

תכנית חשבונאות



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

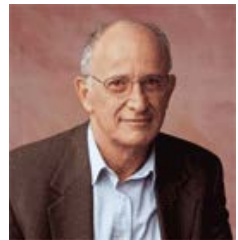
FVF

סיכום פעילות השנה האקדמית תשע"ז



דבר מייסדי הפורום

בימים אלה, אנו מסכמים שנה אקדמית שישית לפעילותו של פורום שווי הוגן, במסגרת התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה. הדיונים השנה החלו וגם הסתיימו בנושאים הקשורים קשר ישיר לבורסה לניירות ערך בתל אביב - החל מנושא הנחות השוק היעיל והפעיל על רקע הרפורמה המתוכננת בבורסה, וכלה במניות בכורה - מכשיר חדש - ישן המוצע שיוצר לאחרונה "באזז" בשוק ההון. מעבר לשאלות הכדאיות, ניתחנו בין היתר בהשתתפות נציגי רשות ניירות ערך ורשות המיסים, את ההיבטים החשבונאיים, המשפטיים והמיסויים אשר ייחודיים למניות הבכורה וזאת בכדי לסייע להתכנות הנפקת המכשיר.



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

כנושא ליבה של הפורום, עסקנו בהערכות שווי של חברות סטארט-אפ על בסיס מקרה הבוחן של "שלנו גרופ". במסגרת המפגש, ניסנו להתמודד עם הקשיים המיוחדים של תמחור רעיון שיכול להתפרש לעיתים אף כ"חלום" ועם פתרונות אפשריים לכך. מפגש מרכזי נוסף היה בנושא פסק דין מלרג שבו נדרשו לראשונה דירקטורים להחזיר דיבידנדים מכוח פסיקה. במסגרת המפגש התחדד תפקיד הדירקטורים ואחריותם בישראל ביחס למבחני החלוקה בחוק החברות ובראשם מבחן יכולת הפירעון. במפגש הציג בנק ישראל מחקר שהוכיח קשר מובהק בין חלוקת דיבידנדים מרווחים רעיוניים לבין הגעה להסדרי חוב.



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

כמו כן עסקנו בשנה החולפת בנושא שיש לו השלכות רבות גם במישור החברתי והוא שיעור ההיוון הראוי בתביעות בגין נזקי גוף לאור המלצות וועדת וינוגרד. נזכיר ששיעור ההיוון קובע את גובה הפיצוי שמקבלים למשל, נפגעי תאונות דרכים.

מודל הדיווח הכספי של שני סקטורים שונים בתכלית עלה השנה: מצד אחד, דוחות הבנקים שמאופיינים בגודש ועודף מידע מחד אך חוסר במידע רלוונטי אשר מוצג לדירקטוריון מאידך. מצד שני, עסקנו,

דבר מייסדי הכורום - המשך

בהשתתפות נציגי משרד הפנים, בדוחות הכספיים הבעייתיים של הרשויות המקומיות שאינם משקפים נכוחה את מצבן הכלכלי. מזה עשרים שנה נמנעות הרשויות המקומיות, מסיבות כאלה ואחרות, לעבור לדיווח על בסיס צבירה שהוא סטנדרט מקובל היום במלכ"רים ובגופים שלטוניים בארץ ובעולם.

במהלך פגרת הקיץ פעל, במסגרת הפורום, צוות חשיבה בנושא IFRS 17, אשר כלל בין היתר, את בכירי חברות הביטוח. התקן החדש הוא בגדר שינוי קונספט בחשבונאות אשר צפוי לשנות באופן דרמטי את הדוחות הכספיים של חברות הביטוח בישראל.

אנו רוצים להודות למשתתפי הפורום על שנה נוספת של פעילות פורייה ועל דיוני עומק מרתקים וכן לגב' רקפת שני ולעו"ד יעל אלגרט זילבר שסייעו בארגון הפורום. כמו כן, אנו רוצים להביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום שמורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה: לידור רוזנצוויג, יעל סלטון, דניאל גרף, יהונתן סמוכה וענבל מועלם.

תוכן עניינים

ע"מ

4	סיכום מפגש נובמבר 2016: "GO PRIVATE: הבורסה בתל אביב על רקע הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל לשאלת השוק הפעיל"
19	סיכום מפגש דצמבר 2016: "המלצות ועדת וינוגרד: מהו שיעור ההיוון הראוי בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות הכספיים של חברות הביטוח?"
37	סיכום מפגש ינואר 2017: "כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון הנפקת 'שלנו גרופ'"
60	סיכום מפגש פברואר 2017: "רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?"
72	סיכום מפגש אפריל 2017: "החמרה באחריות דירקטורים בחלוקת דיבידנד? השלכות פס"ד מלרג על יישום מבחן יכולת הפירעון והקשר למבחן הרווח"
91	סיכום מפגש מאי 2017: "מהפכת הדיווח שנבלמה: האם החרגת הרשויות המקומיות מדיווח על בסיס צבירה מוצדקת?"
103	סיכום מפגש יולי 2017: "כניסת מניות הבכורה לשוק ההון הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות"
124	סיכום מפגש יולי 2017: "אימוץ IFRS-17 השפעות והשלכות"
144	טופס הצטרפות
145	השתתפו בדיונים בשנה האקדמית תשע"ז
146	רשימת דיונים משנים קודמות



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

”ביטול הדוחות הרבעוניים
לתאגידים קטנים:
הקלה ברגולציה או כגיעה
במשקיעים?”

תאריך המפגש: 13 בנובמבר 2016

נושא המפגש: "GO PRIVATE": הבורסה בתל אביב על רקע הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל לשאלת השוק הפעיל.

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון, עיקרי הצעת החוק לשינוי מבנה הבורסה.

אורחים שנכחו בדיון: שמואל האוזר (יו"ר רשות ניירות ערך), מאיר לוין (יועץ בכיר ליו"ר ומנהל המחלקה הבינלאומית, רשות ניירות ערך), ברכה ליטבק, גל לנדאו-יערי ושריה אורגד (הבורסה לניירות ערך), אסף שהם (משנה למנכ"ל, מנהל חטיבת השקעות, מגדל), דני ירדני (סמנכ"ל השקעות, אלטשולר שחם), אמיר ג'יריס (מנהל תחום מחקר מניות, אנטרופי), לוני עוז (הבינתחומי הרצליה).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, דן אבנון, ואדים פורטנוי, יורם עדן, מורן אופיר, צביקה אקשטיין, גיתית גור גרשגורן, ניר הלפרין, רון מלכא, דורון צור, סאמר חאג' יחיא, נדב שטיינברג, אורן פרנקל, אבי לוי, קרן בנגלס שנער, דב ספיר, רועי שלם, טל מופקדי, גיא טביבאן, ארנון רצקובסקי, אילן פלטו, נבו ברנר, אלון גלזר, עדי סקופ, עמיר ליכט, אסתרי גילעז רן.

צוות מקצועי: יונתן סמוכה, דניאל גרף, לידור רוזנצווייג ויעל סלטון.

"GO PRIVATE: הבורסה בתל אביב על רקע
הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל
לשאלת השוק הפעיל"

שלומי שוב

מהמידע שהחברה נותנת על עצמה. זאת למרות שאנו כן רואים מגמה יותר ליברלית. רשות ני"ע בישראל פרסמה לאחרונה החלטה, שמתייחסת אמנם לחברת סטרטאפ בעלת מחזורי מסחר ממש זעומים, שהיא מוכנה לקבל את זה שמחיר השוק הוא לא המדד הנכון לשווי ההוגן ושהערכת השווי נכנסת במקומה.

רק בשביל לסבר את האוזן, אם מסתכלים על הבורסה בתל אביב ביום חמישי האחרון ישנן 447 מניות נסחרות, 86 מתוכן במחזור אפס, עוד 30 מניות במחזור של עד 2000 ש"ח. ורק 69 מניות במחזור של יותר ממיליון ש"ח כלומר רק 1/3 ממניות הבורסה נסחרו במחזור של עד 2000 ש"ח.

הנתונים האלו, כפורום שווי הוגן, מביאים אותנו לדיון על הפער שבין הערכות שווי למחיר שוק. בדרך כלל סביב השולחן הזה אנו תוקפים את מערכי השווי או לפחות מאתגרים אותם ושואלים איך הם מצדיקים מחירים כל כך גבוהים ממחירי השוק. נתונים אילו יכולים ללמד אותנו שאולי אנו צריכים להסתכל על הצד השני של האם מחיר הבורסה הוא משקף באמת מחיר שוק פעיל - ועל כן האם ניתן להגיד בכלל שהוא מייצג שווי הוגן?

כדוגמה, אפשר לראות את הנתונים בדוחות של קבוצת דלק. היא מסווגת את ההשקעה שלה בהפניקס כמוחזקת למכירה לפי IFRS 5, נמדדת על בסיס שווי הוגן. איכשהו דלק הצליחה להתחמק מהמדידה של שווי הוגן לפי מחיר שוק בנימוק של פרמית שליטה. אבל כשאנו מסתכלים על הנתונים קבוצת דלק, 30/6/16, שאילו הנתונים של הדוחות הכספיים האחרונים, מודדת את ההשקעה לפי הערכת שווי 1.8 מיליארד ש"ח לעומת 1.15 מיליארד ש"ח בבורסה. כלומר 60% יותר, וזה ברור לנו ש-60% זה לא פרמית שליטה במיוחד שמדובר בענף כל כך מפוקח שאף אחד לא מתלונן שם על בעיות של פרמית שליטה. אגב הסתכלנו קצת גם על נפח הסחירות בהפניקס והממוצע היומי בשנה האחרונה זה משהו כמו 5 מאיות האחוז משווי השוק הכולל, זה גם אומר דרשני.

כדי לראות עד כמה הנושא בעייתי ויש מעורבות של שאלות ריכוזיות, של בעלי שליטה, של החזקות של מוסדיים, אפשר להסתכל על דוגמא מאוד חדה, אולי היא קיצונית אבל היא ממחישה זו הדוגמא של מלונות דן שבמהלך 300 ימים בשנה לא היה בכלל מסחר במניה, אמנם בימים בודדים היה מסחר משמעותי, אבל אנו מזכירים שההגדרה של

אנו פותחים את השנה האקדמית השישית של פורום שווי הוגן ועוסקים היום בנושא של הבורסה, המסחר בה, על רקע הרפורמה המוצעת וההשלכות שלה על שאלות של שוק יעיל ושוק פעיל. חשבנו שזה נכון להביא דיון ציבורי כל כך חשוב גם לשולחן של פורום שווי הוגן כדי לסייע לכוון את הדיון הציבורי שלעיתים קרובות גולש להתעסקות בטפל.

אתחיל מהזווית שלי, "שוק פעיל" זו הגדרה חשבונאית מאוד חשובה, הוא נקרא 1 LEVEL שהוא למעשה המדד הראשון הטוב ביותר לשווי הוגן. ההגדרה החשבונאית שנמצאת ב- IFRS 13, מתייחסת לקיומן של עסקאות בתדירות ונפח מספיקים. הדגש בהגדרה זו הוא על תמחור רציף ולא דווקא תמחור נקודתי. אין כללים כמותיים ברורים מה צריך להיות נפח המסחר אבל קיימות פרשנויות שונות. צירפנו בחומר הרקע מספר דוגמאות של פרשנויות. למשל, הפרשנות הנוקשה יחסית של PWC, שמבחינתם שוק פעיל זה שוק עמוק והדוגמא שלהם לשוק פעיל היא הבורסה של ניו יורק. אבל גם אם הולכים לתנאים יותר מקלים מהדרישות של PWC כנראה שרק חלק קטן מתוך המניות בבורסה שלנו בת"א עומד בהם.

אגב, יש את ההגדרה של הבורסה עצמה לסחירות - שהוא לא בהכרח מספיק בכדי להיכנס לתוך הגדרת שוק פעיל. חלק גדול מהחברות שנכנסות למעשה לרשימה הזאת יוצאות ממנה על ידי המנגנון של עושי שוק. כאשר גם למנגנון זה יש יחסית דרישות מקלות, שכן אם היינו בוחנים אותן בראיה של IFRS כנראה שהן לא היו עוברות את הקריטריון של שוק פעיל. יש פה בעיה מהזווית החשבונאית שלנו שאנו הרבה פעמים מסתכלים על מחיר הנעילה כ"מספר קדוש" וזה לא בהכרח המצב, שכן יש בבורסה שלנו נטרול של עסקאות מיוחדות שמתחילות בשלב הנעילה וזה לא לגמרי נכון לקחת את הנתון הזה מהבורסה ולקרוא לו בדוחות הכספיים 1 LEVEL. לדעתי, החברות נדרשות לתת לכך תשומת לב.

אין ספק שגם לקביעה אובייקטיבית, גם היא לא נתוני שוק טהורים, שנובעת מהתקנון של הבורסה, יש יתרון אבל בהקשר הזה אנו יודעים שהמדיניות של רשויות ניירות ערך גם בעולם היא להעדיף את המידע הזה גם אם השוק הזה הוא פחות פעיל, כי הוא מידע יותר אובייקטיבי

שוק פעיל מתייחסת למסחר רציף. הבעיה נובעת מכך שזו חברה עם שווי שוק כולל של 2 מיליארד ש"ח. בעלי עניין מחזיקים שם 92% ואת רוב היתר מחזיקים גופים מוסדיים. מן הסתם בעלי עניין נוטים פחות לבצע עסקאות במסחר השוטף ובגופים המוסדיים רואים מאז שדמי הניהול לא נגזרים כתוצאה מרווחים ועסקאות האינטרסים שלהם לקנות ולמכור יורדים פלאים בסופו של דבר. אחד מהקווים שמנחים את הכל הדיונים שלנו פה בפורום שווי הוגן זה שהתמריצים הכספיים משחקים תפקיד גדול. אגב, אנו רואים את המשמעות של תמריצים גם בבורסה עצמה שסבלה מאד כתוצאה מכניסת המס על משקיעים בתחילת שנות ה-2000 שביטלה למעשה את התמריץ העודף שהיה להשקיע בה.

על רקע כל זה עומדת הרפורמה המוצעת. מההסתכלות שלי אני חושב שמדובר בצעד בכיוון הנכון, אבל הוא שולי יחסית לאור ההשלכות החיצוניות העצומות שלא בטוח שניתן להתמודד איתן בקלות. כשאנחנו מסתכלים ברמה העולמית אנו רואים ששוקי ההון בעולם הופכים להיות גלובליים ובגלובליזציה הזאת לא בטוח שאנחנו בליגה הראשונה ויכול להיות שאנחנו צריכים להכיר בזה. ישנה מגמה כללית של GO PRIVATE, גיוסים של משאבים מתוך הגופים המוסדיים ישירות, השלכות של הריבית הנמוכה השוררת בעולם שפוגעת בהנפקות אקוויטי, הטכנולוגיה נכנסת ועמה פלטפורמות מסחר חדשות. זאת אומרת יש פה איומים גלובליים הרבה יותר גדולים מאשר רק עניין של התנהלות והפרדה של חברות מבעלות. אנחנו רוצים לשים על השולחן גם את השאלה מהי חשיבות הבורסה. בטח אמיר יתייחס לזה ברמה הלאומית ושמוליק, ותכף נשמע גם את הנוכחים. אני לא חושב שמה שאני הולך להגיד עכשיו יעשה מיידית את השינוי, אני בכל מקרה, כפורום שווי הוגן, מציע שלושה צעדים שצריך לעשות בסידור הפלטפורמה, אמנם לא בהכרח תהיה להם השפעה מיידית אבל הם נכונים לבנות תשתית לטווח הארוך:

1. יצירת אמון של המשקיעים באמצעות הפרדת מינוי ה"דח"צים מבעלי השליטה. תנו לד"חצים להיות ממונים על ידי הגופים המוסדיים. אחרת אי אפשר להמליץ למשקיע ישראלי לבחור בחברה ישראלית על פני השקעה בחברה אמריקאית.
2. לחייב קיצור דרסטי של הדוחות. הקיצור הזה יחייב את החברות להתעסק בעיקר ולא בטפל. מה שאנחנו רואים היום זה הרבה מאוד מידע שלא מספק את מה שבאמת צריך. אפרופו הטענות על עודף רגולציה - אני מציע לעשות תרגיל מחשבתי קטן לכל המלינים: בואו נקצר לכם את הדוחות בחצי, מה הם יגידו? זה עודף רגולציה או חוסר רגולציה? במקום 500 עמודים נתנו 200 עמודים. אין ספק שזה יגדיל אחריות, סוף סוף דיווח יהיה דיווח.
3. בלי ליצור סובסידיה יש כבר היום עוותי מס, לרבות בתחום האכיפה. אני מומחה מיסים קטן אבל יושבים פה אנשי מיסים. קביעה של 25% על רווח ריאלי על מניות כשיש 15% על אג"ח נומינאלי כמו מק"מ היא קביעה מאוד אנכרוניסטית. ההבדל בין 52% ל-15% שנובע משיעורי אינפלציה גבוהים ששררו בעבר הוא בלתי רלוונטי היום. אני לא אומר למצוא סבסוד אבל לפחות לתקן את העיוות הזה, וזה עיוות

שחשוב לתקן אותו. בכלל הטענה הרווחת היא שהמדינה מפלה לרעה את הבורסה ומפלה לטובה את המשקיעים בנדל"ן - היא לא בטוח נכונה כיום. היו הרבה שינויים בשנים האחרונות, אם זה מס רכישה למשקיעים שעלה, אם זה ביטול הפטור ממס שבח כל ארבע שנים. קרו הרבה דברים שלא דווקא בנקודת הזמן היום מוכחים שיש אפליה לטובה של משקיעי הנדל"ן. אבל אפשר גם שם לעשות הרבה, כי אם תהיה אכיפה וציות בתחום הנדל"ן בנושא גביית המס על דמי שכירות אני חושב שזה *niw-niw moitautis*, גם מצד הנדל"ן שיאכפו את הדרישות האלו ויעזרו גם למדינה בלסדר את השווי משקל הזה באי יצירת כדאיות מוגזמת להשקיע בנדל"ן ואולי כסף כזה יוכל לעבור לבורסה.

אמיר ברנע

האם המשק הישראלי זקוק לבורסה מקומית? התשובות הסטנדרטיות להצדקת קיומה של בורסה הכלולות בכל ספר לימוד במימון הן שזו הדרך לגייס הון עצמי במחירי הון נמוכים עקב פיזור סיכון, וכן שקיפות רגולציה בהגנת זכויות המיעוט שאיננו. ההסבר השני הוא הנזילות. הבורסה מאפשרת למשקיע שיש לו טווח השקעה קצר להשקיע במכשירי השקעה לטווח השקעה ארוך, עקב האפשרות לממש את ההשקעה בתקופת הביניים. אני מבין שיש תכנית פעולה מטעם רשות נ"ע והאוצר לפעול בתחום גיוס הון (DPI) ובתחום הנזילות (סחירות) לגבי נושא גיוס הון עצמי, מתוכננת הפחתת רגולציה, שינוי במיסוי וצמצום בתביעות ייצוגיות אלה דברים שמקשים על חברה ציבורית יחסית לחברה פרטית. מדובר גם על הפחתת ארביטראז' רגולטורי בין מימון חוץ בורסאי למימון תוך בורסאי.

זו המגמה ואני מניח ששמוליק האוזר ירחיב על כך את הדיבור. לגבי נזילות מוצגת הצעת הרשות לשינוי מבנה בעלות ונגישות לבורסה. אני רוצה לדבר על הבורסה הן מאספקט מאקרו כלכלי, כלומר חשיבות הבורסה למשק והן מאספקט הבורסה כעוגן לשווי.

אתחיל דווקא מהאספקט השני. הזכרת שלומי בדברך את הפער בין שווי שמתקבל בבורסה לבין שווי שאתה מגדיר אותו כשווי כלכלי. אני שואל, האם אני יכול להישען על מחירי בורסה? אתה התייחסת מהאספקט החשבונאי של LEVEL 1, אני מדבר על האספקט הכלכלי. כל הערכות השווי בנויות על מקבילים סחירים. הערכת שווי על חברה לא סחירה נשענת על חברות דומות סחירות. מועתקים מכפילים, מקדמי שווי, פרמיות סיכון מתוך שוק הון סחיר. השאלה אם אפשר להסתמך על מחירי הבורסה כפרמטרים של שווי. אם מחירי הבורסה אינם קני מידה לשווי בהעדר סחירות או סיבות אחרות. הרי כשל של הבורסה, להוות בסיס להערכות שווי. באספקט המאקרו כלכלי בנק ישראל שמנהל מדיניות אנטי מחזורית מסתמך על מחירי בורסה כאינדיקציה לכל מיני דברים, החל מנושא מחיר ההון, פרמיית סיכון, שיש לו השלכות מיידיות לגבי המדיניות המאקרו כלכלית. אני מבין את הרצון של בנק ישראל לפרוץ לתחום האיגוח כדי שיקבעו מחירי שוק עליהם יוכל להסתמך בקביעת מדיניות הריבית. יפריע

"GO PRIVATE: הבורסה בתל אביב על רקע
הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל
לשאלת השוק הפעיל"

גיוס הון. מעבר לבנקים, למשקיעים מוסדיים ולבורסה שהם מהווים את מקורות ההון העיקריים, בעולם של היום מספר מקורות ההון הוא הרבה יותר גדול, גם לחברות וגם למשקיעים. שלא יהיה שום צל של ספק, המאבק היום יומי שיש לבורסה בת"א הוא מאבק יום יומי שיש לכל בורסה בעולם. נתתי לא פעם את הדוגמא של הבורסות בארה"ב. ב-1976 היו 4400 חברות, 20 שנה אחרי כן היו כמעט 8000 חברות ו-20 שנה אחרי כן, כלומר היום-2016, יש 3700 חברות. זה פחות משהיה ב-1976. זה העולם שלנו. יש הרבה יותר אלטרנטיבות לגיוס הון והבורסה שלנו כמו כל בורסה אחרת בעולם צריכה להיאבק על מקומה.

שלומי ציין פה את הצורך להיות גלובליים. זה יפה להגיד להיות גלובליים אבל הנה הבורסה בת"א נמצאת במבנה תאגידי מיושן. היא היחידה מכל המדינות עם שוקי הון מתוקנים בעולם שעדיין לא עשתה את השינוי המבני, עדיין פועלת שלא לכוונת רווח, עדיין אין הפרדה בין חברות לבעלות. ההפרדה בין בעלות לחברות היא המהות של הצעת החוק. בכל העולם זה נעשה. בישראל זה לא שונה כל כך ממה שקורה בעולם אבל זה נכון שבעתיים כי בישראל יש בנקים, משקיעים מוסדיים ששולטים בבורסה ובכך הופכים את הבורסה באופן טבעי להיות נכה כמקור גיוס הון נוסף ותחרותי. רק לשם המחשה, כשרצו להקים את השוק האופציוני מי התנגד? התנגדו הבנקים כי הם חששו מתחרות. המהות של ההצעה זה הפרדה שמשמעותה שלא תהיה אפשרות להיות גם בעלים של הבורסה וגם לתת שירותי מסחר בה, במיוחד על רקע ניגודי העניינים, הנובעים מכך שהם גם בעלים אבל גם אלו שמפוקחים על ידי הבורסה.

נקודה נוספת היא הצורך להכיר את הנתונים ולהפריד בין מיתוס למציאות. זה נכון להגיד שהיקפי המסחר מאכזבים ולא מספקים, אבל אני חושב שזה במיוחד נכון לומר שהפוטנציאל של הבורסה רחוק ממימוש. מספרית דרך אגב, המספרים היום יותר טובים מלפני ארבע שנים (-נפחי המסחר גדלו בכ-30%) אבל זה רחוק ממיצוי הפוטנציאל של המסחר בבורסה.

לגבי השאלה מה צריך לעשות ומה אנחנו עושים אני חוזר ואומר, הרשות פועלת בשנים האחרונות ללא לאות להוריד את עומס הרגולציה. יש יותר ממאה הקלות, הקלות לחברות טכנולוגיה, שיהיו מוכנות לנאסד"ק, שיקבלו מימון לאנליזה, הטבות מס לחברות

לבנק ישראל מצב בו מדדי הבורסה מייצגים באופן מהותי מכשירי מסחר בינלאומיים. האם מדד 52 הוא אינדיקטור שמתייחס למשק הישראלי? יתכן שעושים שני מדדים אחד שמשקף את כלל הפעילות במסחר ואחד שמשקף פעילות שהיא רלוונטית למשק הישראלי. האתגר של שוק הון לדעתי, פרט לעידוד IPO ונזילות, הוא להוות עוגן לשווי ולדעתי הוא נכשל באתגר הזה. ולא רק בחברות דלות סחירות, בתור בסיס להערכת שווי. ואם השוק נכשל מהיכן ניקח מקדמי שווי? מניו יורק? ואם מחירי השוק אינם משקפים שווי כלכלי האם מתקיימת ההגדרה הכלכלית של שוק יעיל, של שוק שמבצע הקצאה נכונה של מקורות, זאת בהבחנה מההגדרה המימונית של שוק יעיל שמתייחסת לקליטת אינפורמציה.

נקודה אחרונה מחקרים במימון מראים שמי שמקנה נזילות לשוק זה המשקיע הפרטי. ישנה בעיה בהפיכת השוק לשוק מוסדי. קחו למשל את קופות הגמל החדשות או קרנות ההשקעה החדשות שמחליפות עקב יתרונות מס את ההשקעה הפרטית. החלפה זו פוגעת בנזילות של שוק ההון בצורה משמעותית. מישהו חישב יחס של פי 6 בין מהירות המחזור של אדם פרטי שמשקיע בשוק ההון באופן ישיר לבין אותו אדם פרטי שמשקיע בשוק ההון באמצעות קרן פנסיה, קופת גמל או חברת ביטוח. כלומר למיסוד השוק עקב המגמה ליצור מכשירי השקעה ולצמצם את הפעילות הישירה, אגב זה קיים בכל העולם, יש השלכות לגבי היקף המסחר והנזילות. והסיבה היא פשוטה לגמרי, בעוד שהמשקיע הפרטי פועל בשוק ההון משיקולי נזילות, המשקיע המוסדי פועל עם עמיתיו בכיוון אחד ולכן אין לנו מחזורי מסחר.

שמואל האוזר

בוקר טוב לכולם. באתי בעיקר להקשיב אני חושב שכולם פה יודעים מה החשיבות של בורסה. אני סבור שלעיתים קרובות מערבים בין מה שקורה במסחר בבורסה לבין מה שקורה בעולם גיוסי ההון, העולם התאגידי, הרגולציה וכדומה. אני אומר את זה משום שכשמדברים על הרפורמה של הבורסה, זה לא משום שחשבנו שזה מה שיציל את העולם אבל זה תנאי הכרחי, האם זה מספיק? ממש לא. אין פתרון קסם. אין מדינה שאין בה בורסה. זה לכשעצמו אומר שיש לזה חשיבות. כלכלית, אנחנו מבינים שהבורסה היא עוד מקור

שמנפיקות לראשונה, הטבות לחברות קטנות ובינוניות, הקלות להנפקות ראשונות (בדומה ל-JobsAct האמריקאי). תמיד יהיו שיגידו שזה לא מספיק אבל אנחנו עושים הרבה מאוד. אגב, אני רוצה להגיד שאני שותף לדעה שצריך לקצר את הדוחות. אני רוצה להגיד שבקרנות נאמנות למשל, הדוחות הכספיים ירדו מאלפי עמודים לכמה עשרות עמודים. מהיום שנכנסתי לרשות אני מעודד כל חברה שרוצה לקצר את הדוחות. אבל אתם פה מכירים את זה יותר טוב ממני, קיצור הדוחות הכספיים לא יכול להיות רק באחריות הרשות ולא יכול להיות גם רק באחריות רואי החשבון. צריך להיות סוג של שיתוף פעולה זה לא ילך אחרת. השיתוף פעולה הזה, צריך להבין, הוא לא כל כך פשוט. בכל מקרה אני גם מצטרף לבון טון הזה "בואו נקצר את הדוחות הכספיים".

שלומי שוב

זה בדיוק מה שאמרת מקודם, צעדים אמיצים צריך לעשות גם נגד אינטרסים של גורמים אחרים.

שמואל האוזר

לגבי עודף רגולציה. התחושה שלי היא שהבעיה היותר גדולה מעודף רגולציה היא אי וודאות רגולטורית. אם היינו באים ואומרים עכשיו חמש שנים לא נעשה כלום, אין יותר רגולציה ומעכשיו רק מפחיתים. אני משוכנע שאותו יזם שחושב היום אולי לא לגייס הון בבורסה יגיד לעצמו "אוקיי אז אני לפחות יודע באיזה עולם אני נמצא". הבעיה הכי גדולה שלו היא שהוא לא יודע מה יקרה מחר, מה יגידו הממשלה, הכנסת, רשות ני"ע ומה יגידו רגולטורים אחרים.

גל לנדאו

הירידה המתמדת של מדינת ישראל במדד Doing Business בעשר שנים האחרונות ממחיש יותר מכל את בעיית חוסר הוודאות הרגולטורית והשלכותיה על הרצון לעשות עסקים בישראל.

שמואל האוזר

אין פתרון קסם, צריך לעשות את כל הדברים. באתי לכאן בעיקר כי אני רוצה לשמוע. מאוד חשוב לי לראות מה אנחנו יכולים עוד לעשות. אני חושב שעשינו הרבה מאוד אבל שיש עוד הרבה מה לעשות.

יורם עדן

אני רוצה להזכיר פה שהיום החיסכון של הציבור, בעיקר החיסכון לטווח הארוך, 30% ממנו הולך לחו"ל. האם מבחינה מאקרו כלכלית זה טוב או לא, יש תשובות לכאן ולכאן, אני חושב שזה לא טוב.

דבר נוסף הוא כשאני משווה בין חברות קטנות לגדולות, גרעיני השליטה פה בארץ יותר מידי גדולים לטעמי. 60%, 70% ברוב החברות זה גרעיני שליטה. לגבי כל שאלת הסחירות, חברה ציבורית שגרעיני השליטה בה הם 60% 70% היא למעשה לא חברה ציבורית זו חברה פרטית שגייסה הון ולכן כל הבעיות שיש לנו. צריך לחשוב על גודל חברה מינימלי, האם יש הצדקה שחברה של 50-60 מיליון ש"ח תרשם למסחר בבורסה? אני לא חושב שזה נכון. כי צריך מראש לחשוב מה יהיה היקף המסחר.

לגבי הרלוונטיות של מחירי הבורסה, אז קודם כל גם בשירותים סחירים מאוד אני חושב שאמיר ברנע מכיר את הנתונים ואני מבין שרק פרומיל אחד משווי החברה נסחר, בכלל גם בחברות הסחירות ביותר הוא פרומיל. ברור שאם זה "טבע" זה דבר אחד ואם זה חברה אחרת זה דבר שני.

אמיר ברנע

ביקשתי ממשקיע מוסדי גדול אסף שהם, לתאר את הממשק בינו לבין הבורסה.

אסף שהם

קודם כל אני לגבי מה שאמרת על היציאה לחו"ל, אני חושב שמבחינתנו היציאה לחו"ל היא הכרח, גם בגלל הסיטואציה ששיעור החיסכון הארוך טווח בארץ הוא מאוד גבוה, האוכלוסייה צומחת, עליה בתוחלת החיים, כל התנאים המאקרו כלכליים שאנחנו מכירים. המשק הישראלי לא מספיק בשביל הכסף הגדול שיש לנו, אבל מעבר לזה אני חושב שגם חשוב שאנחנו נפזר את הסיכונים שלנו.

מבחינת הממשק מול הבורסה, אני מפריד בין האג"ח לבין המניות. אם אנחנו מסתכלים גם בגרפים שצירפתם בחומר, אנו רואים ששוק האג"ח, בטח הממשלתי אבל גם הקונצרני, מספק את צרכי ההשקעה שלנו וזה חלק משמעותי מהתיקים ומהווה שיעור אלוקציה שהוא נכון. במניות באמת יש בעיה, יש חוסר ביכולת שלנו להקצות אלוקציה לשם. זה נובע מהרבה גורמים, חלק ממה שהוזכר פה: לא מספיק חברות נרשמות, רגולציה, שיעור גבוה של בעלי עניין, אין מספיק סחורה צפה. יש פה גם כל מיני תהליכים, קצת כמו ששמוליק אמר, שקשורים באבולוציה של העולם, אנחנו רואים שלושים שנה של ירידה בשיעורי ריבית והרבה כסף הלך לשם. באקוויטי אנחנו לא רואים כבר את אותם שיעורי צמיחה ואת אותו צורך של כסף כמו בעבר. גם אנחנו בישראל חלק מהתופעה הזו. בנוסף, יש את התנאים שהם ספציפיים לישראל עם שוק הייטק שהוא מאוד משמעותי בכלכלה הישראלית ולא מיוצג בבורסה

שמדלג על הבורסה הישראלית וקופץ ישירות לנאסד"ק.

אמיר ברנע

"GO PRIVATE: הבורסה בתל אביב על רקע
הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל
לשאלת השוק הפעיל"

אני חושב שהבעיה היא שבשנים האחרונות אי אפשר לזרוע זרעים של חברות קטנות שעוד עשר, חמש עשרה שנה יכולות להיות בינוניות או גדולות. זה בעיקר נובע מהעובדה שלגופים מוסדיים, שיש להם מספיק כסף גדול לא כדאי להתעסק עם עסקאות קטנות. הכוונה היא לפני שהן ציבוריות, כשהן פרטיות, כדי שמחר יהיה להן מספיק מסה כדי להיות ציבוריות. עסקאות של אשראי של 20-30 מיליון ש"ח או אפילו אקוויטי, המוסדיים לא מתעסקים איתם כי הרגולציה הרגה אותם, ואז אין זרעים במשק של חברות קטנות פרטיות שהיו מחר קטנות בבורסה ומחרתיים בינוניות וגדולות ולכן אנחנו בצרות. בשבע שנים האחרונות כמעט לא רואים IPO ואם המגמה הזו תמשיך אז גם בשבע השנים הבאות לא נראה IPO. כי חברה ציבורית לא צומחת פתאום, היא גדלה כחברה פרטית ואין לה את האינקובטור הכספי שמוכן לדבר איתה.

עמיר ליכט

אני רוצה להצביע על שתי נקודות מנקודת ההשקפה שלי של ממשל תאגידי. זה בכפוף למה ששמואל אמר שאין פתרונות קסם, אני לא חושב ששתי הנקודות האלו יפתרו את הכל אבל בעיניי הן מהותיות. אחת, פחותה בחשיבותה, אבל עדיין חשובה, זה העניין של הכמות צפה. כלומר יש הרבה מאוד חברות שהן ציבוריות אבל הכמות הצפה זעירה. מנקודת המבט של הממשל התאגידי, אותן חברות, באופן קבוע, מגיעות למצבים פתולוגיים שהן נתונות לרגולציה שלא מתאימה לחברה ציבורית כשבעצם זו חברה פרטית, שבשנות ה-90 העליזות הן התחילו או שמישהו חשב שזה נכון לעבור בבורסה ועכשיו הוא מצטער על הרגע אבל אין לו את האומץ לצאת. חלק גדול מהדימוי של עודף רגולציה נובע מהחברות הקטנות האלו, שיש סכסוכים שלא היו אמורים לקרות. ברגע שיש כמות צפה גדולה יותר, זה מקטין את הסיכוי שבעל השליטה יתקע עם מיעוטים קטנים סחטניים שמעוותים את כל הפעילות התקינה. אז פה הבורסה יכולה לעשות צעד ולדרוש כמות צפה הרבה יותר גדולה כדי שחברה תוכל להיות ציבורית. הנקודה השנייה היא נקודה יותר עמוקה ואני טוען אותה באופן קבוע כבר יותר מידי שנים. שלומיק הזכיר שהבורסה שלנו היא היחידה בעולם שנותרה במבנה מיושן. ישראל היא למיטב ידיעתי המדינה

מה ניתן ללמוד מסל המוצרים שהבורסה בארה"ב מציעה למשקיע מוסדי?

אסף שהם

אני חושב שהדברים הם דינאמיים וכל הזמן צריך להגיב וללמוד מהנעשה בעולם אחרת אנחנו באמת נישאר מאחור. יש לנו פרקטיקה עולמית להישען עליה לראות שזה עובד יותר טוב. תראו, חיסלנו במובן מסוים את חברות האחזקה. זה היה כר נרחב לפעילות של אקוויטי, לא בטוח שזה היה מקום נכון לאקוויטי להיות בו. דרך אגב, אמיר דיברת על נזילות שהמשקיע הקטן מספק, אני גם לא בטוח שהוא תמיד מספק את הנזילות הראויה. לפעמים ראינו שזה לוקח את זה גם לבועות פיננסיות ולאנשים שמתעסקים בשוק ההון בלי מספיק ידע וזה הולך למקומות לא טובים.

אמיר ברנע

שמואל הזכיר את נושא האופציות שהיו צריכות להיסחר ולא נסחרו בגלל ניגודי העניינים של חברי הבורסה. אני שואל האם אתה מרגיש חוסר במוצרים שהבורסה כן צריכה לרשום למסחר? למשל הצמודות לדור, אופציות לסוגיהן.

אסף שהם

אני חושב שלא. בסופו של דבר אנחנו צריכים את הדברים הפשוטים, לייצר את האלוקציה, את הבסיס המספיק כדי שנוכל להשקיע, פחות משנה לנו המכשירים המתוחכמים. אני חושב שזה עולם שהוא פחות דורש את הדברים האלו, הוא פחות ממונף, הוא רוצה כסף אמיתי שישקיע וזה המקום בו אנחנו צריכים יותר אפשרויות. הפרטות שנעלמו מאוד חסרות, הרבה יותר פיזור של האקוויטי יביא להיצע נוסף.

אורן פרנקל

הכמעט אחרונה שאין לה קוד מממשל תאגידי. אני כמה פעמים הצעתי שהבורסה תקח את הנושא הזה בתור דגל, כי זה מה שעושות הרבה מאוד בורסות בעולם, מועצות של תקינה חשבונאית וגופים מהסוגים הזה, לא הממשלה, ותקדם נושא של מממשל תאגידי שהוא מעבר לחוק, מעבר לרגולציה המחייבת. מסביב לעולם זה מה שמקובל. זה לא פתרון קסם אבל יש סיכוי שזה יעודד כניסה של משקיעים שכרגע מרגישים שמסדרים אותם או שעובדים על לשונו המדויקת של החוק ולא יותר מזה.

אורן פרנקל

הבעיה היא לא במשקיעים, הבעיה היא שחברות לא רוצות להגיע. לדעתי משקיעים לא חושבים שכולם פה רמאים ואין מה להשקיע. חברות לא רוצות להיכנס לארנה הזאת. הבעיה היא בהיצע לא בביקוש.

שלומי שוב

ניר בוא תתן לנו את הזוית המיסיית שלך. יש עיוותי מס?

ניר הלפרין

אנו בסביבת אינפלציה אפסית כבר הרבה שנים. שיעור המס בבורסה הוא 25% על הרווח הריאלי, על דיבידנדים וכדומה. עולה השאלה האם שיעור מס זה הוא שיעור המס הנכון. אם נשווה, בתוך החוק, מה יש לנו כאלטרנטיבה, נראה שהמיסוי על אג"ח לא צמוד, פקדונות לא צמודים, מק"מים וכדומה הוא 15%. צריך לבטל את כל ההגנות האינפלציוניות שקיימות היום במיסי שוק ההון ופשוט למסות על הרווח הנומינאלי 15%. אני חושב שזה יתן איזושהי זריקת עידוד לבורסה מבחינת מיסוי יחיד. דבר נוסף הוא שיש משהו מובנה בשיטת המיסי כאשר מונפקת אג"ח בישראל ומי שמשקיע בה הוא גוף מוסדי החברה מקבלת הגנה מיסוית מלאה, זו הוצאה בחברה, זה פטור אצל המוסדי ואצל תושב החוץ. למעשה יש תמריץ מובהק לחברה דווקא להנפיק אגרות חוב מאשר להנפיק הון, שדי ברור דרך אגב שאם מחר היא לא תוכל לשלם את האג"ח הזאת פשוט ימירו את זה באיזושהי הסדר חוב להון. לכן יש משהו מיסויי בעייתי, זה עדיף לחברה ועדיף למוסדי, יש כאן מפגש אינטרסים וזה בעייתי מבחינת היבט המס.

אורן פרנקל

זה בכלל לא שיקול אצל חברה, אני לא יודע על מה אתה מדבר. כשחברה מנהלת את מבנה ההון שלה לא מעניין אותה שחוקיות המס היא הוצאות מוכרת או לא.

ניר הלפרין

לא, אני לא מדבר על מבנה המס של החברה. אני מדבר על כך שמההיסטוריה של השנים האחרונות אפשר לראות שבמבנה המהותי של הסדרי החוב, אג"ח הן די שקולות לאקוויטי. נכון שבהסתכלות העתידית, בסוף, הדיבידנד יהיה פטור. אבל בהסתכלות המיידית, בתשלום השוטף של המס, כנראה שלחברה עדיף לגייס אג"ח מאשר הון. נכון להיום במועד ההנפקה בשנים הקרובות כדאי להנפיק אג"ח גם לחברה וגם דרך אגב למוסדיים.

דבר אחרון, אם רוצים לעשות משהו בעניין שאנו מדינה שיש בה הרבה טכנולוגיה והרבה הייטק אבל אנחנו לא רואים את זה בבורסה, יש חוק עידוד על חברות ההייטק. צריך לבוא ולעודד את אותן חברות שהמדינה בכל מקרה רוצה לעודד שיונפקו בבורסה בישראל. זה אומר שאם יראו את הבורסה בת"א כאיזור פיתוח, אפילו לזמן מוגבל, וחברה שמקבלת 16% מס כי היא יושבת עכשיו בת"א ומחר זה יהיה 12%, כי זה איזור פיתוח, אתם תראו פה הנפקות חדשות ואחרות. יהיה אינטרס לחברה, למנהל ואני משער שגם למשקיעים.

גל לנדאו יערי

השאלה של float ושל האבלואציה בבורסה בתא היא שאלה שאני לא מתחמקת ממנה. אני חושבת שפרופ' יורם עדן פרסם מתישהו בתחילת שנות ה-70 את המאמר הראשון על גרעיני שליטה ופרמיות שליטה שאני למדתי בתואר ראשון, ומאז המצב לא השתנה - גרעיני השליטה גדולים באופן יחסי והכמות הצפה נמוכה. בכל הקשור ליעד גידול הfloat יוזמה של הבורסה, שהיא לא קשורה ברגולציה, היא רפורמת המדדים, בה דחפנו את רף הכניסה למדדים למעלה. היום חברה בשביל להיכנס צריכה 30% flow, יש עדיין חברות שמתקשות להגיע לשם. זאת אומרת, תרומת הפיזור והערך שלו הוא ברור לנו ובגזרות שלנו אנחנו עושים מה שאפשר. אם אני מתחברת למה ששמוליק אומר, ואני מקלפת את הבון טון של הרגולציה, כי באמת יש הקלות פנומנאליות לחברות דואליות ולחברות טכנולוגיה, אז אי אפשר בסוף לברוח מבעיית האבלואציה בבורסה בתא. אני לא חושבת שהבעיית הון רק בצד של נכסי הבסיס של החברות אני חושבת שיש גם בעיות בצד של הביקוש. אנחנו עושים הרבה כדי לשפר את התמחור שמציעה הבורסה בת"א - למשל ראו את פרויקט האנליזה, עובדים הרבה על מנגנונים של עשיית שוק, עם הרשות עובדים על שאלות של שיטת החיתום. אבל משהו מאכזב אותי בצד הביקוש, והבעיה היא לא רק בצד של נכסי הבסיס והקושי של חברות להתמודד עם רגולציה או נזילות נמוכה. כי אני חושבת שזה מצוין שהמשקיעים המוסדיים מפזרים השקעותיהם ויוצאים לחו"ל, אני מנהלת לסיכונים אחרי הכל, אבל חושבת שאני הייתי רוצה לראות בצד של הכסף המוסדי יותר נכונות להעז ולתרום להתפתחות השוק בתא, יותר נכונות לבוא ולהסתכל על חברות טכנולוגיה וביומד שייתכן שקשה לתת להן אבלואציה, יותר נכונות לבחון חברות תעשיות קטנות. אני חושבת שבמצב של הבורסה היום כדי להביא את ההייטק לבורסה וכדי שהבורסה בת"א תשקף את המשק הישראלי - צריך לעשות

"GO PRIVATE: הבורסה בתל אביב על רקע
הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל
לשאלת השוק הפעיל"

בשיתוף פעולה עם נאסד"ק. אני לא נגד אקזיטים בנסד"ק, אני נגד כל עסקאות ה M&A. אנחנו מוכרים קניין החוצה ובמקרה הטוב מקבלים מרכז פיתוח cost+ שלא משלם מס כמו שצריך למדינה. הרציונל בפרויקט כזה של אינקובציה הוא שניקח את החברות האלה ונבשיל אותם להנפיק בת"א וניתן להם פתרונות מימוניים לתקופת הביניים, ואחר כך הלוואי שילכו לנאסד"ק, אני חושבת שזה פרויקט בעדיפות לאומית. זה באינטרס של הבורסה, זה בתמיכה של שמוליק וזה באמת הדבר הנכון לעשות.

אמיר ברנע

אני חוזר רגע לנושא הרגולציה. קיימת אצלנו דינמיקה של חקיקה נגד בעלי שליטה. כדוגמה חלק מההחלטות מועברות מהדירקטוריון לאסיפה הכללית או קלות הגשת תביעות ייצוגיות נגד החברה ומנהליה. האם אלמנטים אלה הם בעלי חשיבות לעידוד בעלי שליטה לרשום את מניותיהם בבורסה או לחילופין לעבור למסגרת של הנפקה פרטית בגוף מוסדי או הלוואה בבנק. כתחליף לגיוס הון?

עמיר ליכט

לא, זה לא איום.

אילן פלטו

אני רוצה להגיד כמה מילים. רגולציה באה לתקן בעיות בשוק, אז קודם כל צריך לאבחן את הבעיות בשוק. אם אתם חושבים שהבעיות בשוק הן אמון המשקיעים אז אולי יש מקום להצעות כמו מינוי דח"צים על ידי מישהו אחר ולא על ידי החברה, או הצעות של ממשל תאגידי. אני חושב שהבעיות בבורסה הן לא בעיות של אמון המשקיעים אלא בעיות של עודף רגולציה, ואם זו הבעיה אז הפתרונות האלו שאתם מציעים הם לא הפתרונות הנכונים. כי אין ספק שאם תעשה עוד רגולציה על דח"צים זה בטח לא יעודד בעל חברה פרטית לבוא ולהנפיק בבורסה, זה רק יוריד את כמות החברות שאולי חושבות לעשות את זה. אני חושב שמה שכן צריך לעשות זה שני הדברים הבאים. קודם כל, יש

מאמץ ואני מאוד הייתי רוצה שהגופים המוסדיים וועדות ההשקעות שלהם יירתמו לטובת הבורסה בתא. כשרואים את הא-סימטריה הזאת ש-42% מהייצוא המשקי זה הייטק ובבורסה ביום טוב זה 8% מהשווי שנסחר, זה ברור שיש פה החמצה. אם אנחנו לא נקבל יותר רוח גבית מהצד של הביקוש ומהצד המוסדי זה לא יעבוד.

אסתר גלעדי רן

אני רק חייבת להעיר משהו, כל החברות הסטארט-אפ שנסחרות היום ואפשר להסתכל על כולן באופן רוחבי, הן נסחרות באבלואציה כל כך נמוכה, שהאלטרנטיבות שהם צריכים ללכת לקרנות הון סיכון, לאנג'לים זה רק חסם מבחינתם לגייס כסף במקומות אחרים. כי יש נטייה אצל האלטרנטיבות ללכת לחברות שנסחרות ואז זה חסם מאוד משמעותי מבחינתן וצריך לקחת את זה בחשבון. השווי שלהן כל כך נחתך בגלל חוסר הסחירות בין היתר, שהרבה חברות הייטק זה הדבר האחרון שהן יפנו אליו.

גל לנדאו יערי

אבל מה שקורה בעשור האחרון, ואני אצא רגע מכובעי בבורסה ואדבר כאזרח, זה שהחברות האלה אומנם לא מנפיקות בתא - אבל הן גן לא מנפיקות בנאסד"ק. יש שינוי בDNA המימוני של חברות צמיחה בישראל ובעולם. לפני עשר שנים חתם היה לוקח חברה בשווי של 50 מיליון דולר לנאסד"ק, היום פחות מ-500 הוא "לא ייגע במקל" כמו שאומרים בשוק של החיתום. מה שקורה הוא שהקרנות והאנג'לים, פועלים לפי ROI שלהם ואין להם סנטימנט - כשהם רוצים את הנדילות שלהם הם יוצאים מההשקעה. אנו רואים בעשר שנים האחרונות עסקאות M&A מטרופות, אגב לא בהכרח באבלואציה טובה לסטארטאפים כי בעבודות השוואתיות, כשמשווים אקזיטים בת"א לעומת ארה"ב, רואים שהסטארטאפים הישראליים נמכרים מוקדם מידי ובזול מידי. כלומר נוצר פער מימוני שצריך למלא אותו בין המימון הפרטי לבין השלב שחברה יכולה להפוך לחברה לציבורית - לא משנה היכן. כאן אני מתחברת לרעיון של פרויקט אינקובציה. הבורסה, יחד עם הרשות, יחד עם הרבה מחשבה, מנסה להקים אינקובציה

הקלות ברגולציה, אבל בטח שאי אפשר להגיד עליהן שהן פנומנאליות והן לא משפיעות עדיין. אחת ההקלות המשמעותיות, של מעבר מארבע דוחות לשני דוחות בשנה, כבר שנה יושבת כטייטה ועדיין לא מתקדמת כי הכנסת עסוקה בדברים אחרים. גם אחרי שזה יעבור זה לא יהיה מספיק צריך להרחיב את התחולה על הרבה יותר חברות.

שלומי שוב

אני דווקא חושב שתדירות הדיווח חשובה מאוד. הבעיה היא באורך הדיווח, צריך לקצר אותו.

אילן פלטו

אני אומר עוד פעם, רגולציה תמיד יש לה יתרונות מצד אחד וחסרונות מצד שני. אין ספק ששנים עשר דוחות בשנה עדיפים מארבע דוחות בשנה וארבע עדיפים משניים, אין יוכוח. אבל צריך להסתכל גם על המחיר מהצד השני, ולהבין אותם, כי אם אתה רוצה יותר חברות בבורסה אתה חייב לקחת את זה בחשבון ולמצוא את נקודת האיזון המתאימה.

יש נושאים נוספים ברגולציה שצריך לטפל בהם. גם הנושא של אכיפה מנהלית, חייבים לטפל בו ועדיין לא עשו את זה. גם הנושא על עסקאות עם בעלי עניין. יש הצעות בנושאים האלה שלא מתקדמות, בגלל משרד המשפטים, הכנסת וכדומה. אבל בשורה התחתונה אני חושב שהגענו למצב שאין ברירה וחייבים להכניס את מערכת המס לטיפול בשוק ההון כי בלי זה גם עם כל ההקלות שדיברתי עליהם וגם אם יתנו לי יד חופשית בכל ההקלות זה לא יספיק. צריך לפעול במערכת המס בשני היבטים עיקריים. ההיבט הראשון הוא הורדת מס רווחי הון. זה דבר שביא ליותר פעילות בבורסה ויגדיל את השוויים. בסופו של דבר מה שחשוב לבעל חברה פרטית כשהוא בא להנפיק הוא מה השווי שהוא יוכל לקבל בבורסה. נקודה שנייה היא הקלות לחברות שרוצות להנפיק. לצערי אפילו היום, עדיין הוצאות הנפקה של חברה נקברות במאזן ולא מותרות כהוצאה מוכרת.

שלומי שוב

דני, עלתה פה הנחת יסוד, כגוף מוסדי, למה בעצם אתם לא משקיעים במניות הקטנות בבורסה?

דני ירדני

הבעיה העיקרית, שמתייחסת לעשר השנים האחרונות, קרתה בעקבות שלושה מסלולים מקבילים, שאני כרגע לא מצוין אם היה אפשר למתן את ההשפעה שלהם, כי אני גם לא יודע. קודם כל זה הרגולציה. לא מדובר רק ברגולציה על החברות אלא גם ברגולציה עלינו, מה אנחנו צריכים לעשות כדי להשקיע בכל דבר. אני לא ראיתי

שיש פה נציג של הבנקים, אבל מן הסתם היה מעניין לשמוע מה עובר היום על יועץ שצריך לדבר עם לקוח כשמעליו מרחפת עננה של האכיפה המנהלית. דבר שני הוא הנושא של היציאה לחו"ל, שזה בלתי נמנע. דבר שלישי הוא באמת הפער בין ההיצע לביקוש שזה מתחבר לשאלה שלך שלומי. היקף הנכסים בחיסכון הפנסיוני או בחיסכון ארוך טווח עלה דרמטית. אין מה לעשות, כשאתה בא לקנות איזשהו נייר, זה לא מעניין לקנות 10 מיליון ש"ח, כשאתה צריך לעשות את אותה אופרציה כמו על 200 מיליון ש"ח. אתה בסוף שואל את עצמך איך אני עם אותה עבודה מגיע ליכולת באמת לשנות דברים. ובוא נקח את טראמפ למשל, כשהשוק זז אתה רוצה להיות עם יכולת לעבוד. הבורסה הישראלית לא רלוונטית בהיבט הזה, לא במניות וגם לא באג"ח, ואני אחדש לכם-גם לא באג"חים ממשלתיים. היום גוף שרוצה לשנות משהו, גוף שמנהל 50 מיליארד ש"ח או בטח יותר, הוא צריך עכשיו 2-3 מיליארד ש"ח גם באג"ח ממשלתי כדי באמת לשנות את התמונה. אין לי פתרונות קסם, העניין הוא שבורסה לניירות קטנים, וכל הרעיונות שצוינו פה- לקחת חברות טכנולוגיה ולגדל אותם כמו איזושהי חממה זה לא מעניין, זה לא רלוונטי. כי זה לא שעכשיו אנחנו נלך ונשקיע בחברה ששווה 50 מיליון שקל.

שאלה בשביל שמוליק, אני רק אומר את זה באיזושהי תחושת בטן- לפני עשר שנים היקף הקרנות נאמנות המנייתיות ביחס לסך היקף הקרנות נאמנות היה משמעותית יותר גדול. היום זה לא מעניין. היום, הלוקוח בקצה הדרך, לא מעוניין לקנות קרנות נאמנות. נהיה חוסר שיווי משקל מובהק בין חוב לאקוויטי. כלומר כשחברה רוצה אקוויטי יתרגו אותה בשוק הישראלי, אני מדבר עלינו המשקיעים המוסדיים, ואנחנו לא מסכימים לשלם תמחורים כמו שהן מקבלות בבורסות מעבר לים. לעומת זאת, בחוב התמונה היא בדיוק הפוכה. בחוב מאוד קל, כלומר צריך כמה שיחות טלפון ומנפיקים פה במחירים שסביר להניח לא יצליחו לקבל בשום מקום אחר בעולם. אנחנו השתתפנו באיזו הנפקת אקוויטי מאוד גדולה ואלמלא, נקרא לזה רצון גדול להשקיע, ההנפקה הזאת גם לא הייתה יוצאת לפועל.

און פרנקל

אז זאת השאלה, עד שאתה תהיה מוכן להשקיע בחברה בהיקפים של 100 מיליון ש"ח ומעלה, צריך מקור כספי ביניים. מאיפה זה יבוא?

צביקה אקשטיין

תראו, למרות שהייתי בבנק ישראל אני עדיין איש מחקר וכשמעלים שאלה כזו הייתי מצפה לראות נתונים. שמישהו יעשה מחקר. אני לא ראיתי מחקר רציני של מישהו שמנסה לשאול את זה. שמעתי פה המון היפוטזות, תיאוריות. אני אסכם שני נתונים מרכזיים שישנם במשק הישראלי שהם יוצאי דופן. אחד זה שהמסחר במניות קרס והמסחר באג"ח פורח. לא רק זה, במניות הוא קרס כנראה קצת יותר מבעולם, אני לא ראיתי נתונים, אבל זה מתחושת הבטן שלי. למעשה אנחנו

"GO PRIVATE: הבורסה בתל אביב על רקע
הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל
לשאלת השוק הפעיל"

צביקה אקשטיין

הזווית הגלובלית היא נהדרת, זה המזל שלנו, אחרת בכלל לא היינו יכולים לתת לאזרחים שוק הון סביר. זה המזל שגם הזווית הגלובלית נותנת לפירמות האחרות מחיר אלטרנטיבי. אחרת שוק ההון המקומי היה מחסל לחלוטין את משק הישראלי. אז אני חושב שמה שחסר לנו זה היפותזה וניתוח יסודי, צריך לשים את זה על השולחן- האם הרגולציה על פני המרכיבים שלה, כולל המיסוי, נותנים העדפה משמעותית לשוק האיגוח ופוגעים בצורה דרמטית בשוק הון.

אמיר ברנע

דיברת על שוק ה-OTC לאג"ח בארה"ב, שזה שוק בין-מוסדי, שרמת השקיפות שלו הרבה יותר נמוכה מרמת השקיפות שישנה פה לגבי עסקאות באגרות חוב. השאלה היא האם רצוי לדרוש רמת שקיפות יותר גבוהה במסחר הבין-מוסדי בארץ? הרי אנו לא יודעים באיזה מחירים מתבצעות העסקאות, באיזה היקפים. אני מדבר על נושא של מחירים בבורסה כעונן למדיניות כלכלית. איך הבנק המרכזי האמריקאי פועל ללא שקיפות המסחר באג"ח?

צביקה אקשטיין

הבנק האמריקאי יודע על כל מחירי החוב בכל ארה"ב, בלי זה הוא לא יכול לתפקד. יש לו אינפורמציה, חלקה הוא מפרסם וחלקה הוא לא מפרסם. גם בישראל, יש המון אינפורמציה שנאספת ולא מתפרסמת. בלי אינפורמציה מהסוג הזה בנקים מרכזיים לא יכולים לנהל משבר. מה שדיברת עליו אמיר, אין ספק שהוא מוסיף, אבל למה שהוא יהיה תחליף לבורסה? באופן טבעי אני חושב שצריכים לעשות כאן עבודה יסודית שלכם ואולי של גופי מחקר נוספים. יכול להיות שהמיסוי שניר אומר הוא מאוד משמעותי. אנחנו יודעים שבסך הכל בשיעור הראשון בתיאוריה של מודיליאני-מילר, ההבדל בין הון לחוב הוא כולו במיסוי.

שמואל האוזר

כמעט הבורסה הכי גדולה בעולם באגרות חוב. אין מסחר באג"ח כמו שנעשה כאן, יש מסחר ב-OTC אבל לא בבורסה, וזה דורש מחקר. אגב היום המסקנה בעולם בעקבות המשבר היא שמסחר בבורסה של אג"ח עדיף על מסחר ה-OTC. מה שאני רוצה לומר הוא שגם מה שניר אומר, מהצד של ההיצע וגם מהצד של הביקוש מראה שישנה אצלנו כנראה העדפה מאוד משמעותית למסחר באג"ח. זה בצד המסחרי. בצד של ההון אתה יכול להישאר פרטי, הרי מה נותנת הבורסה? היא נותנת נזילות, ועלות מאוד גדולה בכל הצד של הרגולציה, זה Trade off התיאורטי. מישהו צריך לחקור את זה, השאלה היא האם Trade off הזה אנחנו לא מייצרים נזילות וכן מייצרים עלות רגולטורית יותר מאשר בעולם. כשהקמתי את פורום שוק ההון, בזמנו שהייתי משנה לנגיד, למדתי שיש לנו שוק הון ברמה נמוכה ביותר מבחינת הנזילות, מבחינת עלויות המסחר. אין Repo אין איגוח, אין אפשרות לקחת הלוואות ולשים אותם בחבילות. עד כמה שאני יודע אני ניסיתי לפתח את שני השווקים האלו במשך חמש שנים ולא הצלחתי. גם שוק ה-Repo לא מתפתח בישראל וגם לא שוק האיגוח. אבל כל מי שבא מלונדון לת"א רואה שאנחנו שוק הון לא מפותח. לא מפותח זה אומר שעלויות הטרנזקציה הן יותר גדולות ממקומות אחרים, והעובדה הזאת מהווה עוד גורם שמפריע לנזילות.

מרכיב מרכזי שקיים זה עושי שוק. בעולם, כתוצאה מוולק, יש ירידה דרמטית בפעילות של הבנקים כעושי שוק, וזה פוגע בכל השוק שם. אני חושב שאצלנו הרגולציה על הבורסה מצד אחד והרגולציה על הבנקים מצד שני חיסלה לחלוטין את הנושא הזה, וצריך לחקור את זה. שמוליק זה התפקיד שלכם, יחד עם בנק ישראל. אני אומר לכם שבבנק ישראל מבינים ששוק ההון הוא מקור קריטי להקצאה נכונה של הון במשק, לתת מחירים על מה קורה במשק. דרך אגב, זה היתרון של האג"ח שלנו שנסחרות לעומת ה-OTC, לכן צריך לעשות מחקר רציני של מה נעשה כאן ומה ניתן לעשות. אני חושב שהביקוש הוא לא בעיה, יש ביקוש, אבל יש עלויות גבוהות למסחר שפוגעות בהיצע.

שלומי שוב

לא, צריך גם שתהיה זווית גלובלית, זה לא כל כך טריוויאלי.

צביקה אקשטיין
האם אני שומע נכון? שאין בעיה בשוק ההון? אם יש בעיה איפה הבעיה?
גיתית גור גרשגורן
קודם יש הרבה יותר מבעיה אחת. חלק מהבעיות הן גלובליות וחלק הן מקומיות. יש שורה של המלצות, גם של ועדת נזילות וגם של ועדת מו"פ. אנחנו מנתחים את הנתונים, מאתרים בעיות אבל גם חושבים מה הפתרונות.
אסתר גילעזרן
כן אבל קחו את חוק האנגלים, הוא רק לחברות פרטיות.
גיתית גור גרשגורן
אבל ועדת מו"פ התייחסה לזה בדיוק.
גל לנדאו יערי
זה נכון, המס אגב הוא תמיד הפתרון המהיר שיכול לתת זריקת מרץ ולסייע לנו להתניע מחדש את הבורסה, אבל עדיין המס לא יפתור את הבעיה המבניות בשוק כי מגיעות רק חברות קטנות שהצד של הביקוש מתקשה להתמודד איתו.
גיתית גור גרשגורן
ולכן אנחנו חושבים שיש צעדים רבים אחרים שצריכים לעשות אותם, גם במגרשנו וגם במגרשים אחרים.
שלומי שוב
נדב בעניין המחקרי של בנק ישראל, מה אתם חושבים על זה?
נדב שטיינברג
אני חושב שבשנים האחרונות מדובר בנושא שכן זוכה להרבה תשומת לב גם אצלנו, כי אנחנו כן חושבים שיש חשיבות מאוד גדולה למסחר בבורסה המקומית. על נושא המיסוי היה מחקר שהתפרסם לפני כמה חודשים של רועי שטיין שבין השאר עוסק בעיוותים במיסוי בין הנומינאלי לריאלי. בהשפעות שהיו להעלאת המס, ממש בדיקה מחקרית של כמה זה השפיע על ההשקעות. מבחינת נתונים שצביקה שאל, לפי תיבה שכתב עודד כהן ופורסמה בסקירה הפיסקלית התקופתית באוגוסט השנה, מספר חברות שנמחקו מהבורסה זו כן

אני מסכים לחלוטין שצריך לדון על סמך נתונים ועבודה רצינית ולא לדבר על סמך תחושות בטן ואני ממליץ לא רק להגיד אלא גם לעשות את זה. נעשו מחקרים בעולם וגם אצלנו ואני מציע לראות אותם. ברשותכם, אציין שני נתונים לפני שגיתית תספר על העבודה המאוד מקיפה שעשתה בנושא. אנחנו עשינו בדיקה מה קרה במדינות מרכזיות מ-2006 בנפחי המסחר. נפחי המסחר בישראל לא נפלו יותר מאשר במדינות אחרות בעולם. נפחי המסחר בישראל הם בסדר גודל של 1.3 מיליארד ש"ח באקוויטי, ועוד 4.7 מיליארד מכל אגרות החוב האחרות, ליום. עוד נקודה, בכל המדינות בעולם, רוב המסחר נעשה בחברות הגדולות. בישראל מספר החברות, יחסית לאוכלוסייה הוא בין הכי הגדולות. כלומר רוב החברות שלנו קטנות. צריך לעשות חשבון האם ההשקעה ב-10 מיליון ש"ח היא מעניינת או לא. אני לא בטוח שזה רק רגולציה ואני לא בטוח שאם היינו מורידים את הרגולציה לחברות קטנות פתאום היו אומרים שעכשיו אפשר להשקיע יותר. רבותי ישראל צריך לעשות הרבה יותר כדי לעורר את שוק המניות. הרבה מדינות בעולם היו רוצות שוק אג"ח כמו שלנו במובן הזה שיש בו נזילות, במובן של הדרך בה המחירים מתגלים. לנזילות יש גם ערך ואנחנו עשינו עבודה מאוד משמעותית וברשותך גיתית תגיד כמה מילים עליה.

גיתית גור גרשגורן
כמובן שאנחנו תמיד שמחים לעוד מחקר, אבל באמת החל מסוף 2012 פרסמנו מחקר בדיוק על הנושא הזה של נזילות מול יעילות שעלה פה, שיטת המסחר בישראל מול העולם. חלק מהעבודה הזו אחר כך שימשה למחקר של שוק עמוק ואגב אותו סוג מסחר שמאפשר לנו להגיע לרמות נזילות כמו בשווקים הרבה יותר גדולים. דיברנו על ועדת הנזילות וועדת המו"פ, שלקראת שתיהן נעשו מחקרים מאוד מאוד עמוקים, רובם התפרסמו במסגרת הדוחות ההם, חלקם התפרסמו גם ישירות באתר.
צביקה אקשטיין
מה התוצאה שלהם?
גיתית גור גרשגורן
התוצאות ברורות. נתחיל מזה שבאמת הבעיה היא לא רק בעיה מקומית, אפשר להתחיל מבעיות המאקרו של צמיחה. אנחנו מדברים על אקוויטי, באקוויטי כשאתה משקיע אתה רוצה Upside, ולכן אתה שואל כמה החברות האלו יצמחו. שאלה אחרת היא באמת הנושא של המוסדיים ואני לא אכנס עכשיו לוועדת חודק וההשלכות שהיו לה על ההשקעות, אנחנו פרסמנו גם את זה.

"GO PRIVATE: הבורסה בתל אביב על רקע
הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל
לשאלת השוק הפעיל"

דרך אגב בעבודה שעשינו על שוק עמוק הגענו למעשה למסקנות
זהות.

דורון צור

אני רוצה להתייחס לשני נושאים. נתחיל מהיבט המאקרו כלכלי על
חשיבות של בורסה אם בכלל צריך שוקי הון בעולם, לא רק בארץ. אני
כתבתי את זה בדה מרקר לפני בערך חודשיים, חטפתי אש מחברים
שלי אבל לפעמים זה טוב לשבור אקסיומה. הגישה שחברות מגייסות
כסף ומשקיעות אותו בנכסים פיזיים זו גישה שלא עובדת כבר הרבה
מאוד שנים, הצורך בזה ירד דרמטית. מתי ראינו לאחרונה יזם או
חברה שאומרת שהיא צריכה סכום גדול כדי לבנות מפעל, כדי לבנות
רשת תקשורת או רשת שיווק, אין בזה צורך. הראייה הכי טובה היא
ארה"ב, יש החלפה עצומה של הון לחוב. בסיס ההון של חברות יורד
דרמטית, הם מגייסים חוב וקולטים את המניות של עצמם.

