמפירית מעניין לבחון מה קרה מאז שהתקבלה ההחלטה של הרשות ואם אכן הייתה השפעה על היחס של השוק כלפי הצגה מחדש והאופן שבו הוא מתמחר הצגות מחדש. בנושא הזה ביצעו סטודנטים של תכנית חשבונאות עבודה סמינריונית בהנחיית פרופ' דן סגל וגילו ממצאים מעניינים שנתייחס אליהם בהמשך.

השאלה המרכזית לדעתי היא האם כל הצגה מחדש בהכרח צריכה להשפיע על שווי של ניירות ערך. לכאורה, לאור מה שאמרנו, התשובה התיאורטית שנגזרת ממקצוע החשבונאות, היא לכאורה כן אך זהו לא בהכרח המצב לדעתי. בשלב הזה אני רוצה להתייחס לשווי של נייר ערך לפי הערכת שווי. לדעתי, לא בטוח שכל הצגה מחדש צריכה להשפיע על הערכת שווי. הרי בסופו של דבר הצגה מחדש מכך שנקבע כי טעות מסוימת היא מהותית והחלטה זו כוללת שיקול דעת רב. כמו כן, לא בהכרח שכל טעות משפיעה על הערכת השווי הרעיונית שאמורים לעשות בכל רגע נתון המשקיעים על בסיס הדוחות הכספיים הזמינים להם. לדוגמה, טעות בערך בספרים של רכוש קבוע בחברת תקשורת שמשפיע על ההון העצמי שלה, לא בהכרח צריך להשפיע על השווי שלה שנגזר מהערכת שווי על פי DCF. לעומת זאת, בחברות נדל"ן מניב, למשל, לטעות בשווי ההון של הנדל"ן להשקעה תהיה כנראה השפעה על שווי המניות שהרי הערכת השווי שלה מתבססת על ההון העצמי (מודל NAV). מעבר לכך, לא בהכרח שטעויות צריכות להשפיע על ההון העצמי בכדי להשפיע על תמחור ניירות הערך. לדוגמה, טעות בהצגה בין יתרת ספקים לבין התחייבות פיננסית לא משפיעה אמנם על ההון העצמי אבל יכולות להיות לה השפעות דרמטיות על הערכת השווי הרעיונית, שהרי הספקים הם חלק מההון החוזר בעוד החוב הפיננסי מופחת משווי הפעילות. בדומה, גם טעות בגילוי – שהיא גם יכולה לדרוש מבחינת חשבונאית הצגה מחדש של הדוחות הכספיים – יכולה להשפיע על תמחור

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ניירות הערך. אבל גם כאן יכולה להישאל שאלה מהו סוג הטעות? לאחרונה, למשל, פורסמה החלטת אכיפה של רשות ניירות ערך שדרשה הצגה מחדש של דוחות כספיים בעקבות טעות בביאור בעלי עניין. השאלה אם טעות בביאור כזה משפיעה על הערכת השווי? מנגד, ראינו בעבר שתיקון טעות בביאור על מגזרי הפעילות השפיע על אנליסטים שתמחרו את המניה מאחר והוא הוסיף להם מידע משמעותי על רווחיות המגזרים השונים של החברה.

יש לא מעט מקרים שפתוחים היום לדיון משפטי ולכן קשה לנו לדבר עליהם, אבל אפשר לקחת כדוגמה בסיסית את הטעות שהיתה בעבר בבזק-פלאפון שבוצעה בגינה הצגה מחדש של 320 מיליון שקל. למי שזוכר, לפני 10 שנים פלאפון החליפה את הרשתות ונשארו כרטיסים מהטכנולוגיה הקודמת. הנהלת פלאפון החליטה לא להפחית את הכרטיסים מהרכוש הקבוע כי לטענתה היא תשתמש בהם בעתיד. כתוצאה מההצגה מחדש עלה דיון נורא מעניין. בחוות דעתו רוני עפר טען שאמנם הייתה פה פגיעה בהון של החברה, אך מכיוון שחברות בשוק התקשורת, כמו פלאפון, נמדדות לפי DCF מה זה משנה שהרכוש הקבוע השתנה משום שבלאו הכי הרכוש הקבוע לא משפיע על ה-DCF. רוני עפר כתב את חוות הדעת בזמנו ולכן הוא יוכל לספר על הפרטים.

פרופ' רוני עפר

מה שקרה זה שיוזם דנצינגר מונה כבודק ולאחר שבחן את הנושא הוא קבע שיש לעשות הצגה מחדש. במרץ 2007 נעשתה הצגה מחדש בדוחות של שנת 2004 כולל מחיקה בהון. השאלה הייתה האם הייתה פגיעה בבעלי המניות של החברה וזו שאלה מאוד רלוונטית במקרים של הצגה מחדש. בית המשפט קיבל את העמדה שלי לפיה העובדה שהמידע לא היה בידי הציבור בשנת 2004 לא פגע בקבלת החלטות ההשקעה של המשקיעים בחברה זאת משום שאם אין למידע השפעה על תזרים המזומנים אין לו גם השפעה על השווי של החברה.

רו"ח שלומי שוב

למעשה ניתן לראות שצריך לבחון לגבי כל חברה באופן נפרד מה ההשפעה של הצגה מחדש על השווי של חברה. נקודה מעניינת נוספת היא ההשפעה של הצגה מחדש על תמחור אגרות חוב. מקרה מעניין שבו לטעות לא היתה השפעה על ההון הוא הסיפור שהיה במלר, שם יש תביעה מצד בעלי האג"ח לגבי סיווג מזומנים – האם הם חופשיים או מוגבלים. טל יכול לספר לנו את הפרטים של המקרה.

ד"ר טל מופקדי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ראשית יש לציין שעוד לא התקבלה החלטה. במלג היו מזומנים שסווגו כמזומנים חופשיים ולאחר בדיקה של החברה נתגלה כי המזומנים משועבדים לבנקים. עלתה השאלה האם ואיך יש השפעה או פגיעה בבעלי אגרות החוב הנחותים לבנקים. הרשות לניירות ערך קבעה שזה מידע מהותי והייתה ירידה במחירי האג"ח. נציין גם עלו לאחר מכן אבל לא באותה מידה. בנוסף עלתה השאלה מהו האירוע שגרם לירידת האג"חים שכן באותו המועד התפרסמו פריטי מידע נוספים.

אורי לוי

אני מרגיש לא בנוח עם הנושא מכיוון שכאשר אנחנו עושים הצגה מחדש, על פי הגדרת החשבונאות להצגה מחדש, אמורה להיות לה השפעה על קבלת ההחלטות של משקיע. לכאורה אם הצגה מחדש לא הורידה ולא העלתה את השווי של החברה אז מלכתחילה לא היה מקום לעשות הצגה מחדש.

