

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: 5 באפריל 2017

נושא המפגש: "החמרה באחריות דירקטורים בחלוקת דיבידנד? השלכות פס"ד מלרג על יישום מבחן יכולת הפירעון והקשר למבחן הרווח"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון.

אורחים שנכחו בדיון: אמיר הלמר (רשות ניירות ערך), עו"ד רענן קליר, עו"ד רן שפרינצק, עו"ד אופיר נאור (ארדינסט, בן נתן טולידאנו ושות'), רוני טלמור (משרד המשפטים), עו"ד הילה פלג (אגמון ושות'), יוסי רוזניק (רוזניק נאמנויות בע"מ), עו"ד מתן רינג.

נוכחים: שלומי שוב, אמיר ברנע, מיכה ארד, מנחם שוורץ, אורי גלאור, ואדים פורטנוי, לילי איילון, צור פניגשטיין, הדר נאות, דגנית דניאל, משה גרנסקי, רוני עפר, רועי שלם, אברמי וול, עמנואל אבנר, אמיר רגנר, דן אבנון, דני ויטאן, מורן אופיר, אסף חמדני, שגיא מזרחי, נדב שטיינברג, ארנון רצקובסקי, אמיר סוראיה, חאגי' סאמר, ענת פילצר-סומך, דני ויטאן.

צוות מקצועי: דניאל גרף, יהונתן סמוכה ויעל סלטון.

רו"ח שלומי שוב

בוקר טוב לכולם, אנחנו עוסקים הבוקר בנושא של מבחן יכולת הפירעון בעקבות פס"ד מלרג. דובר בפסק דין תקדימי בו הוחלט על החזרת דיבידנדים ואנו מזהים בו מגמה בפרשנות של יישום מבחן יכולת הפירעון. כמו כן, מעבר למבחן יכולת הפירעון בפני עצמו, עולה מפסק הדין הקשר למבחן הרווח, ועד כמה ההסתכלות עליו כהסתכלות טכנית היא נכונה. זה מתקשר לדיונים שעשינו פה בעבר על נושא של מבחן הרווח עם הרווחים הרעיוניים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אגב, במקביל לפסיקה הזאת בנושא מלרג היה גם אישור של תובענה ייצוגית בנושא אחר שאגב יש לו גם השלכות לטעמי בהיבטים של אחריות דירקטורים ומשהו בעניין סיווג מזומנים ושווי מזומנים, ברזולוציה גבוהה יחסית של חשבונאות שלדעתי גם אפשר לפרש אותה כציפייה לבקאות גבוהה מדירקטורים ברזי החשבונאות וחשדנות כלפי ההנהלה. זו קביעה מרתקת ומעניינת של השופט כבוב אבל היא לא הנושא לדיון היום. בכל מקרה מלרג מספקת לא מעט אקשן בזירה הכלכלית והחשבונאית.

כידוע בחוק החברות קיימים שני מבחני חלוקה מצטברים: מבחן יכולת הפירעון והרווח. עסקנו פה בעבר במבחן יכולת הפירעון בשנים קודמות לפני הפסיקה האחרונה. עשינו הקבלה בין המבחן הזה להנחת העסק החי הנדרשת ב-IFRS במסגרת IAS 1. ההבחנה ביניהם היא בראש ובראשונה רמת ההסתברות: חוק החברות מדבר על "חשש סביר" וכשאנו מדברים על הנחת העסק החי אנו מדברים על "ספקות משמעותיים". משתמע שרמת ההסתברות שונה בתכלית, שהרי הרף של חשש סביר הוא רף נמוך יותר. גם תקופת הבחינה לכאורה שונה: חוק החברות מדבר על הסתכלות עד לשקל האחרון של ההתחייבות האחרונה, עד למועדי הפירעון, וכשאנו מסתכלים על הערת העסק החי מדובר על העתיד הנראה לעין. למרות שבמהות יש פה שאלה עד כמה תזרים יכול להיראות לעין גם אם הדרישה היא להסתכל על ההתחייבות הארוכה ביותר. בסופו של דבר ההסתכלות התזרימית גם בהערכות שווי היא לבנות תזרים ברמת דיוק מלאה רק למספר שנים קדימה (לפי הדרישת החשבונאיות בד"כ עד 5 שנים). ב-IFRS יש את קביעת מינימום של לפחות שנה, בעקבות הנושא של תזרים חזוי אז מינימום שנתיים אבל ההתייחסות היא באמת לעתיד הנראה לעין. יש פה שאלה האם זה יוצר הבדל בין קביעה של עסק חי לבין קביעה של חשש סביר.

אמיר ברנע

לא רק עסק חי, סולבנטיות.

שלומי שוב

נכון מאוד. אין ספק שהקביעה הזו של חשש סביר היא הרבה לפני אי סולבנטיות או סביבת חדלות פירעון והשאלה המרכזית היא ביישום. קיים בנושא זה נייר של רשות ניירות ערך מ-2015 שגם צירפנו אותו כחומר רקע שמרכז את הממצאים של הרשות בנושא של מבחן יכולת הפירעון. הנייר לוקח מספר מקרים אותם בדקה הרשות והגיעה למסקנה שהדירקטוריון לא ביצע בדיקות מספיק עמוקות לגבי מבחן יכולת הפירעון, וזה נראה שיש עליית מדרגה בהתייחסות למבחן יכולת הפירעון.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני מזהה בפסד מלרג שהוא אפילו עושה צעד קדימה בנושא. פסק הדין מעדיף את המבחן התזרימי על פני המבחן המאזני- מבחן ה-NAV. זה מזכיר לי את הדיון שעשינו שנה שעברה בנושא הצעת החוק לחדלות פירעון שהיה בשלהי העונה הקודמת, ששם זנחו את המבחן המאזני לטובת התזרימי, זה היה בנסיבות שונות אבל יש דמיון מסוים ברצון להגיע לוודאות. הייתה לנו ביקורת על זה בעיניים שהם עיניים חשבונאיות- כלכליות. קשה לי לקבל את ההבדל הענק הזה בין NAV ל – תזרים, הרי בסופו של דבר שווי צריך להיות, שווי זה ה PV – של התזרים העתידי. אני כן חושב שיש פה אמירה בנושא של רמת הוודאות. זאת אומרת, לצורך חישוב השווי הוגן מחושב הערך הנוכחי PV באופן שבו לוקחים את התזרים העתידי ומכלילים את רמת הסיכון בין אם למונה ובין אם למכנה.

אפשר לנתח את השאיפה של בית המשפט להגיע לרמת וודאות שהיא גבוהה יותר. כלומר, במונחים של מודל ה- DCF אז למעשה בית המשפט בא ואומר "עצרו רגע, אל תכניסו לי לתוך שיעור ההיוון סיכון גדול מדי אני רוצה לשמור על בעלי החוב, תכניסו לי את הסיכונים דרך המונה, דרך התזרים.

גם בנייר של הרשות, שהוא נייר חשוב ומעניין, הרשות מתייחסת לכך שהדירקטוריון צריך לבחון כל מיני תרחישים שליליים, אפילו כאלה שההסתברות שלהם נמוכה יותר, כלומר יש פה הסתכלות של שמרנות, אם אני משווה NAV ושווי הוגן לעומת הסתכלות על החשב הסביר הזה, אז מדובר פה בהסתכלות שדורשת וודאות הרבה יותר גבוהה משווי הוגן רגיל.

לכאן גם נכנסים הרווחים הרעיוניים - רווחים על הנייר, לכאורה, כל עוד לא תוקן חוק החברות, למיטב ידיעתי עוד לא עבר איזשהם הליכי חקיקה, אני חושב שהמסקנה, דה פקטו אם זה נכון איך שאנחנו קוראים את המגמה, די בתי המשפט מביאים את זה שרווחים רעיוניים אינם ניתנים לחלוקה. החוק עדיין לא תוקן ויש פה משהו שעובר, הרי אלו הם 2 מבחנים מצטברים ויכול להיות שמבחן יכולת הפירעון מקרין על מבחן הרווח.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנחנו עוד מעט נשמע מנדב שטיינברג מבנק ישראל על המחקר שנעשה בהשראת דיונים שהיו לנו פה בעבר שנעשה על הקשר בין מבחן יכולת הפירעון לחלוקת רווחים רעיוניים. אם אנחנו קוראים את המפה, יש פה זווית חשבונאית גם מבחינת הדיון שלנו היום - פסק הדין מדבר על לקוח של מלרג, נתיבי איילון, שנקלעו לקשיים. יש פה כל מיני התייחסויות בפסק הדין שאני לא הרגשתי איתם בנוח - שהרי החשבונאות כבר הכירה בהכנסה מחוזה ביצוע וזה אפילו עוד לא נכנס להגדרה של רווחים רעיוניים. מלרג עשו אמנם ריסטייטמנט כלשהו אבל הוא לא היה כזה משמעותי. לפי תזכיר החוק של משרד המשפטים שבינתיים הוא בהקפאה במגירה, לקוחות למשל בסיס צבירה, רישום הכנסה על בסיס צבירה, זה לא רווח רעיוני, זה רווח שמומש, ולכאורה, לפחות אני כששמעתי את המוסיקה של פסק הדין, מבחינת פסק הדין הוא מתייחס לרווח הזה אפילו כרווח שלא הוכר, הוא בא ואומר, הדירקטורים שהם אלו שאישרו את הדוחות הכספיים צריכים להסתכל בספקנות על הדוחות הכספיים. זה קצת מעניין, אתה מצד אחד הכרת בדוחות הכספיים בהכנסה ורשמת לקוחות ומצד שני בכובע שלך שאתה בא לבחון יכולת פירעון אתה לא צריך להאמין במה שעשית.

אמיר ברנע

מי שקורא את פסקי הדין של ביהמ"ש העליון כמו פס"ד קיטאל ועצמון, רואה הסתמכות על פסקי הדין של בית המשפט הכלכלי בדלוור. פסקי דין מלר"ג סותר את פסקי הדין של דלוור לפחות בדגש שהוא שם על מבחן יכולת הפירעון. מקריאת פסק דין מלר"ג מתברר שהחוק בארץ שונה באופן מהותי מפסיקות דלוור לגבי החלטת הדיבידנד לאור בחינת יכולת הפירעון. שם ההגנה על נושים נעשית דרך הקובנט, במו"מ חופשי. כל עוד אין הפרה של קובנט, אין בעיה לחלק דיבידנד מתוך רווח. אוסיף שחוק החברות בארץ מטיל על הדירקטורים אחריות שאיננה באף ספר לימוד במימון, כאילו הדירקטורים הם שומרי סף של נושים. יתכן אותי רוני עפר שמכיר את הספרות טוב ממני, האם באיזשהו מקום בספרות המקצועית יש תפקיד כזה לדירקטורים? כשומרי סף של נושים? מול ההנהלה שמייצגת בעלי מניות?

רענן קלייר

יש חוק מפורש, חוק החברות.

אמיר ברנע

אזכיר גם שקיימת אי עקביות של החוק מאספקט הנושים בין בחינת יכולת הפירעון בנושא דיבידנד ובין אי הצורך לבחון יכולת הפירעון בהשקעה בפרויקטים מסוכנים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מצד אחד לחלק דיבידנד אסור אם קיים חשש סביר לאי פירעון אבל להשקיע בפרויקטים מסוכנים מותר. נניח שמוצע פרויקט תורם שווי אבל מבחינת רמת הסיכון שלו, הוא משנה את חלוקת הבעלות בין הנושים לבין הבעלים. תורת האופציות לימדה אותנו שכל אימוץ פרויקט מסוכן משנה במשהו את חלוקת הבעלות על נכסי החברה בין נושים לבין בעלים.

האם אפשר לבוא לדירקטורים ולהגיד להם אל תבצעו פרויקט תורם שווי ל EV לחברה, בגלל ההתייחסות שהם שומרי הסף של נושים? האם נבדקו השלכות לגבי זכויות הנושים? הרי זכויות הנושים מעוגנות בחוזה ההלוואה, ואם הזכויות לא הופרו האם הדירקטוריון אינו חופשי לאמץ פרויקט מסוכן? שאלה: האם לחברה סולבנטית יש מגבלות על חלוקת דיבידנד? אני מדבר על סולבנטית פוסט דיבידנד, כלומר נניח חברה שמוגדרת כסולבנטית על פי כל ההגדרות שלנו, של יכולת נזילותית שנתיים קדימה ו NAV – חיובי. האם חברה כזו שגם פוסט דיבידנד מוערכת כסולבנטית, יש בעיה של חלוקת דיבידנד בגלל איזשהו חשש שאי פעם בעתיד החברה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה? אזכיר שמשרד המשפטים בנוסח החדש של הצעת חוק חדלות פירעון היה ניסיון לרדת מהנושא של NAV וחשוב NAV בהדגשה על הפרה בפועל שרק היא טריגר לאי סולבנטיות.