אמיר ברנע

כל חברות האינטרנט - האם אינן ממומנות באקוויטי?

דורון צור

לא, בואו נעשה סדר. אני מסתכל על עשרות דוחות של חברות
אמריקאיות מידי רבעון. מרבעון לרבעון ההון העצמי שלהם יורד.
לבוניג היה הון של 10 מיליארד דולר לפני שלוש שנים.

צביקה אקשטיין

איך יכול להיות חוב בלי הון? החוב הופך להיות הון, איזה קשקוש זה.
חוב והון זה אותו הדבר, בלי הון אין חוב.

דורון צור

אני אוהב שקוראים למה שאני אומר קשקוש כי זה בדרך כלל מחזק

תופעה כלל עולמית. רואים שבארה"ב נמחקו בערך 50% מהחברות
הציבוריות, שמוליק הזכיר את זה, באירופה זה בערך 25%. אצלנו
זו תופעה קצת יותר ממוקדת בשנים האחרונות אבל זה איפשרו
באמצע, בערך 1/3 מהחברות.

צביקה אקשטיין

שנמחקו נטו?

נדב שטיינברג

שנמחקו, כולל התמזגו. כלומר ברוטו, לא IPO. רואים שמי שנמחק זה
בעיקר חברות עם מממשל תאגידי הרבה פחות טוב. גם בנושא מחזורי
המסחר, גולן בניטה ואני בדקנו את זה בתיבה שהתפרסמה בדו"ח
בנק ישראל לפני שלוש שנים, וראינו שזו תופעה עולמית אבל גם עם
גורמים מקומיים.

גל לנדאו יערי

נדב אתם צריכים לפרסם את ההשוואה ל-OTC יש לרועי הרבה
נתונים, יש נושא שלם שאתם לא כותבים עליו וזה חבל.

נדב שטיינברג

דבר אחרון הזכרת לי בהקשר הזה, בנושא של ההשוואה בשוק
האג"ח בין ישראל שבה המסחר מתבצע בבורסה לבין ארה"ב שבה
המסחר מתבצע בשוק ה-OTC יש עבודה, לא שלנו, אבי וואהל ומני
עבודי, בשיתוף עם הבורסה, עשו שתי עבודות מחקר בשלב של
ניירות לדיון. הם בדקו את זה וכן הראו שיש דברים מעניינים במבנה
השוק הישראלי- יותר נגיש למשקיעים מהציבור. אז גם על זה כדאי
להסתכל.

גיתית גור גרשגורן

עכשיו הגדרת את הבעיה.

דורון צור

מאה אחוז, היא נוצרה על ידי בנקים מרכזיים, אבל זה דיון אחר. אז כל מה שאמרתי עכשיו היה לגבי המישור של המאקרו כלכלה. לגבי המישור שדובר פה הרבה, לגבי תפקוד הבורסה, מחזורים וכדומה, אמיר דיבר על המשקיע הפרטי שזה שם יפה לספקולנט. אחד הדברים שקרו היום בארץ, או בשנים האחרונות, מי שחושב שגופים מוסדיים יקומו ויקנו וימכרו, זה לא התפקיד שלהם, הם לא צריכים לעשות את זה, הם באמת משקיעים לטווח ארוך. מי שמייצר מחזורים בשוק ההון, נקרא לו המשקיע הפרטי, נקרא לו ספקולנט, מה שחסר היום בשוק הישראלי כדי לייצר מחזורים. האם יש בזה צורך או לא, אני לא בטוח. כל ההיבט של אותם משקיעים שמפיקים הנאה לא רק מהתשואות ארוכות הטווח שמייצרים, אלא מעצם המשחק הבורסאי. מזה שזה תחליף קזינו, מי שלא מבין שיש לבורסה תפקיד גם כמשחק.

אמיר ברנע

איזה תפקיד יש לאלגו טרייד בכל הסיפור הזה?

דורון צור

אלגו טרייד הוא ספקולנט ממוחשב. הוא מחליף את המשקיע הפרטי.

אסף שהם

הוא הרג את הספקולנטים החיים.

דורון צור

הוא הרג את הספקולנטים החיים ומה שעוד הרג את הספקולנטים החיים זה המיסוי. דבר נוסף שקרה לבורסה הישראלית, שדומה אולי קצת למה שקרה נניח לענף הטקסטיל, במשך הרבה מאוד שנים היה להם נכסי מגן, פעם אחת הייתה הגנה ממיסוי ופעם אחת בעלויות מסחר שהיו בחו"ל מאוד גבוהות. שני נכסי המגן האלו של הבורסה הישראלית ירדו, המס הושווה, גם בפרטיים וגם במוסדיים. עלויות המסחר בחו"ל ירדו דרמטית. לכן גם חלק גדול מאותם ספקולנטים יצאו. דבר אחרון שהיה בצד כמות הגופים שהפכו למספר מצומצם מאוד של גופים ענקיים, כמו שאמר דני זה ברור שזה צמצם דרמטית את המסחר. חוץ מזה אותן חברות קטנות יחסית בשוק ההון או מנהלי תיקים קטנים, נעלמים והדרך שלהם להתבלט ולנסות להצליח הייתה דרך הצד הספקולטיבי שלהם.

את דעתי. אבל אני עכשיו אנסה בכל זאת להסביר מה קורה בארה"ב ולמה יש החלפה מאסיבית של הון בחוב ולמה הכסף הזה לא מושקע בנכסים פיזיים, אלא בעיקר בעסקאות פיננסיות. אפשר לעבור חברה חברה. אני מסתכל על דוחות של חברות, ההון העצמי של אפל היום יותר נמוך, ככה גם של מייקרוסופט. החברות, בניגוד לחלוקת דיבידנד, וזאת טעות נפוצה, מעדיפות לבצע buy back שזה הרבה מעבר לחלוקת דיבידנד כי קונים הרבה יותר מהרווחים. דיבידנד מחלקים מתוך רווח, החברות קונות הרבה מעבר לרווחים של עצמן, בסכומים דרמטיים. החברות מגייסות חוב כדי לממן הון.

אורן פרנקל

אבל זה דוגמאות של חברות שיש להן עודף הון עצמי.

דורון צור

בוינג לא, חברות תעשייתיות זה לא. בסופו של דבר היום שוק ההון בכל העולם וגם אצלנו ככלי לגיוס הון לצורך השקעה פיזית בנכסים איבד מאוד מחשיבותו כי אנחנו חיים בסביבה שבה יש עודפי הון גדולים מאוד. הבעיה היום של הכלכלות העולמיות, וגם של הכלכלה הישראלית, כפי שאני רואה אותה, היא לא מחסור בהון לצורך בנייה של נכסים. במקום בו זה כן נדרש, למשל בתשתיות, אז גופים מוסדיים מממנים את זה. כביש 6 בבנה בלי גרוש אחד של כסף סחיר. זה אותו דבר לגבי המון פרויקטים תשתיתיים, שהם כן דורשי השקעות הון, הם לא מגיעים לבורסה כי יש מספיק מקורות הון.

שלומי שוב

דורון אני חושב שאתה לא אומר משהו אחר. אני חושב שאתה אומר בדיוק את הדברים שנאמרו פה ושאמר אמר. אתה פשוט אומר את זה במילים אחרות. למעשה התחליפיות הזאת, שאתה יכול לקחת היום אג"ח במקום מניות בגלל סביבת הריבית הנמוכה- מה ששמוליק אמר. מה שאמר אמר שלמעשה קיים ארביטרז' רגולטורי אולי מזה שאתה יכול לגייס כסף לא סחיר. למעשה מה שאתה אומר פה הוא שהאג"ח היום נמצא במסווה של מניות.

דורון צור

לא האג"ח הוא לא במסווה למניות כי בבוא יום שצריך להחזיר אותו ויש פתאום איזשהו שפל מחזורי אז תגיד שהוא לא מניות. העובדה ששוק האג"ח בארץ בסך הכל מתפקד, בטח ביחס לשוק המניות. חברות יכולות לגייס חוב במחירים יחסית נמוכים מאוד, לא פעם נמוכים מידי ובריביות נמוכות מידי.

צביקה אקשטיין

"GO PRIVATE: הבורסה בתל אביב על רקע
הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל
לשאלת השוק הפעיל"

הבורסה לא הייתה מגיעה למה שהיא היום. אין ספק שהנושא של גיוסי הון, ואפשרויות של התפתחות ורכישת נכסים נוספים, הכל זה בזכות הבורסה. אם אנשים שואלים אותי האם למרות כל הרגולציה כדאי להיות בבורסה אז אכן כן, במיוחד אם אתה רוצה לגייס הון. ועדיין לדעתי לא רשות ני"ע ובטח לא הבורסה מגנות מספיק על החברות. אני רוצה לציין כמה דברים. דיברו פה על נושא המיסוי, ואמרו שמס רווח הון הוא 25% כנגד 15%, זה לא נכון. כי בעלי שליטה משלמים 30% ואם תוסיפו מה שנקרא "מס עשירים" מעל 50,000 ש"ח או משהו אז עוד 2%, זה 32% והולכים להעלות את זה ל-33% מהאחד בינואר. אז משקיע פרטי ששוקל לקחת את החברה שלו לבורסה ומן הסתם בבורסה הוא יצטרך לחלק דיבידנדים מה שהיום הוא לא עושה. הוא יצטרך לשלם 33% מס על הדיבידנד וזה מס לא סביר ולא הגיוני.

דבר שני, אני מקווה שאם הבורסה תהיה בידיים פרטיות ויהיה לה אינטרס לעודד את הדברים האלו היא תוכל להתמודד עם רשות ני"ע, שהיום היא פוחדת להתמודד מולה או נאמר מתמודדת לא מספיק. נושא אחד למשל הוא העמלות שהחברות משלמות לרשות ני"ע כשהן מנפיקות, מאות אלפי שקלים שאין להם הצדקה. דבר נוסף, אם אני מסתכל על איפה הבורסה ורשות ני"ע היו בלהגן על החברות מפני הכנסת. למשל בחוק שכר הבכירים, שני הגופים האלו לא היו שם כדי למתן אותו. ברור שאם הוא היה טוב היו מחילים אותו על כל החברות.

דבר נוסף, חוק הרכיזיות קובע שחברות פיננסיות וריאליות לא יכולות להיות בת בבת, אבל איפה הבעיה שמשפחת ורטיימר תחזיק את מזרחי וקוקה קולה, איפה הבעיה שתשובה יחזיק את דלק והפניקס ואיפה הבעיה שמשפחת עופר תחזיק את מליסרון ובנק מזרחי. הקריטריון היה שהחוב לגופים ישראלים לא יעלה על 6.5 מיליארד, אם הוא פחות מ-6.5 מיליארד אז הן כן יכולות להחזיק. אז שיכון ובינוי הלך וגייס את כל החוב בחו"ל ואז אין לו 6.5 מיליארד ואז זה בסדר ששרי יכולה להחזיק את בנק הפועלים ואת שיכון ובינוי. אז מה רוצים? שגם מליסרון יוכל לגייס את החוב בחו"ל במקום בארץ? שמחיר החוב בחו"ל יותר יקר. איפה אתם רשות ני"ע והבורסה להגן עלינו מהחוקים האלה. דבר נוסף זה שרשות ני"ע מכבידה ברגולציה שלה. קחו לדוגמה את הנושא של מידע פנים. הוצאתם הוראות בהתחלה,

אמיר ברנע

אופי הרגולציה על אותם גופים מוסדיים יוצר יתרונות משמעותיים מאוד לגודל, ולכן מנהלי התיקים נעלמים איך תהיה סחירות אם השוק מורכב ממספר קטן של מנהלי תיקים גדולים?

מורן אופיר

תשובה חלקית לצביקה, יצא לי לעבוד לאחרונה עם נתונים שעוסקים בקשר בין מספר החברות הנסחרות לבין השינויים הרגולטורים התכופים שקורים. כמה תוצאות מעניינות שנובעות מתוך ניתוח ראשוני של הנתונים: ראשית, אני חושבת שהנקודה ששמוליק הזכיר לפיה מדובר באי וודאות רגולטורית ולא בעומס רגולטורי היא קריטית, בשנים שבהם אנחנו רואים תכיפות של שינויים ניתן לראות יציאה גוברת של חברות מהבורסה. עוד נקודה מעניינת ניתן לראות כשמפרידים בין חברות אג"ח לחברות מניות ומסתכלים למשל רק על מספר חברות האג"ח, רואים יציאה של חברות אג"ח מהבורסה בשנים שלאחר עריכתם של שינויים רגולטוריים העוסקים בחברות האג"ח. נתון שלישי מאוד מעניין הוא שכאשר מפלחים את החברות לפי ענפים ומסתכלים בנפרד על חברות המוסדרות ברגולציה ספציפית, בה לא נערכו תיקונים תכופים בשנים האחרונות, כמו למשל חברות ביטוח, בנקים ונפט החברות האלו לא מקיימות את אותם דפוסי יציאה מהבורסה. החברות שמושפעות הן אותן חברות שחוק החברות חל עליהן באופן ישיר, חוק החברות תוקן כבר במסגרת 28 תיקונים. לא רק שיש תיקונים תכופים, אלא שיש גם היסוסים לגבי התיקונים, תיקון 20 נחקק ואז החליטו לדחות את כניסתו לתוקף ולאחר מכן גם נערכו שינויים בתוכנו. למעשה, לא ניתן לדעת כשנכנסים לבורסה איזו רגולציה תחול על החברה בטווח הקרוב. גם היום, עומדות על הפרק רפורמות גדולות. אני חושבת שאלו נקודות ששוות בדיקה והעמקה נוספת.

אבי לוי

קודם כל, אני תמיד אמרתי ואני אומר את זה עכשיו, מסלירון ללא

הבורסה שהיא פחות מעניינת אולי בשולחן הזה, אבל בסוף יורידו את המס ויהיו הקלות ושמוליק יעביר את החוק. בסוף אם אין קטר פנימי להפוך את הבורסה לגוף עסקי, לגוף שואף רווח, לגוף שיועד לאיית את המילה לקוח ועל זה אילן יסכים איתי, אז באמת שכל הרעיונות היפים האלו די מתגמדים, ותודה שהזכרת לנו פרופורציות.

לוני עוז (1)

אחד מבין הפתרונות האפשריים לבעיית "השוק הפעיל" הינו נושא הרישום הכפוי של חברות זרות בבורסה בתל אביב דבר אשר יניגש את המשקיעים הישראלים לחברות זרות שאינן רשומות למסחר בבורסה בתל אביב ויאפשר גיוון של תיק ההשקעות שלהם. היתרונות לרפורמה זו הם רבים ודי לציין אחדים מהם: מסחר בשעות מסחר "רגילות" (המסחר יעשה בשעות המסחר של הבורסה בתל אביב ולא של הבורסה בניו יורק); מסחר על פי שיטת מסחר המקומית בישראל; מסחר בשקלים ולא דולרים; עמלות מסחר נמוכות יותר; מסחר ביום ראשון; מייתר את הצורך לפתוח חשבון מסחר בניירות ערך זרים.

כמובן שישנם גם חסרונות לא מעטים לרפורמה זו כשהעיקריים שבהם הם: דיני ני"ע הישראלים לעניין חובות דיווח לא יחולו על החברות הזרות אשר נסחרות כאן שלא מרצון החופשי ושלא נרשמו למסחר בבורסה בתל אביב; החברות הזרות לא יהיו כפופות לפיקוח ואכיפה מצד הרשות לניירות ערך; למשקיע הישראלי לא תהיה האפשרות לתבוע את החברות הזרות בגין הפסדים אשר נגרמו לו עקב אי דיווח.

למיטב ידיעתי, יו"ר הרשות, פרופ' שמוליק האזור, מסכים לרפורמה זו אך קבע רף גבוה מאוד לרישום של החברות הזרות בתל אביב שהוא שווי שוק מינימלי של 100 מיליארד דולר, הבעיה היא שישנן רק קצת יותר מ 40 חברות כאלו בארה"ב וחלקן הגדול אינן מוכרות כלל למשקיע הישראלי. לאחרונה נודע לי כי הרף ירד והוא עומד כעת על שווי שוק מינימלי של 50 מיליארד דולר אך גם זה הינו רף גבוה מאוד (יש לזכור כי שווייה של חברת טבע הישראלית שהיא החברה בעלת שווי השוק הגבוה ביותר בישראל עומד על פחות מ 40 מיליארד דולר, נכון לכתיבת שורות אלו). בכל מקרה, למצדדים ברפורמה זו ולמתנגדים לה נראה כי הנושא בהחלט ראוי לדיון.

אמיר ברנע

אני רוצה לסכם. שמוליק, אם חשבת שבפורום הזה נבוא ונגיד לך שלא צריכים בורסה, טעית. הפורום הזה אומר שהמכשיר הזה הוא חיוני, אבל הועלו פה הרבה מאוד נקודות שלחלקן יש השלכות על היקף המסחר בבורסה ועל המידה שבה הבורסה באה למלא את התפקיד הכלכלי לוו היא מיועדת. אני מקווה שהתרשמת מההערות האלו ואני מקווה שאחרי שהרפורמה והשינויים שמסביבה יעברו, נוכל יחד לומר שהמכשיר הפיננסי הזה, הבורסה לניירות ערך, היא חיה ופועלת והיא ממלאת בהצלחה תפקיד כלכלי חיוני. תודה רבה לכולם.

1. הדברים לא נאמרו במהלך הדיון ונוספו לסיכום מאוחר יותר.

באנו מליסרן וישבנו איתכם, באתי לבורסה דיברתי איתם והם לא ישבו מספיק על הבעיות עם הרשות. מזל ששלומי הקשיב לי ועשה דיון פה ולקח שנתיים להוציא הבהרות כדי שנוכל להנפיק בתקופה של הכנת דוחות כספיים. זו נקודה לא הגיונית. למשל הנושא של שליטה ושאתם תסמכו יותר על שיקול הדעת של הדירקטוריון. אתם פחות ופחות סומכים על שיקול הדעת של הדירקטוריון ויותר מוציאים החלטות לאסיפות כלליות ובאסיפות כלליות אנחנו נתונים לסחיטה ולפופוליזם. כמו שלאחרונה התחלתם לחפש קריטריונים להגביל חלוקת דיבידנדים, אני לא מבין, יש דירקטוריון, הוא אמור לבחון את יכולת הפירעון של החברה וזה מה שמעניין. לא מעניין אם שיערכתם נכסים או לא, זה שיקול דעת שלא נותנים לדירקטוריונים.

שלומי שוב

אין ספק שאת הזוית שלך הצגת היטב.

רון מלכא

אני רוצה להגיד משהו שעוד לא נאמר. מעבר למאקרו, ולמימון ולחשבונאות שהוזכר פה, זה היכולת והגמישות של הבורסה באמת להוציא לפועל את כל הרעיונות הנהדרים שנאמרו פה. אז באמת הייתה ועדת נזילות וועדת מו"פ ורשות ני"ע וטובי המומחים הפוכים וחופרים ובאמת יש הרבה מאוד רעיונות איך אפשר לשפר את מצבה של הבורסה. השאלה אם אפשר סוף סוף לתת גיבוי להנהלת הבורסה במאבק שלה מול עובדים עם ועד עובדים מאוד מיליטנטי שמקשה מאוד על הגמישות הניהולית ושואב המון קשב ניהולי ולא מאפשר להנהלת הבורסה להוציא לפועל את כל אותם רעיונות טובים שהוזכרו פה. אין לנו בורסה אחרת ואי אפשר להשאיר את הנהלת הבורסה לבד בחזית הזאת.

שלומי שוב

רון אני חייב להגיד לך שאני לא חושב שזה דווקא הניהול הספציפי. יש פה בעיות מאקרו משמעותיות, השפעות, ריבית שלילית, גלובליזציה.

גל לנדאו יערי

שלומי אני חייבת להגיד שרון אומר משהו שמחזיר אותנו לעניינים הארציים עמם מתמודדת הבורסה. מאוד קל לנו בכל הדינונים ה"סקסיים" לדבר על אבלואציה והון וריבית. בסוף אני חושבת שהשינוי המבני הוא ברכה ושמוליק יביא אותו, אבל אם בסופו של דבר אין קטר פנימי ואין יכולת בסופו של יום לעבוד - לא נצליח להתמודד עם האתגרים העצומים שלפתחנו. אנחנו רואים את זה היטב בשנתיים האחרונות, רון מכיר את זה טרם תקופתי בבורסה. אני חושבת שבשורה התחתונה הוא טיפה מחזיר אותנו לחצר האחורית של

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"המלצות ועדת וינוגרד: מהו שיעור ההיוון הראוי בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות הכספיים של חברות הביטוח?"

תאריך המפגש: 8 בדצמבר 2016

נושא המפגש: "המלצות ועדת וינוגרד: מהו שיעור ההיוון הראוי בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות הכספיים של חברות הביטוח?"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדין, החלטות הועדה, נימוקי הועדה, חוזר משרד האוצר.

אורחים שנכחו בדיון: פרופ' דניאל גוטליב (סמנכ"ל מחקר ותכנון, ביטוח לאומי), פרופ' אביה ספיבק (מומחה חיצוני לוועדת וינוגרד, אוניברסיטת בן גוריון), יקי גולד (רשות ני"ע), ערן צ'רנינסקי (משנה למנכ"ל, מגדל), רוני גינור (אקטוארית, מגדל), משה ארנסט (משנה למנכ"ל, כלל), עמיר פלד (אקטואר ראשי, משרד האוצר), דקלה מושקוביץ (חשבונאית ראשית, רשות שוק ההון), איתן השחר (מנכ"ל קרנית), זיו כהן (סמנכ"ל כספים, מנורה), ונעמה חשמונאי (אקטוארית, מנורה), אברהם פרוכטמן (kpmg), משה שחף ואודי סדן (EY), שלום סביון (משרד חיים קליר ושות'), ד"ר עדית סולברג (ראש המחלקה לכלכלה ומנהל עסקים, אוניברסיטת אריאל, לא נכחה בדיון).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, יורם עדן, דב ספיר, עודד שריג, לורן פלקס, לילי איילון, הילה קונפורטי, גיורא אליגון, מיכה ארד, אבי בראור, מיטל כספי, דגנית דניאל, דן וייס, אורן וולך, רוני עופר, שלומי ברטוב.

צוות מקצועי: דניאל גרף, לידור רוזנצווייג, יהונתן סמוכה ויעל סלטון.

אנו עוסקים היום בנושא חשוב והוא השלכות מסקנות ועדת וינוגרד שהיא וועדת היוון מטעם הביטוח הלאומי. הקשר הישיר של מסקנות הוועדה לחברות הביטוח בא לידי ביטוי בתביעות השיבוב אבל ההשלכות העקיפות של המסקנות האלו הן דווקא ההשלכות המשמעותיות יותר. כדי לקבל סדר גודל, בדוחות של חברות הביטוח, ההפרשות שנרשמו בעקבות מסקנות הוועדה עומדות בערך על מיליארד ש"ח בביטוח חובה וחבויות, מצרפית. זה רק חלק מההשפעה כי יש לא מעט אי וודאויות לגבי הנושא הזה וככל שהנושא יתבהר יותר וזה אכן יהיה הסטנדרט החדש, יהיה ככל הנראה גידול משמעותי נוסף בהפרשות של חברות הביטוח. מעניין שלהחלטה של וועדה שקשורה לנושא מסוים יש השלכות כל כך רחבות על נושא אחר. בנוסף, השאלה של ההקשה הישירה מוועדת וינוגרד לשיעורי ההיוון לנפגעים, בעיקר נפגעי תאונות דרכים, היא גם שאלה שתעלה פה בדיון, אין ספק ששיעור ההיוון הוא משמעותי. מדובר על תביעות קצבה, בעיקר תאונות דרכים, אבל גם אובדן כושר עבודה, סיעוד. אילו קצבאות שגורמות למח"מים ארוכים ולכן לכל אחוז שינוי בשיעור ההיוון יש השלכות מאוד משמעותיות. רק לצורך המחשה, קיטון של אחוז במח"מ של 12 שנה משפיע יותר מ-10% על הסכום החד פעמי.

צריך להבין שמעבר לשאלה של נאותות דוחות כספיים, שאנחנו בדרך כלל מתייחסים אליה פה בפורום, יש פה גם עניין חברתי מאוד משמעותי- האם נפגעי תאונות דרכים, בעיקר בשנים האחרונות בהן סביבת הריבית השתנתה לגמרי, מקופחים? קשה לקבל את זה ששיעור היוון שרירותי של 3%, שהיה נכון בשנות ה-70, ממשיך להיות נכון גם בסביבת ריבית שהשתנתה בצורה קיצונית. זה מזכיר לי את שיעור ההיוון בהתחייבויות אקטואריות בבנקים, 4% בכל מצב, עד שגם שם החליטו לשנות את שיעור ריבית שרירותי זה. השאלה המרכזית היא מה צריך לשקף שיעור ההיוון הזה? בהלכה של פס"ד חיימס, שניתנה על ידי בית המשפט העליון, דיברו על כך ששיעור ההיוון צריך להתבסס על היכולת של הניזוק להשקיע את כספי הפיצוי שהתקבלו מראש בהשקעה בטוחה מניבת ריבית. למעשה ההלכה מדברת על שתי דרישות עקרוניות: נזילות וסיכון נמוך. כלומר בית המשפט מכון שם לאג"ח ממשלתי ארוך טווח ואומר שהוא צריך להיות מעודכן מעת לעת.

אין ספק שהדיון הזה, במהות של מה צריך להיות שיעור ההיוון, מזכיר לנו דיונים שהיו בפורום בשנים האחרונות בנושא שוק עמוק. אני בכלל לא בטוח שיש לנו שוק עמוק לפי הדרישות של ה-IFRS ואגב, לאחרונה הבנתי שמקסיקו התלוננה עלינו למוסדות ה-IASB אבל אני מקווה שהתוצאות לא יהיו כמו בדיון שם כי אני לא חושב שהגענו להסכמות בין היתר לאור הכמות האדירה של האינטרסים שנוגעים בדבר. הזכרתי את זה אז ואגיד את זה גם עכשיו - שווי

הוגן של התחייבות בחשבונאות אמור לכלול גם את סיכון האשראי. IAS 19, שהוא המקביל בחשבונאות לשאלת וינוגרד במונחים של התחייבות אקטוארית, לא מדבר על שווי הוגן אלא על ערך נוכחי. אני מפרש אותו בכך שלהבדיל מאג"ח שהנפק, לפי המודל האמריקאי, שיש אפשרות לייעד אותו לשווי הוגן דרך רווח והפסד ואז להרוויח מעליית סיכון האשראי, בהתחייבות אקטוארית זה לא עובד ככה. כלומר הדרך היחידה והמציאותית לפרוע את ההתחייבות הזאת היא דרך הפקדות ליעודה. החשבונאות באה ואומרת שלמעשה הסכום החד פעמי ישיג תשואה הכי בטוחה שהיא תשואת אג"ח ממשלתי ובנוסף אם יש שוק עמוק, אז התפיסה היא שמשיגים לו בתוחלת את תשואת האג"ח הקונצרני בדירוג גבוה של המדינה. אפשר גם להסתכל על זה בצורה אחרת של התחייבות חסרת סיכון. שאגב מעניין לשמוע מנציגי חברות הביטוח כאן עד כמה ההתחייבות הזו, מבחינת סיכונים האשראי שלה קודמת לאג"חים וכדומה. אני מבין למשל, שחברות הביטוח, לאור הרגולציה שלהן, נדרשות לשים את כספי ביטוחי החיים בצד ואפילו לא להעביר אותם מביטוח אחד לאחר וחס וחלילה במקרה של כשל, ההתחייבות הביטוחית קודמת לאג"חים. גם נושא שנשמח אם הוא יעלה.

בכל מקרה, כשמדברים על סביבת הריבית של השנים האחרונות, אין ספק שהיא הרבה יותר נמוכה מ-3% שזה הכלל השרירותי ששורר פה עשרות שנים ולפיו הנפגעים מקבלים את הפיצויים מחברות הביטוח. גם ריבית של שוק עמוק היא יותר נמוכה מ-3%. בנוסף, נכון שמצד אחד יש את הלכת העליון אבל זה נראה שמצד שני בתי המשפט די חסרי אונים בהתמודדות עם שיעור ההיוון. זה מגיע לחוות דעת של מומחים לבתי המשפט והם לצערי יודעים טוב מידי לעיתים קרובות להסביר כל דבר - גם שכעת יש חושך בחוץ. יש פסק דין מאוגוסט 2016 של בית משפט השלום בו השופט הוא ד"ר קליין, הנתבעת היא כלל חברה לביטוח ומדובר על ילדה שנפגעה בתאונת דרכים. אני רוצה לצטט משהו שנאמר בפסק הדין: "נראה שזעקת לשמייים אי התאמתו של שיעור ההיוון שבשימוש למציאות הקיימת כפי שקיימת היום. לאור פייחות בתשואות הריבית המתקבלת באג"ח ממשלתי צמוד המדד המשמש לרוב להשקעות חסרות סיכון לטווח ארוך". הבנתי שזה נמצא בערעור, אבל יש פה החלטה נקודתית של שופט שלמעשה מאמץ את ריבית 2% של וינוגרד. וינוגרד מדבר על כך שצריך לעדכן את שיעור ההיוון כל 4 שנים אבל לא יותר מאחוז אחד לכל כיוון. אגב, המסקנה של הוועדה בעצם היא שהריבית הייתה אמורה להיות פחות מ-2% לשיטתם, אבל בגלל אותה הגבלה הקביעה היום הינה 2%.

יש המון שאלות שצריכות להישאל כמו האם שיעור ההיוון צריך להביא בחשבון את הנושא של עליית שכר ריאלית. העובדה שברגע שחברת הביטוח משלמת בסכום חד פעמי היא למעשה לא לוקחת על עצמה כל מיני סיכונים להידרדרות במצבו הפיזי של הניזוק, האם זה גם משהו שצריך להילקח בחשבון? בכלל, כל הנושא בו נעסוק היום, מעבר לעובדה שהוא עניין חברתי

"המלצות ועדת וינוגרד: מהו שיעור ההיוון הראוי
בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות
הכספיים של חברות הביטוח?"

ד"ר סולברג, למיטב ידיעתי הגישה ד"ר סולברג חוות דעת לבית
המשפט בנושא זה.

עדיט סולברג (1)

שיעור הריבית בה מהוונים הפיצויים כיום, 3%, אשר נהוג כבר משנת
1975⁽²⁾, אינו משקף את התנאים הכלכליים השוררים במשק כבר
זמן רב. ריבית ההיוון, הנהוגה בבית המשפט היום, גבוהה באופן
משמעותי משיעור הריבית היום על השקעות ארוכות טווח סחירות
בסיכון נמוך, וחרירה גם יחסית לשיעור ההיוון עליו הוחלט בתקנות
רלוונטיות אחרות.

תשואת אג"ח הממשלתיות הסחירות לטווח זמן המתואם ככל
הניתן עם פרק הזמן של תביעת הפיצויים צריכה להיות הבסיס
לחישוב ריבית ההיוון. התשואה לפדיון מגלמת בתוכה את הצפיות
המיטביות שיש בשוק ההון ביחס לתשואה הצפויה על ההשקעות
העתידי, בהתאם לזמן הפדיון. כל שינוי בצפיות הציבור - ישתקף
מידית בתשואה הנגזרת לפדיון של האג"ח.

הירידה בתשואות לטווח הארוך בשנים האחרונות אינה משקפת
את המשבר הנוכחי או אירוע זמני. היא משקפת את השינוי המבני
העצום שעבר המשק בעשור השנים האחרונות ואת התחזית
הטובה ביותר הקיימת כיום לתשואה השנתית הצפויה לפרק הזמן
הרלוונטי. אומדנים אחרים רלוונטיים - כגון ריבית ההיוון של קרנות
הפנסיה, ריבית ההיוון של הביטוח הלאומי וכן ההנחיות האפוטרופוס
הכללי לגבי השקעות כספי חוסיו - כולם מתייחסים לתשואה לפדיון
על האג"ח הממשלתי ככזו המשקפת את התשואה חסרת הסיכון
המובטחת לטווח הארוך.

משום כך, השימוש בריבית הגבוהה של 3% בה משמש בית
המשפט היום, יש בו משום עוול של ממש למפוצים, שכן אין
באפשרותם כיום להשקיע את סכום הפיצויים המהווה בנכס בסיכון
נמוך בתשואת ההיוון, ומשום כך הסכום המהווה נחות יחסית לקבלת
קצבת הפיצויים לאורך זמן.

במאי 2016 פורסמו מסקנות ועדת וינוגרד בהן נקבע כי שיעור

חשוב, הוא נושא רלוונטי וחשוב לדוחות הכספיים של חברות
הביטוח. מדובר בחברות ציבוריות, מפקחות על ידי רשות שוק ההון
ולכן לדוחות שלהן יש חשיבות מאוד גדולה. ראינו בשנה האחרונה
את ההשפעה של שינוי בריבית השוק על הדוחות הכספיים של
חברות הביטוח. בתחילת השנה היה קיטון בריבית חסרת הסיכון
שגרם להפסדים, ברבעון השלישי חלק מזה התהפך. כלומר
לשינוי קטן בריבית יש השפעה מאוד גדולה. לצורך העניין, עכשיו
שטראמפ נבחר יש חרדה לעלייה בריבית חסרת סיכון ומבחינת
חברות הביטוח זה רוח.

אגב, בתפיסה שלי, המודל החשבונאי הנכון ביותר לדוחות של
חברות ביטוח צריך להיות בשווי הוגן. כך, העדכון של ההתחייבות
צריך להשפיע גם על צד הנכסים כאשר יש שינויים בריבית. אני
יודע שהמאזן היום הוא לא כלכלי לגמרי אבל התקן החדש- IFRS
17 שהולך להיות מאושר על ידי ה- IASB בחודשים הקרובים
ויליצור מהפכה עצומה בדוחות הכספיים של דוחות הביטוח תוך
מספר שנים, הולך יותר לכיוונים כלכליים. שלא נצפה שהתקן
החדש ימצער את התנודתיות, להיפך, הוא אמור להגדיל אותה.
לפי תפיסת התקן, שיעור ההיוון צריך להיות חסר סיכון בתוספת
פרמיית אי נזילות, זאת אומרת שההתבססות היא בגדול על ריבית
חסרת סיכון. בנוסף, בתקן החדש השפעות של עדכון הריבית להיוון
יופיעו בשורה נפרדת בולטת בדוח רווח והפסד (להבדיל מהיום
שזה מסתתר בגילויים) ובנוסף אפילו תהיה אפשרות לכלול את
ההשפעות האלה ב- OCI. נכון להיום בישראל זה פחות רלוונטי
כי אנחנו מסתכלים על הרווח הכולל, אבל אין ספק שכאשר התקן
החדש ייצא נצטרך לעשות דיון נוסף יחד עם שוק ההון. כי יכול
להיות שבעקבות התקן החדש, שהולך להגדיל את התנודתיות
ולאפשר להציג את העדכון ב-OCI, כדאי לחשוב מחדש על איך
מנתחים תוצאות של חברת ביטוח.

אמיר ברנע

למען הגילוי הנאות, פנו אליי מטעם חברות הביטוח לכתוב חוות
דעת בנושא הזה. זה יתרון וחיסרון, היתרון הוא הכרות עם החומר.
החיסרון הוא בפוטנציאל הפוזיציה. לפנינו נייר עמדה מטעם

(1) דבריה מובאים בכתב מאחר ולא יכלה להגיע לדיון
(2) עא 74/469 יפה, גילה ו-ענבל זדה נ' מרדכי בכר, ל (1) 169 (פורסם בנבו,
02.09.1975).

ההיוון של קצבאות הביטוח הלאומי יחושב באמצעות ממוצע של תשואות אג"ח לפרק זמן של 8 עד 12 שנה. שיעור זה צפוי להיות מעודכן כל ארבע שנים והשינוי בריבית הגבל ללא יותר מאחוז. דברי ההסבר לוועדה שפורסמו ביוני 2016 על ידי המוסד לביטוח לאומי (לשכת סמנכ"ל מחקר ותכנון) נכתבו באוגוסט 2015 והשינוי בשיעור ההיוון המומלץ בהם (ל-2%), וכן החישובים הנלווים הם לינואר 2015. כלומר קיים פער של שנה וחצי בין תאריך השינוי עליו ממליצה הוועדה ואילו מתייחסים דברי ההסבר ובין פרסום הדברים לציבור. ראוי לציין כי דברי ההסבר אינם חתומים על ידי הוועדה וכן לא פורסם הדו"ח המלא של עבודת הוועדה, אם יש כזה. דו"ח וינוגרד, שכאמור חישוביו מתייחסים לתחילת 2015, מתייחס לזמן הרב שעבר מאז עדכון התקנות הקודם. על מנת למנע את המשך העוול למקבלי הקצבה מבקש כי העדכון יעשה "במועד קרוב ככל שניתן לאחר אישור השר" זאת "כדי לסגור את הפער שנוצר מאז העדכון האחרון". כאמור, השינוי בתקנות אושר מיד לאחר מכן ב-9.6.16. עם זאת, ב-13.9.2016, ועל אף הבעייתיות והפגיעה במבוטחים כמפורט להלן, נדחה שוב היישום של התקנות בשנה שלמה.

החלטת הוועדה בדבר שינוי שיעור ההיוון בהתאם לתשואות על האג"ח הממשלתיות יש בה תיקון מאוחר בנושא זה. עם זאת שיקולי הוועדה בדבר הגבלת השינוי בריבית, לקיחת "ממוצע התשואות של ארבע השנים האחרונות" ו"עדכון כל ארבע שנים" ואף השימוש הגורף בתשואות של אג"ח ל-8 עד 12 שנה, אולי יש בהם משום הקלה בירוקרטיה, הקלה חישובית וסינכרוניים הרלוונטיים למוסד לביטוח הלאומי אך הם לא נכונים כאשר המטרה היא מציאת שיעור ההיוון הצודק לתביעת יחיד. יתר על כן, טענת הוועדה כי במיצוע ובפרק הזמן שנקבע נעשה "צדק אופקי" היא תמוהה שכן בפני מקבלי הפיצויים עומדים בזמנים שונים תנאי שוק שונים, ומשום כך, לא ברור איך נעשה במקרה זה צדק. צדק אופקי יכול להתקיים רק אם כל אחת מהתביעות תהווה בהתאם לריבית השוק של נכס חסר סיכון העומדת בפני התובעים עם קבלת כספם.

משום כך, שיעור ההיוון היחיד הרלוונטי לפיצוי נזיקין הוא זה הנגזר מהתשואה לפדיון של אג"ח ממשלתי לתקופה הרלוונטית. תשואה זו עומדת כיום על שיעור של 1.4% ל-30 שנה ו-1.1% ל-20 שנה. זאת כמובן בהתעלם מעלויות המיסוי ועלויות קשורות נוספות הצפויות להקטין את ריבית ההיוון. תשואות אלה יש לדייק (כשם שבוחנים את השכר הממוצע האחרון במשק או משתנים כלכליים אחרים) עם קבלת הפיצויים.

אמיר ברנע

לכאורה לפנינו מסקנות דו"ח ועדת וינוגרד להפתעתי המרובה אין דוח לוועדה, כלומר אין גיבוי שמנמק את המסקנות ומסביר את דרך בחירת החלופות ע"י הוועדה. פעם ראשונה שאני שומע על ועדה

שעוסקת בנושא מהותי, שממליצה על שיעור היוון, שבוודאי יש לה שיקולים להנה ולהנה, ואין לה דוח מנומק. אין נימוק למה דווקא 2%, במה זה תלוי, במה בוחנים. נכון שפרופסור גוטליב הוציא מסמך הבהרות לדוח הוועדה שצירפנו אותו לחומר הרקע, אבל זה איננו דוח וועדה. אין שם נימוקים, רק הסבר מה הוועדה ממליצה אבל חסר למה היא ממליצה. אין אפילו מידע מי היו חברי הוועדה.

מעבר לכך, מתעוררות שאלות שאני מאוד אשמח אם פרופסור גוטליב יתייחס אליהן. למשל האם תשואות השימושים של הביטוח הלאומי בהיוונים הם רלוונטיים לריבית ההיוון? כולנו יודעים שלביטוח הלאומי יש תנאי הפקדה שכוללים אגרות חוב מיועדות, ולכן הריבית הממוצעת שהביטוח הלאומי מקבל שונה מריבית של 2% שוועדת וינוגרד קבעה להיוון. זאת אומרת, האם הביטוח הלאומי מרוויח מכל היוון תביעות? כלומר אם חברת ביטוח פורעת את חלקה במסגרת התביעה של המוטב, לפי 2% שמציעה הוועדה, האם הביטוח הלאומי מרוויח? לכאורה הטיעון שמצדיק הורדה בשיעור ההיוון מתייחס למה שבתי המשפט קבעו, שהריבית צריכה להיות כזאת שהמבוטח יוכל לפרוס את הסכום שהוא קיבל כסכום אחד ולקבל את מה שהובטח לו בתביעה ע"י פריסה עצמית. ראשית, לגבי הביטוח הלאומי זה לא רלוונטי כי תנאי הפריסה שלו שונים לגמרי מתנאי הפריסה של מבוטח. שנית, לא ברור גם איך המבוטח פורס. האם באמצעות רכישת אג"ח ממשלתיות סחירות? או באמצעות קרן פנסיה למשל, או אג"ח AA, או שלמעשה הוא כמעט לא פורס את הסכום: הרי הלחץ לקבל סכום מהוון נובע כנראה מכך שלמבוטח יש הוצאות כבדות, למשל לשלם לעורכי הדין, למומחים רפואיים או לאביזרי שיקום. כלומר ממילא לא נשאר סכום לפריסה. לכן לא ברור קנה המידה שקבעו בתי המשפט.

נקודה מרכזית היא ששיעור היוון של 3% היה רלוונטי כשהריבית הייתה 5.5%. אז כשהריבית ירדה נניח לאחוז אחד, האם לעומת 3% כן רלוונטי? לא מוצגת נוסחה שקושרת את שער ההיוון עם ריבית השוק וקובעת מהי ריבית השוק ואיך תחושב.

בנושא אחר, הנקודה שאותי מטרידה היא לגבי חברה כמו מגדל, שבחצי שנה הראתה הפסד של חצי מיליארד ש"ח וברבעון השלישי רווח של 300 מיליון ש"ח. תנודתיות מהותית כלומר נשאלת השאלה מה קרה ברבעון השלישי במגדל ששינה בצורה מהותית וחדה את המצגים והרווחיות שלה. בסך הכל קרה שינוי של רבע אחוז בריבית. האם פרסום דוחות חברות הביטוח, שמוטה כל כך מהשפעת הריבית, לא משבש לגמרי את ההתחייסות אליהם? האם מתקבלת תשובה מהדוחות האם החברה יעילה? מה הממשק שלה מול הסוכנים? ממה הרווחיות השוטפת מושפעת? את כל זה סמוי בדוחות שמושפעים באופן מהותי מריבית ההיוון. יבואו ויגידו שלא מסתכלים על הרווח הנקי אלא על מרכיביו, אבל זה לא נכון, כי ההון העצמי של חברות הביטוח רלוונטי, בוודאי עם המעבר ל Solvency. לכן למדידת ההון העצמי יש חשיבות גם בפעילות התפעולית של חברות הביטוח, לא רק מספר בדוח הכספי. לכן, ההשפעה של

"המלצות ועדת וינוגרד: מהו שיעור ההיוון הראוי בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות הכספיים של חברות הביטוח?"

ושקטה מתחילת שנות ה-80, כך גם הריבית להיוון. הנושא של ההיוון הוא נושא מאוד קטן מבחינה כספית בסדרי גודל של הביטוח הלאומי, חצי מיליארד ש"ח בשיבוב נקרא אצלנו נושא קטן. אני מתנצל על היהירה שמשתמעת מזה אבל בביטוח הלאומי מדובר בתקציב של 80 מיליארד ש"ח. בכל זאת, ברגע שראינו שהנוסחאות של תוחלת החיים היו קבורות באיזשהו לוח ישן לא מעודכן, כתבנו מכתב לשר בו ציינו כי צריך לעדכן את לוחות תוחלת החיים כל פעם שיוצא לוח חדש על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. ואז שאל האקטואר ומה עם הריבית? היא תקועה שם על 3%.

אגב, בהקשר זה, הממשלה חייבת להסדיר את החוב שלה לביטוח לאומי. אני מעדיף לספור את הערך המתואם - 184,300,000 ש"ח בסוף 2015, זה הנתון הכי מעודכן. אין בביטוח הלאומי גירעון, יש עודף מהקמתו ועד היום, כל שנה בשוטף, יש גירעון אקטוארי בלבד. ב-2016 נצא עם דוח אקטוארי חדש מעודכן על 2013, תלת שנתי לפי החוק. כלומר אנחנו מודעים שיש גרעון אקטוארי לביטוח הלאומי. בנינו מודל במנהל המחקר של איתנות פיננסית, המודל הזה עובד. אני רוצה לתקן שריבית של 3% היא פחות או יותר מסתדרת עם זה שחצי מהריבית שאנו מקבלים על החוב הזה זה 5.5% ריבית ריאלית, שפעם היא הייתה ריבית לא הוגנת למבטוח, כי הריבית הייתה יותר גבוהה, והיום היא יותר מהוגנת, היא בעצם סבסוד משמעותי של הביטוח הלאומי. והחצי השני זה ריבית שוטפת, שהיא קרובה היום לאפס אחוז. כך שזה משפיע על הריבית של הביטוח הלאומי, ואני חושב שזה מאוד רלוונטי לייחס את הריבית הממוצעת הזו לסוגיית ההיוון.

עפר צ'רינסקי

מדובר על ריבית לטווח ארוך של מח"מ של כמה שנים, לכן לא נכון לומר שהריבית היום היא אפסית. אפילו אם אתה עושה ממוצע היא יותר גדולה מאפס.

דניאל גוטליב

היא קרובה לאפס אבל אם אתה מסתכל על כל המלאי אתה צודק

שינוי בריבית שהיא כל כך מהותית בדוחות, דורשת איזשהו תיקון או התייחסות. לא רק במסגרת הדוחות אלא גם בתגובות האנליסטים להם צריכה להיות חשובה ההבחנה בין השפעת הריבית מצד אחד לבין הנתונים התפעוליים של חברות הביטוח מצד שני.

אביה ספיבק

אתה חושב שריבית ההיוון צריכה להישאר 3%?

אמיר ברנע

לדעתי השיקול הנוסף שכנראה ועדת וינוגרד הייתה ערה לו וד"ר סולברג שוללת אותו הוא הנושא של יציבות הפיצוי. ד"ר סולברג מדברת על ריבית שוטפת, כלומר כל יום בודקים מה הריבית השוטפת בשוק ההון וזאת הריבית להיוון. כלומר שני מבטחים זהים שהגישו תביעה בפער של יום או יומיים יקבלו סכומים אחרים. הנקודה היא קריטית כי לכל זה יש השלכות על תעריפי ביטוח. הלא אם אני מהוון בריבית נמוכה יותר מזו המודדת את עלות החוב של חברת הביטוח, נגרמת עלייה בעלות הביטוחית שצריכה להתבטא בתעריפים. האם תעריפי חברת הביטוח ישתנו כל יום, כל שעה? לכן לשאלתך, אני מודאג משאלת יציבות התעריפים והפיצוי מצד אחד, ומהנכונות לייצג את מצב השוק נכון לרגע מסוים מצד שני.

שלומי שוב

עוד דבר אחד שארצה לחדד הוא שנשמח לשמוע כאן את הקשר בין שיעור ההיוון שהחברות משתמשות בו בדוחות שלהן לצורך רישום ההתחייבות לבין שיעור ההיוון לצורך הפיצוי בפועל. כלומר למעשה תשלום הפיצוי כיום יוצר לחברת הביטוח רווח מיידי.

דניאל גוטליב

יזמנו את הוועדה הזאת בביטוח הלאומי כי ישבנו בוועדה אחרת שבג"ץ הורה לנו לשבת בה בנושא תוחלת החיים שנשארה קבועה

כי יש אגרות חוב ישנות שאז הריבית השוטפת הייתה יותר גבוהה.

ערן צ'רינסקי

אם מתחשבים בתשואה האפקטיבית שמשגי הביטוח הלאומי אזי גם אם התשואה על ההשקעות הנוכחיות לטווח ארוך מגיעה לחצי אחוז, אחוז, אז הממוצע על כל התיק הוא כבר 3%.

דניאל גוטליב

זה רק בזרם, ברור. לכן אני אומר ש-3% זה דווקא כאשר אתה לוקח את תקבולי הריבית של הביטוח הלאומי שזה בערך שמונה מיליארד ש"ח בשנה ומחלק את זה בחוב הממוצע סוף שנה של שנתיים, אתה מקבל בערך את ה-3%.

לגבי מדוע לא יצא דוח, אני מסכים. אני יזמתי את הכתיבה של הנייר שנשלח אליכם בו ניסיתי להסביר את עיקרי השיקולים לצורך החלטות הוועדה. ד"ר וינוגרד אישר את זה ואז פרסמנו את זה באתר הביטוח הלאומי. זה לא היה דוח ועדה, חברי הוועדה הם לא סוד גדול אבל אני לא זוכר את כל השמות.

תראו, אם היינו משאירים את הריבית הקיימת קבורה באדמה, כנראה שלא הייתה ההתכנסות הזאת, אבל הגיע מישהו מאגף שוק ההון באוצר ואמר, ואני אגזים קצת, שעלינו לשנות את הריבית כל דקה, כמו שאומרת עידית. אנו חשבנו שהשיקול המאוד רלוונטי הוא מה שנקרא צדק אופקי. אדם אחד שיגיע היום יקבל ריבית אחת ויומיים לאחר מכן יבוא אדם אחר ויקבל ריבית אחרת. אנו ראינו בזה בעיה גדולה, לכן אנו חושבים שהריבית צריכה להיות רגישה לשוק. לכן בנינו את הנוסחא הבאה: ריביות של 8-12 שנה של אג"ח ממשלתיות.

כשעשינו את הדיונים חשבנו בעיקר על הביטוח הלאומי מול המבטוחים שלו. ביטוח לאומי הוא לא גוף שמרוויח מהמבטוחים. כלומר, אם הרזרבה גדלה זה מעולה, והלוואי והייתה לנו רזרבה מהותית כמו שיש בארצות מתקנות בעולם המערבי. הרזרבה הזאת לא מושקעת באוצר בתקציב השוטף. היחידה שיש לה גרעון זו הממשלה ואנו מממנים את הגרעון הזה וזה דבר לא בריא. אני חושב שהיתרה של הביטוח הלאומי צריכה להיות לצורך השקעה אמיתית על מנת שתהיה שם בסופו של דבר למבטוחים.

אני עד היום לא ממש מבין למה צריך שיבוב. הרי הביטוח הלאומי משלם למבטוח כי הוא שילם דמי ביטוח ומגיע לו משהו. לאחר מכן חברות הביטוח ישלמו את שלהם, זה ביטוח אחר. אם יש צורך לשלם לחברות הביטוח, אני הייתי מעדיף שהביטוח הלאומי יעשה כלי חדש שקוראים לו איזשהו ביטוח כללי, שאם חברות הביטוח יתבעו אותו אז הביטוח הזה כבר מכסה את זה והן יקבלו את התשלום באופן אוטומטי ואחיד. אני חושב שככה זה ברכב. בביטוח חובה אין מצב של שיבובים לא?

שלום סביון

יש גם בחובה יש. יש הסדר שנועד לחסוך את ההידיונות, אבל יש עניין של תשלום חלקי מתוך הסכום של הביטוח הלאומי.

דניאל גוטליב

יפה. אז זה נשמע כמו דמי ביטוח לא? משהו קבוע כזה.

שלום סביון

אבל יש מקרים שיש שאלה של אחריות ולא שאלה של ביטוח חובה שאז זה מנגנון חברות הביטוח.

דניאל גוטליב

כן אבל כשיש ביטוח צד ג' לא באים אליו נכון? ולכן אני חושב שהביטוח הלאומי צריך להסדיר את זה מול המבטוח שלא יהיו בעיות כאלו מבחינתו, הוא שילם דמי ביטוח נוספים כדי שזה לא יקרה. היום אני לא מאמין שבביטוח הלאומי יש מישהו שמבין למה זה חצי מילארד ולא מילארד או רבע מילארד.

שלומי שוב

תודה דניאל, מזל שיש את השיבוב כי אחרת לא היינו עושים את הדיון הזה.

דניאל גוטליב

עוד דבר אחד, אנו נלחמים כל יום בביטוח הלאומי על השם הטוב שלנו. יש הרבה תלונות על הביטוח הלאומי. נגד מס הכנסה יש הרבה פחות תלונות כי מס הכנסה לוקח, מנסה לתת קצת במס הכנסה שלי, והביטוח הלאומי נותן וברגע שאתה נותן אנשים הרבה יותר ביקורתיים. אני חושב שבזמן שהיה 3% ריבית וזה היה המון שנים, היה שקט מוחלט, וברגע שעשינו את הוועדה הזו, יום לפני שזה היה צריך להיכנס לתוקף, המנכ"ל קיבל שיחת טלפון משני שרים שאמרו לו לדחות את זה. אני התנגדתי מאוד, גם מבחינת הצורה, ובסופו של דבר עמדתי לא התקבלה וזה נדחה.

שלומי שוב

יושב פה עורך דין שמייצג נפגעים מאוד קטנים, לא מאוגדים. אני חושב שהיה פה שקט עכשיו כי יש פה גם עניין חברתי ובכל משפחה לשקט הזה יש מחיר כלכלי.

"המלצות ועדת וינוגרד: מהו שיעור ההיוון הראוי
בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות
הכספיים של חברות הביטוח?"

כל אקטור יכול להציג לך נתונים יומיים.

עודד שריג

הם עושים את זה על בסיס יומי לגבי הנכסים.

אביה ספיבק

לא אמרתי שזה בלתי אפשרי טכנית לעשות mark to market,
אמרתי שזה יהיה סיוט מבחינת תפעול.

רוני עופר

mark to market לא אומר שאתה צריך לעשות את זה כל יום,
אתה גם יכול לעשות את זה אחת לרבעון, אחת לשנה.

אביה ספיבק

אני באופן אישי חושב שהרבה פעמים ה mark to market מייצר
זעזועים מיותרים בתוך השוק. אם זה היה נתון לידיי, הייתי קובע
שהחשבונאות של קרן פנסיה למשל הייתה מאפשרת לקחת כל
מיני נכסים ולהכריז עליהם כעל נכסי עוגן, וכך לא יהיה שינוי בכל
רגע בנכסים. מה גם שבקרן פנסיה אצל חלק מהאנשים מדובר
על השקעה עד הפרישה, כך שהרעיון לעדכן בכל יום, דבר שהוא
מעצם טבעו לא נזיל, הוא רעיון שלא נראה לי הגיוני. עם זאת, יש
אופנה של mark to market ואני חשבתי שבמקרה של וינוגרד
צריך לתת בסיס לכולם ולבתי המשפט. ככל שחשבתי על זה זה
נראה לי יותר מסובך כי עורך דין שרוצה להתפשר על מקרה והוא
סבור ששער הריבית הולך לרדת בעוד חודשיים, לא יכול להתפשר
כי בעוד חודשיים הוא ירוויח יותר כסף מהפשרה הזאת.

שלומי שוב

איך הוא יכול בדיוק להיות סבור שהריבית הולכת לרדת?

דניאל גוטליב

המשפט שליווה את השיחת טלפון הזאת היה: "אם תעשו את זה
אנחנו נצטרך להעלות את דמי הביטוח". אני את המשפט הזה לא
מבין. זה cost+? זה ביטוח? זה קרטל שאומר שאם פוגעים לו פסיק
ברוח, ויש רווחים, הוא מאיים עם העלאת דמי הביטוח. זה נראה
לי שכמו שהמפקח על הבנקים שומר על רווחיות הבנקים כי יש
צורך ביציבות של מערכת הבנקאות, יש מישהו אחר ששומר היטב
על הרווחיות של חברות הביטוח כדי שחלילה הרווחים שלהם לא
יפגעו.

אביה ספיבק

אני התגלגלתי לעניין הזה, לא בגלל שיש לי תפקיד, אלא כי
נציגות חברות הביטוח ביקשו ממני לכתוב חוות דעת עבור ועדת
וינוגרד. אני הצעתי לוועדה שורה של עקרונות וכמה הבחנות
לגבי שיעור הריבית. אחד העקרונות שנקטתי היה הראייה של מה
תפקיד הממשלה בתוך השוק הזה? כלומר מה תפקידו של 3%.
למעשה תפקידו הוא הרבה יותר מאשר ההתחשבות של הביטוח
הלאומי עם החצי מיליארד, אלא זה איזשהו סטנדרט שקבעו לכל
השוק. כי ברגע שקבעו 3% אז כל בתי המשפט התיישרו לפי זה.
לכן מה שנראה לי חשוב הוא שתהיה בהירות, דבר שקוף, ברור,
יציב שלא משתנה כל רגע, כך שגם יהיה צדק וגם לא תהיה יותר
מידי ליטיגציה. נראה לי שבגלל שהשופט וינוגרד היה מודע לצורך
ביעילות של בתי משפט, הוא השתכנע. אני חושב שההיפך הגמור
זה ה mark to market. מה שאותי הפתיע זה שנציג האוצר אמר
בוועדה שהדרך הנכונה היא mark to market. ביררתי עם אנשי
מקצוע בעולם של התביעות אם זה בכלל ישים והם אמרו שלא,
שהם מעדכנים את המערכת הבירוקרטית, של המחשבים, פעם
בשנה. פשוט אי אפשר, אין דבר כזה לעשות mark to market.

שלומי שוב

במקרה הזה אפשר לתבוע אותו על כך שהוא עושה את עבודתו לא נאמנה. אני חושב שהדבר הכי חשוב הוא לקבוע סטנדרט שיהיה קבוע לכמה שנים, מעודכן בכללים ברורים ושהמספרים יהיו מספרים עגולים ואת כל העקרונות האלו הועדה קיבלה. כלומר בעצם לא מדובר בדיוק במשתנה שהוא רק כלכלי אלא גם במשתנה שהוא חברתי וגם אדמיניסטרטיבי.

הנושא השני הוא הנושא של שוק האג"ח הישראלי. האם ניתן ללמוד מההיסטוריה של שוק זה מה הוא שער הריבית הנורמטיבי, אני מניח שזה קשור לשאלה שהעלתם של עומק השוק. לכן בדוח שלי בדקתי גם פרמית סיכון מול ארה"ב כדי לראות פחות או יותר מה שער הריבית הנורמטיבי והיכן אנו עומדים, והדברים פחות או יותר הסתדרו.

שלומי שוב

אפילו יותר נמוך מארה"ב, לא? אנחנו רואים בעניין הזה עיוותי שוק כי בינינו לא בטוח מה עומק השוק שלנו. אתה יודע שהAA שלנו שונה משלהם.

אביה ספיבק

אני יודע שאנחנו מדינה מסוכנת וכשמסתכלים על מצב שיש חברה ענקית על המדף, נניח כמו בזק, שבמקום שיקנה אותה גוף אירופאי או אמריקאי, קונה אותה קרן סיכון, אז זה מדליק לנו נורה אדומה לגבי רמת הסיכון שהעולם רואה בנו. מכל הסיבות האלו שוק ההון הישראלי לא דווקא צריך להיות אמת המידה. לכן, קל וחומר, לעשות mark to market על שוק ההון הישראלי שהוא מטבעו שוק הון הרבה יותר מסוכן, ולחשוב שזה הדבר הבטוח, זה לא נכון. כל הדברים האלו בעצם אומרים שכדאי לקבוע כלל ארוך טווח, שיאזן את הצדק ואת הריבית הנוכחית.

אני רוצה לומר לסיום שלדעתי התפקיד של הממשלה הוא לייצר יציבות כדי שהשוק יעבוד כמו שצריך. במובן זה הדוח של וינוגרד היה מצוין. אך לפתע הייתה החלטה לגמרי פוליטית, שקבעה שאם השינוי בריבית ישנה את התעריפים של ביטוח החובה, צריך לעצור את הדבר הזה לשנה. המסקנה מזה הייתה שהמערכת הפוליטית לא מתייחסת לשיקולים ארוכי טווח.

ערן צ'רנינסקי

איני יכול להגיב על מה שנאמר לגבי השיחות עם השר, אני לא מכיר את זה. לגבי הקשר בין ההחלטה על הורדת הריבית לדמי הביטוח, זה דבר בסיסי שקורה בכלכלה תמיד. זה ענין בסיסי בכלכלה שאם

העלויות עולות, יש לזה השפעה על המחיר, ולהיפך. יש התאמה בין עלויות למחירים, זה חלק משיקולים כלכליים. לא ניכנס בפורום זה ללמידת ההשפעה. כל עסק הביטוח הוא כזה שצריך לחזות את העתיד במסגרת העלויות. לכן יש חשיבות רבה להחלטות הועדה הזאת, כפי ששלומי הציג, הן לדוחות הכספיים והן להתנהלות העסקית.

שלומי שוב

האם יש הלימה בין שיעור ההיוון בדוחות הכספיים לשיעור היוון של 3%? הרי 3% זה שרירותי.

ערן צ'רנינסקי

תלוי על איזה מגזר אתה מדבר.

שלומי שוב

כל הקצבאות. אני מדבר על סיעוד, אובדן כושר עבודה וביטוחי חיים.

ערן צ'רנינסקי

דוחות כספיים באופן כללי, לא מוצגים בשווי הוגן ושיעור ההיוון נקבע בהתאמה לשורה של כללים. התקן החדש שאתה מדבר עליו, אולי יגביר תנודתיות אבל הוא יגרום לנו להציג את כל המגזרים באופן כולל בערכים המבוססים על שיעור היוון בסיסי אחיד תוך התאמה לסיכונים. הערכים יהיו קרובים יותר לשווי הוגן. היום בדוחות יש חלק מסוים שמוצג בשווי הוגן וחלק לא. לגבי העתודות בענפים שהזכרת, הבסיס להיוון הוא הערכה אקטוארית של זרם התשלומים. יש לדעת כי בענפי החבויות למשל לוקחים בחשבון אינפלציה של תביעות שעתידות להיות, לכן חלק מההשפעה של השינוי כבר בא לידי ביטוי.

שלומי שוב

אבל זה פחות מ-3%

ערן צ'רנינסקי

יש נוהג מיטבי שמחייב אותך להיות יותר שמרן ממה שאתה חושב שתשלם. לכן רמת ההיוון היא לא אותה רמת היוון עליה אתה מדבר. מדובר על נוהג מיטבי שנכנס ביוזמת האוצר בשנה שעברה, שהעתודות הן יותר גדולות בדוחות הכספיים מהתוחלת ושיעור ההיוון שמרני.

"המלצות ועדת וינוגרד: מהו שיעור ההיוון הראוי
בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות
הכספיים של חברות הביטוח?"

שלומי שוב

AA שלנו זה לא ה AA האמיתי, אתה יודע.

משה ארנסט

בסדר, לישראלי שגר בישראל AA זו השקעה הסבירה והרלוונטית.
אם נקח להיום השקעה ב AA מינוס של הכסף של הלקוח, היא מעל
3%.

שלומי שוב

זה פחות זה 3%. בדוחות חברת חשמל לרבעון 3 השתמשו ב 2.6%,
יש פה אקטוארים.

שלומי ברטוב

2.5% 15 שנה.

משה ארנסט

כן אבל אמרתי 20 שנה

שלומי שוב

אגב, למה 20 שנה, מה הגיל הממוצע של נפגע בתאונות דרכים?

משה ארנסט

זה 31 שנה מתחת לגיל 67, זה הגיל הממוצע.

שלומי שוב

משה ארנסט

אני חושב שיש בוועדת וינוגרד שתי טעויות בסיסיות. אני לא בקיא
אם מדובר בטעויות מבחינת הביטוח הלאומי אבל בוודאי מדובר
בטעויות בעולם הכללי של דיני הנזיקין.

וינוגרד אמר שלוקחים אג"ח ממשלתיות לעשר שנים. בעולם
הביטוח שאני נמצא יכול להיות שליח פיצה בן עשרים שנפצע עם
האופנוע, ועד גיל 67, שזה אובדן כושר ההשתכרות שלו, יש 47
שנה, המח"מ הממוצע הוא 23 שנה. לעומתו יכול להיות אדם בן
66 שמבחינתו יש רק שנה של אובדן ההשתכרות. הממוצע של זה
הוא בערך 17-15 שנה. אז למה לקחת עשר שנים? צריך לקחת את
המח"מ של התביעות של אובדן ההשתכרות. הדוגמא שצינתי היא
הצד הנמוך ביותר, כי יכול להיות אדם שאין לו רק אובדן ההשתכרות
אלא גם איזשהו נזק שבגללו הוא זקוק לעובד סיעודי. יכול להיות
שהוא זקוק לעובד סיעודי הזה עד גיל 82 ולא רק על גיל 67. לכן
המח"מ הממוצע שהזכרתי של 17-15 שנה זה המח"מ הממוצע
הנמוך, רק למרכיב שנקרא אובדן ההשתכרות עד גיל 67. אבל אם
משקללים את כל מרכיבי הנזק המח"מ הממוצע הוא קרוב ל-20
שנה.

הטעות השנייה היא שבכלל לא צריך ללכת לעולם של חברות
ביטוח. יכולים להיות שני אנשים, שאף אחד מהם לא מבטוח, אחד
פגע בשני ברשלנות ואחד תובע את השני וצריך למצוא את הצדק
בניהם, ללא קשר לחברות הביטוח "עשירות". כלומר כאשר
מדברים על השאלה של מה ריבית ההיוון הנכונה? למה לקחת
אג"ח ממשלתית? ביהמ"ש העליון בפסק דין חמגה קבע שלא
בהכרח צריך להשקיע באג"ח ממשלתיות. בתי המשפט לאורך
כל הפסיקה קבעו השקעה סולידי, לא קבעו AA, AAA או אג"ח
ממשלתית. כשצריך לבחון מה היא השקעה סולידי, אני חושב שכל
אחד מאיתנו ידע להגיד מה זה בצורה פשטנית וזה לא דווקא אג"ח
ממשלתית. אני חושב שאם חברות הדירוג מגדירות AA כהשקעה
שהסתברות לקביעתה היא חזקה ביותר, אז כל קבוצת AA, היא
השקעה סולידי.

משה ארנסט

כן המח"מ הוא בערך 16 שנה, אבל זה למרכיב אובדן ההשתכרות בלבד, שאתה זכאי לו עד גיל 67. אבל יש את המרכיב של הסיוע הרפואי לו אתה זכאי גם עד גיל 80 ולכן בממוצע זה הרבה יותר מ-16 שנה. לגבי ההשקעה ב-AA הסתכלתי לפני חודש, זה היה 2.7%, להיום להערכתי מבלי שפתחתי את המדדים זה יותר מ-3% ולכן צריך לפתוח את התהליך הפוך והעלות את שיעור הריבית, לא להוריד אותה.

שלומי שוב

כן, זה נמוך מידי, הרגשנו.

משה ארנסט

זה אמרתי רק לאנדקדוטה, אבל באמת אין שום סיבה הגיונית לחשב מח"מ של 10 שנים.

עודד שריג

יש סיבה. כי כשאנחנו מחשבים מח"מ אנחנו לא לוקחים ממוצע אלא את הערך הנוכחי, והמח"מ של אג"ח 40 שנה הוא סדר גודל של 11 שנים, ואתה מדבר על פחות מ-40 שנים. המח"מ הוא ערך נוכחי של התקבולים ולא הממוצע. נכון רוני? מה המח"מ של אג"ח 40 שנה?

רוני עופר

שמשלמת באופן רציף לא מוצמד, בסביבות 11-13. ההבדל הוא שאם מסתכלים על אג"ח אמריקאית, היא משלמת ריבית והקן מתקבלת בסוף, וזה מאוד מעלה את המח"מ.