שלומי שוב

זו נקודה מעניינת כי היא מעמידה אותנו כרואי חשבון במקום שבו אנו ננזפים כי החלטנו לעשות הצגה מחדש ובסופו של דבר אין לה השפעה, אז החשבונאות לא הייתה רלוונטית. כשאנחנו מדברים על שיטות לאומדן הנזק למעשה יש לנו שתי גישות עיקריות: האחת, על פי מחיר המניה והשנייה על פי הערכת השווי הרעיונית. במאמרם של פרופסור חנס ופרופסור קלמנט הם ממליצים להתבסס על מחיר המניה בעזרת גישה לה הם קוראים "גישת חיסכון הכיס המקורבת" אותה הם יציגו בפנינו בהמשך. כשאנחנו מסתכלים על התבססות על מחיר מניה בשוק הישראלי אני מוטרד מכיוון שלא בטוח שהנחת השוק היעיל בישראל מתקיימת ולא ברור עד כמה המחיר של המניה משקף את המידע בכל נקודת זמן. יש לכך מספר ראיות תומכות כמו הרביזיה שעשתה רשות לניירות ערך שמעידה על כך שלפי הבדיקות שהרשות עשתה השוק לא מגיב בצורה טובה להצגות מחדש. נוסף לזה את ההצגה מחדש שנעשתה על ידי א. דורי וכאשר בוחנים את מחיר המניה שלה מגלים שבעלי המניות מביאים בחשבון את העובדה שבעלי השליטה (קבוצת גזית) משפה את החברה על הטעות, לכן ההסתכלות על מחיר המניה יכולה להיות בעייתית. ראייה נוספת היא החלטת בית המשפט העליון בנושא של הגנת מיעוט במקרים של הצעות רכש, נושא בו עסקנו בעבר בפורום, לפיה יש להתבסס על הערכות שווי ולא על מחיר המניה.

פרופ' אמיר ברנע

השאלה העיקרית היא אמידת הנזק והעיתוי שלה. אם עיתוי הנזק של ההטעיה הוא ביום שבו היא נעשתה אז שימוש בשיטות כמו event study לבחינת הנזק אינן רלוונטיות, ואילו אם העיתוי הוא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ביום שבו התגלתה הטעות יש צורך לבחון את השינוי במחיר המניה באותו מועד ולנסות להבין האם השינוי נובע מהטעות. הבחינה כוללת ראשית כל מודל כלכלי שקושר את כיוון השינוי והיקפו עם הטעות הנדונה. בנוסף נלוות שאלות רבות כמו האם חלק גדול מההשפעה לא התממשה כבר קודם בעסקאות בעלי עניין בתקופה שבין המועד שבו נעשתה הטעות לבין המועד שבו היא התגלתה או שאלה כמו האם יש לנו מספיק נתונים בשוק ההון הישראלי לבודד את ההשפעה הנקייה של הטעות או מספיק סחירות כדי להישען על מחירי ני"ע בחלון הכרזה מצומצם. הקשר בין המידע החשבונאי לבין מחירי ניירות הערך נדון כבר בסוף שנות ה-60 של המאה שעברה במאמר הקלאסי של Ball and Brown שהתייחס לפרסום רווח והשלכתו על מחיר השוק של ניירות הערך.

יש לי שתי הערות לצורך הדיון: ראשית, הנושא של נכסים תפעוליים (רכוש קבוע, מלאי עסקי) ושינויים בערכם בפרוצדורה חשבונאית הם בלב הנושא שיוצר פער בין הערכת השווי לבין הדיווח החשבונאי והשלכתו על ההון ועל הרווח. דבר שני, בחלק גדול מהתביעות בעלי המניות משלמים לעצמם ולכן חשוב שנעסוק בסוגיה למי צריך להינתן הפיצוי במקרה של תביעה כתוצאה מהצגה מחדש והאם מדובר בתביעה ייצוגית או נגזרת מול חברות ביטוח שמבטחות נושי משרה.

פרופ' שרון חנס

ראשית אומר שבנושא של חישוב הנזק יש כמה שאלות מקדמיות שהמאמר שלנו לא עוסק בהן והראשונה מהן היא: למה מפצים? השאלה הזו לא מאוד ברורה בדיני ניירות ערך. בדרך כלל רוצים לתת פיצוי כדי להרתיע מישהו מלעשות משהו מסוים. המחשבה היא שאם מישהו ישלם על נזק שהוא גורם בעתיד הוא ינסה להימנע מזה על ידי הוצאת משאבים נוספים. הנזק בשוק ההון נחלק לנזק מול השוק הראשוני שבו המנפיק מטעה את המשקיע וכן נזק בשוק המשני שמי שנהנה ממנו הוא משקיע אחד ומי שסובל ממנו הוא משקיע אחר ולפעמים מי שהטעה לא נהנה מהנזק באופן ישיר והשאלה היא האם הוא זה שצריך לשאת במלוא גובה הנזק. באיזה מקרים יש לתת פיצוי ומהו גובה הפיצוי לתת לפצות אלו שאלות שלא התעסקנו בהן במאמר שלנו כי יצאנו מנקודת הנחה לפיה החוק הישראלי כבר עשה את החשיבה בנושא וקבע את המקרים שבהם יש לתת פיצוי.

זו נקודה הפתיחה של המאמר שלנו ולגבי איך לחשב את אותו נזק הראינו במאמר גם את הטכניקה לפיה יש לבצע את החישוב וגם את הגישה העקרונית של מהו בעצם הנזק. לדעתנו, השוק צריך לחשב את הנזק נכון ליום שבו התגלתה הטעות ולא לפי היום שבו נעשתה הטעות בפועל או כל יום אחר. למשל, ניח שמשקיע כלשהו השקיע בחברת נפט שאמרה שיש סימנים של גילוי נפט בקידוח מסוים ולאחר מכן מתגלה שהיא שיקרה וכתוצאה מזה נגרם נזק מסוים. אנחנו באים ואומרים שבתי המשפט לא היו ערניים לכך ששווי הנזק משתנה כל הזמן ביחד עם מחירי הנפט. שווי ההטעה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ביום ההטעיה הוא לא כמו שווי ההטעיה ביום הגילוי או בכל יום אחר שבו אנשים קנו מניות של אותה חברה בתקופת ההטעיה. בית המשפט העליון הציע את שיטת "חסרון הכיס" לפיה ההבדל בין שווי נייר הערך ביום שבו נרכש נייר הערך תחת ההטעיה לבין הערך של נייר הערך באותו יום. כלומר גישה זו מנסה למצוא את גובה הנזק ביום ההטעיה. אנחנו חושבים שהגישה הזו אינה מיטבית ועל פי הטענה שלנו, מי שקנה מניות של חברת נפט חושף את עצמו לתנודות בשוק זה לא רק בנקודת הזמן שבו הוא קנה את המניה, אלא לאורך תקופה. כלומר, צריך להתחקות אחר שווי ההטעיה עד ליום הגילוי וכל תנודות בנייר הערך עד ליום הגילוי הן תנודות שהמשקיע היה בכל מקרה חשוף אליהן גם אם לא הייתה הטעיה. יש טכניקות שונות לעשות זאת ובמקרה טהור (בו לא קיים גילוי של מידע פנים) אפשר להשתמש בטכניקה פשוטה שנקראת "הנפילה הקבועה במחיר". על פי שיטה זו צריך לעשות event study על יום הגילוי ולקחת את כמות המניות שנרכשו בתקופת ההטעיה והבעלים שלהן ממשיכים להחזיק אותן ביום הגילוי ולהכפיל אותן בירידה בערך המניה ביום הגילוי והתוצאה תהיה הפיצוי שיש לתת. זו טכניקה פשוטה, אך לא תמיד ניתן להשתמש בה. במקרים מסובכים יותר יש טכניקות אחרות, אך גם הן, על פי דעתנו, צריכות להתבסס על יום הגילוי.