תראו את הקשר בין סעיפים 2 ו-9 בהצעת חוק חדלות פירעון לבין הנושא של הדיבידנד שמונח כאן לפנינו. בסה"כ מדובר על ראייה עתידית בשאלה של יכולת פירעון היא קשורה כמובן לנושא של סולבנטיות בדרך זו או אחרת, אבל זו אותה שאלה בעצם. תראו את הקשר בין הנושא הזה לבין נושא החקיקה כפי שמפורשת ע"י בתי המשפט בנושא הדיבידנד כמו שאני אומר שעומדת בסתירה לפחות לקונספט שמוצג בבתי המשפט בארה"ב ומלווה את הצעת החוק החדשה בנושא חדלות פירעון.

נדב שטיינברג

המצגת הזו מבוססת על מחקר שעתיד להתפרסם בקרוב שנולד פה בפורום לאחר ששמעתי מצגת של אסתר (ד"ר אסתר חן ממרכז אקדמי פרס) שעשתה עם אילנית (ד"ר אילנית גביוס מאוניברסיטת בן-גוריון) עבודה קודמת שבחנה את הנושא של דיבידנדים מרווחי שערך. אז תודה לשלומי ואמיר על הזדמנות להציג גם את המחקר הזה. אציין שהעמדות אינן בהכרח מייצגות את עמדת בנק ישראל. בעצם אנו מסתכלים על דיבידנדים מרווחי שערך שזו תופעה של עידן ה-IFRS – ה-IFRS מאפשר להכיר ברווחים שטרם מומשו, רווחי שערך, רווחים רעיוניים או איך שלא נקרא להם,

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ובישראל, בדומה לעוד לא מעט מדינות, חוק החברות לא מבדיל בין הרווחים הללו לבין הרווחים שמומשו לצורך חלוקת דיבידנדים. זה נושא שלא כ"כ נידון בספרות האקדמית, וכאן אנחנו רוצים לבחון האם החלוקה של דיבידנדים מרווחי שערך יש לה השלכות על יציבות הפירמה מעל ומעבר להשלכות של חלוקת דיבידנדים ככלל. אנחנו יודעים שחלוקת דיבידנדים יוצרת ניגוד עניינים בין בעלי המניות לבין הנושים, ואנחנו חושדים שניגוד העניינים הזה עשוי להיות חמור יותר כשמדובר על רווחי שערך. חברות צפויות לרצות לחלק את רווחי השערך - אם זה פשוט כדי לשמור על חלוקת דיבידנדים בשיעור קבוע מהרווחים או מזווית יותר בעייתית, להעביר ערך מהפירמה לבעלי המניות שזה כמובן בא על חשבון בעלי עניין אחרים בפירמה ובראשם הנושים, או מזווית יותר חיובית שזה איזושהו סיגנל חיובי, בד"כ אנחנו מסתכלים על דיבידנד כסיגנל לאיכות החברה אז פה יכול להיות סיגנל ספציפי לאיכות הרווחים הללו, החברה, ההנהלה, הדירקטורים מאמינים שהרווחים הללו הם רווחים אמיתיים שבעתיד ימומשו ולכן אין בעיה גם לחלק אותם, וזה משדר את המסר הזה לשוק. אנחנו רוצים לבדוק קודם כל, יתר הדברים קבועים, האם חברות שחילקו דיבידנדים מרווחי שערך נמצאו בסיכון פיננסי גבוה יותר שבעצם נתייחס לסיכון גבוה יותר להיכנס להסדר חוב בשנים שלאחר מכן. אם נמצא שכן, נרצה לבדוק האם השוק מתמחר את הסיכון הזה. אפשר לראות פה את הנתונים שלנו, אנחנו מתייחסים לחברות שהיה להן חוב סחיר בשנים שבין 2008 עד 2013, שנים מאוד סוערות בעולם בכלל ובמשק הישראלי בפרט. השתמשנו בנתונים שאספנו בבנק ישראל על הסדרי חוב, אפשר לראות שיש הרבה הסדרי חוב בתקופה הזו, כ- 1/3 מהחברות, כמובן הרבה, תקופה יחסית סוערת. חיברנו את זה עם נתונים שאסתר ואילנית אספו על דיבידנדים מרווחי שערך, ונתונים פיננסיים נוספים שאספנו כדי לבדוק האם הסדרי החוב הללו קשורים לחלוקת דיבידנדים מרווחי שערך. אני רק אציין במילה שחברות מחלקות דיבידנד לא באות ואומרות "הדיבידנד הזה הוא מהעובדה ששערך את הנכס הזה" או משהו כזה, אז יש לנו מתודולוגיה, אני לא אתעכב עליה אבל היא מפורטת מאוד בנייר על איך אנחנו צובעים את הדיבידנדים מרווחי שערך, גם התייחסנו לזה בהרבה בדיקות עמידות כדי לוודא שזה מה שאנחנו תופסים ולא סיפור אחר. אז כאן אפשר לראות את המשוואה שאנחנו אומדים, בעצם אנחנו בודקים האם, FD (Financial Distress) שאצלנו זה כניסה להסדר חוב בשנים שלאחר מכן, מושפע מהמשתנה המרכזי שלנו DFU (Dividend From Unrealized) ומעוד מגוון של משתנים כולל סכום הדיבידנד באופן כללי וכולל מגוון של משתנים חשבונאיים. במשוואה 2 החלפנו את המשתנים החשבונאיים במדד z-score של אלטמן, מדד מקובל לבחינת הסיכון של הפירמה. אנחנו משתמשים בניתוח שרידות שמקובל בבדיקות מהסוג הזה: אנחנו בוחנים כמה זמן עבר בלי שקרה אירוע, במקרה הזה מבלי שהחברה נקלעה להסדר חוב (אם החברה שרדה עד סוף 2013, סוף המדגם שלנו,

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אז מבחינתנו היא חיה לנצח באושר ועושר). פה אפשר לראות את התוצאות העיקריות (אני לא אציג לכם טבלה עם כל התוצאות, זה מופיע כמובן במאמר ואני אשמח לפרט אם משהו ירצה). אנחנו מוצאים שחברות DFU, חברות שחילקו דיבידנדים מרווחי שערך, נוטות יותר בצורה מובהקת להיכנס להסדרי חוב בשנים שלאחר מכן תוך שאנו שולטים על שאר המשתנים. זו לא תופעה סטטיסטית בלבד, אלא בהינתן יתר הדברים, הסיכוי של חברה שחילקה רווחי שערך להיכנס להסדר חוב בשנים שלאחר מכן גבוה פי 3 משל חברה דומה שלא עשתה זאת. יש פה משהו מאוד משמעותי גם כלכלי.

דגנית דניאל

הסדר חוב זה לא רק בית משפט נכון? זה גם הסדרים מול הבנקים?

נדב שטיינברג

לא, אנחנו מסתכלים רק על חברות עם חוב סחיר בגלל שחברות בלי חוב סחיר לא תמיד אפשר לדעת אם היה הסדר כי אם החברה החליטה שזה לא מהותי אז היא לא בהכרח תדווח לציבור על הסדר מול הבנק. בגדול הסדר מבחינתנו זה או שבית משפט בא ואומר "אתם צריכים הסדר" או החברה עצמה פונה בעצמה לבית המשפט להליך הסדר. לא מספיק שאיזשהו נושא אומר שיש לדעתו בעיה החברה אלא ממש פסיקה של בית משפט או כניסה לתהליך שהחברה מכירה בבעיה.

רענו קליר

רק בתי משפט? היו הרבה הסדרים שהם לא בבתי משפט בשנים הללו.

נדב שטיינברג

אז שוב, אני לא אכנס פה להגדרות המדויקות אבל אם החברה באה לנושים ואומרת להם "תשמעו יש לי בעיה לשלם את החוב בואו נמצא פתרון, נפרוס את החוב, נשנה את התנאים וכדומה, זה מבחינתנו הסדר. זו אכן סוגיה חשובה ובעבודה מפורטת ההגדרה של הסדר חוב ששימשה לאיסוף הנתונים שעליהם אנחנו מתבססים.

אסף חמדני

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אלה המספרים שהסתמכו עליהם בוועדת אנדורן?

נדב שטינברג

היינו מעורבים בוועדת אנדורן, אבל אני לא בטוח על מה הסתמך הדו"ח, כי קיבלו נתונים על הסדרי חוב גם מאתנו וגם מרשות ני"ע. אני כן יכול לציין שעבודה אחרת שאני עשיתי על סמך הנתונים האלה של הסדרי החוב מופיעה כנספח לדו"ח וועדת אנדורן.

אמיר סוראיה

בדקתם את תחומי הפעילות של החברות? ענפים?

נדב שטינברג

כן, בכל הרגרסיות אנו שולטים על הענף, כך שכל מה שאנו רואים זה מעל ומעבר להשתייכות לענף ספציפי. ספציפית גם בגלל שיש הרבה חברות נדל"ן שנכנסו להסדר חוב והרבה חברות נדל"ן שהכירו ברווחי שיערוך, עשינו גם עוד בדיקה שאומרת "בואו נסתכל בנפרד על כל חברות הנדל"ן וכל שאר החברות", והממצאים נכונים גם לאלו וגם לאלו. זאת אומרת זה תופעה שקורית בחברות נדל"ן אבל ממש לא רק בחברות נדל"ן.

דן אבנון

חלוקת דיבידנד מתוך רווחי שיערוך זה פי 3, האם גם חברות שלא חילקו מרווחי שיערוך גם סיכון פי 3?

נדב שטינברג

אנחנו שולטים על חלוקת הדיבידנדים, זה אחד מהנתונים שאנחנו מסתכלים עליהם, באופן כללי, לפי הספרות דיבידנדים זה הרבה פעמים סיגנל חיובי, חברה במצב טוב מחלקת דיבידנד ורואים את זה גם בנתונים שלנו, בדו"ח חברה שמחר לא תוכל לשלם את החוב שלה לא רצה לחלק דיבידנד היום. גם מטעמים משפטיים כנראה, דירקטורים והנהלה מספיק זהירים לא לעשות את זה. בגדול אנחנו מוצאים שדיבידנדים הם סיגנל לסולבנטיות של החברה, לחברות חזקות. לעומת-זאת, החברות שאנחנו מוצאים שחילקו דיבידנדים מרווחי שיערוך יש להן סיכון מוגבר מעל ומעבר לסכום עצמו שחולק.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דן אבנון

השאלה שלי היא אחרת, אתה אמרת כאן שחלוקת דיבידנד מתוך רווחי שיערוך מגדילה את הסיכון להיכנס להסדר חוב פי 3, האם חלוקת דיבידנד שאינה מרווחי שיערוך גם מגדילה את הסיכון?

נדב שטינברג

לא, מה שאנחנו רואים זה ספציפית קשור לחלוקה מרווחי שיערוך. כאמור הזיהוי של חברות שחילקו דיבידנדים מרווחי שיערוך נעשה על-ידינו, אז ביצענו הרבה בדיקות עמידות עם הגדרות אלטרנטיביות וקיבלנו תוצאות דומות. כמו-כן, ביצענו מבחן "פלטבו" בו השתמשנו בהגדרה דומה לאחת ההגדרות המרכזיות שלנו אבל עכשיו באלגוריתם שקובע מהי חברה שחילקה דיבידנדים מרווחי שיערוך אבל החלפנו תנאי אחד: במקום לדרוש שהחברה הכירה ברווחי שיערוך, דרשנו שלא הכירה ברווחי שיערוך. כשאנחנו עושים את מבחן הפלטבו הזה, אנחנו לא מוצאים את הקשר שמצאנו בשאר הבדיקות; זאת אומרת, משתנה הפלטבו שלנו לא מסביר כניסה להסדר חוב.

אמיר ברנע

למלרג זה לא רלוונטי כי הדיבידנד במלרג חולק מתוך רווחים רגילים.

נדב שטינברג

אני לא הסתכלתי ספציפית על חברה מסוימת, זו איזושהי בדיקה סטטיסטית, אני לא רוצה לדבר על חברות ספציפיות, אבל חשוב להדגיש שבסוף הממצאים פה זה באמת סטטיסטיקה, יש חברות נהדרות שחילקו דיבידנדים מרווחי שיערוך ולא נכנסו להסדר וכנראה גם לא לאחר המדגם שלנו ויש חברות בעייתיות שנכנסו להסדר מבלי שחילקו אי-פעם דיבידנדים מרווחי שיערוך. בסוף זה איזושהו ממוצע.