ערן צ'רנינסקי

אני רוצה להגיד שאופן בחירת הריבית חסרת סיכון בחברות הביטוח נלקח ממודל מימוני, חסר סיכון, שהיה קיים באירופה, בו השתמשו בריבית חסרת סיכון לצורך הערך הגלום בחברות הביטוח. המודל הזה היה מתוך הנחה שתוחלת התשואה על 100 ש"ח מניית היא כמו על 100 ש"ח אג"ח ממשלתי. כלומר אם אתה משקיע במשהו מסוכן אתה גם מהווך אותו בשיעור גבוה יותר. היום בעולם הבינו שיש בעיה עם המודל הזה ולכן הוסיפו לזה סיכון שולי.

שלומי שוב

לא, הסיכון השולי הזה לא מתייחס לסיכון האשראי, הוא מתייחס למרכיב של התוחלת, יש את זה ב-IFRS 17.

ערן צ'רנינסקי

זו הייתה המוטיבציה לשינוי, שהמודל של ריבית חסרת סיכון לא יכול להיות תקף היום. זה גם לא הגיוני שאדם ישקיע היום בריבית חסרת סיכון וזה גם יגרום בסוף לשינויים בהתנהגות כי נוצר פה ארטיברז'. לכן בעתיד יצטרכו לדון אם ריבית חסרת סיכון מתאימה.

שלומי שוב

זה המודל שה-IFRS מאשר עכשיו.

ערן צ'רנינסקי

לא אבל אתה מדבר על ערך גלום, אני מדבר על הנושא שאנו דנים עכשיו. אם אתה מדבר על המודל הכללי אז בהחלט יש את הסיכון השולי שהופך את הסיכון להרבה יותר גבוה מריבית חסרת סיכון.

עודד שריג

אני רוצה להעיר הערה טכנית חשובה. אנחנו מסתכלים על הקיבוע ואנו אומרים שאנו רוצים ריבית קבועה כדי לקבע את הערך הנוכחי. מה שמטריד אותנו זה לא הערך הנוכחי אלא הקצבאות, אותן אנו רוצים לקבע. אם הריבית משתנה והערך הנוכחי משתנה, אבל לאחר מכן הכסף מושקע, אז הקצבאות נשארות אותו הדבר. השאלה מה אנו רוצים לקבע את הקצבה שמקבל המבוטח או את הערך הנוכחי? הערך הנוכחי לא מעניין. לכן, מכיוון שיש פה טעות קונספטואלית שאנו רוצים לקבע את הערך הנוכחי אנו לא חושבים על הדבר שחשוב לקבע והוא הקצבה.

שלומי שוב

אז בוא נקבע רגע את הקצבה ואז מה אתה אומר?

עודד שריג

ואז mark to market לא מעניין מבחינת הקצבה. כי אם קיבלתי את הקצבה ומהווך אותה במחיר השוק ולוקח את הכסף שקיבלתי ומשקיע אותו בריבית השוק, הקצבה תהיה הקצבה הנכונה אליה התכוון המשורר.

"המלצות ועדת וינוגרד: מהו שיעור ההיוון הראוי
בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות
הכספיים של חברות הביטוח?"

בריבית חסרת סיכון, כלומר השאלה היא מה היא ריבית השימושים. אנו יודעים שנניח במערכת הבנקית ישנה גישה של לקיחת ריבית חסרת סיכון ישראלית ואליה מוסיפים פרמיה של AA אמריקאיות. אני לא בטוח שזה נכון להגיד שאותו אדם בהכרח משקיע בריבית חסרת סיכון. אני לא חושב שזו מדיניות נכונה.

נקודה שנייה, אני לא חושב שצריך להיות בכלל קשר בין ההחלטות האלו לבין הדוחות הכספיים. צורת הדיווח בדוחות הכספיים היא שאלה נפרדת.

שאלה שלישית היא השאלה של התנודתיות בדוחות הכספיים. במבחינת אותו אדם שצריך פיצוי, לא מעניין אותו מה קורה בדוחות הכספיים, ומה התנודתיות בהם. אני בתור מעריך שווי מתעלם מהתנודתיות שלכם, אני מעריך את ההתייבויות שלכם בנפרד בכל מקרה.

אני חוזר לשאלת ה mark to market. במשך תקופה ארוכה הייתה תופעה מאוד מעניינת, שקופות הגמל וקרנות הפנסיה לא עשו mark to market לנכסים הבלתי סחירים שלהם - אגרות חוב. מה שקרה זה שהתפתחה העדפה. כמנהל השקעות אני תמיד דורש פרמית סחירות על משהו לא סחיר. אם הייתם מסתכלים בזמנו הייתם רואים על אג"ח פרמית סחירות שלילית. אני חושב שהרעיון של mark to market הוא רעיון נכון, השאלה איך אתה מיישם אותו אביה. לא חייבים ליישם אותו על בסיס יום יומי או אפילו חודשי או רבעוני, אבל ה mark to market חייב להיות. השאלה היא איך מונעים את התנודתיות. אני חושב שצריך לקבוע ריבית לתקופה ארוכה על בסיס השוק. יש את שאלת העקרון ואת שאלת היישום, אני חושב שצריך להפריד בניהם. בעיני העיקרון צריך להיות mark to market וריביות שוק. השאלה אם לוקחים את זה עם פרמיות סיכון או ללא.

יורם עדן

כמו שנאמר פה ע"י פרופסור גוטליב, הרי לכאורה הנפגע יכול לקבל קצבה, הוא מבקש להוון את הקצבה. כל המודל שאומר שצריך לבדוק מה היה קורה אם הוא יהיון וישקיע הוא לא בהכרח נכון כי יש לו דרך עדיפה שהיא להישאר עם הקצבה. הוא מהוון כדי לקבל

שלומי שוב

אבל על זה אנחנו מדברים, מה העמדה שלך בנושא הזה של mark to market?

עודד שריג

אני חושב שה mark to market נלקח למקום רחוק מידי ממה שהוא אמור היה להילקח. אנו מוצאים כתוצאה מכך יותר מידי תנודתיות. באג"ח המיועדות לא עושים mark to market, וזה נכון כי אומרים שאנשים חוסכים לפנסיה לטווח ארוך, אבל צריך לזכור שפה זה לא בדיוק השימוש הרלוונטי. כאן מדובר באדם שנפגעה לו יכולת ההשתכרות, מסיבה כזו או אחרת, והצורך הוא לתקן את הפגיעה הזאת, לכן מה שחשוב לנו זה לא הערך הנוכחי של יכולת ההשתכרות אלא הקצבה.

דניאל גוטליב

הביטוח הלאומי הרי נותן קצבה, כאלטרנטיבה ראשונה. אנשים רוצים בכל זאת להוון מסיבות כאלה ואחרות, ושורפים את הכסף ודווקא לוינוגרד היה מאוד קשה עם זה.

רוני עופר

אני חושב שיש כאן כמה נושאים שמתערבבים. יש את הנושא של כמה מקבל הקצבה צריך לקבל אם הוא מהוון את הכל. שאלה נוספת היא שאלת הדוחות הכספיים ושאלה אחרונה היא שאלת ה mark to market. מבחינת הפיצוי וההיוון שלו, אני חושב שהשאלה היא מה היא אלטרנטיבת ההשקעות של אותו אדם, מה הם השימושים. לא רלוונטי להסתכל מה הביטוח הלאומי מקבל, אם לי קורה משהו חס וחלילה אני לא יכול ללכת לממשלה ולקבל את התשואה שביטוח לאומי מקבל. אז אפשר להגיד, כמו שערן אמר שאותו אדם ישקיע ב AA נניח ואז זו הריבית הרלוונטית, או שמדובר

כסף נזיל ולכן בוודאי שהוא צריך לשלם פרמית נזילות. לעניין שהוזכר פה על השוואה לערך הגלום. כמו שאנו יודעים באירופה, מעל ריבית חסרת הסיכון מוסיפים פרמית נזילות, בגלל סיכונים שלא ניתנים לגידור. כלומר כל העולם של חסר סיכון מניח שניתן לגדר את כל הסיכונים וזה לא נכון. ברור שהשימוש בשיעור הון אחיד הוא תמיד שרירותי. כמו שחיים אמר פה, אדם בן 50 ואדם בן 30 נפגעים, אחד צריך לעשות הון על 17 שנה והשני על 37 שנה, ה mark to market זה לא אותו שיעור. כלומר בגישת ה mark to market מדובר על הון פרטני לכל תביעה, שזה כאוס מוחלט.

שלומי שוב

אז מה אתה אומר בעצם?

יורם עדן

חייב להיות שיעור הון קבוע, נכון שיש וקטור ריביות וכדומה אבל בכל זאת.

אמיר ברנע

לפי הספרות המקצועית עקום התשואה מייצג צפי לריבית עתידית ולכן בנפרד פרמיית נזילות.

יורם עדן

בואו נחשוב בצורה מעשית, אתה רואה את בית המשפט לוקח את וקטור הריביות ופוסק ריבית של 2.4% כי זה הון 17 שנה וכשזה הון 30 שנה פוסק שהריבית היא 2.9%? אני לא חושב שזה הגיוני.

שלומי שוב

אז מה אתה אומר בשורה התחתונה יורם?

יורם עדן

אני חושב ששיעור הון אחיד הוא הפתרון הנכון.

שלומי שוב

מה זה אחיד? 3%?

אמיר ברנע

יורם, בהמשך למה שאמרת, כדי שחברת הביטוח תהיה אדישה בין הון לאי הון צריך שער הון שמייצג עלות חוב בכיר לחברת הביטוח. הבעיה היא שאין חוב בכיר סחיר בחברות ביטוח, כי אילו גופים שאינם זקוקים ללוות לצורך השימושים אלא להיפך, חברת ביטוח יש לה הכנסות היום והוצאות עתידיות. יש לה חוב משני לצרכי הלימות הון אבל הסיכון שלו אחר. אני אומר שיש לבחור ב AA, כי הוא מייצג בעיניי את העובדה שאילו לחברות ביטוח היה חוב בכיר, הוא היה AA, כמו כל הסקטור הפיננסי המפוקח. אני רוצה שחברת ביטוח תהיה אדישה בין הון לתשלום עיתי, והדרך היחידה לעשות זאת ושלא תהיה השפעה על התערפלים, היא באמצעות קביעת שער הון כזה שמייצג ריבית לחברת ביטוח אילו היה לה חוב בכיר.

שלומי שוב

אבל אילו היה לה חוב בכיר, החוב של חברת הביטוח לתשלום דמי ביטוח לא היה קודם לו?

הילה קונפורטי

זאת שאלה תאורטית כי אין חוב בכיר. מבחינת המפקח תמיד בעלי הפוליסות קודמים אבל אם החוב הוא בכיר אז הם היו כאילו באותה רמה, אבל זה לא קיים.

שלומי שוב

זה היה באותה רמה? אם לצורך העניין חברת חשמל מתפרקת, איך סדר הנושים יראה?

הילה קונפורטי

זו שאלה שאי אפשר לענות עליה בשתי דקות. ברור לגמרי היום שכל הנושים של אגרות החוב הם נדחים לבעלי הפוליסות כי כל החובות היום הם לא בכירים, הם בהגדרה מכשירי הון.

שלומי שוב

לא אבל אם היה אג"ח כמו שאמיר מדבר עליו.

הילה קונפורטי

אז כמו שאני אומרת, זו שאלה תיאורטית ואתה נכנס פה לסוגיה של דיני הפירוק של חברות ביטוח שזו סוגיה מאוד גדולה.

"המלצות ועדת וינוגרד: מהו שיעור ההיוון הראוי
בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות
הכספיים של חברות הביטוח?"

ברוטו.

שלום סביון

אני אתקן. כאשר מגישים תביעת לפי חוק הפיצויים לנפגעי תאונות דרכים, החוק קובע שהניזוק יקבל פיצוי ומזה יפחיתו מס הכנסה במגבלות של 25%. אבל כאשר מגישים תביעת נזיקין שם אין בכלל ניכוי של מס הכנסה, זה לפי הכנסה ברוטו.

אמיר ברנע

אז אם מופחת מס מריבית ההיוון לפי הצעת ד"ר סולברג, אני משפר את מצבו של המבוטח לפחות לגבי סכום ההיוון שמנוצל באופן מיידי.

שלום סביון

אין ספק שאדם שנפגע בתביעת נזיקין לא משלם מס הכנסה על הפסד ההשתכרות אבל זה החוק, על זה אנחנו לא מדברים. אנחנו מדברים על אדם שנפגע נניח בתאונת דרכים, לגביו יש מס הכנסה שמוגבל ב-25%, כך קובע החוק. נניח שבית המשפט קבע שהוא זכאי לפיצוי של 3000 ש"ח בחודש, והוא רוצה להשקיע את זה בבנק, הוא לא יכול לקבל 3% זה ברור. לא רק שהוא לא יכול לקבל 3%, יש לו גם מס רווח הון, זה עוד יותר מפחית את התשואה. על זה בתי המשפט בכלל לא דיברו. כשהייתה הלכת זדה, בשנות ה-70 בה נקבע שיעור ההיוון של 3%, לא היה בכלל מס על רווחי הון. דבר נוסף שלא מביאים בחשבון זה העובדה שהוא לא יכול להשקיע בעצמו, אומרים לו להשקיע דרך קרן נאמנות, יועץ השקעות וכדומה, יש לו גם דמי ניהול, עמלות. השורה התחתונה היא שיש קיזוזים והפחתות, שלא נלקחים בחשבון, מהסכום שאתה יכול לקבל על בסיס ריבית שהיא לא ריאלית היום, ולזה כולכם מסכימים. הביטוח הלאומי הקים ועדה מכובדת בה נקבע שהריבית היום היא 1.4% נדמה לי ועל מנת שלא תהיה שונות יותר מידי גדולה, החליטו על 2% וזה הגיוני.

יורם עדן

אבל אמיר זה יותר פשוט, גם שטרי ההון הנדחים הם AA או A פלוס.

אמיר ברנע

זה אבסורד, הלא הניזוק נושא בסיכונים שהחברת ביטוח לא תעמוד בתשלומים שלה, אז מה זה "חסר סיכון"? נניח שלא נפגעת, אבל עשיתי ביטוח, הזכות שלי לקבל את דמי הביטוח אם אפגע תלויה בסיכונים של חברת הביטוח, אני לוקח סיכון.

אבי בראור

השאלה היא לא מה הזכות שלך, הזכות שלך היא מוחלטת, השאלה היא מה הסיכוי שלך לקבל את דמי הביטוח.

שלום סביון

אנחנו מנסים לתקוף את העניין הזה של שיעור הריבית כבר הרבה שנים, ואלמלא התערבות הביטוח הלאומי במסגרת ועדת וינוגרד, אף אחד לא היה מוכן לדון בנושא הזה בצורה רצינית. אני יכול לספר לכם על דיון שהיה לי כבר בשנת 2011. הבאנו מומחה כי בתי המשפט אומרים שהם לא מוכנים להיכנס לנושא הזה מבלי שיביאו ראיות מוצקות שסיבירו מה שיעור ההיוון השורר במשק. פרופסור אלי אמיר מאוניברסיטת תל אביב נתן חוות דעת מטעם חברת הביטוח והגענו למסקנה ששיעור ההיוון, לפי מח"מ 17, באותה תקופה, הוא נמוך בהרבה מ-3% שזו הריבית שפוסקים לפיה. הבאנו בחשבון גם מס על רווחי הון, שזה דבר חדש.

אמיר ברנע

אתה מתכוון למס על ההכנסה שהוא צריך לשלם אם הוא משקיע את הכסף באגרות חוב? אבל מצד שני גם הסכום להיוון הוא סכום

לא, קבענו עקרון של קביעת ריבית. במקרה לפי הנתונים שבנק ישראל נותן לנו, זה כרגע 1.6%, אנחנו לא רצינו זעזועים אז קבענו 2%.

שלום סביון

ביטוח לאומי נתן לנו רוח גבית, אבל זה לא מספיק. כי למשל עכשיו אנחנו מנהלים תיק בו הגשנו חוות דעת ואנחנו מנסים להוכיח שהריבית השוררת במשק נמוכה בהרבה מ-3%, מה שכבר כולכם מסכימים.

שלומי שוב

אני לא מבין משהו, אם יש הלכה מפורשת של בית המשפט העליון, הלכת חיימס, למה אתה לא הולך עם זה לבית המשפט לצורך הדיון בתיק שלך?

שלום סביון

אבל בהלכת חיימס השופט אור אמר שבית המשפט זו לא הבמה הראויה לקבוע את שיעור הריבית. אבל הוא נתן עיקרון שאם רוצים לשנות את שיעור הריבית צריך להביא הוכחות. אז אנחנו הולכים לקבל חוות דעת ממומחים.

שלומי שוב

מלחמת מומחים.

שלום סביון

נכון, וגם כשמביאים את המומחים בית המשפט אומר שזה מסובך ושה צריך להיות בחקיקה. עכשיו זה היה בחקיקה ודחו את זה. בעצם משאירים את הנפגעים במצב של קיפוח אמיתי ואני לא מדבר על הרווחים שחברות הביטוח עשו מאז התקופה, שכולכם מסכימים, שהייתה ירידה דרמטית של הריבית ופחות או יותר אף אחד לא צופה גם שתהיה עלייה.

שלומי שוב

השוק משקף היום את כל הציפיות.

אביה ספיק

אם חייבים לצפות אז אני צופה שתהיה עלייה מתונה.

שלומי שוב

אין לאן לרדת.

שלום סביון

עוד דבר בעניין העקרוני, כל הנושא הזה של ההשתנות הוא לא דבר חדש. יש את חוק פסיקת ריבית שהוא הולך לפי הריבית הרבעונית שקובע החשב הכללי וזה משתנה מתקופה לתקופה, אף אחד לא נבהל מזה.

יקי גולד

אין ספק שהדוח של וינגרד הביא לתנודתיות נוספת מעבר לתנודתיות הקיימת בדוחות של חברות הביטוח. בעניין זה סגל רשות ניירות ערך, בשיתוף עם רשות שוק ההון, פועלים לכך שהחברות יכללו גילוי נאות לשינויים בדוחות כך שהם ישקפו, בין היתר, את הסיבות לשינויים ברווחים. כדוגמא לכך ניתן להתייחס לחוזר ביטוח "בדיקת נאותות העתודות (LAT) בדוחות הכספיים של חברות ביטוח" מחודש אוגוסט 2015 אשר צורף כחומר רקע למפגש הנוכחי. החוזר מתייחס לאפשרות להוסיף לריבית חסרת סיכון פרמית אי-נזילות, הן להנחת תשואה והן להנחת ריבית היוון. עובר למועד פרסום החוזר אחת מחברות הביטוח החלה להוסיף לריבית חסרת הסיכון פרמית אי נזילות וזאת ללא מתן גילוי לעובדה האמורה.

שלומי שוב

שזה למעשה שינוי מדיניות במונחים שלנו.

יקי גולד

הוספת הפרמיה הובילה לקיזוז משמעותי של ההשפעות שהיו באותה תקופה והם הוצגו בנטו, בלי לתת לכך גילוי. החברה התבקשה לתת גילוי לשימוש לראשונה בפרמית אי נזילות, הבסיס להחלטה והשפעות על חישוב נאותות העתודה. דוגמא נוספת היא שפעמים ששינויים מהותיים ברווחים נובעים משינויים במחקרים שהחברות מבססות עליהם את ההנחות שלהן לצורך חישוב העתודות. גם כאן אנו פועלים, בשיתוף שוק ההון, לכך שיהיה גילוי יותר רחב למחקרים שעליהם מבוססות ההנחות ולציין ככל שחל שינוי בקשר עם המחקרים עליהם ההנחות התבססו. אנו חושבים שהגילויים הללו מסייעים בניתוח של הדוחות בכלל ושינויים

"המלצות ועדת וינוגרד: מהו שיעור ההיוון הראוי בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות הכספיים של חברות הביטוח?"

ברוחיות בין התקופות בפרט.

אושר.

שלומי שוב

דן וייס

אני לא חושב אגב שתנודתיות היא מילה גסה. אני חושב שניתן לפתור אותה דרך גילוי ודרך הסברה של הפעילות. אני חושב שתוספת של פרמית אי נזילות זה שינוי מדיניות ולא שינוי של התקופה.

אני רוצה לשמוע מחברות הביטוח, ערן, המילארד ש"ח השפעה שנרשמה במצרפי בדוחות של כל חברות הביטוח מועדת וינוגרד, זה הרי לא 100% מהעדכון. כלומר אם לצורך העניין וינוגרד מתקבל סופית וההחלטות יישומו מיידית ובתי המשפט מתיישרים, צפויה להיות עוד השפעה מהותית על הדוחות של חברות הביטוח?

ערן צ'רנינסקי

דן וייס

הערכת עתודות של ביטוח מתבצעת לפי מודל של היוון תשלומים שלוקח בחשבון גם התפתחויות. זאת אומרת שיודעים שיש אינפלציה של תביעות כגון עקב החמרות של בתי משפט וזה נלקח בחשבון. על זה יש את הנדבך של הנוהג המיטבי שאנו צריכים לדאוג שאנו נמצאים באחוזון 75.

השנה בעקבות הערכת ההשלכות של ועדת וינוגרד עשו איזושהי הערכה לגבי מה שעתיד לגרום להתייקרות התביעות מעבר לכך. ברור שיהיה צורך לעקוב אחר ההתפתחויות ולעדכן ככל שידרש.

דן וייס

שתי הערות קצרות. יש פה דבר מאוד מוזר, הרי בעצם אנו רואים אירוע שלא קרה. הייתה קבוצה של אנשים שישבו ודיברו, אין דוח, שום דבר לא אושר.

דניאל גוטליב

זה אושר על ידי שר הרווחה. לאחר מכן הוא דחה אותו אבל זה כן

שלומי שוב

למה אתה כל כך מופתע? זה היה צריך לקרות הרבה לפני.

דניאל גוטליב

למה זה נדחה, מישהו יודע? בגלל לחץ פוליטי של חברות הביטוח.

דן וייס

ההערה שלי לא מתייחסת לאיך משלמים לנפגעים, היא רק מתייחסת לדיווח של חברות הביטוח. אני חושב שזה אחד המקרים הנדירים שבעצם אירוע שלא קרה השפיע בצורה מדהימה על הדוחות של חברות הביטוח וזה נראה לי אבסורד.

ערן צ'רנינסקי

אבל יקי גולד הצביע על דוגמאות אחרות של מחקרים ותחזיות שהם גם משפיעים, על בסיס הערכות ואומדנים הנערכים מעת לעת. לכן לוקחים בחשבון גם השפעות אפשריות לשינויים כתוצאה מהחלטות של ועדה.

יורם עדן

יצאה הוראה של המפקח על הביטוח להפריש, מה הבעיה.

לא יצאה שום הוראה.

שלומי שוב

אנחנו מתעסקים בטכניקה, לא במהות. במהות, אנשים שהילדים שלהם נפגעו מקבלים פחות ממה שהם צריכים לקבל.

טיפה ברוח של מה שיקי העלה, אני חושב שדווקא IFRS 17 יתן לזה נדבך נוסף של גילוי. כי IFRS 17 המתוכנן מפריד בין הצגה נומינאלית של סכומים לבין הפרשי ההיוון שהיום אף חברת ביטוח לא עושה. ההפרדה הזאת לפחות תבהיר לנו אם חברות הביטוח הרוויחו או הפסידו כתוצאה משינוי כזה, מה בדיוק זה עשה שם.

שלומי שוב

נכון, הגילוי שיקי מדבר עליו יהיה בשורה נפרדת או אפילו יעבור ל OCI.

הילה נשמח לשמוע מה דעתך על כל הדיון הזה, אני מבין שאתם בתוך פוזיציה אבל בכל זאת.

הילה קונפורטי

דווקא לא מהמקום של הפוזיציה. נאמר פה שזה נדחה בשנה בלחץ של חברות הביטוח וחשוב להגיד שלמיטב ידיעתי זה לא נכון. זה נדחה כי שר האוצר חשב שאם ידחו את זה בשנה אז לא יצטרכו לעדכן את התעריפים והוא יוכל להציג את התעריפים הנמוכים שהוא הבטיח לציבור, זה פוליטי. כי לחברות הביטוח, כשהן מסתכלות על כל העתיד, דחייה של שנה היא חסרת משמעות.

שלומי שוב

את יודעת מה זה דחיית מס של שנה? כל הסטודנטים שיושבים פה יודעים מה המשמעות של דחיית מס של שנה בעולם העסקים.

משה ארנסט

שלומי אבל אנחנו מפרישים את זה מיד.

הילה קונפורטי

ולכן לא אמורה להיות לזה השפעה על התמחור. בכל אופן, אני רוצה להגיד משהו לגבי האנשים שמהווים קצבה בביטוח לאומי. לפי מה שנאמר לנו כאן זו בחירה של התובע להוון את הקצבה.

שלומי שוב

אגב יש מקרה שלא מהווים?

שלום סביון

לא. הנושא הזה של תשלומים עיטיים כבר לא קיים. היו ניסיונות אגב של חברות הביטוח לתשלומים עיטיים כי הם חשבו שהמבוטח ימות, אבל בתי המשפט לא הסכימו לזה והדבר הזה נעלם מהעולם. לא תמצא פסק דין אחד בעשר שנים האחרונות שנתן פיצוי עיתי.

שלומי שוב

אבל למה? זה הכי נכון לניזוק וגם מבחינת המדינה האינטרס הוא שכן ישולמו תשלומים עיטיים.

הילה קונפורטי

הועדה היא ועדה של ביטוח לאומי, שדיברה על סוגיה של ביטוח לאומי ובביטוח לאומי זאת אופציה של התובע להוון. מה שמעלה את השאלה של סלקציה שלילית. כי מי שמהוון כנראה יש לו אינפורמציה שבגללה מוטב לו להוון מאשר להמתין לזרם. לכן בהגדרה, נראה שכל הטיעון שהוא צריך להשקיע את הכסף ולהינות מהתזרים הוא כנראה טיעון מעט בעייתי בהקשר הזה. יש כאן ועדה שלא רק שאין לה דוח שהתפרסם, גם בכלל לא ברור אם הפתרון שהיא נתנה הוא הפתרון הנכון לסוגיה הספציפית שהיא הייתה צריכה לדון בה. יש כאן בעיה טכנית לפחות בשלב הזה ואי בהירות לגבי הרלוונטיות של הסוגיה שנדונה כאן.

שלומי שוב

ברמה האנושית את חיה בשלום עם 3%?

הילה קונפורטי

אם מדברים על הרמה האנושית אני רוצה להגיד משהו. יש מספר מסוים של תובעים ויש הרבה מאוד אנשים שמשלמים פרמיות ויש קשר בין זה לזה. לכן כשמדברים על ביטוח צריך להסתכל על רווחה חברתית כוללת, ותמיד שוכחים את זה. תמיד קל לראות את המקרה הבאמת עצוב של התובע שרוצה מקסימום תמורה, אבל

"המלצות ועדת וינוגרד: מהו שיעור ההיוון הראוי בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות הכספיים של חברות הביטוח?"

שלום סביון

זה לא יעבוד. אין קשר ישיר בין תשלום התביעות לבין עליית הפרמיה. יש נתון שאתם משתמשים בו שנקרא loss ratio, למשל בביטוחי בריאות הוא עומד על 40%. על כל שקל שהמבוטח משלם אתם נותנים לו 40 אגורות. עובדה זו מהווה הוכחה לכך שלא תמיד מתקיים קשר ישיר בין תשלום התביעות לבין עליית הפרמיה.

שלומי שוב

אתה מוכן שהם יעברו לתשלומים עיתיים? כעורך דין? זה יפגע לך בעמלות?

שלום סביון

זה לא עניין של עורכי הדין, גם אם משלמים תשלום עיתי שכר הטרחה של עורך הדין ישולם בבת אחת.

שלומי שוב

אבל מאיפה יהיה ללקוח כסף לשלם לך?

שלום סביון

שכר הטרחה של עורכי הדין משולם על ידי חברות הביטוח ומתווסף לסכום הפיצוי, זה בכלל לא בא מכיסוי של המבוטח, תבדקו את חוק הפיצויים לנפגעי תאונות הדרכים.

אמיר ברנע

אין הרבה מה לסכם. אני מבין שנקודת המוצא היא של המבוטח. שהמבוטח יהיה אדיש בין לקבל סכום חד פעמי או לפרוס. זה קצת מוזר בסיטואציה הזאת כי כל הבעיה מתחילה מזה שהמבוטח רוצה סכום מהוון בגלל שיקולי נזילות ועלויות שונות, גם בסיטואציה

אם נשלם לתובעים, וזה נכון לכל סוגי הביטוח, את המקסימום תשלום אז כולם יצטרכו לשלם מקסימום פרמיות.

שלומי שוב

אבל מה שאת אומרת מתעלם מכוחות תחרות השוק.

אמיר ברנע

הילה אומרת שהמשמעות להוון בשער ריבית חסרת סיכון במקום 3% זה התייקרות של החוזה. כאילו מבטחים על סכום יותר גדול, הפרמיה היא פרופורציונלית לסכום הפוטנציאלי.

הילה קונפורטי

למשל ביטוח חובה הוא חובה וכולם צריכים לשלם אז צריך להבין שיש כאן סוגיה חברתית קצת יותר רחבה מסוגית התובעים עצמם בלבד. צריך למצוא את נקודת האיזון הנכונה בין כלל האוכלוסיה לבין אוכלוסית התובעים.

שלומי שוב

אני חושב שזה בעייתי מראייה של הגבלים עסקיים מה שנאמר פה עכשיו. כי אם קופיקס יציע עכשיו ביטוח במחירים יותר נמוכים?

משה ארנסט

לא הבנתי איך זה שייך, מה שהילה אומרת הוא שאתה בעצם מעלה את התשלום שאתה משלם למבוטח.

שלומי שוב

אני חושב שהפתרון הוא תשלומים עיתיים.

הנוכחית של 3% ריבית. חבל שלא מדברים גם על הגינות מבחינת חברות הביטוח או מבחינת המוסד לביטוח לאומי. וכן על השלכות ההיוון על קביעת תעריפים ועדכונים. השאלות שהוצגו מעניינות ואני מניח שצפוי בקרוב דיון בבתי המשפט ונראה מה תהיה התוצאה. תודה רבה לכולם.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

כיצד מתמחרים רעיון?
הערכות שווי של חברות
סטארט-אפ על רקע
ניסיון הנפקת 'שלנו גרופ'

תאריך המפגש: 5 לינואר 2017

נושא המפגש: "כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון הנפקת 'שלנו גרופ'"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון ינואר כולל נספחים.

אורחים שנכחו בדיון: עו"ד אשר סופן ועו"ד יעל וויס (מחלקת תאגידים, רשות נירות ערך), יבגני אוסטרובסקי (סגן הכלכלן הראשי, רשות ניירות ערך), איציק בן מנחם (סמנכ"ל מחקר, כלל ביטוח), שמוליק וינשטיין (מנהל תחום, חטיבת תכנון וכלכלה, רשות המיסים), עמיחי בומבר (מנהל מח' מחקר אגף השקעות, מנורה מבטחים), יגאל טולדנו (שותף מנהל - BDO Consult-ing Group), עתליה לביוד (BDO), דני ירדני (סמנכ"ל השקעות, אלטשולר שחר, לא נכח בדיון אבל הוסיף את התייחסותו), בן נובו שלם (ראש מחלקת מחקר, אפסילון).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, גיל מור, דן אלנתן, צור פניגשטיין, נדב עובד, עמנואל אבנר, דגנית דניאל, ואדים פרוטנו, אהוד בר, טל מופקדי, נדב שטיינברג, אלי אלעל, דוד רביע, מיכה ארד, עינת שפרלינג, עידן בן נחום, גיא טביביאן, לילי איילון, דב ספיר, רקפת רמיגולסקי, רם לוי, אסף סגל, דני ויטאן, גידי שלום בנדור, יהודה בן אסיאג, כפיר קלדרון, שרון חנס, אלון גלזר, מאיר סלייטר, מנחם שוורץ, משה גדנסקי, אברמי וול.

צוות מקצועי: לידור רוזנצוויג, יעל סלטון, דניאל גרף ויהונתן סמוכה.

שלום לכולם, אנחנו הולכים לעסוק היום בנושא שהוא ממש בליבה של הפורום הזה ועוד בבית הספר ליזמות. בפורום שווי הוגן אנחנו אוהבים להסתכל על שווי הוגן במובן הרחב, אך היום אנחנו נכנסים ממש לתוך הליבה שלו ורוצים לדבר על הערכות השווי של חברות הסטארטאפ וגם כל זה על רקע Case Study פנטסטי, שבו באה חברה כזאת וניסתה ממש להנפיק, כל אחד לוקח את זה מהכיוון שלו - לטוב ולרע, של סיפור הנפקת "שלנו". אני חושב שכל הגורמים המעורבים, שיש להם עניין בנושא נמצאים כאן ויהיה מעניין מאד לשמוע את ההתפתחות של הדיון הזה. אחרי דברי הפתיחה נשמע מצגת של יגאל טולדנו מ-BDO שהכין את הערכת השווי.

בכלל, לפני שמתחילים להתעסק בהערכות שווי כאלה, עולה לדעתי שאלה מקדמית, עד כמה באמת חברות סטארטאפ צריכות להגיע לבורסה? יש מגמה של הרשות לני"ע ושל הבורסה לעודד חברות מסוימות, כמו למשל בתחום הביומד, להיסחר בבורסה ויש פה שאלה האם באמת זה נכון, בתכלס החברות הללו הן כרטיסי הגרלה מבחינת הציבור והשאלה כמה זה נכון ללכת לציבור ולגייס כסף בשביל השקעות ברמות סיכון וסיכוי כה גבוהות שאין לו באמת יכולת וכלים לתמחר אותם - מה שהופך אותם לכרטיסי הגרלה.

צריך גם להתחיל בזה שגם בלי קשר להנפקה של "שלנו", בחשבונאות אין לנו ברירה אלא לאמוד את השווי ההוגן של סטארטאפים, אם זה השקעה במניות שאינה מקנה השפעה המהותית וכן גם באופציות לעובדים לצורך רישום הוצאות שכר בגין השווי ההוגן שלהן ומן הסתם צריך לצורך כך את השווי ההוגן של של נכס הבסיס שהוא המניות עצמן. ובכלל, בדוחות כספיים של קרנות הון סיכון גם לפי ה-U.S GAAP גם לפי ה-IFRS כל ההשקעות נמדדות לפי שווי הוגן, גם השקעות שמקנות השפעה מהותית וצפונה גם שליטה (ישויות השקעה). כלומר, לא רק השקעות שהן נכס פיננסי מתחת להשפעה מהותית. המשמעות היא שלפי החשבונאות היום, נרצה או לא נרצה מדידה לפי שווי הוגן נדרשת והמגמה של החשבונאות, אם מסתכלים על החשבונאות המודרנית, התפישה שלה שאתה יכול למדוד שווי הוגן, התפישה היא שכמעט כל דבר אפשר למדוד את השווי ההוגן שלו. יש לנו את IAS 39, בנושא מכשירים פיננסיים שעכשיו הולך להיות מוחלף ב-IFRS 9. השקעה במניות לפי IAS 39 נדרשת להימדד לפי שווי הוגן, ויש בו משפט שאומר שבמקרים נדירים לא ניתן לאמוד באופן מהימן שווי הוגן ולכן המדידה תהיה לפי העלות. ב-IFRS 9 שמחליף אותו אפילו הורידו את המשפט הזה. כלומר כל השקעה במניות שהיא נכס פיננסי נדרשת להימדד לפי שווי הוגן. ב-IFRS 13 יש אפשרות לגבי מכשירים הוניים להשתמש בעלות היסטורית רק כשהיא מהווה קירוב לשווי ההוגן. זאת אומרת בתפישה של החשבונאות המודרנית היא שכל דבר כמעט ניתן למדידה לפי שווי הוגן.

כשאנחנו מסתכלים על השווי ההוגן של סטארט-אפים, אז כמובן שהשווי ההוגן צריך להימדד לפי ההיררכיה החשבונאית המקובלת שנותנת העדפה לנתונים האובייקטיביים (נתונים חיצוניים) - קרי לפי הגיוסים האחרונים, כמובן שכלל שהגיוס הוא גיוס חיצוני, משמעותי ונותן באמת אינדיקציה וככל שפער הזמן שחלף הוא פער זמן לא גדול. התייחסנו גם בחומר הרקע לנייר של ה-AICPA בנושא הזה, הוא גם מדבר על זה שבשלב ראשוני של הסטארטאפ שעדיין אין גיוסים ועדיין משתמשים בכסף פנימי של המשפחה, החברים וכו' ועוד לא עשינו גיוסים חיצוניים, הוא מדבר על זה שבמצבים כאלו מחוסר ברירה, צריך להשתמש בעלות של שחלוף. זאת אומרת, נקודת המוצא היא העלויות שהושקעו, הם הבנצ'מרק הטוב ביותר שיש כרגע לשווי ההוגן, כמובן שלתפישה הזו של עלות השחלוף יש חסרונות. אמנם נקודת המוצא שלה הוא שהסכום שהושקע הוא האומדן הכי טוב לשווי ההוגן, אבל כמובן שיש פה כמה סכנות, נושא של התיישנות טכנולוגית, יכול להיות שהשקענו בחברה וכרגע מתרחשים כל מיני שינויים וגם בכלל תמיד צריך לבדוק את הקשר שלה לתזרימי המזומנים העתידיים. יש פה רגישות מאוד גדולה, שהרי היא לא בהכרח מתאימה לתזרים המזומנים ולשינויים שקורים. אך למרות שיש לה לא מעט חסרונות, מצד שני, אני חושב שהיא לא מילה גסה. אם אנחנו מסתכלים ב-IFRS 13 שהוא התקן החשבונאי המרכזי בעולם שעוסק בשווי הוגן בחשבונאות, הוא מדבר על 3 שיטות של הערכות שווי להגיע לשווי ההוגן שאחת מהן היא שיטת עלות השחלוף, לצד שיטת ההכנסות (DCF) ושיטת מחירי השוואה.

הנייר האחרון של הרשות שגם אותו צרפנו, נשמע קצת מתנגד לעלות השחלוף, אבל צריך גם להיזהר באיך שאנחנו מפרשים את הניירות של הרשות כי ניירות של הרשות. הניירות האלה הרבה פעמים לוקחים מקרה מסוים וייחודי שלא בהכרח ניתן לבנות ממנו הקשה כללית. זה גם העניין לדעתי בנייר הזה שבו מדברים על איזו קרן הון סיכון שהשתמשה בעלות השיחלוף לגבי אפליקציה מסוימת ולמרות שחלף הרבה זמן והאפליקציה כבר התגלתה ככושלת מבחינה טכנולוגית. אז יכול להיות שהיה שם איזשהו יישום לקוי שאולי לא צריך להסיק מזה מסקנה שהיא מסקנה רחבה.

אני בכלל חושב שבמצבים מסוימים עלות השחלוף היא סוג של פתרון. אני אפילו הייתי לוקח את זה קדימה ואני חושב שהחשבונאות של מחקר ופיתוח שרושמת את כל העלויות האלו כהוצאה מתוך תפיסה שאין נכס צריכה לעבור רוויזיה, יש הגיון לצאת מהנחה שהעלות שהושקעה היא נכס, כמובן שזה נכס מאוד רגיש שצריך לבדוק את ירידת ערך שלו כל תאריך מאז. כלומר, צריך לבדוק עד כמה באמת העלות הזאת מייצגת הטבות כלכליות עתידיות, אבל אני חושב שזה מצב שהוא עדיף וייצור רלוונטיות הרבה יותר גדולה בדוחות כספיים של חברות שיש להם פרויקטי מו"פ בכלל ושל סטארטאפים בפרט. המצב היום שבו ההון העצמי

כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי
של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון
הנפקת 'שלנו גרופ'

לדעת איך לבצע את ההערכה. אנחנו יודעים שבפרקטיקה של הערכות השווי, זה לא סוד, מעריכי שווי נוקטים בגישה זהירה, זאת אומרת, כשהם לא בודקים את הנתונים, את ההנחות לתחזיות הם מוסיפים איזשהו דיסקליימר (disclaimer) שבא ואומר "לא בדקנו את הנתונים והתחזיות", כשהם בודקים, הם לא אומרים את זה. זאת אומרת כשאתה רואה הערכת שווי שבה זה לא נאמר, כנראה שמעריך השווי בדק את זה. כיום אין איזשהו היררכיה בין סוגים של הערכות שווי והתחום כלל לא מוסדר, כך שכל עובדה כמעט יכולה להיקרא "הערכת שווי". כלומר גם ההערכה הזאת וגם ההערכה הזאת נקראות הערכות שווי, יש פה גם סוגיה שהיא מאוד מבלבלת את הציבור, הציבור לא יודע בדיוק לעשות הבחנה בין סוגים שונים של הערכות שווי.

כשאנחנו מדברים על הנושא המתודולוגי, אז בכלל הנושא הזה מחבר אותנו לנושא שהוא יותר רחב, של חברות הכלכלה החדשה שלא בהכרח ניתן להלביש עליהן את המודל המסורתי של ה-DCF. אנחנו מדברים על חברות כמו WhatsApp ו-Snapchat שהן לא בדיוק מייצרות לנו מודל עסקי סדור שאתה יכול לשבח אותו ככה בקלות בתוך ה-DCF. ראינו את המכירה של Waze, ב יותר ממיליארד דולר כאשר ההכנסות שלה הן הכנסות נמוכות, היא מפסידה והיא צופה להפסיד ולמעשה הרציונל כאן הוא בכלל לא תזרימים עתידיים אלא כנראה מבוסס על מספר משתמשים. זה מה שמחזיר אותנו עכשיו להערכת שווי של "שלנו" שנקבה בשווי של 177 מיליון דולר לפני הכסף. לפחות חצי מההערכה הזאת חתר להתבסס על הנחות ותחזיות ולא לפי הגיוס אחרון שבוצע שנה קודם לכן. כלומר, חלק נכבד מהשווי שם נבע מאפליקציות מבוססות משתמשים והוא בוסס על מספר משתמשים, לפי מפתח של יוזר.

מומחים בתעשיית האפליקציות הסבירו לי שהנושא הזה הוא מאוד מורכב, זאת אומרת שאתה לא יכול בהכרח לעשות הקשה בין יוזרים באפליקציות שונות, המיקום הגיאוגרפי מאוד משפיע, תכיפות השימוש ולא בהכרח ההורדה משפיע. ומעבר לכך - לגזור מתוך אפליקציות שהצליחו לאפליקציה ממוצעת זה גם משהו שהוא לכאורה מאד בעייתי, ופה בדיוק אנחנו נשמע את יגאל (יגאל

של סטארט-אפים הוא בהגדרה אפסי, מוביל לכך שהמאזן שלהם לא נותן שום ערך אינפורמטיבי, הרי הכל נרשם מיד כהוצאה. אגב אותו דבר צריך להיות לדעתי גם בקידוחי גז ונפט, למרות שכבר כיום הם מקבלים חשבונאות משל עצמם ומכירים בנכס (שיטת המאמצים המוצלחים). בסך הכל מו"פ מאד דומה לקידוחי גז ונפט, בשני המקרים מדובר בסוג של כרטיס הגרלה. אני אפילו חושב שיצא לי לראות הערכת שווי של אלי אלעל, שעשתה שימוש בעלות השחלוף, כאומדן הטוב ביותר לשווי הוגן של קידוח בשלבים ההתחלתיים שלו.

בכל מקרה, שיטת השחלוף לא יכולה לפתור את כל המצבים ויש לו הרבה חסרונות ואנחנו צריכים להתמודד גם עם השאלה של הערכת השווי - איך באמת מבצעים הערכת שווי במצב כזה? הקושי הגדול בהערכת השווי הזאת זה באמת החוסר בפרספקטיבה גם מבחינת הפרספקטיבה ההיסטורית שהי אין לנו מטבע הדברים היסטוריה נתונים של החברה (כפי שמקובל במודל ה-DCF הקלאסי) ואך גם אין לנו מטבע הדברים פרספקטיבת השוואה - שהרי כמעט הגדרתית, אין לסטארטאפ חברות דומות - בגלל זה הוא סטארטאפ. כלומר, גם אין לך בנצ'מרק של חברות דומות וגם אין לך נתוני עבר של החברה עצמה מן הסתם כי עוד לא מייצרת הכנסות, והקושי הזה מערער את כל התחום של הערכות השווי.

לא סתם הגיעו לפה בלי שהכרחנו אף אחד, כמעט כל מעריכי השווי הרציניים שיש פה בארץ ומשח עוד מעט לשמוע אותם. יש פה באמת ערעור של היסודות הכי בסיסיים של הערכות השווי, החל משאלות של מהו בכלל תפקידו של מעריך שווי וכלה בשאלה האם בכלל ניתן לבצע הערכת שווי? האם המתודולוגיות המסורתיות של הערכות שווי בכלל תקפות כאן? האם מעריך השווי הוא רק מישהו שעושה קלקולציה של נתונים ולוקח הנחות ותחזיות ורק מציב אותם בתוך נוסחה או שהוא הולך ועושה מחקר שוק ונכנס לנעליים של קרן הון סיכון שלא השקיעה, כי אם היא הייתה משקיעה אז מן הסתם היה לנו את הבנצ'מרק של המחיר שלה. האם עכשיו מעריך השווי נכנס לתוך עולם שלם של מחקרי שוק, בין אם מדובר בשיווק ובין אם מדובר בטכנולוגיה, אולי הוא צריך להשתמש בכל מיני מומחים מהסוג הזה שמכירים את כל הפתרונות הקיימים כדי

יגאל טולדנו - מצגת

בוקר טוב, כמה מילים על החברה, תיכף אסביר על כל התהליך.

החברה נוסדה בשנת 2014 במודל יחסית חדשני של ארבעה פילארים מרכזיים, פילארים שהם לכאורה שונים אחד מהשני אבל יש ביניהם הרבה חוטים מקשרים, תיכף אנחנו נדבר גם על זה, על האתגרים של זה והיתרונות והחסרונות של זה בחברה.

החברה קמה מלכתחילה כחברת פורטפוליו של אפליקציות או יישומים מקוונים במגוון תחומים, באפליקציות מוזיקה או אפליקציות סלולריות בכלל, אפליקציות או יישומי מחשב שעוסקים במסחר אונליין, בבגדים, ביגוד גברים, נשים, ילדים, כל מיני סוגים, Artificial Intelligence (בינה מלאכותית) תוכנות לומדה מכל מיני סוגים ותחומים בעיקר בתחום הפנאי והלימוד העצמי ותוספי מזון ומסחר מקוון של תוספי מזון. אלה 4 הפילארים.

לכאורה, הם לא כל כך קרובים אחד לשני אבל מה שמאחד ביניהם הוא המרחב הקיברנטי שהם חיים בו, הם כולם חיים במרחב האונליין, לא בחנויות ולא בספרים ולא בסטימצקי ולא בדיסקים, הם כולם חיים בכלכלה החדשה ובעולם החדש.

בעלי המניות של החברה וחשוב לציין את זה כרגע במידה טיפה מורחבת מהערכות השווי הרגילות, בעלי המניות הם שניים עיקריים, בעל מניות אחד ממשפחת קובו, הון המשפחה מוערך בכ - 1.5 מיליארד דולר, בעל המניות האחר, רומן אברמוביץ', הונו מוערך בכ - 8.6 מיליארד דולר.

למה אני טורח לציין את זה? משום שהנושא הפיננסי (ההון המוערך של בעלי המניות) היה חשוב אבל הוא לא היה לב העניין, להבדיל מחברת סטארטאפ אחרת, הסטארטאפ הסטנדרטי שרעב לכסף, זה שחי ממש מהיד לפה בתקופות הראשונות שלו וכל הזמן הוא דואג איך ה - Burn Rate שלו לעומת הכסף שיש לו בקופה, כאן זה לא המצב.

לפי כמות הפעמים שהמילה IFRS נאמרה ולפי כמות החולצות בצבע תכלת, אני מניח שאף אחד לא יודע מי האנשים האלה (במצגת מוצגים בעלי המניות העיקריים ב"שלנו"), אנחנו לא יודעים, אתם לא מכירים את האנשים האלה, אבל בעולם התרבותי הבינ"ל העוסק באפליקציות ובמוזיקה, בעולם התוכן הרלוונטי של חברת הסטארטאפ הזאת, אלה הם ה"ביל גייטס" של התעשייה, אלה הם האנשים המובילים, ההון הכספי של כל אחד מהם מוערך במאות מיליוני דולרים, לכל אחד מהם עשרות מיליוני עוקבים בפייסבוק, אינסטגרם, כל אחד מהם הוא מוביל דעת קהל.

עכשיו, אנחנו מדברים על חברת סטארטאפ שעוסקת בתרבות הפנאי שמסתכלת על העולם הגלובלי, הרכב בעלי המניות הוא

אני אסיים בקוריוז של בהערכת השווי של "שלנו": סה"כ הערכת השווי הזו, השימוש בה, החשבונאי היה לצורך חישוב של אופציות לעובדים בשווי של 10 מיליון דולר, אני חושב שאין משמעות יותר גדולה למונח "הזנב מכשכש בכלב" מהמקרה הזה, הרי בשביל להעריך את העשרה מיליון דולר היה צריך להעריך את שווי המנייה, עכשיו, ממה שאני מבין ותקנו אותי אם אני טועה, ה - 10 מיליון דולר האלו לא היו אמורים לחייב את "שלנו" לצרף לטיטוט התשקיף, אתם יודעים, יש הערכות שווי שהן הערכות שווי מצורפות שהן הערכות שווי מהותיות מאוד וכו'. לא היו אמורים לצרף אבל "שלנו", קברניטי "שלנו", "התנדבו" לצרף את הערכת השווי הזאת כדי לנפף, לשים לעצמם איזשהו בנצ'מרק לערך. אני חושב, שבסופו של יום, קברניטי ההנפקה הזאת, אני חושב שהם מתחרטים והלקח הכי גדול מבחינתם, זה בסופו של דבר הגיע להם כסוג של "בומרנג", יכול להיות שאם הם לא היו מנופפים כל כך בהערכת השווי הזאת, התוצאה הייתה אחרת.

דני ירדני

בדקנו את האפליקציות המרכזיות של החברה וניסינו לתת הסתברות להתממשות מכירת האפליקציות והתוצאה שהגענו אליה לא התקרבה לשווי המבוקש. מעבר לכך, ההיגיון אומר שאם חברת הזנק מגיעה ישר לשוק ללא מעורבות של קרנות הון סיכון צריך להיות יותר חשדניים מכיוון שהתהליך המסורתי של חברות מהסוג הזה אמור כן לעבור דרך קרנות הון סיכון שאמנם לוקחות חלק ניכר מהשווי אבל מהוות עוד אסמכתא לגבי הייתכנות של הרעיון.

אמיר ברנע

השאלה היא כזו: מאז שנת 1973 אנו אמונים על מודל האופציות, ולדעתי המודל מקנה הבנה למרכיבי שווי של חברות הזנק, השקעה בחברת הזנק אקוויולנטית לרכישת אופציה: אתה (שלומי שוב) אמרת הגרלה, אפשר להעריך הגרלה, יש הסתברויות, תוצאות ידועות, אפשר להעריך כמה אני מוכן לשלם תמורת השתתפות בהגרלה. העובדה שזו הגרלה, כשהתוצאה נקבעת בזריקת מטבע או על פי איזשהו מכניזם שאין לך תלות בו, עדיין לא אומר שאי אפשר להעריך את השווי שלה. אבל האם נכון שמודל האופציות מוסיף איזשהו אינסייט (Insight) לשאלת הערכת שווי של חברת הזנק מבחינה זו שתראו, אני משקיע עכשיו ולכן גם העלות, היא שווי האופציה שמקנה זכות במקרה של הצלחה לבעלות על תזרים הכנסות שמוערך DCF. מודל האופציות מצדיק השקעה בזכות "לזכות". השאלה אם זה מוסיף איזשהו הבנה, למשל אם מציעים סטארטאפ שמרחב האפשרויות שלו הוא מאוד מצומצם, השווי של האופציה הזאת יהיה קטן יותר, דווקא ה - Variability של ההכנסות מהסטארטאפ הם שיוצרות שווי לאופציה לאור מבנה

כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי
של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון
הנפקת 'שלנו גרופ'

600 בערך, היקפי ה-IPO: 1,7,5,8.

אמיר ברנע

זה לא כולל קרנות הון סיכון?

יגאל טולדנו

לא, לא, זה רק גיוסים.

אמיר ברנע

גיוסים ישירות לחברות.

יגאל טולדנו

בדיוק, ופה אנחנו רואים עוד פעם את ההשוואה בין כמות הכסף בגיוסים לבין כמות הכסף ב-IPO. כמה הנפקות לראשונה היו לדעתכם, בתחומי הטכנולוגיה, בבורסה בתל אביב? לא בשנת 2016, בשנת 2015, 2014, כמה היו? אחת. עד לפני כמה חודשים המספר הזה גם היה אפס. וגם היא הנפקה קטנטונת. בורסת תל אביב, בישראל, אומת הסטארטאפ, הנפקה אחת. כלומר, למה שרטטתי את מפת המשחק? משום שהחלטת החברה והחתימים ללכת ל-IPO היא שאלה טקטית שהתבררה אגב כלא נכונה, והאתגר היה איך לקפוץ מהשלב שבו החברה הזו נמצאת ל-IPO שגם בלי החברה הזאת ומשתנה האחרים, גם שם זירת ה-IPO מאוד מאוד יבשה. הייתה הנפקה אחת, 3 שנים.

עוד אתגר - אנחנו עוסקים בשוק תנודתי ובלתי צפוי. הבאתי כאן דוגמה אחת, דוגמה אחת מיני רבות, חברת "בילגארד". בספטמבר 2015 הייתה "הדבר החם הבא", עשתה גיוס ב-40 מיליון דולר, היו לה גיוסים קודמים בעוד כמה עשרות מיליון דולרים, היא הוגדרה כ"סטארטאפ שמאיים על הבנקים", קראו לה "הכוכבת של שדרות רוטשילד" וכו' וכו'. כעבור שנה, השתנו הנסיבות, השתנו התנאים, החברה החליטה להיסגר, החברה שרכשה אותה שינתה כיוון. נתון נוסף שמראה את התנודתיות בשוק זה, הוא שהשחקנית הגדולה בתחום בו פעלה בילגארד (Lending Club) גם היא בתקופה של

רלוונטי מאוד. נחזור להרכב הזה כשנדון באתגרים בהערכת השווי והאם הרכב בעלי המניות היה גם חרב פיפיות בתהליך ההנפקה.

מטרת הערכת השווי הפורמלית, כמו ששלומי אמר, הייתה להעריך את האופציות. אבל הייתה גם מטרת משנה, רצו להעריך את השווי, רצו לגבות את תהליך ההנפקה, זה היה ידוע, אכן העבודה (הערכת השווי), בצורה פורמלית לא הייתה צריכה להיות מצורפת, עם זאת החתמים והחברה ביקשו לצרף אותה ואנחנו כמובן נעתרנו לזה.

מה היו האתגרים להערכת השווי הספציפית הזאת?

לא נדבר כרגע על אתגרים כלליים בהערכות שווי והערכות שווי עתידיות אלא נדבר על הערכת השווי הספציפית הזאת. קודם כל, הנפקה לראשונה, בוא רק כדי שנראה באיזה עולם אנחנו חיים, אלה היקפי הגיוס של חברות הייטק ישראליות במיליוני דולרים, היקפי הגיוס הם בסביבות 4.5 - 5 מיליארד דולר גיוסים בשנה. ניתן לראות את כמות הגיוסים, מספר הטרנזקציות של גיוסים הולכת וגדלה (בשקף מוצגות מספר העסקאות - כ-600 עסקאות).

עמנואל אבנר

אתה לא מתכוון הנפקות ציבוריות? זה לא IPO.

יגאל טולדנו

לא, לא, זה רק גיוסים.

עמנואל אבנר

אז למה אתה קורא לזה IPO?

יגאל טולדנו

לא זה לא IPO. זה רק הכותרת של השקף.

עכשיו בוא נדבר על ה-IPO, אלה IPO שנעשו ע"י חברות הייטק ישראליות בבורסות זרות, לא בישראל, אנחנו רואים מה המצב ב-2016, יש הנפקה אחת, TrendIt, בבורסת AIM, הנפקה קטנטונת. זה מספר ההנפקות, עוד פעם, תזכרו מה כמות הגיוסים,

Capital שאומרים מה הדבר הקריטי להצלחה, כולם אומרים אחד אחרי השני, צוות האנשים. פורבס עשה מאמר מעמיק על זה, כולם אומרים Excellent Management Team.

אני מחזיר חזרה להרכב האנשים האלה (בעלי המניות), הרכב האנשים האלה בעולם התוכן הספציפי הזה הוא הרכב חזק, הוא הרכב שהשוק ב-IPO שהלך גם לסבב המוסדי לא ידע איך לאכול אותו.

שלומי שוב

גם בנייר של ה-AICPA הם מדברים על זה שאחד הקריטריונים למתי אתה יכול להתחיל לעשות הערכת שווי זה באמת הגיבוש של קבוצת מנהלים - אבל הם צריכים לעבוד בחברה.

יגאל טולדנו

ב-DNA של החברה, גם בעלי המניות, גם צוות בעלי המניות נקרא לו הפסיבי, גם צוות ההנהלה שנבדק האם יש לו את היכולת להוציא לפועל את התכנית, אז רואים שמדובר באנשים שהם Controversial, שהם לא כמונו, אבל בתעשייה הזו הם האנשים המתאימים ביותר בכדי לעמוד בראש חברה מסוג זה.

עכשיו עוד אתגר לגבי ההנהלה, האם צוות ההנהלה הכל כך מוצלח באמת הוא ערובה להצלחה של החברה? אנחנו מכירים אדם שנחשב לאחד מאבות ההייטק הישראלי, דב מורן, המציא את הדיסק און קי, כולנו משתמשים.

בני גבאי

למי מבין האנשים שהצגת אתה משווה את דב מורן?

יגאל טולדנו

אני לא משווה שום דבר, אני רק מעלה דילמה לגבי הרכב בעלי מניות והנהלת חברה, כפקטור להצלחה ושואל האם זה מהווה גם ערובה להצלחה - והתשובה היא כמובן שלא. דוגמא משקפת של בעלי מניות, והסיכון והתנודתיות בעסק הזה, עשה דברים טובים (דב מורן), אין חולק על מיקומו בתעשיית ההייטק וגם הוא נאלץ לבטל הנפקה של מודו (Modu) שהקדימה את זמנה ומיזמים נוספים שלא הבשילו.

עכשיו בוא ניכנס למתודולוגיה של הערכות השווי ופה אני רוצה להתייחס למה ששלומי אמר, 3 הסגמנטים מבחינת מתודולוגיית הערכות השווי בעצם נגזרו מתוך ההיסטוריה, שווי האפליקציה המרכזית שבה היו סבבי גיוס, אז כמו שנאמר, ברגע שיש סבב גיוס ובמקרה שלנו, שני סבבי גיוס בטווח שהוא לא מאוד רחוק הם בהחלט רלוונטיים והם בהחלט נקודת עגינה סבירה וחזקה כדי להישען עליה מבחינת השווי. 52% מסך שווי הפעילות התבסס בעצם על השיטה הזאת, לקחנו את השווי של האפליקציה הספציפית הזאת

כמה חודשים חוותה תנודתיות בשווי שלה. הונפקה ב- 8.5 מיליארד דולר וכעבור כמה חודשים נסחרה בשווי של כ- 5 מיליארד דולר. זוהי תנודתיות שאנחנו כמעריכי שווי במגרש הסטנדרטי או "המסורתי", מכניס אותנו ל"סטרי", אנחנו לא יודעים, אם אין איזשהו גרף של עלייה מתונה אנחנו לא יודעים לאכול את הפעילות הזאת, אבל תחום הסטארטאפים, תחום הטכנולוגיה הוא תנודתי, מאוד, זה משהו שאנחנו חייבים לעכל, להפנים ובהתאם לעשות את השינוי התפיסתי בדבר איך להעריך שווי של חברות מסוג זה.

עוד אתגר זה שהחברה היא לא "One Track Minded". היא לא מפעל לייצור שקיות ולא חברה שעושה דבר אחד, וזה לא חברה שעושה סלולר, זה חברה שעושה כמה דברים, והכמה דברים הוא גם אתגר מבחינת הערכת שווי והמתודולוגיה שדרושה בכל סיגמנט. אבל אנחנו גם ראינו בו יתרון, למעשה, יש בו לא מעט יתרונות. החוט המקשר בין 4 הסיגמנטים הוא היכולת והפלטפורמה השיווקית המצוינת ויכולת לייצר - User Interface המאוד מאוד טובה של החברה הזאת, ואנחנו חשבנו שבעזרת 2 הדברים האלה יהיה אפשר לייצר סינרגיה ותועלת בניהול סיכונים, סוג של באלאנס בין 4 הסיגמנטים האלה. לכן להבדיל מהערכת שווי מסורתית ששם פיזור תחומי פעילות היה מכניס את מעריך השווי לקצת סטריס, פה דווקא זה סוג של הדג'ינג טבעי שהוא כולו בעולם התוכן.

עוד אתגר, האם ניתן לתת שווי לחברה שלא מפיקה הכנסות?

המון נכתב על זה והמון נאמר על זה, בכל שיחה ובכל דיון שהיה בנושא עלתה השאלה הזו. ובכן, 2 חברות (מהמצגת - TrendIt, Check Cap) אחת הנפיקה ב- 2015 והשנייה ב- 2016, TrendIt הנפיקה ב- Aim - Check Cap בנאסד"ק, שתיהן עם אפס הכנסות, אגב, לשם הגילוי הנאות, שתיהן, גרף המנייה ירד לאחר ההנפקה, אבל הנה - מישוהו קיבל אותם לזירה ויתכן שהן יניבו ערך בהמשך. בבורסה בתל אביב יש עוד כמה חברות שכולן עם אפס הכנסות. זה מכניס מעריכי שווי לסטריס ועל פניו ל"התנגשות" עם המתודולוגיה המסורתית של הערכות השווי, איך יכול להיות שווי עם אפס הכנסות?? בנוסף אנחנו נדון האם מעריכי שווי צריכים להשתתף במשחק הזה של הערכת שווי של סטארטאפים וחברות טכנולוגיה והאם יש להם כלים לעשות את זה? זאת אומרת, זה אתגר.

אתגר נוסף, עליו דיברנו קודם הוא בעלי המניות. במתודולוגיה הרגילה של הערכות שווי, הנהלת החברה והחוזק שלה, בעלי המניות וממשל התאגידי זה חשוב, זה לא חשוב כמו צבר ההזמנות שלה, כמו המוצר וכמו השוק, אבל זה חשוב. בחברות סטארטאפ וחברות טכנולוגיה, בעלי המניות והשדרה הניהולית הם הדבר. מי שמתעסק בטכנולוגיה יודע שמחפשים קודם כל את צוות האנשים בחברה ואחר כך בודקים את המודל העסקי ואח"כ בודקים את כל היתר, אבל קודם כל זה האנשים, כמה ציטוטים של venture

כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי
של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון
הנפקת 'שלנו גרופ'

סליחה, האם מה שקובע הוא מספר היוזרים או שיש לכלול מאפיינים
שלהם? למשל, משתמש חוזר בהבחנה ממשתמש ראשון?

יגאל טולדנו

כשאני אומר יוזר, אני מתכוון ליוזר, לא משתמש אקטיבי עם
המאפיינים שלו, אלא יוזר, אחד שהוריד את האפליקציה וזהו.
יכול להיות אחד שהוריד והלך הביתה ויכול להיות אחד שהוריד
ומשתמש בזה בצורה קבועה.

אמיר ברנע

יש מיון של זה?

יגאל טולדנו

לא, אין מיון של זה, גם בחברות ההשוואה אין מיון של זה, גם חברות
ההשוואה מתייחסות ליוזר, למספר היוזרים ולא למאפיינים של
המשתמשים שלהם.

כפיר קלדרון

כלומר מספר היוזרים רק גדל בהגדרה, כי כל אחד שהוריד ו"הלך
הביתה" הוא עדיין נכלל בקטגוריה.

יגאל טולדנו

אלא אם כן הוא ביטל.

כפיר קלדרון

כלומר אלא אם הוא ביטל.

יגאל טולדנו

אם הוא ביטל את ההורדה אז הוא לא רשום כיוזר.

מה שאמיר שואל, לשנינו יש ווייז, אני קם בבוקר גם אם אני נוסע
למשרד, וידוע את הדרך, אני מדליק אותו, אני משתמש בו, אני בודק,
אני משתמש פעיל מאוד, אתה הורדת אותו לפני שנה ולא משתמש
בו בכלל. שנינו נחשבים יוזרים, אין פה איפיון של עומק השימוש.

(Music Messenger) לפי סבבי הגיוס הקודמים והערכנו אותה
למועד הערכת השווי.

במועד הגיוס הושקע סכום מסוים, הסכום שהושקע גילם שווי
למכפיל, שווי ליוזר, כלומר במועד הגיוס היה X כסף ו-Y יוזרים,
כלומר הגיוס גילם מכפיל ליוזר. כעבור שנה היו הרבה יותר יוזרים,
זה מדד מקובל בתעשייה הזאת לתת ערך ליוזר, עכשיו אם יש לי
ציטוט מבחינת גיוס שנה קודם של כמה הגיוס גילם שווי ליוזר, אני
יכול להכפיל את השווי ליוזר במספר היוזרים הנוכחי שלי. זה מה
שדיברנו קודם, בתעשייה הזאת לא כל אפליקציה מייצרת כסף.

אמיר ברנע

במקום הכנסות ב - DCF אתה משתמש במספרי משתמשים?

יגאל טולדנו

לא, אתה לא מהווה, אתה עושה לפי הכמות משתמשים נכון להיום.
זה מכפיל יוזרים.

שלומי שוב

בלי ערך נוכחי, אבל יש פה הנחת לינאריות, הרי זו נקודת מוצא
בעייתית להניח שבגיוס המשקיעים לא הביאו בחשבון שיהיה גידול
עתידי במספר היוזרים.

יגאל טולדנו

לגבי המחיר, לא רק שאני לא לוקח את המחיר למעלה, אני אפילו
לא נשען על המחיר שהיה במועד הגיוס משום שבתעשייה הזאת
כל שנה שעוברת, החידוש שבאפליקציה הולך ונשחק, אז המחיר
שנלקח מגלם דיסקאונט המייצג את ערך הזמן שעבר, זאת אומרת
מה ששולם על היוזר לפני שנה כפול מספר היוזרים של היום בניכוי
שיעור דיסקאונט שאומר "עברה שנה", גדלתם. אבל לא פרצתם.

מבחינת המשקולות, 52% משווי הפעילות נעשה לפי שווי גיוס.

אמיר ברנע

שלומי שוב

יגאל, אני לא חושב שזה נכון להגיד ש-52% זה גישת השקעה כי יש פה מספיק אומדנים, רק במה שהסברת לנו עכשיו שמלמדים על זה שזה לא בדיוק לקחת גיוס ולעשות לו ערך משולש.

יגאל טולדנו

עכשיו, סיגמנט נוסף, זה אפליקציות שלא נעשה לגביהם גיוס ספציפי אבל פה השתמשנו בשיטת המכפיל כמו שהסברתי קודם, נשאלת השאלה מאיפה לקחנו את המכפיל אם לא היה גיוס? אז לקחנו את המכפיל מיישומים אחרים שתיכף אנחנו נבין. פה, שווי הפעילות בשיטה הזו גילם כ-26% משווי הפעילות הכללי (מוצרים מבוססי משתמשים). הסגמנט השלישי שהוא בכל מיני תחומים (מוצרים מבוססי הכנסות), זה אפליקציות ושירותים מקוונים, שם אנחנו קצת יותר בקומפורט זון, השיטה שננקטה פה היא DCF, כמו כן DCF כמובן מאוד מאתגר בהבנת השוק, הבנת הגודל שלו, המגמות שלו, מה תחזיות החברה, איזה פילטרים אנחנו עושים על תחזיות החברה. השווי של מוצרים מבוססי הכנסות תרם כ-22% מסך שווי הפעילות.