רו"ח שלומי שוב

אז למעשה אתם יוצאים מנקודת הנחה שהשוק יעיל, אשר לדעתי לאו דווקא מתקיימת. אנו רואים לפעמים כתבות בעיתון על הצגות מחדש אשר יוצרות תהודה בציבור שמביאה להשפעה על שוק ההון. עד כמה באמת אנחנו יכולים להסתמך על השוק?

פרופ' שרון חנס

זו שאלה של טכניקה. גם אם אתה מתעקש לא להשתמש בתנודות במחיר בשוק ההון ומנסה להסתכל על הדוחות הכספיים ולרדת לשווי המהותי של ההטעיה, עדיין לפי דעתנו צריך לבחון את ההשפעה של ההטעיה ביום הגילוי ולא ביום שבו היא נעשתה.

אבי לוי

מה עם מקרים שבהם ההטעיה היא לטובה?

פרופ' שרון חנס

אם מדובר בהסתרה של מידע חיובי ההבדל היחיד הוא בזהות הנפגע, כלומר במקרה זה הנפגע הוא מי שמכר. הטכניקה שתשמש לחישוב הפיצוי היא עדיין הטכניקה שאנחנו מציעים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

פרופ' רוני עפר

יש לכם הנחה סמויה לפיה מידע שלא התגלה לא משפיע על החלטות מחזיק המניות. נניח שהמידע שלא התגלה הוא שהסיכוי לנפס יורד מ-70% ל-50%. יכול להיות שהמשקיע היה מוכר את המניה ביום שבו המידע הזה היה אמור להתפרסם. כעת נניח שבתקופה שבין הטעות לבין המועד שבו היא התגלתה היו גם ירידות במחיר הנפס. אם המשקיע היה מוכר את המניות במועד שבו הייתה אמורה להתפרסם הטעות הוא לא היה סופג את הירידות העתידיות במחירי הנפס. אתם למעשה מניחים שהמידע הזה לא משפיע על הפעילות כלומר שהוא היה מחזיק את המניה עד מועד הגילוי. מכיוון שזה לא דווקא נכון אני חושב שצריך להסתכל על כל מקרה לגופו ולא לקבוע מסמרות. זוהי הנחה סמויה ובכדי להשתמש בה אתה צריך לחזור למועד שבו הייתה אמורה להתפרסם הטעות ולהוכיח שהמשקיע היה ממשיך להחזיק במניות.

פרופ' שרון חנס

מה שאתה אומר זה שאותו משקיע היה מוכר את המניות שלו ושם את הכסף הזה בפקדון בנקאי ממנו הוא היה מקבל ריבית והצמדה. לדעתי זו הנחה סבירה פחות ממה שאני מציע מכיוון שמלכתחילה אותו משקיע רצה לחשוף את עצמו לשוק הנפס וגם אם אותה חברה ספציפית שינתה את פניה ללא היכר בגלל ההטעיה הזו, לפי דעתי אותו משקיע היה מסיט את הכסף לחברה אחרת בשוק הנפס.

פרופ' רוני עפר

שרון תחשוב שאני מנהל כסף ואני מוגבל להחזיק אג"ח בדירוג A ומעלה. נניח שהיה מידע שאם אני הייתי יודע אותו בזמנו הדירוג של האג"ח היה יורד ל-BBB ואני הייתי מוכר אותה באותו יום בגלל ההנחות שיש לי. נניח שלא רק שמחיר האג"ח ירד, אלא גם הריבית עלתה. במקרה זה אני מפסיד פעמיים.

פרופ' אלון קלמנט

צריך להבין שני דברים בנוגע לתביעות ייצוגיות: האחד הוא חישוב הנזק והשני הוא האם צריך להוכיח הסתמכות או לא. הכלל של תביעות ייצוגיות אומר שלא צריך להוכיח הסתמכות וכלל זה גם אושרר על ידי בית המשפט העליון האמריקאי לאחרונה. המשמעות של זה היא שההנחה הבסיסית היא שהשוק הוא יעיל. אם אנחנו הולכים לעולם אחר שבו יש צורך בהוכחת הסתמכות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנחנו נהיה במקום שבו התביעות הייצוגיות שבהן אנחנו עוסקים לא נמצאות ולכן גם המאמר שלנו לא עוסק בהן.

עו"ד רנן גרשט

אני מתחבר למה שאומר אלון. ברגע שאנחנו מכניסים את אלמנט ההסתמכות אנחנו מעקרים מתוכן את עולם התובענות הייצוגיות וזה משהו שאנחנו לא רוצים לעשות. כשאני מסתכל על משקיע בניירות ערך הוא מקבל כל יום החלטה האם למכור או לקנות (למעשה אי מכירה מעידה על כך שהוא מוכן לקנות). אם כאשר אנחנו בודקים את הנזק שנגרם לאותו משקיע בודד אנו נצטרך לבדוק את ההסתמכות של כל אחד מחברי הקבוצה המעורבת בתביעה זה בלתי אפשרי. זו זירה מאוד נוחה לנתבעים כי הם יכולים להראות שיש בקבוצה אנשים שלא היו מוכרים. לכן זה גם לא רלוונטי לבדוק את ההסתמכות של המבקש עצמו.

פרופ' שרון חנס

אני רוצה להמשיך עם הנקודה שהעלה רנן – הזכרנו במאמר שהסעד למשקיעים מיוחדים ייעשה על ידי הפרדה של אותו משקיע מהקבוצה. אם המשקיע יוכל להוכיח שהוא באמת עושה משהו שונה עם הכסף שלו ממשקיע סביר, אז הפיצוי שלו גם יהיה שונה.