בהינתן הממצאים האלה אפשר לדבר על 2 הסברים שלא דווקא מוציאים זה את זה. הסבר אחד שחברה שמחלקת דיבידנדים מרווחי שיערוך זה מגדיל משמעותית את הסיכון שלה מעל ומעבר לשאר המשתנים. הסבר נוסף, אולי מלכתחילה יש חברות יותר בעייתיות, זה עדיין לא משתקף בנתונים שעליהם אנחנו שולטים, כל הנתונים החשבונאיים, ואז באה והנהלה או בעלי השליטה בחברה ואומרים "בואו מהר נחלק דיבידנד לפני שכולם יגלו שהעתיד שלנו לא משהו". כדי לנסות להבחין בין 2 ההסברים הללו אנחנו מבצעים התאמה בשיטת propensity score matching שמבוססת על חלוקת דיבידנדים מרווחי שיערוך. אנחנו מסתכלים על חברות שזיהינו שחילקו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דיבידנדים מרווחי שערור, ועל חברות שאקס אנטה הייתה להן הסתברות דומה לחלק דיבידנדים מרווחי שערור אבל לא עשו זאת. ואז למדגם המצומצם של חברות DFU וחברות דומות אקס אנטה אנחנו חוזרים על הבדיקה שלנו ואנחנו מקבלים תוצאות מאוד דומות: עדיין חלוקת דיבידנדים מרווחי שערור מגדילה משמעותית גם סטטיסטית וגם כלכלית את הסיכון של הפירמה להיקלע לקשיים פיננסיים. זאת אומרת שלא מדובר רק על זה שמלכתחילה מדובר על חברות יותר מסוכנות, אלא שעצם חלוקת דיבידנדים מרווחי שערור באמת מגדילה את הסיכון של הפירמה.

עכשיו לשאלה השנייה ששאלנו: "בהינתן זה שאנחנו מוצאים סיכון מוגבר בעקבות חלוקת דיבידנדים מרווחי שערור, האם השוק מתמחר את זה?", הסתכלנו על 2 מדדים לעלות החוב של החברה, הדירוג שלה ע"י סוכנויות הדירוג והמרווח שבו נסחרת האג"ח שלה ביחס לאג"ח ממשלתי דומה. אנחנו מריצים גרסיות עם משתני בקרה מאוד דומים למה שראינו קודם, גם הגרסה עם ה-Z-SCORE, וכאן אנחנו דווקא לא רואים איזשהו אפקט. זאת אומרת, חברות שחילקו דיבידנדים מרווחי שערור לא רואים שזה פגע בדירוג שלהן או שפתאום הן נסחרות במרווח יותר גבוה. בעצם נראה שהשוק לא מתמחר את אותו סיכון מוגבר שאנחנו מוצאים בחלוקת דיבידנדים מרווחי שערור.

הזכרתי את זה במילה, אנחנו מבצעים הרבה מאוד בדיקות עמידות. אנחנו מוציאים חברות שאימצו את ה-IFRS באימוץ מוקדם; מורידים את שתי השנים 2008 ו-2009, שנות שיא המשבר הפיננסי הגלובלי כדי להתמודד עם החשש שאולי מדובר בתופעה ספציפית בשנים האלה; בוחנים בנפרד חברות עם אג"ח יותר סחירות ופחות סחירות - זו לא רק תופעה של שוק לא נזיל; כפי שהזכרתי כבר קודם אנחנו גם בוחנים בנפרד חברות נדל"ן וחברות מענפים אחרים; אנחנו משתמשים בהגדרות שונות לזיהוי חברות שחילקו דיבידנדים מרווחי שערור.

לסיכום, זו העבודה הראשונה שבודקת את התופעה הזו. אנחנו מוצאים סיכון מוגבר לחברות שחילקו דיבידנדים מרווחי שערור שכנראה לא מתומחר ע"י השוק. בהתייחס להצעת החוק ששלומי הזכיר קודם לכן, יכול להיות שזה מספק תמיכה לצורך באיזשהו שינוי: אם זה התאמות שעדיין לא נעשו בשוק בתקופת המדגם שלנו; או קובננטים שאמיר הזכיר, שזה יכול להיות פתרון טוב, אבל כנראה שלפחות בתקופה שאנחנו בדקנו הוא לא מספיק יושם, אולי בהמשך כן; או כמובן אפשרות של חקיקה שאולי תעלים את התופעה הזו.

רענן קליר

אני לא יודע כמה כולם מכירים את העובדות אז אני אתייחס אליהם בשלוש שורות, חברת מלרג היא חברת תשתיות, היא חברה שמבחינת המימון שלה הנפיקה אג"ח בשנת 2005 שצריך להחזיר

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אותן ב- 6 תשלומים, זאת אומרת מ – 2007 ועד 2012 היא הנפיקה גם אגרות חוב ב – 2008 שצריך להחזיר אותם ב- 6 תשלומים מ – 2010 ועד 2015, התביעה התייחסה ל - 3 חלוקות דיבידנד, אחת ב- 2007 ו - 2 ב- 2008. החברה פנתה ב- 2010 בבקשה להקפאת הליכים. היא התחילה בטענה שהכל בסדר ויש לה רק בעיה תזרימית ומהר מאוד הסתבר שאין שם הרבה כסף לחלק לנושים, השיגו איזה הסדר שהניב לנושים מעט מאוד כסף. אני אדגיש שכשהיא פנתה בספטמבר 2010, זאת אומרת שמהאג"ח המרכזי של 2008 הספיקה לשלם תשלום קרן אחד ב – 2010, וחמישה תשלומים נוספים עד 2015 היא לא שילמה, זה סדר גודל של אג"ח, לא אמרתי, ההנפקה הראשונה הייתה 50 מיליון ש"ח אם אני זוכר נכון וההנפקה השנייה הייתה משהו כמו 75 מיליון ש"ח. התייחסו לפסק הדין כתקדימי וחדשני ופורץ דרך, אני רואה את הדברים קצת אחרת. ממה שאני לפחות חש, אז יש שני דברים שפסק הדין אומר ועושה שהם לא חדשנים אלא פשוט פעם ראשונה עושים את זה בישראל, אחת, הוא אומר שמחילים את מבחן יכולת הפירעון וכשבודקים אותו צריך לבחון את כל החובות את כל החלויות עד תום התשלומים, במקרה שלנו עד סוף האג"ח השני, סוף 2015, זה נשמע למי שבפרקטיקה מאוד מרעיש איך בודקים ב – 2008 כשמחלקים דיבידנד חובות עד 2015, אבל זה כתוב במפורש בחוק. איך עושים את זה, זה שאלה לפורומים כאלה, אבל קודם כל הדרישה לעשות את זה כתובה בחוק, וגם אם היא מרעישת בפרקטיקה. שתיים, הוא קובע וקודם אמר פרופסור ברנע ואני אתייחס, הוא מחיל סעיף מפורש בחוק שקובע שבוצעה חלוקה אסורה אז הדירקטורים אחראיים, זה כתוב בחוק החברות שלנו. מעבר ליישום הזה שהוא חדש במובן שפעם ראשונה נעשה אבל הוא לא חדשני, זה יישום של החוק. זה נכון שפסק הדין קובע כמה דברים עקרוניים, בקשר עם החלוקה אני מיד אתייחס, אבל שתי קביעות שצריך לשים עליהם את האצבע, אחת הוא מקבל את הטענה שכאשר דירקטור בוחן את מבחן יכולת הפירעון הוא בעצם מחיל מבחן שמכריע במתח שבין בעלי מניות לבין הנושים. זה מה שהוא עושה, הוא צריך להיזהר האם תישאר לו כרית שהחברה הזו לא תיכנס לחדלות פירעון. עכשיו בשולחן הדירקטוריון שמכריע במתח הזה בין בעלי המניות לבין הנושים, אין נציגים לנושים, יש רק דירקטורים שאו שהם בעלי מניות ממש או שמונו ע"י בעלי מניות. גם דח"צים ממונים ע"י בעלי מניות, מוצעים ע"י הרוב ומאושרים ע"י המיעוט, זה רק בעלי מניות. אומר בית המשפט, כששולחן של אנשים שמונו ע"י בעלי מניות צריך להכריע בשאלה שנוגעת למתח בין נושים לבין בעלי מניות, אז הוא צריך להיזהר. הוא קובע שהם שומרי סף, על דירקטורים אמרו שהם שומרי סף גם בהקשרים אחרים, גם בהלכה של השופט כבוב בהקשר אחר למלרג שלא נדון בה כאן. אבל זו קביעה עקרונית אחת. קביעה עקרונית שנייה שהיא גם משפטית וקשורה לפרקטיקה היא קביעה של נטל הוכחה, ובעניין מלרג הוכח ויושבים כאן עורכי הדין מהצדדים האחרים ואני לא רוצה להיכנס להתנצחות, עשינו את זה מספיק בבית המשפט, למרות שעשינו את

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

זה יפה. הוכח וזה היה ברור שהדירקטוריון לא בדק את מבחן יכולת הפירעון, יש 3 פרוטוקולים ו – 3 חלוקות ואף אחת לא מתייחסת בכלל לבדיקת החובות עד תומן. ואומר בית המשפט, פעם שהוכח לי שהדירקטוריון לא דן במבחן יכולת הפירעון, הנטל להוכיח על הדירקטור שאכן מבחן יכולת הפירעון אם היה נבדק היה מתקיים. זו קביעה משפטית אבל היא מתייחסת.

שלומי שוב

רענן, אם אני מסכם את מה שאתה אומר, אתה בגדול אומר "אתם עושים ממלרג יותר ממה שהוא, אין פה איזשהו שינוי, יש פה נסיבות שהן נסיבות ספציפיות שבהן החליט בית המשפט, אין מה ליצור מפה איזשהי הלכה חדשה."

רענן קליי

מבחינה משפטית, בסה"כ בית המשפט החיל את החוק, קורה במחוזותינו, לא פעם ראשונה, זה קרה "פעם ראשונה בדיבדנד" אבל זה קרה לי בהרבה מקומות אחרים שכשמחילים את החוק באמת, אז פתאום הציבור אומר "אה, נכון זה היה כתוב אבל אף אחד לא התייחס לזה כך", זאת אומרת הרי שוב שכתוב בחוק החברות לבדוק את החבויות שלך עד תומן, אני חושב, בצניעות אני אגיד, שרוב הדירקטוריונים שאתה אומר לו אנחנו היום ב-2008 ויש לנו על הפרק חלוקת דיבדנד ויש לו אג"ח שהוא יודע שהוא צריך לשלם ב-2015, רוב הדירקטוריונים למרות שכתוב בחוק החברות עד תומן, זה לא הציטוט אבל זו הכוונה, אף אחד לא לקח נייר ואמר רגע אני רוצה לראות איך אני נמצא ב-2015, יש לכך סיבות טובות, יגידו שגם אם ניקח נייר יגידו שזה מלאכותי, אני יכול להתייחס לזה אבל זה אח"כ אם תרצו. אז במובן הזה פסק הדין הוא חשוב, הוא חדשני אם תרצה במובן הזה, כן נתייחס ועל זה עוד הדקה, לאיך מחילים את מבחן יכולת הפירעון. שלומי ציין הוא שם את הדגש על הצד התזרימי, אני לא קורא שהוא זונח את המבחן המאזני, להיפך, אני חושב שהוא אומר "המבחן המאזני הוא ברור, הוא מובן מאליו שדירקטור ב-2008 בודק מה יש לו, אז הוא בודק את המאזן, והמאזן נכון ל-2008 אז זה קל, אז הוא לא אומר שהוא פוסל, זה בוודאי נדרש לבדוק את המבחן המאזני, אבל הוא אומר צריך לבדוק גם את המבחן התזרימי, הוא גם אומר שהבדיקה לא נגמרת, לא אחרי שנה ולא אחרי שנתיים, אלא עד הקצה, הוא גם אומר שהבדיקה היא כלכלית ולא חשבונאית, אגב, זה לא הוא אומר לראשונה, זה מצוי גם בספרות קודם, וזה מתחבר גם לעניין של הרווח במובן, והקשר שאמרת (שלומי שוב) קודם הוא נכון, מובן שיש קשר מובהק בין מבחן יכולת הפירעון למבחן הרווח, מובן גם שכאשר יש בדוח הכספי שאותו דירקטור מאשר, אתה אומר איך הוא יכול להגיד "אני חותם על הדוח הזה, ומאידך אני מהסס על מה שכתוב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בו לעניין דיבידנד". התשובה היא כך בעיני לפחות, חברה ציבורית אנחנו מכירים וגם חברות אחרות נדרשות לפרסם דוחות וציבוריות גם עד מועד מסוים, יש כללים איך בוחנים את המצב הנתון של החברה לפי כללי החשבונאות וזה בסדר גמור, יכול להיות שגם הנושא החשבונאי אם היו בוחנים אותו בעניין מלר, הוא לא נבחן בתיק, זו לא הייתה התביעה שהגשתי. יכול להיות שגם שם הייתה בעיה אבל בהחלט יכול להיות שכמו שנאמר הדוח מבחינה חשבונאית יבוא בגדר הסבירות כי צריך להחליט בחברה כמו מלר, הכנסות מחליטים לפי הערכות לא לפי כסף בקופה. צריך לשים איזשהו מספר, צריך להעריך, זה בסדר גמור, אבל בסוף אחרי שהערכת ואתה אומר מבחינה חשבונאית זה עובר, אתה אומר על סמך זה אתה מחלק שאתה יודע שיש לך כל מיני היסוסים אז ההיסוסים האלו הם לא היסוסים לרעה, זו בדיוק השמרנות שביהמ"ש מבקש שכשאתה מחלק על בסיס הערכה, לשמור על הנושים.