אמיר ברנע

אז אין לך עוגן של נתוני עבר.

יגאל טולדנו

לא.

אמיר ברנע

אז זה הכל עתיד.

יגאל טולדנו

תחזיות זה דבר מסובך בייחוד לגבי העתיד.

בני גבאי

בתקשורת דווח שרוב האפליקציות שהצגת היו רק כותרת ותו לא, ולא עמדה מאחוריהם אפליקציה ובוודאי שלא הורדות.

יגאל טולדנו

כל מה שניתן לו שווי, זה דברים שהפיתוח שלהם הסתיים למועד הערכת השווי, לא היו הכנסות אבל הפיתוח הסתיים. פה (בשירותים מקוונים) אין יוזרים, כל מי שקונה ב ebay, באונליין, אמזון, כל הקניות המקוונות, אין יוזרים, יש פלטפורמה לקנייה אונליין. קונים דברים כאלה ואחרים. אין יוזרים.

אשר סופן

אבל הישומים האלה עוד לא עבדו, זה מאוד באוויר מה שנקרא.

יגאל טולדנו

עכשיו, הסגמנט הזה היווה 22% מסך שווי הפעילות. לעניין שווי מבוססי הכנסות.

דני ויטאן

יגאל, מה היו הפערים בין הסגמנטים, בין 3 הענפים שציננת, מה היו הפערים בשוויים?

יגאל טולדנו

פערים בין מי למה?

דני ויטאן

ציננת שבעצם היה שווי לפי יוזרים, היה שווי לפי מכפיל אחר ושווי לפי DCF של אפליקציות מסוימות, היה פער גדול בין השוויים בכל אחד מהענפים?

יגאל טולדנו

זה לא 3 שיטות לאותו דבר, כל סיגמנט ננקט בשיטה שונה. כל סיגמנט ושיטת ההערכה שאנחנו ראינו אותה כמתאימה.

רם לוי

כשהייתה עסקה במרץ 2015 האם אז לא היו תכניות עבודה ומידע לגבי כוונות החברה לפתח יישומים נוספים אותם מעריך היום?

אתה מייחס את כל השווי ששולם בעסקה רק ליוזרים ויכול להיות שבזמן שהייתה עסקה היה כבר מידע זמין והשווי שנקבע בעסקה כבר גילם חלק מהפוטנציאל של היישומים האחרים. אז איפה זה בא לידי ביטוי בהערכת השווי שביצעתם?

יגאל טולדנו

הגיוס נעשה רק על זה (המוצר הספציפי - Music Messenger)

רם לוי

אז אני שואל, זה היה המוצר האקטיבי והמוביל או היו מוצרים נוספים?

אשר סופן

כשהיה סבב גיוס הוא היה המוצר היחיד.

רם לוי

האם לא היו תכניות לגבי פיתוחים אחרים? איך ייתכן שחברה בתשעה חודשים מפתחת כל כך הרבה יישומים מאפס?

כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי
של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון
הנפקת 'שלנו גרופ'

אמיר ברנע

יגאל, למיטב ידיעתי דווקא העמקה של אפיון המשתמשים ולא מספרם בלבד תנבא שווי!

יגאל טולדנו

הלואי שלינקדין ווויז היו נותנים לי להעמיק בדאטה בייס שלהם. זה לא כל כך אפשרי.

שלומי שוב

אבל שם כנראה נמצא העניין. שרמת המורכבות, ההתייחסות ליוזר כמשהו גנרי, כמשהו לינארי. היא לא פשוטה.

גידי שלום בנדור

יש פרמיה עצומה למי שמוביל שוק. ווייבר לעומת וואטסאפ או סקייפ. הפרמיה ששולמה זה אחד לשבע פר יוזר. על וואטסאפ שולם פי 7 לעומת מה ששולם על יוזר של ווייבר. מאוד קשה למדוד את זה רק במונחים של השוואה למספר חברות בודד.

יגאל טולדנו

אני מסכים גם עם עניין הפרמיה ותיכף נראה איך התייחסנו אליה, ואני מסכים גם עם עניין "אם היה אפשר להעמיק בערך היוזר".

שלומי, מה שאני אומר שבחוק המספרים הגדולים, אם אתה בסוף משווה את מספר היוזרים ללא העמקה. אז ההתפלגות אמורה להיות פחות או יותר זהה בין משתמשים רשומים ומשתמשים כבדים.

שלומי שוב

יש פה פער כל כך עמוק שגם חוק המספרים הגדולים לא מטפל בו לדעתי.

יגאל טולדנו

אגב הפרמיה ומה ששאלת, אלה עסקאות ואלה מובילי שוק (וואטס

שלומי שוב

זו שאלה.

יגאל טולדנו

אני אתן תשובה, הגיוס נעשה על האפליקציה היחידה Music Messenger. הייתה התבססות על שווי הגיוס השני עם אקסטרפולציה של מספר היוזרים וערך הזמן שעבר ממועד הגיוס ועד היום. כל היתר זה לפי השיטות שציינתי.

אמיר ברנע

יש כאן בעיה. קח את האלמנט של מספר המשתמשים שיגאל כולל בגיוס פר משתמש ואחר כך שינה את מספר המשתמשים. האם יש דוקומנטציה בחברות שנסחרו בבורסה שיש להן שווי שוק, שמוכיחה קשר בין כמות המשתמשים לבין שווי השוק? מה הבסיס האמפירי המתודולוגי בתיאוריה שיווקית, זה הרי נראה די מכני, לקחת את סכום הגיוס אולי סכום הגיוס לא מתייחס למשתמשים, אולי מתייחס למשהו אחר, אנחנו לא יודעים את הקשר הסיבתי. מהיכן ההצדקה לטענה שאם מספר היוזרים יוכפל אז השווי יוכפל, מי אמר שבכלל יש קשר בין מספר משתמשים לבין שווי פלטפורמה כמו אמזון?

יגאל טולדנו

אז ראשית, מכפיל שווי ליוזר הוא מכפיל מקובל בתחום הזה, הוא פרמטר מקובל כמו שבתעשייה כל מעריך שווי יודע שמכפיל 7 על ה-Ebitda זה בסדר וקצת יקר ומכפיל 10-12 על הרווח הנקי זה סביר. יש פרמטרים מקובלים בכל תעשייה ואלו הפרמטרים המקובלים בתעשייה הזאת. אנחנו צריכים להבין את זה, לא בקומפורט זון שלנו כמערכי שווי, אבל אנחנו צריכים להבין את זה. עסקאות מבוצעות לפי מכפילי יוזרים, לפי שווי מיוזרים, יותר מזה, יש גם פרמטרים בצד ההוצאות של כמה עולה לרכוש יוזר, מבחינה שיווקית, כמה צריך להשקיע, עלות רכישת יוזר (User Acquisition), כמה צריך להשקיע בהוצאות השיווקיות כדי להגביר או להאט את הזרם.

אפ וכדומה), אני לא משווה את האפליקציות לשמות שמופיעים פה. אני רוצה להראות לך, יש התייחסות לעניין הזה של שווי ליוזר, ופה זה יוזרים כמו שאני פירשתי, ללא העמקה משום שאין לנו את המידע, אנחנו רואים שחלק זה IPO וחלק נרכשה ע"י שחקן גדול אחר, משום שגם אם אתה לא מצליח לייצר מוניטצייה ליוזר הזה, הרוכש או הגוף המתמזג כן יודע לייצר מזה ערך ונותן ערך למספר היוזרים שאתה צובר. עכשיו יש פה כמובן, תנודתיות (של הערך ליוזר) מאוד גדולה, מאות דולרים ועשרות דולרים, כמובן נובע מהערך שהרוכש נותן ליוזר. רק כדי שנשים אצבע על המספרים, השווי ליוזר שנגזר מסבב הגיוס השני הוא 14 דולר ליוזר, העסקאות הדומות מבחינת הגודל ומבחינת המאפיינים הביא 24 דולר ליוזר, הממוצע לכ- 26 דולר ליוזר והמינימאלי לכ- 9 דולר ליוזר.

אנחנו בחרנו ללכת ל-9 דולר ליוזר. עכשיו אתם מכירים את זה שבהערכות השווי רשמים באוטומט "מטעמי שמרנות". זה לא שמרני, אנחנו לא כותבים בהערכת השווי שהיא שמרנית אנחנו לא מתחבאים מאחורי השמרנות כאיזושהי אצטלה. זו הערכת שווי שפונה לעולם העסקי, זו לא הערכת שווי דפנסיבית של impairment או דרישה חשבונאית כזו או אחרת.

למה בכל זאת נלקח 9 (דולר ליוזר)?

משום שאנחנו לא יודעים להעריך את סיכויי ההסתברות לאקזיט, אין דבר כזה, אין לנו את היכולת, לא ספציפית במקרה הזה ולטעמי ברוב המקרים בחברות טכנולוגיה ואנחנו עושים המון חברות טכנולוגיה, אין יכולת לחזות הסתברות לאקזיט ולכן לקחנו את המספר הנמוך ביותר שמצאנו בקבוצת ההשוואה. אמרנו תשמעו אין לנו, אנחנו לא יכולים לקחת את הממוצע ולהגיד הסתברות 30%, אין לנו יכולת להסביר 30%.

אלי אלעל

כשאתה אומר ש"אין לך יכולת להסביר" אתה אומר למעשה שכל המצבים השונים אפשריים בהתפלגות שווה מאפס ועד מאה, ואז התוחלת ההסתברות להתרחשות היא 50% ולא 100%. כשאתה אומר "אין לי מה לעשות ולכן הנחתי מספר נמוך", אתה למעשה מניח 100% על מספר נמוך. למעשה אתה אמור לקחת תוחלת של השווים (שהם לא בהכרח סימטריים ומתפלגים סביב האמצע) בכל המצבים האפשריים, וזה לא בהכרח יצא כמו שאמרתי: 100% של המספר הנמוך.

יגאל טולדנו

זה 100% של המספר הנמוך, את המספר 9 אנחנו הרגשנו איתו בנח מהשוואת העסקאות ממה שהבנו בשוק וגם נראה אחר כך באיזשהם אינדיקציות שהיו אחרי התהליך. האינדיקציה של העסקה שעשתה החברה (מכירת Mr. C - i BlindSpot) שנעשתה אחרי שהחליטו לגנוז את תהליך ההנפקה, שיקפה 13 דולר בממוצע.

בצד המתודולוגי בקומפורט זון של מערכי שווי, ב- DCF, בצד של המוצרים מבוססי הכנסות אז כמובן מה שצריך לעשות זה לקבל את תחזיות החברה, לבסס אותם ולראות האם יש יכולת לממש אותם, מה סיכויי ההצלחה בפיתוח (כגון: בעלי המניות ושדרת הניהול בחברה, 30 מתכנתים מקצועיים ובעלי ניסיון, 30 אנשי שיווק, שימוש בפלטפורמות חברתיות ועוד), לראות מה סבירות הפרמטרים שהמודלים לקחו (מבין הפרמטרים שנבחנו הם מספר ממוצע של עסקאות, עלות ממוצעת לעסקה, מחיר למשתמש User Acquisition, מחירי שוק, שיעורי רווחיות גולמית ותפעולית ועוד), לראות מה באמת גודל השוק, לראות אם החברה פועלת בשווקים שבהם יש ביזנס הולך וגדל.

השווקים שבהם פועלת החברה נמצאים שווקים עצומים של עשרות מיליארדי דולרים, נמצאים שם שחקנים רבים וגדולים והם רוצים להשתלב בזה בממד הציבורי. שוק המסחר האלקטרוני זה ברור, אני לא ארחיב, גם שוק הבינה המלאכותית וגם שוק תוספי המזון, כל אחד מהשווקים האלה הם שוק שמגלגל עשרות מיליארדים.

ובסוף, אין כמו לקנח באיזה DCF ובאיזה שיעור היוון בפורום מערכי שווי, שיעור ההיוון שנלקח בסגמנט היה 24% מהניסיון שלנו, כמו שאמרתי אנחנו עושים הערכות שווי ללא מעט סטארטאפים לכל מיני מטרות, 24% משקף את רמת הסיכון שאנחנו מצאנו לנכון להשתמש בו, גם רואים שמקבוצת מדגם של 180 חברות, גם הרשות לני"ע מצאה ששיעור ההיוון לחברות סטארטאפ הוא איפשהו סביב ה- 20%, 22%.

אמיר ברנע

ככל שתעלה את ה WACC יצטרכו החברות להעלות את התחזית כדי שיקבע שווי מספק?

יגאל טולדנו

אף מעריך שווי, כל החברה המכובדת הזאת, לא לוקח את תחזיות ההנהלה ככתבם וכלשונם. אין חיה כזאת. אני מניח שכמה מחבריי במשרדים הגדולים וגם לא במשרדים הגדולים, מערכי שווי, לא ממהרים לקחת עבודות של הערכות שווי טכנולוגיות ובטח לא כאלה שיש בהם חשיפה ציבורית.

אני רוצה למקד 3 נקודות לדיון שהן אולי חורגות מעולם מתודולוגיית הערכת השווי ופורום שווי הוגן:

- האם מערכי שווי מסוגלים להעריך חברות סטארטאפ בתחום הטכנולוגיה? בעיני התשובה היא ודאית, התשובה היא כן, ואסור לנו להסיר את ידינו מאזור הקשה המסוכן והלא מוכר, אנחנו לא יכולים לחכות עד ש Venture Capital ישקיע כסף ויגיד לנו מה השווי, אנחנו קצת מוותרים לעצמנו בעניין הזה. אני חושב שהערכות השווי של סטארטאפים וחברות טכנולוגיה הן יותר מסוכנות מהערכות השווי הרגילות, זה לא חכמה, אין בעיה

כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי
של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון
הנפקת 'שלנו גרופ'

שיטת ה-DCF. באופן עקרוני, אולי נתחיל בזה, שצריך לשרש איזה מיסטיפיקציה בנוגע לשיטת ה-DCF (שהיא כביכול המובילה) - - אם יש נתונים שקשורים לגישת השוק שהם רלוונטיים זה תמיד הכי טוב, כמו למשל נתונים אודות עסקאות קרובות, או אם הייתה עסקה במניות של החברה או בעסקים מאוד מאוד דומים, אולי זה הדבר הראשון שצריך לעשות.

אמיר ברנע

זה לא הערכת שווי, זה ליקוט אינפורמציה. כמו שמאי ששואל שכנים כמה שווה דירה בבניין.

שלומי שוב

זה בסדר גמור, בהיררכיית שווי הוגן צריך להעדיף נתוני שוק.

צור פניגשטיין

זה אפילו מעבר להיררכיה, כי הערכת שווי מטרתה להגיע לשווי שוק הוגן או שווי הוגן, תלוי.

אמיר ברנע

אני מסכים אבל בהנפקות IPO כשהחברה מוציאה תשקיף וכוללת את החלק העסקי של החברה שרשות ני"ע קבעה את המתכונת שלו ע"פ הדוח של 2004, מה שנאמר לנו פה שצריך לעדכן את זה ולבנות את זה מחדש לסוג החברות של הכלכלה החדשה. למשל, אם מסכים יגאל (יגאל טולדנו) שהשאלה לא כמה לקוחות, אלא ניתן להעשיר את הערכת השווי ואם אתה מקבלים פרמטרים נוספים שקשורים למשתמשים. אתה (יגאל טולדנו) תסכים איתי, שהערכת השווי היתה מתעשרת לו הינה בידך העמקה של המשתמשים, מי המשתמשים, הגיל שלהם, השימוש החוזר, כל הדברים האלה... למה המידע הזה לא מסופק קודם?

אשר סופן

זה מסופק, הערה כללית על העניין הזה, בשנים האחרונות אנו עדים ליותר ויותר הנפקות שהמבנה ה"ברנעי" לא רלוונטי עבורן.

להעריך שווי של נדל"ן מניב, כל מחשבון פיננסי יודע לעשות את זה. אני חושב שהפורום הזה צריך לדון בשאלה:

האם נכון להסיר את ידינו בגלל אלמנט הסיכון מהערכות שווי של סטארטאפים בענף הטכנולוגיה? אצלנו לפחות התשובה היא וודאית, אנחנו לא חוששים מהתחום הזה. נהפוך הוא.

- האם חוסר הנכונות של מערכי השווי והדפנסיה שהשוק נכנס כאשר בא מיזם טכנולוגי לשוק הציבורי, האם היא לא גורמת לזה שההשקעה בטכנולוגיה והשקעה בחברות האלה לא תהיה בידי הציבור, לציבור לא תהיה גישה אליו בכלל, עם כל אלמנט הסיכון והיא תהיה רק בידי מעטים, אנג'לים, קרנות הון סיכון. האם זה תואם את תפישת העולם שלנו? מדינת טכנולוגיה, מדינת סטארטאפים, ואף לא אחד מגיע למימד הציבורי? נכון צריך לעשות את כל מנגנוני ההגנה והמוסדיים והפנסיות וכל הדיבורים היפים. אבל בסוף תעשיית הטכנולוגיה לא מקבלת מימון ציבורי, והציבור לא מקבל את ההזדמנות להשתתף בשוק הטכנולוגי.

- האם אנחנו בשמרנות עלולים לגרום לזה שמקומם של מיזמי טכנולוגיה לא יהיה בישראל?

שלומי שוב

צור (צור פניגשטיין), כראש המחלקה הכלכלית של PWC נשמח לשמוע את דעתך. יגאל אמר שחלק מהמשרדים הגדולים לא רוצים לעשות הערכות שווי כאלה.

צור פניגשטיין

אני אתייחס כרגע לצד המקצועי בלבד. מבחינה מקצועית אפשר לבצע הערכת שווי של סטארטאפ. כמובן, ככל שהסטארטאפ, המיזם, נמצא בשלב יותר מוקדם ויש לו פחות היסטוריה, ויש פחות כלים לביצוע הערכת השווי, כמו תחזיות, או תכנית עסקית, או אפילו מודל עסקי, זה יותר מסובך. באופן עקרוני אפשר לעשות הערכת שווי. כשאני אומר שאפשר לעשות הערכת שווי, אני מתכוון שמבחינה מתודולוגית, ניתן ליישם אחת מתוך 3 הגישות הידועות והגישה הנוספת שאמיר הזכיר. יש את גישת השחלוף - פחות נפוצה, גישת השוק - מאוד נפוצה בתחום וגישת ההכנסות, או

זו בהחלט אחת מההנפקות האלה, ואנחנו בפירוש עוברים למגמה של גילוי "טיילור מיד" ב - IPO, כמעט ואין רלוונטיות לספקים, לחומרי גלם, אין רלוונטיות לסיכונים איכות סביבה ולהמון גילויים בדוח הברנע.

בנפט וגז - שם זה כבר מוסדר. זה כבר בתקנות.

חברות מהסוג הזה שגם הן לא דומות אחת לשנייה, אין חברת סטארטאפ שדומה לאחת אחרת שהנפיקה חודש לפני.

יעל ווייס

לגבי החברה מה שחשוב להבין כן היה את הגילוי הזה, אני מניחה שמה שיגאל התכוון שאין נתוני השוואה לגבי חברות אחרות כאלה ולכן זה בעיה גם אם יש לך נתונים לגבי החברה אתה לא יכול להשוות לאקזיטים שהיו.

שלומי שוב

זה הקושי.

טל מופקדי

אני רוצה להגיד מילה וחצי על ההצגה פה. באיזשהו מובן, עשינו קצת עוול ליגאל (יגאל טולדנו) לפחות מה שאני שומע פה מהרקע.

יגאל טולדנו

אני מסכים.

טל מופקדי

אנחנו יושבים פה רואים מצגת על הערכת שווי שבדיעבד אנחנו יודעים שלא צלחה ואנחנו אומרים "וואו איזה דבר זה, איזה מוזר זה ואיזה הנחות היו שם?" אני חושב שקודם כל כפרום, בטח בפרום המקצועי הזה, אנחנו צריכים קודם כל לדבר על האם אפשר לקבוע שוויו? התשובה היא כן, המחיר הוא גבוה משקל וקטן 15 טריליון דולר, עכשיו בוא נקבע אותו רק. השאלה היא איך קובעים את השוויו? אנחנו צריכים לדבר על המתודולוגיה הנכונה, ואז לדבר על הפרמטרים. בהקשר להערה שעלתה: האם אפשר לקבוע שוויו למשהו שלא ייצר הכנסות ורווחים עד היום? התשובה היא שוב כן. מה השוויו? השוויו הוא מאוד מאוד רועש הוא מאוד מאוד אי וודאי וללא ספק אפשר להתווכח על המודל וההנחות בו. אני חושב שהדין התחיל בצורה נכונה, אז שאלנו האם צריך להשתמש במודל האופציות או האם צריך להשתמש במודל המכפילים (שהוא נתון מאוד מאוד רועש, זה ידוע בספרות עוד משנות ה-80), או לחילופין, האם להשתמש בנתונים של DCF שגם כן נתון להמון הנחות.

עוד דבר אחד שחשוב להגיד במיוחד בהקשר של חברות סטארטאפ: כיוון שיש הרבה אי וודאות לגבי השוויו, אף פעם הערכת השוויו לא תהיה "נכונה", כי אם הערכת השוויו בוצעה נכון, היא

בוצעה על התוחלת, ואם אני אעשה הערכת שווי הגרלה להטלת מטבע שתינת 0 או 100 בהסתברות חצי חצי, התוחלת תהיה 50, אבל אף פעם הריאליזציה לא תהיה 50 ותמיד תהיה תלונה בדיעבד שהערכת השוויו שלי שגויה. אז אני חושב שאנחנו צריכים קצת יותר למקד את הדין ולבחון האם משהו במודל לא נכון או בפרמטרים שבהם השתמשו.

אשר סופן

אני הייתי בצוות הבודק של התשקיף הזה, כמה מילים על התשקיף, קצת אינסייט. קודם כל נתחיל, אני חושב שאני אחד הבודדים, חוץ מייעל, שלא כלכלן לא חשבונאי, אין לי שום השכלה בתחום הזה, עורך דין. דווקא מהמקום הזה אני אתחיל, כהדיוט שלא מכיר את המתודות ולא בקיא בניואנסים שמבחנים ביניהם, כל מספר היה נראה לי. באותה מידה אפשר היה לנקוב שוויו מיליארד דולר וזה היה רלוונטי או שוויו של 50 מיליון דולר וזה היה רלוונטי. אני זוכר גם השתמשתי בביטוי, אני עורך דין, מהעולמות שלי פעם אמר מישהו "הכל שפיט" ואני שאלתי את עצמי "הכל עריך?" אז הוא אמר שהכל כנראה אפשר להעריך שוויו אבל השאלה אם צריך. מה התכלית של הדבר הזה? המלצת הצוות הייתה לא לצרף את הערכת השוויו ונדחינו בנימוס ע"י החברה שהחליטה כן. היום אנחנו לא מונעים מחברה מלצרף הערכות שוויו, חברה יכולה וולונטרית לצרף הערכת שוויו.

שלומי שוב

בד"כ חברות שכבר נסחרות בשוק ההון לא מעוניינות, כולנו יודעים, לצרף.

אשר סופן

ב - IPO זה כמעט אוטומטי, חברה רוצה לנקוב שוויו ולכן איזשהו בנצ'מרק ולכן מצרפות וזה בד"כ נעשה בדרך של הערכת שוויו אופציות לעובדים, ככה זה נעשה בד"כ. אנחנו באמת המלצנו לחברה שלא לצרף, והחברה לא קיבלה את ההמלצה וזה בסדר.

לאחר מכן ההמלצה שלנו הייתה וזה כמעט, כולם הבינו שיש איזשהו "תפוח אדמה לוהט" וההמלצה שלנו הייתה לא להתערב בהערכת השוויו. בדיונים פנימיים שהתקיימו ברשות היו שאמרו "מה זאת אומרת" בואו נביא מתודות מארה"ב, נראה מה דה-מודרן עושה וכו' ועדיין, המלצת הצוות המטפל הייתה לא להתערב, בעיקר מהטעם שאין לנו משהו יותר חכם להגיד. כל מה שאני אגיד, אני אוריד את שיעור ההיוון, אעלה אותו. בסופו של דבר חשבנו שהכי נכון לתת לשוק לשפוט את הערכת השוויו כמו שהיא.

עמיחי בומבך

יש את מבחן הסבירות של הערכת השוויו. כשקוראים את הערכת השוויו שנעשתה על חברת "שלנו" רואים שקיימות הנחות שבמבחן

כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי
של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון
הנפקת 'שלנו גרופ'

וכמות המשתמשים שלהן אולי אפילו עולה על כמות המשתמשים של האפליקציות האלה והשאלה היא מה השווי של הטכנולוגיה הזו. כמובן, הוצפו כל הנקודות המשמעותיות והיה דיון ציבורי בתשקיף הזה וכל אחד קיבל את החלטת ההשקעה, או אי ההשקעה, לפי תפיסתו. יכול להיות שאם היינו עושים את הדיון הזה לפני שהחברה גייסה בפועל לפי שווי של 70 מיליון לפני הכסף, שכל האמירות שנאמרו פה היו נותרות בעינן. יכול להיות שגם 90 מיליון אחרי הכסף נראה היה גבוה, אבל היה גיוס כזה. כשמישהו שם כסף על השולחן, זה גובר על הדעות.

עמיתי בומבר

אני חייב להגיד פה שבחברות הייטק השווי של הגיוס עלול להטעות, מדוע? וראיתי את זה הרבה פעמים, יש דילולים, זאת אומרת קובעים שווי של 90, אבל בפועל זה לא 90, יש אופציות שמדללות את כל השאר. למעשה, הגיוס האחרון עלול לדלל את כל השאר מאחר וקיימים סוגי מניות שונים כאשר הגיוס האחרון בדרך כלל הינו בעל עדיפות מובהקת על גיוסים קודמים.

אשר סופן

מילה אחרונה רק לעמוד על הקושי המרכזי שלנו היה גם בהיבט הגילוי וגם בהערכת השווי זה העובדה שהחברה וגם מעריכי השווי נתנו משקל יתר לציר מאוד מסוים וזה ציר כמות המשתמשים מבלי לתת את הדעת כמעט לאיכות המשתמשים.

כפיר קלדרון

יש לי שאלה בנושא הגילוי שאתם מדברים עליו, אני מייבא שיטת עבודה מה - NACVA (National Association of Certified Valuation Analyst) מהאיגוד האמריקאי, שמדבר שם, ואתה התחלת לדבר על זה שלומי על נושא של כן איזושהי היררכיה וכן שיהיה איזושהו גילוי של האם וכמה הערכת השווי מסוכנת. כמו שנאמר הבעיה בהערכת שווי חברות כמו אלו שאנו מדברים עליהן זה התנדודות הגדולה בהערכות שווי ולא רק בתחומי ההייטק. חשוב לזכור שקורא הדוחות הרבה פעמים רואה את המספר הסופי ללא בחינה של ההנחות, ולמעשה מסתמך עליו בעיניים עצומות כי

המציאות לא מחזיקות מים מאחר שבסופו של דבר יש הערת עסק. חי. נראה לי לא סביר להעניק לחברה שהוקמה רק לפני כשנתיים ושאינן בה כל חדשנות שווי של 700 מיליון ש"ח לפני הכסף. זה לא מידתי ולא סביר.

אשר סופן

אנחנו כן נגענו, בפירוש, בדברים שהם אקסוגניים להערכת השווי וזה בגילוי העוטף ובהערכת השווי גופא החלטנו שאנחנו לא מתעריבים מכל מיני שיקולים בין היתר מהטעם שלא רצינו שייטפס כאילו נתנו חותמת כשרות, שהשוק ישפוט והשוק שפט.

יבגני אוסטרובסקי

קודם כל, כמה מילים כלליות. שלומי (שוב), תהית בהתחלה האם צריך לעודד הנפקות ראשונות (IPO) של חברות בתחום הטכנולוגי? הגישה של הרשות (לניירות ערך) כפי שבאה לידי ביטוי בוועדת המו"פ ובפרויקטים שבוצעו בעקבותיה היא שאנחנו מנסים לעודד את חברות המו"פ להתפתח בשוק המקומי ולהישאר בישראל תוך שימוש בבורסה (וזאת במקום ביצוע של אקזיט). לשם כך, קיים מודל לעידוד ההנפקות שנשען על 3 רגליים: על רגל של הטבות מס משמעותיות (בהוראת שעה עד אמצע 2019), על רגל של הקלות ב - IPO ועל מודל האנליזה של הבורסה. שלושת הרגליים כבר בתוקף. כך שזאת הגישה שלנו ואני חושב, כמו שאשר אמר, שבאופן כללי וספציפית בוודאי בתחום כמו הערכות שווי של סטארטאפים, הכלי המרכזי שיש לרשות נ"ע הוא כלי הגילוי. בהערכת השווי הזאת, התפקיד של רשות ניירות ערך הוא לא לתת ציון להנפקה או לקבוע את השווי, אלא השוק הוא צריך לקבל את החלטת ההשקעה. אנחנו צריכים לדאוג לגילוי נאות. המקרה הספציפי הזה, הגילוי הנאות כמובן נכלל. בפרט, יש דף מאוד בולט בתוך התשקיף שפירט את כל ההנחות הלא טריוויאליות שנעשה בהן שימוש, ובפרט הצפה של נקודות בולטות שצוינו פה, והתייחסויות אליהן, כגון: האפליקציות של החברה לא דומיננטיות באותו אופן כמו אלו של וייבר או ווייז שעליהן בוסס השווי; נלקחה הסתברות מלאה לביצוע האקזיט וכו'. יש אמירה של שאול אמסטרדמסקי, הקרדיט לא אליי, שיש אפליקציות של פנס לפלאפון שמדליקה את הפלאש,

הוא לא מומחה. בשביל זה בדיוק יש את המומחה, השאלה אם נכון ליצור איזושהי סטנדרטיזציה שקיימת לצורך העניין ב- NACVA של "מה רמת התגודות ומה רמת הוודאות של ההנחות במסגרת הערכת השווי. מידע שכזה יאפשר לקורא לדעת עד כמה העבודה וודאית ומתי לקחת אותה בערבון מוגבל ולמעשה כהמלצה מדעתי של המומחה בלבד".

שלומי שוב

ברשותך כפיר, אני מתפרץ לדלת שאתה פתחת, קשה לי לקבל את מה שאתם (רשות נ"ע) אומרים כי מה אתם למעשה באים ואומרים לנו? יש איזושהי אסטרטגיה של רשות נ"ע או של לא יודע איך נקרא לזה, של המדינה, לעודד כניסה של חברות מהסוג הזה. אנחנו לא מסוגלים לתת איזושהי ציון, אפילו ציון 60, ציון עובר מינימלי למהימנות של הנתון הזה. לי יש קושי כחשבונאי לקבל את זה בהתאם למסגרת המושגית שלנו, ויושב פה דב ספיר, יו"ר המוסד לתקינה, שאני מניח שמסכים איתי. האם יכולים להיכנס נתונים שאנחנו לא יכולים להיות בטוחים ברמת סבירות, לא אמרתי בציון 100 ולא ב-90. אבל יש גם ציון 60 אחרי ערעור.

יבגני אוסטרובסקי

לגישתנו, וגם פרסמנו את זה לאחרונה (במסגרת שאלות ותשובות ל- SLB-105-23), הערכות שווי של תשלום מבוסס מניות לא נחשבות מהותיות מאוד לדוחות הכספיים וצירופן אינו נדרש. גם במקרה הזה, הובהר לחברה כי צירוף הערכת השווי אינו נדרש מבחינתנו.

לגבי מדיניות ההתערבות, מסביב לשולחן כאן יודעים, בוודאי לגבי הערכות שווי שהן משמעותיות לדוחות, בין אם זה נדל"ן להשקעה שזו הדוגמה הקלסית אבל לא היחידה, שאנחנו כמובן לפעמים כן נכנסים לעובי הקורה, בודקים ואף יכולים להתערב ממש בסבירות ההנחות או, במקרים חריגים מאוד, אף פוסלים. התערבות או פסילה של הערכת שווי היא כלי חריג, אפילו בעולמות מהימנים יחסית כמו נדל"ן. כשהמטרה של הערכת השווי היא מטרה יותר "שיווקית", נקרא לזה ככה, שנועדה במהות לצרכי גילוי, הדגש הוא ממילא על גילוי. אגב תיקון שלה, צריך להבין שהפחתת השווי בהערכת השווי הייתה בכלל משפרת את הדוחות הכספיים, היא הייתה מקטינה את ההוצאה בגין האופציות.

שלומי שוב

יבגני, אם זה נכון מה שאתה אומר, היה אסור בכלל לאפשר לו לצרף את זה לדוחות.

גיא טביבאן

רק לעניין הצירוף, אני לא בטוח שאני מסכים יבגני עם הגישה שהצירוף, הרי הנתון של מה התוצאה של הערכת השווי הוא נמצא

דרך הדוחות הכספיים, דרך המידע, דרישות הגילוי IFRS2 ולכן השורה התחתונה של הערכת השווי נמצאת בדוחות הכספיים אז דווקא אם אנחנו חושבים שמדובר בהערכות שווי שהן יותר סובייקטיביות, התגודות של השווי יותר גבוהה, דווקא אני חושב שיש חשיבות לסוג הזה של הערכות השווי לצירוף, שיוכל קורא הדוחות, לאו דווקא הדוחות הכספיים, המשקיע יוכל לשפוט, הרי זו המטרה של הצירוף, ישראל היא אחת המדינות היחידות שיש בה דרישה לצירוף הערכות שווי והמטרה היא בעצם, אתה אומר לנו תמיד כלים, זה לא שישימו את רוני עמיחי ויבגני אוסטרובסקי שהם יחליטו, הם יהיו בסוף מעריכי השווי שיגידו "כן זה עובר, זה לא עובר". המטרה היא כמו שאתה (רו"ח יבגני אוסטרובסקי, רשות נ"ע) אומר, הכלים שלכם זה גילוי, אז האם זה לא נכון דווקא ללכת לגישה אחרת, ודווקא במקרים שדרך הערכות שווי של אופציות לעובדים או מכשירים פיננסיים או דברים כאלה דרך הדוחות הכספיים, בסוף הנתון יהיה וקורא הדוחות יוכל לראות את השורה התחתונה של הערכת השווי ובעצם לא תהיה לו את הערכת השווי עצמה, את העבודה, כדי לשפוט אותה?

יבגני אוסטרובסקי

אי הצירוף ייתן דגש נמוך יותר להערכות שווי מהסוג הזה. אבל שוב, אדגיש שאנחנו לא אומרים את הצירוף. והיה פה צירוף וולונטרי במקרה הספציפי הזה. ראוי לציין שבארה"ב למשל, כמו שאמרת, אין צירוף, דרך אגב, שם למשל הגישה של ה- SEC, כפי שעולה מסיכומי השאלות העיקריות הנשאלות על ידם, מתמקדים דווקא בכיוון החשבונאי וההפוך, כלומר בהוצאה שנרשמת. למשל, אם חברה מסוימת רשמת הוצאה נמוכה על אופציות שהן תשלום מבוסס מניות, ומתכוונת להנפיק לפי שווי גבוה יותר, יוכלו להעיר לה "למה רשמתם הוצאה כל כך נמוכה?". הפעלת ההיגיון הזה במקרה הנכוחי היה מניב שאלה מסוג "למה אולי השווי הוא לא גבוה יותר".

שלומי שוב

בגלל זה אני דווקא אומר שדווקא הפתיחה של זה, דווקא כמספר זה מספר לא מהותי אבל הפתיחה של זה היא המסוכנת. הפתיחה של זה היא מסוכנת במיוחד כשהנפח לדוחות כספיים, זה לא מידע. זה מידע שמקבל גושפנקה, תקשיבו אני לא חושב שאנחנו צריכים להיתמם פה. זה מידע שמקבל גושפנקה של רואה חשבון, יש פה רואה חשבון שחתם על הדוחות הכספיים האלה, זה מידע שמצורף לדוחות כספיים. אני חושב שככל שמה שאתם אומרים נכון, לאסור צירוף כזה במסגרת הדוחות. תצרפו את המידע הזה שלא במסגרת הדוחות.

עידן.

עידן בן נחום

רק לגבי הגושפנקה של רואה חשבון, בוא ניקח את הדברים

כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי
של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון
הנפקת 'שלנו גרופ'

אין בעיה, תיתן להם את הערכת השווי מחוץ לדוחות הכספיים. אציק
בן מנחם, בוא נשמע את שוק ההון. איך אתה כמי שמקבל החלטות
בנושאים האלו, איך אתה מתייחס לכל מה שאנחנו מדברים?

איציק בן מנחם

תראו, הנושא של סטארטאפים, אני חושב שהיה יותר בעבר, היה את
הנושא של החברות של התרופות, שוק ההון, אני חושב שהשקיע
בהמון חברות של תרופות ומאוד מעניין לראות אם בסופו של דבר,
אם יצאה תוחלת חיובית מהסיפור הזה. אבל חלק מהדברים נעשו
ביחד עם משקיעי עוגן כי אתה לוקח בחשבון נגיד שבמולקולות
קשה לך לבצע הערכת שווי עצמאית וכשיש לידך מישהו כמו
נגיד מורי ארקין שנכנס כמשקיע עוגן, אז נוצרה יותר נוחות לשוק
ההון להשקיע בדברים האלה. אני חושב שההשקעה בסטארטאפ
והערכת שווי של סטארטאפ היא מאוד מאוד מקצועית, אני חושב
שבקרנות הון סיכון יושבים מומחים שזה מה שהם עושים כל היום,
מתעדכנים במה קורה בעולם והם מתמחים בנישוא מסוימות,
ואנחנו שאנחנו מתעסקים עם הרבה ענפים, ופתאום מגיעה איזו
חברת סטארטאפ, אז לבוא ולהגיד שאנחנו נעשה את זה נכון. אני
לא בטוח שזה נכון. ועוד פעם יכול להיות שהמוסדיים, גם אם הם
לא ישקיעו דרך שוק ההון, הם משקיעים בקרנות הון סיכון ותומכים
בתעשיית ההון סיכון, כל עוד יש קרנות הון סיכון שיש להן ביצועים
טובים, וכדי שהם ישקיעו בחברות סטארטאפ צריך להיות איזשהו
תהליך שהוא או איזה משקיע עוגן ששם כסף "חדש" שאתה מרגיש
"אוקיי", מישהו בדק את זה. או שיש יותר יכולת פנימית לבדוק את
זה שזה כרגע אני חושב שהיא לא נמצאת.

אלון גלזר

אני מסכים גם עם איציק לגבי התפקיד של שוק ההון, האם הוא
אמור לקבל חברות כאלה? התשובה היא ממש לא, כלומר, שוק
ההון צריך לקבל חברות יותר בוגרות עם יותר הכנסות והקרנות הן
בדיוק הדבר בשביל זה. כלומר, ההשלכות זה גם להגן על "גברת
כהן מחדרה" ובדיוק ייכנסו כאלה שלא יודעים כלום ולא יעזרו איפה
אתה שם את הערכת השווי. ולכן בעיניי שוק ההון עשה נכון שהוציא
את החברה הזו. אני חושב שהרשות התנהגה מאוד בסדר. אין דרך

בפרופורציות, רואה חשבון לוקח את הדברים מבחינת שיקולי
המהותיות שלו.

שלומי שוב

ברור.

עידן בן נחום

לא מדובר בגושפנקה בהכרח חד משמעית לעבודה ספציפית,
מדובר פה בסופו של דבר בעבודה שבוצעה על אופציות לעובדים
ואני מתאר לעצמי שרו"ח המבקר שזה PWC בטח לקחו בחשבון
את מחיר ההנפקה וכל מיני דברים כאלה. לא מדובר פה בזה שרו"ח
המבקרים ואני בא גם בתור אחד שמסייע גם לצוותי הביקורת
במשרד שלי, לא מדובר בגושפנקה להערכת שווי לצורך משקיעים.

שלומי שוב

המשקיע אבל מקבל, הוא מניח שיש פה הערכת שווי חשבונאית,
בואו, הערכות שווי חשבונאיות, ההתייחסות להערכות שווי
חשבונאיות שמגיעות לדוחות הכספיים המבוקרים, ע"י ציבור
המשקיעים, היא אחרת.

עידן בן נחום

אבל קודם כל המשקיעים והסיבה, כמו שאתה אמרת שצינת,
כמו שצינת את אחד מהמשתתפים פה שאמר שהוא בדק והגיעו
למסקנה שהשווי לא מתאים. זה מה שאני הייתי מצפה ממשקיעים
במיוחד המשקיעים המוסדיים והמשקיעים שהם הביעו את
ההתעניינות. אני מצפה שמשקיעים כאלה קודם כל יהיה להם
את הידע לבדוק את ההשקעה הזאת, עובדה שחלק החליטו
שההשקעה לא מתאימה להם. מי שמשקיע, ציבור המוסדיים
וכדומה, אני מצפה שלהם יהיה את הידע לבדוק את זה בלי קשר
להערכת השווי שאני או יגאל (יגאל טולדנו, BDO) או צור (צור
פינקלשטיין, PWC) עושים, שהם (המוסדיים) ידעו לבדוק את זה
בעצמם.

שלומי שוב

לעשות איזושהו סטנדרט. אני חושב שזה מה שקרה, היה ניסיון, זה לא מתאים לשוק ההון ושוק ההון הוציא את הדבר הזה. זה עוד לא שם.

שלומי שוב

תגיד אלון, ל"עליהם" שעשתה התקשורת על ההנפקה, לדעתך הייתה תרומה לכך שהגופים המוסדיים לא קיבלו את הערכת השווי ולכן גם ההנפקה לא יצאה את הפועל?

אלון גלזר

בוודאות, דרך אגב אני חושב שזה אולי קצת בעיה, להיות "אמיץ" בשוק ההון, אין מקום! כלומר אתה רק יכול לחטוף. אתה לא יכול לעשות הערכת שווי ולהגיד חברה שווה 150% יותר, כי יחפשו אותך. זה קצת בעייתי. אני כן חושב שיש מקום לעשות הערכות שווי שהן יותר "אמיצות", אבל לא בחברה כזאת, כי פה באמת זה מאוד בעייתי.

שלומי שוב

בשורה תחתונה מה שאתה אומר, שחברה כזו לא צריכה להגיע לבורסה נכון? זה מה שאתה אומר?

אלון גלזר

אני חושב שהיא לא צריכה להגיע לבורסה, ואם היא הגיעה לבורסה זה גם מחשיד. היא הייתה צריכה להגיע למקומות אחרים ואם היא לא הגיעה למקומות אחרים, אז הבורסה זה מפלט לא נכון.

אמיר ברנע

אבל איך אתה פותר את הבעיה? קרן הון סיכון כן יכולה להגיע לבורסה? הרי אלה אותן חברות במעטפת של מתווך.

שלומי שוב

בקרן יש מומחיות ויש פיזור סיכונים.

אלי אלעל

יש הרבה מאוד חברות מתחום ה-Bio, שמנפיקות, והן לא נופלות במובן הזה בדרגות אי הוודאות שלהן. אחת התפיסות הבסיסיות של הערכות שווי, זה להתייחס אליהן כסוג של "נרטיב" של תזרים ו"נרטיב" של סיכון. אחד מהתפקידים של מעריך השווי, מעבר לעובדה שבסוף היום הוא "רושם מספר" על ההערכה שלו, זה שהוא צריך לספר גם על התהליך שהוביל אל המספר שמשקף את דעתו. המעריך צריך לתת בתוך התהליך הזה את הגילוי הנאות, כפי שאומרים פה מהרשות ניירות ערך. ועליו להסביר כשצריך למה הוא בחר את הפרמטר הזה ולא האחר, ובמקרה של פרמטרים חשובים במיוחד, להוסיף במסגרת ניתוחי הרגישות מה היה קורה

אילו היה מניח אחרת. הסיבה לכך חשובה מכיוון שזה מאפשר לקורא הדוחות להגיע לתוצאות אחרות מהמעריך אם ירצה. אמנם, בסופו של יום, הערכת השווי היא אך ורק שיקול דעתו המקצועי של המעריך, אבל, זה לא "פטור" לבוא ולהגיד "זו דעתי ואני יכול להגיד ככה סתם מה שאני רוצה". הערכת שווי צריכה להגיע למעשה: "זו דעתי המקצועית, אחרי שביצעתי תהליך מסודר, מובנה, מובהק ופה יש פרמטרים א', ב', ג', והגעתי למסקנה כך וכך, אחרי ששקלתי והחלטתי, ואם תחליטו אחרת, אז הנה התוצאות וניתוחי הרגישות שעשיתי ואתם יכולים להגיע למסקנות אחרות". למעשה מעריך השווי צריך לבוא ולהגיד "לשיקול דעתי המקצועית, לעניות דעתי, זה המספר וזה השווי, אבל חברים, בסופו של יום זו רק דעתי, בואו ראו מה עשיתי, מה הנחתי, ואם לא שכנעתי אתכם, אז הנה הפרמטרים שיאפשרו לכם לעשות אחרת ולהגיע למסקנות שלכם". כלומר התפישה היא יותר "אני לא רק "השף" שמגיש לכם את העוגה, אלא גם: הנה המרכיבים- אתם יכולים להרכיב את העוגה אחרת". לכן, אני חושב שעמדת הרשות בהקשר הזה היא נכונה, ואני חושב שיש אפילו מקום להרחיב עוד יותר את תפיסת הגילוי, כך שבסופו של דבר יהיה תהליך מוסדר ומובנה שבו גם אם הם מעריך השווי חושב שהשווי הוא X מיליונים, מעריך אחר או שחקן אחר יוכל לעקוב אחרי הנתבי שבו הוא הגיע לתוצאה, ולהגיע למשהו אחר.

אמיר ברנע

אבל אלי, אם מצרפים את זה, אז צריך בכל דיווח רבעוני להמשיך לעדכן את האינפורמציה שנמסרה.

אלי אלעל

בהחלט יכול להיות.

אמיר ברנע

ברגע שאתה מוציא אינפורמציה החוצה, חוץ-חשבונאית, מתוך המערכת של הערכת השווי, יהיה צורך לעדכן אותה בכל דיווח.

אלי אלעל

כשצריך, אז בוודאי.

שלומי שוב

יש כאן דרישת גילוי חשובה שלא מיושמת כמו שצריך. לגבי הערכות שווי שמשמשים בהם לצירוף לדוחות כספיים שצריך לעדכן.

יבגני אוסטרובסקי

ישנה דרישות גילוי לסטיות מתחזיות מהערכת שווי מהותית מאוד שפורסמה. פעם בשנה צריך לתת גילוי לסטייה. בהקשר לכך, בנייר שפרסמנו על הערכות שווי של חברות סטרטאפים (צורך בחומרי הרקע לדיון) התייחסנו לכך באופן מפורש. עם זאת, גם אמרנו

כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי
של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון
הנפקת 'שלנו גרופ'

מעריך השווי בעצם במקרים האלה, הוא לבצע הערכת שווי שהיא
סבירה בנסיבות העניין בכלים שיש לו.

אמיר ברנע

תסביר לי דני, אתה אומר, מותנה שצריך להכניס נניח באופציות
לעובדים, מה הבעיה? באופציות לעובדים ברור שמחיר ההנפקה
הוא הקובע לא? אז יש לך ביטוי לדילול, אחרת אין לך ביטוי לדילול.

שלומי שוב

אבל פה לא הייתה הנפקה.

אמיר ברנע

אני מדבר על IPO.

דני ויטאן

אם יש לך חברה שהמניות שלה נסחרות זה הרבה יותר פשוט, אבל
אם אנחנו מדברים על חברה פרטית או חברה שהולכת ל- IPO
ומלבד מודל התמחור של האופציות שזה צריך להניח סטיות תקן.

אמיר ברנע

אבל יש את מחיר ההנפקה.

דני ויטאן

הקושי העיקרי פה. הדוחות הכספיים שצורפו לתשקיף אם אני מבין
נכון הם דוחות כספיים שהם טרום הנפקה. הקושי העיקרי כאן היה
בהערכת שווי של נכס הבסיס.

אמיר ברנע

זאת אומרת אם היו מחלקים לאנשים במקום אופציות מניות חנים,
זה הרי היינו הך.

שלומי שוב

מניות גם היינו מסתבכים. מזומן. אם קובו ואברמוביץ' שאמור להיות

בנייר שצריך לראות את הדרישה הזאת לניתוח הסטיות שהיו בין
התחזית לבין התוצאות בפועל בחלוף הזמן, כתלות בסוג החברה
ובנסיבות הסטייה. כך למשל, סביר להניח שבחברות סטארטאפ
אף אחד לא מצפה מהחברה לעמוד בתחזיותיה באותה מידה שבה
הוא מצפה מחברת נדלן מניב. אגב, לכן כנראה גם שיעור היוון הוא
עשרים ומשהו אחוז (או אף 40% אם הוא מתייחס לתזרים מזומנים
לא-תוחלתי). אף אחד לא מצפה ששלוש שנים אחרי מתן תחזיות
חברה תתחיל להסביר למה רק בשנה השלישית היא סטתה (ופגעה
שנתיים רצוף). אם זו חברת סטארטאפ. להיפך, כנראה שהמצב
הוא טוב אם רק אחרי שלוש שנים היא סטתה. לעומת זאת, בחברות
הרבה פחות וולאטיליות אנחנו נותנים לזה יותר דגש. הדבר הזה
הוא גם מאוד מאוד תלוי בכיוון הסטיות. אם תמיד מחטיאים כלפי
כיוון מסוים, נניח, החברה תמיד אופטימית ומפספסים, יש יותר צורך
במתן המידע. ככל שהחברה היא יותר יציבה וקל יותר בוא נגיד
לחזות את תוצאותיה, שם מטבע הדבר מצפים לגילוי יותר מקיף
לגבי דרישת הגילוי.

שלומי שוב

זה מידע מאוד חשוב שאתם צריכים להקפיד עליו.

אלי אלעל

ככל שאי הוודאות גדולה יותר, כך רצוי שמידת הגילוי תהיה גדולה
יותר, והדרך שבה אתה מציג את ההנחות של אי הוודאות צריכה
להיות מפורטת יותר, קל וחומר בעולמות כמו הייטק וביו, שם אי
הוודאות גדולה יותר.

דני ויטאן

קודם כל, לעניין החשבונאות, דרישה למדוד שוויים הוגנים היא
דרישה שקיימת אם זה לגבי אופציות לעובדים אם זה בנושאים
אחרים. אמנם, לא קראתי את הערכת השווי, לא מכיר אותה לפרטי
פרטים, אך אני מבין את הטענות שהיו מסביב לשולחן לגבי הערכות
שווי, בטח הערכת שווי מהסוג הזה של חברה שאין לה הכנסות עם
מעט מאוד נתוני השוואה רלוונטיים. גם נתוני השוואה שהתייחסו
אליהם הם לא בדיוק לגבי אותם סוגים של חברות ובאמת תפקיד

להם הרבה כסף למי מה שיגאל אמר היו שמים 10 מיליון דולר, היינו פותרים את כל הדין הזה.

יעל ווייס

לא נכון, כי עדיין החברה הייתה יכולה לצרף, וזה חשוב בעיניי, עדיין החברה הייתה יכולה לצרף הערכת שווי.

שלומי שוב

לדוחות הכספיים?

יעל ווייס

לא לדוחות, לתשקיף. יבגני אמר שאם זה היה נתון מהותי לדוחות הכספיים ייתכן והבדיקה שלנו הייתה נעשית באופן אחר. בסופו של דבר, שהערכת השווי אמנם צורפה לדוחות הכספיים אבל אין חולק שההוצאה שנרשמה בגין האופציות היא לא מהותית, אנחנו (רשות ני"ע) בחרנו ללכת בנסיבות האלה לכיוון אחר ולשים את האזהרות מחוץ להערכת השווי, ואם מישהו יסתכל על הנייר הזה, הנייר דיבר על כל הבעיות שאתם העליתם.

דני ויטאן

אני מבין את הנימוק הכמותי, אבל עוד פעם אני שואל ונאמר כבר ע"י שלומי וגיא (גיא טביביאן, Deloitte), השאלה אם זאת הערכת שווי מהותית משיקולים איכותיים?

שלומי שוב

רשות ני"ע הוציאה עכשיו נייר לפני שבועיים שאומר משהו כמו: "אל תצרפו בבקשה הערכות שווי של אופציות לעובדים"

דני ויטאן

כן אני מבין, אבל אני שואל האם בנסיבות האלו, גם אם החברה לא הייתה דורשת לצרף ונניח שכל מה שהיה זה דוחות כספיים עם נתון לגבי שווי המניות, גם אז המשקיעים היו רואים את הנתון הזה, והמשקיעים שקוראים את הדוחות, גם אם החברה לא הייתה בוחרת לצרף, יכול להיות שהיו מסתמכים על הנתון הזה לעניין. אני לא בטוח בנושא אך יתכן שמשיקולים איכותיים ולא כמותיים שהערכת שווי כזאת יכולה הייתה להיות מהותית.

יבגני אוסטרובסקי

עוד פעם, לגישתנו, בד"כ, הערכות השווי מהסוג הזה (תשלום מבוסס מניות) כמעט תמיד לא מהותיות מאוד, ולא מחייבות צירוף. כמובן, אנחנו לא יכולים לאסור גילוי מהחברה. צריך לזכור שכלי הצירוף של הערכת שווי הוא כלי שהוא חריג ביחס לעולם. כמו שמסתדרים בלי הצירוף בארה"ב גם אפשר להסתדר לגישתנו בלעדיו במקרים מסוימים (שהוזכרו בנייר שפרסמנו), כמו זה שלפנינו.

משה גדנסקי

לגבי העניין הזה של הצירוף הוולונטרי האם המדיניות הזו נכונה גם לגבי תאגידים מדווחים בשוטף? זאת אומרת האם הרשות תקבל מקרים שהתאגיד במסגרת השוק המשני והדיווחים השוטפים שלו יפרסם דיווחים מיידים הכוללים הערכת שווי על מניות התאגיד? או שהמדיניות הזו יוחדה למקרה הספציפי ולנסיבות של הנפקה לראשונה של מניות חברת סטארטאפ?

יעל ווייס

שמעת את המילה לעודד? אנחנו דיברנו שאנחנו לא יכולים לאסור. עכשיו אם חברה, וכמובן כל חברה אחרת יכולה לעשות בכפוף לכללים של צירוף שקבועים.

משה גדנסקי

כלומר כל חברה יכולה לפרסם בכל יום נתון הערכת שווי ובלבד שהיא תערך לפי הכללים הקבועים בתקנות?

אשר סופן

כל חברה יכולה להוציא איזה דיווח שהיא רוצה אם הדיווח הוא וולונטרי והיא מסתכנת בכך שאולי היא מטעה. ואם היא מוכנה לשלם את המחיר.

משה גדנסקי

אבל אומרים שלא בודקים.

אשר סופן

מה זה לא בודקים. שוב, אם הדיווח הוא וולונטרי והוא בגדר מידע מטעה אז החברה חשופה.

אמיר ברנע

המושג מטעה הוא פונקציה של תביעה משפטית ואני לא יודע מה אחריות מעריך השווי פה לעבודה, נניח כזו, במסגרת תביעה.

יבגני אוסטרובסקי

אתה (משה גדנסקי) בעצם מדבר על מה שהייתי קורא לו אנליזה. עכשיו, יש איסור בחוק ייעוץ השקעות על מצב שבו חברה משלמת לאנליסט שהוא מסקר אותה, לא צריכה להיות זיקה ביניהם. לכן, תחת הכיפה של אנליזה, זה לא אפשרי. מצב העולם האפשרי האחר הוא הערכת שווי, שבו כמובן החברה משלמת למעריך וזה לא כפוף לחוק ייעוץ. אגב, בדיוק למצב בו חברה רוצה סיקור בלתי תלוי, יש את מודל האנליזה של חברות מחקר ופיתוח. לפי הנתונים שגם הצגנו בכנס שלנו, זה גם מגדיל את הסחירות, וברמה המימונית זה יכול להגדיל את השווי כי הרבה פעמים השווי תלוי

כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי
של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון
הנפקת 'שלנו גרופ'

שאמרתי על הגיוס וצריך לשים לב אם היה גיוס של 90 זה לא אוטומטית 90 זה יכול להיות גם 40 בכל מיני הנפקות שהשתתפנו. דבר שני, והוא לא פחות חשוב, אני מסתכל בטווח של 5 שנים או 10 שנים לאן החברה הזאת עשויה להגיע, ופה אחד הדברים שמאוד חשובים לי ולא ראיתי בהנפקה של "שלנו" זה שצריך להיות מוצר חדש ומהפכני, קחו למשל את גוגל יש לה טכנולוגיה שהפכה את השוק, מובילאיי שמנורה השקיעה בה הפכה את השוק. אפשר להגיד יש פה סיכון מאוד גדול, זה שינוי, זה משהו שהולך להיות משהו אחר, זה הולך לשנות את החיים שלנו, דברים שהם בינה מלאכותית, של משהו שהוא לא "Nice to have" אלא "Must have" זה משהו שהייתי נותן לו שווי גדול. במקרה של "שלנו" אין כאן מוצר מהפכני.

יגאל טולדנו

כל החברות הציבוריות בת"א הן משנות חיים?

עמיחי בומבך

בחברות ערך, בחברות צמיחה, לפי דעתי זה אחד הדברים החשובים ביותר שיש. כשאני מסתכל על בנק למשל, אני אעריך אותו אחרת, אני אחפש את היציבות.

אמיר ברנע

ככל שהחלום הוא יותר פנטזיה אז בעיניך הוא שווה יותר?

עמיחי בומבך

לא, זה מצוין שיש חלום אם באמת יש מוצר שיכול לשנות, שיש לו פוטנציאל מאוד מאוד גדול אז זה מעניין. כמובן תחת שווי מסוים.

ופה אני רואה גם חברה, אם אני מסתכל על כל הפרמטרים בגדול, גם על הנזילות גם זה שאין לי כ"כ אינדיקטורים להשקעות של חיצוניים, גם זה שבעלי השליטה מוכרים את החברה, מנפיקים אותה שזה מדלל אותם, גם זה שאין פה, שיש פה סוג של אפליקציות שלא ברור כ"כ וגם זה שאין פה שום, יש אלפי אפליקציות כאלה.

בהיקף הסחירות: סחירות מעלה את השווי אפילו אם אותה פעילות נשארת בבסיס. עכשיו, במצב שבו חברה בוחרת לעשות את זה שלא בדרך של אנליזה כמו המקרה התיאורטי שהזכרת וכמו המקרה שלפנינו, כמובן שהחובות שחלות על הערכת השווי, זה כל החובות מכח חוק ני"ע. זה כוללת קודם כל חובות של גילוי נאות, היעדר פרט מטעה. יש את כל התוספת השלישית (לתקנות ניירות ערך דוחות תקופתיים ומיידים). ישנו גילוי על היקף הבדיקות שביצע המערך וכי' וכו'. אלה הן דרישות גילוי (ואחריות לחברה ולמערך) שונים מאשר באנליזה. אז לחברה התיאורטית שאתה (משה גרונסקי) מדבר עליה, יש לה 2 חלופות תיאורטיות. חשוב לציין כי מודל האנליזה של הבורסה הוא כרגע לחברות מחקר ופיתוח (כמו שלנו גרופ), אבל אנחנו שוקלים ומסתכלים לאפשר את זה לחברות נוספות. אבל, יש חלופה כזאת לפחות ברמה הרעיונית, ויש חלופה של הערכת שווי עצמית. היא לא אסורה, אבל כמו שאמר (סופן) אמר, כל הדרישות חלות עליה, וגם אנחנו יכולים לבדוק שהיא לא מטעה את המשקיעים, שהיא כוללת את כל הגילוי הנדרש - ואם יש בה טעות (או הנחה) קיצונית אנחנו גם כמובן נתייחס לדבר הזה.

גדי שלום בנדור

אחד הדברים שאני שמתי לב, רק בכמה מההיבטים פה, תלוי גם בהקשר. גדי אם זה אופציות ולכן אם השווי יותר גבוה זה רק יגדיל את ההוצאות ולכאורה אין בעיה, אבל בסופו של דבר אתה לא יודע לצורך מה ישתמשו בהערכת השווי שאתה עושה ויכול להיות שמבחינת האופציות זה בסדר שזה גבוה זה כאילו הצד השמרני אבל מהיבט אחר, בדוגמה הזאת, זה היה ברור מהו ההיבט האחר (גיוס כסף), אתה תקבל בדיוק את התוצאה ההפוכה (אגרסיבית ולא שמרנית) ולכן אתה צריך ללכת על משהו שאתה יכול להגן עליו מכל הכיוונים.

עמיחי בומבך

כשאני בוחן השקעה בחברות טכנולוגיה חשובים לי מספר דברים: דבר ראשון, משקיעים אחרים שהיו ויש פה שורה ארוכה של משקיעים, אני לא יודע עד כמה הם שמו כסף, לא כל כך עקבתי אבל זה מאוד מאוד חשוב אם קרן נכנסת או לא תחת המגבלות

הביומד, יש חברות ביומד שהגיעו לבורסה מוקדם מדי ומשקיעים הפסידו שם הרבה כסף ואז החברה קשה לה לבוא ולעשות גיוס נוסף, יש חברות שעדיין "לא בשלות". צריך לבוא בשלב שזה "בשל" והסיפור של "שלנו" הוא פשוט הגעה מוקדם מדי ואולי לא להגיע בכלל אבל זה לא משנה. המצב שבו היא ניגשה להנפקה בבורסה היה מוקדם מדי וזה לא קשור לשווי, יכול להיות שהשווי הוא בסדר גמור ויכול להיות שהוא יוכח בעתיד.

גיל מור

מבלי להתייחס לשאלה, אני חושב שלא כל דבר אפשר להעריך לו שווי בניגוד למה שחלק מהאנשים אמרו פה, בין שיש לו מספר בין אפס למיליארד, לא כל דבר אפשר להעריך לו שווי, ונכון שיש את המתודולוגיות הברורות שאפשר להכניס לאקסל ולשים מספרים ובסוף יצא שווי. אבל זה עדיין לא אומר זה הערכת שווי. זה אומר שלקחו מתודולוגיה ושמנו קצת מספרים. בסופו של דבר, חברה שאין לה מודל הכנסות, לפעמים כשהם צריכים לעשות הערכת שווי כי החשבונאות כופה עליהם לעשות הערכת שווי אז באים וממציאים מודל הכנסות בשביל מעריך השווי, אומרים אין לנו מודל הכנסות עדיין, אנחנו לא יודעים איך נפיק הכנסות אבל חייבים לעשות הערכת שווי כי החשבונאות כופה. אז עכשיו נמציא איזה משהו בשביל מעריך השווי, מעריך השווי לוקח את זה ומהווה את זה ויוצא שווי. האם זה השווי של החברה? לא! האם המתודולוגיה נכונה? כן, האקסל מצוין ההיוון 22%, 40%. כל המספרים המעוללים שכולם מכירים ע"פ כל מיני סטטיסטיקות אבל זה לא הערכת שווי, כי גם החברה לא חושבת שזה מודל ההכנסות שלה אבל עשו את זה לטובת הדברים האלה. אז חברה שאין לה מודל הכנסות אני לא רואה איך באמת עושים לה הערכת שווי בשלב כזה. יש חברות שהן בשלב כ"כ מקדמי ששוב אפשר לקחת כל מיני בנצ'מרקים וכו', אבל תמיד תזכרו שהבנצ'מרקים זה בנצ'מרק של הצלחה, כשלוקחים אפליקציה ולקחים מספר כזה ולוקחים אפליקציה אחרת שהצלחה, ועושים עכשיו את אותו מדד "זה הצליח" אבל יש עוד בערך 90% של אפליקציות שלא הצליחו, אז לקחת את ההצלחה ולעשות רק לפי ההצלחה אני לא בטוח שזה.

שלומי שוב

אולי יש פה בעיה מתודולוגית. כמו שאמיר אמר.

גיל מור

לפעמים יש מצב וכל מערכי השווי צריכים להסתכל במראה ולהגיד שיש מצבים שאי אפשר ברמת מהימנות טובה להעריך שווי של סטארטאפ כי זה מוקדם מדי, זה לא ברור עדיין מה ההכנסות וכו'. הבעיה היא שלפעמים החשבונאות כופה, אומרת "חייבים" אין כזה דבר שאי אפשר להעריך ואז עושים כל מיני דברים. אני חושב שהחשבונאות לפעמים צריכה ללכת צעד אחד אחורה ולהגיד "כן,

אני רוצה להתייחס, לאו דווקא למקרה הספציפי הזה, ולתשובות שנתתי. אני רק רוצה להסב את תשומת הלב, תראו אנחנו מחפשים את גוגל, אתה נותן לי את גוגל כדוגמה, הלוואי שהייתי שם את ידי על גוגל והייתי יודע שזה הגוגל הבא. ואתה מדבר איתי על טכנולוגיות שהן חדשניות, כאילו שאנחנו מזהים אותן בקלות, כאילו שאנחנו יודעים מתי צועד לפנינו הגוגל הבא אבל אנחנו לא תמיד יודעים, ואנחנו (הכוונה למעריכי השווי) נורא קפדניים ושמרניים מול יזמים טכנולוגיים, מילה לא על "שלנו", אני לא מדבר על "שלנו", אנחנו נורא קפדניים על יזמים טכנולוגיים ואנחנו מקבלים יחסית בשלוות נפש ובברכה אנשים שמביאים לנו נדל"ן מניב מאוקראינה בדלת האחורית של הבורסה, אבל זה בסדר, כי את זה אנחנו רואים. ופה יש לי מילה לגבי המוסדיים, המוסדיים יש להם חובת זהירות כפולה ומכופלת כי הם מנהלים את כספי המשקיעים, כספי הפנסיה וכו'. הבנתי!

אבל אנחנו חייבים לצאת מהשבלונה הזאת, ואולי גם הרשות לני"ע היא לא הכתובת משום שהרשות עשתה פה תהליך בגבולות הגזרה שאפשר את התהליך הזה לכל אורכו מבלי לנקוט בעמדה לגבי הערכת השווי משום שלא היה להם כלים לעשות את זה. אבל, אם זה המפקח על הביטוח או על שוק ההון, צריך לתת למוסדיים את הכלים בהנחה שיש להם את היכולת לעשות אנליזה ולהשקיע בחברות טכנולוגיה בכמות מסוימת או בנפח מסוים לעשות את זה משום שהפחד מפני תגובת הציבור או האנליזה המאוד מאוד שמרנית שאתם יושבים ומחכים על הר של כסף מחכים לאופציות השקעה, זה לא חכמה. זה גם לא חכמה רק לשבת ולחכות לסחורה שעובדת על מרווחי ריביות בין ארה"ב לבין ישראל. אני חושב שכל השוק צריך לעשות מידה מסוימת של חשבון נפש ולהגיד "האם אני כנוף השקעה מוסדי, צריך לרכוש לעצמי כלים כדי שאוכל לפחות לבחון את חברות הטכנולוגיה האלו ולא לייצר רשת צפופה כזאת שרק חברה אחת נכנסת ברשת הזאת בשלוש שנים. אחת".