נניח שאני קונה בית ספציפי בשכונה מסוימת. נניח שהטעו אותי ואני קניתי את הבית ב-300 אלף למרות שהוא שווה 200 אלף. מגיע צונאמי והרס את כל הבתים בשכונה ועכשיו הם כולם שווים 0. מהו הפיצוי שמגיע לי? אין לדעת מה הייתי עושה עם הכסף אם הייתה ידועה לי העובדה הזו מלכתחילה. הנתבע יכול להגיד שבכל מקרה שאני הייתי קונה בית באותה שכונה ב-300 אלף וגם הבית הזה היה נהרס ושווה 0 ולכן לא מגיע לי כלום. אני הייתי אומר שאם הייתי יודע שהבית שווה 200 אלף הייתי בכלל קונה בית בשכונה אחרת ואז הצונאמי לא היה משפיע עליי. המשפט הולך על ההנחה הסבירה לפיה אני רציתי את הבית הספציפי הזה ולכן אני אקבל את השווי של הבית הזה עם ה-100 אלף שהייתי שם בצד. בשוק ההון ההנחה היא שאנשים באים רוצים מניות של חברה מסוימת בסכום מסוים, ואם המחיר היה צריך להיות נמוך יותר מלכתחילה הם היו מוציאים את אותו סכום בלאו הכי ופשוט היו להם יותר מניות של אותה חברה. כלומר, בכל מקרה הייתי חשוף לשינויים בשוק במלוא הסכום ולא רק בסכום שהייתי משלם על אותה השקעה אם היו ידועות לי כל העובדות.

ד"ר טל מופקדי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הנחת העבודה שאומרת שבעלי המניות חשופים אחד לאחד למחירי הנכסים אינה נכונה. צריך להתחשב גם במינוף של החברה. אם החברה ממונפת החשיפה למחירים של הנפט שונה בצורה קיצונית. אם החברה ממונפת לא בהכרח ההטעיה הותירה אותי באותה חשיפה למחירי הנפט.

פרופ' עמיר ליכט

אני רוצה לשמש מליץ יושר לבית המשפט העליון שלא מקבל את הגישה של שרון ואלון. היתרון הגדול בשיטה של שרון ואלון היא שהיא מאוד נוחה לתפעול כי היא מתייחסת לאירוע שאנחנו יכולים להסתכל עליו ויודעים לעשות עליו event study. הבעיה היא שהגישה הזו לא נכונה מבחינה קונספטואלית. אנחנו מטפלים על אי גילוי בשוק במונחים של תרמית, כלומר שמישהו שיקר. במי שלא מגלה מידע מהותי אנחנו המשפטנים יודעים לטפל. הגישה של המשפטנים במקרים אלו אומרת שיש לבדוק מה קרה למי שנפגע ביום של התרמית ולא ביום שבו התגלתה התרמית. כלומר, אין מנוס מלהסתכל אחורה ולהבין מה קרה למי שנפגע ביום שבו נעשתה התרמית. זו גישה מאוד ספקולטיבית, אך היא הגישה הנכונה במקרים אלו. האם גישת התרמית מתאימה לשוק ההון? זו השאלה הגדולה. בית המשפט העליון עדיין עובד בכלים של רמאות בהם יש לבחון מה קרה ביום הפגיעה ולמרות שיש אנשים שמרוויחים מזה, כמו עורכי דין ומבטחים, אין מנוס מלעשות את זה. יש אי נוחות גבוהה מהמנגנון המשפטי הזה, אבל אנחנו לא יודעים להתמודד עם זה. לדעתי הגישה הזו תישאר אתנו עוד זמן רב. התחליף היחידי שהרבה מדינות הולכת לכיוון שלו הוא אכיפה ציבורית שבה מוציאים את האכיפה מידיהם של עורכי דין פרטיים ומעבירים אותה לידיה של רשות ציבורית. לא בטוח שזו הגישה הנכונה, אבל היא מעידה על כך שקיימת אי נוחות עם המצב הנוכחי.

עו"ד פנחס רובין

נקודת המוצא שלך שמדובר בתרמית היא בעייתית כי הרבה מההצגות מחדש נובעים מטעות או רשלנות.

פרופ' עמיר ליכט

אני משתמש במונח תרמית בצורה המונית ולא משפטנית ככוללת כל מצב של אי גילוי מהותי מבלי להיכנס לסוגיית היסוד הנפשי.

פרופ' שרון חנס

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני רוצה להדגיש שבית המשפט לא דחה את הגישה שלנו. אנחנו מראים שתי גישות, האחת לפי מה שאומר בית המשפט והשנייה לפי הגישה החדשה שלנו שבית המשפט פשוט לא היה חשוף אליה. שתי הגישות מנסות להראות מה היה קורה לאדם שנפגע מהטעות אלמלא ההטעה.

רו"ח שלומי שוב

אני רוצה לשלב גם את אנשי החשבונאות והמימון לדיון ולשאול אותם – האם לדעתכם נכון להגיד שהנחת שוק יעיל מתקיימת בישראל? האם הצגה מחדש באמת משתקפת במחיר המניה בצורה נכונה?

פרופ' רוני עפר

לפי דעתי שוק המניות בישראל אינו שוק עמוק ואם משקיע ירכוש כמות גדולה של ניירות ערך של חברה כלשהי הוא ישפיע על מחיר המניה. למרות זאת, אני חושב שזה לא צריך למנוע את ההתייחסות למחירי המניות. זאת הסיבה שקודם לכן אמרתי שלא צריך לקבוע מסמרות. אני לא חושב שהגישה צריכה להיות דווקא ביום הטעות או דווקא ביום הגילוי. צריך לבחון כל מקרה לגופו ולקבל החלטה. אם יש חברה קטנה עם סחירות נמוכה אזי נמצא שיטה לחשב את הנזק שתהיה שונה מהשיטה שבה נשתמש כדי להעריך נזק כשמדובר באחד מהבנקים הגדולים.

פרופ' דן גלאי

אני לא חושב שהנקודה העקרונית היא האם קיים שוק עמוק. הבעיות הן הרבה יותר גדולות, לדוגמת האם נגרם נזק, באיזו כמות ומי צריך לשלם. יכול להיות שאלו שנפגעים הם גם אלו שעשו את הנזק.

פרופ' אמיר ברנע

האם תביעה ייצוגית כזו צריכה להיות מלווה גם בתביעה נגזרת? על מנת למנוע מצב שבו בעלי המניות הנוכחיים ישלמו את הנזק שלא הם עשו אותו האם זה מיד מועבר למנהלים, לדירקטוריון או למישהו אחר (חברת ביטוח)?

עו"ד רנן גרשט

אמיר, היה מקרה כזה בדיוק בפרשת דלק נדל"ן. אחד מבעלי המניות תבע את החברה בגין טעות בדוחות הכספיים. נקבע שלא צריכה להיות תביעה ייצוגית, אלא תביעה נגזרת, כי הנזק הוא לא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לבעלי המניות, אלא לחברה עצמה. העמדה שלי היא שונה כי הדוחות הם עבור המשקיעים ולא עבור החברה. יכולים להיות מקרים שבהם יש חפיפה וההצגה מחדש יכולה להוות עילה גם לתביעה ייצוגית וגם לתביעה נגזרת ולכן לא צריכים להיות דווקנים בהבחנה.