שלומי שוב

זאת אומרת שיש למעשה מעמדות בהכנסה חשבונאית, הכנסה חשבונאית שהיא הכנסה לצורך העניין הכנסה שהיא בטוחה לבין הכנסה שהיא מבוססת אומדנים.

רענן קלייר

אומר בית המשפט, לא אני, אומנם זה טענות שהעליתי והוא קיבל, אבל זה עדיין הוא אומר, אומר ביהמ"ש שכשאתה מחלק על סמך הערכה יש הבדל, אם אתה מחלק על סמך זה שאומרים לך שיש 80 מיליון ש"ח בקופה לבין זה שאומרים לך שיש 80 מיליון ש"ח הכנסה בגלל שהתקדמנו.

אמיר ברנע

לעבור מצבירה לתזרים מזומנים וזהו.

רוני עפר

זו אגב פעם ראשונה, אני רוצה להתייחס לכמה דברים, אני אתחיל דווקא מהערה שהייתה בסופה של ההרצאה של נדב, שנדב אמר השוק לא יודע לתמחר. זו אמירה בעייתית מאוד. למה כוונתי? נכון, שוק ההון יכול לטעות. ראינו בשוק ההון בועות ומניות שתומחרו לא נכון, אבל להתעלם מהמחירים שנקבעו בשוק ההון זה למעשה לבוא ולהצהיר "אני יותר חכם מכולם" וזו הצהרה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מאוד מסוכנת, בייחוד כאשר היא נאמרת בדיעבד. איך זה מתקשר למלרג ? במלרג עשינו מבחן אירוע לגבי מחירי אג"ח שמראה שהמשקיעים לא ראו בחלוקת הדיוידנדים אירוע שלילי, לא ראו בהם דבר פסול. להכרזות על חלוקת הדיבידנד השנייה וחלוקת הדיבידנד השלישית לא הייתה כל השפעה על מחירי אג"ח. המסקנה הנובעת מכך היא שבעלי אגרות החוב, בזמן אמת, לא בראיה בדיעבד, לא חשבו שחלוקת הדיבידנד השנייה והשלישית הגדילו את ההסתברות לפשיטת רגל של החברה. יתרה מזאת, חברות הדירוג לא שינו את הדירוג של אגרות החוב של החברה. בנוסף רואי החשבון של החברה, אשר מהווים גוף חיצוני לחברה, לא הטילו ספק ביכולתה של החברה לפרוע את חובותיה הן לפני ההכרזות על חלוקת הדיבידנד והן לאחר חלוקת הדיבידנד. זה מה שקרה ברגע האמת בפועל. ואז, מישהו בא שנה-שנתיים אחרי האירוע ואומר אף אחד לא הבין, אני יודע יותר טוב (בדיעבד כמובן) מכל המשקיעים וחברות הדירוג ורואי החשבון של החברה אשר בזמן אמת לא ראו שיש כאן בעיה.

אופיר נאור

או שהם סמכו על הדירקטורים.

רוני עפר

אני יכול להגיד לכם, רבותיי, אני נמצא למעלה מ-25 שנה בניהול השקעות וכיו"ב, אני לא חושב שמישהו ממשקיעים או מנהלי ההשקעות הם סומך על הדירקטורים בלבד, באופן בלעדי .

אמיר ברנע

השופט אומר במפורש שאין להסתמך על הדירוג, להסתמך על רואה חשבון או על הערת עסק חי כי כלם מסתמכים על הדירקטורים.

זוהי גישה שיש לה השלכות לטווח ארוך. לדעתי, כאשר אנו מנתחים בדיעבד החלטות שהתקבלו בעבר, לא ניתן להתעלם ממה שחשבו והעריכו המשקיעים, חברות הדירוג ורואי החשבון בזמן אמת, בזמן שהחלטות התקבלו. נקודה נוספת שאני רוצה להתייחס אליה בתור כלכלן, ואוסיף, אני לא משפטן, בסעיף 88 בפסק הדין כתוב כך : " מבחן יכולת הפירעון בקשר של חלוקה אסורה עניינו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בשאלה האם החברה עלולה להימצא למצב של חדלות פירעון תזרימית, קרי העדר יכולת לשלם חבויותיה בהגיע מועד קיומן, אין עניינינו בחדלות פירעון מאזנית."

אבל יש הבדל בין NAV חשבונאי ל NAV – כלכלי...ממשיך את הציטוט: " אין עניינינו בחדלות פירעון מאזני כמשמעה בסעיף 258(3) לפקודת החברות הקיימת רק כאשר כלל חובותיה של החברה עולים על כלל נכסיה", מה הוא אומר כאן, הוא בעצם פוסל, לא פוסל אבל אומר שמבחן יכולת הפירעון לא צריך לבדוק האם לחברה יש עודף נכסים על התחייבויות. עכשיו איך אני רואה..."

אופיר נאור

אבל יש המשך, בשורה הבאה הוא מאזן את זה.. " גם אם יש לה עודף נכסים על התחייבויות אסור לה לחלק דיבידנד אם יש חשש שתיקלע לחדלות פירעון תזרימית. אז יש התייחסות למבחן המאזני.

רוני עפר

הוא לא מבטל, אני אקח את זה לדוגמה קיצונית, אני אגיד איך אני רואה את זה, אני חושב שצריכה להיות בדיקה של יכולת תזרימית אבל יכולת תזרימית מוגבלת בזמן, זאת אומרת לבדוק אותה לשנה, שנה וחצי אבל אם יש חברה שיש לה עודף נכסים על התחייבויות, הרי יש לה בזמן הארוך אפשרות לגייס כספים, היא יכולה להנפיק אג"ח, היא יכולה להנפיק מניות ואז לגייס כסף. קחו את זה לקיצון, תמיד אנחנו מדברים על קיצוניות, אם יש חברה שאין לה אף חוב ויש לה נכסים של מיליארד ש"ח אבל הם לא נזילים, נדל"ן לא נזיל לדוגמה, האם היא לא יכולה לשלם דיבידנד? האם היא לא יכולה לקחת חוב ולשלם דיבידנד? אני רוצה רק לציין בהקשר הזה שיש מספר מאמרים ל 2 שבוענים בארה"ב את ההשפעה של Equity for debt swap כלומר, חברה שבאה ומודיעה לשוק "אני הולכת להנפיק חוב ולקנות בחזרה את המניות שלי המחקרים הראו, שתגובת השוק להודעה כזו היא חיובית ביותר. סיכום של מספר מחקרים הראה שמחיר המנייה עולה בחלון הארוע בכ - 19%. כנ"ל לגבי הודעות לגבי הגדלת דיוידנד. במאמר שלי, אני מראה שתגובת השוק להודעות אלה היא חיובית ויתרה מזאת, אנליסטים מעדכנים כלפי מעלה את תוחלת הרווח התפעולי. אני חושב שהבעיה העיקרית שצריך לדון כאן זה הנושא של ההגדרה של איך בודקים יכולת פירעון, ויכולת פירעון צריכה להיבדק ע"י השוואה של השווי הכלכלי של נכסים מול ההתחייבויות עוד 2 נקודות לגבי הדברים שדיברנו על מלרג, הלקוח העיקרי של מלרג היה חברה ממשלתית, נתיבי איילון, אף פעם לא היה במלרג חוב אבוד וחוב שלא שולם בחינה של יתרות הלקוחות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

וההכנסות בשנים שלפני חלוקות הדיוידנדים ועד החלוקות עצמן מראה שכן התקבלו תשלומים בגין חובות לקוחות.

אסף חמדני

אני אהיה קצר ואומר את הדברים מזווית קצת אקדמית. לו אני משרד המשפטים הייתי מציע תזכיר חוק שמצמצם את אחריות הדירקטורים, כיוון שלדעתי יש חשש להתפתחות מגמה של החמרת יתר בהתייחסות של הפסיקה לדיבידנדים, וזאת כתגובה לכשלי שוק שהיו קיימים בעבר בשוק החוב הסחיר בישראל. המגמה לא נובעת מכך שבתי המשפט טועים בהחלטות קונקרטיות, אלא מבוססת על שני כשלים שספק אם קיימים היום: מינוף יתר של חברות והעדר קובננטים בשוק החוב הסחיר בישראל. העובדה שממחישה יותר מהכול את המצב הבעייתי בשוק ההון בישראל היא העובדה שהחברה הזו גייסה אג"ח בתקופה בה חילקה דיבידנד. הנתון הזה מעלה שאלה אחת: למה באג"ח הזה לא היה שום קובננט שבא כדי להגביל את היכולת של החברה לחלק דיבידנד? זה אמור היה להיות קו ההגנה העיקרי של הנושים. כולנו יודעים שבישראל הייתה בעיית מאקרו של מינוף יתר שעלתה מדוחות של בנק ישראל. בעיה נוספת שעלתה בוועדת חודק היא ששוק האג"ח הסחיר כנראה לא היה משוכלל. לתביעות בבתי המשפט לוקח מספר שנים להתברר ולדעתי, מה שאנו רואים היום זו תגובה לכשל שוק שאכן היה מאוד בעייתי בעבר. אולם, החשש הוא שבינתיים תוקנו כשלי השוק--באמצעות ועדת חודק או כלים אחרים--אבל מדינת ישראל תישאר עם הלכות שיהיו בתוקף עוד עשרים שנה ושלושים שנה, גם כאשר לא תהיה יותר בעיה של מינוף יתר או העדר קובננטים, ויוצרות סיכון יתר עבור דירקטורים שמחלקים דיבידנדים. ההלכה הזו חלה לכאורה גם על חברת הייטק שלא הנפיקה אג"ח שתחלק דיבידנד בעתיד.

הנקודה היחידה שמעלה קושי בהחלטה הספציפית הזו הוא השימוש בביטוי "שומרי סף" לתיאור הדירקטורים. המסר לדירקטורים הוא שעליהם לפתח גישה לעומתית ביחס להנהלה. בפסק הדין שזורות אמירות שמעלות שאלות מורכבות בנוגע ליחסי-דירקטוריון הנהלה, ומשדרות לדירקטורים שהם לא צריכים להסתמך על נתונים שהנהלה נותנת להם.

במישור המשפטי, אני אתייחס לשתי נקודות במענה לשאלה של שלומי. אני מלמד לפעמים דיני חברות בארה"ב. זה נכון שיש מדינות שבהן יש סעיפים שדומים לחוק בישראל, אבל ההתייחסות לנושא הזה בפסיקה נדירה. זה נושא שלא נתפס כמשמעותי מבחינת הגנת הנושים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

יש מבחן רווח בארה"ב?