מאיר סלייטר

אני רוצה גם לחדד את מה שאלון גלזר אמר, ודרך אגב לגבי העבודה על "שלנו" אני אישית קראתי את כולה, עבודה יפה מאוד וטובה, שוב, אפשר לקבוע שווי, וקבעו פה שווי והשווי הזה הוא בסדר גמור, מה שקרה בסיפור הזה הוא לא עניין השווי אלא עניין העובדה שהם במצב הנוכחי של "שלנו" אין לה מקום בבורסה. אין לה מקום בבורסה. זה לא קשור לשווי בכלל. בגלל זה גם הייתה הנפקה אחת בשלוש שנים ובגלל זה גם לא יהיו עוד הרבה הנפקות. יש מצב שבו חברה "בשלה" להיות בבורסה וזה לא המצב שהיה של "שלנו", הרצון של הרשות ני"ע אולי כן לקדם את זה ולדחוף פנימה, צריך להבין, יש הרבה חברות, יש חברות שמתאימות לבורסה ויש חברות שלא, יש בבורסה חברות שלא מתאימות כמו כל הסיפור

כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי
של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון
הנפקת 'שלנו גרופ'

מקרים שבהם חברות בעולם יישמו את החריג הזה על אף ששוב, עמדת סגל הרשות הייתה הנה ב- IFRS 9 כבר אין את החריג הזה, חייבים ללכת לשווי הוגן, לדוגמה ב- IFRS 2, אפשר אולי ללכת לשווי שירותים אבל אין את החריג שלא ניתן לקבוע באופן מהימן את השווי. אני חושב שיש בנקים בעולם ה- IFRS שטיפלו ב"זיהה אירופה" יישמו את החריג הזה שלא ניתן לאמוד את השווי באופן מהימן ב- IAS 39, והעמדה של רשות ני"ע שנמקה וניתן לה ביטוי והיו סבבי גיוס, אתה יודע, אנשים בסוף, הכל היה סיבוכים פנימיים אבל העמדה של רשות ני"ע הייתה אני חושב, תקן אותי יבגני אם אני טועה, הייתה גם בגלל הנושא של IFRS 9, שצריך. לא אוהבים להשתמש בחריג הזה ודווקא זה לא רק שהחשבונאות כופה, גם הרגולטור העדיף.

יבגני אוסטרובסקי

קודם כל, צריך להבין למה IFRS 9 ביטל את האפשרות להציג השקעות היסטוריות לפי עלות היסטורית. אם מוצגת השקעה לפי עלות היסטורית, ב- IAS 39, עדיין צריך לבדוק לה ירידת ערך. עכשיו, עולה השאלה, אם לא ניתן להעריך כמה ההשקעה שווה, איך ניתן אח"כ לבדוק האם חלה ירידת ערך - ולכן החריג בוטל. במקרה שצינית (גיאי), ההשגה שלנו גם בכך שהיו בחברה המדובר, אני לא זוכר את מספר הסבבים המדויק, אבל יכול להיות ש-14 סבבים, תוך כדי התביעה, כדי לממן את התביעה. למען הסר ספק, הסבבים לא היו סימטריים, כלומר, אתה אומר שזה סבב פנימי אבל הסבבים לא היו סימטריים בין המשקיעים, זה לא היה שכל אחד שם פרו-ראטה (ולכן אפשר לגזור שווי במצבים מהסוג הזה).

גיאי טביביאן

ועשו impairment גם.

יבגני אוסטרובסקי

לפי עמדתנו, גם תחת IAS 39, אם החברה מקבלת החלטה להשקיע, ניתן למדוד שווי. אגב זו לא רק הפרשנות שלנו. לדוגמה, אתה יכול להסתכל בספרים של הפירמות, לדעתי ב- KPMG, ישנה התייחסות לכך. אם החברה הייתה בין המשתתפים בסבבים

יש דברים שאי אפשר להעריך אותם אופן מהימן בשלב מוקדם"

צור פניגשטיין

בהמשך לדברים של גיל, אני רוצה להשלים דברים שלא הספקתי לומר קודם. אני חושב שהבעיה העיקרית בהערכת שווי של סטארטאפ זה לא אי הוודאות, אלא היעדר מודל עסקי, אפילו לא מודל הכנסות. זה מה שמבחין בין 3 הקבוצות במצגת של BDO, ולכן סטארטאפים, אפילו מבטיחים, שאין להם מודל עסקי, קשה מאוד עד בלתי אפשרי להעריך. היה לי הכבוד להיפגש עם מעריכת השווי הראשית של גוגל, שנתנה הרצאה על חברת ווייז בכנס של PWC והיא הודתה שלמרות שבאופן עקרוני הם משתמשים ב- DCF את ווייז הם לא יכלו להעריך, כיוון שלווייז אין מודל עסקי, ולהם אין מודל עסקי לווייז, אז בעצם אין להם דרך להעריך את ווייז.

גיאי טביביאן

הערה בקשר למה שגיל (גיל מור) אמר, מקרה מעניין שיבגני מכיר אותו טוב וגם פורסם, היה ודרך אגב אני מסכים שהחשבונאות במידה רבה אשמה בזה שהיא כופה את הערכות השווי האלה, גם לדוחות של ישויות, ישויות השקעה, קרנות הון סיכון גם לסטארטאפים עצמם אם זה לתשלום מבוסס מניות או לצרכים אחרים, אבל היה מקרה בדוחות של "תמיר פישמן הון סיכון", שבאה החברה וטענה על איזושהי חברת פורטפוליו, חברת סטארטאפ שהשקיעו בה שכבר לא היה פיתוח בכלל וכל מה שהיה שם זה איזושהו דיון משפטי מחלוקת משפטית עם טבע נדמה לי על איזה מולקולה. אז זה לא רק המורכבות של הערכת השווי של המולקולה אלא גם הערכת שווי להסתברות של מה יצא מהליך משפטי.

שלומי שוב

אני זוכר, זה היה שווי של תביעה נכון? היא הייתה התובעת והיה משהו.

גיאי טביביאן

כן והחברה טענה שבצד כל עוד היא בתחולה של IAS 39 ויש את החריג שצינית בהתחלה של IAS 39 והביאה גם דוגמאות של

הלא סימטריים, אם היא החליטה שהיא כסף, אז שתואיל ותתכבד ותשתמש באותו מודל שהיא החליטה לפיו לשים ולממן את התביעה על מנת לבדוק או האם יש ירידת ערך בהשקעה או להעריך את השווי של ההשקעה, כי זאת התפיסה. התפיסה של הרשות היא שחריג העלות (עד לביטולו הקרוב) מוגבל מאוד ובוודאי במצבים שהיו עסקאות, לא ניתן להשתמש בחריג הזה.

אשר סופן

שתי הערות מסיימות, באמת מציע לאמץ המלצה שקודם יבגני דיבר עליה וזה לתת קצת יותר קרדיט לשוק, לפני שאנחנו רצים לקבוע כללים כ"כ נוקשים. רצינו לקבוע כללים כ"כ נוקשים על כלל השוק, בקושי סנונית יש לנו כאן אפילו לא נוצה אין לנו פה. לפני שרצים לקבוע כללים. אם ניקח כדוגמה הנפקה מלפני 3 חודשים, הנפקה מאוד שקטה בלי רעש תקשורת, 3 חודשים לפני, גם בשלב מאוד מאוד התחלתי וקבעו שם הערכת שווי שבסוף 25% משווי הערכת השווי היה בהנפקה, אז לא צריך להיזהר מהערכות שווי כ"כ. 4 שנים קודם לכן הייתה עוד הנפקה של חברה שהיום עושה חיל, גם בשלב מאוד מאוד התחלתי עם הערכות שווי וכו' שהיום עושה חיל בבורסה, ומקומה דווקא כן בשוק ההון, אז לא צריך להיבהל. גם לנו היו מחשבות, גם לנו כאבה הבטן, אבל על סמך מקרה אחד ללכת ולקבוע כללים, חשבנו אולי בעתיד להתנות צירוף הערכת שווי בשלב הזה אם הולכים לאנליזה של הבורסה ובמקביל מפרסמים את שתי העבודות.

אהוד בר

אני חושב שתפקיד קרנות ההון סיכון בסיטואציות בדיוק כמו של "שלנו" הוא מכריע ומאוד חשוב משום שלפי דעתי, חברות "רעיון" שהערכת השווי מבוססת בעצם על אמונה ברעיון, לא צריכות להגיע ישר לבורסה וצריכות קודם לעבור בקרנות שכאלו שמהוות כמסננת להיתכנות מימוש אותו רעיון.

הסיבה שקרנות ההון סיכון משמשות כמסננת היא שהמרחק של הכסף המושקע בחברות ההזנק לבין בעליו של אותו כסף הינו קטן בעולם קרנות ההון סיכון ואילו בבורסה אותו מרחק בין בעל הכסף לבין ההשקעה הינו רב. הכסף המושקע מנוהל על ידי גופים שלא מתייחסות לסיכון הגלום כפי שהאינדיבידואל היה מתייחס אליו.

אמיר ברנע

אני שמח יגאל, כי חששתי, אני ממשיך את הדברים של גיל (גיל מור) שהם מאוד חשובים, שלקחת נתון של שווי לקוח מחברות שהצליחו והפעלת על חברה כזו, בלי להתייחס למה שגיל אמר לפני רגע, לכל אותם כישלונות.

יגאל טולדנו

אם אתה מסכם, אז צריך להיות לפחות במספרים הנכונים. נגזר

השווי ליוזר לפי גיוס, נוכח ממנו אחוז מסוים, 20% והוכפל במספר היוזרים שיש היום. עכשיו אתה אומר, היה טוב יותר לנתח את איכות היוזרים, אני מסכים. בנוסף, בהערכת השווי של מוצרים מבוססי משתמשים, המספר הזה לא הושווה לאותן חברות מוצלחות שעשו אקזיט ב-500, 600 ו-2,000 דולר ליוזר, זה לא מה שנעשה, נלקח המספר הנמוך ביותר, ולמה זה נעשה ככה? משום שאם אתה תלמד אותי איך עושים הסתברות לאקזיט, אני הולך איתך. אם יהיה לנו מודל הסתברות לאקזיט אז לא היינו יושבים פה. היינו נמצאים במקום אחר.

אמיר ברנע

אקזיט זה הצלחה. זו מילה אחרת להצלחה.

יגאל טולדנו

אין מודל שיכול לחזות אקזיט בחברה טכנולוגית ולכן לקחנו שווי הנמוך ביותר שמצאנו נקודת עגינה לגביו, הנמוך ביותר.

ואדים פורטוני

פרסום הערכות שווי שצירופן אינו מחויב על-פי דין עלול לגרום גם למשקיע מנוסה לחשוב שמדובר על חוות דעת כלכלית החייבת פרסום. לאמור חוות דעת שעברה את כל הבדיקות וההליכים האמורים לבחון אותה לעומק ושמטרתה אינה שיווקית. כשם שתוכן פרסומי חייב בסימון בכלי תקשורת, ראוי לרגולטור לבחון סימון מסוג זה של הערכות שווי שאינן חייבות בפרסום.

עצם הפרסום של מידע נוסף, על אף שאינו מחויב, הוא דבר רצוי מבחינת המשקיעים, ככל שיסומן בהתאם. פרסום הערכת שווי עם הנחות מפורטות לגבי אופן הקביעה של שווי החברה יאפשר למשקיעים להתייחס לתמחור ההנפקה באופן ביקורתי יותר כפי שקרה במקרה של הנפקת "שלנו".

אברמי וול

נשמעת כאן הנחה שלכל הערכת שווי יש משקל כי היא נושאת אחריות משפטית על נותנה. בעל ההנחה הזו ניתן להקשות. ככל שמעריך שווי לא התרשל, קרי - נקט במתודולוגיה או הגיע למסקנות ששום מעריך סביר לא יכול להסכים להן, הרי שאי אפשר להטיל עליו כל אחריות. ברמה העקרונית ומבלי להתייחס למקרה הספציפי, מנעד אפשרויות גדול מאד לפיו, מעריך שווי סביר יכול לחתום על הערכה בגובה 10 מ או 100 ברמת ודאות זהה, מספק לו הגנה מושלמת. זה קצת מזכיר את הכלל בפילוסופיה של המדע על (אי) תוקפו של טעון שלא ניתן להפריך אותו.

עינת שפרלינג

אין ספק שהערכת שווי של חברות בשלבי סטארט-אפ הינה מאתגרת מהרבה בחינות לעומת חברות בוגרות. יחד עם זאת, עדיין

כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי
של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון
הנפקת 'שלנו גרופ'

ההון. שוק ההון לא "בשל" לניתוחים כאלה. קרנות הון הסיכון עצמן
בהחלט מוזמנות להיכנס לבורסה.

יעל ווייס

שלומי, בטוח שהוא לא בשל, כי ההנפקה לא הצליחה.

שלומי שוב

במקרה הספציפי ברור, אבל אני אגיד לך מה התפקיד של הרשות,
זה אמנם מקרה פרטני, אבל אני חושב שיכולה להיות בעיה כללית
עם המגמה - יכול להיות שיש פה איזשהו עידוד, כמו שאמרתם,
של חברות מהסוג הזה ע"י כל מיני הטבות וכו' לרבות הטבות מס,
ויכול להיות שהעידוד הזה גם יוצר את הקושי הזה שאנחנו כולנו
התמודדנו איתו היום.

תודה רבה לכולם.

אנו נדרשים לבצע הערכות שווי לחברות כאלה לצרכים שונים.

אני לא מעוניינת להתייחס ספציפית למה שהוצג לנו כאן, אך
מהעיסוק שלי היומיומי בחברות טכנולוגיה בתחומים שונים, ניכר
כי קיימות סוגיות שונות בתחום הערכות השווי שחשוב להדגיש,
למשל: ניתוח שווי עסקה ומה הוא מייצג? והאם ניתן להסתמך עליו
מבלי להכיר את העסקה לעומק, את הפרמטרים ואת הרציונל?
האם עסקאות שבוצעו ע"י משקיעים אסטרטגיים מהוות בנצ'מרק
כמות שהוא? האם נכלל בתמחור העסקה ערך לסינרגיה או שמא
רק לפעילות הנרכשת? והאם הרוכש האסטרטגי רואה לנגד עיניו
את המודל העסקי שרואה הנרכש? האם השווי משקף אולי שווי
ניכר לפוטנציאל העתידי או משקף מצב נוכחי בלבד? אלמנטים
של שליטה מול מיעוט וכדומה. נושא נוסף, שהוא מאוד משמעותי
בחברות טכנולוגיה הוא הבנת השלב ההתפתחותי של החברה,
הייחודיות הטכנולוגית וכמובן הפתרון שהטכנולוגיה מביאה לקהל
היעד שלה ומול כל אלו, איך מתמודדת הערכת השווי עם הסיכון
והסיכוי הכרוך בהצלחת הפיתוח והחדירה לשוק וכתוצאה מכך,
היכולת להגיע לשלב של מוניטיזציה של הנכס המוערך. לעיתים
רבות "כללי האצבע" או בנצ'מרקים מהתעשייה מטילים את התוצאות
באופן ניכר, אם לא ניתן לבצע ניתוח השוואתי מעמיק.

שלומי שוב

אני רוצה לסכם את הדיון. התחושה שלי היא שיתכן ובמצבי חוסר
וודאות קיצוניים, שווי חברה אינו measurable ולכן מעריך שווי
לא יהיה מסוגל לבצע הערכה. יש מצבים שאנחנו צריכים להכיר
בהם שיש קושי לאמוד את השווי ההוגן שלהם וגם הרשות צריכה
להיות מודעת לבטן רכה כזאת. צריך להיזהר פה ממצבים של
היתממות, לתת למערכות לעבוד וכל אחד לגבות את שכר הטרחה
שלו ושיש פה חשש אמיתי מלהגיע למצב של הטעיית הציבור.
אני חושב שבעניין ניסיון ההנפקה של "שלנו" משתתפי הפורום
היו תמימי דעים כי הבורסה לניירות ערך בתל אביב אינה מקום
מתאים לגיוס הון לחברה מסוג זה. נציגי הגופים המוסדיים אף טענו
כי חברת טכנולוגיה חייבת לעבור גיוס מקרנות הון סיכון - שזאת
המומחיות שלהם בטרם תגיע לגיוס מהציבור הרחב באמצעות שוק

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

”רפורמת הדיווח המוצעת
בבנקים: האם הדוחות
מספקים מידע רלבנטי
ושימושי, בין היתר על רקע
התמורות הטכנולוגיות?”

תאריך המפגש: 2 בפברואר 2017

נושא המפגש: ”רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?”

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון .

אורחים שנכחו בדיון: דודו זקן (לשעבר המפקח על הבנקים), נטע ורדי (הפיקוח על הבנקים), ד”ר יוסי בכר (יו”ר בנק דיסקונט), יוסף ברסי (סגן בכיר למנהל הכללי, חשבונאי ראשי וראש מערך החשבות), יהלי שפי (דירקטור, בנק דיסקונט), יעקב ידקוביץ (רשות ניירות ערך), מיכה גולדברג (ראש מחלקת המחקר, אקסלנס), קובי שמש (מנהל מחלקת דיווח וניתוח כספי, בנק הפועלים), טרנס גלינגמן (S&P מעלות), ד”ר סאמר חאג’ יחיא (דירקטור, בנק לאומי), ניר זכלינסקי (חבר דירקטוריון, בנק הפועלים), צבי שיף (שותף בנקים, BDO), ניר מרדכי (שותף בנקים, EY), אבי קיסר (שותף בנקים, Deloitte).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, יורם עדן, גיא טביביאן, מיכה ארד, אודי גרינברג, מאיר סלייטר, אלון גלזר, ניר מרדכי, דגנית דניאל, עדי סקופ, אלי אלעל, שמרית חזן (EY), אלכס וולקוב, גיא שמעון (BDO), ראובן אדלר, זאב נהרי (יו”ר בנק ירושלים), מנחם שוורץ, אסתר גלעוז רן, דורון צור, חיים חבין, חיים קידר.

צוות מקצועי: דניאל גרף, יהונתן סמוכה ויעל סלטון.

"רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?"

שלומי שוב

של תקינה חשבונאית אנחנו נמצאים. אפשר להמשיך בהפרשה להפסדי אשראי וכו' ובכלל, עצם העובדה שבמעברים בין התקינות הבנקים כמעט ולא מדווחים על שינויים בדוחות הכספיים שלהם מעידה הכי טוב על מהות כללי החשבונאות שהם מיישמים.

אני חושב שמי שצריך לקבוע את הכללים זה מוסדות התקינה - בין אם מדובר ב- IFRS ובין אם מדובר ב- US GAAP, כאשר אכיפת הכללים צריכה להתבצע ע"י הרשות לניירות ערך ולא על ידי הגוף שאחראי ליציבות.

הערבוב הזה זה ערבוב לא נכון, תחשבו לעצמכם רק מה יקרה אם נגיע לסיטואציה של משבר, יהיה כאן ניגוד אינטרסים בין התפיסה של שוק ההון שמעוניינת בשיקוף המצב הנקודתי שיוכל ליצור היסטוריה בשווקים לבין התפיסה של הפיקוח על הבנקים שמעוניינת לשמור על יציבותם גם אולי במחיר של חוסר שקיפות מלא.

אני חושב שהפרדת רשויות זה משהו מאוד בסיסי שהכרחי לבצעו. חוסר הפרדת הרשויות הזו גורמת לכך שהתפיסה החשבונאית כיום בבנקים היא תפיסה פיקוחית. מבחינתי, שהפיקוח על הבנקים ידרוש מהבנקים דיווחים לצרכי יציבות לפי איך שהוא רואה לנכון אך זו צריכה להיות מערכת דיווח מקבילה לזו המדווחת לשוק ההון והיא לא יכולה להחליף אותה. אגב, אחד מתוצרי הלוואי הוא שהסיטואציה הקיימת מביאה את הבנקים למצב שהם כל הזמן ממלאים הוראות ופקודות והם לא נמצאים במצב שהם לוקחים אחריות מול שוק ההון - מה שחיוני בכדי לייצר דוחות כספיים שקופים, אפקטיביים ובעיקר רלוונטיים.

במצב הנוכחי, אם מסתכלים על הדוחות של הבנקים, הם מאוד ארוכים. במסגרת חומר הרקע ששלחנו לפני הדיון, כללנו השוואה פשטנית שביצע צוות פורום שווי הוגן, של אורך הדוחות של הבנקים בארץ אל מול הדוחות של הבנקים המובילים בעולם. התוצאה היא שהדוחות בארץ, לרבות הפרק של הדוחות הכספיים שהוא אמור להיות גנרי וניתן להשוואה, הם פי שניים לפחות מהבנקים הגדולים בחו"ל. זה כבר מלמד אותנו שיש פה בעיה.

אנו עוסקים הבוקר בדוחות של הבנקים. הנושא של דוחות הבנקים הוא נושא חשוב שאנו כבר שוקלים זמן רב לעסוק בו במסגרת הפורום והרפורמה הדיווחית הנוכחית היתה בגדר ה- trigger event שגם לזה לקרות כעת. כולנו מבינים את החשיבות של הבנקים והדיווחים שלהם ולמדנו להבין את זה עוד יותר טוב במשבר הפיננסי העולמי האחרון.

הזמנו לדיון היום נציגים בכירים של הבנקים, הן ברמת ההנהלה והן ברמת הדירקטוריון, נציגים של רואי החשבון ונציגי רגולציה - בעבר ובהווה. כמו כן, נוכחים כאן מיטב האנליסטים שיש לנו בארץ בתחום הבנקים כדי שנוכל להבין גם את הצד של קוראי הדוחות.

בהקשר לרפורמה המוצעת יש פה לפיקוח על הבנקים כוונה אמיתית לשפר את הדוחות ואנו רוצים היום לעזור בשיפור הנחוץ הזה. צריך להתחיל בכך שהפיקוח על הבנקים עשה "פניית פרסה", אני חושב שזה אפילו היה במשמרת שלך דודו, היה מתווה למעבר ל- IFRS וחזרה ל- US GAAP.

אך הדיון בדוחות הבנקים לא נגמר רק בתקינה חשבונאית, הוא הרבה יותר עמוק מבחירת סט הכללים החשבונאיים לכאורה, הסיטואציה הזאת שגוף רגולציה אחד גם קובע את הכללים ואת אכיפתם וגם תפקידו לשמור על היציבות, היא לדעתי בלתי אפשרית ואף מסוכנת.

רק בכדי שנבין, התקינה בבנקים היא בעצם לא IFRS ולא GAAP אלא הדיווח כפי שהמפקח רואה אותה, זה יותר כללי פיקוח מאשר חשבונאות. רק לצורך המחשה, ניתן לקחת את הדוגמא של הריבית הסינטטית לצורכי היוון ההתחייבויות האקטואריות, שאני חושב שבשתי התקינות היא בגדר רעיון יצירתי מידי ולא תואם אותן. דוגמא פשוטה נוספת היא הצגת התוכנות במסגרת הרכוש הקבוע במאזן הבנקים על מנת להימנע מהפחתת ההון לצרכי באזל. למיטב הבנתי, תוכנות הן נכס בלתי מוחשי ולא משנה באיזה סט

מה לעשות. אנחנו יודעים שכל הנושא של חשבונאות מכשירים פיננסיים הוא נושא פוליטי וכולנו זוכרים את ההתערבות של נשיא צרפת לשעבר, ניקולה סרקוזי, בחשבונאות הזו בעת המשבר כדי למנוע מהבנקים באירופה לרשום הפסדים.

השינוי השני הוא מודל הפסדי האשראי החזויים (CECL - Current Expected Credit Loss). מדובר במודל מאד מעניין ומורכב ליישום שהבנקים בארץ עדיין לא ממש ערוכים לו. בכל מקרה, הוא יגדיל את המורכבות של הדיווח שכבר עכשיו במודל הקיים הוא לדעתי לא מספיק ברור.

אם נחזור לרפורמה המוצעת בדוחות הבנקים, אני חושב שהארכת הדד-ליין לפרסום הדוחות הוא צעד שלילי, אני חושב שאפילו יש לקצר את הדד-ליין על חשבון מידע לא רלוונטי מהדוחות הכספיים וצמצומם. הייתי מוציא חלקים שלמים ומדווח עליהם בנפרד באינטרנט בתאריך מאוחר יותר.

אני בכלל חושב שכל הרגולציה בארץ צריכה לעבור לדד ליין מקוצר יותר עבור החברות הגדולות. הבעיה היא שכל רגולטור חושש לתת החלטה כזאת בעת הזו שבה הטענות על עודף רגולציה מאבדות כיוון וכך נוצר המכנה המשותף הנמוך ביותר. מה גם ששימושיות של מידע במסגרת המושגית זה גם תזמון ולכן יש משהו אירוני בהצעה של הפיקוח על הבנקים על דחיית הדד ליין שנקראת שיפור השימושיות של הדוחות.

אין לי ספק שיש ברפורמה כוונות טובות - יש דגש על סדר וניקיון, מהותיות, מניעת חזרה על פרטים ובכלל ניסיון אמיתי לקצר את הדוחות. אך אני עדיין חושש שזה לא העיקר - עד שלא יהיה כאן שינוי קונספטואלי והסתכלות בעיני המשקיעים - איזה מידע חשוב להם לצורך הניתוח ואיזה לא ואת זה שכן לתת בצורה פשוטה וברורה כפי שמוצג בישיבות הדירקטוריון, אז לא נגיע לשם.

רק לצורך הקוריוז, בהצעה של הפיקוח יש סעיף שמתייחס לסוג הגופן וגודלו והמרווח בין השורות ואפילו הפניה לנספח שנותן דוגמא לכך. אני חושב שכאשר יורדים לרזולוציה של פונט בדוחות זה דווקא לא מראה על שינוי קונספטואלי, אלא על בואו נמשך למלא את ההוראות. אני רוצה לספר לכם משהו אישי: בקורס שלי בתיאוריה חשבונאית אני מגביל את הסטודנטים לתשובה של מספר שורות והם יודעים שמי שמאריך אצלי "ומורח" נענש ומפסיד נקודות ולהפך מי שעונה קצר ולעניין מתוגמל ובכלל - מי שגם יצירתי מקבל יותר מניקוד המלא. אתם יודעים כמה שנים לקח לי להרגיל את המתרגלים שלי לתפיסה הזאת? זה לא שפוט - אבל עכשיו כשהסטודנטים הצעירים הופכים להיות בעצמם מתרגלים זה כבר ברור ואוטומטי. בחומר הרקע הצגנו דוגמאות של בנקים מובילים בעולם כמו JP MORGAN וברקליס, שבהן מנהלי החטיבות מסתכלים למשקיעים בגובה העיניים ומספרים

בסופו של דבר קשה מאוד לנתח את הדוחות, אפילו לי קשה מאוד להבין אותם. כשאני מסתכל על הקושי שלי, ואני מנסה להבין מה חסר לי, קודם כל ביאור המגזרים קשה מאוד להבנה וביאור המגזרים זהו לב הדיווח, במיוחד שבמסגרת הרפורמה הנוכחית, הבנקים יעברו לדיווח על בסיס מאוחד בלבד ולכן חייבים את הפילוח הזה על מנת להבין את הפעילות דרך ביאור המגזרים. קשה מאוד להשוות בין ביאור המגזרים של הבנקים. הסתכלתי על דוחות שני הבנקים הגדולים, הפועלים ולאומי, אם מסתכלים על מגזר משקי הבית בתשעת החודשים הראשונים של 2016 רואים שהפועלים הרוויח לפני מס 120 מיליון ₪ בעוד לאומי הפסיד לפני מס 271 מיליון ש"ח, מה זה בכלל אומר? ואנחנו עוד מדברים על המגזר הפיקוחי שהוא לפי ההגדרות הגנריות של הלקוחות שמכתיב בנק ישראל. חוסר היכולת לבצע השוואה, נובע כנראה מהקצאות של ההנהלה שמתבצעות בכל בנק בצורה אחרת ובמיוחד בהקצאות הפנימיות של ההון (מגזר פיננסי). לכאורה, אין עם זה בעיה לאור התפיסה של החשבונאות המודרנית, כל עוד היינו מקבלים גילוי על הבסיס להקצאה של כל בנק שהיה מאפשר לנו להבין את טיבם של הנתונים.

דבר מהותי שני נוסף הוא שקשה מאד לחלץ מהדוחות את המידע על הרווח הפרמננטי של הבנק לצורך תמחור השווי שלו. אין יכולת להסתכל על פילוח ההוצאות, מתוך הוצאות השכר כמה נובע מתוך התייעלות, כמה משינוי מבני וכמה מהוצאות השכר זה בשוטף. לצורך המחשה, הבנקים סוגרים סניפים בסיטונאות אך קשה מאד להבין מהדוחות שלהם מה המשמעויות של כך.

קיים אמנם סוג מסוים של מידע GAAP - NON, עליו הבנקים החלו לדווח בדוח הדירקטוריון בשנים האחרונות כדי לנטרל אלמנטים חד פעמיים כמו למשל, השפעת האינפלציה, אך הוא לא מלא, ותמיד עולה החשש שהוא מוטה ולא עקבי. זה ידוע שלמידע NON GAAP - יש את החסרונות שלו, במיוחד כשבאשראי אין בכלל כללים בנושא.

הדיון שלנו היום מתקיים על רקע שינויים משמעותיים ביותר שאושרו ויכנסו לתוקף בשנים הקרובות בחשבונאות של הבנקים, הן בתקינה בינלאומית (IFRS 9) והן בתקינה בארה"ב בשני נושאים מרכזיים. ראשית, לגבי נכסים פיננסיים מבטלים את מודל הזמין למכירה לגבי השקעה במניות, אך משאירים את זה לגבי השקעות באג"ח. לפי המודל האמריקאי החדש, כל הרווחים והפסדים מהשקעה במניות יכלו לדווח רווח והפסד. המשמעות היא שלדעתי, בנקים יחסו להשקיע במניות, במיוחד לא במניות סחירות, כי במניות לא סחירות עוד אפשר למתן השפעות דרך הערכות שווי, אך תזמון הרווחים באמצעות ההשקעות באג"ח יימשך. אל תשאלו אותי מדוע מודל הזמין למכירה לא בוטל לגבי השקעות באג"ח. בדברי ההסבר יש לזה תירוץ שלא הצלחתי להבין אותו, אך אין

"רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?"

נתחיל מהאנליסט- באמת קשה לאמוד רווחיות פרמנטית של בנק. במספר סעיפים המשפיעים על הדוחות כגון הפרשה לחומ"ס, מימוש ני"ע זמינים למכירה, הפרשה לפנסיה. פיצויי פיטורין לעובדים אין שום הבחנה בין שוטף לפרמננטי. קיים אמנם ביאור שווי הוגן אך הוא אינו בר השוואה בין הבנקים.

לגבי נושא דיווח סיכונים נלקח בחשבון סיווג האשראי כאומדן הפרשה עתידית. מוצג גם נושא הנזילות. האם רלבנטיים פערי נזילות בין בנקים? האם הבנק הוא במתכונת של חברה רגילה? הרי דוח המזומנים מועתק מהמתכונת הרגילה, האם זה נכון?

עדיין יש רפטיציה בדוחות ובין הדוחות שבעיקרה היא מיותרת. קיימים גם פערים שמקשים על השוואה בין הבנקים במגזרים (מגזר פיננסי). כך שלמרות שיש התקדמות גדולה בדוח של הבנקים חסרה לנו אינפורמציה להגיע להחלטה מושכלת לגבי שווי ראוי.

יוסי בכר

לא הייתי מודע לכך שאני פותח את הדיון. כששלומי פנה אליי אמרתי לו שאינני מחשיב עצמי מומחה לדוחות כספיים כיוון שאני פחות עוסק בזה. הסוגיות ששלומי מתייחס אליהן הן חשובות ודורשות התייחסות פרטנית. כשהגעתי לבנק רציתי לצמצם את היקף הדיווח מאחר והוא כולל הרבה מידע לא רלוונטי לקורא. התהליך הזה לא צלח במלואו. הדבר השני היה לנסות להקדים את מועד פרסום הדוחות. אני חושב שבשני ההיבטים אנחנו במקום טוב ביחס לבנקים האחרים.

עודף מידע זה לא בהכרח דבר טוב. זה אפילו מעייף. תחשבו על זה שאתם מבקשים ממישהו שישקר לכם נושא מסוים ואתם מקבלים מסמך ארוך שמלאה אתכם. אתם לא תרצו לקרוא אותו. אנחנו בתקופה בה הקוראים רוצים מידע זמין, פשוט ומהיר. המידע צריך להיות שימושי. המשקיעים מסתכלים על מספרים מסוימים בלבד. אני חושב שבמושגים של החשיבה הנהוגה היום, דוח כספי צריך להיות ידידותי למשתמש, דוח שרוצים לקרוא אותו.

להם על הפעילות ותוצאותיה. אני חושב שזה המקום שבו השינוי צריך להתחיל - תחושת האחריות כלפי המשקיעים ולא התפיסה כי דרישות הגילוי זאת מעמסה טכנית שצריך לעמוד בה.

מעבר לכך, יש היום תחום שלם של טכנולוגיה שעולה השאלה עד כמה הבנקים מספקים לגביו מידע רלוונטי. זה כולל את ההיערכות שלהם בראייה עסקית לתחום הפינטק, אך זה גם כולל את ההתמודדות שלהם עם סיכונים הסייבר שיכולים להיות סיכונים קיומיים בראיית הבנק.

לא ניתן להתעלם מכך שברגעים אלה שמתקיים הדיון שלנו נערך מכרז של בנק לאומי לרואה החשבון, אחרי עשרות רבות של שנים. זה מעלה גם את הנושא של רוטציה של רואי החשבון בישראל שעלה לפני מספר שנים בעקבות טיוטת הדוח של קרן המטבע העולמית. כידוע לכם, בשנה האחרונה נכנסה לתוקף באירופה דירקטיבה חדשה שמחייבת רוטציה של רואי החשבון ויש לה השלכות דה פקטו על הבנקים. גם למשל, ראיון ש - PWC החליפה את KPMG בביקורת של HSBC ובברקליס קורה בדיוק ההיפך - PWC מוחלפת אחרי 120 שנה. אנחנו רואים את זה בעוד בנקים באירופה ואני חושב שהנושא של רוטציה שכולל ריענון והרחבת מעגל אנשי המקצוע בתחום החשבונאות של הבנקים הוא חשוב במיוחד וזו גם דעתי בכלל לגבי הצורך הרוטציה של רואי חשבון בחברות ציבוריות.

אמיר ברנע

מי הם המשתמשים בדוחות הכספיים? אני מונה 4 משתמשים: המפקיד הוא הפחות רלבנטי משום שנראה שלא אכפת לו מי בעלי הבנק ומה כתוב בדוחות. יש עוד 3 משתמשים: בנקים אחרים- שהדיווח הרוחבי קריטי מבחינתם לצורך השוואה וניתוח ביצוע. האנליסט- זקוק לדוחות מהם הוא אומדן רווח פרמננטי ומקדמי סיכון כדי לקבוע מכפיל רווח. נניח שהדוחות מספקים מידע על הסיכון היחסי. הרביעי הוא הרגולטור שניזון מאינפורמציה ישירה מהבנק וכנראה פחות מהדוחות הכספיים. אני בטוח שיש לו מידע יותר טוב מקורא חיצוני. לפחות מידע כמו לדיקטוריון.

אני מאוד בעד צמצום המידע המופיע בדוחות. חשוב שנזכור: המידע שאנשים קולטים זה מידע פשוט, כמותי, שנשען על ערכים מספריים. בדיווח האיכותי אנו מתעסקים הרבה בלנסות לתת מסרים מדויקים וזה לא תמיד אפשרי. עדיף להיות בערך צודק ולא בטוח טועה.

ניקח למשל את נושא ההפרשה לחובות מסופקים. האם מישהו יכול לנסות ולהסביר לקורא הסביר איך חושבה ההפרשה? אין סיכוי בעולם שמישהו מסוגל להעביר את ההסבר הזה גם אם אתן לו שלוש שעות. בסופו של יום, ההפרשה נתפסת כהערכה של סכום שהוא אינו בר גביה מתוך סך האשראי.

בנקים מתעסקים המון בכל הנושא של מודל הבנקאות העתידית. אנו מנסים ללמוד. הגישה החדשנית של חברות כמו אמזון וגוגל היא לנסות ולהבין מה הצרכן צריך ומה הוא רוצה. אני לא מציע שנעשה אנליזה של מה הצרכן רוצה אבל בצורה כללית, ננסה להבין מה הוא צריך, מה הוא רוצה וכמה אינפורמציה הוא מסוגל להכיל.

המניה של אפל מגיבה בעליה של 5% למעלה ולמטה לא על סמך דוח כספי מפורט, אלא על סמך כמות המכשירים שהיא מוכרת. אני חושב שיש מקום לעשות רפורמה אמיתית בנושא הדיווח, בה צריך לחזור ולשאול את שאלות היסוד לגבי מתכונתו.

הייתי הולך יותר לכיוון מידע מספרי כמותי, צמצום מאוד משמעותי של המלל. הדברים שהכי מטרידים את מנהלי הבנקים זה מודל הבנקאות החדשה וסיכויי הסייבר, זה הסיכון הכי משמעותי העומד בפנינו.

כלומר יש דברים שהם הרבה יותר גדולים היום מהדוחות הכספיים, מה אכתוב? שאני לא יודע באופן ברור ומוחלט לאן הולכת הבנקאות העתידית? זה באמת המצב ולא רק אצלנו. צריך להכניס לקונטקסט את הדברים החשובים, אפשר לכתוב הרבה אבל חשוב להתמקד בשאלה מה המסר.

שלומי שוב

אני חושב שאת יכולת ההתמודדות, איך אתה מתמודד, יש אירועים בעולם בכל זאת, אני חושב שבהחלט אפשר לרשום.

יוסי בכר

אין לזה שום משמעות אף אחד לא מבין מה אנחנו עושים. כאשר הציגו לנו את מדיניות הגנת הסייבר, שאלתי: "אתם יכולים למוע מתקפה על רשת הבנק?" התשובה הייתה שההגנה אף פעם יכולה להיות מוחלטת ומלאה. יש הרבה מידע שדורשים מאתנו להציג ולספר סיפורים חסרי משמעות. הרי ברור שאנחנו עוסקים בסיכויי הסייבר.

אמיר ברנע

מה שאתה אומר הוא בעצם צמצום הפער בין הדיווח והתזמון.

יוסי בכר

אנו חיים בתקופה בה אנו רוצים מידע מהיר, שימושי, נהיר ורלוונטי וגם התזמון קשור לרלוונטיות. פרסום הדוחות לפני כל החברות הציבוריות במשך שם את הבנקים במקום לא נוח מבחינת התזמון. הדרישה צריכה להיות עבור כלל החברות הציבוריות. רשות ניירות ערך צריכה להוציא הנחיה להקדמת פרסום הדוחות. לרגולטור מקשיבים. הייתי רוצה שהרשות תרים את הכפפה.

שלומי שוב

היא לא במצב של לעשות את זה.

דודו זקן

הועלו מספר רב של נושאים ואתייחס אליהם בקצרה. אתחיל עם הנושא של השימושים, שהוא הנושא החשוב ולא מספר העמודים שבדוח. דיונים כאלה היו ויהיו, שכן הצרכים והשימושים הנדרשים משתנים עם הזמן. הטענות שנשמעות הן, שמצד אחד מספר העמודים רב מידי, אולם מנגד הדוח חסר, למשל דבר חברי ההנהלה, ניתוח של הרווחיות לז"א, ניתוחים בענפי המשק, סייבר ועוד. אני בטוח שגם אם יוסיפו את הדברים האלה, יהיו שיטענו שעדיין הדוח חסר וכי מה שהם רצו לחפש בדוח לא נמצא. אני מסכים עם מה שיוסי בכר אמר, צריך לתת יותר מספרים, לשים אותם ברשת, גם אם הם לא חלק מדיווח הליבה. סטנדרטיזציה הוא נושא קריטי, כדי לאפשר ניתוח השוואתי וצריך לזכור שיש גם נושא של מגבלות באיסוף נתונים, לא כל נתון הוא זמין.

נושא האגרגציה של נתונים, קיבל טיפול מעמיק בהנחיות של ועדת באזל, אולם טרם יושם בישראל. הגישה של הפיקוח מאז ומתמיד הייתה לא ללכת למכנה המשותף הנמוך ביותר, הן מבחינת מועד פרסום הדוחות והן מבחינת איכות הדוחות.

שלומי שוב

היה שלב כזה. לפני המשבר הפיננסי.

דודו זקן

אכן קיימת חשיבות באימוץ תקן חשבונאי בינלאומי IFRS או USGAAP - בעבר נקודת המוצא הייתה שמתישהו שניהם יתכנסו ולכן בטווח הארוך לא תהיה משמעות לגישה שתאומץ. תחילה אמרו 2011, אח"כ 2014 ועתה, כנראה שההסתברות להתכנסות

"רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?"

הקדימות. יש דבר שנקרא פער זמן.

דודו זקן

זה נכון וזה הפתרון שמצאנו.

שלומי שוב

הפתרון נקבע ב-IFRS. אני בכוונה אומר את זה כי התקינה יודעת להתמודד עם פערי זמן.

דודו זקן

לגבי השינוי שהפיקוח מוביל היום אני חושב שהוא מעולה, ומקדם את נושא השימושיות, כך למשל במידע ההיסטורי שנדרש. נושא שניתן לשפר את הדיווח אודותיו הוא מידע על הסיכונים ובפרט הסיכון התפעולי. נכון שקשה לתת מידע על אודות הסיכון התפעולי והסייבר ויש הרבה מידע לגבי סיכון האשראי, אולם הסיכון התפעולי הפך למהותי יותר עבור הבנק ואף לקיומי.

אם נסתכל על הדוחות כספיים של Mellon Bank בארה"ב, נראה שאפשר לתת מידע על הסיכון התפעולי ועל תיאבון הסיכון, גם אם אין מידע על סייבר. כך למשל, כמה זמן יכול לסבול הבנק בלי יכולת מחשב. כלומר הוא יעשה הכול כדי לא להיות מושבת X שעות. אפשר לתת מידע בצורה אחרת.

לגבי שאלת הרוטציה - אני כן חושב שצריך רוטציה. הייתה הסכמה של הפיקוח על הבנקים עם אגף שוק ההון לקדם את המהלך עבור הגופים הפיננסיים המפוקחים. הדירקטיבה האירופית מתייחסת לנושא ולדעתי יש מקום לאמצא בישראל. חשוב לציין כי הדירקטיבה לא מתייחסת רק לרוטציה אלא גם לנושאים אחרים, כגון: פעילויות מותרות ואסורות לרו"ח המבקר, ביקורת משותפת, דיווח רו"ח מבקר ואחריותו ועוד. לצערי זה לא הגיע לגמר.

זאב נהרי

נמוכה מאוד. חשוב להיצמד לסטנדרט בינלאומי, והפיקוח החליט להיצמד ל-USGAAP, שהו פרטני יותר, כדי שהדוחות של הבנקים ימשיכו להיות איכותיים יותר מאשר אם היו נעשים לפי IFRS, כמו הדוחות של חברות ציבוריות אחרות.

לגבי הרשות שקובעת את כללי החשבונאות, אני מניח שבכל רשות ימצא פוטנציאל לניגוד עניינים כלשהו, כך למשל האם קביעה של הרשות לני"ע, שיש באג"ח הקונצרני בישראל שוק עמוק, בד בבד עם קביעת כללי חשבונאות, אינו ניגוד עניינים? נכון שיש דברים יצירתיים (מעין חשבונאות ישראלית) שלא נוקטים בהם כדבר שבשגרה ובד"כ זה בחירה בין הדבר הפחות גרוע. נשאלה שאלה על העובדה שהבנקים ממלאים הוראות בהכנים את הדוחות. אני לא מכיר הנחיה רגולטורית שאוסרת עליהם להוסיף מידע נוסף, אם הנהלת הבנק סבורה כי ראוי לאמץ סוג של דיווח נוסף שנהוג בחו"ל הם רשאים ובאחריותם לעשות כן.

נושא אחד שאני מסכים איתך שלומי הוא החשיבות של הקדמת מועדי הדיווח. שישבנו בזמנו נערך דיון בנושא, בהשתתפות הפיקוח על הבנקים, אגף שוק ההון באוצר ורשות ני"ע. לא הגענו להסכמה משותפת, שכן הרשות לא סברה שיש לקדם נושא זה בזמנו וכי ה-PCAOB העתידי צריך לטפל בסוגיה. אגף שוק ההון והפיקוח על הבנקים החליטו לטפל בנושא ולהקדים את מועד פרסום הדוחות, בהדרגה. בסופו של דבר היחידים שישמו את זה הם הבנקים. בזמנו שמענו הרבה טענות מדוע אי אפשר להקדים את מועד הפרסום: "לא ניתן להספיק מבחינת עומס עבודה", "בעיה עם חברות כלולות" ועוד - בפועל ההקדמה בוצעה בהצלחה, לרבות הטיפול בחברות כלולות.

לדעתי, גם פרסום דוחות לאחר חודשיים זה הרבה זמן. צריך להפריד בין מידע ליבה שאותו צריך להקדים ככל האפשר לבין מידע אחר, אותו ניתן לפרסם מאוחר יותר.

שלומי שוב

הבעיה שאתה מתאר היא נפתרת דרך התקינה. כל כך חשוב לה

גילוי נאות - אני משמש יו"ר בנק ירושלים ועשרות שנים עוסק בדיווח הכספי בבנקים. נשמעה פה ביקורת לא מעטה, וגם לי יש לא מעט ביקורת אותה מכירים בבנק ישראל, חוץ מהתקינה האמריקאית והבינלאומית יש גם את התקינה של בנק ישראל, אז אל תתפלאו שאתם מוצאים 50 דפים של עקרונות ומדיניות בדוחות הכספיים וכנראה.

הביקורת שאני אומר היא גם כלפיי, כמי שעוסק בפועל בהבנת הדוחות, אני יותר מ-30 שנה בדיווח הכספי. אנו כל כך עמוסים ועסוקים וכנראה שאין לנו זמן לכתוב קצר. יש לשבח את המפקחת - פעם ראשונה שבנק ישראל שם חוזר ומנחה מפורשות - קיצור דוחות כספיים.

בשלב זה התוספות שנדרשות רק יוסיפו מידע בעת עריכת תשקיפים. גם לרשות יש דרישות נוספות והם דורשים מידע נוסף. ואז יש גם את באזל. תיקחו את כל הגורמים האלה יחד ומקבלים דוחות כספיים ש מאות עמודים בבחינת מרוב עצים לא רואים את היער.

היקף- הדוח הכספי של הבנקים הגדולים הוא 700 עמודים ומעלה. ההיקף הזה הופך את הדוח, לדעתי, לגילוי לא נאות אי אפשר להתמודד עם כמויות כאלה של מידע. אם זה לא מספיק, יש גם נדבך 3 של באזל המפורטים באתרי הבנקים. עם כל הכבוד לבאזל זה דוח הזוי. אם טבע היתה כפופה לנדבך 3 היא הייתה צריכה לרשום את הנוסחאות של הקופקסון. הדוח כולל 35-40 לוחות עם מאות נתונים. מה זה מעניין איך חישבתי את ההון הראשוני? אני בספק אם מישהו יכול להגיע למסקנה כלשהי לגבי איכות ניהול הסיכון מהקריאה של הדוח הזה.

לפני 15 שנה אמיר היה עושה לנו את ההצגה הכי טובה ומציג ניתוח השוואתי של התוצאות במטרה לחשב את הרווח הפרמננטי. מישהו היום יכול להבין מה הרווח הפרמננטי של בנק? אולי 1/3 מהרווח הוא חד פעמי אז ממה מורכב הרווח? יושב פה יוסי, רפורמת בכר כותבים 20 עמודים על החוק! בסוף כתוב כי בשלב זה לא ניתן להעריך את ההשפעה. אז מה זה נותן לקורא הדוח?

שלומי שוב

זה רלוונטי ברפורמת כרטיסי האשראי.

זאב נהרי

נושא הלימות ההון- כותבים המון מלל ומה השורה התחתונה? אז יש טבלה שמחשבת לפרטים את הלימות ההון בגין נדבך 1 ומה עם נדבך 2? הבנק נדרש להלימות הון נוספת אך אין על כך שום מידע.

מגזרים- כבר בעבר היו ויכוחים. רוצים אחדות כדי לנסות להשוות. כוונה טובה אי אפשר להשוות כי הדוחות הכספיים הם לפי כללי חשבונאות אבל המגזרים מנוהלים פנימית בבנקים לא בהכרח לפי כללי חשבונאות. מחיר המעבר בין המגזרים השונים, העמסת הוצאות שונה ועוד.

שלומי שוב

האם לא צריך לתת גילוי כיצד מתבצעת העמסה, ההוצאות, את העיקר אני לא מקבל.

זאב נהרי

עיקר הרווח הוא החלק המימוני ונגזר ממחירי המעבר, כל רבע אחוז במחירי המעבר משפיע לגמרי על הצגת תוצאות המגזרים.

יהלי שפי

ניתן גם לעצור לפני העמסות, כל בנק עושה אותם באופן אחר, לכן אם נעצור לפני נקבל השוואתיות.

אמיר ברנע

האם הדירקטוריון לא יודע להשוות בין הבנקים, האם הם לא שואלים את השאלה הזאת?

זאב נהרי

לגבי הרווחיות הפרמננטית, אני מנסה להגיע אליה, ואני מתקשה, זה מסתתר בכל כך הרבה סעיפים, פעם ברווח המימוני, או בהכנסות אחרות או בהוצאות. כאשר אתה מנטרל הכל אתה רואה שבכלל היתה ירידה ברווח ולא עליה וכל הנכסים הפיננסיים כולל מדדי יעילות משתבשים.

בדרך כלל הרווח הפרמננטי משנה ת כל תמונת המצב מהתמונה בפועל.

ומה הפתרון?

אלון גלזר

אם היו מציגים בדוחות הכספיים מה שמציגים לדירקטוריון, כשבנק ישראל בא עם כל מיני הצעות או רגולציות המשפיעות על הרווחיות, האם הדירקטוריון באמת יחכה ובאמת אין הערכה? , מיד עושים הערכה ומציגים לדירקטוריון כמה זה ישפיע על הרווחיות.

זאב נהרי

"רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?"

צריך לקחת בחשבון את העובדה שכל המערכת מתיישרת לכיוון אחר. לא מדובר רק במימד אחד של בחינת עיתוי הדוחות ובחירת המועד.

מאיר סלייטר

לגבי נטרול החריגים, אני מסכים עם יוסי, מה שיותר מטריד אותנו זה לנטרל את מה שהבנק לא מציג כחריג. למשל כאשר יש רבעון שלילי מאוד, מציינים שזה עקב ירידה במדד, אומנם כאשר יש רווחיות ופיצוי על ההפסד, לא מציינים כי מדובר ברווחיות שנובעת מהמדד.

יש בנקים שמפרטים יותר ויש פחות, יש סעיפים שאפשר היה לעשות הרבה יותר למשל, חובות מסופקים. אומנם יש הפרשה חשבונאית, אך אין שום דרך להבין, יש בנקים שנותנים את הברוטו ומפרטים הפרשות מסוימות, יש בנקים שנותנים ישירות את הנטו.

אחד השאלות המרכזיות שאני שומע ממשקיעים, מה אתה לוקח כהפרשה לחובות מסופקים מייצגת ? גם לנו קשה מאוד להבין, אפשר להפריד בין הברוטו לנטו, להפריד בין דברים חד פעמיים. כנ"ל בהוצאות אפשר להפריד הרבה יותר (לפלג להוצאות) על מנת לאפשר להבין מה קרה בהוצאות. לי זה לא מפריע שאני מקבל 700 עמודים במקום 500, אני צריך לדפדף יותר, האנליסטים מסתכלים על 30 עמודים ובזה זה נגמר. לאנליסטים יש עודף מידע, הם לא מסתכלים על הכל, בשורה התחתונה זה מיותר.

לגבי מועד דחיית הדוחות- אין וויכוח שכל שדוחים זה פחות רלוונטי, בנקים בחול מפרסמים הודעה מוקדמת תוך שבועיים, את החלק המעניין עליו מסתכלים האנליסטים, את הדוח עצמו אפשר יותר מאוחר.

שלומי שוב

מאיר מבחינת ביאור המגזרים הוא נותן לך מידע ?

מאיר סלייטר

מעט מאוד.

אני שמח שבנק ישראל מחייב עכשיו ניתוח רב תקופתי, כבר לפני 15 ויותר בנק לאומי ייחל לפרסם מדדים אלה. היום אין מידע על הלוואות לדיוור, זה מידע קריטי מאוד.

לסיכום:

1. לגבי לוח הזמנים, אני חשוב שתהיה טעות לדחות את הפרסום של הדוחות. וכך גם אנחנו נפרסם לפי המועד הקצר.

2. לקצץ לפחות בשליש את היקף הדוחות הכספיים, לקצץ.

3. להפסיק עם הנוהג לפרסם הוראות על שינוי בדוחות, לא בדצמבר ולא בינואר. בנק ישראל בנובמבר מציע שינויים על דיווח כספי של דצמבר.

4. אני חושב שהדיווח של הנדבך השלישי יש לפרסם שבועיים לאחר פרסום הדוחות, לא יקרה שום דבר עם יפורסם שבועיים מאוחר יותר הסיכונים העיקריים גם ככה מופיעים בדוח דירקטוריון.

שלומי שוב

תודה על המילים, יוסי זו גם פנייה אליך לפרסם ולקבוע דד ליין פנימי מטיב יותר לפרסום הדוחות הכספיים.

יהלי שפי

אולי זו הזדמנות לנסות לקצר ולעשות את הדוחות של הבנקים יותר קצרים ונורמליים, קחו את החודש הזה ותנסו לקצר את הדוחות, תעברו עליהם.

יוסי בכר

אני חושב שאם אתה רוצה להשוות את הרווח הגולמי של אסם לזה של שטראוס, אתה לא תכנס לרזולוציה של מחירי העברה. הדוחות הכספיים נותנים תמונה. אי אפשר שתמונה זו תהיה מדויקת לחלוטין.

כמה דברים בקצרה. התקינה החשבונאית אוסרת מיון בין חד פעמי ללא. אם רוצים רווח פרמננטי צריך לעשות דיווח NONGAAP אבל זה לא יבוא מהתקינה. מעבר למה שצוין מה שמנופח בדיווח זה הביאור על תביעות תלויות. יש שם עשרות עמודים של תיאורים משפטיים משמימים. כמו-כן, חוות דעת רואה החשבון כוללת פסקת הפנית תשומת לב לאי וודאות בשל התביעות התלויות. מי שקורא את הדוחות כמו שהם, חושב שגורם אי הוודאות המשמעותי ביותר זה ההתחייבויות התלויות ולא למשל החובות המסופקים. אצל חברות הביטוח הביאור כולל שורה תחתונה של סה"כ חשיפה לתביעות, אצל הבנקים אין סה"כ. אז אתה קורא ולא מבין. צריך לחשוב לקצר את הביאור ולבטל את ההפניה לאי וודאות.

אמיר ברנע

האם ביאור שווי הוגן הוא רלוונטי ?

יורם עדן

רגע, לגבי ההקדמה אני בעד, אבל צריך לזכור שהקדמה תגרום לכך שרוב הבדיקות והאומדנים (כמו למשל בדיקות ירידות ערך) תהינה תקפות ל- 3030 בספטמבר.

שלומי שוב

החשבונאות מאפשרת לבחור תאריך בשנה ורק לשמור על עקביות לצורכי ירידת ערך.

יורם עדן

צריך לזכור שבמצב זה מקבלים אמנם מידע מוקדם יותר, אך המידע פחות רלוונטי מכיוון שהערכות נעשו לפני תאריך המאזן, ולא בהכרח משקפות את המצב לתאריך המאזן.

גיא טביבאן

מעבר לחשבונאות צריך לזכור שיש גם נושא של ביקורת. אני בעד הקדמה, אבל צריך לזכור את הביקורת. בבנקים גם ר"ח מבקרים יכולים לתרום לזה דרך בדיקת בקורות אבל עדיין אלה דברים שלוקחים זמן.

עו"ד של תביעות ציבוריות חשוב להם האורך של הדוח הם יחפשו כל דבר ומה היה לא בסדר. זה קל להגיד שלא צריך להיות מדויק לגמרי אבל חכמה בדיעבד זה נשק חזק. לגבי ביאור המגזרים התשובה ברורה, צריך להסתכל על גישת ההנהלה. קל להגיד שצריך לדווח בדוחות את המידע המדויק בדירקטוריון. אם תהיה הוראה כזו, אני

צופה שינוי במהות והיקף המידע שידווח לדירקטוריון.

שלומי שוב

אז עם זה צריך להתמודד. החכמה היא לשים את האצבע על איפה הבעיה העיקרית.

גיא טביבאן

קל להגיד, בעיניי מדובר בגישה נכונה אבל יכול להיות שלפעמים צריך לבוא ולהגיד מה לא לתת אז גם חברות ובנקים ירגישו נוח בדברים מסוימים לא לתת גילוי לכך בביאורים. אני חושב שגישה מודולרית בדיווח זה נכון. קודם Press Release ואז דוח מלא. אני לא חושב שUSGAAP זו תקינה יותר איכותית.

יהלי שפי

היא יותר מפורטת.

שלומי שוב

היא לדעתי חלק מהבעיה. כי תקינה מבוססת כללים אתה הופך להיות רובוט ואין שיקול דעת. אבל זה כרגע לא רלוונטי.

גיא טביבאן

לי מפריע שכל השוק מדווח IFRS והבנקים בישראל מדווחים לפי US GAAP. אני לא חושב שמשושים בין הבנקים בישראל לארה"ב.

אסתר גלעזרן

אני עוסקת במחקר וברשותכם, ארד לרזולוציה של דוגמא. ערכנו מחקר בנוגע לביאור על נושא השווי ההוגן של רווחים מרמה 3 שנמדדים בהתאם ל IFRS 13. אספנו נתונים על הביאור מתוך הדוחות הכספיים של כל המוסדות הפיננסיים בישראל.

מתגלה תמונה שהתקן מועתק! זה לא מספר את התמונה. הביאור חוזר במספר וריאציות במקומות שונים בדוח. כשאתה רוצה ממש את השורה התחתונה אתה לא מוצא את זה. יש המון מקום לקצר את הביאור הזה למשל. מספרים מה התקן אומר. בהקשר של התחייבויות תלויות, אספנו את הביאורים של 37 IAS לשנים מ 2007 ועד 2014. בחנו את ההתפתחות של הביאור. ניסינו למצוא קשר אמפירי בין הביאור, ההפרשה בספרים והסילוק הסופי של ההתחייבות בסופו של דבר, ולא נמצא קשר אמפירי כזה. מצד שני הדוחות מלאים במלל וביאורים על ההתחייבויות התלויות, כשהקשר בין הביאור, גובה ההפרשה והסילוק הסופי לא קיימים.

ראובן אדלר

"רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?"

יוסי בכר

הרווח הנקי אינו חזות הכול. אצלנו בבנק, בדיונים של ניתוח הרווחיות, אנחנו בוחנים גם את הרווח הכולל.

גיא טביביאן

אבל זה ברור. למה צריך לחכות למימוש כדי לספור את זה? זה אבסורד להסתכל רק על הרווח והפסד, בלי להתחשב ברווח כולל אחר.

יהלי שפי

אני יכול להגיד לכם שהמצב בבנקים הרבה יותר טוב מהביטוח, אבל שם כן מסתכלים על הרווח הכולל. בעיני ניירות ערך ושערוך זה רצפת הייצור של הבנק.

שלומי שוב

החשבונאות של נכסים פיננסיים היא פוליטית זה ידוע.

אודי גרינברג

אם מדברים על פוליטיקה בהקשר זה, לגבי מכשירים פיננסיים וזה היה אחד הגורמים הראשיים לפיצוץ בין התקינות, בארה"ב, במודל ה-CECL, הלכו על חישוב של הפרשה להפסדי אשראי לתקופה של כל אורך החיים לעומת זאת התקינה הבינלאומית הלכה ראשית על מודל של הפסד האשראי הצפוי ל-12 חודשים ורק אם יש הידרדרות משמעותית בסיכון האשראי יש לחשב הפרשה לכל אורך החיים של ההלוואות וזאת בגלל לחץ של המערכת הבנקאית, שמיישמת IFRS, שחששה מרישום הפסדי אשראי גבוהים.

שלומי שוב

אני מסכים איתך. הפוליטיקה בעולם יותר גרועה.

הביקורת כלפי הדוחות של הבנקים היא מוגזמת, הדוחות כוללים הרבה מידע. נכון צריך לחפש על מנת לחלץ מידע ספציפי. לגבי רווח פרמננטי, אמנם המידע מפוזר לאורך הדוח הכספי, אבל ניתן בהחלט לחלץ אותו. אני רוצה להתייחס לניגוד העניינים לכאורה שהעלה שלומי ביחס לסמכויות המפקח על הבנקים ביחס בתחום החשבונאות, אני כן חושב שחיוני שסמכויות בתחום ההוראות החשבונאיות יהיו אצל המפקח הואיל ויש קשר ישיר בין סמכויות אלה ליציבות הבנקים.

שלומי שוב

מבחינתי שיהיה דוח נפרד לפיקוח. אל תבלבל בין שני הדברים.

ראובן אדלר

אם יש החמצה בדוח דירקטוריון לדעתי זה ביאור השווי ההוגן, אני לא ראיתי ניתוח של שווי הוגן בדוח הדירקטוריון. יש פערים בין ההון על פי השווי ההוגן של הבנקים לבין ההון המדווח במאזן, בדוח דירקטוריון אין הסבר כשלהו למאות פערים אלה.

אני חושב שיש לכלול בדוח דירקטוריון הסבר מפורט של פערי ההון על פי שווי הוגן לעומת הדיווח המאזני וכן הסבר ביחס לשינוי בין תקופות הדיווח.

אמיר ברנע

גם בביטוח יש ביאור שווי הוגן תחת הכותרת Embedded Value ומעט מסתכלים עליו כדי להעריך שווי חברת ביטוח. ביאור שווי הוגן הוא מחליף לרווח פרמננטי, באיזשהו מקום הוא צופה פני עתיד.

ראובן אדלר

אם באור שווי הוגן ערוך נכון זה ביאור יוצר מן הכלל. אחד הדברים המהווים שינוי בדוחות הכספיים בשנים האחרונות הוא בתחום "הכנסות" מהפסדי אשראי במקום הוצאות להפסדי אשראי. בדוח הדירקטוריון חייב להיות הרבה יותר ברור ממה נובעות הכנסות אלה.

עצם הבעיה היא בדרך בה תקני השווי ההוגן (IFRS 13 ו- ASC 820) מתנהלים עם הדרישה לגילוי שווי הוגן מאשימים את הדוחות והבעיה היא בתקינה. איזה משקיעים, באמת מעניין אותם ההבדל בין רמה 2 לרמה 3 במדרג השווי ההוגן. חלק גדול מהגילוי עוסק במעבר בין הרמות למדרג. מה שבאמת מעניין זה נצפה מול לא נצפה. בלא נצפה מה שמעניין הוא מהם ההנחות והמודלים ששימשו לחישוב השווי ההוגן.

שלומי שוב

אתם מכתיבים, אתם הצרכנים, למה אתם לא דורשים הסתכלות כמו שקרה בביטוח על הרווח כולל?

אמיר ברנע

אם זה היה פשוט מה היה הייחוד המקצועי שלו ?

טרנס גלינגמן

הדוחות של הבנקים זה על בסיס צבירה, כאשר אתה מסתכל על הבנק ועל הרווח הכולל שלו, הרווח הכולל לא זז כל כך הרבה אלא אם כן מדובר במשבר גדול.

אני בדקתי את הרווח הכולל בבנקים מול הביטוח, בביטוח מדובר בשינויים דרמטיים בבנקים אין כמעט שינוי. ברור שניתן להתווכח האם יש בזה היגיון אמיתי, אבל ככה המשקיעים רואים את הדברים. הפעילות העסקית היא ההלוואות שאני נותן ולא ניירות הערך שאני מחזיק.

מאיר סלייטר

אנחנו כאנליסטים חפשים את הרווח הפרמננטי, כשאתה מתייחס לרווח, אין ספר שהרווח הכולל מספר מה קרה בתקופה, אם אתה רוצה להבין מה הרווח הפרמננטי בתקופה, הכי פשוט להסתכל על הרווח ולנטרל את האג"ח, התחייבויות לעובדים וכו'.

אמיר ברנע

איך אתה מגדיר התייעלות ?

מאיר סלייטר

תבחן הוצאות של שנתיים, או על פני זמן.

יהלי שפי

ככה זה, יש תהליכים של התייעלות אחרי מספר שנים ההשפעה נעלמת ואחרי זה מתייעלים שוב.

יעקב ידקוביץ

ברצוני להתייחס למה שאמר כאן מאיר קודם, שמבחינתו הוא מתמקד ב-130 עמודים מתוך ה-700 שכוללים את המידע שמעניין אותו ולא קורא את היתר. אנחנו ברשות מוטרים ממצב כזה, שכן אין מניעה שבנק יכלול את המידע החשוב דווקא באותם 570 עמודים שהקוראים מדלגים עליהם, ולא כל אחד יכול לדעת מראש איפה המידע החשוב נמצא. לכן לנו חשוב שלא ייכלל מידע עודף.

בנוסף אני רוצה להתייחס למעורבות שלנו בהקשר של דוחות בנקים. כפי שהוזכר קודם אנחנו מקדמים בשנים האחרונות את הפרויקט לקיצור הדוחות. בהקשר של דוחות הבנקים, כפי שהוזכר כאן קודם אנחנו מעורבים בעיקר אגב בדיקת תשקיפים. מאחר שהוראות הגילוי של הבנקים נקבעות בעיקר על ידי המפקח על הבנקים, אז בשונה מדוחות של חברות אחרות, ששם בשנים האחרונות אנחנו מתמקדים גם בקיצור באופן משמעותי ואומרים לחברות שהגילוי בנושאים מסוימים רחב מידי לטעמנו, בהקשר של הבנקים אנחנו מרגישים פחות בנוח לבקש מחברה לקצר את הגילוי ולכן אנחנו מתמקדים בהשלמות הנדרשות לדעתנו אך בכל אופן לא מדובר בתוספות שמביאות להארכה משמעותית של הדוחות. בכל אופן אני מצטרף ליתר הדוברים כאן היום, כי ברור שהבנקים מסוגלים לקצר באופן משמעותי את הדוחות.

קובי שמש

אני חושב שהדוחות של הבנקים כן איכותיים ואינפורמטיביים ומשקיעים איכותיים יכולים להוציא את הרווח הפרמננטי. על פי גישת ההנהלה כן ניתן להשוות בין הבנקים לאחר ביצוע התאמות מסוימות תוך הפעלת שיקול דעת.

לגבי אורך הדוחות - אני חושב שאחד האשמים זה הדוחות לדוגמא והפורמטים המחייבים של הרגולטורים. ביאורים כדוגמת אשראי לציבור והגילוי על היררכית שווי הוגן לדוגמא, כוללים המון מידע שאינו תורם ערך לקורא הדוחות, עשרות עמודים של מידע שלא רלוונטי.

סאמר חאג' יחיא

בהתאם למודלים הכלכליים, ואני מדבר ככלכלן ולא כנציג או כעדות של מצב ספציפי, בבוא הדיקטוריון לשקול היקף ועיתוי פרסום מסמך כלשהו, לא כל שכן דו"חות כספיים או תשקיף, ולהבדיל מדיון פנימי, ארבעה שיקולים עיקריים יעמדו אל מול עיניו: 1. עמידה בדרישות הרגולטוריות- הדיקטוריון מעוניין לעמוד בכל

"רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?"

לגבי לוחות הזמנים- אני בהחלט חושב שניתן לעמוד בפרסום בפברואר, כשהייתי בסיטי בנק, שאלתי כיצד ניתן לתת את הנתונים מוקדם?, הם אמרו שהם מקבלים את הנתונים מהחברות בנות מוקדם, בדרך כלל לסוף נובמבר, אם יש שוני של עד 100 מיליון דולר הם לא משנים את הדוחות, הפרס רליס שמפרסמים אינו מאושר ע"י ר"ח, הם חותמים רק על הדוח הסופי שפורסם בסוף בפברואר, אבל המספרים לא משתנים.