ד"ר טל מופקדי

האם המחירים בשוק ההון באמת מגלמים את כל האינפורמציה? זו לא שאלה חד-חד ערכית לגבי עומק שוק. ישנם מודלים שמראים שדווקא העובדה שאין מסחר במניה משקפת מצב שהמחיר הוא המחיר ההוגן. בנוסף, צריך להבין שאם כל תביעה ייצוגית הייתה מלווה בתביעה נגזרת אז בשוק יעיל לא היינו רואים כלל שינוי במחיר מניה כי כל בעלי המניות היו יודעים שהחברה תפצה אותו.

רו"ח שלומי שוב

אנשי החשבונאות, אומרים לנו פה אנשי המימון והמשפט שאנחנו בכלל לא רלוונטיים. איך אנחנו עונים להם?

פרופ' דן סגל

אני לא חושב שאפשר להגיד שהחשבונאות היא לא רלוונטית. תגובת השוק עצמה מעידה על כך שהמידע החשבונאי הוא חשוב. אם המידע החשבונאי כולל בתוכו אלמנט של טעות זה בא לידי ביטוי במחירי השוק ויש הרבה מחקרים שמעידים על כך. לגבי השאלה איך לאמוד את הנזק או לחלק אותו זה כבר עניין אחר, אבל אין שוק ספק שהמידע החשבונאי רלוונטי לקביעת שווי של מניות.

פרופ' אמיר ברנע

הכללים האלה של הצגה מחדש מדברים בין היתר על השפעה על ההון העצמי. אם אתה מתייחס לחברה על בסיס של עסק חי ותזרים מזומנים, אז אתה יודע שכל שינוי בשווי נכסים שמופעלים בייצור אין לו השלכה על תזרים שקובע שווי כלכלי אך יש לו השפעה על ההון העצמי המאזני.

פרופ' דן סגל

אבל התחזית לגבי תזרים המזומנים משתנה. יכול להיות שבנקודת זמן של היום אין השפעה על תזרים מזומנים, אבל למידע בזמנו הייתה יכולה להיות השפעה על תחזית תזרימי המזומנים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

פרופ' עמיר ליכט

זה חצי מהסיפור, אותו מלאי מת בפלאפון יכול לנבוע מהנהלה רמאית או הנהלה רשלנית. השוק יגיב בצורה כזו או אחרת לנסיבות שונות.

פרופ' רוני עפר

אתה מכניס כאן אלמנט נוסף. כאשר מדברים על הצגה מחדש יש שני אלמנטים – הראשון, ההשפעה הכלכלית על שווי החברה והשני מה זה אומר על ההנהלה. בדיון הזה אנחנו דנים בעיקר על ההיבט הכלכלי ובשאלות כמו איך אנחנו מעריכים נזק ומתי, האם דרך שוק המניות, האם השוק יעיל וכדומה.

פרופ' צבי וינר

אני רוצה להוסיף מידע לגבי טכניקת המדידה. באותן התביעות הייצוגיות שנחשפתי אליהן ברוב המקרים בודקים כמה המניה ירדה ומזה גוזרים את הנזק. אילו המניה הייתה מתרסקת זה היה מקרה ברור לחשב את הנזק. הבעיה היא מה קורה כאשר שהמניה ירדה ב-1% ובאותו יום השוק ירד גם ב-0.5%. המשפט לא נותן מספיק משקל למובהקות. לדעתי אילו הכלים המשפטיים היו מאפשרים לקחת את המקרים שבהם יש נזק גדול וברור ומובהק ופחות היו עוסקים בשוליים של ירידות של שברירי אחוז אז המצב היה פשוט יותר. בשורה התחתונה המובהקות היא רכיב מאוד חשוב.

פרופ' אסף חמדני

אני רוצה להתחבר לדברים שנאמרו קודם לכן על ידי פנחס רובין, עמיר ושרון. האכיפה הפרטית בשוק ההון היא דוגמה למודל אמריקאי שבישראל לקחו אותו ועשו והפכו אותו למחמיר יותר. הבעיה היא שעל ידי שימוש במודל אנחנו מסתמכים על תבנית חשיבתית של שווקים יעילים אשר תקפה בארה"ב, אך לא דווקא בארץ. אני חושב שהגישה הזו הייתה נכונה אולי בעבר, אבל היום צריך חשיבה מחדשת. זו סוגיה שקשורה גם לנושא המובהקות שצבי העלה וגם לסוגית מעמד החשבונאות. אני אתן דוגמה קונקרטית – סעיף 52 לא לחוק ניירות ערך מעניק פיצוי לכל מי שנפגע ממצב שבו הייתה הפרה של חוק. זה מביא למצב שבו בכל פעם שאתה עושה הצגה מחדש אתה מודה שעברת על החוק וחשוף עקרונית לתביעה. אין כל פילטר ברמת הדין שאומר האם הטעות הייתה מהותית או האם הייתה תוצאה של רשלנות. לכן גם טעות בתום לב נכנסת לעילה הזו ואז

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנחנו צריכים להתעסק בעיקר במדידת הנזק. אני מסכים עם צבי שברמת המבחנים המשפטיים חייבים להיות פילטרים כלשהם כתנאי לקיום עילה. לי זה לא נראה הגיוני שהשאלה הראשונה שהמשפט דן בה היא רמת הנזק. לדעתי, יש לקבוע פילטרים שיגרמו לכך שלא כל טעות תוביל לפיצוי.

פרופ' דן סגל

אני לא משפטן, אבל אני לא בטוח שאפשר לקרוא לטעות תרמית. בארה"ב ב-15 השנים האחרונות היו אלפי הצגות מחדש. לדעתכם, כמה מתוכם היו תרמית? אולי 10-15 אחוז אם אנחנו נדיבים. כלומר כשאתה משקיע במניה אתה צריך לקחת בחשבון שיכולה להיות טעות. כשמסתכלים על ממוצע ההצגות מחדש בשנה מגלים שמתוך כלל החברות בשוק יש בערך 5% שיעשו הצגה מחדש. כלומר הנחה של משקיע סביר היא שיהיו טעויות והן לאו דווקא ינבעו מתרמית.

עו"ד רנן גרשט

ההבדל הוא שבדין האמריקאי צריך להראות שהייתה תרמית ולא רק שהייתה הצגה מחדש. בישראל לכאורה, כפי שאני מבין את החוק, מספיק להגיד שהייתה הצגה מחדש כדי להגיד "הנה יש הפרה של הוראות החוק ועל כן יש עילת תביעה".