אסף חמדני

יש מבחן רווח שהוא משתנה בין המדינות אבל החוק בישראל לא אימץ אותו. יש מבחן כושר פירעון בחלק מהמדינות, ואני מזכיר שדיני חברות זו חקיקה מדינתית, אבל בתי המשפט שם מדגישים שהמבחן לא מחמיר עם הדירקטורים. לדוגמא, יש אמירות שאם החברה לא קרובה לחדלות פירעון אז חזקה שהיא עמדה במבחן. לכן, מי שינסה לחפש תקדימים בארה"ב להפעלת מבחן כושר הפירעון בחלוקת דיבידנדים, יראה שהנפח של התחום הזה הוא הרבה יותר קטן מאשר בישראל. בין השאר, כי בתי המשפט בארה"ב מאוד מקפידים על העיקרון שההגנה על נושים זה בחוזה ולא בדיעבד ע"י בית המשפט. יתר על כן, עצם העובדה שחברה גייסה בזמן חלוקת דיבידנד תהיה אינדיקציה שוקית לכך שהיא עמדה במבחן כושר הפירעון. נקודה אחרונה בצד המשפטי. יש משהו שמאוד חשוב לחדד בנושא של הפעלת מבחן יכולת הפירעון בטווח הארוך. זה נכון שמבחן כושר הפירעון שהמחוקק קבע אותו הוא מבחן תזרימי. המבחן התזרימי מעצם טיבו מכוון לטווח קצר. יש חברות שהנפיקו חוב סחיר לטווח ארוך, שאמור להיפרע בשנת 2030 למשל. כמו שעולה גם בדיונים על חוק חדלות פירעון, בנקודה מסוימת המבחן התזרימי והמאזני מתאחדים. בטווח ארוך, השאלה אם יש לך יכולת לשרת את ההתחייבויות בהגיע מועד קיומן תלויה בשאלה אם יש לך עודף נכסים על ההתחייבויות. לכן, גם במסגרת המבחן התזרימי שנקבע בחוק זה לא מדויק לומר שהמבחן המאזני בכלל לא רלוונטי, בייחוד כאשר יש התחייבויות לטווח ארוך.

אמיר ברנע

בית המשפט בא ואמר שכל נושא השאריתי של בעלי המניות משתבש, אם אתה מחלק דיבידנד בחברה שיש בה חשש סביר לאי פירעון. אתה כאילו פוגע בעיקרון הזכות השאריתית של בעלי המניות. אם מחולק במצב זה דיבידנד בעצם מועבר השאריתי לנושים.

אסף חמדני

אמיר, השאלה היא מה זה חשש סביר.

אמיר ברנע

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מתוך הנימוקים של שלומי לא הצלחתי להבין, חשש סביר גבוה, נמוך, איך הוא מדורג... יש היררכיה של חששות?

אסף חמדני

כאמור, השאלה היא איך מחליטים אם החשש "סביר". יש כאן אלמנט משמעותי מאוד של שיקול דעת בית המשפט, אבל בנקודות קיצון, אני לא חושב שיש תועלת גם מבחינת הנושים להגיד לחברה ליצור תחזית תזרים עד שנת 2030 כדי לקבוע אם היא יכולה לשרת את החוב שלה.

שלומי שוב

אני חושב שבלא מעט דברים צריך להיזהר מהקופי פייסט מהאמריקאים, שוק ההון שם מתנהג כמו שכבר הבנו לא בדיוק אותו דבר כמו שוק ההון הישראלי, עוד לא הגענו לשם.

צור פניגשטיין

קודם כל, חשוב להדגיש שאני מדבר בשם עצמי ולא בשם PwC. אני תמיד פירשתי את המונח "חשש סביר", מבחינת הפסיקה ובפרקטיקה, כשונה באופן מובהק ממה שנדרש בהערכות שווי. בהערכות שווי אתה בונה תרחיש שהוא תוחלתי (סביר), וממנו אתה גוזר שווי הוגן. לעומת זאת, כשאני עושה עבודות שקשורות לחלוקת דיבידנד, אני מתחיל מתרחיש תוחלתי אבל עובר, נותן את ההמלצה, את הקביעה בדבר האפשרות לחלוקת דיבידנדים, על בסיס תרחיש שהוא שמרני. זה הפירוש שלי. בניגוד להערכת שווי שבה אתה מודע לאפשרות שיש כמה תרחישים ואתה מתבסס על התוחלת, במקרה של "חשש סביר" אתה מתבסס על תרחיש שמרני.

שלומי שוב

שמה זה אומר?

צור פניגשטיין

הפרשנות שלי בפרקטיקה זה "שמרני סביר", שהוא לא קיצוני בשמרנות שלו, משהו כמו אמצע החציון התחתון (האחוזון ה-25). עוד פעם, זה לא כלל אצבע ממש אלא מעין "עקרון מנחה". אף אחד לא יודע מה ההסתברות באמת, אבל זו הנחת העבודה. דבר שני, בפרקטיקה, אני מבין שזה איפשרו משהו עם הפסיקה האחרונה, מסתכלים על סך המקורות קדימה מול סך השימושים,

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כלומר, לא רק על מצב סטטי של עודף נכסים על התחייבויות. זה גוזר בדרך כלל על הסתכלות על תזרים, שהוא יותר משקף מסתם מקורות ושימושים לא תזרימיים. זה גוזר גם, כפי שאמרתי קודם, גם הסתכלות שמרנית. אבל מצד שני, בפרקטיקה, למרות שאני מודע לכך שצריך לבדוק את ההתחייבויות הצפויות בהגיע מועד קיומן, ניתן באופן מעשי לחזות הרבה שנים קדימה. אני לא בטוח ששנתיים קדימה מספיקות, אבל לא כל כך מעשי, לבנות תחזית ליותר מ-5 שנים. פעמים רבות ההנחה בפרקטיקה, כמו בהערכות שווי, היא שמה שהיה הוא שיהיה. אתה הרי לא יכול לדעת, לא ברור שאפשר לדעת שנה קדימה, אבל בטח לא מעבר ל-5.

דגנית דניאל

שזה מה שהיה בבזק.

צור פניגשטיין

בבזק, דווקא גם שם היינו מעורבים, ודווקא נתנו חוות דעת מהצד המתיר לבזק חלוקת דיבידנד. אבל שוב, לא התייחסנו לתקופות ארוכות טווח, זה בד"כ קשה עד בלתי אפשרי לתת תחזיות ארוכות טווח אז אתה מניח שהשנים הראשונות הן המכתיבות.

שלומי שוב

אבל נניח שיש לך מקרה כמו של בזק, שבו אתה יודע יש לא מעט שאלות רגולטוריות לא פשוטות. כך את בזק למשל שנתונה מאד להחלטות רגולטוריות.

צור פניגשטיין

כמו תמיד, אתה חייב לקחת, אתה עובד בבסיס.

שלומי שוב

אתה לוקח את ההנחות הכי שמרניות?

צור פניגשטיין

לא הכי שמרניות, אבל אתה כן צריך להניח הנחות שמרניות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דגנית דניאל

אני חושבת שזה בעצם, אנחנו מתמודדים עם השאלה הזאת כל פעם שאנחנו מקבלים בקשה לחלוקה של דיבידנד, אתה חייב להיות שמרן, אתה לא יכול להיות הכי שמרן אבל אתה חייב איזושהי שמרנות, בהחלט אני מסכימה עם רענן שאני לא מסתכלת על כל הנכסים אותו דבר, כסף בקופה זה כסף בקופה, אי אפשר להתווכח אתו, חוב לקוחות אתה צריך לבחון אותו, אתה צריך לבחון את ההיסטוריה, אתה צריך לראות ולבחון אותו יותר לעומק. אני חושבת שבמקרה הספציפי של מלרג הבעיה המרכזית הייתה כמו שאני קוראת את פסק הדין היא שבכלל לא היה דיון, זה בעצם היה הדבר המרכזי.

שלומי שוב

מה אתה עושה כמעריך שווי, איך אתה לוקח את זה בחשבון שכל התקשורת מלאה בזה שזה רווח שאולי לא יחזור על עצמו..

צור פניגשטיין

אתה עושה תרחישים. גם ברגולציה אתה עושה תרחישים.

אמיר ברנע

תראה את הערכת השוק של בזק ותבין.

אברמי וול

אני מסכים עם רענן שבפסק הדין אין חידושים משפטיים מהותיים. אני חושב שיש שתי בעיות שהייתי קורא להם בעיות עסקיות אולי, הבעיה הראשונה, התחילה כבר עם אותו נייר עמדה של רשות ני"ע שהביא את העיקרון שאם יש לך אג"ח לעשר שנים, אתה צריך ליצור תזרים לעשר שנים, וכבר אז בדיונים איתם אמרנו להם, שזה לא מעשי, אין חברה שבונה את זה, אם אתם רוצים אני אבנה את זה, אני יכול לשים איזה מספרים שאני רוצה, אבל אין לזה משמעות - הכל זוכה.. הבעיה השנייה, זה שכל התביעות על חלוקה תמיד באות בחכמה שלאחר מעשה, זאת אומרת הן מוגשות כשהחברה פשטה את הרגל ואז ברור שמי שבנה את התחזיות טעה, והמציאות יוצרת חזקה נגדו, וזה מוביל למה שאמר אסף (אסף חמדני), לעודף שמרנות, כי עם כל הכבוד הפירמה לא קמה רק בשביל לשרת את הנושים שלה, היא גם באה לשרת את בעלי המניות שלה ולהגיד שתמיד נהיה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שמרנים זה לא פתרון. התשובה הנכונה לדעתי לשתי הסוגיות, ונאמר דברים בשבח האכסניה, היא חוות הדעת שאמיר (אמיר ברנע) הגיש לבית המשפט בעניין איי די בי, שדנה בסוגיית יכולת הפירעון, ואמרה שיכולת פירעון נמדדת בנזילות גבוהה לטווח הקצר וב NAV חיובי מובהק לטווח הארוך, כי אף אחד לא יכול לדעת ברצינות מה יהיה התזרים בעוד חמש שנים, אבל אם בעוד שנתיים ה NAV – שלי הוא NAV חיובי מובהק אני כבר אמצא את התזרים לשרת אותו. וזאת גם התשובה לבעיית אחריות דירקטורים כשמשתכלים ברטרופקטיבה. אם החברה קרסה שנה או שנתיים אחרי החלוקה זה דבר אחד אבל אם היא קרסה רק חמש שנים לאחר החלוקה, זה אומר שאין שום קשר בין התחזיות והעובדות שהם ראו לנגד עיניהם לבין הסיבות שהובילו בפועל לקריסה.

שלומי שוב

אמיר, אתה רואה את הפסיקה הזו של מלרג כמשהו שממשיך את הדרך שאתם התוויתם ב- 2015 או שהוא אפילו לוקח את זה צעד קדימה?

אמיר הלמר

אני רוצה להתייחס למה שאברמי אמר, הוא ציין שאנחנו היינו פורצי הדרך בעניין הזה ואנחנו בעצם התווינו שצריך להסתכל כל החביונות, זה לא מדויק עד הסוף. אני חושב שגם מי שקורא את מה שכתבנו בנייר, זה נייר של בעצם שביצענו בו ביקורת במספר חברות, הוא לא אמר "אתה צריך להסתכל עד אינסוף" דווקא בנקודה הזו הוא בא ואמר ששנתיים לא בהכרח מספיק והנייר הזה מתחבר, הוא בדק את יישום הוראות החוק והחוק כמו שרענן אומר וכמו שבית המשפט אומר, ואני מסכים גם עם אברמי וגם עם רענן, אין חידוש בעניין הזה. מי שהיה קורא את הוראות החוק היה רואה שצריך לבחון את החביונות הצפויות בהגיע מועד קיומן. זה הנוסח ולכן הקצה נמצא שם אבל גם אנחנו מבינים שלא בהכרח אם יש לך חוב עוד 30 שנה שהערכות כאלה הן אפקטיביות ולכן אברמי לא באנו ואמרנו שצריך לבדוק 10 שנים ולהציג ולהראות שבאמת אתה יכול ב- 10 שנים כבר עכשיו את התזרים שאיתו תפרע בעוד 10 שנים. זה גם כתוב, השימוש בתזרים הוא חלק ממבחן הנזילות ויש לבצע בנסיבות מתאימות בחינות נוספות ומשלימות, ראוי לבצע אותן, אמרנו שזה לא מצמצם בהכרח בתקופה של שנתיים וזה היה זהיר במיוחד. זאת אומרת זה היה גם לנגד עינינו. בוא נזכור רגע דבר אחד, עברו 5 שנים דרך אגב מבחן יכולת הפירעון אותו נבחן כאשר מבחן הרווח מתקיים וכאשר מבחן הרווח... (לא ברור היה רעש)... הולכים לבית המשפט ומקדימים בעצם שבית המשפט יבוא ויפסוק לפני הוא אותו מבחן והנה כאשר הולכים לבית משפט מבדיקות שאנחנו עשינו,

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בודקים חמש שנים, כלומר יש יכולת לבדוק מעל שנתיים שהם שמו אותם כ... (לא סיים). הרבה חברות שמים את זה כאיזשהו בנצ'מרק אבל הנה כשהם באים לבית המשפט הם יודעים להציג לו תזרימים לחמש שנים ולפעמים אפילו יותר. זאת אומרת שהטיועון שאי אפשר כשבאים לבית המשפט מראש כנראה מתקיים, אז זו שאלה מעניינת אחרת, שלא נידונה פה, פה אנחנו באים בדיעבד, גם רענן בא בדיעבד כשהחברה קרסה אבל מה קורה האם לא עדיף, נוכח כל הסיפור הזה, גם אם מבחן הרווח מתקיים, לבוא לבית משפט לפני, כמו שאנחנו אומרים מצב החברה טוב ואם מה שאברמי אומר נכון וזה משפיע על ההחלטה אז בית המשפט יראה שהמצב טוב ובעצם ייתן חסינות.... שאלה שלא נשאלה... נראה לי שאלה מעניינת, אז מה המשמעות של בית המשפט שהוא בודק ואומר שאסור לחלק.