גם עם הדירקטורים לפעמים קיימת בעיה, כאשר מדווחים להם שיש תיקון של 3 מיליון שקל, ניתן ביאור, אומרים לא, יש לתקן את הדוח, וזה כולל את הרואה חשבון. גם עם בנק ישראל יש בעייה לגבי הכרה במהותיות, באחד המקרים של העברה בחברת בת בחו"ל של אג"ח בסך 2 מיליון אירו מאג"ח לפדיון לאג"ח זמין למכירה, הם דרשו תיקון, למרות שהפעולה בחו"ל הייתה מותרת ולבנק לאומי זה לא היה מהותי. אם יגיעו למסקנה שלא צריך להיות כל כך מדויק, ויהיה קביעה נכונה לחוסר מהותיות, יהיה ניתן להקדים, את פרסום הדוחות.

סאמר חאג' יחיא

תסתכלו על התביעות הנגזרות, תשוו כמה יש היום לעומת לפני 5 שנים, איזה טרחה ופגיעה במוניטין הן גורמות גם של אלה שנמחקות או נסגרות בסכומים זעומים לעומת הסכום המקורי, ותיראו אם זה אמור להטריד את הדירקטוריון.

שלומי שוב

היה דיון ארוך וחשוב למשק. אני רוצה לסכם, מהותיות ורלוונטיות בכלל. לתת מידע לא מהותי זה לפגוע במשקיעים, וגם בעניין הכמותי והאיכותי. תנו להם מידע מובן פשוט, גם הרבה טבלאות זה לא טוב. לא צריך להיות קיצוני עם טבלאות צריך להיות גם מלל.

הכי חשוב מובנות, מהותיות, ומנחם מה שאמרת לגבי מהותיות הוא נכון, תהיה אמיתי עם המשקיעים.

הדרישות הרגולטריות של הרגולטורים השונים בארץ ובעולם, "ואיפה שיש ספק, אין ספק" מביא לגילוי יתר, הגם שקיים שיח בריא בישראל בין המפוקחים למפקחים לשם מיזעור אי ההבנות; 2. הימנעות מתביעות נגזרות בשל היעדר מידע או אי דיוק במידע בשל הסבר קצר, בשים לב לצמיחה המשמעותית, ולפסיקה מטרידה לאחרונה, בתביעות נגזרות, להבדיל מבארה"ב; 3. רצון לשמירת סודיות עסקית, הגם שכל אחד ישמח לראות את השני מגלה יותר בדו"חותיו, וזאת גם משאלת הסקרנות האקדמית וזאת של האנלסטים, אך יש לשים לב שהגדרות וחישובי הנתונים אין עליהם מוסכמות כלליות ואינם מדע מדויק ולכן לא בהכרח שימושיים לציבור הרחב; 4. התחשבות בדעת הקהל, שהוא אינטרס עסקי, בייחוד בעידן של אוריר עוינת, לעיתים אף עוינת פיזית כלפי נושאי משרה, כך למשל פרסום דו"חות הבנקים כראשונים במערכת, הרבה לפני כולם, עלול ליצור window dressing שלילי ולמשוך דיון מוטה, מוגבר, ושלא בצדק לעומת שאר המערכת.

דודו זקן

הנגישות של הפיקוח לבנקים היא מאוד גבוהה ביחס לחו"ל.

סאמר חאג' יחיא

אנשים מדברים על הדרישה מההנהלה להציג את הרווח הפרמננטי, תוך שהיא מנטרלת את הרווחים החד פעמיים, שוב כאילו יש מוסכמות ואין חולקין על זיהויים בכל רבעון. מה זה רווח חד פעמי? בתיאוריה זה קל להגדרה, בפרקטיקה זה לא כל זיהוי, לא כל שכן כאשר נדרש גילוי מחייב כלפי חוץ. יש כל הזמן דברים שהם חד פעמיים- הפרשות לפיטורי עובדים, מימוש מוצלח של השקעות בקרנות הון סיכון, קנסות. הכל תלוי נסיבות, הערכות, וצפי פני עתיד.

מנחם שוורץ

אף פעם לא הרגשתי שהדירקטורים מחפשים את השכפ"ץ (פחד מהרגולטור). גם הניתוח שבנק לאומי נותן בדירקטוריון הוא מלא.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

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

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 טור לידאנו ושות'), רוני טלמור (משרד המשפטים), עו"ד הילה פלג (אגמון ושות'), יוסי רזניק (רזניק נאמנויות בע"מ), עו"ד מתן רינג.

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

צוות מקצועי: דניאל גרף, יהונתן סמוכה ויעל סלטון.

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

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 חשב סביר.

אמיר ברנע

לא רק עסק חי, סולבנטיות.

שלומי שוב

נכון מאוד. אין ספק שהקביעה הזו של חשב 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.

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.

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.

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 1 במסגרת 1. ההבחנה ביניהם היא בראש ובראשונה רמת ההסתברות: חוק החברות מדבר על "חשב סביר" וכשאנו מדברים על הנחת העסק החי אנו מדברים על "ספקות משמעותיים". משתמע שרמת ההסתברות שונה בתכלית, שהרי הרף של חשב 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

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 החשש 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.

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 ורשמית 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 בדלור. פסקי דין מלר"ג סותר את פסקי הדין של דלור לפחות

בדגש שהוא שם על מבחן יכולת הפירעון. מקריאת פסק דין מלר"ג מתברר שהחוק בארץ שונה באופן מהותי מפסיקות דלור 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 קליר

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.

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 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

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

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 שאספנו 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 ששערכנו 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, 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 מישהו 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

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 שטיינבר

המצגת הזו מבוססת על מחקר שעתידי 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 מאפשר להכיר ברווחים שטרם מומשו, רווחי שערך, רווחים רעיוניים או איך שלא נקרא להם, 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 איזשהו 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

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 שטינברג

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 נושה אומר שיש לדעתו בעיה החברה אלא ממש פסיקה של בית משפט או כניסה לתהליך שהחברה מכירה בבעיה.

רען קליר

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

נדב שטינברג

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

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 שערור, 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, בדר"כ 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.

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 "פלסבו" בו השתמשנו בהגדרה דומה לאחת ההגדרות המרכזיות שלנו אבל עכשיו באלגוריתם שקובע מהי חברה שחילקה דיבידנדים מרווחי

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

מקבלים תוצאות מאוד דומות: עדיין חלוקת דיבידנדים מרווחי
שערוך 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 שערוך באמת מגדילה את הסיכון
של הפירמה.

עכשיו לשאלה השנייה ששאלנו: "בהינתן זה שאנחנו מוצאים סיכון
מוגבר בעקבות חלוקת דיבידנדים מרווחי שערוך, 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 רגרסיות עם משתני
בקה מאוד דומים למה שראינו קודם, גם הגרסה עם ה-Z-SCORE,
וכאן אנחנו דווקא לא רואים איזשהו אפקט. זאת אומרת, חברות
שחילקו דיבידנדים מרווחי שערוך 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 שערוך.

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 המסחר 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 שיערוך.

לסיכום, זו העבודה הראשונה שבודקת את התופעה הזו. אנחנו
מוציאים סיכון מוגבר לחברות שחילקו דיבידנדים מרווחי שערוך
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,

שערוך אבל החלפנו תנאי אחד: במקום לדרוש שהחברה הכירה
ברווחי שערוך, דרשנו שלא הכירה ברווחי שערוך. כשאנחנו עושים
את מבחן הפלסבו הזה, אנחנו לא מוצאים את הקשר שמצאנו
בשאר הבדיקות; זאת אומרת, משתנה הפלסבו שלנו לא מסביר
כניסה להסדר חוב.

אמיר ברנע

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

נדב שטיינברג

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 שערוך ולא נכנסו להסדר
וכנראה גם לא לאחר המדגם שלנו ויש חברות בעייתיות שנכנסו
להסדר מבלי שחילקו אי-פעם דיבידנדים מרווחי שיערוך. בסוף זה
איזשהו ממוצע.

בהינתן הממצאים האלה אפשר לדבר על 2 הסברים שלא דווקא
מוציאים זה את זה. הסבר אחד שחברה שמחלקת דיבידנדים
מרווחי שערוך 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
שהעיתיד 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 דיבידנדים מרווחי שערוך, ועל חברות
שאקס אנטה הייתה להן הסתברות דומה לחלק דיבידנדים מרווחי
שערוך אבל לא עשו זאת. ואז למדגם המצומצם של חברות DFU
וחברות דומות אקס אנטה אנחנו חוזרים על הבדיקה שלנו ואנחנו

אולי בהמשך כן; או כמובן אפשרות של חקיקה שאולי תעלים את התופעה הזו.

רען 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 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 וכשבדקים 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 מרעישה 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 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

רען, 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 איזושהי הלכה חדשה."

רען קליר

מבחינה משפטית, בסה"כ בית המשפט החיל את החוק, קורה במחוזותינו, לא פעם ראשונה, זה קרה "פעם ראשונה בדיבידנד" 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 דיבידנד 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

"החמרה באחריות דירקטורים בחלוקת
דיבידנד? השלכות פס"ד מלרע על יישום
מבחן יכולת הפירעון והקשר למבחן הרווח"

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 מאוד מסוכנת, בייחוד כאשר היא נאמרת בדיעבד. איך זה מתקשר למלרע? במלרע עשינו מבחן אירוע לגבי מחירי אג"ח שמראה שהמשקיעים לא ראו בחלוקת הדיווידנדים 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

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 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 מלרע, 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 מלרע, 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 קליר

אומר בית המשפט, לא אני, אומנם זה טענות שהעליתי והוא קיבל, אבל זה עדיין הוא אומר, אומר ביהמ"ש שכשאתה מחלק על סמך

רוני עפר

אני יכול להגיד לכם, רבותי, אני נמצא למעלה מ-25 שנה בניהול השקעות וכיו"ב, אני לא חושב שמישהו ממשיקיעים 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 המשיקיעים, חברות הדירוג ורואי החשבון בזמן אמת, בזמן שההחלטות התקבלו. נקודה נוספת שאני רוצה להתייחס אליה בתור כלכלן, ואוסף, אני לא משפטן, בסעיף 88 בפסק הדין כתוב כך: "מבחן יכולת הפירעון בקשר של חלוקה אסורה עניינו בשאלה האם החברה עלולה להימצא למצב של חדלות פירעון תזרימית, קרי העדר יכולת לשלם חביויותיה בהגיע מועד קיומן, אין עניינינו בחדלות פירעון מאזנית."

אבל יש הבדל בין NAV חשבונאי ל NAV – כלכלי... ממשיך את הציטוט: "אין עניינו 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 שבועות בארה"ב את ההשפעה של Equity 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 דיווידנד. 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 התחייבויות.

עוד 2 נקודות לגבי הדברים שדיברנו על מלר, הלוקח העיקרי של מלר היה חברה ממשלתית, נתיבי איילון, אף פעם לא היה במלר חוב אבוד וחוב שלא שולם בחינה של יתרות הלוקחות וההכנסות בשנים שלפני חלוקות הדיבידנדים 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 ולדעת, 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.

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

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

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 מאד של שיקול דעת בית המשפט, אבל בנקודות קיצון, אני לא חושב שיש תועלת גם מבחינת הנושים להגיד לחברה ליצור תחזית תזרימי עד שנת 2030 כדי לקבוע אם היא יכולה לשרת את החוב שלה.

שלומי שוב

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.

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 מודגשים 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 אג"ח 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 מוכוון לטווח קצר.

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 איפשהו משתלב עם הפסיקה האחרונה, מסתכלים על סך המקורות קדימה מול סך השימושים, 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.

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 מלגר 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

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

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 התוונו שצריך להסתכל כל
החביות, 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 החביות 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, 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 שהטעון שאי אפשר כשבאים לבית המשפט

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 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
כשמסתכלים בטרנסופקטיבה. 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.

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 הדיקטוריון 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 אופ 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 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 שנתיבי 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 מסמיק 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 הדיקטוריון 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. 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 השערך 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

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

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 ניתן 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 מערכי 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.

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 שאמר 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 והעדיפו את בעלי המניות, זה משהו שנוגד באופן אינהרנטי את הבסיס של דיני חברות. אנחנו

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 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 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 מדירקטורים, 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 פני 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 בהתחייבותיו 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

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

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...

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 באי 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 שיוועים 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

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

צור פינגשטיין

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 רזניק

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 נ"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 כנושה?

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 קליר

תשלום 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 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 שמכנה כדירקטור בחברה.

שלומי שוב

אברמי, אני רוצה לשאול אותך, האם אתה מיעץ 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.

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.

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 שכשמתכילים 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 גבוהים, כולל הדברים שהמומחה מטעם התובע הצביע עליהם והיא מנתחת את זה. כלומר, הכל גלוי ויודע, 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

"החמרה באחריות דירקטורים בחלוקת
דיבידנד? השלכות פס"ד מלגר על יישום
מבחן יכולת הפירעון והקשר למבחן הרווח"

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 כנס? האם על דירקטור לקחת בחשבון את ההשפעה על טובת חברת הבת? ושאלה כללית האם חלוקת דיבידנד בעצמה היא לא תורמת שוויון שוק הון שבו הדיבידנד יוצמץ הוא לא שוק הון שאנחנו רוצים. קיים בשוק דיבידנד clientele כאשר גופים שמשיקים מסתמכים על תזרים דיבידנד סביר. אני מבין שדיבידנד הוא שארית, הכל ברוח, 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 מלגר 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 שהקובנט אינו רלוונטי. אם הקובנט הוא בסימן שאלה ניטלת הגנה חוזית מהנושים ואולי לאור זאת אפשר להבין את החוק. למיטב ידיעתי זה לא המצב בארה"ב.

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 שיערוך.

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 נקי חיובי. כמו כן, הדירקטורים 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....

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 ifi – 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

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

אמיר ברנע

בדיוק, אז אני אומר בסה"כ בוא נחשוב על שוק הון יותר חופשי, שנושים רוצים להגן על עצמם יעשו זאת דרך קובנטים אלה לא גברת כהן מחדרה אלאנושים מתוחכמים. אכיפת קובנטים מאייגת 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 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.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"מהפכת הדיווח שנבלמה:
האם החרגת הרשויות
המקומיות מדיווח על
בסיס צבירה מוצדקת?"

תאריך המפגש: 15 במאי 2017

נושא המפגש: "מהפכת הדיווח שנבלמה: האם החרגת הרשויות המקומיות מדיווח על בסיס צבירה מוצדקת?"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון, דוח הוועדה הציבורית לבחינת מערכת הדיווח הכספי בשלטון המקומי, כנס מימון רשויות מקומיות.

אורחים שנכחו בדיון: גולן זריהן (יו"ר איגוד הגזברים לשעבר), אופיר פינס (המכון לחקר השלטון המקומי), שוקי אמרני (מנכ"ל משרד הפנים לשעבר, יו"ר וועדת אמרני), יוליה רבוי (ODB, המוסד לתקינה ממשלתית), עפרה ברכה (מנהלת אגף בכיר לביקורת ברשויות המקומיות והממונה על החשבונות, משרד הפנים), ירמי מילגרם (כלכלן ראשי וממונה XOS, בנק דקסיה), דוד קאפח (יו"ר ביה"ס הגבוה למינהל כספי לרשויות המקומיות ומנכ"ל בנק דקסיה לשעבר), אסתי אלפר (בנק לאומי), זיו שנפ, זיו ברומברג, שלומית צפלוביץ לוי ועידית בן מרדכי (בנק הפועלים), גד פניני, יעקב זיצר, דורון פרלשטיין, שרון הורוביץ (גזבר אפרת), נילי אבן חן (התנועה לאיכות השלטון), אביעד טביב וחנן פוגל (מבקר המדינה).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, גיא טביבאן (ettioled), מיכל עמיר, אפרת טולקובסקי (המרכז הבינתחומי הרצליה), רויטל רז (רשות המיסים), דגנית דניאל (כונס הנכסים הרשמי), שרון צדיק מימון (המוסד לתקינה בחשבונאות).

צוות מקצועי: דניאל גרף, יהונתן סמוכה ויעל סלטון.

לוי דעת 69 של לשכת רואי החשבון. גילוי דעת זה העביר את כל המלכ"רים בישראל לבסיס הצבירה ולגישה הכוללנית. כל המלכ"רים בישראל כיום, לרבות מוסדות אקדמיים לא מתוקצבים, מפרסמים דוחות על בסיס צבירה. כך למשל, גם דרך הדוחות הכספיים של המרכז הבינתחומי הרצליה אפשר לקבל אינפורמציה חשובה, למשל הבניין הזה שאנחנו יושבים בו נמצא במאזן שלנו.

אם אני מסתכל על הגופים הלא עסקיים, יש שני גופים שטרם עברו לבסיס צבירה. אחד זה האוניברסיטאות, המוסד הישראלי לתקינה פרסם את תקן 9, גם אחרי שזה עבר להיות תקן, כל שנתיים יש דחייה. כאשר, אם לא יהיו דחיות נוספות האוניברסיטאות אמורות לדווח על בסיס צבירה כבר בגין השנה האקדמית הנוכחית תשע"ז. בהנחה שהדוחות גם יפורסמו, זהו מידע ציבורי חשוב.

שרון צדיק מימון

פעם אחת הייתה דחייה.

שלומי שוב

השאלה היא האם באמת נקבל את הדוחות של האוניברסיטאות על בסיס צבירה? הטיעון שלהם כנגד בסיס הצבירה הוא הפנסיה התקציבית, הם חוששים שבעקבות הרישום של הפנסיה זה ירתיע תורמים מלהעביר להם כסף, שזה בדיוק הפוך מהמטרה של החשבונאות. המטרה היא לספק אינפורמציה למשתמשים בדוחות הכספיים של האוניברסיטאות שהם גם בין היתר תורמים כדי לספר להם את המצב האמיתי באופן ניטרלי, כלומר, ללא כוונה מראש להשפיע על ההחלטה של המשתמש במידע. כך שזו סיטואציה מוזרה שעומדת בניגוד גמור לתפיסה החשבונאית - משהו כמו אנו לא מכינים דיווח כספי על בסיס צבירה, על מנת למנוע מידע.

באוניברסיטאות לפחות יש תאריך יעד שאני מקווה שהוא יבוצע, ככל שהוא יבוצע הגוף הלא עסקי היחיד שישראל שלא יעבור לבסיס צבירה זה הרשויות המקומיות.

כאן אנחנו עוברים לחברי אמיר, בשנת 97, סמוך לכל המהפכה הזאת, שר הפנים ממנה את אמיר ברנע לוועדה לבחינת הדוחות הכספיים של הרשויות המקומיות, והוועדה שאמיר בראשה ממליצה לעבור לבסיס צבירה.

אמיר ברנע

המלצה גורפת.

שלומי שוב

אם אני זוכר נכון, השר אפילו אישר את ההמלצות.

גולן זריהן

בוקר טוב, אנו מתעסקים היום בדוחות כספיים של רשויות מקומיות, ובנושא של ההחרגה של הרשויות המקומיות מבסיס הצבירה הקונבנציונלי. במסגרת הפורום, אנחנו מתעסקים בדרך כלל בנושאים "סקסיים" יותר שקשורים לחברות לציבוריות ולמגמות בשוק ההון אבל חשבנו שהנושא הזה זה מספיק חשוב ונמצא מתחת לרדאר ולכן ראוי שנעשה עליו דיון גם אם כפי שאני רואה המשתתפים הקבועים שלנו העדיפו לא להגיע הבוקר.

בתחילת שנות ה-90, התחוללה ממש מהפכה כלל עולמית בדיווח של גופים לא עסקיים, זה התחיל אצל האמריקאים. בגדול, המהפכה היתה שגופים לא עסקיים צריכים לדווח כמו גופים עסקיים, על בסיס צבירה. עד אז הדיווח של הגופים הלא עסקיים היה מבודד - לאור גישת הקרנות שלפיה הוכנו דוחות נפרדים לכל קרן שבתוך הגוף הלא עסקי, וכן לאור אי יישום בסיס הצבירה ובמקומו יישום בסיס מדידה לא אחיד על הספקטרום שבין בסיס מזומן לבין בסיס צבירה - מה שמכונה בסיס מזומן מתוקן.

האמריקאים באו ואמרו, הכול נכנס לבסיס צבירה וכן לא תהיה יותר הפרדה לקרנות - מעבר שנקרא גישה כוללנית, כלומר, בשוררה התחתונה, גוף לא עסקי ידווח כמו חברה עסקית רגילה. לצורך כך, היה צריך להתגבר על בעיה פילוסופית, על פיה החשבונאות צמחה לגופים למטרות רווח. הרי אם מסתכלים למשל, על הגדרת "נכס" במסגרת המושגית, ההגדרה מדברת על צפי להטבות כלכליות עתידיות, ואם מסתכלים על גופים לא עסקיים, הם לא בהכרח גובים כסף על כל דבר - למשל, גינה ציבורית שהרשות המקומית הקימה. המהפכה הצליחה להתגבר על בעיה פילוסופית זו באמצעות הסתכלות על עצם זה שהגוף הלא עסקי - הרשות המקומית במקרה זה - מקימה את הגינה בכדי לשרת את מטרתה הציבורית שבזכותה נוצרת לה לגיטימציה לגבות את מיסי הארנונה ולכן היא עומדת בהגדרה לקיום נכס. אותו כנ"ל למשל, לגבי עמותה שעומדת במטרותיה בכדי לגייס תרומות.

גופים נוספים שעברו לבסיס צבירה בעקבות המהפכה הם הגופים השלטוניים, לרבות ממשלות שרושמות את ההכנסות וההוצאות הנכסים וההתחייבויות.

את השינוי העמוק בקונספציה של ההתייחסות לגופים לא עסקיים ניתן לראות גם במסגרת המושגית של החשבונאות. עד לפני מספר שנים המסגרת המושגית של ה-IFRS שנקראת FRAMEWORK מיעטה מתכולתה גופים שאינם עסקיים. כיום אין כבר את ההחרגה הזאת, יצא לי להציץ לאחרונה בדוחות הכספיים של ה-IASB, שהוא זה שמפרסם את ה-IFRS, והם עצמם עורכים את הדוחות הכספיים לפי ה-IFRS. אגב גם המוסד הישראלי לתקינה.

בעקבות המהפכה הכלל עולמית פורסם בישראל ב-1997 גי

"מהפכת הדיווח שנבלמה: האם החרגת
הרשויות המקומיות מדיווח על בסיס
צבירה מוצדקת?"

הבעיה היא כי רואי החשבון גם יושבים בוועדה וגם מבקרים את הדוחות הכספיים, ולמעשה מצויים בבעיית אי תלות. רואי החשבון לצערי אישרו תקן שאסור לאשר אותו, שמאפשר ליישם כללי חשיבונאות מקובלים ולא בסיס צבירה, שוב אנחנו מדברים על נותני שירותים, רואי חשבון ועורכי דין.

אני אפילו נתקלתי בחברת החזקה שניסתה להיכנס לסעיף הזה, חברת החזקה עתירת הון שממנת את חברות הבנות הרווחיות שלה באמצעות הלוואות שכוללות ריבית נצברת לפדיון. אותה חברה באה ואומרת שלמרות שהוצאות המימון בחברות הבנות מוכרות להן כהוצאה, היא מיישמת בסיס מזומן, וכך היא מעוניינת לדחות את תשלום המס בגין הכנסות הריבית המקבילות.

אני חושב שאנו כמקצוע לא היינו צריכים לתת לדבר כזה לקרות וגם רשות המיסים מתנהלת בהקשר זה בצורה לא טובה.

בואו נחזור רגע לסיטואציה הכללית, במסגרת חומר הרקע הראנו את המפה העולמית של יישום בסיס צבירה בשלטון המקומי. אנו רואים שמרבית המדינות בעולם המערבי עברו כבר לבסיס צבירה או לכל הפחות נמצאים בתהליך מעבר לבסיס צבירה. זה ברור לכו"ל שלא מדובר בתהליכים פשוטים וניתן לראות כי העולם המערבי נמצא שם.

אני מסתכל על דוח על בסיס צבירה שיש לי שהוא פיילוט של עירייה, ומבלי להיכנס לשמות, אני מסתכל על הדוח הזה והוא דוח חשוב, אני רואה את ההכנסות של העירייה על בסיס צבירה, מראה לי על הכנסות מארנונה. אגב בעירייה הספציפית הזאת, מחזור ההכנסות, לעומת החייבים בגין ארנונה, אומר שיש פיגור ממוצע של שנה בתשלומים - זה לא מידע חשוב? תחשבו עד כמה למידע כזה יש יכולת להשפיע על המוטיבציה של ראשי העיר להאיץ את הגביה, הרי ישו אותם לראשי ערים אחרים אם יהיה באמת דוח שניתן להשוואה.

גם להתחייבות האקטוארית בגין הפנסיה התקציבית יש משמעות מאוד גדולה, למשל לשקף את הוצאות השכר האמיתיות. במצב הנוכחי, לא רק שלא מציגים את ההתחייבות שכפי שצינו בחומר

האבסורד הוא שעד היום חוזר מנכ"ל של משרד הפנים, אומר שהשיטה המחייבת זה השיטה המצטברת. מי שקיבל את ההחלטה, קיבל אותה, אך לא בטוח שהיה ער למספר דברים. למשל התיקון המתחייב של החוק, הקשיים והמשמעות של עצם המעבר.

שלומי שוב

ובגלל זה אנחנו פה לדון בזה, מאז היו מספר פיילוטים של רשויות מקומיות שלא פורסמו, של רשויות שהכינו את הדיווח על בסיס צבירה ותכף נדבר עליהם.

יושב פה לצדי שוקי אמרני, אשר הוועדה שלו מלפני כשנתיים ביצעה את פניית הפרסה, עיקר ההמלצות שלה היה בנוסח: אנחנו לא נאמץ כרגע בסיס צבירה אלא פתרונות אחרים. כאשר קראתי את דוח הוועדה ראיתי שמה שהתחדש מאז 20 שנה, זה תקן ישראלי מספר 34, אותו פרסם המוסד הישראלי לתקינה לפני כ-2-3 שנים. מדובר פה במשענת קנה רצוף וזה תקן שאני בוש בו. כפי שאתם יודעים, המוסד הישראלי לתקינה אחראי על פרסום של תקנים ישראליים, מה שהוא עושה בגדול הוא לוקח תקנים בינלאומיים, אשר מיושמים בדרך כלל בחברות ציבוריות, ונקודתית מתרגם אותם לעברית ומאמץ אותם בחברות פרטיות עם שינויים קלים.

תקן 34 הוא בעצם IAS 1 של דוחות כספיים המדבר על הצגה, והתקן הבינלאומי אומר באופן פשוט שדוחות כספיים מוצגים על בסיס צבירה, יש לנו כמובן דוח תזרים אך מדובר במידע משלים, החשבון נאות צמחה מבסיס צבירה.

בתקן 34 בעצם השאירו איזה פתח, שמאחוריו יש אינטרסים מול רשות המיסים, לחברות מסוימות לחרוג מבסיס צבירה. ההחלטה לא התקבלה מהסתכלות של מה נכון למשתמשי הדוחות הכספיים, זה התחיל בפסיקה של בית משפט עליון (פס"ד השומרים), שאפשר להכיר בחברות פרטיות מסוימות במס על בסיס מזומן. אנחנו מדברים על חברות פרטיות שהמסיון זה מה שמעניין אותם, ולמעשה מס הכנסה, ממש בשנים האחרונות, בא והכניס אצבע לעין, אתם רוצים ליהנות מההחרגה הזאת על בסיס צבירה, אנחנו רוצים שתכינו את דוחותיכם גם על בסיס מזומן ללא הסתייגות של רואה חשבון.

הרקע עומדת כנראה על עשרות מיליארדי שקלים, אלא גם לא מציגים את עלות השכר האמיתית. מעבר לכך, לכו תדעו כמה דבר רים אנחנו מפספסים מבלי לדעת זאת. אפילו דוח התזרים שהוא על פי סטנדרט רגיל, הוא מאוד חשוב, הכניסה הזאת לכללים הקובע בניצוליים היא כניסה חשובה.

אני חושב שהפילוט יצר דוח מאוד אינפורמטיבי. ניתן לגזור ממנו כל מיני יחסים פיננסיים, כולל מדדים תוצאתיים של התייעלות ולהשוואתם לרשויות אחרות. תחשבו שגם ניתן להעריך את הביצועים של ראש עיר ספציפי - כתושב לפני בחירות יכולת להסתכל האם ראש הרשות הקטין או הגדיל את הגירעון, היו לי כלים להשוואה שהם כלים חשובים קונבנציונליים. במצב כזה, גם לתקשורת היתה יכולת לסקר את הדוחות של הרשויות המקומיות.

יושבים פה בנקים, שאני מניח שהם הרבה יותר מתוחכמים מתוך שב רגיל, ברגע שאני מביא את הדוח למגרש הרגיל, כל אנליסט שידע לנתח דוחות, יכול לנתח את הדוח של העירייה שלו למשל. וזה לא מזיק.

כמובן שיעלה כאן בדיון, הקשר בין הדוחות הכספיים לניהול השוטף של הרשויות המקומיות וזה נושא שחשוב לדבר עליו. אני חושב שבסופו של דבר השקיפות היא ערך עליון, ואם יש בעיה של התנהלות צריך לפתור אותם באמצעים אחרים, אנחנו תכף נשמע גם את הבנקים שהם הגורם העיקרי למימון רשויות מקומיות למרות שיש גם מוסדיים, בסופו של דבר אני חושב שגם לגופים המתוחכמים יותר, לא היה מזיק לקבל דוח כספי על פי סטנדרט רגיל, ולהבין מה הגודל של המחויבות האקטוארית, גם אם רשות מקומית כיום מבחינתם היא הלוואה הטובה ביותר, כי אין הפרשה לחובות מסופקים בגינם.

אמיר ברנע

אני מדבר על הממשק מול שוק ההון. האשראי המוניציפלי מתרחב כזכר כמעט כולו במערכת הבנקאית. הניסיון להנפיק נ"ע בשוק ההון כשל. האם הסיבה היא דיווח חסר שלא מאפשר לדעת את מצבה הכלכלי האמיתי של הרשות או אולי שוק ההון אינו מתאים לרשויות מקומיות שזקוקות להמשכיות האשראי וגלגול קדימה. אי אפשר לסמוך על גלגול האשראי בשוק ההון.

חלק מהרשויות המקומיות (כ-10%) הן לווה טוב והן מקבלות את רוב האשראי הבנקאי. סיווג האשראי הבנקאי הוא על בסיס תזרימי ולרשויות מקומיות אלה תזרים הכנסות יציב. הכיסוי הנכסי חלש אך הוא פחות רלבנטי.

יתרון נוסף הוא שעמידות האשראי לרשויות מקומיות אינו קשור למחזור העסקים. מתאם נמוך בין מחזור העסקים ויכולת ההחזר של רשויות מקומיות מהווה יתרון בבנקאות במיוחד לאור ההוראות החדשות לניהול סיכונים בפרוטוקול באזל מתקדם. לאור זמינות

האשראי הבנקאי פוחת התמריץ לעבור לדיווח משופר שהוא תנאי לממשק מול שוק ההון.

שלומי, חלק מהפילוט שאתה מציג עשינו אז, וראינו את התמונה שמתקבלת שהיא ברת ביצוע למעבר לחשבונאות צוברת בעלות נמוכה. תחשבו למה דוחות של רשויות מקומיות הן זניחות מבחינת התקשורת הציבורית, למרות שחשיבות הרשויות לממשק מאוד משמעותית. הסיבה לדעתי היא מגבלת הדיווח.

שוקי אמרי

אני שמח מאוד על המפגש, אני חושב שמדובר בנושא חשוב ומשמעותי להתנהלות השלטון המקומי. מנקודת הראיה שלי כמנכ"ל משרד הפנים עד לא מזמן ויו"ר הוועדה הציבורית לבחינת מערכת הדיווח הכספי בשלטון המקומי וגם חבר בוועדה של אמיר, צריכים להתייחס לנושא על פי המטרות הערכיות והמקצועיות של הדיווח הכספי במגרש הציבורי ובמקרה זה בשלטון המקומי. במישור הערכי הכוונה לכל אותם מרכיבים של דיווח לציבור, שקיפות ציבורית, ניהול תקין וכדומה ואין צורך להרחיב. המרכיב המקצועי עוסק בשאלות איך צריך לרשום ולדווח על הפעילות הכספית כדי שיהיה בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים ושתהיה שפה משותפת. בהתייחס לדברים שנאמרו כבר בפתיח אני רוצה לציין כי להבנתי זה שגופים רבים פועלים לפי כללי דיווח מסוימים זה לא אומר שכולם צריכים לעשות. השיטה צריכה להיות באופן שהיא משרתת בצורה הטובה ביותר את המטרות ואת הצרכים של אלה שמשתמשים בדוחות הכספיים ובמקרה זה בעיקר השלטון המקומי, המרכזי והציבור.

לגבי המלצות דוח הוועדה הציבורית בנושא שבראשה עמדת, תחילה אם הייתי עושה הבחנה עם הוועדה של אמיר מלפני כשני עשורים, הייתי אומר שההמלצות בדוח של אמיר שעסקו בשינוי שיטת הדיווח הן מעין מודל טהור. הן קבעו בצורה חדשה הרשויות המקומיות צריכות לעבור לבסיס צבירה. וכפי שנאמר, במשך שנים רבות לא ניתן היה ליישם את ההמלצות למרות שהושקעו מאמצים רבים ופורסמו גם הנחיות בנושא כולל חוזר מנכ"ל משרד הפנים. היו הרבה סיבות לכך אבל המסקנה הייתה די ברורה שאם השלטון המקומי ובמסגרת זאת הגזברים לא יתמכו במהלך הזה, אין סיכוי שזה יקרה. מכאן החשיבות של דוח הוועדה משנת 2015, שכל הגורמים הרלוונטיים חתומים על הדוח. ממשרד הפנים, המנכ"ל, מנהל המנהל לשלטון מקומי ומנהלת אגף הביקורת, משרד האוצר, מנכ"ל מרכז השלטון המקומי, הגזברים של הרשויות המקומיות, נשיא לשכת רואי החשבון ונציגי ציבור שהיו חברים בוועדה.

הנקודה הנוספת היא שההמלצות שגיבשנו בוועדה מביאות לידי ביטוי מקסימלי את המאפיינים המיוחדים של הרשויות המקומיות גם במובן של יכולת מימוש ומניעת התנגדויות וזעזועים מיותרים במערכת הציבורית שצריכה להמשיך ולתפקד וחלקם בתנאים קשים.

"מהפכת הדיווח שנכלמה: האם החרגת
הרשויות המקומיות מדיווח על בסיס
צבירה מוצדקת?"

יכול להבין שהמלצות הוועדה גם ללא המעבר לבסיס צבירה יוצרות שינוי ערכי חשוב מאוד בניהול הרשויות המקומיות ובמערכת היחסים עם השלטון המרכזי, הסקטור הפרטי והתושבים.

שלומי שוב

סלח לי שוקי שאני מפריע, עם הקצב שעובד משרד הפנים, זה סוג של גרירת רגליים.

שוקי אמרי

אני חושב שלא. למען הסדר הטוב אציין שסמוך מאוד לסיום תפקידי כמנכ"ל משרד הפנים דאגתי לכך ששר הפנים קיים דיון בנושא בהש"ת תפוזת חברי הוועדה והנהלת המשרד. בישיבה זו, במאי 2015 סוכם שמשרד הפנים מאמץ את המלצות הוועדה ויפעל ליישום המלצות. חשוב להבין שהוועדה לא פסלה מעבר לבסיס צבירה והדגישה בדוח שהיא מבינה את החשיבות והיתרונות שיש במעבר לבסיס צבירה, אך בשל חוסר ההסכמה של חלק ניכר מחברי הוועדה לא יהיה נכון ליצור חוסר הסכמה בנושא מהותי שהיה עלול למנוע קידום יתר ההמלצות. להבנתי אין ספק שכאשר נגיע למצב בו ייושמו המלצות הוועדה ויהיו דוחות כספיים מבוקרים עם ביאורים נאותים לנכסים, לתאגידים ולאקטואריה, ניתן יהיה לבדוק את שאלת המעבר לבסיס צבירה עם תנאים ותשתית טובים יותר לקבלת החלטה מושכלת. לכן לדעתי צריכים להוביל מהלך שיביא ליישום המלצות הוועדה שכאמור אומצו ע"י משרד הפנים ובהקדם האפשרי.

אני רוצה לסכם את דבריי ולומר כי בהסתכלות שלי, אין לי צל של ספק שיישום המלצות הוועדה הציבורית לבחינת מערכת הדיווח הכספי בשלטון המקומי משנת 2015 מהווה רפורמה חשובה ומשמעותית. לדעתי ניתן לראות זאת כהמשך לרפורמה שהייתה בשנת 1994 כאשר הוקם אגף הביקורת ברשויות מקומיות ובפרט מערכת הביקורת החשבונאית המבוצעת ע"י רואי החשבון עד היום. מי שמ"כיר קצת את ההיסטוריה בנושא יודע שמבקר המדינה ציין כי עד אז לחלק ניכר מהדוחות הכספיים של הרשויות המקומיות לא היה קשר למציאות. ואילו כיום מזה למעלה משני עשורים יש לנו דוחות כספיים מבוקרים של הרשויות המקומיות ועכשיו אנחנו צריכים לע"

כידוע אני עוסק בשלטון המקומי הרבה מאוד ובמגוון תפקידים ויכול לומר בצניעות שאני מכיר מערכת זו, ומכאן המסקנה שהיכולת להוביל שינוי משמעותי כזה מחייבת הסכמות. לכן עשינו מאמץ גדול לתת מענה לקשיים שנובעים מהמאפיינים המיוחדים של השלטון המקומי ולקבל את התמיכה של כל חברי הוועדה שכאמור ייצגו את כל הגורמים הרלוונטיים והמומחים בנושא. כמו כן, החלטנו לה"מליץ על ביצוע המלצות בשלבים שמאפשרים לרשויות המקומיות המשך התנהלות ביומיום.

לגבי המלצות הוועדה הציבורית, הן עוסקות בעיקר בארבעה תחומים מרכזיים: 1. דוח לתושב, הכוונה שראש הרשות המקומית יגיש לתושבים דוח מילולי עם מידע חשוב ובשפת בני אדם שכל אחד יבין מה נעשה בשנת הדיווח. 2. לשפר ולייעל את אופן הצגת המידע והנ"תונים בדוחות הכספיים כדי שניתן יהיה לזהות מגמות בעיקר שלי"ליות ולחזק את הבקרה התקציבית גם של הרשות המקומית וגם של המדינה. 3. להביא ליתר שלמות הדוח הכספי ע"י הוספת מידע והנתונים על הנכסים, האקטואריה והתאגידים במסגרת ביאורים. בנושא זה עלו שאלות מתי ובאיזה אופן לכלול את המידע הזה בדו"חות? הגענו למסקנה שרצוי לעשות זאת בשלבים גם בגלל מגבלת המשאבים שעל הרשות המקומית להשקיע באיסוף ועדכון הנתונים.

4. התחום הרביעי בהמלצות הוועדה עוסק בשאלת המעבר לבסיס צבירה. בקרב חברי הוועדה היו ויכוחים קשים מאוד בנושא והוועדה נחלקה לשתי קבוצות בין אלה שתמכו במעבר לבסיס צבירה ואלו ששללו וטענו שאין צורך והצדקה לכך ויש להמשיך עם השיטה הנו"כחית שהיא טובה לשלטון המקומי וגם לאור גילוי דעת מספר 34. כל מי שייקרא את הדוח בשלמותו ולעומק יכול להבין את ההתלב"טויות והדילמות. הוועדה ניסתה להגיע בסוגיה זו לשביל הביניים כדי למנוע פגיעה במימוש יתר המלצות הוועדה שהן חשובות ובעלות משמעויות רבות לקידום נושאים ערכיים ומקצועיים בשלטון המקומי. חשוב להדגיש שהוועדה ציינה בדוח שהיא מבינה את החשיבות ואת היתרונות של המעבר לבסיס צבירה, אלא שבשלב זה ולאור ניסיון העבר ראוי לבחון זאת שוב לאחר יישום יתר המלצות, שבמ"דה רבה יוצרות את התשתית האירגונית והמקצועית למעבר לבסיס צבירה אם וכאשר יוחלט עליו. כל מי שמכיר את השלטון המקומי

שות את הצעד הבא שהדוחות הכספיים יהיו יותר שלמים ערכית ומקצועית ואחר כך נבחן את המעבר לבסיס צבירה שבאופן אישי אני לא שולל אם יוכח שהיתרונות שבו גוברים על החסרונות שמעלים אנשי מקצוע ונציגי השלטון המקומי.

גולן זריהן

פנסייה תקציבית כבר אין ברשויות מקומיות כ-20 שנה. נכסים - רוב הנכסים ברשויות מקומיות אינם נכסים כלכליים אלא בעלי ערך כלכלי שולי. לגבי מתן אשראי- החשיבות של דיווח על בסיס מצטבר שולית.

לעצם העניין, מי שמכיר את הנושא יודע שרשות מקומית היא יצור מוזר ומורכב, לדירקטיבה של הרשות יש תפקיד של פרל-מנט, ממשלה, ודירקטיבה של תאגיד, מעצם העניין, הדירקטיבה לא רואה את עצמה חבה בהכרח חובת נאמנות לתאגיד אלא למי שבחר אותה, ועל כן אין לה בהכרח עניין שהרשות המקומית תהיה חזקה פיננסית. מבחינתה הרשות יכולה לקחת הלוואות מכאן ועד אינסוף, אינני אומר זאת כביקורת, אלא כעובדות מעצם המבנה הניהולי המוניציפאלי.

יש מספר דרכים להגן על הרשות מהבעיה הזאת, גישה אחת היא שהרשויות מקומיות לא יכולות להוציא מזומן אלא אם כן יש להן אותו בכיס, אם תוציא את השיטה הזאת, אתה מביא למצב שהרשויות מכירות בהכנסות תיאורטיות שבעצם אין להן. וזה יוצר בעיה.

אם כן, כאן הסוגיה הרבה יותר מורכבת, מכיוון שאתה יוצר הכנסות תיאורטיות, ועל הדירקטיבה יהיה לחץ להוציא את הכסף, הדבר עשוי להביא למצב של גירעון וחדלות פירעון, ומצב שהתושבים צריכים לממן את הרשות.

אני גם רוצה ואני מבין בחשיבות של משתמשי הדוחות הכספיים. כאשר בוחנים את הדרישות של המשתמשים ברשויות מקומיות, אין שום צורך ליישם שיטה מצטברת. לא נותני אשראי, לא משרדי ממשלה, לא התושבים ולא אף אחד.

רשויות מקומיות מצליחות לגייס אשראי, ואפילו אתה ציינת זאת אמיר, אני מכיר עיריות, למשל הרצליה ותל אביב שקיבלו דירוג של טריפל A, על בסיס הדיווח הקיים. אני אסביר, אם אתה לוקח חבות אקטוארית של פנסייה מצטברת ומהוון אותה להיום ושהריבית נמוכה, אתה יוצר נטל עצום על הרישום, שאין לו שום משמעות כלכלית למשתמשים, למרות שיש לכאורה חובות אקטואריים, חובות אלו באים לידי ביטוי בשוטף על ידי הוצאה. בדוחות הכספיים, בשורה של פירעון תשלומי פנסייה, כנגד הדברים האלה יש המון הכנסות שוטפות.

אם אתה מנתח את הדוחות על בסיס מצטבר של עיריית ראש העין, יש עודף של 14 מיליון, זה יגרום ללחצים להוציא את הכסף ולא

יהיה ניתן להחזיר אותו. יש המון חסרונות בשיטה הקיימת, היא לא מושלמת, ישבנו בוועדה עם שוקי ונתנו המון המלצות מה אפשר לעשות, אין דוח מילולי לתושב, זה משהו חשוב, לתושב לא מעניין באיזו שיטה נערך הדוח.

דוחות מאוחדים הם בסדר כאשר הישויות מיישמות כללי חשבו נאות זהים, אומנם ברשויות מקומיות לא מדובר באיחוד של אותם שיטות חשבונאיות. יש עוד הרבה מה לשפר לפני השיטה של בסיס מצטבר, אם רוצים לדעת מה המצב של הנכסים, יש דוחות שקיימים היום.

שלומי שוב

עצם העובדה שאין פנסייה תקציבית לעובדים חדשים לא רלוונטית למעמסה האדירה של הפנסייה התקציבית בגין עובדים ותיקים ופני סיוורים, הרי אותו הדבר אפשר היה להגיד על האוניברסיטאות ועל המדינה. מעבר לכך, גם אם הפנסייה התקציבית לא משקפת את ההוצאות השוטפות, אני חושב ששקיפות והצגת המחויבות האקטוארית המלאה היא הדרך הנכונה. בדיוק בשביל זה קיים סטנדרט דיווח כלל עולמי, שמטרתו לשקף בצורה נאותה את מצבה הכספי של הרשות. מה לעשות, לא תשכנעו אותי שקבלת הלוואה זו הכנסה - זה פחות או יותר כמו להגיד לי שעכשיו יש חושך בחוץ. יש מקצוע שלם שנבנה במשך עשרות רבות של שנים והתמודד עם כל השאלות שאתם מעלים אך אתם מתעלמים ממנו. אגב, עופרה שאלה אותי האם אנחנו מלמדים רשויות, אמרתי לה שלא, בדיוק כמו שאני לא אלמד את תקן 34. זו לא חשבונאות פיננסית. זה משהו אחר שאני לא יודע בדיוק מהו.

עפרה ברכה

אני רוצה להגיד כמה מילים, שוחחתי עם שלומי הבוקר, אני חושבת שבהחלט צריכה לבוא לידי ביטוי חשבונאות רשויות מקומיות גם באקדמיה, אני ציפיתי לרוב מוחלט התומך בשיטה המצטברת.

אני הייתי ילדה קטנה שהוועדה הזאת הייתה, עברתי משרדים בדרך, ולפני כ-5 שנים התחלתי לנהל את האגף לביקורת.

לאורך כל הדרך אנחנו מדברים על וועדות יישום, ולמעלה משני עשורים יש ביקורת ברשויות, ועדיין אין מעבר לבסיס צבירה.

כל מי שמכיר אותי באופן אישי יודע שאין לי בעיה לבצע שינויים, הדוחות הכספיים השתנו ולא נשארו באותו פורמט, אך האמירה הזאת שזה קיים בכל העולם ובהרבה גופים, לא אומרת שגם בארץ זו השיטה הנכונה.

משנת 2004, נעשתה בחלק מהדוחות התאמה לשיטה המצטברת, ולא היה אקטואריה, ולכן גם שמצטטים מהדוחות צריך לשים את זה במקום המתאים.

”מהפכת הדיווח שנבלמה: האם החרגת
הרשויות המקומיות מדיווח על בסיס
צבירה מוצדקת?”

אמיר ברנע

איך את תומכת בזה, האם ישנו ההבדל בין חוב פיננסי עליו את מד-
ווחת בביאור למחויבות אקטוארית?

גולן זריהן

מעצם מה שאתם אומרים, אני מרגיש שאתם לא קראתם היטב את
המלצות דוח אמרני. ההמלצות אומרות במפורש, רישום ההכנסות
מאשראי צריכות להתבטא, הצענו לייצר דוח הנותן מענה לבעיות
שהועלו, אכן הדיווח הזה אינו מושלם. אומנם, ממצב שרוצים לשפר
אותו ולשדרג אותו, אין צורך להרוס את הכול. החשבונאות נוצרה
לייצר שיטה שתציג את המצב הכלכלי ושיביאו ערך למשתמשי
הדוחות. אני בתחושה שאתם מקדשים פה שיטה. וצריך לקדש
מטרה, צריך לקדש את הערך המוסף למשתמשים.

ירמי מילגרם

הייתי רוצה להגיד כמה דברים, לגבי המשתמשים בדוחות, כאשר
אנחנו מסתכלים על המשתמשים, אז נכון יש את התושבים, אך
לפני כמה שנים היה מחקר של דר' עדי ברנדר שהצביע שכבר
מסוף שנות ה 90, נוצרה קורליציה בין התנהלות כספית תקינה של
הרשות, לבין בחירה מחדש של ראש הרשות הרלבנטית. זאת אומ-
רת מה שגברת כהן מחדרה צריכה לדעת היא כבר יודעת. אבל מי
הם המשתמשים האחרים בדוחות, המימון בארץ בדומה לאירופה,
ובניגוד לארה”ב, הוא בעיקר מימון בנקאי. הבנקים מכירים היטב את
הדוחות, ולכן הדוחות לא מהוות חסם מבחינה זו.

ואם מסתכלים על חברות הדירוג, על פי מסמך מתודולוגי של האס
אנד פי מחדש ספטמבר 2016, שמתייחס לצד החשבונאי של הר-
שויות, הם אומרים שגישה של שיטה חשבונאית שבה הכנסות נר-
שמות בעיקר על בסיס מזומן והוצאות נרשמות בעיקר על בסיס
מצטבר, היא גישה שמרנית. אומנם הם אומרים שיש מחסור במידע
על התאגידים העירוניים.

כאשר מסתכלים על המשתמשים אם כך, ניתן לסמן בעניין התו-

כשהגעתי לאגף בחנתי גם את הנושא הזה, דוחות התאמה היו
ברשויות, 7 שנים, ואני מזכירה לכם אנחנו נמצאים במגזר מאוד
ייחודי, שמרני, ויש ציבור שצריך להיעזר בדוחות האלו, ואני ראיתי
שיש שונות מאוד גדולה, גופים שמתנהלים נכון כלכלית עוברים
ביישום השיטה לגירעונות מאוד גדולים, ואני חשבתי שאם המשרד
צריך לקבל החלטה, האם עוברים לשיטה או לא, מה כדאי לעשות.
להמשיך בשיטות של ההתאמה בעיניי זה לא היה מייצג ולא מקובל.

ואז בהמשך התקבלה החלטה להקים וועדה נוספת, הוועדה שאני
הייתי חברה בה, דנה בנושאים, כפי שתיאר שוקי היו וויכוחים סוערים
יותר ופחות לגבי יישום השיטה המצטברת, וגם הוועדה הזאת המ-
ליצה מה שהמליצה, חלק מהדברים כבר מיושמים, אבל גם הוועדה
לא אמרה שצריכים לעבור חד משמעית לשיטה המצטברת.

אפילו שבוחנים את ההמלצות, יש לבחון את הנושא הזה בהמשך,
זה אומר שלמעלה משני עשורים אנחנו רק בוחנים ובוחנים ואף אחד
לא בא ואומר יש לעבור לבסיס צבירה, תראו אנחנו צריכים להבין
שמדובר במגזר ייחודי מאוד.

גם בנוגע לנושאים אחרים זה בא לידי ביטוי, אנחנו לא יכולים לשבת
במגדל שן, רשויות מקומיות צריכות לתת שירות לתושבים. אני רוצה
לומר שאי אפשר להתעלם מהעובדה שהדוחות הכספיים משרתים
את התושב, למשל בארנונה, האם נכון שהתושב יראה את מלוא
סכום הארנונה, או רק את הסכומים שהרשות גובה, אתה דיברת
מבין לבין על ניתוח יחסים פיננסיים, אני מנסה לא להתעסק רק בשו-
טף, אנחנו שנה הבאה מקווים להביא את הדוחות בזמן קצר, על מנת
להביא לדוחות רלוונטיים ואמינים.

אבל שלומי אתה דיברת על ניתוח יחסים פיננסיים, ואני דוגלת בשי-
נוי מגמות במצב הכספי, ולכן לקחנו 12 יחסים פיננסיים, ויצרנו כלי,
שמאפשר בירייה מאוד פשוטה ומהירה, לזהות את נקודת הזמן
שלהרשות מקומית משתפר מצבה מרגענו ללא גרעוני ולהפך, גם
שרשות נחלשת צריך שיהיה שיטה לשים את האצבע על כך.

אני חושבת שהדוחות הכספיים של הרשויות המקומיות, היום, משרתים
את התושבים משרתים את הבנקים ומשרתים את חברות האשראי.

שבים ווי, מלווים, ווי, מוסדיים, לא כל כך פעילים אבל אם בוחנים אותם, גם אין בעיה ומי המשתמש הנוסף? הרגולטור.

אומנם שני שלישי מההכנסות של הרשויות הן הכנסות עצמאיות, אבל שלישי הן הכנסות של המדינה. הכסף הממשלתי הוא הכסף הדומיננטי בחלק גדול של הרשויות המקומיות, ועל כן המשתמש החשוב ביותר הוא הרגולטור. ואם הרגולטור בא ואומר, מתאים לי שיטה מסוימת יש לזה חשיבות.

שלומית צפולביץ לוי

אנחנו מנתחים גופים שונים, ושעפרה שאלה היכן ניתן ללמוד על דוחות של רשויות, חיפשנו מומחים בתחום על מנת לנסות להעמיק את הידע בניתוח דוחות כספיים מסוג זה, גם אצלנו יש גישה שהדוחות של הרשויות זה גוף מאוד בטוח, אומנם לגבי מקצת מהרשויות אנחנו מגיעים למצב, שאנחנו לא בטוחים שיש לתת המלצה למתן אשראי. מבחינתנו יש הרבה על הנסתר מהגלוי באותו דוח כספי.

שלומי שוב

האם יש לכם כלים לגלות את המחויבות האקטוארית? את מסתמכת על התזרים?

שלומית צפולביץ לוי

כן, אנחנו מנסים בעצם לבנות יכולת החזר על פי מה שיש בדוחות הכספיים.

זיו שני

אני מהצד של הקשרי לקוחות, אני עובד עם רשויות מקומיות 17 שנה. בשנים האחרונות, ככל שיותר אנשים מתעסקים בתחום, יש יותר שאלות. לרשות מקומית יש מספר פרמטרים שעל פיהם אנחנו מקבלים את ההחלטות שלנו. לנו כמשתמשים יש גם כיום את הכלים = להוציא מהנתונים את המידע שצריך במטרה לקבל החלטות

רשות מקומית היא גוף ששונה מחברה פרטית, יש הרבה מאוד דברים שונים, ולא צריך לנתח את הדוחות כפי שמנתחים דוח של חברה.

דוד קאפח

קיים קונפליקט בין הפרקטיקה לפי שיטת הדיווח כיום על "בסיס מזומנים מתוקן" ושיטת הקרנות לבין כללי החשבונאות המחייבים שקיפות מלאה של כל מרכיבי הדיווח על בסיס "דוח מצטבר" אשר באו לידי ביטוי בהמלצת "דו"ח ברנע". אי אפשר להתמיד בקיומו של קונפליקט זה, בייחוד לאור המגמות בדיווח בסקטור זה בעולם, ויש לישבו.

משתמשי הדו"חות כיום: הרשויות המקומיות, הרגולטורים, הבנקים וכו' מתמודדים היטב עם השיטה הנוכחית המאפשרת לקבל תמונה של המצב הכספי ואף לחזות את הסיכונים והעמידה הנוכחית והעתידי של תידית של ההתחייבויות. לדוגמה: הבנקים יצרו, כל בנק לפי המתודת המקצועית שלו, דרוג פנימי, Scoring, של הרשויות לקביעת חוסן הפיננסי וצפי יכולת החזר של האשראי לטווחים קצרים, בינוניים וארוכים עד 15 שנים וחיזוי זה לא אכזב. ההפרשה לחובות מסופקים הינה בד"כ רגולטורית ושיעורה נמוך בהשוואה לסקטורים אחרים וזאת במציאות שבה נתקלנו גם בהקפאת הליכים של רשויות ספורות ביותר לאורך שנים רבות. גם חברות הדרוג מצאו את הדרכים להתמודד עם שיטת דווח זו.

התנגדות השלטון המקומי נובעת בעיקרה מן החשש שמא השיטה המצטברת תקרין לשלילה על מענקי האיוון והצגת העודפים ו/או הגירעונות עקב רישום מוגדל של הכנסות שטרם נגבו. מאידך הכללת הנתונים מהאקטואריה, אשראי לזמן ארוך וכו' במאזן תציג תמונה מעוותת.

המצב הפיננסי הטוב של הרשויות כיום, בניגוד לשנים 2005-2010, הינו עיתוי טוב להתמודד עם ההתנגדות על ידי יצירת פתרונות חשבונאיים וניהוליים כדי להקהות זאת. ניתן במקביל לחשב את הגרעון / עודף גם תוך בחינת דו"ח ניהולי על בסיס השיטה התזרימית. לשאלה האם השיטה תשפיע לשלילה על המוטיבציה לגביית ארנונה אני מעריך שלא. כיום יש למשרד הפנים מדדים ותמריצים המעודדים הגברת הגבייה. לגבי התושב הממוצע אני משער שאינו מנתח מאזנים. אותו יענינו מדדים כמותיים ואינפורמטיביים כגון: יעילות, תעריפים וגבייה, עמידה ביעדי התקציב, איתנות כספית וכד' שיחויבו בפרסום פומבי. כמו כן בבחינת הפתרונות לקונפליקט יש לבחון מהי מהותה של הרשות המקומית השונה מתאגיד עסקי. הרשות הינה תאגיד כלכלי המחויב לעמידה ביעדיו על פי החוק תוך שמירה על יעדי התקציב המאושר וביצועם באופן יעיל תוך שמוש בכלים כלכליים וכן הינה בעלת סמכות לייצר הכנסות: ארנונה, היטלים ואגרות מתוקף החוק ואינה חדלה להתקיים. אף בעת איחוד רשויות ניתן מענה להתחייבויותיה. ככזו עצם קיומה אינו תלוי בפעילות העסקית, בשונה מתאגיד עסקי, ופעילותה הינה מתמשכת. בהתייחס להתחייבויות עתידיות כגון אקטואריה ואשראי המהווים חלק מהקונפליקט הרי הארנונה שהוטלה מממנת כיום בתקציב השוטף את התשלומים השנתיים לפנסיה והחלויות השוטפות לאשראי לטווח ארוך לצרכי פתוח ממומנים מהיטל פתוח ואגרות האמורות להתקבל גם בעתיד וניתן לכמתם. יש לבחון את ההתחייבויות העתידיות אל מול נכסים עתידיים אלה שבבסיסם נועדו גם לממן, כפי שנעשה כאמור עתה, ולתת לכך ביטוי חשבונאי אשר יקהה את ההתנגדות לרפורמה בשיטת הרישום.

כאמור בסביבה הנוחה הקיימת היום של השיפור במצב הכספי של הרשויות המקומיות, ניתן לדון בסוגיות ניהוליות, כלכליות וחר-

"מהפכת הדיווח שנכלמה: האם החרגת
הרשויות המקומיות מדיווח על בסיס
צבירה מוצדקת?"

לאקטואריה, הם יודעים להגיד לכם בדיוק באיזה תקופה זה עלה וירד, הנושא הזה לוקח הרבה מהזמן של המנהלים, ואם זה לא מוסיף בדוחות הכספיים, זה לא בסדר.

גולן לא חושב 5 שנים קדימה ויותר, הוא חושב שנתיים קדימה, לא יכול להיות, שמאז וועדת ברנע הנושא לא נכנס עד היום, אי אפשר להגיד כל פעם עוד 5 שנים ועוד 5 שנים.

גולן זריהן

אם כל הבעיה זה האקטואריה, אפשר להוסיף ביאור על האקטואריה, אבל זה מאוד תנודתי, תראה מה קרה בחברת חשמל, כל שינוי בהנחות מביא להשפעה משמעותית על הדוחות. אני חושב שצריך להתעמק בהבנת העולם המוניציפלי, מי שמכיר ועובד עם רשויות מקומיות יודע שבדוח כפי שהוא היום ניתן לנתח משמעויות אקטואריות רלוונטיות למשתמשים.

יזהר קנה

פה בדיוק הבעיה, יש קבוצה מצומצמת, שיוצרת להבין את הדוחות, רוצח קונבנציונלי שמגיע לבנקים ולביטוח מאבד את הצפון, וגם כך ברשויות מקומיות.

גולן זריהן

על כן יש מומחיות.

יעקב זיצר

לי יש תחושה, שחוץ מבודדים, אנשים לא יודעים מה זה רשות מקומית, כי אם הבנקים ואני עובד עם הבנקים, ואני מבין למה מוסדיים לא מוכנים לממן עסקאות של מכוני טיהור, כי הם לא מבינים ברשויות.

אני הייתי אצל אמיר בוועדה, תמכתי גם בעפרה, כאשר היא אמרה משקיעים פה הרבה כספים ולא מיישמים את מה שאמיר אמר, כי היישום היה קלוקל, וזה נכון שכנראה אי אפשר היום ליישם את זה.

שבונאיות אלה ולהוביל להסרה ע"י פתרונות מקצועיים של הקופליקטים וליישום הרפורמה. יצוין כי שילובו של השלטון המקומי בפעילות בשוק ההון אף הוא מותנה במתן מענה מתאים במערך הדיווח החשבונאי. התועלות הינן הן כלכליות וניהול סיכונים ראוי והן מנהליות כהגברת אחריות מנהלים, עמידה בדרישות ממשל תאגידי ורגולציה.

שלומי שוב

לחשבונאות יש מענה לכל הסוגיות שאתם מעלים. השאלה המרכזית אני חושב, היא עד כמה זה היה משנה את המוטיבציה של ראשי ערים לגבות ארנונה- כלומר, המידע צריך לצוף בכל מקרה אבל עד כמה ארנונה על בסיס צבירה הייתה גורמת לראשי ערים לגבות אותה.

יזהר קנה

לגבי אוניברסיטאות, למה הן לא רוצות לעבור לבסיס צבירה זה ברור, הסיבה שהלכו לקראתם היא, שיש התחייבות של המדינה לכי סות את זה, אבל אין להם על הנייר את המחויבות הזאת, ועל כן נתנו להם דחייה של שנתיים לסגור את העניין הזה, וצריך להבין שממש זה הגיע ואין שום וויכוח שההפרשות האלו צריכות להיות.

יצא לי לפני שלוש שנים לטפל בכמה מיזוגים שונים של נותני שירותים, על בסיס מזומן, כאשר באו לעשות מיזוג, באו לעשות על בסיס צבירה. כאשר זה הגיע לעסקה גדולה, כולם עברו לבסיס צבירה.

אני מסתכל על דוחות כספיים של מוסדות להשכלה גבוהה- אני יודע להשוות, אני יודע לנתח את ההבדלים ביניהם, מכיוון שמגיע הרבה כסף לשכר לימוד, ופתאום לוקחים שכר לימוד ובונים איתם בניינים ועוד ועוד, ואין חוק שאוסר שימוש בתקציבים שוטפים לפי תוח, לכן לדוח הכספי יש משמעות.

אנחנו עוברים בעצם מתקציבים לפנסיה רגילה, יש לנו תקופות שבהן הפנסיה התקציבית עולה או יורדת, יש לנו תקופות של כפי לות, כל הדברים האלה סופר חשובים, אני ישבתי עם הרבה מומחים

רשות מקומית זה לא אוניברסיטה וזה לא מדינה, זה משהו אחר לגמרי, וזה שלא מלמדים באוניברסיטה רשויות מקומיות זה לא בסדר.

רשות מקומית גובה ארנונה גם אם היא לא תיתן פינוי אשפה, לגבי הגילוי הנאות, שלומי אתה כנראה לא יודע אבל עפרה מפרסמת דוח לתושב, שיש שם את כל המידע של הארנונה, והדוח לתושב אם הוא לא מתפרסם בסמוך, לפרסום הדוח הם "מקבלים בראש".

הנושא של האקטואריה הוא נושא כבד מבחינה כספית, לפני זה יש לעשות הרבה דברים.

למשל פידיון חופשה, לא נרשם כמו שצריך.

אם אני רוצה לקחת רשות בסוף הבחירות שמתקיימות בנובמבר דצמבר, אני אגיד להם לרשום את כל ההוצאה בשנה הבאה.

אבל מכאן ועד לעבור לשיטה המצטברת זה מרחק עצום, השיטה אינה ישימה כרגע בישראל. שתי רשויות סמוכות אחת עם קרקע של מנהל, ואחת עם קרקע פרטית לא מקבלת היטלי השבחה, יש היטלים של 80 מיליון שקל והוא לא רושם את זה, אז מה אתה מדבר על מחויבויות.

כל עוד הרשות המקומית תרשום רק את המחויבויות ולא את הנכסים, אתה הורס עוד יותר את המערכת.

את הפיילוט שאתה מחזיק אני עשיתי, ובגלל הפיילוט הזה אי אפשר ליישם את השיטה המצטברת, אם יש בניין עירייה, שנרשם בשנת 70, הוא שווה היום הרבה יותר.

הבנקים נותנים כסף היום לרשויות מקומיות, והרגולטור נותן 40% מפני שהוא קונה שירותים מהרשויות המקומיות, למשל רווחה.

בנקים נותנים כסף מכיוון שהרשות המקומית לא יכולה ליפול, משנת 48, לא עשו הפרשה לחובות מסופקים. לכן אני באמת רואה שיש פה 3 משתמשים, תושבים, הם מקבלים את כל המידע.

עיריית הרצליה עושה את החינוך לבד, משקיעה 50 מיליון, מקבלת מהממשלה 40 מיליון, העיתונאי שואל כמה כל אחד קיבל עבור חינוך, רשות אחרת מקבלת רק 10 מיליון, מי שמנהלת את החינוך עבור הרשות המקומית, ברשות השנייה הוציאו 10% על חינוך, וברשות אחרת אחוזים גבוהים הרבה יותר.

אז מה אני אומר, נכניס ברוטו הכל.

שלומי שוב

מדובר בסוגיה חשבונאית

יעקב זיצר

את המידע התושב מקבל, כל המידע שדיברת קיים בדוח הכספי, אני בעד השיטה המצטברת אבל היא לא ישימה כרגע, לצערי הגדול, המון רואי חשבון לא יודעים מה זה רשות מקומית.

אופיר פינס

אני לא רואה אבל אני מבין את הדיון שלכם מהפן המקצועי. אני מסתכל על זה ממקום של מקבל החלטות לשעבר. יש את המשפט האנגלי המפורסם "אם זה לא מקולקל על תתקן את זה". עכשיו חובת ההוכחה עליכם להוכיח שזה באמת מקולקל. אני מבין אתכם שווי הגון זה יותר צודק, ויותר שקוף. מדובר בערכים אמיתיים, אבל צריך גם להסתכל על הרמה המעשית. הנה דוגמא, כשאני הייתי שר הפנים, אחת הבעיות הכי קשות שהיו היתה מימון אשראי לרשויות מקומיות. יש מספר קטן של רשויות שקיבלו אשראי, הרצליה, תל אביב, רעננה, ראשון, אבל רוב הרשויות שלא הצליחו לקבל אשראי בנקאי וחוז' בנקאי ולא הצליחו להתרומם.

מצד שני, אני מזדהה עם מי שטען שהדוחות במתכונת הנוכחית הם שמרניים. וזה חשוב. אל תשכחו, שבשלטון המקומי, ראש עיר הוא העירייה, אם לא יהיה את המערכות השמרניות, אף אחד לא יוכל לעצור אותו.

אם הייתם אומרים לי שהפסקת ההחרגה תשפר את האשראי לעיריות, הייתי אומר שווה לבחון את זה ברצינות, אבל יש הטוענים, שזה רק יקלקל וזה יפגע בעיריות החלשות.

יש בעיניי עוד אלמנט ששווה עבורו לעשות שינוי בכיוון המוצע וזה המלחמה בשחיתות. יותר שקיפות, דוחות מלאים, זה אכן גורם בלתי חיסמה בשחיתות, שלצערנו קיימת ברשויות מקומיות, השאלה האם זה ישפר את המאבק השחיתות. אם כן אולי באמת שווה לחולל את השינוי המוצע.

הייתה כבר וועדה כולם ישבו וחתמו, מדוע משרד הפנים לא מיישם את ההמלצות, שגם בחדר הזה יש לגביהם הסכמה שהם משפרות את המצב הקיים?

גד פניני

אני כמעט לא חתמתי על הדוח שדיבר עליו שוקי אמרני, שמוכן לעבור לשיטה המצטברת, אני חולק על כל מי שתומך בשיטה המצטברת היא רעה והיא לא מתאימה, וביום שנרצה לחסל את הרשויות המקומיות נוציא דוחות בשיטה המצטברת.

הדוחות הכספיים בכללם בשנים האחרונות, משרתים רק את החשבונאים, מבלי להגדיר את השאלה הראשונית, למי מיועדים הדוחות.