עו"ד עמית מנור

בארה"ב לא תוגש תביעה אלא אם כן התובע יוכל להראות שהטעות נובעת מתרמית. גם בארה"ב וגם בישראל אין הרבה תביעות ייצוגיות בגין הצגה מחדש. בארה"ב זה קורה משום שחלק קטן מההצגות מחדש מלוות בתרמית. בישראל אין הרבה תביעות ייצוגיות כאלו מכיוון שאין פה שוק יעיל ואין תגובה של מחירי המניות. אנחנו כתובעים נגיש תביעה ייצוגית אחרי הצגה מחדש רק אם נראה שהייתה ירידה במחיר המניה בעקבות ההצגה מחדש. אם אין ירידה, אז אין נזק ולכן לא נגיש תביעה. אם הירידה הייתה של 2-3 אחוז אני אצטרך להביא מומחה שיראה שיש מובהקות בקשר הסיבתי שבין ההצגה מחדש לבין הירידה ולא מסיבה אחרת. במקרה שבו הייתה ירידה של 30% במחיר הירידה לאחר ההצגה מחדש, אז אין צורך במומחה מכיוון שברור שיש קשר סיבתי מובהק בין השניים.

פרופ' אמיר ברנע

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אבל איך אתה מודד מובהקות? במחקרים המקוריים שנעשו בנושא הזה לקחו מדגם גדול. במקרה שלך, אתה מדבר על חברה בודדת שקרה בה אירוע בודד ולכן המובהקות צריכה להימדד על פי השינוי בשער. ניקח את התפלגות השינויים בשער ונבחן האם השינוי שראינו הוא ב-5% העליונים או משהו כזה. אבל יש פה כמה הנחות סמויות מאוד בעייתיות. ראשית עלינו לשאול האם האוכלוסייה היא הומוגנית. יכול להיות שבמהלך השנים שאתה בודק לצורך ההתפלגות היו שינויים בעסק, שינויים בשוק, שינוי במינוף החברה וכדומה. כלומר, אני לא יכול לקחת את השנים הללו באותו מדגם ולהניח אוכלוסייה הומוגנית. שנית, נניח שהשתמשנו במודל כלכלי כלשהו שמראה שהטעות הזו הביאה באמת לירידה של 1% שאינו מובהק סטטיסטית. אז מה? מדוע המובהקות היא בכלל קריטריון? למה אנחנו צריכים שינוי מחיר גבוה, נניח מעבר ל-5%? האם עצם העובדה שהראיתי בעזרת מודל כלכלי שחל שינוי כלשהו אינה מספיקה? הרי שינוי של 1% בחברה כמו בנק לאומי או טבע שקול הרבה מאוד כסף.

עו"ד פנחס רובין

המובהקות עלתה לדיון שלנו אך יש לזכור שהיא אינה נושא משפטי. אנחנו צריכים להוכיח קשר סיבתי במשפט. אם אנחנו נצליח למצוא קשר סיבתי בין ירידת מחיר המניה לבין ההצגה מחדש אז נתבע. מכיוון שנוח לעשות את ההוכחה הזו באמצעות מובהקות אנחנו הולכים לכיוון הזה, אבל זה לא אומר שרק כך אנחנו יכולים לתבוע.

ד"ר רועי שלם

שתי הערות – ראשית, לגבי השאלה האם מדובר בכישלון של החשבונאות ברגע שיש הצגה מחדש שלא מלווה בשינוי במחיר ניירות הערך, אני חושב שברור שלא. הסיבה לכך היא שברגע שאתה אומר שהמבחן הוא טכני כדוגמת 5% מהרווח ויכול להיות ששווי השוק של אותה חברה הוא פי כמה מאשר השווי בספרים אז ברור שאתה לא תראה השפעה. עצם זה שאין שינוי זה לא אומר שזה כישלון. שנית, בנוגע לנושא המובהקות, הדוגמה שאנחנו אוהבים לתת בנושא היא: נניח שהיינו רואים את המנכ"ל נכנס לכספת של החברה וגונב 1,000 ש"ח. אם היינו מנסים להשתמש בכלים סטטיסטיים לבדוק את ההשפעה על המניה ככל הנראה לא היינו רואים שום השפעה לחיסרון של סכום שכזה בחברה בהתחשב בסטייה של מחירי המניה. אולם, זה לא אומר שלא הייתה שם גניבה בפועל. לכן, זה שלא ראינו קשר סטטיסטי זה לא אומר שלא היה את הקשר הסיבתי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רו"ח שלומי שוב

אז אתה אומר שההסתכלות על מחיר המניה היא נכונה?

ד"ר רועי שלם

על פי עולם המימון יש לעשות מבחן אירוע, אך כאשר אנחנו עושים דבר שכזה אנחנו מניחים מספר הנחות כמו: שמדובר בשוק יעיל, שהתיקון של הטעות נעשה תוך כדי פרסום דוחות חדשים, מתי השוק הבין את המצב באמת ושאלות רבות אחרות שצריך להתחשב בהן. ניתן להשתמש גם בשיטה האלטרנטיבית לפיה נעשה הערכת שווי רגילה ובנוסף הערכת שווי שתראה מה היה יכול להיות אם הייתה מתגלה הטעות כשהיא קרתה ואז נבחן את ההפרש בין השתיים.

פרופ' אסף חמדני

חייבים להכניס את מחיר המניה במקום כלשהו למשוואה אחרת אנחנו צריכים לשאול את עצמנו איך בכלל הגענו לתביעה ייצוגית. הרי כל התפיסה המשפטית הזו שאומרת שלא צריך להוכיח הסתמכות על המידע המטעה מתבססת על כך שיש למידע השפעה על המחיר של המניה. לכן, אם אתה רוצה להיות עקבי לפחות כנקודת מוצא חייבת להיות איזושהי התייחסות למחיר המניה.

רו"ח שלומי שוב

התחושה שלי עד כה מהדיון היא שיש פה משולש שאף צלע בו לא מדברת עם השתיים אחרות והצלעות הן השוק היעיל, החשבונאות והמשפט.

פרופ' אמיר ברנע

בוא נוריד את נושא התרמית לרגע ונניח שהטעות הייתה בתום לב. האשמה היא על בקרת הפנים בחברה, משמע מבקר הפנים או ועדת הביקורת. אם רואה החשבון רואה שמערכות הדיווח של החברה אינן תקינות והוא נתן חוות דעת חלקה על הדוחות הכספיים האם יש לו חלק באשמה? ברוב המקרים הנזק הוא של בעלי המניות הקיימים ולכן האם הם אלו שצריכים לשאת בו?

עו"ד פנחס רובין

האבסורד הוא שהאשמה היא בגילוי. אם הטעות לא הייתה מתגלה אז לא היה נגרם נזק.

ד"ר טל מופקדי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

האם תפקיד החשבונאות היא לשאול את השאלה הפטרנליסטית האם המידע הוא מהותי או האם המטרה היא להציג את המידע העדכני ביותר? אני חושב שתפקיד החשבונאות הוא להציג את המידע העדכני ביותר. יכול להיות שיש מידע שהשתנה ותפקיד ההנהלה הוא להציג את המידע הזה דרך החשבונאות, אבל בסופו של דבר הוא לא מעניין את בעלי המניות.