אמיר ברנע

קודם כל, אנא תשובתך האם חברה סולבנטית יכולה לחלק דיבידנד? חברה סולבנטית שאין ספק לגבי הסולבנטיות שלה, האם הדירקטוריון צריך לקחת בחשבון קיומו של חשש סביר? מה צריך לעשות?

אמיר הלמר

מה זאת אומרת, אני לא מבין את השאלה. האם החוק קובע שצריך?

עו"ד הילה פלג

אני רוצה רגע להגיד משהו, יש פה ניסיון, אני חשבתי שהפורום מנסה להבין איך לוקחים את הדבר הזה ומיישמים אותו קדימה, כי אני חושבת שיש קושי מאוד מאוד גדול, גם אסף וגם אברמי, החוכמה בדיעבד פה היא קטסטרופלית. התיק עוד תלוי ועומד אז אני קצת חשה לא מאוד בנוח, רק כדי לסבר לכם את האוזן, אם לוקחים את מה שבית המשפט עשה על החלוקה הראשונה, הבדיקה שהוא עשה האם החובות של נתיבי איילון הם חובות שאפשר היה להסתמך עליהם, 10 שנים אחרי, לוקח בית משפט 10 שנים אחרי ומנסה להיכנס, לפני משבר הסאב פריים, תנסו לחשוב על הסטייט אוף מיינד של דירקטורים לפני משבר הסאב פריים, ולהגיד האם החובות של פרויקטים, תקשיבו זה חברה שהקימה לא איזה חברה "דרדלה", חברה שהקימה את כל המחלפים על נתיבי איילון מדב הוז וצפונה, זו חברה שהיו לה פרויקטים אמתיים, זו לא חברה ריקה, חברה שעבדה באופן מאוד מאוד וודאי. לוקח בית משפט שב 2007 כשהם הסתמכו על החובות של נתיבי איילון זה היה סביר וב 2008 שהם הסתמכו על החובות של נתיבי איילון זה כבר היה לא סביר. אנחנו, בתיק יש חומר

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שפשוט השופט לא התייחס אליו שאם לוקחים את מה שהוא עשה על 2007 ועושים את זה על החלוקה של 2008, אותה תוצאה, אותם חובות, אותו שיעור פירעון, בעצם בית המשפט לוקח ובוחר לעצמו בדיעבד מתוך החכמה שבדיעבד לוקח ומצייר לעצמו איזושהי מציאות עובדתית שעל פיה הוא אומר היה לא סביר דירקטור באותו זמן הוא היה צריך לצפות שנתבי איילון של מדינת ישראל לא תשלם לו חובות על פרויקטים שהוא ביצע שאין מחלוקת שהוא ביצע שזה בעיניי, אני מדברת בשם עצמי ואני ייצגתי את התיק הזה וזה נראה לי באמת הזיה ואני מנסה לחשוב כמי שמייצגת לדירקטורים מכאן קדימה מה אני יכולה להגיד להם איך הם צריכים להתנהג. איך לוקחים את פסק הדין של בית המשפט הזה ומה אני אומרת להם. יש לכם חוב מחברה ממשלתית על פרויקטים שאתם מבצעים שהם מאושרים ע"י החברה, מה אתם אמורים לעשות? אל תחלקו....

רוני טלמור

אני רוצה להתחיל ממה שאמיר שאל, האם חברה סולבנטית יכולה לחלק דיבידנד? כשהתחלנו לחשוב על מבחני החלוקה, ניסינו יחד עם רשות ני"ע לחשוב בשני הכיוונים, גם לגבי מבחן הרווח וגם לגבי מבחן יכולת הפירעון. לגבי מבחן כושר הפירעון, אתם רואים את פירות העבודה שהרשות עשתה. החוק הזה מסמך אותנו להכווין לגבי המבחן הזה, אבל לא הצלחנו להגיע למשהו ברמה של תקנות. דבר אחד היה לנו ברור, שהחשבונאות יודעת לבוא ולומר מתי חברה צריכה או לא צריכה לפרסם הערת עסק חי. אבל לבוא ולומר שאם לחברה אין הערת עסק חי אז היא יכולה לחלק, זה אנחנו לא יכולים להגיד.

שלומי שוב

זה שני דברים שונים, זה שני מבחנים שונים.

רוני טלמור

המבחן צריך להיות יותר מחמיר ואנחנו לא רצינו ולא ידענו לעצב אותו כמבחן טכני ליישום לעניין כושר הפירעון. לעומת זאת, IFRS, לפני שהתחיל ה, IFRS - לפחות ממאמרים שלי יצא לקרוא, עבודת הדירקטוריון הייתה כזאת שאם חברה עמדה במבחן הרווח, אף אחד לא באמת התעסק עם מבחן יכולת הפירעון, אלא אם כן היה איזה משהו ענק. בגדול, חברה שעמדה במבחן הרווח, חילקה. ומה ש IFRS - עשה זה שהוא קצת קלקל את מבחן הרווח, שאומנם אפשר לחלק יותר, אבל הוא כנראה באיזה מקום שיחרר חגורת ביטחון שיצרה השמרנות החשבונאית לפני ה IFRS -

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני מניחה שרוב האנשים פה מכירים את תוצרי העבודה המאוד ארוכה שעשינו לגבי מבחן הרווח במטרה לראות, אגב בדומה למודל האנגלי, ככה זה עובד באנגליה, כללי החלוקה בארץ הם לא כמו בארה"ב, הם כמו באנגליה. באנגליה יש ספר די מפורט שמסביר איך לוקחים את IFRS ומנטרלים את רווחי השערות כדי להגיד מה מותר לחלק, זה לא ספר כללים קליל כ"כ אבל הם די ברורים בסך הכל. זו התכנית שרצינו ללכת אליה וקיבלנו הרבה ביקורת שאנחנו מוציאים משהו הרבה יותר מדי מסובך. אבל אני חושבת שעדיין צריך איזשהו פתרון כי מה שאנחנו רואים זה שמבחן כושר הפירעון הוא באמת מורכב, וכאשר מבחן הרווח לא באמת נותן כרית ביטחון, בסוף, כמו שאמרו אסף ואברמי, בסוף נוצר נטל מוגבר על הדירקטורים. אם ביהמ"ש מתחיל להתייחס אליהם כ"שומרי סף" או כל מיני אמירות שבעצם יוצרות חשש יתר אצל דירקטורים, אז אולי צריך כן לחזור לשולחן השרטוט ולחשוב איך אנחנו מעצבים את מבחן הרווח קודם כל בתור מבחן שיכול לתת יותר שקט לדירקטורים לעשות את העבודה שלהם.

אופיר נאור

אני אדבר בחמש נקודות, אשתדל להיות מאוד קצר. אחת, בעניין השאלה שאמיר שאל, האם יש חובה כלפי הנושים. לדעתי זו לא שאלה בכלל, הדבר הזה לדעתי הוכרע בשורה של פסקי דין בעיקר בתחום של חדלות פירעון אנחנו רואים פסיקה שקובעת בצורה מפורשת שיש חובה בראש ובראשונה כלפי נושים.

אמיר ברנע

גם אם אתה לא בסביבה של חדלות פירעון?

אופיר נאור

ואנחנו מדברים על חלוקת דיבידנד, אנחנו מדברים על המבחן של חדלות הפירעון אז בהגדרה זה אזור סביבת העבודה עכשיו כדי להמחיש את זה מבחינת המבט המשפטי שבמסגרתה ניתנה ההחלטה הזאת, שזה נקודת מבט של חברה בחדלות פירעון, אז אני רוצה להמחיש את זה באופן הבא: כאשר חברה קורסת עולות טענות להעדפת נושים, החברה הספיקה לשלם לרואי החשבון, לא שילמה לעורכי הדין, נניח. אז בא אומר נושה אחד קיבל כסף השני לא. כשאנחנו מדברים על חלוקת דיבידנד, בראייה של חלוקה אסורה או לא אנחנו מדברים על העדפת נושים הרבה יותר חמורה אנחנו לא מדברים על נושה אחד שקיבל ונושה אחר שלא, אנחנו מדברים על כלל הנושים שלא קיבלו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

והעדיפו את בעלי המניות, זה משהו שנוגד באופן אינהרנטי את הבסיס של דיני חברות. אנחנו קודם כל מחזירים את החוב ואחרי זה מחלקים את הרווח לבעלי המניות. זו נקודה אחת. הנקודה השנייה, לגבי השאלה האם ניתן לפתור את זה בהסכם שיכלול קובננטים בין הנושה לחייב, אז אני חושב שהדבר הזה לא נותן פתרון. נכון שיש חייבים שיכולים לעמוד על זכויותיהם אחרי וועדת חודק, אולי מחזיקי אגרות חוב יודעים יותר לדרוש קובננטים ופחות לדרוש קובננטים אבל אני טוען דבר נורא פשוט, הדבר הזה, ההתחייבות של החברה לא לחלק משהו אם הוא מעורר ספק סביר, הוא כלול באופן אינהרנטי בכל חוזה בין נושה לבין חברה. הדבר הזה הוא הוראה בחוק והוא הוראה קוגנטית בחוק ואם אני מחזיק אג"ח שנותן הלוואה או שאני ספק שנותן שירות או מוצר לחברה, אני מסתמך על זה שהחברה תפעל בהתאם לחוק ולא תעדיף את בעלי המניות שלה על פני הנושים שלה. אם רוצים לחבר את זה לפרקטיקה, לאחרונה קרסה חברת אורתם סהר במקרה יצא לי לייצג את מחזיקי אגרות החוב, יש שם אלפי רוכשי דירות. אנחנו באמת מצפי שרוכשי הדירות ידעו לעמוד על זכויותיהם ולייצר קובננטים שיימנעו ממנה לחלק דיבידנדים בנסיבות כאלה ואחרות? זה ברור שזה לא רלוונטי, אי אפשר בכלל לצפות שמערכת היחסים בין הנושים לבין החברה.

הנקודה השלישית, האם אנחנו צריכים ויכולים להסתמך על השוק, אני אתייחס למה שנאמר ע"י פרופסור עפר, גם הוראת החוק וגם בית המשפט אומר בצורה פשוטה אתה כדירקטור צריך לקיים את החובה שמוטלת עליך באופן אקטיבי עצמאי אתה לא יכול להסתמך על מה מעריך השוק לגבי תשואת האג"ח שלך ולא מה אמר איזה אנליסט חיצוני

אופיר נאור

הנחת העבודה דווקא של כל מי שעוסק בתחום הזה זה שלדירקטור יש את כל המידע, יש לו את מיטב הכלים ואגב יש לו אחריות, אם תבוא ותאמר כפי שנאמר שאתה משליך את שיקול הדעת על מעריכי שווי חיצוניים או על תשואת האג"ח או על החכמה הקולקטיבית, אז בשביל מה צריך דירקטורים? צריך לבדוק את מבחן התשואה, התשואה של השוק ותפסיקו לאכול בורקס ונתקדם.. אין בזה שום צורך.

הנקודה הרביעית, זה לעניין שיקול דעת עסקי, אז נאמר איך היה המשפט צריך לבחון את הסוגיה הזאת, האם הפרוטוקול צריך לכסות יותר או צריך לכסות פחות, אני רוצה להדגיש נקודה, הנושא של שיקול דעת עסקי להבנתי וגם לפי הקביעה של השופט ברנר, לא רלוונטית בנושא של חלוקה אסורה, שק"ד עסקי זה מבחן פסיקתי, נולד בפסיקה, אומץ מארה"ב שבאה להגיד שאם פעלתם בסביבת עבודה סבירה, לא נבחן את שיקול הדעת שלכם אבל זה לא רלוונטי לחלוקות. לעניין

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חלוקה יש מבחן ספציפי והמבחן הספציפי קובע מה צריך לעשות ולא בוחנים פרוצדורה. זה אחד המקומות היחידים בחוק הישראלי שבית המשפט נדרש לבחון מהות ולא לבחון פרוצדורה. אם תיקח פרוטוקול ותעמיס עליו הרבה מאוד מלל זה לא יפטור אותך, אתה עדיין צריך לבחון את המהות.