ברשויות מקומיות הדוחות מיועדים לרגולטור והם נותנים לו את התמונה הכי טובה, אין שמרנות גדולה יותר, מהדוחות הכספיים של

"מהפכת הדיווח שנבלמה: האם החרגת
הרשויות המקומיות מדיווח על בסיס
צבירה מוצדקת?"

קנה את הדירה, והוא בהתחייבות, ואם העירייה לא יכולה לתת את השירותים בעוד שנתיים אז הוא בבעיה, ואם אין לו מה לדאוג והוא תמיד יקבל את השירות מהעירייה אז למה שלבנקים יהיה אכפת?

או שאין שום בעיה לממן את הרשויות המקומיות כי זה תמיד בסדר או שגם את התושבים זה מעניין.

למשל בת ים, היה איחוד עם תל אביב יפו, ולהגיד שזה לא עניינים של התושב זה לא יעלה על הדעת, מכיוון שהוא לא יודע כיצד העירייה שלו ממומנת.

דורן פרלשטיין

חסר לי בדיון התייחסות ל"ייחודיות" של המגזר המדובר, כפי שהועלתה מספר פעמים פה בדיון. לחשבונאות יש מענה לסוגיות השונות וגם לייחודיות של רשויות. בטיעון ה"ייחודיות" יכולים להחזיק מגזרים רבים, למשל אוניברסיטאות, על שלל תקציבי מחקרים שלהם, המתנהל תקציבית לעתים במורכבויות שונות, וייחודיות. אני לא רואה שוני גדול בין תקציבי מחקר למשל, לבין תב"רים (תקציב בלתי רגיל) ברשויות המקומיות. בדיוק אותו דבר - תקציב מוגבל לצורך מטרה מסוימת.

ואולם, ההשוואתיות הינה מיסודות השפה, ופורמט הדיווח של רשויות "מדלג" על אספקט יסודי זה. פורמט הדיווח - ולא רק בסיס הדיווח. כפי שציין פרופ' ברנע, הציבור אינו משווה חשיבות לדוחות של רשויות, ולא בכדי - הפורמט שלו שונה ואינו נהיר לדעתי גם לרוב רואי חשבון.

כמבקר רשויות מטעם משרד הפנים אני יכולה להגיד שבשונה מכל דוח ביקורת אחר שאנחנו עושים במשרד, לצורך ביקורת רשויות אני חייב להחזיק ר"ח עם ניסיון בתחום, היות ולכל אחד אחר מדובר בשפה אחרת. אחרת מדי. לפיכך, ברור שדוחות רשויות זרים לציבור, וכפי שאמרנו אנשי בנק הפועלים, גם הם מתקשים בהבנת הדוח.

זווית נוספת, הינה כמבקר בבתי חולים פסיכיאטריים מטעם משרד הבריאות. לפני שנתיים משרד הבריאות החליט להעביר את הגו-

הרשויות המקומיות בהם הכנסות נרשמות על בסיס מזומן והוצאות על בסיס צבירה.

רוצים לעבור לבסיס צבירה, ואני הכי ניטרלי כאן, אני גם באקדמיה, גם ביצתי את הפיילוטם של ברנע, גם הייתי ראש מינהל כספים ברשות כנבחר ציבור, גם סייעתי למשרד הפנים להקים את כל מערך הדיווח והביקורת, גם שימשתי כרו"ח מבקר, גם הייתי מרכז צוות המעיינים וגם עשיתי דוקטורט בנושא, ואני מכיר את זה מכל הכיוונים. אם רוצים לשנות על בסיס צבירה, נגרום ל"פייק דוחות" כי אז ניתן יהיה להחליט על שינוי תב"ע ולרשום סכומי עתק של הכנסות היטל השבחה מבלי שתתקבל אגורה אחת בקופה. ניתן לרשום הכנסות ארנונה על בסיס חיוב ולא גביה בפועל.

לא עשיתי אגורה, ואני ארשום הכנסות מנופחות.

הדיווח צריך לייצג את מה שנעשה, הוא לא צריך להוביל מה אני אעשה, אני יושב בדירקטוריון של חברות ציבוריות ומביאים לדיון דוחות שונים מאלו שמפורסמים על בסיס IFRS, על מנת שהם יוכלו להבין באמת מה קורה שם. הדוחות הכספיים שיצרו החשבונאים איבדו את משמעותם למשתמשים. כך יקרה גם בדיווח על בסיס צבירה ברשויות.

החשבונאות צריכה לשרת את משתמשיה, מדובר כאן על תושבים, תושבים לא מעניין אותם הדוחות הכספיים, מעניין אותו ההסעה לבית הספר, והחגיגה ביום העצמאות ועליית ערך נכסיהם.

גם את הבנקים זה לא מעניין, כי כבטחונות הם משעבדים את ההכנסות מארנונה 99 שנים. על בסיס צבירה, הדוחות לא ישרתו את המשתמשים.

עפרה אני קורא לך, אל תיכנעי לחשבונאים, הדוחות משרתים כיום את כל המשתמשים.

אפרת טולקובסקי

אני נוטה להסתכל על המוגבלות של הצבירה לרשויות מקומיות, אני חושבת שיש פה התעלמות מסוימת מהעניין של התושב, הוא

פים הללו לשיטות הדיווח המקובלות (מה שלא היה עד אז), וזהו. החליט- וביצע. לא מדובר על 257 גופים כמו ברשויות, אלא ב- 20 בלבד, ובכל אופן, האמירה המקצועית היא שהתוותה את השיטה, ולא שום דבר אחר.

הדבר נעשה בהדרגה, לא כל השינויים בוצעו מיד, מה שהביא לדיווח מעוות בשנה הראשונה, ומעוות פחות בשנה, אבל החליטו על התהליך, וזהו- מיישמים אותו.

מכאן הנקודה האחרונה שלא הועלתה בדיון, או כי היא מובנת מאליה, או כי איננה נכונה- המשקל של הגזברים באי יישום שינוי השיטה -האם איגוד הגזברים הפעיל כוח שמשדר הפנים לא יכול לז? ידוע שעובדים בד"כ מתנגדים לשינויים, וישנם הליכים ארגוניים מורכבים ומתוכננים מראש שיש לעשות בכדי ליישם. לנושא זה משקל יתר לדעתי, במגזר הממשלתי, בו הכוח של המעביד מול העובד, קטן יותר.

אמיר ברנע

אני מניח שהמלצות וועדת אמרני עקביות עם הדיון בכך שניתן שם פתרון ביניים באמצעות ביאורים שמגשרים בין השיטות. השאלה היא האם לביאור שלא נסגר דרך הדוחות יש ערך. כדוגמא למשל אקטואריה, אם יכלל ביאור, האם המערכת החשבונאית יכולה לעכל מצב בו אין קשר בין הביאור לדוח עצמו?

גולן זריהן

אני חולק עליך מקצועית, אבל אני מבין את הבעיה שישנה.

שרון הורוביץ

אני חושב שהדבר שיפתור את כל הבעיה, שיפורסם דוח לתושב, דוח דירקטוריון, שיהיה מוגדר, שיהיה ערוך עבור הדיוט מוחלט.

שלומי שוב

אני חושב שזה ראוי שהאקדמיה בחרה את הנושא הזה, של רשויות מקומיות, למרות שאנשי הפורום הרגילים לא הגיעו לדיון, מכיוון שהנושא כנראה לא מעניין אותם במקרה הטוב או שהם לא מעוניינים להתבטא בנושא, במקרה הפחות טוב. המחיר של זה, הוא שכמעט כל מי שנמצא פה היום בדיון הוא בתוך פוזיציה ולכן קשה לנהל כך דיון אובייקטיבי.

בכל מקרה, אני מתרשם שלבנקים והגופים המוסדיים יש את הפתרונות שלהם והם מצליחים להסתדר בעולם של הפרשות אפסיות לחובות מסופקים ולכן בתור מלווים מתוחכמים, כנראה שלא צריך לדאוג להם יותר מדי.

הדאגה העיקרית שלי היא לתושבים שאותם אף אחד לא ייצג פה

בדיון. החוכמה היא להתנהל ביעילות אך גם בשקיפות, הדיווח צריך להיות נתון לעולם של החשבונאות, יש חסרונות ויש יתרונות, אנחנו לא מושלמים, אבל כמו שיש דיסציפלינה של רשויות מקומיות, יש עוד הרבה דיסציפלינות מיוחדות אחרות שהחשבונאות יודעת לתת להם מענה. היכולת שלנו בתור מומחים, היא להתמקד בסוגיות ולפתור את הבעיה, אגב לא תמיד הפתרונות מושלמים.

אבל יש תורה כלל עולמית שקוראים לה חשבונאות פיננסית ואת התורה הזאת, מה לעשות, צריך ליישם גם אם היא לא נוחה לגופים עצמם. כפי שאמיר אמר והניסיון מלמד, פתרונות חלקיים של גילוי כזה או אחר, לא יכולים להחליף את הכוח האדיר של מערכת שלמה של כללי החשבונאות. עצם העובדה ששמענו כאן היום שיישום בסיס הצבירה יכול להפוך רשות מקומית לגרעונית מעיד על עוצמת הרלוונטיות שלו לתושבים. מעבר לכך, גם בהסתכלות של הממשלה לצורך הקצאת תקציבים לרשויות המקומיות חשוב לדעת על מצבן הכספי האמיתי ועל ההתנהלות שלהן לשיפור. בשורה התחתונה, אני חושב שרגולציה לא צריכה לברור את המידע שהציבור מקבל. הציבור צריך לקבל את המידע על פי הכללים המקובלים, היא צריכה להתמקד מפיקוח על ההתנהלות של הרשות ולא על תוכן המידע.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"כניסת מניות הבכורה
לשוק ההון הישראלי:
רלוונטיות, כדאיות
והשלכות".

תאריך המפגש: 4 ביולי 2017.

נושא המפגש: "כניסת מניות הבכורה לשוק ההון הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות".

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדין, מצגת בנושא מניות בכורה - חני שטרית בך.

אורחים שנכחו בדיון: חני שטרית בך (הבורסה לניירות ערך), רונית הראל (מנכ"לית, P&S מעלות), ברק מימון (רשות המיסים), עמית ורדי (מנכ"ל לידר שוקי הון), יניב פגוט (אסטרטג השקעות ראשי, אילון).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, ניר הלפרין, אודי גרינברג (BDO), יבגני אוסטרובסקי (רשות ניירות ערך), ליאור צוברי (רשות ניירות ערך), עמנואל אבנר, אוהד גראוב (הרצוג פוקס נאמן), עמיר ליכט (הבינתחומי הרצליה), צור פניגשטיין (PWC), אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), אלון גלזר (לידר שוקי הון), גיתית גור גרשגורן (רשות ניירות ערך), אסתר גלעזרן, שגיב מזרחי (BDO), בני ספירשטיין, יניב סילן, עמית גונן, רונית כהן (BDO), שמוליק ויינשטיין, אילן פלסו (איגוד החברות הציבוריות), שרית מולכו (ש. פרידמן), אורן פרנקל (אלוני חץ), דגנית דניאל (כונס הנכסים), ואדים פורטנוי, מני נאמן (הפניקס), אביטל וינרב צוהר (רשות המיסים), רפי ליפא, גל עמית, איתי גוטליב (EY), דני ויטאן (KPMG), נבו ברנר (התעשייה האווירית), משה אטיאס (מטריקס), דן אבנון (הרמטיק), יוסי רזניק (רזניק פז נבו נאמנויות), אביאל אזולאוס (פרופאונד בית השקעות), הילה גלוצמן (רשות שוק ההון), אבי דנון, מיכה רוט, ליאת גרבר (גולדפרב זליגמן), הילה פרלמוטר (S&P מעלות).

צוות מקצועי: דניאל גרף, יעל סלטון, לידור רוזנצווייג ויהונתן סמוכה.

נאים מסוימים, הן הכי הרבה יהיו Tier 2 ולא Tier 1 ובנוסף הן יקרות להם יותר מה-COCO ולכן כנראה שלא נראה את הבנקים בתמונה. לגבי חברות ביטוח, זה יכול להיות אולי רלוונטי בקונסט- לציה מסוימת. ממה שאני מבין, לפי הוראות הפיקוח הנוכחיות, כדי להיכנס להון הליבה צריך דווקא שמניות הבכורה לא יהיו צוברות, בניגוד למתווה הנוכחי של הבורסה. עם זאת, יכולים להיות לכך פתרונות, כמו הנפקת מניות הבכורה ברמת חברת האחזקות והנפקת הון מניות רגיל כנגד אותו מזומן בחברת הביטוח. הכל בסוף יהיה שאלה של מחיר.

החשבונאות יודעת להתמודד יפה עם המכשיר הזה שנקרא מניות בכורה. יש לנו תקן שנקרא IAS 32 שעושה הבחנה מאוד ברורה בין התחייבות והון. ההבחנה הזאת מבוססת בעיקרה על הגדרת התחייבות- מחויבות כלפי צד חיצוני להוציא כסף. כשאנו מדברים על מניות בכורה אז למעשה המחויבות הזו יכולה להגיע או דרך הקרן או דרך תשלומי הדיבידנד. ברגע שיש לצד השני יכולת לפדות את המכשיר הזה, נוצרת לחברה מחויבות ולכן היא תרשום התחייבות בגין הרכיב הזה.

מנגד כאמור יכול להיות שהמחויבות תיווצר דרך צד הריבית. כלומר יכול להיות שהקרן היא צמיתה או לא ניתנת לפידיון, אבל מעצם העובדה שיש לחברה מחויבות לשלם את הריבית, להבדיל מזכות הצבירה שתכף נדבר עליה, נוצרת התחייבות חשבונאית דרך הרגל של תשלומי הריבית. החשבונאות במקרה הזה היא יפה ופשוטה, תסלחו לי על המחמאות, מאוד כלכלית והגיונית. לא מרגשים אותה השמות השונים, בין אם המכשיר נקרא אג"ח, מב"כ, שטר הון, כלומר מהות של ההגדרות היא החשובה, האם יש מחויבות או לא.

לעומת זאת כשאנו מסתכלים על האלמנטים השונים של מניות בכורה, זכות צבירה, זכות השתתפות שנתונים להחלטת המנפיק.

שרית מולכו

צבירה זה לא שיקול דעת, החלוקה כן.

שלומי שוב

התכונותי לחלוקה של הצבירה, מאחר והיא נתונה לשיקול דעתה של המנפיקה, זכות הצבירה היא הונית.

גל עמית

אלא אם יש חובה כל 5 שנים לנכות את הצבירה.

שלומי שוב

בסדר, בהנחה שאין. בוא נפשט רגע. אם אני לוקח דוגמא פשוטה של אג"ח שלא ניתן לפידיון, או ניתן לפידיון על ידי המנפיק, והוא

בוקר טוב לכולם, תודה רבה שהגעתם למפגש האחרון של השנה האקדמית הנוכחית. האקדמיה יוצאת לפגרת קיץ ואנחנו איתה, אך כפי שכבר הודענו, הקמנו צוות חשיבה בנושא IFRS 17 שצפוי ליצור מהפכה שלמה בדוחות הכספיים של חברות הביטוח. אנו מזהים את IFRS 17 כבעל משמעות אדירה, תקן שהולך לשנות את כל התפיסה של שוק ההון לגבי חברות ביטוח ולהשפיע במידה רבה גם על ההתנהלות העסקית שלהן. בצוות חברים בין היתר, כל מנהלי הכספים של חברות הביטוח הגדולות. נקבעה כבר פגישה ראשונה ואת המסקנות נביא לדיון בפורום בתחילת השנה האקדמית הבאה כי זה באמת דיון חשוב ומעניין, לרבות בקשר בין המודל החשבונאי החדש לבין סולבנסי 2.

היום אנו עוסקים בנושא של מניות בכורה. יש מתווה של עקרונות שאושר על ידי דירקטוריון הבורסה אישר ונתן עדיין לאישורה הסופי של רשות ניירות ערך. מבחינת המוטיבציה, עוד מעט נשמע את חני שטרית ואני מניח שבין היתר, שיש מטרה לעורר את הבורסה ולהגיד דיל את הגיון של המכשירים.

אגב, הרבה מאוד שנים אנחנו המרצים בחשבונאות המשכנו ולימדנו מניות בכורה. תמיד שאלו אותנו למה אנחנו מלמדים את זה הרי זה לא קיים בחברות ציבוריות פה בארץ. אז רבותי, סוף סוף הגיע הרגע, לא סתם הקשנו עליכם כל השנים עם מניות הבכורה, זה מגיע לשוק ההון.

אני חייב להגיד שכשראיתי את המתווה, נזכרתי בשאלה שאני סוחב שנים - איך חוק ניירות ערך מצד אחד דורש שמניות יהיו בעלות אותן זכויות ומצד שני הוא מתיר מניות בכורה. גם כשאני מסתכל על חוק הריכוזיות, בתור כיוון חשיבה של הכנסת שהוא הקטנת הפער, אז זה לכאורה מגדיל את הפער, למרות המגבלות שיש על כמות ההנפקה שתכף חני תדבר עליהם. בכל מקרה, אין ספק שיש פה משהו שהוא לכאורה בכיוון ההפוך לחוק הריכוזיות, שהוא יוצר פער ובמידה מסוימת אם חוק הריכוזיות הגביל את הפירמידה יש פה איזושהי הגדלה מסוימת של הפירמידה. הרי מבחינה כלכלית אני יכול להנפיק מניות בכורה במקום זכויות מיעוט, כלומר, במקום להוריד פעילות מסוימת לחברה בת ולהנפיק את מניותיה לציבור. למעשה, אפשר לתכנן מניות בכורה הוניות כסוג של תחליף לזכויות מיעוט.

הדיון שיש לנו היום מזכיר במידה מסוימת את הדיון שהיה לנו בשנה שעברה בנושא של ה-COCO בהקשר של הבנקים. ראינו שהם באמת אימצו את זה באופן משמעותי וגורף. ממה שאנו שומעים, אתם מוזמנים כמובן לתקן אותי אחרת, אני לא רואה את הבנקים מסתערים, בלשון המעטה, על הנושא של מניות הבכורה כי יש להם את הקוקו. לפי בזל החדש, גם אם מניות הבכורה יעמדו בת

"כניסת מניות הבכורה לשוק ההון
הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות"

לא מסתכל על זה בישראל, כך שהנתונים קיימים ורשות ניירות ערך יכולה לכלול דרישת גילוי בנושא עד שיגיע פתרון חשבונאי.

נחזור לענייננו, מנית בכורה יכולה להיות מכשיר הוני קלאסי כא- מור או התחייבותי קלאסי. אם לצורך העניין הקרן ניתנת לפדיון או לחילופין יש חובת תשלום של הריבית מנית הבכורה תהיה התחייבותית. יכול להיות מנית בכורה שהיא מכשיר מורכב, זאת אומרת שיש בו גם מרכיב הון וגם מרכיב של התחייבות. לדוגמא, חברה מנפיקה מניות בכורה שניתנות לפדיון על ידי המחזיק בעוד 5-6 שנים, אבל בינתיים יש להן זכות צבירה, זה מכשיר מורכב. למעשה התשלום שאני אשלם בעוד 5 שנים הוא למעשה התחייבות. כלומר בהחלט יכולות להיות מניות בכורות שיהיו מכשיר פיננסי מורכב ואז עולה שאלה איך מתייחסים לתשלומים שמשולמים גם בצד המייסד סווי - מבחינת הכרה כהוצאה וגם בצד המשפטי - מבחינת כפיפות לכללי חלוקת דיבידנדים. מבחינה חשבונאית IAS 32 אומר דבר מאוד פשוט, לרשום את ההוצאות לפי עקרון הסימטריה. כלומר אם החלטנו שהמכשיר הוא התחייבותי, כל ההוצאות בגין המכשיר ירשמו בדוח רווח והפסד כהוצאת מימון, אם המכשיר הוא הוני אז ההוצאות ירשמו בהון כדיבידנד.

אמיר ברנע

המרכיב הראשון מוכר בתור הוצאה מוכרת?

שלומי שוב

אז זו השאלה. תכף נשמע את אנשי המיסים והמשפט.

גל עמית

כלכלית אם זה מנדטורי זה מאוד הגיוני שכן.

שלומי שוב

בוא נחכה רגע גל. כאמור זה יכול להיות או התחייבות או הון אבל זה יכול להיות עוד יותר מורכב במכשירים המורכבים. לדעתי גם

צובר, זה למעשה הון קלאסי.

שרית מולכו

שלומי רק לתקן, לפי הבנתי הנחית הרשות היא שהצבירה היא חובה, אז לדבר על צבירה בשיקול דעת באופן פרקטי, היא לא נכונה.

שלומי שוב

ממה שאני מבין, תכף חני תציג את זה, הדרישות הן שתהיה זכות צבירה, אבל עדיין החלוקה נתונה לשיקול הדעת של החברה המנפיקה. אני צודק?

חני שטרית בך

כן.

שלומי שוב

לכן בגלל שהיא נתונה לשיקול הדעת של החברה המנפיקה היא לא יוצרת התחייבות. אמיר עוקץ אותנו ואומר למעשה ההון העצמי שלכם הוא לא לגמרי משקף. נניח שחלפה שנה ולא חילקתי דיבידנד ונצבר לבעלי מניות בכורה דיבידנד צביר, ברגע שלא העברתי להם חלק מיתרת העודפים, יתרת העודפים בעצם מרמה, כי למי עשה היא לא כולה שייכת לבעלי המניות הרגילות. IFRS לא נותן לזה דגש, הוא לא מדבר על המיונים בתוך ההון העצמי. אגב באחת ההצעות שהייתה במסגרת המושגית חשבו על זה וזה ירד בסופו של דבר.

הם חשבו לעשות הבחנה בתוך ההון של בעלי מניות חברה האם, בין מה ששייך לבעלי המניות הרגילות לבין מה ששייך לבעלי כתבי אופציה, מניות בכורה, שטרי הון, כי באמת היום זה מאוד מבלבל. בדומה אגב להבחנה שמתבצעת בין זש"מ"ש להון ששייך לבעלי המניות הרגילות. אני חושב שצריך לטפל בזה. זה חסרון מובנה שיש לנו בחשבונאות שאנו מודעים אליו וגם המשקיעים צריכים להיות מודעים לנקודה הזו. אגב, ברווח למניה זה מנוטרל אבל אף אחד

למשפט וגם למס לפי מה אני מבין אין לכם תשובה טובה אבל אולי תפתיעו אותי. ברמה המיסוית השאלה היא האם ההוצאה הזאת מוכרת וברמה המשפטית השאלה קשורה לעניין מבחני החלוקה, האם מבחן יכולת הפירעון ומבחן העודפים צריכים לחול או לא.

צריך להוסיף לכל מה שאמרנו את אלמנט ההמרה למניות. ברגע שלמחזיק יש את האופציה של המרה למניות, בהנחה שזה מכ" שיר הוני זה לא משנה יותר מידי כי זה נשאר הון אבל אם זה מכ" שיר התחייבותי עם זכות המרה אז למעשה יש פה מכשיר מורכב, משהו שהוא דומה לאג"ח להמרה שיש בו חלק התחייבותי וחלק הוני, אפרופו החלטות רשות המיסים שאולי נשמע עליהם בנושא אג"ח להמרה.

נקודה נוספת, אם זכות ההמרה היא של החברה, לכאורה ברגע שיש לה זכות המרה לא נוצרת לה התחייבות כי בכל רגע היא יכולה להימנע מלהוציא כסף על ידי המרה למניות. לכן אם זכות ההמרה היא מיידית כל המכשיר הוא מכשיר הוני. לעומת זאת, אם ההמרה היא רק מתקופה עתידית מסוימת ובינתיים על החברה לשלם תש" לומי ריבית אז תשלומים אלו יוצרים התחייבות כי אין למנפיק יכולת להמיר עכשיו ולהימנע מתשלומי הריבית.

עכשיו נסתכל על זה בצורה רחבה יותר. כאשר אנו מדברים על השוק הישראלי עולה השאלה עד כמה המכשיר הזה באמת מתאים לנו. עד כמה יש פה חברות עם מדיניות והיסטוריה ברורה של חלוקת דיבידנדים, עד כמה הממשל התאגידי פה מספיק טוב, אנו רואים לאחרונה בתקשורת שלפחות בחלק מהחברות הוא לא שיא השלמות בלשון המעטה. עולה השאלה עד כמה שוק ההון הישראלי ערוך ומוכן לזה.

כמובן שעולות פה שאלות נוספות למשל בנושא התמחור מבחינת המשקיעים, ובכלל גם מבחינת המומחים, הוא לא פשוט. יושבים פה לא מעט מעריכי שווי שנשמח לשמוע את דעתם, עד כמה יש יכולת לתמחר מכשירים כאלו. הרי בסופו של דבר עם כל הכבוד להבח" נה שהחשבונאות עושה בין התחייבות והון, זה לא רלוונטי מבחינת הערכת השווי. בהערכת השווי מה שמעניין בסוף הוא סדר הנשייה. אין ספק שהתמחור הרבה יותר מורכב מתמחור של אג"ח. תחשבו שאנו מנפיקים אג"ח על מח"מים של 4-5 שנים ופה מן הסתם מדב" רים על מכשירים עם מח"מים ארוכים הרבה יותר. כמובן תעלה פה שאלה שהעלתם אותה קודם, על רקע התמחור הזה, עד כמה לא נכנס לפה התחייבויות ארוכות טווח בתחפושת של הון ויניב ירחיב על הנושא הזה.

גב' כהן מחדרה כנראה לא תהיה זו שמשקיעה במכשירים האלו, אבל השאלה מופנית למוסדיים, מה היכולות שלהם והרצון שלהם בלתמחר מכשירים כאלו.

אמיר ברנע

כמה הערות קצרות. דבר ראשון, מי שזוכר דנו בפגישה הקודמת, בנושא מלר, בשאלה האם השיקולים לחלק דיבידנד למניות בכורה כפופים לאותם שיקולים של חדלות פירעון שרלבנטיים לחלוקת דיבידנד לבעלי מניות רגילות, עם הטלת אחריות על דירקטוריון. איי נני לא יודע אם אלה אותן דרישות שמונעות חלוקת דיבידנד למניות בכורה צבירות. כנראה שכן ואז קשה לראות במניות בכורה התחייבות ולא הון.

דבר שני, האם הנפקת מניות בכורה בחברה, שמאספקט הנושים היא למעשה הונית כי היא משנה את המינוף הפיננסי, יכולה להוריד את עלות החוב של החברה כי היא משפרת את הדירוג שלה? נכון שעלות מניות בכורה גבוהה מעלות של חוב, במיוחד עקב שיקולי נטו ברוטו, אבל גם מעבר לזה קיים פער עלות נומינלי. אבל תחשבו על החשבון הבא: לאחר הנפקת מניות בכורה, מבקש שיפור בדירוג ואז מוזיל את עלות החוב! השאלה היא אם הטרייד אופי הזה, בין תוספת התשלום על מניות בכורה לבין החסכון בעלות החוב נלקח בחשבון בשיקולי בחירת מניות בכורה כמקור מימון.

דבר שלישי, אני חושב שמניות בכורה מתאימות להשקעה לגופים פיננסיים מסוג קרנות פנסיה שיש להן בעיה של התאמת מח"מ. תוספת התשואה שמתקבלת נספרת לפחות לתקופת הקדנציה הנוכחית של ועדת ההשקעות של אותה קרן פנסיה. לכן אני חושב שגופים כאלה יכולים להתאים מצד הביקוש. משום שהם מחפ" שים, אני מניח, אופקי השקעה ארוכים והיום בשוק החוב אין להם אופקים מהסוג הזה, בוודאי לא בתשואות יותר גבוהות מתשואות ממשלתיות.

דבר רביעי, אתה צודק שמוסדות פיננסיים לא יהיו אלו שינפיקו את מניות בכורה בגלל השינוי בהוראות של BIS. זה קצת מוזר שדווקא חברות נדל"ן יהיו המנפיקות של מניות בכורה למרות שלהן נושא הלימות ההון איננו קריטי ולעומת זאת קריטי הוא נושא ההכרה בריבית למס.

דבר חמישי, למניות בכורה יתרונות דיווח, אני מניח, במיוחד אם לפי שלומי אין צורך לרשום את הדיבידנד הצביר שלא שולם, שאיננו נרשם כהוצאה. הוא לא נרשם בשום מקום. מוזר שדיבידנד צביר שלא שולם אינו מפחית את ההון העצמי אולם אני מתייחס לכך כעוד בעיה חשבונאית שדורשת תיקון.

יבגני אוסטרובסקי

אמנם אין התייחסות פורמאלית לכך במסגרת התקינה החשבונאית הבינלאומית, אך הדבר גם אינו אסור - קרי, ניתן לבצע הבחנה של הר" ווחים שנצברו לטובת מניות הבכורה במסגרת הדוח על השינויים בהון (או בביאור שיועד לכך). אנחנו נשקול לחייב זאת כשיגיע המקרה.

אמיר ברנע

"כניסת מניות הבכורה לשוק ההון
הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות"

כאמור מנית בכורה היא מניה שמקנה זכות קבועה בדיבידנד ועדיפה על פני המניות הרגילות. חייבנו שמניות הבכורה יהיו מניות צוברות, זו חובה של הבורסה לא בחוק. בנוסף, כמובן בחוק כתוב שמנית בכורה לא מקנה זכות בהצבעה. עוד דבר שהכנסנו, כי זה עלה גם במשרד המשפטים, הוא שמניה יכולה להיות מניה בת פדיון. אנו הבהרנו זאת על ידי הנחיה שכתבנו במפורש שגם הדיבידנד וגם הפדיון כפופים למבחני החלוקה על פי חוק החברות. לכן תמיד שירצו לחלק דיבידנד או כאשר ירצו לפדות את המניות האלו יצטרכו לעמוד במבחני החלוקה.

שרית מולכו

חני אבל מנית בכורה בת פדיון, אם היא לא בת פדיון בפירוק היא לא מניה בכלל לפי חוק החברות.

חני שטרית בך

אני אומרת שגם אם בעוד 5 שנים יש פדיון מנדטורי, כשתבואי ותבדקי אם אפשר לפדות לא תוכלי לתת את זה מנדטורית כי תצטרכי לעשות מבחני חלוקה.

אמיר ברנע

אם זה אותם מבחני חלוקה כמו מניות רגילות אין שום סיכוי שתאושר הוצאה מוכרת.

שלומי שוב

אמיר חכה רגע עם המס. יש פה שלושה מישורים, וחשוב לצורך החידוד, בשלב הראשון, שלא נערבב ביניהם.

חני שטרית בך

עכשיו אילו חברות תוכלנה לחלק את זה? באנו ואמרנו שאלו חברות ששווי ושיעור החזקות הציבור שלהן במניות הרגילות עומדות בהנחיות של חברה חדשה, לא רצינו לתת לחברות שמחזיקות 10% ציבור במניות הרגילות להנפיק. בנוסף לקחנו חברות יחסית גדולות

שלושה נושאים נוספים: ראשון שהנושא המס שהוא לדעתי קריטי לגבי אטרקטיביות מימון באמצעות מניות בכורה. הייתי רוצה לדעת האם יש אפשרות להגיע לאיזה פרה-רולינג משלטונות המס, שבתנאים מסוימים העלות הזו תהיה מוכרת. אני סקפטי כי כאמור החוק אוסר חלוקת דיבידנד אם קיים חשש סביר ליכולת פירעון מראש שזו התחייבות הונית. שאלה שניה קשורה למעמד מניות בכורה במקרה של הסדר חוב, האם בעלי מניות בכורה הם כאילו מיוצגים בנפרד ומה הסיטואציה שלהם בתוך הסנדוויץ' הזה בין בעלי מניות רגילות לבין הנושים. והשאלה השלישית עליה דיבר שלומי. האם מתן אפשרות להנפקת מניות בכורה פוגעת בעקרון one share one vote. ההיסטוריה פשוטה: פעם היתה אפשרות הנפקת מניות בעלות זכויות הצבעה דיפרנציאליות. זו נאסרה בחוק. היזמים פנו למבני בעלות פירמידליים שמשיגים את אותה תוצאה. חוק הריכוזיות והשינוי הבנקאי לפיו אשראי ניתן נגד תזרים ולא נגד נכס, סגרו אופציה זו. נפתחה עכשיו אופציית מניות הבכורה.

חני שטרית בך

מה שחשוב לציין הוא שקודם כל לא עשינו את המכשיר כדי לעורר את הבורסה, ניסינו להביא את המכשיר הזה לשוק ההון לדעתי כבר 10 שנים, רונית פה לידי להעיד על כך.

רונית הראל

אפילו יותר מעשר שנים.

חני שטרית בך

אז עוד יותר. גם בתקופות הפריחה ניסינו להביא אותו לבורסה, כך שהוא לא נולד היום. בהחלט קיבלנו רוח גבית לאחרונה מרות ניירות ערך ולכן קידמנו אותו. הוא לא מכשיר שנולד באקדמיה הוא מכשיר שנולד מתוך העובדה שהלכנו לחברות הגדולות, הצגנו להם מה נהוג בחו"ל, מה אנחנו רוצים להביא לכאן, הלכנו למשקיעים מוסדיים ודרך השיחות האלו יצרנו מכשיר שחשבנו שהוא ישרת את כל הצדדים.

שכלולות בתל אביב 125 וה-SME60. אם חברה לא כלולה באחד מהמדדים האלה היא לא תוכל להנפיק, למעט אם זו חברה ששווי השוק שלה הוא מעל 500 מיליון ש"ח, כלומר שהיא חברה גדולה אבל לא עומדת בשעור שנדרש למדדים האלה ועדיין עומדת בשווי ובשיעור של חברה חדשה.

עוד קריטריון ששמנו שעונה לעניין של One share one vote הוא שעד היום בכל ההנחיות של הבורסה שמים מינימום (מינימום סדרה של אג"ח להמרה, מינימום סדרה של מניות בכורה, מינימום של אג"ח סטרייט). כאן זו פעם ראשונה ששמנו לא רק מינימום אלא גם מקסימום. מינימום סדרה לא יכול לפחות 36 מיליון ש"ח כדי שתהיה תקינות מסחר, אבל שמנו גם מקסימום, כלומר חברה לא תוכל להנפיק מניות בכורה באופן ששווי מניות הבכורה יעלה על 20% משווי החברה. זאת אומרת זה לא יוכל להיות הכלי המרכזי לגיוס הון. התניה שנייה ששמנו היא ששווי החזקות הציבור במניות הבכורה לא יוכל לעלות על 50% משווי החזקות הציבור במניות הרגילות פלוס מניות הבכורה. אפשרנו רק סדרה אחת של מניות בכורה, אנו יודעים שאם היינו מתחילים לאפשר היינו מוצאים כאן הרבה סדרות לכל חברה ואמרנו שקודם נבחן את זה. אנו מכירים את השוק הישראלי, אם מאפשרים לו הוא עושה אופציה על האופציה של האופציה ולא מנפיק את הנכס המרכזי.

בכל מה שקשור לתנאים אפשריים אפשרנו כאן כמעט הכל. הסתכלנו על חו"ל ואמרנו שזה לא מוצר רגיל, זה לא מוצר מדף שאתה מוריד. כל חברה צריכה להתאים את זה לצרכים שלה ויכולים להיות צרכים מאוד מגוונים. לכן אפשרנו לחברה לעשות פדיון מוקדם, כלומר להגיד שהיא נצחית, אך לחברה אופציית פדיון. הם יכולים לאפשר למחזיק, לא חייבים, לתת לו אחרי תקופה מסוימת אפשרות לפדות, זו גם עוד אופציה. החברה יכולה להמיר את זה, כלומר יכולה מראש להודיע שיש לה אופציה המרה.

אמיר ברנע

את תעשי את הערכת השווי של זה אחר כך?

חני שטרית בכ

לא, יש לי מזל. זאת אומרת יש כאן מגוון מאוד גדול שאני מניחה שהחברות לא יבחרו בכלול וילכו בין הצרכים השונים ובין מה שהמוסדיים יסכימו בסוף לקנות.

אם נסתכל על נתוני העולם, כי היה לנו חשוב לראות מה קורה בעולם, אז יש כ-5000 סדרות בעולם. הרוב הגדול הוא של הבנקים וחברות ביטוח, במיוחד בארה"ב שזה נחשב להם שם Tier 1. הסתכלנו דווקא לא על החברות הפיננסיות, רצינו לראות מה קורה בסקטור הריאלי ומצאנו שעדיין יש 1400 סדרות בעולם שזה הרבה מאוד, מפוזרות על הכל. מהגז, הנפט, האנרגיה, התעשייה, התק-

שורת, הביומד, הטכנולוגיה והנדל"ן, על הכל הסקטורים זה מפוזר. כשהסתכלנו על צבירת דיבידנדים, כי בחו"ל הצבירה אינה מחויבת כמו בישראל, אנו רואים שעדיין למרות שזה לא מחויב, ב-94% מהסדרות יש התחייבות לצבירת דיבידנדים. כלומר, זה שאנו מחייבים לא בעצם מגביל כי זה מה שגם נהוג ברוב המקרים בעולם, בכל הסקטורים דרך אגב.

אם מסתכלים על אופציה ההמרה שיש למניות בכורה אנו רואים פילוח מאוד שונה. נניח אם מסתכלים על הגז והנפט, אין להם בדרך כלל אופציה המרה. לעומת זאת אם נסתכל על טכנולוגיה וביומד, שם המניה יכול לנסוק בזמן מאוד קצר, יש להם אופציה המרה. זה ברור ומובן כי המשקיעים ירצו לראות שהדיבידנד נמצא בין הריבית שהחברה משלמת לטווח ארוך לבין תשואת המניה. כשאני מדברת על תשואת המניה זה לאו דווקא תשואת הדיבידנד אלא גם עליית ערך המניה על פני הזמן. לכן באמת רואים שוני מאוד גדול בין הענפים, עדיין 60% אין להם אופציה המרה. הנתון האחרון שמעניין כאן הוא הנצחיות, אנו רואים שברוב הסדרות, 85% מהסדרות, יש נצחיות בעולם. כמובן שיש תמיד אופציה לחברה לעשות פידיון.

אמיר ברנע

חני אני שואל אותך האם יש דוגמאות למעורבות בעלי מניות בכורה בממשל תאגידי? נניח שכמה שנים לא שולם דיבידנד צביר האם יש אפשרות למנות דירקטור מטעם בעלי מניות הבכורה? האם יש דוגמאות מהעולם למעורבות של בעלי מניות הבכורה בממשל תאגידי?

חני שטרית בכ

היו כמה מקרים שאם החברה לא מחלקת תקופה מסוימת, בין 3-5 שנים, אז ניתן למנות שני דירקטורים.

שלומי שוב

זו נקודה מאוד חשובה. צריך למצוא לנקודה הזאת פתרון.

חני שטרית בכ

כן אבל הבורסה לא מתערבת אף פעם בממשל תאגידי. את זה השארנו למשא ומתן בין המשקיעים לבין החברה.

רונית הראל

דרך אגב, שלומי, מבחינת הדירוג, כשאנחנו בוחנים את המרכיב ההוני ואת מרכיב החוב של מניות הבכורה, אזי, נראה שהיתרון שיכול להווצר בעקבות הנפקת מניית בכורה והכרה במרכיב הוני משמעותי יותר בחברות נכסיות, בהשוואה לחברות שהדגש שלנו הוא יותר על התזרים מול החוב (יחסי כיסוי). בקטגוריה האחרונה, היחסים שחברת הדרוג שמה עליהם דגש הם לא בהכרח יחסים

"כניסת מניות הבכורה לשוק ההון
הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות"

של 3%-4%, זה המון, זה הרבה מעבר לעלות הריבית. מנפיקי מניות הבכורה יבקשו 6%-8%, אין ספק שהפער הזה לא מצדיק את עצמו.

דבר נוסף, אני לא בטוח שההנפקה של מניות בכורה אכן תשפר את הדירוג של החברות. זה ישפר את המינוף אבל גם היום היחסים הפיננסיים של החברות הגדולות הם יחסית טובים, הן מתנהלות כמו ריטים והיחסים הפיננסיים לפעמים יותר טובים מאשר של ריט. בנוסף, עלות הגיוס היא כזו, שגם אם נשפר את הדירוג, אני לא בטוח שזה יוזיל לו את עלות הריבית. אז המחיר שבעלי המניות הנוכחיים ישלמו לבעלי מניות בכורה יהיה משמעותית הרבה יותר גבוה מהוזלת הריבית, אם בכלל תהיה לחברה. כך שאני לא רואה שחברות הנדל"ן ירצו לדבר הזה.

שלומי שוב

רשות ניירות ערך - רציתם לחדד משהו.

ליאור צוברי

לפני שנגיע לחידוד, בהמשך לדברים של חני, רשות ניירות ערך קידמה את המכשיר מהסיבה הפשוטה שרשות ניירות ערך רוצה לעודד גיוון באפיקי ההשקעה ופיתוח השוק. חוק ניירות ערך מאפשר, כחריג היסטורי, לכלל השוויין בהצבעה הנפקה של מניות בכורה.

מכיוון שהמכשיר מקובל בעולם אמרנו בואו ניתן אפשרות לשוק להנפיק ונקדם את המכשיר הזה. איך זה ייקבע? השארנו די הרבה אפשרויות פתוחות ושיקול דעת להסדרת המכשיר ואיך ייקבעו המאפיינים שלו. כוחות השוק ייקבעו גם את הממשל התאגידי. הייתה הערה של אמיר לגבי המינוי של הדיקטטורים. מבחינת מנגנוני הגנה אפשריים, יש את זכות ההמרה שזה עניין של שיקול דעת וזכות הצבירה שזה חובה כדי למנוע בסופו של דבר מניפולציות אפשריות.

שלומי שוב

רגע, זכות ההמרה היא תהיה חובה?

מאזניים. בחברות נדל"ן, למשל, אנו שמים דגש על יחס הון ל-CAP. לפיכך, קיים יתרון גדול יותר להנפיק מניות בכורה (בהנחה שאנו מייחסים למניות הבכורה מרכיב הוני כלשהו), כי יכולה להוצר השפעה חיובית על יחסי המאזן. כשמסתכלים על חברות שעיקר הבחינה שלנו הוא סביב התזרים אל מול החוב והריבית, היתרון מבחינת הדירוג קיים, אבל הוא פחות משמעותי.

אבי לוי

אמיר אמר שהוא מעריך שחברות הנדל"ן תנפקנה מניות בכורה, אני לא בטוח בזה. אם נסתכל על הרשימה של הסקטורים ששמתם פה בחומר רקע, יש פה תעשייה, גז, טכנולוגיה, אין נדל"ן.

חנית הראל

אבי, ההשוואה אינה פשוטה מאחר ובחול"ל רוב חברות הנדל"ן הן REITs. דרך אגב, מהנתונים של החברות במדד של S&P Dow Jones הכולל רק מניות בכורה ומאגד 300 סדרות של מניות בכורה סחירות בשווי סדרה של מעל 100 מיליון דולר, 10% מהסדרות הן מתחום הנדל"ן. אבל אני מניחה שאלה בעיקר REITs שממילא יש להן מדיניות חלוקת דיבידנד על פי החקיקה.

אבי לוי

יפה, אז בואו נדבר על החברות הישראליות. החברות הישראליות הגדולות מתנהגות כמו ריטים, כולן מחלקות דיבידנדים, באופן עקבי וקבוע. זה אומר שאם ננפיק מניות בכורה אז התשלום של הקופון של הדיבידנד יהיה קבוע. כל חברות הנדל"ן הגדולות בישראל בעלות דירוג מאוד גבוה יחסית. עלות המימון מאוד מאוד נמוכה, שהיא גם מוכרת לצורכי מס, מה שעושה אותה עוד יותר נמוכה. אני לא בטוח שהפרמיה שהמשתתפים של מניות בכורה יבקשו תהיה כזו שתצדיק את הפער בין עלות הגיוס, אחרי מס, לבין אותה פרמיה. זאת מאחר והפרמיה שהם יבקשו, מעבר לדיבידנד הקבוע שהחברות משלמות, זו לא הוצאה מוכרת.

אם אני מסתכל עלינו מילסריון, על עזריאלי, ביג מחלקות דיבידנד

וכל חברה תיקח את זה לעולם ההתחייבותי או ההוני לפי צרכיה או מטרותיה צריך להיזהר ולהגיד שלא כל מב"כ שווה למב"כ להיזהר בבנצ'מרקינג כל מכשיר הוא יהיה מכשיר שונה לחלוטין. אם מב"כ קובעים שהיא לא משתתפת בהצבעה, למה שיהיה לה דירקטורים, אם היא משתתפת ברווחים אבל יש לה זכות המרה, כשהיא תמיר שתבוא לאסיפת בעלי מניות. כל עוד לא המרת את לא משתתפת, את רק מקבלת את הקופון שלך, למה שאת תקבעי את הנתיב של האוטובוס. אז אני יכול להגיד גם את הטענות ההפוכות. הכל עניין של תמחור שאני לא בטוח כמה ניסיון יש בשוק. המכשירים הראי שונים יהיה ניסיון פחות טוב אבל ככל שהמכשיר יהיה פופולרי אז המוסדיים יפתחו יכולות תמחור, זה תמחור קצת יותר מתוחכם מאשר אג"ח סטרייט.

צריך לעשות פה אופציות בינומיות אבל לא כל חברה תמיד זה התמחור שעושה לעצמה אבל השוק יתבגר. הנושא של בעלי שלי טה יכולים לדלל את עצמם לא בזכויות ההצבעה אבל מדללים את עצמם ברווח. אז קודם הרשויות בצדק הגבילו את הסוגיה הזו אבל זו תופעה בריאה זה אומר שהשוק בארץ מתבגר ובעלי שלי טה יורדים מ - 80% לאיזור של 30%. ובעל שליטה שהחזיק 80%, 70% המכשיר הזה בהיבט הזה לא צריך לעניין אותו. כשאתה יורד מ - 30% ל - 20% המכשיר הזה כן צריך לעניין אותו. סימן שהשוק מתבגר ואני חושב שזו תופעה ברוכה.

גל עמית

אני אגיד בשתי הערות, אחד מה שאבי אמר ומתחבר למה שאורן אמר. יוצא שבמצב היום חברות עם דירוגים גבוהים ואני מסכים איתך בספריידיים כאלה זה לא הגיוני. לא בסיטואציה להעלות דירוג אלא כשאתה קרוב לסף שלך ויש לך תשואה טובה אז בתוך העסק אני מניח שזה יהיו המקרים שינפיקו מב"כ אבל לבנות רק על זה שוק שלם על אותה חברה שקרובה. אם נלך שנתיים אחורה שהיו חברות מהיותר גדולות שהיו קרובות כבר והיו ממונפות מדי והיה צריך לעשות כל מיני פעולות להוריד מינוף, נראה לי שאז זה יכול להיות קלסי. במצב היום שהספריידיים כל כך נמוכים, אני נוטה להי סכים עם אבי זה לא כל כך עושה לי אינטואיציה שצריך..

אורן פרנקל

אני לא מסכים עם הטענה הזו. רק לדוגמה חברה שנמצאת בדאבל A מינוס ורוצה להגיע לדאבל A.

אבי לוי

כמה תחסוך בריבית אם תעלה מדאבל A מינוס לדאבל A.

גל עמית

לא תחסוך

לא, שיקול דעת של המנפיק וגם אפשרות מצד המשקיעים, אבל אני חושב שהביקורת הגדולה באמת או יותר נכון מנגנון פיקוח רציני יותר יהיה מנגנון הפיקוח של השוק והביקורת הציבורית, ככל שחברה לא תחלק דיבידנדים. בגלל זה פתחנו את הנפקת המכשיר בשלב ראשון לחברות היותר גדולות, היותר יציבות. בארה"ב כן מקובל מיני דירקטורים מטעם מניות הבכורה, ככל וחברה לא מחלקת דיבידנדים במשך מספר תקופות. אני לא בטוח שמבחינת חוק נ"ע זה אפשרי העניין של מיני דירקטורים, שכן תעלה שאלה אם זה עולה לכדי זכות הצבעה כן או לא. אני גם לא בטוח שבשוק ריכוזי כמו ישראל עם שלי טה מאוד מבוססת, מיני של דירקטור אחד או שניים, זה מה שייתן את הפתרון. בספק. נקודה נוספת שעלתה, וזה החידוד, זה לגבי סעיף 312 לחוק החברות שקובע שמניה בת פדיון לא תחשב כחלק מההון העצמי של החברה יהיה כינויה אשר יהיה. עולה שאלה פרשנית בה קשר זה. בדיונים פנימיים עם משרד המשפטים אמרנו שכל זכות המרה וכל חלוקה תהיה כפופה למבחני החלוקה שבחוק החברות בהסתכלות על מכשיר הוני. השאלה אם המכשיר מסווג כמכשיר של חוב, האם עדיין צריך לעמוד במבחני החלוקה.

אורן פרנקל

אנחנו בקבוצת אלוני חץ בוחנים את המכשיר הזה בחיוב, בוחנים את המשמעותיות שלו לעומק ונבחן אם אנחנו רוצים לעשות פעולה בעניין או שלא. אבל אני חושב שיש לו גם יתרונות מסוימים, הכל בכפוף כמובן לתמחור אם התמחור לא נאות אז המכשיר לא רל וונטי. תמחור צריך להיות נכון לכל השחקנים, לא רק לחברה, נכון לבעלי מניות רגילים, לבכורה ולחוב. מה היתרון של מכשיר כזה כחברה שמסתכל על הדבר הזה, אתה בוחן את המתח שבין ניהול סיכון האשראי שלך, אתה רוצה LTV הכי נמוך ואתה רוצה תשואה לבעלי מניות רגילים ביחס לסיכון שהחברה נושאת.

יש כאן ניגוד אינטרסים. המכשיר הזה הוא נותן לך עוד מענה, לנושא של שליטה יש לו גם משמעותיות אחרות. המכשיר הזה בהיבט הכלי של בעל מניות רגיל זה כמו חוב לכאורה אתה לוקח עוד מינוף ואתה יכול להשיג תשואה נוספת כבעל מניות רגיל אבל אין בו סיכון אשראי כי אם זה לכאורה כמו אג"ח צמית אין לך את הסיכונים של דיפולט. אתה מוכן לשלם על זה קופון יותר גבוה, בעל מניות רגיל יהיה מוכן לשלם על זה קופון יותר גבוה מאשר נניח אג"ח סטרייט, אבל הוא משיג את התשואה שלו וממזער את הסיכון. האג"ח הרגיל מבחינתו גם מצבו השתפר כי הגדלת את ההון העצמי של החברה כי יש אג"ח או הון שהוא נחות לו אז זה משרת גם את האינטרסים של בעלי האג"ח.

אז המכשיר הזה זה שבמידתיות הנכונה אתה יכול לשפר את מצבם של כל השחקנים. בצדק הרשות השאירו את המכשיר הזה כגמיש

"כניסת מניות הבכורה לשוק ההון
הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות"

המכשיר שיונפק בפועל יהיה מכשיר הוני מן הסתם על מנת לשפר את מבנה ההון של החברה. התחייבותי פחות מעניין. יש בעיה קשה עם תמחור, אין ספק, אנחנו יודעים באיזה טווחים זה הולך להיות מן הסתם אמור להיות פחות מתשואת המנייה ויותר מתשואת האג"ח. במטווח הזה יש אינסוף... החברות הגדולות שרוצות יזרקו... יש מודלים בעולם על מרווחים כאלה ואחרים, אין טעם להיכנס לזה פה אבל יזרקו פה כמות, חברה ששווה 10 מיליארד ותנפיק 200 מיליון ותפספס באחוז או אחוז וחצי בריבית זה יקרה, למעלה או למטה, יחנכו את השוק, השוק יראה את הכיוונים והעסק הזה יגדל. יש יתרונות אדירים לחברות המחזיקות 50.1% או בעיקר חברות שיש תפישה שונה בתמחור בין מחיר השוק לבין הבעלים. אם הם חושבים שהחברה שלהם שווה הרבה יותר והם עדיין צריכים לגייס הון, זו דרך קלאסית לגייס הון.

אמיר ברנע

כלומר, הנפקת מניות בכורה זה סיגנל.

עמית ורדי

אני לא חושב אבל הסיגנל הולך להיות אחר. ברגע שזרקת מניות בכורה לשוק נכון שלא יהיה חובה לחלק וזה יהיה מצווה, איתות של חברה תפסיק לחלק את הדיבידנד הזה הוא יהיה איתות רע לשוק ורע לחברה.

אמיר ברנע

אגב זו הסיבה שה - bis ממין מניות בכורה כהון משני ולא ראשוני. התברר מתוך לקחי משבר 2008 - 2009, כי אי חלוקת דיבידנד צביר, דיבידנד בכורה, מהווה אינדיקציה שיש בעיה למוסד הפיננסי עם כל ההשלכות הרוחביות על פקדונות.

עמית ורדי

ועדיין ממה שאני מבין מהממונה על שוק ההון יכירו לפחות לחברות ביטוח להנפיק מב"כ

אורן פרנקל

גם אני אפגע בתשואה של בע"מ רגילים, הכל זה עניין של תמחור.

גל עמית

דבר שני, שאותו יותר מטריד זה עניין תרבותי, כמו שאבי אמר החברות הגדולות מחלקות וחברות נדל"ן פרופר, חברות נדל"ן אחזקות אני לא כ"כ רואה שזה מתאים להם. אני לא יודע אצלכם בקבוצה (אלוני חץ) על מה אתם מדברים ואני לא רוצה להיכנס. אבל נגיד חברה כמו מליסרון או אמות או עזריאלי שזה הקלסיקה. הבעיה היא עניין תרבותי, כמה יש לנו בשוק הישראלי חברות שזה כמו נסטלה או קוקה קולה שאנחנו יודעים שמחלקים והמשקיעים יהיו שקטים לקנות מהם אג"ח להמרה ולא פתאום יעצרו להם זה השאלה שאני לא בטוח כמה אפשר יהיה. כי חברה שרק עכשיו מתחילים לייצר את זה אני לא הייתי קונה מניית בכורה של חברה שאני לא רואה שעשר שנים או 12 שנים כמו שעון מחלקת.

משה אטיאס

אני בדעה של אורן אני חושב שזה מעניין אבל יש שאלה של מחיר, התמחור של הדבר הזה והשיווי משקל שיהיה מול המניות הרגילות או מול האפשרות של מול גיוס אשראי. אני מתעניין בזה אבל אני עדיין לא מבין, אולי יש את החתמים שיכולים להגיד משהו. בסוף מה יהיה המחיר של חברה שמחלקת דיבידנד כבר 10 שנים, פעם ברבעון 75%. השאלה היא בסוף באיזה מחיר זה הולך להיות. זה ברור שתחלק דיבידנד. אני חושב שזה יכול לעניין את כולם, למשל בע"מ של 50.1% אין אפשרות שזו תהיה הנפקת אקוויטי רגילה. יש פה משהו מעניין שבסוף המחיר יקבע לדעת.

שלומי שוב

דבר החתם...

עמית ורדי

קודם כל יש התעניינות אדירה במכשיר הרבה יותר ממה שחושבים.

יש לנו פה נציג של הממונה על שוק ההון, את יכולה להגיד משהו? זה נכון או לא נכון?

הילה גלזמן

הנושא בבחינה אצלנו, אני לא יכולה להגיב כרגע בנושא.

שלומי שוב

בוא נשמע רגע את הזווית של מעריכי השווי.

ואדים פורטנוי

אני חייב להפיג מתח אנחנו עוד לא מעריכים, אנחנו לומדים את הנושא אבל יש מודלים ויש שיטות. הנקודה היא פשוטה המכשיר הזה הוא מאוד תלוי חברה בשונה מהון שאפשר לדבר עליו משהו יותר כללי פר ענף או מאפיינים כלכליים של המנפיק. באשר למב"כ בדיוק כמו שאמרו אורן, משה ואני מאוד מתחבר למה שאורן אמר, הוא לגמרי טיילור מיד, יש חברות שיש להן עניין במכשיר הזה ויש חברות שאין להן עניין בו ואני מניח שמה שיקרה לפחות בהתכנסות של התמחור של המכשירים האלה שכאשר לחברה יש עלות הון מאוד נמוכה, החברות הטובות הגדולות גם התמחור של המב"כ יותאם למחיר של החוב וההון העצמי וסביר להניח שאם חברה כזו מחלקת דיבידנדי שנת של 3% אז סביר שמב"כ לא יתמחר ב- 7%. הם יתמחרו יותר לכיוון ה- 3% וזה ישקף בדיוק את אותה כדאיות של המשקיעים. שיכול להיות שזה יהיה אותם משקיעים שישקיעו בהון רגיל ובמניות הבכורה וגם בחוב. מה שאנחנו רואים בהרבה חברות שהמוסדיים משקיעים גם בהון העצמי וגם בחוב. רואים את זה בהסדרים בעיקר כשיש ניגודי עניינים באסיפות ברוב החברות ואני מניח שגם כאן ההחלטה תהיה פר חברה פר מוסדי פר מבנה שליטה פר מבנה הון, פר עלות הון ואל תשכחו עוד דבר, אנחנו הישראליים נוטים לראות את המצב היום כמצב מתמשך אבל המצב היום הוא מצב מוזר גם הריביות הינן אפסיות מצד אחד וגם המרווחים בין הנוצרים בדירוגים הגבוהים הם אפסיים. יכול להיות שאנחנו בבועה שתגרום להתפוצצות פיננסית שתגרום לירידה נוספת בריבית במדינות בהן אפשר להוריד או שמצב הבועה יימשך, אנחנו לא יודעים איפה נהיה עוד שנה. כניסה לשוק ההון של מכשיר מהסוג הזה שאפשר לתמחר אותו שיש לו יתרונות ללא ספק לצד חסרונות אני מניח שיש חברות שינפיקו אותו וזו תופעה ברוכה ואז נתמודד עם התמחור שלו ותהיה התכנסות בשוק של המחירים.

שלומי שוב

מני, זה שאתה פה זה אומר שהנושא יכול לעניין חברות ביטוח?

מני נאמן

כל דבר מעניין אותנו. לומדים, אנחנו פה בשביל ללמוד.

רונת הראל

גם אנחנו עדים להתענינות רבה בנושא ועצם הנוכחות הרבה במפגש הבוקר מעידה על כך. מבחינת חברת הדירוג, ההתייחסות שלנו באה לידי ביטוי בשני מישורים, מישור אחד - איך אנחנו באמת מסתכלים על מב"כ, מה היא החלוקה בין המרכיב ההוני למרכיב החוב? וכאן יש מתודולוגיה גלובלית שבוחנת את המכשירים האלה בכל העולם ומיחסים למכשיר שלוש רמות של שיוך של הון וחוב בהתאם למאפיינים של המכשיר. אני חושבת שחשוב לחזור ולהדגיש שגם בעולם מניות הבכורה הן יותר Tailor made ולא מכשיר מדף ולכן לגבי כל מניה יש להתייחס בהתאם למאפיינים שלה ולבחון את מרכיבי ההון והחוב. מובן שכלל שהמכשיר הוא יותר הוני הוא תומך יותר בדירוג המנפיק. בהתייחס למדד של S&P דאגו ג'ונס למניות בכורה, המדד מאפשר לבחון מה קורה בעולם מבחינת התשואה ואנחנו רואים שהתשואה על מניות בכורה במוצע היא בין התשואה על מניות לאג"ח כאשר לוקחים בחשבון כמובן את עליית שווי המניות ואת תשואת הדיבידנד. מבחינת הקופון, מבין 300 הסדרות הממוצעת הוא כ-6% כאשר קיימת התפלגות רחבה יחסית פחות מ-5% ועד קופון של 8% ויותר, כתלות במאפיינים של הנייר ושל החברה ורמת הדירוג שלה. באותו מדד של מניות הבכורה כ-80% מהמב"כ הן מדורגות והדירוג נותן למשקיעים, במיוחד כשמדובר במוצר ובשוק חדש, קומפוט לגבי המכשיר החדש הזה. מבחינת הדירוג אנחנו מדרגים את ההסתברות לתשלום הדיבידנד, כי אחרת אין מה לדרג פה. אם חברה אינה משלמת את הדיבידנד תבוצע הורדת דירוג לנייר עצמו אך בהנחה שאין צורך בעדכון דרוג המנפיק מסיבות אחרות, לא יחול שינוי בדירוג המנפיק. דירוג מב"כ מאוד חשוב בשוק חדש בלי ניסיון נצבר במכשיר החדש הזה.

אמיר ברנע

אינני מבין את מתודולוגיית הדירוג למניות בכורה וכיצד קשור לדיירוג חוב באותה חברה?

רונת הראל

בהתאם למאפיינים של החברה, בהתאם לרמת הדירוג של החברה, יכול להיות מספרונטשים מתחת לדירוג המנפיק.

אורן פרנקל

מה שהוא הון טהור, אתם גם תדרגו? מב"כ שהיא 100% הון לא ניתנת לפדין צמיתה, מה המשמעות של הדירוג? למה לדרג?

רונת הראל

הילה את רוצה אולי להתייחס לזה?

"כניסת מניות הבכורה לשוק ההון
הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות"

כולים להביא להשפעה על התמחור). מבחינת תמחור, יש פיצ'רים שנותנים "השתתפות ברווח" (אפסייד) של החברה כמו למשל זכויות המרה (למניות רגילות) או חלוקות רווחים נדחות - תמחור של מכשירים כאלה אולי מתאים יותר לביצוע באמצעות מודלים של אופציות (כפי שצוין). לעומת זאת, יש מניות בכורה שגם אם הן 'הוניות' לחלוטין ברמה החשבונאית, הגמישות שהן מעניקות למנפיק היא מאוד 'יקרה' - למשל יש פיצ'ר שלא הוזכר פה שהוא ה-Step Up. המדובר על מב"כ שהיא לגמרי 'הונית', קרי - המנפיק יכול שלא לשלם דיבידנד לפי רצונו וזה נצבר 'לנצח' (פרמ-ננטית) - אבל, שיעור הצבירה בהתחלה הוא, נניח, 5% אבל אחרי תקופה קצובה, נניח 10 שנים, מוענקת למנפיק אפשרות לפדיון (כולל הצבירה). אם המנפיק לא פודה ויש אפשרות לפדיון אחרי 10 שנים אז הצבירה עולה לשיעור גבוה יותר - נניח - 20%. עכשיו, בדוגמה הזו - נכון - מדובר על מכשיר הוני (טהור), אבל דה-פקטו זה התחייבות (כלכלית), והמנפיק יעשה הכל כדי לפרוע אותה. אגב, אם יש מכשיר עם פיצ'ר כזה, ברמה המימונית בגלל הסביבת רות הגבוהה שהחברה תפרע אותו - המכשיר מתנהג יותר דומה למכשיר חוב, ואז יכול להיות שהוא גם מתומחר ככזה. קרי - גם אם מבחינה חשבונאית זה הון אבסולוטי, יכול להיות שהדירוג יהיה רלוונטי. להבנת, ותקנו אותי אם אני טועה, ה- Equity content של המכשיר (מבחינת מתודולוגיות דירוג) של המכשיר יהיה נמוך, קרי - ה-'כרית' שהוא נותן למכשירים כגון אג"ח הרגילות לא תהיה גבוהה (יהיה זניח) כי כמעט בטוח שהמנפיק יעשה כמעט הכל כדי לשלם אותו ולא להישאר איתו (אחרי ה-step up). כמובן, שיכולים להיות מכשירים אחרים שהם יותר 'הוניים' באופי (המימוני) שלהם, וכוללים כל מיני זכויות - השתתפות (בחלוקות דיבידנד שלא מצ' בירה, באירוע הנזלה או מימוש, באמצעות זכויות המרה וכיו"ב) ואז יכול להיות שהדירוג אולי פחות מתאים בשים לב לאופי המכשיר.

יניב פגוט

יותר מדי סגולות ניתנים סביב השולחן הזה לכוחות השוק, תוך אמונה עיוורת כי כוחות השוק יעשו את עבודת התמחור. השוק לא עושה את העבודה! מי שלא הסתכל על המסכים אז השוק לא

הילה פרלמוטר

בהיבט של דירוג המנפיק, לדעתי יעניין את המוסדיים לדעת את ההשפעה של הנפקה כזאת על דירוג המנפיק מאחר ויחסי המינוף, ויחסי הכיסוי יכולים להיות מושפעים מהמכשיר.

אורן פרנקל

אני שאלתי על חברה שהיא 100% הון עצמי, על עצם הדירוג.

הילה פרלמוטר

ככל שהמשקיעים ידרשו דירוג למכשיר, דירוג סדרה, אנו S&P מע' לות נוכל לדרג זאת, בין אם זה הון, חוב או שילוב ביניהם.

שלומי שוב

קחי את המקרה הכי טריוויאלי - צמית ואין מחויבות לתשלום שנתי. זה הון - איך זה יכול להיות התחייבות?

רונית הראל

השאלה הראשונית היא איך מתייחסים למכשיר של מניית בכורה מבחינת המחויבות לתשלום הדיבידנד, האם מדובר במכשיר שנותן לחברה גמישות מרבית לניהול תזרים המזומנים שלה ולכן בשנה מסוימת כשתרצה להראות תזרים גבוה החברה תעדיף לדחות את תשלום הדיבידנד ותוכל לבצע זאת בקלות, גם אם אין הכרח קיצוני לעשות כן מבחינת המצב הפיננסי של החברה. או שתשלום הדיבידנד למנית בכורה הוא סוג של התחייבות, שמאפשרת לחברה אמנם לא להגיע לדיפולט משפטי בשנים קשות, אך המחויבות לתשלום היא חזקה ביותר. ההתייחסות של הגוף המנפיק למכשיר תהיה קריטית כמובן מבחינת המשקיעים והדרוגנותן למשקיע קו מפורט לענין זה.

יבגני אוסטרובסקי

יש הרבה מאפיינים שיכולים להקנות גמישות לתאגיד המנפיק (שי-

בדיוק עושה את העבודה. די לבחון את מרווחי הסיכון בשוק אגרות החוב הקונצרניות על מנת להבין כי מנגנוני השוק אינם עושים את העבודה. העובדה שאפשרו הנפקת מניות בכורה לחברות בעלות שווי שוק העולה על 500 מיליון \$ סוללת את הדרך לחברות זרות אשר עומדות בקריטריונים אשר נקבעו להנפיק בישראל מניות בכורה. כך במקביל לפריחת אגרות החוב של נדל"ן אמריקני בבורסת תל אביב אשר מזמן אתגרים גדולים למשקיעים המקומיים, עשויה לפרוח לנו נישת השקעות חדשה של חברות שנותלות כסף מן הציבור הישראלי. ההכרות שלנו עם חברות אלו בהגדרה מוגבלת ורמת המחויבות של האורגנים בחברות אלו להמשיך ולחלק דיבידנד נד למשקיע הישראלי תחת תרחישים עסקיים שונים מוטלת בספק. מנוף השיימניג ווועדות החקירה אינו מתקיים במקרה של חברות זרות המגייסות בתל אביב וזהו פעמים רבות אחד המנופים המרכזיים על מנת לשפר את מצבם של המשקיעים. הניסיון הקצר שלנו עם חברות נדל"ן אמריקני המגייסות בתל אביב כבר לימד אותנו כי המגייסות אינן מהססות לנתב את כספי הגיוס לייעודים שונים כמו ייזום ומתן הלוואות ליזמים אחרים. אני סבור כי אל לנו לסמוך על כוחות השוק שיעשו את העבודה. להבנתי הקונים המרכזיים של מניות הבכורה יהיו שחקני החיסכון קצר הטווח ובראשם תעשיית קרנות הנאמנות ולא החיסכון ארוך הטווח. קרנות נאמנות המשיקיעות בחוב קונצרני גייסו 15 מיליארד \$ מתחילת שנה והם החוליה המרכזית העומדת מאחורי האוויר הם בתמחור שוק החוב הקונצרני המקומי. תעשיית קרנות הנאמנות, מנהלי יתקי השקעות והציבור הרחב חסרים את הנגישות למודלים תמחור מתוחכמים הפרייסינג ולפיכך חושפים אותם להשקעות בקופסאות שחורות ורכישת מכשירים פיננסים יקרים ממקצוענים. סביר להניח כי בחסכון טווח קצר יתמחרו מניות בכורה באמצעות כללי אצבע הנשענים על מרווח יחסי. ברגע שהרגולטור מאשר לחברות SME 60 להנפיק מניות בכורה הוא חושף את המשקיעים להשקעה בחברות ללא מסורת ארוכת טווח של חלוקת רווחים בו בזמן שמדובר במכשירים ארוכי טווח המגבירים את סיכון המח"מ של מכשירים אלו לרמות קיצוניות בתרחיש של ביטול או הרעה במדיניות הדיבידנד.