רו"ח שלומי שוב

בהגדרה החשבונאות אומרת שהיא תדווח על מידע רלוונטי, לכן אני אומר שיש פה קצר בתקשורת בין הגורמים השונים שנוגעים לסוגיה. כמנהל של חברה ציבורית, איך אתה רואה את כל התובנות פה ואת ההתפתחות של התביעות הייצוגיות בשנים האחרונות? האם ניתן לומר שהחשש שלך מהתוצאה משפיע לך על ההחלטה האם המידע הוא מהותי או לא.

אבי לוי

יש פה בעיה בקביעת המהותיות כי אם קובעים שרף המהותיות הוא 5% מהנכסים זה בסדר, אבל ברגע שהרף הוא 5% מהרווח נוצרת בעיה. מה קורה בשנה שבה הרווח הוא נמוך במיוחד, שלא לומר אפילו אפסי.

יפעת פלקון-שניידר

בנושא הזה יש עדכון מהשנה האחרונה. כשנמצאים במצב של חברה שיש לה רווח אפס אז זה מצב שקבענו שניתן לסתור את החזקות הכמותיות של טעות מהותית. אם חברה נמצאת בנקודת איזון, היא יכולה לפנות אלינו או להשתמש בשיקול דעת על פי ההוראות המפורשות שאנחנו מציגים. כמובן שצריך גם לתת על כך גילוי כדי שמי שירצה להציף שאלה יוכל לעשות זאת.

אבי לוי

הנקודה שאני רוצה להעלות זה שבהרבה מהתביעות הייצוגיות למעשה מדובר בעורכי דין שמחפשים את מי שיעשה את הטעות והם עצמם מי שיוצרים את התביעה. מספיק לראות שבדרך כלל תביעות ייצוגיות נגמרות בכך שעורכי הדין מקבלים חצי מהכסף. זו הפרנסה שלהם ואני לא מאשים אותם, אבל אני רוצה להדגיש שבחלק מהמקרים הסיבה היחידה לתביעה היא ניסיון לגרוף רווח על ידי עורכי הדין.

רו"ח שלומי שוב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

השאלה שלי היא האם התהליך הזה משפיע על קבלת ההחלטות של מנהלי החברה בקשר לדוחות הכספיים.

אבי לוי

אני לא יכול להגיד לך שזה מה שאנחנו חושבים עליו כשאנחנו מפרסמים דוחות, אבל זה כן משפיע על הדקדוק שלנו ועל השקיפות בחברה. אבל אלו דברים שהם בפני עצמם חיוביים ושאנחנו שואפים אליהם לאו דווקא בגלל החשש מתביעה הייצוגית.

רו"ח גיא טביביאן

חשוב לציין שמהות מקצוע הביקורת זה לוודא שלא יהיו טעויות מהותיות בדוחות הכספיים. התביעות הייצוגיות אולי מחדדות את הנקודה הזו, אך זו תמיד השאיפה שלנו. יכול להיות שהיה נוח לאנשים שלא הייתה קיימת המגמה של התגברות התביעות, אבל לדעתי מקצוע החשבונאות והביקורת בישראל הם ברמה טובה ואני חושב שאלו הם חוקי המשחק.

דני ויטאן

בהחלט יש תביעות מופרכות כי יש ידיעה שגופים לעיתים יעדיפו להתפשר מאשר להיגרר לתביעה. בנוסף ההוצאות המשפטיות הן לא גבוהות ולכן מבחינת התובעים זה כמו לקנות כרטיס לוטו שיכול להביא לזכייה גדולה בעלות נמוכה.

גל עמית

אני חושב שזה בהחלט ראוי שיהיו תביעות ייצוגיות, אבל גם חושב שיש חוסר פרופורציה בין הקנס לפרס ושכית המשפט חוטא בהיבט זה. אם תובע מקצועי היה חוטף בראש על תביעה לא ראויה זה יימנע תביעות מיותרות.

רו"ח יזהר קנה

אני הייתי מעורב במספר תביעות ייצוגיות כמומחה והתחושה שלי שזה היה כמו זריקת חכה. יש הוצאות עצומות לכל המעורבים מלבד התובע. לא יכול להיות שבית המשפט לא ייתן קנס כבד לכאלו שמגישים תביעות מופרכות. אני לא אומר שאין תביעות ייצוגיות מוצדקות, אבל הקלות של הגשת תביעה היא בלתי נסבלת. מעבר לכך, בית המשפט אפילו מאפשר לתובע לתקן את התביעה שלו. למשל, התובע יכול להגיש תביעה בלי חוות דעת מומחה בכלל בשלב הראשון ולצרף אותה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מאוחר יותר אחרי שכבר התחילו הדיונים בסוגיה. לגבי הדיווח בדוחות הכספיים, יש לתביעות הייצוגיות תרומה חיובית ושליטת בו זמנית. הצד החיובי הוא שהחברה תהיה מדוקדקת יותר ומצד שני יכול להיות שהחברה סתם תכניס ביאורים כי היא חוששת מתביעה. זה מביא למצב מנוגד למגמה של הרשות לניירות ערך היום שמנסה לפשט את הדוחות הכספיים. תפתחו ביאור תביעות משפטיות של חברה גדולה ותגלו פתאום 4-5 עמודים שלא תמצאו בהם את הידיים ואת הרגליים.

רו"ח גיא טביבאן

רציתי להעיר הערה בנוגע לנושא הספים המהותיים – שלומי הזכיר שהרשות לניירות ערך האמריקאית הוציאה את החלטתה שמידע מהותי הוא מידע שמשפיע על קבלת החלטות של משקיעים ולא נתנו לו סף כמותי. בישראל אולי חששו שאם לא יהיה סף כמותי אז אף אחד לא היה קובע שיש טעות מהותית. אבל הספים הללו לא מחייבים ויש הרבה מבחנים איכותיים שיכולים להפריך את החזקה הכמותית. לדעתי הספים הללו נועדו להוות איזשהו בסיס לבחינה של האם מידע הוא מהותי אשר עליו יש לבחון את ההיבטים האיכותיים והבסיס הזה הוא חשוב אחרת כל חברה הייתה בוחרת לעצמה סף כמותי לפי מה שנוח לה.

פרופ' דן סגל

ניתן לראות שבעקבות העלאת רף המהותיות יש הרבה פחות מקרים של הצגה מחדש וההשפעה שלהם היא הרבה יותר שלילית. כלומר יש קשר ישיר בין העלאת הרף לבין תגובת השוק. המשמעות היא שהעלאת הרף עשתה ניפוי של הצגות מחדש שאין להם השפעה.

פרופ' אמיר ברנע

האם יש התייעצות עם הרשות לניירות ערך לגבי הנושא הזה של מהותיות? אם חברה לא מבצעת הצגה מחדש בעקבות התייעצות עם הרשות, האם זה אומר שהרשות מקבלת את העמדה שמדובר בטעות שאינה מחייבת הצגה מחדש?