נקודה אחרונה שהיא להקשר של מה צריך לעשות בראייה צופה פני עתיד, אין שום ספק שפסק הדין הזה, ולא רק פסק הדין הזה, מייצג עמדה מאוד מאוד חשדנית כלפי ראיית החשבון... נאמר פה שאם ראיית החשבון היא בסדר אז למה צריך בכלל לנהל את הדבר הזה, אז אני רוצה להגיד לפורום הזה, מקצוע רואה החשבון בעידן ה-IFRS – שזה מאפשר הרבה מאוד יצירתיות חשבונאית, מדי שבוע קורא על העיוותים שזה מייצר.. (לא סיים)

שלומי שוב

זה לא קשור, זה חשבונאות פשוטה, זה לני IFRS... זה לקוחות... לא תגיד איזה שערך ..

אופיר נאור

אני רוצה להגיד לכם כשקוראים את פסק הדין רואים חשדנות מאוד מאוד גדולה לחשבונאות, למעשה אומר בית המשפט "לא מעניין אותי מבחן הרווח, לא מעניין אותי ה-NAV – כי ה-NAV – שלכם הוא יצירתי, הוא כולל הערכות, הוא שואב את הרווחים בעתיד והופך אותם להון עצמי היום, אני קורא לפורום הזה לחשוב בצורה רצינית, אני אחראי רק למבחן הרווח ונח לי שלא מעמיסים עליי את הנטל הזה, אלא לעשות את המהלך שמשרד המשפטים ניסה להוביל, הצעת החוק נותנת כלים בצורה יחסית טובה להפוך את מבחן הרווח למבחן שיקבל יותר אמינות ויותר נקודות בית המשפט, לא להסתמך על רווחים לא ממומשים, להסתכל רק על החברה סולו ולא על כלל החברות, שורה של דברים שאם החשבונאות תשפר את דרכה ותהפוך אמינה יותר ונחזיר קצת שמרנות למקצוע החשבונאות, כנראה שהמגמה של החשדנות שבית המשפט מפגין כלפיה תתרחק.

ואדים פורטנוי

אני חייב להגיד שאנחנו כמעריכי שווי וכיועצים כלכליים הם אלה שבסופו של דבר באים לחברה ומציגים ממצאים בנושא של יכולת פירעון, של יכולת חלוקת דיבידנד וכו'. בעיני החיזוי של תזרים מזומנים, גם שנתיים מראש, מגלם בתוכו חוסר וודאות גבוה. חיזוי תזרים מזומנים לתקופה של מעבר לשנתיים מעשית, לא אקדמית, זה מעשה כמעט בלתי אפשרי. למה? כי ברוב החברות יש

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דינמיקה של התנהלות ואני כיועץ כלכלי היום בעצם אמור לחזות שחברה בעוד 3 שנים תמכור נכס מסוים או תגייס אג"ח, או אולי אלך לבנקים או אולי תגייס הון עצמי. ואת זה מצפים מדיקטורים, לכאורה, לצפות לעוד כך וכך שנים. כלומר, מעשית אפשר לייצר ניירות, אם אנחנו מדברים על מסחר בניירות, כמו Letter of Credit אז כן מסחר בניירות בבית משפט זה תופס, אין בעיה. נוכל אולי להוכיח שהתקיים דיון אינטליגנטי, אבל השאלה עד כמה הוא רלוונטי... לפני שנה היה כאן בפורום עו"ד פיני רובין שהביא דוגמה נהדרת הממחישה את האבסורד בהבחנה בין דיבידנדים שחולקו מרווחי שערך לדיבידנדים שחולקו מהרווחים שמומשו, ואמר, קחו 2 חברות נדל"ן מניב זהות לחלוטין שלכל אחת יש נכס, ומה לעשות השוק קפץ ב - 100% כמו עכשיו בארץ וכל אחת שיערכה את הבניין. אם ינסו לחלק דיבידנד, יכול להיות שבמבחנים, במצב הזה תעלה הטענה שאולי הם חילקו רווחים אסורים כשהבחנה היא כמובן בדיעבד, שוב בדיעבד, רק מה שהגיע לבית משפט, כי מי שעמד בהתחייבויותיו ולא הגיע לבית משפט, עליו לא ידברו. ואז כשמישהו יגיד לבית משפט הוא יגיד שעשה חלוקה אסורה. עכשיו לעומת זאת, החברות מחליפות את הנכסים ביניהם, נכון שיש מס רכישה, נתעלם מזה לרגע, מחליפות את הנכסים הללו, עכשיו הרווחים מומשו וראויים לחלוקה, אין בעיה? במילים אחרות, כל עוד לא מדובר על תרמית והרווח הוא אמיתי, לכאורה אין בעיה לחלק דיבידנד או לשעבד את הנכס לפי השווי הנוכחי שלו. רק לסכם את הנושא, באתי לדיון הזה פחות או יותר בדעות כמו של אסף שיש פה הקצנה מטורפת, אנחנו רואים בחו"ל חברות מחלקות דיבידנדים לא פוחדות מזה, יש פה ניסיון בכח לחנוק חלוקת דיבידנדים שהיא פעולה חיובית עסקית וממלא החברות הישראליות מחלקות יחסית מעט דיבידנדים ולכן במקום להזהיר ולאסור כדאי לעודד ולאפשר חלוקה מרווחי אמת, שמומשו או שלא. אבל, יש פה משהו במחקר של נדב שהוא מאוד מטריד, זה שהשוק הישראלי לא מגיב לעליית סיכון, בזה שהחברה מנפיקה אג"ח ומחלקת דיבידנד, לא חשוב מי לא הגיב, המוסדיים, החברות דירוג וכו', זה שהוא לא מגיב זה משהו שהוא מטריד אלא אם כן הפעולות האלה באמת לא הגדילו את הסיכון כל כך. אני לא יודע בדיוק מה ההסבר לממצאים של נדב ויכול להיות שגם המבחן שהוצג כאן הוא איזושהי בדיקה בדיעבד בדומה לפסיקה של בית משפט על אירועים שהיו.

רוני עפר

אולי התוצאה שלו היא לא נכונה, אולי השוק לא הגיב כי....

צור פניגשטיין

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שתי הערות, אתם כל הזמן מדברים בשפה בינארית, לחלק או לא לחלק, אך לפעמים יכול להיות מצב שההצעה היא איקס והדירקטוריון יאשר רק חצי איקס, ולכן התזרים מאפשר לעשות את זה. דבר שני אני רוצה להתייחס להערה אחת שאמר אופיר, קשה לי לקבל, בעיניי זה לא קיים בעולם המימון המודרני, שקודם כל מחזירים את החוב לנושים ואז מחלקים. זה לא נכון, בחברה מודרנית, יש כל הזמן חוב ויש כל הזמן דיבידנד והם חיים זה לצד זה.. אתה אף פעם לא מחזיר את כל החוב.

יוסי רוזניק

מה שהייתי רוצה להעלות פה, זה באמת את ההתנהלות קדימה, אנחנו חברת נאמנות שמייצגת אג"חים, ואם אני אתייחס לחודש האחרון, עכשיו פורסמו דוחות כספיים, יש גל של חלוקות דיבידנדים של חברות על פניו טובות כולם עמדו, אני מתעלם מקובננטים ספציפיים באג"ח כאלה ואחרות אלא מתייחס למבחן הכללי, וחברות מצהירות ומחלקות דיבידנד, האם מצפים עכשיו ממחזיקי אגרות החוב או מאתנו כמי שמייצג אותם, לקבל תזרים עד סוף חיי האג"ח על מנת שלא נקיים מחר אסיפת מחזיקים ונעצור את הדיבידנד הזה? האם מצפים אמיר לפני הייצוגית הבאה בגין נאמן כזה או אחר שחוות הדעת תהיה שלא פעל כנאמן סביר אם הוא לא כינס אסיפה כזאת? אני מדבר לא על נאמן דווקא אלא כמייצג נושים לעשרות חברות שמחלקות דיבידנדים באופן שוטף. השאלה עד כמה רשות ני"ע מתערבת או בוחנת האם חברה שהצהירה בדוחות שלה שעמדה בכל המבחנים ונתנה אישורים כנדרש וכו' וכמובן מבחן הבדיעבד הוא מבחן מאוד שאי אפשר לצפות אותו בעוד איקס שנים על אותו דיבידנד אחורה, איך מתנהגים מפה והלאה לאור הפסק דין הזה בנושא?

רענן קליר

פתחתי בזה שאני לא חושב שיש כאן חידוש מרעיש מבחינה משפטית וזה משליך גם על התוצאה. התשובה לשאלה שהעלה פרופסור ברנע, האם חברה סולבנטית יכולה לחלק דיבידנד בעיניי היא זו: ואני לא חושב שכ"כ מסובך לענות עליה, ברור שתנאי לחברה שהיא תחלק דיבידנד זה שתהיה סולבנטית אבל זה לא מספיק, יש מדרג, יש מדרג שאתם מכירים אותו, הוא תואר קודם ע"י שלומי ע"י הערת עסק חי או חשש סביר שהרשות קובעת במפורש בנייר שלה שהוא מבחן קצת יותר מחמיר, השאלה של יוסי, שעלתה כאן ע"י כולם למעשה, ביהמ"ש לא בחן את הדברים בדיעבד ונשמר מלבחון אותם בדיעבד...

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אופיר נאור

יש משפט שלא בוחן את הדברים בדיעבד?

רענן קליר

אנחנו כאן בשולחן הדירקטוריון, ואני אקח את האחריות המקצועית לתת ייעוץ, והייעוץ הוא זה, צריך בהחלט אחרי מבחן הרווח לראות במבחן יכולת הפירעון ועל זה אברמי התייחס למתודה של חוות הדעת של אמיר ברנע באיי די בי, מתודה נכונה, זאת אומרת צריך להסתכל שנה שנתיים או כמה שלא יהיה, חמש שנים קדימה מה שאפשר לראות תזרימית ומעבר לזה, מה שההון העצמי, ואם זה הון עצמי אמיתי במובן שיודעים להסתמך עליו אז הוא משרת את ההמשך.. זאת המתודה הנכונה, כמובן שהרף הוא לא הרף של חוות הדעת שהתייחסה לחדלות פירעון, הרף הוא אחר.

עו"ד ענת פילצר-סומך

אני רואה בפסק הדין החמרה בעייתית מאוד מבחינת אחריות הדירקטורים. אני חוששת מאוד שזה עלול לייצר בעתיד שיח מתגונן בדירקטוריונים ואני חושבת שזה רע. חברות שהדירקטוריון שלהן מתנהל במגננה זה דבר בעייתי במישור העסקי; זה דומה לרפואה מתגוננת שגם היא לא רצויה. המשמעות היא שהדירקטוריון לא חושב בכיוון שהוא "ביזנס אוריינטד" אלא בכיוון שהוא "רגולציה אוריינטד" וזה דבר שלילי. בנוסף, האמירה בפסק הדין לפיה הדירקטורים הם שומרי הסף שתפקידם להגן על הנושים מטרידה אותי מאוד. אם אני לוקחת את המשפט הזה כ "Stand-alone" אני בעצם מאיינת את סעיף 254 לחוק החברות שקובע שחובת האמונים של נושאי המשרה היא בראש ובראשונה כלפי החברה. הדבר הנוסף היחיד שנאמר בחוק החברות לגבי חובת אמונים של נושאי משרה כלפי צדדים שלישיים, הוא שאין בחובת האמונים הזו כדי לשלול חובות אמונים של נושא המשרה כלפי קבוצות אינטרסים אחרות (ובכלל זאת הנושים). גם סעיף 11 לחוק החברות קובע שתכלית החברה היא בראש ובראשונה לפעול לפי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, ורק "ניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלו בין השאר" את עניינם של הנושים. משמע, לפי החוק יש חובת אמונים בראש ובראשונה לחברה, שתכליתה היא השאת רווחים, וקבוצות האינטרסים האחרות באות אחר כך בדירוג; הקביעה הזו אמורה להשפיע על תהליך קבלת ההחלטה ועל מהותה. פסק הדין מתעלם מהמדרג הזה ולמעשה "הופך" אותו, כשהוא מעמיד את הנושים בראש הדירוג; אמירה שבעיני מתנגשת עם החוק הכתוב.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רן שפרינצק

אני ייצגתי את הדירקטורים שהשתתפו בחלוקה הראשונה והתביעה נגדם נדחתה ועדיין אני חושב שפסק הדין הזה הוא מאוד מטריד דווקא כמי שקרוב לעובדות בתיק הזה. זה בעיניי דירקטוריון שנהג באופן שהוא סופר שמרני. אין מחלוקת, לא הייתה מחלוקת שכשמסתכלים על הדוחות הכספיים של החברה, ההון העצמי היה גבוה מאוד פי משהו כמו עשרה מהדיבידנד שחולק, הון חוזר גבוה מאוד, יחסי נזילות מצוינים. אם מסתכלים על השוק, השוק שכל המידע פרוס לפניו, אגב זה מאוד בעייתי בעיניי האמירה של בית המשפט שאומר "השוק לא יודע מה שהדירקטורים יודעים", זו אמירה שנוגדת את כל התיאוריה של שוק ההון. הביא רענן, שותפי, מומחה שהסתמך על הדוחות כפי שהם פורסמו, ואמר שמהדוחות אפשר לראות שיש בעיה, יש שריפת מזומנים, יש גדילה בסעיף הלקוחות, אבל כל השוק ראה, כל הגופים המתוחכמים שמשקיעים בשוק ההון ראו את זה. יש חברת דירוג, שאגב חברת הדירוג מזכירה את הסיכונים, כולל סיכונים גבייה, כולל הדברים שהמומחה מטעם התובע הצביע עליהם והיא מנתחת את זה. כלומר, הכל גלוי וידוע, עכשיו עוד דבר שאני מזכיר, לא חילקו פה את כל הרווח הראוי לחלוקה, החלוקה הראשונה 40% ואח"כ 60%, זה הכל. ועוד דבר, הייתה עסקה בזמן אמת פחות או יותר בזמני החלוקות בין שני בעלי השליטה, אחד מכר ואחד קנה, הם יודעים את כל הנתונים, הם שולחים יד לכיס שלהם ומתמחרים ואחד מהם משלם או מתחייב לשלם 165 מיליון שקל תמורת החברה כשהוא יודע הכל. אין מישהו שיודע, זה 2 מנכ"לים משותפים של החברה, אין מישהו שמכיר טוב מהם את החברה. אז אם מסתכלים על כל הנתונים האלה, ובסוף אומרים, אגב עוד דבר, אומרים נכון.

רענן קלייר

תשלם את המשפט.. בסוף הקונה לא שילם ופשט את הרגל.

רן שפרינצק

הדירקטוריון הזה קיים דיון מעמיק בדוחות הכספיים, זאת אומרת אותו סעיף לקוחות שעמד בלב העניין, הדירקטוריון קיים דיון מעמיק ולקח חוות דעת כדי להעריך את הפרויקטים שעל בסיסם סעיף הלקוחות הזה נכתב, הכל נעשה בצורה הכי שמרנית. אחר כך זה נכון שכשדנו בדיבידנד לא היה הרבה מה לדון כי היה ברור שהחברה כל כך איתנה שאין שום בעיה של יכולת פירעון. לא יצרו פרוטוקול של דיון מסודר על יכולת הפירעון אבל כל מי שהסתכל על הדוחות הכספיים של החברה זה ברור מאליו שיש לה יכולת פירעון, וכל העניין היה בסופו של דבר אותם 100 מיליון ש"ח של סעיף לקוחות שבדיעבד, אגב באופן מאוד תמוה שלא הוסבר בהליך הזה, למרות שהשאלה הזאת

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

צפה, איך זה שבסוף הנאמן בהליך חדלות הפירעון, התפשר על 9 מיליון ש"ח מתוך 100 מיליון. וזאת באמת שאלה שלא נענתה אבל זה בראייה בדיעבד רואים שהשופט מסתכל גם על העובדה הזאת. השופט אומר שמכל המאה מיליון גבו בסוף 9 מיליון, זו ראייה בדיעבד, מובן שאי אפשר היה לדעת את זה שנתיים קודם שחולק הדיבידנד ולכן פסק הדין הזה הוא מאוד מטריד מבחינת מי שמכהן כדירקטור בחברה.

שלומי שוב

אברמי, אני רוצה לשאול אותך, האם אתה מייעץ עכשיו ללקוחות שלך לא לחלק דיבידנדים מרווחים רעיוניים?

אברמי וול

זה 2 סוגיות שונות, זה שתי שאלות נפרדות. כי פסק הדין להבנתי לא מחדד את סוגיית מבחן הרווח אלא הוא מחדד את סוגיית מבחן יכולת הפירעון.

שלומי שוב

אבל בעקיפין יש פה.

אברמי וול

נכון, אני חושב שאם חברה מרגישה מאוד נח עם יכולת הפירעון שלה מבחינת עודפי מזומן, בוא נאמר שיש לה עודפי מזומן ואפס ההתחייבויות, אז אני לא רואה בעיה לחלק גם מתוך רווחי שערור.

רוני עפר

אני רוצה להוסיף 2 נקודות, צריך להבין שלפסיקה בנושא זה יש השלכות רוחב, זאת אומרת, אם הפסיקה הזו היא מחייבת מה שיקרה הוא שחברות יקחו פחות חוב, כתוצאה מכך מחיר ההון שלהן יעלה והן ישקיעו בפחות פרויקטים. כלומר, רמת ההשקעות במשק תרד. בנוסף, חברות לא ישקיעו בפרויקטים מסוכנים למרות שיש להם תשואה עודפת וערך נוכחי חיובי. כמו כן, הדירקטוריונים יאשרו פחות דיבידנדים וישמרו על רמות נזילות גבוהות יותר ולכן, יצטברו בחברות עודפי נזילות, מצב אשר עלול להביא לחוסר יעילות כלכלית. כלומר, השלכות רוחב מבחינת המשק זה פחות השקעות, פחות השקעות עם סיכון שיש להם תשואה גבוהה ועל זה כל הדברים....

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אברמי וול

יש סוגיה כללית שהיא חורגת מנושא יכולת הפירעון והיא האם אנחנו תופשים דירקטורים כמבטחים. יש תפישה, ואופיר (אופיר נאור) מייצג אותה מאוד, שתופסת דירקטורים כמבטחים ו – if something went wrong אז אתה כדירקטור צריך לשלם, לא כל כך תלוי בשאלה אם פעלת באופן סביר או לא סביר. כך למשל – אם אתה מחלק דיבידנד, תדע לך שאם יום אחד החברה לא תוכל לפרוע את החוב, אתה כבר תדרש להחזיר אותו. ראינו את זה גם בפסיקה של אחריות לתשקיף, זאת אומרת אם יתברר שיש פרט מטעה, אתה תהיה אחראי.

שלומי שוב

אני מניח שאופיר לא מסכים להגדרה הזו.

אמיר ברנע

אין הרבה מה לסכם, הדברים עלו. רק אספקט אחד משום מה לא עלה שקשור למבנה הפירמידלי של חלק מהחברות בארץ. שאלה: האם לדירקטור מותר לשקול את השיקולים הבאים: נניח מקרה בו אי חלוקה דיבידנד פוגעת מאוד בחברת האם שניזונה תזרימית מהדיבידנד. נניח שחברת האם תיכנס לחדלות פירעון משום שהדיבידנד לא שולם. על ידי חברת הבת, מתוך שיקולים של זהירות יתר שדיברנו עליהם, האם דירקטור צריך לקחת את זה בחשבון? האם זה עקבי עם טובת החברה, שחברת האם שהיא מחזיקה במניות שליטה בחברה, ותכנס להליכי חדלות פירעון המניות של חברת הבת יוצעו ע"י כונס? האם על דירקטור לקחת בחשבון את ההשפעה על טובת חברת הבת? ושאלה כללית האם חלוקת דיבידנד בעצמה היא לא תורמת שווי? שוק הון שבו הדיבידנד יצומצם הוא לא שוק הון שאנחנו רוצים. קיים בשוק דיבידנד clientele כאשר גופים שמשקיעים מסתמכים על תזרים דיבידנד סביר. אני מבין שדיבידנד הוא שאריתי, הכל ברור, אבל השאלה אם אנחנו הולכים להחמרה בעקבות פסק הדין של הדרישות מהדירקטורים שהפתרון הכי קל להם הוא לא לחלק.. או לחלק הרבה פחות. אומר הדירקטור מה הבעיה? אם אמנע מחלוקה אני מבוטח, יש לי הגנה טבעית. האם זה לטובת החברה? האם זה עקבי עם טובת החברה? כלומר אתה קורא את פס"ד מלר ואתה שואל את עצמך את השאלה האם באה לידי ביטוי המסכת הרחבה של תפקיד הדירקטור, כולל חלוקת השווי בין נושים לבין בעלי המניות? הנושא האחרון הוא נושא הקובנטים. במקרה אלון, התעוררה שאלה של רלבנטיות קובנט ספציפי היה קובנט שדיבר על האפשרות של הנושים לכנס אסיפת נושים אם תהיה ירידה בדירוג של החברה. והייתה טענה לבית משפט

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שהקובננט אינו רלוונטי. אם הקובננט הוא בסימן שאלה ניטלת הגנה חוזית מהנושים ואולי לאור זאת אפשר להבין את החוק. למיטב ידיעתי זה לא המצב בארה"ב.

אופיר נאור

טענה נגד הנאמן שבעצם אתה גורם נזק בזה שאתה פועל להפעיל את הקובננט.

אמיר ברנע

בדיוק, אז אני אומר בסה"כ בוא נחשוב על שוק הון יותר חופשי, שנושים רוצים להגן על עצמם יעשו זאת דרך קובננטים אלה לא גברת כהן מחדרה אלא נושים מתוחכמים. אכיפת קובננטים מאיינת את הצורך בחוק. אזכיר לבסוף את נושא ההסתמכות. אמר רענן קליר שאין להסתמך על חברות דירוג או שוק ההון. נניח חברה כמו בזק עם הון עצמי בשווי שוק של 13 מיליארד ש"ח עם חוב של אולי 7 מיליארד (פחות מחצי מ-EV). שווי השוק גבוה פי 3 או 4 מההון העצמי המאזני. האם אני יכול להסתמך על שוק ההון הזה בקביעת סולבנטיות. אז אומרים לי שדירקטורים מכירים את החברה יותר טוב משוק ההון, וההסתמכות היא הפוכה אבל זה פשוט לא נכון. וודאי שחלק מעתיד החברה הוא פונקציה קודם כל לא רק ממה שקורה מיקרו בתוך החברה אלא מה שקורה במשק, בענף, ובשוק כאשר האנליסטים וריבוי האנליסטים מכיר את הנושאים האלה לא פחות טוב מהדירקטורים. אתם מכירים דירקטור בחברה שבאמת מכיר את ההשלכות של ריבית בנק ישראל, הענף וההתפתחות של הענף שבסופו של דבר קובע את הסולבנטיות...

אופיר נאור

אז בשביל מה צריך אותם? עטיפת מילים? פלטפורמה לחוות דעת? בשביל מה צריך אותם?

שלומי שוב

אנחנו רוצים לסיים, אני חושב אמיר להתייחס למה שאמרת, שיש הבדל דווקא מהדברים שעלו פה בין התפישה של שווי הוגן ושווי שוק שמתמחרים הכל לערך נוכחי ולא משנה מה גובה הסיכון לבין התפישה שמסתכלת בראייה שמרנית יותר בראייה של חשש סביר. החשש הסביר מוציא אותנו מהמגרש של שווי הוגן ושווי שוק. אבל מה שכן, יש בכל ההתפתחות הזאת בפקפוק הזה שאתם מציינים בדוחות כספיים בסעיפים בסיסיים של הדוחות הכספיים, לא תגידו באיזה נגזר, הערכת שווי או משהו מורכב, אלא חשבונאות של יתרת לקוחות. יש פה משהו שלא טריוויאלי ואם הולכים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אתו למעשה דה פאקטו מבטלים את מבחן הרווח אפילו יותר ממה שרוני מנסה לעשות. זה אפילו ביטול של מבחן הרווח ולדעתי במצב שנוצר לא יודע עד כמה אפשר להעמיס על הדירקטורים לחלק רווחים ובמיוחד רווחי שערך כמו שזה נעשה. חג שמח ותודה!

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, 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