יפעת פלקון-שניידר

יש שתי אפשרויות – או שאנחנו נתערב בהחלטת החברה וטוענים שהטעות היא כן מהותית או שאנחנו נאמר שאנחנו לא מתערבים ומשאירים את ההחלטה בידי החברה.

משה גדנסקי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בהמשך למה שאמיר אמר, אני חושב שהמשפטנים עושים לעצמם חיים קלים בגישה שלהם שכל הצגה מחדש זהה אחת לשניה והיא בהגדרה מאפשרת הגשת תביעה. הניתוח המשפטי שהוצג עד עתה מצביע על כך שככל שבוצעה הצגה מחדש ולא משנה מה אופייה והנסיבות שלה הרי שהיתה הפרה של הוראות החוק ומשכך ניתן להגיש בגינה תביעה. אני חושב שיש מקום לאבחן בין הצגות מחדש שונות. כך למשל, רשות ניירות ערך יודעת לעשות את ההבחנה בין הצגה מחדש אחת לרעותה. עובדה שעל חברות מסוימות שביצעו הצגה מחדש הוטלו סנקציות כמו שלילת תשקיף מדף ויש כאלו שעל אף הצגה מחדש לא הוטלו סנקציות כלשהן. ניתן להפעיל שיקול דעת ביחס לאופי ההצגה מחדש ועד כמה היא חמורה ולא באופן אוטומטי לקבוע שכל הצגה מחדש מחייבת דין זהה

רו"ח שלומי שוב

בכדי להמחיש את מה שמשה אמר אני רוצה לציין שיש מצבים של הצגה מחדש שהם מעין ויכוח חשבונאי. לדוגמה, היה דיון עם רשות ניירות ערך האם דיור מוגן הוא רכוש קבוע או נדל"ן להשקעה. הרשות אמרה לחברות ליישם רכוש קבוע עד שהיא תסיים את הבדיקה של הנושא ותקבל החלטה. לאחר כמה שנים החליטה הרשות שזה נדל"ן להשקעה ואז החברות היו חייבות לעשות הצגה מחדש.

פרופ' עמיר ליכט

מבחינה משפטית אתה מטיל חבות על אנשים רק אם הם פעלו לא כשורה. במקרה שאתה מתאר ההנהלה התנהלה כשורה על אף שבסופו של דבר התגלתה טעות ולכן אין סיבה לתבוע את החברה.

משה גדנסקי

אני אומר שצריך לעשות הבחנה בין סוגי טעויות או במינוח שלך בין סוגים שונים של מקרים שבהם אנשים לא פעלו כשורה. למשל, בהתאם להוראות ההנחיה של רשות ניירות ערך שינויי סיווג שלא משפיעים על השורה התחתונה (כמו שינויי סיווג בתזרים מזומנים וכד') מחייבים ביצוע הצגה מחדש – האם זו הצגה מחדש שהדין שלה זהה למצב בו ערכים מוחלטים בספרים היו מוטעים... דוגמה נוספת היא החיה שנקראת התאמה לא מהותית של מספרי השוואה – מה הדין שלה? מדובר במצב בו אם בוחנים ביחס לעבר הטעות לא מהותית אך בזקיפה מצטברת של השפעת הטעות היא מהותית. מהנחיית הרשות נראה שהסיטואציה הזאת נחשבת כטעות מהותית וישנה הקלה רק ביחס לאופן התיקון - האם סיטואציה זו שקולה להצגה מחדש רגילה? האם היא זהה מבחינת החומרה להצגה מחדש. אני חושב שיש מקום לבחון את השאלות האלו כשאלות מקדמיות להנחה שכל ביצוע של הצגה מחדש מאפשר הגשת תביעה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

פרופ' אסף חמדני

יש שני דברים – האחד זה הקשר הסיבתי שהוא מרכיב בעייתי לדעתי. לשלוח כל מקרה—ללא כל בחינה מקדמית—לבית המשפט בכדי לערוך שם דיונים בנושאי מימון על מהו נזק בניירות ערך זה לא נכון. הדבר השני הוא שהחוק מאפשר לחברה להוכיח שהיא נקטה בכל האמצעים הסבירים כדי למנוע את הטעות. אני חושב שהעובדה שהנטל הוא על החברה בשילוב העובדה שקונספט הרשלנות בישראל הוא מרחיב מאוד גורם לכך שאני לא הייתי מיעץ לחברה לבנות על ניסיון להוכיח בבית משפט שהיא לא הייתה רשלנית.

עודד רביבו

בתור מי שמייצג נתבעים אני אתן דוגמה של חברת אנדרומדה שעוסקת בפיתוח תרופות. בחברה זו עלתה השאלה האם צריך להציג בדוחות הכספיים רווח מעסקה של החברה בעקבות תוצאות ניסוי. החברה פנתה לאחת מפירמות הביג 4 ואף נעזרה בסניף של הפירמה בלונדון וכולם אמרו שחייבים להכיר ברווח. לאחר כמה חודשים עלתה טענה שהייתה תרמית בדיווחי החברה על תוצאות הניסוי שהיא ערכה וכתוצאה מכך נפל מחיר המניה של החברה. בעקבות זאת הוגשו שתי תביעות ייצוגיות, האחת על עצם התרמית והשנייה על כך שההכרה ברווח הייתה בניגוד לכללי החשבונאות. הדבר המעניין הוא שכאשר החברה דיווחה בדיווח מיידי שהיא הולכת להכיר ברווח וגם כאשר היא הוציאה את הדוחות הכספיים שכוללים את אותו רווח לא הייתה תזוזה במחיר המניה. גם כשהחברה הודיעה שהיא מבטלת את הרווח לא הייתה תזוזה במחיר המניה. מקרה זה בא ללמד אותנו שגם כשאין לטעות שום השפעה עדיין ניתן להגיש תביעה ייצוגית שתגרום לחברה להוצאות משפטיות כבדות. הרי במקרה הזה התביעה הייצוגית על כך שלא היה צריך להכיר ברווח לא רק שהיא אינה נכונה מכיוון שהדבר נבדק על ידי טובי החשבונאים, אלא גם לא היה שום נזק בגין ההכרה ברווח כי לא היה שינוי במחיר המניה.

רו"ח שלומי שוב

האם לא מטריד אותך שהשוק לא מגיב על הודעה כל כך משמעותית?

עודד רביבו

כאשר דווח על העסקה המניה עלתה, אך כאשר דווח שמבחינה חשבונאית יש להכיר ברווח לא היה שינוי. כנראה שהמשמעות היא שהעניינים החשבונאיים הטכניים פחות מעניינים את השוק.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רו"ח שלומי שוב

קשה לסכם דיון בעל מרכיבים רבים כל כך, אך רק אומר שיושבים פה אתנו העוזרים של השופטים בבתי המשפט הכלכליים ואני במקומם הייתי מוטרד מהנושא הזה מכיוון שראינו במהלך הדיון, וגם בדיונים אחרים שהיו לנו, את חוסר ההרמוניה בין המקצועות השונים בנוגע לנושא הזה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il