אמיר נגע קודם לכן בקרנות הפנסיה והעריך כי הם עשויות להיות דומיננטיות בצד הביקוש למכשירים אלו בשל מח"מ ההתחייבויות של קרנות הפנסיה וההתאמה של מניות הבכורה למשקיעים מוסדיים אלו בשל המח"מ הארוך המובנה שלהם. אני מטיל בכך ספק רב שכן לא ברור באיזה אופן החיסכון טווח ארוך יסווג את השקעה במכשיר זה. האם יסווג זאת כמניה? האם יסווג זאת כחוב? האם יסווג את מניות הבכורה חלק כחוב וחלק כמניה? מדובר בסיווגים בעלי השפעה על מדיניות ההשקעה בתיקים ורמות הסיכון בתיקי ההשקעות ובמקביל לסיווגים אלו דרישות תפעוליות לא מבוטלות. דווקא בגלל שקרנות הפנסיה משקיעות לטווחים ארוכים הערכה שלי כי שילוב של אקוויטי וחוב של חברה ספציפית עשוי לתת לקרנות הפנסיה מוצר השקעות עדיף במונחי סיכוי-סיכון.

נקודה נוספת אשר עולה בדיון היא שיעור החדירה של מניות בכורה בארה"ב ואירופה ונוצרת תמונה לפיה מדובר במגה שוק. סופרים פה סדרות שונות של מניות בכורה ואולם על פי המצגות שאני ראיתי היקף שוק מניות הבכורה בארה"ב הוא כ-150-200 מיליארד דולר. גודלו של שוק המניות האמריקאי אם אני זוכר נכון זה בערך 1.3 פעמים התוצר האמריקאי העומד על כ-19 טריליון דולר ולפיכך חשוב לציין כי מניות הבכורה בארה"ב הן מוצר שולי בשוק המניות ולא כפי שמשקק מן המצגות. כשבוחנים את ההרכב הסקטוריאלי של מדד מניות הבכורה ה-S&P preferred בארה"ב למדים כי 70% מן החברות במדד הן חברות פיננסיות ענקיות בעלות מסורת חלוקה ארוכת שנים הזוכים מתוקף היותם מוסדות פיננסים לפיקוח רגולטורי הדוק, זאת אינה המציאות בשוק מניות הבכורה העתיד להתפתח בתל אביב בו בנקים אינם צפויים לגייס הון באמצעות הנפקת מניות בכורה ולפיכך ההרכב הסקטוריאלי המקומי יהיה שונה באופן דרמטי מן המקבילה הגלובלית. אנחנו מזמינים על עצמנו צרה גדולה מאוד שאנחנו מאפשרים הנפקת מניות בכורה למגוון רחב מדי של חברות כבר בנקודת השקת המכשיר המורכב. אני סבור כי היה נכון להתחיל יותר בקטן עם חברות 35 ובמקביל לחייב את המנפיקים במבנה אחיד ככל שניתן של מניות בכורה. הרצון הטוב לשכלל ולגוון את היצע המכשירים הפיננסים בשוק המקומי עשוי לזמן לנו שורה ארוכה של קשיים, כשלים ונזקים למשקיעים במשבר הפיננסי הראשון שגיע אחרי תשע שנים של שוק שורי בו התיאבון לסיכון בשיא.

נבו ברנר

משהו חסר לי בדיון כאן כי מניות בכורה קיימות היום. הן רק לא קיימות בשוק הציבורי והשאלה היא האם, בראיית כלל המשתתפים, הן מתאימות לשם. האם מישהו יודע מה היה הרציונל שעמד בפני המחוקק בשנות ה-90 לא לאפשר לחברה ציבורית להנפיק מניות בכורה? בשנות ה-90 קבעו את הרציונל של one share, one vote, coupon, one vote, והיתה סיבה, אולי לא ראו בעין יפה מצב שאפשר להנפיק ועדיין לבצר שליטה? יכול להיות יכול להיות שנהיה שם בכלי הזה שימוש לרעה? והשאלה לאחר מכן צריכה להיות אם משהו השתנה מאז שדורש כעת החלטה אחרת. מהדיון עולה שחברות מבוססות עם דירוג גבוה שמחלקות דיבידנד כמדיניות כנראה לא יעשו שימוש במניות בכורה, מעניין יהיה לראות איזה חברות כן ינפיקו מניות בכורה ולאיזה שימושים.

חנית הראל

בעולם דווקא חברות כאלה מנפיקות מניות בכורה.

נבו ברנר

אותי מאוד מעניין מה היה הרציונל אז? איך ראו את העניין הזה של הנפקת הון לציבור כאשר אתה מבצר את השליטה שלך.

"כניסת מניות הבכורה לשוק ההון
הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות"

מין נורית אזהרה קטנה לפני צופר האזעקה הגדול. עכשיו מבחינת דיני תאגידים, הנקודה שאתה הזכרת ואני לא מכיר את הצד החי שבונאי אם אני מבין נכון כל הדיבידנדים הנצברים נכנסים לאותה קרן ללא הפרדה.

שלומי שוב

לפי ה-IFRS אין חובה כזו, אפילו לא לקרן. נשארים בעודפים. אבל יבגני אמר שישקלו להכניס זאת דרך הדוח על השינויים בהון.

עמיר ליכט

קרן עודפים. כן כן עודפים. אם זה אכן כך זו צרה צרורה כי יש לנו היסטוריה של כל מיני תעלולים על העניין של מהו רווח הראוי לחי לוקה ואיך אפשר להשתמש בו והמשפטים מגלגלים את הכדור הזה לחשבונאים אז אני אומר את הדבר הבא צריך להיות כלל בין אם החשבונאות עם מסגרת מושגית ובין אם נ"ע ספציפית לתנאיה צריכה להיות הפרדה שאומרת זה אומנם יושב "בתוך החבית".

כדי שזה יהיה צריך שיהיה אחד משני דברים, או שהרשות תדרוש את זה וזה מה שצריך להיות כדי שתהיה את ההפרדה או שתהיה קטסטרופה ואז ביהמ"ש יגיד שבדיעבד היה צריך כי זה פרט מהותי והיה צריך לעשות את ההבחנה הזו, מה שמתבקש. אז זו נקודה אחת. המשפטים יטפלו בזה כשיקרה "ברוך". עדיף שהחשבונאים יגדירו את זה תחילה מראש. נקודה שנייה לגבי הזכויות המשפטיות, אין ניסיון טוב בארץ לגבי המעמד המשפטי של בעלי מב"כ בפרט כאשר הן לא מצביעות, לביהמ"ש הכלכלי יש נטייה לעיתים מופרזת להסתכל על מה שקורה בדלאור. המצב בדלאור הוא שעקרונית לבעלי מב"כ אין מעמד בקשר לזכויות ההון שלהן. הם לא נחשבים כמי שנהנים מחובות אמון של נושאי המשרה והחברה לא מתנהלת לטובתם. הם כמו אג"ח, זה מה שביהמ"ש שם אומר. הם כן נהנים מזכויות ומעמד של בע"מ לגבי הזכויות שהן זהות לזכויות בעלי המניות כלומר זכויות הצבעה שהן לא קיימות בארץ. אבל, הבטחתי לערפל, הגישה של ביהמ"ש בארץ בתחום המסוים הזה היא ממש לא מסתדרת עם החלוקה היחסית פשוטה האמריקאית.

שלומי שוב

תגיד נבו העניין הזה מבחינתך, כחברה ממשלתית, זה יכול להיות רלוונטי?

נבו ברנר

לחברה ממשלתית, בוודאי בבעלות מלאה - לא, יכול לשמש חברות שמוחזקות על ידי ממשלתיות.

חני שטרית בך

איזה חברות ממשלתיות יש להן מניות? חברות ממשלתיות הן חב"רות אג"ח. מב"כ אפשר להנפיק שנה אחרי שהונפקו מניות רגילות. לפי סעיף 46 בחקיקה לא יכולה חברת אג"ח להנפיק, בחקיקה כתוב בסעיף 46 שמב"כ אפשר להנפיק שנה מהמועד שבו הונפקו המניות הרגילות.

שלומי שוב

עמיר, אתה יכול לעשות לנו סדר בצד המשפטי?

עמיר ליכט

אני אנסה לעשות יותר בלגן דווקא, מה שעולה כאן בדיון זה הרגישות המאוד גבוהה לנושא של התמחור והצד המשפטי כנראה למיטב הבנתי רק הולך לערפל את העניינים ולסבך את התמחור. התמחור מושפע מאוד מהזכויות המשפטיות. אנחנו הולכים לעשות את התרגיל מספר 1 וזה לכדרר אליכם את העניין. אם אני מבין נכון מבחינת כללי החשבונאות הדיבידנד הנצבר שלא חולק. משפט אחד קודם, עוד לפני דיני תאגידים יש את העניין של הממשל התאגידי, מב"כ זה כלי לא רע בכלל לממשל תאגידי בדיוק מהסיבה שצוינה כאן, זה כמו הציפורי כנריות שלוקחים למכרה והן הראשונות שמתות, לפני שקורה אסון גדול. אז לפני שקורה ארוע טראומתי של עצירת ריבית אם החברה עוצרת דיב' על מב"כ, זה פשוט פחות טראומתי. ולכן, מבחינת ממשל תאגידי יש לחברה אינטרס להשתמש במכשיר הזה בתור סוג של סיגנל שאומר לכל השוק שהנה אני מכניס כאן איזה

היה לנו כנס לפני שנה על אפרוחי הצפון, זה מרק אחד גדול ויש סי' כיו שכשיקרה "ברוך" ביהמ"ש יגיד ההנהלה הייתה צריכה להסתכל על כולם ולהתחשב בכולם גם בבעלי המניות הרגילות וגם בבעלי המב"כ וגם בנושים. זה מוסיף ערפול, זה מקשה על התמחור זה מסבך את הזכויות המשפטיות אבל זה המצב המשפטי.

דני ויטאן

כללי החלוקה ברורים יותר לגבי מכשירים הוניים פחות ברורים לגבי מכשירים התחייבויות כמו שאתה ציינת מה קורה אם זה מסווג כהתחייבות. אני מסכים שצריך להיות איזשהו כלל או עיקרון שהוא מנותק מהחשבוונאות כי החשבוונאות משתנה וצריך וודאות. הנושא החשבוני הוא ברור כביכול אולי יותר ברור מכל התחומים האחרים כי המכשירים האלה הם מאוד נפוצים בחו"ל ויש פרקטיקה לגבי הטיפול החשבוני במכשירים כאלו, הכלל הוא מאוד ברור אם יש התחייבות חוזית זאת התחייבות כל מה שהוא לא התחייבות חוזית של החברה לא משנה מה ההסתברות כמו שיבגני ציין מהווה מכשיר הוני, הדוגמה הקלסית של אותו מכשיר שברור שיעשו הכל בשביל לפרוע אותו ואת הריביות במסגרת המכשיר, מה שנקרא מכשירים שכוללים economic compulsion הם הון עצמי מה טעם הפשוט שאין התחייבות חוזית לשלם את הסכומים במסגרת המכשיר. גם פה, צריך לקחת בחשבון שלא בטוח שהמצב הזה יישאר לעד כי אחרי ארבעת הפרויקטים הגדולים של ה - IAS B שהוא סיים עם IFRS 17 שהיה האחרון, זה הפרויקט הבא שהם מטפלים בו. זה לא יקרה מחר.

אגב, אחת ההצעות שהיתה במסגרת הפרויקט הזה היתה שבהן יכללו רק מניות רגילות ומה שהוא לא מניות רגילות לא יכלל במסגרת בהן. זה לא הכיוון שכרגע מתקדמים איתו אלא מתקדמים לכיוון אחר אבל אחת הבעיות שעלתה במסגרת הדיונים היתה המכשיר שיבגני ציין שברור לכולם שהוא יפרע, לדוגמה: יש באירופה מכשירים שבהם המדרגה קופצת כל שנה זאת אומרת שאם חברה לא משלמת דיבידנד קונסים אותה בריבית, מכפילים לה או מעלים באי חוזים מסוימים את תשלומי הריבית ויש ביקורת גדולה לגבי הסיווג של אותם מכשירים בתוך ההון, ולא ברור אם מכשירים כאלה ימשיכו לשבת בהון אחרי שהפרויקט הזה יגמר. מילה אחרונה, גם מהצד של האוצר ובנק ישראל שהמכשירים האלה נפוצים בעיקר בחו"ל במוסדות פיננסיים לצורכי הלימות הון, זה נושא שצריך לחשוב עליו בארץ כי זה כלי שיכול מאוד רלוונטי לצורך גיוס הון במוסדות פיננסיים. ברמה המהותית זה נכון שזה יכלל במסגרת הלימות הון כי זה באמת רלוונטי לעניין יציבות של חברות ביטוח ובנקים.

שלומי שוב

אני רוצה ברשותכם להעלות לשולחן כעת את נושא המס, הייתי שמח לשמוע מאנשי רשות המיסים קודם אם אפשר מה איך הטי

פול פה מבחינת מס, האם אתם תתירו להכיר בהוצאות האלה או לא?

ברק מימון

כלל מה שאנחנו בוחנים זה אם יש את הזכות לפידיון, כל עוד למנפיק תהיה הזכות לתבוע את הפידיון ואם המניעים שלו אשר יהיו להעלות ערך המנייה או לא, אנחנו נראה את זה כהון זה הכלל. אחרת נראה זה כהתחייבות אבל גם בהתחייבות לא בהכרח נתיר את ההוצאות, צריך לבחון כל מקרה לגופו.

שלומי שוב

אם יש משהו בטוח ברשות המיסים, זה עקרון הסימטריה - זה תמיד עובד שם. אז רק היכולת הפידיון של הקרן? ואם יש לי חובת תשלום?

ברק מימון

אם יש חובת תשלום הדיבידנד הצבור יהיה הוצאה, כי זה מכשיר התחייבותי. גם החשבוונאות רואה את זה.

שלומי שוב

זאת אומרת, אז מה שאתה אומר מזכיר מאוד את חשבוונאות אם ככה.

ברק מימון

כן כן אנחנו עושים עקובה, כל עוד אין לנו סעיף ספציפי.

שלומי שוב

ומה אתה עושה עם מכשיר מורכב?

ברק מימון

אז אנחנו בדרך כלל, ככלל עוקבים אחרי החשבוונאות, רואים את ההפרדה.

שלומי שוב

אבל אם החשבוונאות אומרת לך שזה גם וגם?

ברק מימון

כן, עושים את ההפרדה.

גל עמית

אבל החלק ההתחייבותי, ההוצאה תהיה מוכרת??

"כניסת מניות הבכורה לשוק ההון
הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות"

ניר הלפרין

אני רק אומר שיש התנהלות מול רשות המיסים בעניין וכנראה שיהיו מספר סייגים למה שנאמר כאן. לדעתי הכלל יהיה שזה הוגן. ואיך אני מבסס את זה? ברמת המשקיע יש הוראה בפקודת מס הכנסה המסווגת מניות בכורה כמניות ולכן רואים את זה כהון ודיבידנד, ואני לא מדבר עכשיו על מניות בכורה עם "טיילור מייד" שתנפיק חברה זו או אחרת. ככלל רואים את זה כהון ודיבידנד, יחד עם זאת יש סעיף ספציפי בפקודת מס הכנסה, סעיף 3(ג), שמתייחס למניות ניתנות לפידיון. שם נקבע כי חישוב המס אצל המשקיע הוא מעין הוגן. היינו, מאוד דומה להוגן, אותם שיעורי מס, אותם חישובים, אותה אינפלציה, יחד עם זאת, הסעיף נמצא בחלק הפירוטי של הפקודה. מה זה אומר? מה זה מלמד אותנו? שהכלל הוא הוגן, כי הוא נמצא גם בהגדרת נייר ערך וכיו"ב והסייג שהוא 'ניתן לפידיון', כנראה שיש פה משהו מעין הוגן או מעין התחייבות. זה לא בכדי נמצא בחלק הפירוטי, לכן החישוב בפדיון אצל המשקיע יהיה מעין הוגן, אבל למה זה נמצא בחלק הפירוטי? כנראה הבינו שיש פה מרכיב התחייבות. אגב, אם דיברנו על הסימטריה, הרי ברמת המדי שוקי, גם הבורסה רואה את זה כמניות. חיזוק נוסף נמצא בחוק החברות לגבי מה שחני אמרה לגבי מבחני החלוקה, זה רק יחזק את העובדה שמדובר בהון ודיבידנד. השאלה הגדולה תהיה ברמת המנפיק, הלוואי שמה שברק אמר יקרה, אבל אני לא יודע אם זה אכן יקרה. אני תמיד דוגל בכלל של המהות גוברת על הצורה ודווקא הפעם, החשבונאות בניגוד לפעמים אחרות, הלכה למהות גוברת על הצורה. זו החלטה שרשות המיסים תצטרך לקבל, אם רשות המיסים תקבל כמו שברק עכשיו אמר, ואני מסופק שזה מה שיקרה בסוף, הרי זה לא קרה לא באג"ח להמרה ולא במקרים אחרים, אבל אולי זה יקרה פה ויעשו עקיבה מלאה, יבורך. והחברות יקבלו כהוצאה מי שזה אצלו אכן התחייבות.

לפי דעתי המסלול יהיה הוגן ודיבידנד גם ברמת המשקיע וגם ברמת המנפיק. עם זאת, כאשר זה יהיה ניתן לפידיון ואני לא נכנס לכל הפיצ'רים האחרים, כאשר זה יהיה ניתן לפידיון מצד המשקיע ככל הנראה זה בהתחייבות או לפחות יוגדר כריבית או הכנסה אחרת או

ברק מימון

תלוי במכשיר, אם זה מכשיר שהוצאות הן אינטגרליות ל-2(1) אז כבר יצאו החלטות לגבי אג"ח צמודות. אבל כעיקרון אנחנו מחכים למימוש, הכל תלוי במהות של המכשיר.

שלומי שוב

אני קודם כל שמח לשמוע את מה שאתה אומר כי אני חושב שזה גם מפשט, אפרופו מה שאמיר אמר מקודם, יש פה תחום של חשבו"נאות שהוא משמעותי והוא בינ"ל והוא מקבל החלטות שהן כלכליות - עסקיות הכי נכונות כיום, אבל לפי מה שאתה אומר אז אין התלבטות, הכל ברור? אתה הולך עם העקיבה?

ברק מימון

כל עניין לגופו אבל העיקרון שלי הוא עקיבה. אבל פה יכול להיווצר מצב שיהיה מכשיר התחייבותי אבל יהיה כפוף למבחני חלוקה לפי חוק חברות, זה משהו שנצטרך לבחון.

אמיר ברנע

האם בארה"ב שם מכשיר מניות הבכורה הוא יותר שכיח, תשלום דיבידנד מהווה הוצאה מוכרת?

ברק מימון

אני לא יודע לענות על זה.

ניר הלפרין

אני אצנן קצת את הדברים של ברק. א- יש שיח בנושא ברשות המיסים ועדיין לא יצאה עמדה רשמית של רשות המיסים. אם ברק אומר שזו העמדה הרשמית של רשות המיסים, יבורכו.

ברק מימון

זה מה שעולה מהתיקים בשטח.

משהו כזה וזה יהיה החריג. לגבי החריג יצטרכו לפנות לקבלת החלטות מיסוי של רשות המיסים, ולכן רשות המיסים עם הזמן בהחלטות המיסוי שלה תגדיר איפה החריג, כמה היא תפתח את החריג הזה. הכלל יהיה הון והחריג התחייבויות דרך החלטות מיסוי. אחת מהן תהיה למניות בכורה ניתנות לפידיון ע"י המשקיע, שם זו תהיה התחייבות והשאלה כמה ירחיבו את החריג.

אורן פרנקל

כשחברה מנפיקה אג"ח צריך לנכות מס במקור. לפעמים מנפיקה בפרמיה ולפעמים בניכיון. רשות המיסים אומרת שמנפיקים אג"ח בניכיון קח את זה בחשבון בניכיון הריבית. כלומר תשואת הריבית של המשקיע גבוהה יותר בגלל הניכיון. כשלאותה חברה מנפיקה בפרמיה וצריך לחשב את הניכיון המשוקלל מחדש וקובעים זה אפס תישאר רק עם הניכיון ומגיעים לניכוי לא אמת כלפי המשקיע. למה? כי רשות המיסים רוצה כמה שיותר מס, לא מס אמת אלא כמה שיותר מס. וההתנהגות הזו מלמדת שהכלל יהיה הון וגם החריג.

שלומי שוב

דווקא הם באו עם גישה מרעננת ואתה מצנן אותם.

ניר הלפרין

אני חייב לגונן על רשות המיסים, אני ממש לא חושב שהמצב ככה. אני מאוד מקווה שלא ילכו לפי החור שבגרוש. הרי יהיו מקרים שדייב יבדנך עדיף למשקיעים לדוגמה בחברה המחזיקה דיבידנד בינדיברתי פטור, מצד שני, ריבית על אג"ח פטורה אצל תושב חוץ. אני מאוד מקווה שרשות המיסים לא תלך לדרך הפתלתלה והחלקלקה של מה עדיף לי ואיפה אני רואה יותר מס. אני בטוח שהם לא יעשו את זה, אני קורא להם מפה שלא יעשו את זה. שילכו באמת ע"פ המהות, ועוד פעם אני חושב שזה יהיה הון ויהיה חריג קטן.

גל עמית

ברגע שאמרת שזה כפוף לחוק החברות אז גמרת, אין חריג. אם זה כפוף לכללי חלוקה אז אין חריג הוא "מת"...

שלומי שוב

אבל אם הוא הולך לעקיבה אז הוא לא יכול גם לעקוב אחרי המשפט, הוא צריך לבחור..

ברק מימון

אנחנו בוחנים כל מקרה לגופו.

אודי גרינברג

אני אדבר דווקא על הצד של המשקיע ופה כן עולה הסוגיה איך אני מסתכל על המכשירים מהצד של המשקיעים בייחוד לאור IFRS 9 האם זו השקעה במכשיר הוני או התחייבותי כי יש לזה הרבה מאוד משמעותיות. בשלב הבא, על רוב המוסדיים חל ה- IFRS, ועוד פעם רשות המיסים פחות רואה את זה אבל פה באו ואמרו שאם זה עומד בהגדרה של מכשיר הוני, בהגדרה של הון, לא בהכרח מסווג כמכשיר הוני ופה יש הבחנה קלה אבל זה עומד בהגדרה של הון לפי יאס 32 אז גם בצד של המשקיע יראו את זה כהשקעה במכשיר הוני מה שזה אומר אוטומטית מדידה לפי השווי ההוגן. אתה יכול לבחור אם דרך רווח כולל אחר אבל שווי הוגן. אם זה לא עומד בהגדרה של הון אז אתה הולך לבחינה של התחייבות מה שיכול להביא אותך ברוב הפעמים במכשירים שיש להם כל מיני פיצ'רים גם לשווי הוגן ואז אין לך בכלל את האפשרות לבחור לשים את השינויים ב- OCI. ואז בהתאם יש לטפל כהכנסות מדידינד או כהכנסות ריבית בהתאם לסיווג כ השקעה במכשיר הוני או בהתחייבותי.

הסיבה שאני בא ואומר שתשימו לב לקטע שזה הגדרה של הון ולא סיווג כמכשיר הוני למטה כי כל אותם מכשירים שמסווגים כהון בהתאם לסעיפים 16 a עד 16 d בIAS 32, כל אותם מכשירים שהוגדרו כהוניים מכל מיני סיבות פוליטיות ואח"כ היו ישויות שמנפיקות את המכשירים האלה למעשה לא יחשבו כהשקעה במכשיר הוני למרות שמסווג למטה כהון. וזה משהו שכדאי לשים לב אליו בייחוד אם יש הגבלות על צד המשקיע.

ליאת גרבר

אני רוצה להגיד שאני מסכימה עם ניר שהכיוון ברשות המיסים יהיה ככל הנראה לסווג את המכשיר בכיוון ההוני, כלומר כמניה ודיבידנד וזה גם הכיוון של הבורסה בעצם. אבל אני חושבת שבמקרים בהם מבחינת החשבונאות המכשיר יהיה התחייבותי (למשל במקרה שיש זכות פידיון למשקיע שאז החשבונאות מסווגת אותו באופן ברור כהתחייבות), בהחלט יהיה צורך לבחון את עמדת רשות המיסים והאם אין צורך בחקיקה ספציפית, כיוון שהעיקרון הוא שאם אין כלל אחר במיסים אז החשבונאות גוברת, ואז יש לסווג את המכשיר הזה בעצם כאג"ח המשלם ריבית.

שלומי שוב

אז ההוצאה תוכר.

ליאת גרבר

כן זה מה שאמור להיות. וגם מבחינת סעיף 312 לחוק החברות, במקרים שבהם המכשיר הוא התחייבותי מובהק אני חושבת שצריך לשקול את הנושא של חלוקה מעודפים.

שלומי שוב

"כניסת מניות הבכורה לשוק ההון
הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות"

שרית מולכו

גם מב"כ ברות פידיון, מסתכלים על חוק החברות, לא עשינו שום דבר גדול, חוק החברות קובע היום שמניות בכורה ברות פידיון בפ"י רוק שבוא נשים את זה בצד, חלות על זה מבחני חלוקה, כשאני באה לפדות מנייה ברת פידיון שהיום קיימת בחוק החברות, נכון אי אפשר לרשום אבל זה מכשיר שקיים הוא אגב מכשיר ידוע לפ"י חות במיסוי בינלאומי אז כשאני באה לפדות את אותה קרן אז החוק אומר את זה בסעיף 302 או 300 ש..

ליאור צוברי

זה מה שאמרנו מקודם. סעיף 312 קובע שמניית בת פדיון לא תחשב כחלק מההון העצמי של החברה יהיה כנייה אשר יהיה. השאלה עכשיו האם אתה מחיל על זה את מבחני החלוקה. באנו ואמרנו ברור שאתה מחלק דיבידנדים ושיש זכות המרה אתה צריך לעמוד במבחני חלוקה, אין שאלה שמדובר במכשיר שמסווג כהוני. מה קורה כשהמכשיר התחייבותי, זו כבר שאלה אחרת.

שלומי שוב

אבל זו השאלה שאנחנו שואלים, תעשה לי טובה כי אמרו פה משהו אחר. עברנו כברת דרך בדיון, קחו את המקרה הקלסי שהכל זה התחייבות, קוראים לה מב"כ אבל היא התחייבות קלסית, יש זכות פדיון בידי המחזיק או לחילופין יש חובת תשלום. האם מה שאמרנו פה במבחני החלוקה, כן או לא.

עמיר ליכט

מה השאלה בכלל?? אין שאלה.

ליאור צוברי

יש שאלה. מצד אחד זה חלוקת דיבידנד.

אמיר ברנע

אין צורך אם זה התחייבותי

ליאת גרבר

לפי הבורסה יש הנחיה שחייבים לעמוד במבחני החלוקה.

שלומי שוב

אז ההנחיה הזו חני, לא כדאי קצת להתאים אותה לאור הדיון? כי אם זאת התחייבות קלאסית, עמיר, למה זה צריך לעמוד בכללים האלה?

עמיר ליכט

כי זו מנייה שמחלקת דיבידנדים.

שלומי שוב

בגלל שקוראים לה כך? בגלל השם?

חני שטרית בך

זה לא אג"ח זה מנייה

עמיר ליכט

זה מנייה שמחלקת דיבידנדים, היא מחויבת לפי רצון המנפיק.

חני שטרית בך

אנחנו יוצרים מכשיר הוני מבחינה משפטית זה לא שאני קמה בבוקר והדירקטוריון מקצה אג"ח, זה לא הקצאת אג"ח.

שלומי שוב

בגלל שהכותרת היא מניות בכורה, אם אני אקרא לו בשם אחר זה יהיה בסדר. כי הייתי יכול לבנות אג"ח בדיוק כזה...

עמיר ליכט

כן.

עמיר מה ששלומי אומר הוא שאם תנאי מניות הבכורה יהיו אק' וויולנטיים לאג'ח היברידית שלגביה אין וויכוח שהריבית אינה עומ' דת במבחני החלוקה, יחול אותו כלל על מניות בכורה צוברת.

עמיר ליכט

נכון, אבל יש את העניין של נסיבות המקרה. אני רוצה להחזיר אתכם 100 שנה אחורה, מה שקרה בחוק החברות זה מעין ניסיון פטרנלי' סטי להקטין את מרחב התמרון של המתאגדים ועשו בעצם רגרסיה מהמצב המשפטי שחל אצלנו תחת הפקודה לפי הדין האנגלי הישן. בדין האנגלי הישן היה מצב זהה גם לגבי ההון וגם לגבי הדיבידנ' דים מבחינה הזו שהפקודה איפשרה לרשום ניירות ערך בנות פדיון אבל לציין אותם בסעיף נפרד כלומר במדיניות של גילוי. החוק הלך בגישה פטרנליסטית שאומרת אם זה בר פדיון אני בכלל לא רוצה לאפשר להציג את זה כהון. בסדר, זו ההחלטה שהתקבלה אבל נשארנו עם אותה בעיה לגבי הדיבידנדים הנצברים ששם אין את ההפרדה אבל היא מתבקשת כי הדיב' הנצבר על הבכורה הוא לא כמו הקרן הנצברת לחלוקה על המניות הרגילות ושם אין כרגע דרי' שת גילוי וצריכה להיות דרישת גילוי. הנקודה בסופו של דבר, הנ' קודה המהותית היא שאתה קורא לאיזשהו נכס בשם מסוים אתה מביא עולם שלם של מושגים שקשורים אליו. ברגע שהחוק אומר שזו מניה והיא מחלקת דיבידנדים אתה מביא את כל המשמעויות ואח'כ אתה צריך לגרוע מגרעות ולהוסיף פיצ'רים. הפוך, זה מה שאמיר אומר, אתה קורא לנכס אגרת חוב צמיתה אז אתה מביא עולם שלם של מושגים וגם אז כשיש מקרים, וקרה, המקרה הזה קרה גם בישראל כשבאה החברה ואמרה "צמיתה צמיתה" אנחנו רוצים לפדות אותם ולהיפטר מאבן הריחיים הזו, אומר בית המשפט "זה נכון במקרה הזה אני מאשר לפדות" כך שתמיד יהיו חריגים אבל הליבה היא שזה מכשיר מנייתי ולכן כל העולם המנייתי חל.

שלומי שוב

זה מזכיר לי כמה שנים לקח לי להסביר לכם את הנושא של רווחים רעיוניים ויתרת עודפים.

איתי גוטליב

עוד משהו שקשור לתמחור ובעקפיין גם לחשבונאות זה בעצם הוטר פלו, מה קורה בפירוק? איזה עדיפות יש למב'כ לקבל את זה פי שתיים או פי שלוש מהמניות הרגילות אם בכלל יש כזה סעיף. אבל הדבר היותר מעניין שיכול להיות זה מה שנקרא סעיף שקיים בארה"ב, מה קורה שיש אקזיט אם בעלי מניות רגילות מוכרים את החברה או מוכרים שליטה, הרבה פעמים לבעלי המב'כ מגיע כסף חברה צריכה לשלם להם כסף. גם בציבוריות זה קיים, לא בישר ראליות אבל באמריקאיות זה קיים. ואז עולה השאלה האם זו הת' חייבות או לא התחייבות ושוב משיקולים של בע'מ רגיל אם באקזיט הוא צריך להפריש חלק לבעלי מניות הבכורה זה שיקול מבחינתו.

שרית מולכו

באקזיט מסוג מיזוג אז לבעלי המב'כ יש זכות הצבעה למרות שאין להם זכות הצבעה אבל באקזיט מסוג מיזוג יש זכות הצבעה.

אמיר ברנע

אני כולי סקרן לראות את התשקיף הראשון של מניות בכורה שיצא ויבהיר את כל הנקודות האלה. א' מהאספקט של הגילוי, נושא המס לא יכול לא להיפתר אבל גם אספקט הגילוי בדוחות, מה בדיוק הסטטוס של דיבידנד למניות בכורה מאספקט בחינת יכולת הפירעון. ההבנה הזו בעקבות פס"ד מלרג מדצמבר שבעצם מטיל אחריות על דירקטורים לגבי נושא דיבידנד האם הוא חל אוטומטית על מב'כ? אומרים לי כן, כלומר אותם כללים חלים. אומרים לי שלא ייתכן שחברה שקיים בה חשש סביר לחדלות פירעון תשלם דיבידנד למניות בכורה.

עמיר ליכט

אם מוציאים מזומנים מהקופה והחברה מתמוטטת אז כדאי שהדירקטוריון יחשוב על זה קודם.

אמיר ברנע

אז אני חשבתי לתומי, ברגע שאותם כללי חדלות פירעון חלות על מב'כ אז אין בכלל וויכוח אם זה מכשיר הוני. אין בכלל וויכוח גם מאספקט המס וגם היבט אחר. זה בעצם הופך את זה למכשיר הוני. אם תחשבו על אג'ח היברידית לגביה אין בעיה כזו. כלומר ישנו פה מיון במרחב התחייבותי או הוני למכשירים שהם מאוד קרובים. כנראה שבאיזשהו מקום קיים קו ואני חשבתי שהקו הוא נקבע ע"י נושא הבחינה הזו של יכולת הפירעון, הסעיף הזה שאת הזכרת בנושא של הדיבידנד. על כל פנים יצאתי קצת מבולבל. לכאורה עומדים להוציא מכשיר חדש, היו כבר 3 ימי עיון, חברות מכינות תשקיפים והנה קיימות כל כך הרבה שאלות לא פתורות כולל שאלות חשבונאיות... הרי לא ייתכן שהחשבונאות לא תיתן ביטוי בספרים לריבית מצטברת שלא שולמה על מב'כ. לא יעלה על הדעת! יש בעיות חשבונאיות, בעיות מיסוייות בעיות משפטיות עמוקות ובעיות של גילוי לרשות ני"ע.

רונית כהן

משפט אחד מב'כ הוא מכשיר שמאוד מתאים למימון פרויקטים והוא מקובל בשוק הלא סחיר במימון פרויקטים. אני חושבת שיש אינטרס לכל מי שיושב מסביב לשולחן הזה שפרויקטים יוכלו להתממן גם בשוק הסחיר. כרגע המגבלה היא החובה שמניות החברה יסחרו וירשמו למסחר לפחות שנה.

"כניסת מניות הבכורה לשוק ההון
הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות"

אמיר ברנע

אני חשבתי שהמכשיר הזה מותאם להשקעות פנסיוניות או לקרנות פנסיה כשיש בו הגיון מח"מי שמתאים לקרנות פנסיה. לכן חשבתי שמפה יבוא הביקוש בשוק למכשיר למב"כ בעיקר בחברות עם היסטוריה של תשלום דיבידנד עם רקע אולי של נדל"ן מניב, עם תזרים הכנסות שפחות או יותר ניתן להגדרה. אני חושב על וועדות השקעה, האם זה נופל למחלק ההוני או להתחייבותי, בתוך וועדות ההשקעה איזה קריטריונים יופעלו לגבי מכשיר זה, האם נושא הדירוג הוא רלוונטי. האם זה הוני או מנייתי? האם נכלל במסגרת המגבלות המנייתיות שיש לאותם גופים ציבוריים שתשקיפית מגבילים את עצמם מבחינת אחוזי ההשקעה לזה או לזה. כל השאלות האלה קיימות, בטח תיפתרנה, אנחנו מחכים בציפייה לתשקיף הראשון של מניות בכורה.

שלומי שוב

אנחנו מסיימים, היה דיון מעניין הצפנו לא מעט שאלות ואני חושב שהגישה של רשות ניירות ערך שהוצגה כאן היום מאד נכונה - הן בהקשר של הכוונה לשקול בחיוב דרישה להציג בנפרד באמצעות הדוח על השינויים בהון את הדיבידנד ההוני הצביר והן בפתיחות לגבי נושא מבחני החלוקה לגבי הרכיב ההתחייבותי. כמו כן, אני בעד גישת העקיבה לצרכי מס - עולם העסקים נהיה מורכב מידי כדי למצוא פתרונות של שחור ולבן כמו שהיו בעבר, והחשבונאות בתחום המכשירים הפיננסיים מאד מפותחת וברורה. לא יכול להיות ששם של נייר ערך ישפיע בצורה כה קיצונית על אופן המיסוי שלו. בכל מקרה, בתחושות שלי מאיך שאני מכיר את המשפטנים, נראה לי שתהיה לנו איתם עוד חזית ארוכה. אנו מאחלים לכם פגרת קיץ נעימה.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

אימוץ IFRS - 17

השפעות והשלכות.

תאריך המפגש: 18 ביולי 2017

נושא המפגש: אימוץ IFRS - 17 השפעות והשלכות.

חומר רקע למפגש: משרדי איגוד חברות הביטוח.

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, ערן צ'רנינסקי (מנכ"ל מגדל אחזקות), עופר ברנדט (משנה למנכ"ל, אקטואר ראשי, כלל ביטוח), עודד שריג (הבינתחומי הרצליה), אודי סדן (אקזקיוטיב דירקטור, YE), אברהם פרוכטמן (שותף, GMPK), משה שחף (שותף, YE), דדי בן יחזקאל (YE), אריק פרץ (סמנכ"ל כספים, הראל חברה לביטוח), בני גבאי (CGB), זיו כהן (סמנכ"ל, מנהל תחום כספים וחשבות, מנורה ביטוח), דן בר און (משנה למנכ"ל, אקטואר ראשי, מנורה מבטחים), שלומי וינר (אונסון יועצים), אור חרוש (YE), אריה וירצבורגר (משנה למנכ"ל, אקטואר ראשי, הראל), יהודה גראוס (כלל ביטוח), שרון צדיק (המוסד הישראלי לתקינה), דן סגל (הבינתחומי הרצליה), דן וויס (אוניברסיטת תל אביב), דני ויטאן (שותף, GMPK), לילך סלמה (הפניקס), גיא טביביאן (שותף, Deloitte), טל כהן (סמנכ"ל בכיר, מנהל אגף חשבונאות ראשית, כלל חברה לביטוח), צור פינגשטיין (שותף, GMPK), מאיר סלייטר (מנהל מחלקת המחקר, בנק ירושלים ברוקראז'), רקפת שני (ברנע יעוץ כלכלי), יורם עדן (מכללת הדסה), דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה).

צוות מקצועי: יעל סלטון וענבל מועלם.

אימוץ IFRS-17
השפעות והשלכות

פה, מבחינה חשבונאית, היא לא כזו דרמטית אלא דווקא עושה שכל.

הנקודה המרכזית היא שינויים באומדנים. למעשה ה-CSM - היא כרית ספיגה שסופגת את השינויים באומדנים. הספיגה הזו גורמת לכך ששינויים באומדנים נזקפים קדימה. לצורך המחשה, לפני כמה שנים הייתה את הקפיצה של תוחלת החיים שבעקבותיה חברות הביטוח רשמו הפרשה מידית והפסד בדוח רווח והפסד. היום למעשה, לפי המודל החדש, כל עוד לא נגמרה כרית הספיגה היא למעשה תספוג שינויים מהסוג הזה. לעומת זאת, בתקן מדברים על כך ששינויים בריבית לא הולכים לכרית הספיגה אלא לרווח והפסד או ל-OCI. אגב, יש פה שאלת משנה האם ההבחנה הזו שהתקן עושה בין רווח והפסד ל-OCI בכלל רלוונטית שכן שוק ההון מסתכל היום על הרווח הכולל של חברות הביטוח.

נקודה נוספת בעניין הזה היא שבפוליסות משתתפות ברווחים שדמי הניהול למעשה משתנים, התקן קובע לגביהם מודל שמאפשר לזקוף גם את השינויים בצד ההכנסות לכרית הספיגה.

הנקודה המרכזית היא שכרית הספיגה יכולה למעשה להתאפס וברגע שהיא מגיעה מתחת לאפס היא למעשה נרשמת כהפסד בדוח רווח והפסד. זאת אומרת שאם בנקודת הפתיחה חברת הביטוח נכנסת לחוזה שהוא חוזה מפסיד, או חוזה מכביד לפי המונח ב-IAS 37, זה נזקף ישירות לרווח והפסד, בדומה כאמור לקבלן מבצע.

ממה שאנו רואים, ההשפעה הגדולה היא באמת על החוזים הארוכים, הבריאות וביטוח החיים. בחוזים הקצרים, בעיקר באלמנטים אנו רואים פחות שינוי. מעבר לזה, התקן מאפשר ליישם מודל פשוט כשתקופת הכיסוי היא קצרה, כאשר ממה שאני מבין מודל זה דומה במהות שלו למצב כיום.

כמו שאמרת בנושא הזה מזכיר לי את שיטת התקדמות העבודות של קבלן מבצע. למעשה לכל חוזה מוצאים את הרווח הצפוי שלו ופורסים אותו. כמובן שבמקרה של הביטוח רמת האומדנים היא הרבה יותר גדולה, בגלל זה גם נמצאים פה אקטוארים שתכף נשמע אותם. יש פה עוד מרכיב, אגב כמו בקבלן מבצע, שבו לא ניתן לקזז חוזה מפסיד מחוזה מרוויח. דבר שיכול להיות מאוד משמעותי

רו"ח שלומי שוב

בוקר טוב לכולם. אנחנו מתעסקים היום ב-SRFI-71 וכינסנו לצורך כך את המוחות הכי חזקים של החשבונאות בנושא הביטוח. למעשה המשימה שלנו למפגש היום היא לראות את ההשפעות של התקן החדש. להשפעות האלה וכן להיערכות ליישומן יש השלכות רבות מבחינת שוק ההון ובראיה רגולטורית - לרבות בהיבט של רשות המיסים.

החשבונאות של חברות הביטוח למעשה לא השתנתה עם הכניסה של ה-IFRS. IFRS 4 השאיר את הפרקטיקה שהייתה קיימת בעבר. נכנסו אמנם שינויים בכל יתר הנושאים שאינם הליבה אך הליבה של החשבונאות בחברות הביטוח נותרה בעינה. אותה ליבה, של רישום ההכנסות לפי מה שמגיע ומחצד השני רישום התחייבות אקטוארית בגין מה שהצטבר, לטעמי מיושנת. יש מקרים יחסית קיצוניים בהם קיימת הסתכלות קדימה, כמו ההפרשה של ה-LAT, נושא הריבית, התוחלת, הוצאות רכישה נדחות - DAC שבזדקים לו ברות השבה, אבל גם במקרים אלו מדובר בהסתכלות כוללת השונה מההסתכלות של התקן החדש שמדבר על ראייה של כל חוזה בודד.

המודל הכללי של התקן החדש משתמש במונח חדש - CSM שזו יתרת הרווח הנדחה. למעשה ביום הכניסה לחוזה אומדים את הערך הנוכחי של החוזה בניכוי מרכיב הסיכון שלו וזאת למעשה יתרת הרווח הנדחה שנפרסת את פני תקופת החוזה. היתרה הזו צוברת ריבית, מופשרת לדוח רווח והפסד, במקביל לרכיב הסיכון. בשורה התחתונה, כשמסתכלים על המודל הזה, מדובר על מודל שמתחיל מהסוף להתחלה. כלומר קובעים את הרווח הביטוחי על ידי הפשרת יתרת הרווח הנדחה ורכיב הסיכון, מוסיפים לו את העלויות וכך מגיעים להכנסות. למעשה מגיעים להכנסות מהסוף להתחלה. הנושא הזה מאוד מזכיר לי קבלן המבצע שגם שם האומדן הוא של עלויות ולא של הכנסות - ולמעשה ההכנסות של הקבלן מורכבת מהעלויות שנוצרות לו בתוספת מרכיב הרווח של הפרויקט שנפרס על פני ההתקדמות. זה נכון כל עוד החוזה הוא רווחי, כאשר הוא מפסיד גם אצל קבלן וגם בתקן החדש בנושא הביטוח יש להכיר מידית בהפסד. זאת אומרת שמבחינתי הקפיצה

מבחינת ההתנהלות של חברות הביטוח שכן אם היום הן הרגישו שאולי הן יכולות להרוויח מצד אחד ולהפסיד מצד שני זה כבר לא אפשרי. דבר ידוע הוא שהרווחיות בביטוח הקולקטיבי היא מזערית, לעומת הרווחיות בפרט.

בכל מקרה, התנאים של התקן לקיבוץ של חוזים הם מאוד נוקשים. ניתן לקבץ רק אם מדובר בחוזים שהם דומים ברווחיות שלהם. לא ניתן לקחת חוזה מפסיד ומרוויח ולקבץ, אגב בדומה לקבלן מבצע, שנכנס לפעמים גם לכל מיני חוזים מתוך ידיעה מראש שיפסיד בהם כדי לחדור לשוק מסוים וזה הוא יכיר בהפסד באופן מיידי.

יורם עדן

עדיין מותר לו לקזז אם הוא בונה 21 דירות באותו בניין ויש פנטהאוז אחד ודירה אחת שפונה לפחי הזבל.

שלומי שוב

נכון, אבל כי זה למעשה חוזה אחד.

דני ויטאן

לא בטוח שיש חוזה מכביד במקרה כזה, יכול להיות שפשוט האלוקציה של העלויות היא לא מתאימה.

שלומי שוב

אגב, ממה שאני זוכר דני, גם בקבלן מבצע יש מצבים בהם רואים שני חוזים כחוזה אחד. בכל מקרה, לא הגענו בשביל הנדל"ן אלא בשביל הביטוח.

אמיר ברנע

איך נקבע מקדם הסיכון?

שלומי שוב

החברים פה ירחיבו בנושא הזה. אני רוצה שבמסגרת הדיון, ננסה להתמקד גם בנושא הוראות המעבר שלו. כי בסופו של דבר אנחנו רוצים להבין מה קורה אם לוקחים את התקן כפי שהוא ומיישמים אותו. הוראות המעבר מדברות על יישום רטרוספקטיבי, שזה לא דבר של מה בכך, זה כמו לעשות הערכת שווי ולהגיע לכל מיני אומדנים שהיו בעבר, זה לא דבר טריוויאלי. ההוראות מציינות שכאשר זה באמת לא מעשי, ישנן שתי הקלות שכמובן נדבר עליהם. אמיר ברנע

אני רואה את זה, בראייה פשטנית, כפריסה של הון כלכלי. בעצם מחשבים את ה-EV עם פרמית סיכון, מקבלים הון כלכלי ופורסים את הנתון הזה. מדובר על ההון כלכלי ששונה כמובן מההון העצמי החשבונאי. אותו הון כלכלי מתקבל מתוך הדיווח על ה-EV נניח כשמחשבים את הסיכון על ידי שימוש באיזושהי פרמיית סיכון, או לחילופין כשזוקפים ריבית להון העצמי שמגבה את הביטוח, יש כל מיני טכניקות. בכל אופן, בחברות ביטוח דיווחו על הון כלכלי ומה שאני מבין שעשו פה זה בעצם הון כלכלי פרוס.

שלומי שוב

אם אני מתחבר לדברים שאמיר אמר אז ניסיתי לעשות הקשה מהסולבנסי, כי בסה"כ הסולבנסי זו ראייה כלכלית, בהנחה שאת רכיב הסיכון אומדים באותו אופן ויש אפשרות כזאת. כמובן שיש התאמות שונות שצריך לעשות לשווי ההון היות ובסולבנסי לא לוקחים בחשבון מוניטין, תוכנות וכדומה. דבר נוסף שעשיתי הוא בדיוק הדבר שאמיר מדבר עליו כי למעשה בסולבנסי לוקחים את ה-CSM באופן מלא היות מבחינה כלכלית הנכס הזה כבר נמצא. בגדול עשיתי את התרגיל הזה על מגדל ויצא לי הון כלכלי גבוה מההון העצמי הנוכחי שלה בכ-30% אבל הפער אמור לגדול לאור השינויים בטכניקת החישוב של הסולבנסי על בסיס נתוני סוף 2016 שיפורסמו ברבעון השני. עם זאת, כפי שאמיר אומר, לא ניתן לדעת את נקודת הזמן בה אתה נמצא כי מן הסתם יכול להיות שכל הסכום הזה, או יותר ממנו, צריך להיזקק קדימה.

לפי התקן, ביישום הוראות המעבר, יש צורך לעשות הבחנה בין חוזים מפסידים לחוזים מרווחים. אין פה סימטריה, בגין חוזים מפסידים מכירים בהפסד מיידי באופן מלא, לעומת זאת בגין חוזים מרוויחים מכירים לפי ההתקדמות, השאלה באיזה שלב בהתקדמות אנו נמצאים.

אמיר ברנע

אז זה יכול ליצור פערים באגרגציה?

שלומי שוב

הנקודה היא שתיאורטית ישנה אפשרות שההון ביום המעבר יהיה אפילו יותר נמוך מההון החשבונאי. זאת אומרת העובדה שהגענו לכך שהפוטנציאל הכלכלי, במגדל לצורך העניין, הוא 30% גבוה יותר, זה לא אומר שביום המעבר זה מה שאנחנו נראה.

אמיר ברנע

מה הוא המוצר היחיד עליו עושים את ההבחנה בין רווח שנפרס

אימוץ IFRS-17
השפעות והשלכות

הפרשנות שלה. ככה זה תקנים בסופו של דבר, תשאל את דב ספיר שיושב פה. התקנים נותנים את העקרונות וכל חברה מפתחת לעצמה את האופן בו היא מיישמת את אותם עקרונות.

אריה ורצבורגר

אגב יכולה להיות אותה פוליסה לאותו מבוטח, שפעם אחת מכר אותה סוכן שיש לו עמלות גבוהות ופעם שנייה מכר אותה סוכן שיש לו עמלות נמוכות. אז לאותה פוליסה בדיוק יכול להיות שאחד הוא מפסיד ואחד מרוויח.

שלומי שוב

נכון. אגב לא ציינתי באמת שעלויות הרכשת לקוח, ה-DAC, נכנסות גם בתוך הערך הנוכחי. זאת אומרת ה-DAC יכול להביא לערך נוכחי שלילי. עופר תרצה לתת לנו את הראייה שלך לתקן הזה?

עופר ברנדט

עבדו על התקן הזה בערך 20 שנה. אחד היתרונות שלו הוא הניסיון להביא לאיזושהי האחדה בדיווח ובגילוי של הדוחות הכספיים שכן אין ספק שהדוחות שקיימים היום מוגבלים בצורה כזו או אחרת, אנו לא רואים את כל התמונה. אני מסכים עם אמיר שהדרך הנכונה היא בעצם שיקוף של הערך הכלכלי והתמונה המלאה יותר. ללא קשר, כתוצר לוואי, יתרון נוסף של התקן שהוא מספק עבודה לאקטוארים.

אמיר ברנע

מעבר לעבודה שקיימת להם היום?

עופר ברנדט

כן התקן מוסיף להם המון עבודה. יכול להיות שבסופו של יום בגלל

להפסד שמכירים מיידית? הרי זה לא ביטוח של אדם בודד. מה זה אם כך?

עופר ברנדט

זו השאלה הכי גדולה. זו בעצם הנקודה שהתקן בסופו של יום הלך גם לשיקולים פוליטיים. כי בשכתובים הראשונים של התקן הם רצו להורות על חישובים ברמת הכיסוי, כלומר לרכיבי תת הפוליסה. בתעיית הביטוח הסבירו להם שזה לא פרקטי ולא מעשי. לכן היום לדעתי התקן קצת יותר פשרני בעניין הזה ומאפשר לערוך חישובים ברמה אגרגטיבית לחוזים שהם פחות או יותר דומים בפרופיל הסיכון שלהם.

שלומי שוב

אבל הוא עדיין מגביל אותך מבחינת קיזוז של חוזה מרוויח וחוזת מפסיד.

עופר ברנדט

כן זה עדיין קיים אבל בהתחלה הוא הלך לכיוון הכיסוי. כלומר אם כיסוי אחד היה מרוויח וכיסוי שני מפסיד לא היה ניתן לקזז בניהם.

אמיר ברנע

זה תלוי בחברת הביטוח עצמה? מי עושה את האגרגציה הזאת?

עופר ברנדט

זו אינטרפרטציה של כל חברה וחברה.

שלומי שוב

יש קריטריונים בתקן לקיבוץ וכל חברה מיישמת את זה לפי

הנראות והגילוי של התקן הוא ישפיע על ההתנהגות של חברות הביטוח, כי בסופו של דבר כשחברות מדווחות על רווח כזה או אחר הוא משפיע גם על המדיניות העסקית בה הן נקטו, שזה מצוין.

הבעיה שלי עם התקן היא שתקופת המעבר יכולה להיות מאוד קריטית לאופן בו חברה תציג את הרווחים שלה מעתה והלאה, זה פתוח למניפולציות. כל חברה תסתכל על התיק שלה ותוכל להחליט בעצם איך היא מחשבת את יתרות הפתיחה שלה וזה ישפיע גם על אופן ההכרה ברווחים בעתיד.

בהקשר לעלויות שדיברנו עליהן קודם בהקשר של יישום התקן, משיחות שלי עם קולגות בלונדון, מדברים על הוצאות של מאות מיליוני פאונדים. התקן דומה לתקני IFRS אחרים, בהם יש משקל רב על שיקול דעת. המטרה של התקן היא לתת איזושהי האחדה והשוואתיות בין הדוחות הכספיים, אני חושב שהפתח הזה שקיים בתקן לשיקול דעת יקשה על ההשוואה בין חברות ביטוח שונות כי כל חברה יכולה לתת את אינטרפרטציה שלה לאופן שבו היא אומדת ומחשבת מרכיבים שונים בדוחות.

התקן מורכב משלושה מודלים עיקריים- ה Building block approach- וה VFA- וה Premium allocation approach. הדוח הכספי של כל חברה תלוי בתמהיל שהיא בחרה. חברה שהיא מוטה יותר לכיוון אלמנטרי תראה רווח שונה מחברה שמוטה לכיוון החיסכון נניח.

הדבר שהכי מפריע לי הוא שהתקן הזה בדומה לאלו של USGAAP ובאוסטרליה, הוא מנותק מהשיקולים והאינטרסים של בעלי המניות שהם בעיקר סובבים סביב ההון שהם נדרשים לרתק וכן חלוקת הדיבידנד שלהם. בעלי המניות צריכים להיות אדישים למה שקורה להון החשבונאי כי דרישת ההון שמשפיעה עליהם היא הדרישה לפי סולבנסי 2 ולא לפי ההון בתקן החשבונאי.

שלומי שוב

נכון. אגב אני בעד ההפרדה הזאת.

עופר ברנדט

השיקול השני הוא כאמור הדיבידנד, שגם הוא נקבע על בסיס הסולבנסי 2.

שלומי שוב

אז מה שאתה אומר עופר הוא שהמגבלה האפקטיבית תשאר הסולבנסי וברגע שהסולבנסי יתנתק מהחשבונאות מה יקרה? מה השורה התחתונה?

עופר ברנדט

מה שאני חושב הוא שאם היו לוקחים את המספרים שמוצגים במסגרת חישובי הסולבנסי, תקן שהוסכם כבר ונקבע על ידי השוק האירופאי, והיינו בעצם מדווחים על התרומה האמיתית של העסק, לפי מוצרים, או לחילופין באגרדציה כזו או אחרת, כפי ש- IFRS 7 דורש וקובע, יכולנו לקבל תמונה הרבה יותר טובה אשר לוקחת בחשבון ומקשרת את הצד העסקי להון ולדיבידנדים, שכאמור אלו מהווים את האינטרסים המרכזיים של בעלי המניות. אם מחברים את השניים אז הניהול של העסק היה הרבה יותר אחיד וטוב מהבחינה שלא מנתקים שיקולים חשבונאיים משיקולים הוניים ומדיבידנדים. לעומת זאת, עם כניסתו של התקן החשבונאי IFRS 17 יכול להיות מצב בו החברה תידרש לפצל את המדיניות שבה היא נוקטת, פעם אחת, מדיניות אחת בנוגע להון ודיבידנדים ופעם שניה, מדיניות נוגדת כדי להציג דוחות חשבונאיים טובים במסגרת התקן.

שלומי שוב

הניסיון שלי אומר קצת אחרת. למשל אצל הבנקים נניח זה אחד לאחד ואז למעשה הדוחות הכספיים הופכים להיות איזושהי כלי של הלימות הון. אני מסכים עם מה שאמרת אבל אני מסתכל על זה מהצד החיובי. אני חושב שיש פה הפרדה שהיא עושה טוב למקצוע הזה, שהוא נתון ללחצים ולצדערי לפעמים גם מאבד את עצמו, לכן ההפרדה לדעתי חיובית.

עופר ברנדט

אבל פחות מעניין אנליסטים כמה רווח חברה שחררה השנה מתוך ה-CSM. מה שמעניין הוא כמה ערך החברה יצרה בסך הכל והאם השווי הזה הוא חיובי או שלילי.

שלומי שוב

אבל הם יודעים לנתח את זה דרך הגילויים.

מאיר סלייטר

הנקודה המרכזית היא שרוב התקן נוגע בחשבונאות ופרק קטן אחד מדבר על סולבנסי.

שלומי שוב

זאת אומרת עופר, אתה אומר בעצם שמבחינתך אם IFRS 17 היה למעשה סולבנסי מותאם, אז הייתה הלימה מלאה וזה היה הדבר הטוב ביותר.

אימוץ IFRS-17
השפעות והשלכות

שימש גם לסולבנסי, גם ל-IFRS, גם למי שמדווח ערך גלום וכדומה. ברגע שיתופעלו כמה מערכות זה עלול לגרום לסיבוך ולא רק מבחינה טכנית. מערכות דיווח שונות יקשו גם על החברה וגם על הציבור שיתקשה להבין את הדוחות. יתכן מצב בו החברה תציג רווח חשבונאי יפה אבל בסולבנסי היא תהיה בכוש פירעון שונה וזה לא הגיוני.

מעבר לזה, תהליך הקמת מערכות שיתמכו ביישום התקן הוא רק בראשיתו.

שלומי שוב

יכול להיות שאם סדר הפעולות היה הפוך, זאת אומרת 17 IFRS היה מתפרסם לפני הסולבנסי, דברים היו נראים אחרת?

ערן צ'רינסקי

המטרה הייתה שזה יתפרסם יחד. מכל מיני סיבות שאינן מקצועיות קודם התפרסמו הוראות ליישום הסולבנסי ורק לאחר מכן IFRS 17.

שלומי שוב

ערן, בהינתן המצב הקיים, יש לך פתרון יותר טוב?

עודד שריג

שלומי זה יותר גרוע. אנחנו מסתכלים על הדיווחים ובסופו של דבר מה שצריך לעניין זה הניהול. כמו שאמיר אמר, בסופו של דבר מדובר בעצם ב-EV פרוס בצורה כזו או אחרת. אין שום קשר בין ה-EV לבין שווי החברות בפועל. זאת אומרת, אם רוצים לעשות ניהול כלכלי, חשבונאי או ניהול הון, אף אחת מהמערכות האלו לא מסתכרנות, אז מה מנהלים? בסוף צריך לנהל ולא רק לדווח. אנחנו מדברים פה על מה מדווחים ויש שתי מערכות דיווח שהן לא מסונכרנות, אבל תחשבו על מישהו שצריך בסוף לנהל את

משה שחף

הכיוון הוא הפוך. הכוונה היא, באירופה נניח, שהסולבנסי יאמץ את ה-Best estimate מ-IFRS 17 זה עדיין לא קיים אבל אם זה יהיה קיים אז לפחות נגיע לאיזושהי הלימה.

שלומי שוב

אבל בכל זאת עופר אתה מסכים שיש יותר קוהרנטיות בין הסולבנסי ל-IFRS 17 מאשר בין הסולבנסי ל-IFRS 4.

עופר ברנדט

בוודאי, זה אמרתי בתחילת דבריי.

ערן צ'רינסקי

אני תומך בדעה של עופר מסיבות קצת שונות. אני חושב שזה לא עניין של מדיניות אלא עניין של דיווח. אי אפשר לתת לקוראי הדוחות להסתכל על כמה מערכות דיווח, צריך מערכת דיווח אחת. אפשר לעשות התאמות מסויימות למערכת, להגיד נניח שיוצאים ממערכת אחת ומנטרלים רכוש בלתי מוחשי, אבל צריכה להיות מערכת אחת.

שלומי שוב

כמו באזל.

ערן צ'רינסקי

כן. אי אפשר לעשות מערכות דיווח שונות לחלוטין. המערכות עליהן אנחנו מדברים מאוד רחוקות אחת מהשנייה. השוני מתבטא לא רק בריבית ההיוון, אלא גם בשנת ההכרה בהכנסה. כל מטרת התקן הייתה למעשה לבנות מסד נתונים אחד עם התאמות קטנות

שלומי שוב

אז מה הפתרון עודד? האם יש מה לעשות בנידון? הרי אילו עובדות בינלאומיות.

ערן צ'רינסקי

אנחנו מדינה קטנה והיכולת שלנו לעשות שינויים היא מצומצמת. אתה שואל עכשיו על הגישה והאם זה טוב או לא טוב. אנחנו יכולים להתלונן על כך אולם ההשפעה שלנו היא קטנה, אם בכלל קיימת ובכל זאת קיימת חשיבות רבה בהיערכות רחבה ליישום התקן.

אמיר ברנע

עופר, לא ענית לי איך נקבע גורם הסיכון?

עופר ברנדט

גורם הסיכון בסולבנסי 2 מאוד ברור, הוא מבוסס על ה-Cost of capital approach.

אמיר ברנע

מחייבים את ההון העצמי במחיר הון מלא וההון העצמי הוא למעשה מרכיב בתוך ההתחייבות?

עופר ברנדט

ב-IFRS זה פתוח לאינטרפרטציה.

אמיר ברנע

חלק ההון העצמי הוא דיפרנציאלי על פי סוגי הביטוח?

עופר ברנדט

כן, ההון הנדרש הוא תלוי בעסק.

אמיר ברנע

זאת אומרת יש מיונים של עסקי הביטוח לפי סיכונים דיפרנציאליים. ההון העצמי הנדרש שונה ודרך עלות ההון העצמי אני למעשה

מכנים פנימה את גורם הסיכון. הדיפרנציאליות הזאת היא נתונה או כל חברת ביטוח קובעת אותה לעצמה? איך נקבע שבענף מסוים הסיכון גבוה? זה סיכון לא שיטתי?

עופר ברנדט

בגלל שהסולבנסי מוכתב, כל חברה מחשבת את דרישת ההון על בסיס ההכתבה הזו בצורה יחסית מאוד ברורה. צריך לחשב את הדרישות ההון על בסיס תסריטים ובנים כאלו ואחרים ועל פי זה לקבוע את גובה ההון הנדרש אשר גוזר גם את עלות ההון.

אמיר ברנע

זה למעשה סיכון לא שיטתי? המושג הזה של חברה ביטוח כמכלול לא קיים פה? כל ענף בנפרד?

עופר ברנדט

לא, יש קורלציות, זה הרבה יותר מורכב מזה. החישוב שהרגולטור החליט שרלוונטי לישראל זה ה-Standard formula approach. באירופה הרבה מאוד חברות, במיוחד הגדולות, אימצו את ה-Internal model approach, כלומר כל חברה בעצם לוקחת בחשבון את השיקולים הפנימיים שלה ואת הנסיבות הספציפיות שלה לתוך כתיבת הסיכון.

ערן צ'רינסקי

כן, לוקחים בחשבון את סביבת ההון שהיא פועלת בה, את שוק העסקים וכדומה.

אמיר ברנע

כלומר בארץ, במתכונת הבסיסית שאתה מתאר, אין למשל יתרון לחברה גדולה לעומת קטנה או חברה רבת פעילויות לעומת חברה דלת פעילויות?

עופר ברנדט

לא בהכרח חברה גדולה או קטנה אלא הדברים הספציפיים שמייחדים את החברה. המודל הפנימי שהיה יכול להיות מיושם, היה יותר מתאים לפרופיל הסיכון של החברה. בארץ הרגולטור החליט שלא לאמץ את המודל הפנימי ולכן בעצם קיימת הנחה סמויה שלכל החברות יש פחות או יותר את אותו פרופיל סיכון.

אימוץ IFRS-17
השפעות והשלכות

קוראים לזה אומדנים.

אריה וירצבורגר

נכון, אבל גם אם נניח שיש איזושהי שיטה מקובלת לאמוד ביטולים, על כמה שנים מסתכלים? 3-4 שנים? יש פה המון שיקול דעת. לגבי הנושא של הקיבוץ שהוזכר קודם, הרי בסופו של דבר 90% מההוצאות של חברות הביטוח זה משכורות ומיכון. איך בדיוק מייחסים לפוליסה מסויימת או לתביעה מסויימת את אותן הוצאות? זה מודל שלם, שגם הוא משתנה כל הזמן. לכן התקן הזה נראה מאוד יפה אבל כשבאים ליישם אותו זה כמו גבינה עם המון חורים, אפשר לעשות מה שרוצים.

שלומי שוב

זה מזכיר לי את התקופה שעברנו ל-IFRS.

אריה וירצבורגר

שאלתם מה היה צריך להתפרסם קודם, הסולבנסי או 17 IFRS, יש לי תשובה מאוד ברורה על זה. אני חושב שיותר טוב שהסולבנסי התפרסם קודם, הסיבה היא פרקטית בלבד. את ה-EV אנחנו עושים כבר קרוב ל-10 שנים, אבל זה חישוב אחד. הסולבנסי עושה המון חישובים, בתרחישים שונים כמו נניח הרעה בתחלואה, בתמותה, בהוצאות רפואיות וכדומה. כל החישובים האלו נעשים על אותו קלט. למעשה זו עליית מדרגה אבל הכל נעשה על אותו דטה בייס, משנים פרמטר ומריצים. בתקן הזה כבר לא מדובר על אותו דטה בייס, אלא גם על הדטה בייס של שנה שעברה ושל לפני שנתיים וכו'. למעשה נכנס פה אלמנט נוסף שהוא שימוש בדטה בייסים שונים, מעבר לתרחישים שונים שיש בסולבנסי.

שלומי שוב

אז למעשה מעלים לך את רמת המורכבות בהדרגה.

אמיר ברנע

איך מחושב מחיר ההון העצמי?

עופר ברנדט

חישוב עלות ההון נעשה לפי 6%.

אמיר ברנע

מה זה ה-6% הזה? זה סתם מספר שמהווה סוג של פרמיית סיכון.

אריה וירצבורגר

רציתי להגיד מספר דברים. לעניין עלות ההון, אני רוצה שתבינו עד כמה האקטואריה מחוברת אפילו לזה. עלות ההון מחושבת בסולבנסי באופן הבא: יש דרישת הון קיימת ולמעשה צריך להעריך את דרישת ההון לשנים הבאות. את הסכום הזה מפחיתים על פי מפתח שקבע הפיקוח שכולו אקטוארי. זה יכול להיות לפי ביטולים, ערך נוכחי של פרמיה וכדומה. במילים אחרות, גם בתוך דרישת ההון יש המון הנחות אקטואריות. שלומי בדברי הפתיחה שלו נתן דוגמא של שינוי הנחת תמותה, זו דוגמא פחות רלוונטית בעיניי. יש הנחות שמשפיעות הרבה יותר, נניח הנחת הביטולים, מה זה בכלל ביטולים? איך מודדים את זה? לפי פרמיה, כמות פוליסות, סכומי ביטוח?

דוח ה-EV והפריסה שלו הוזכרו. מה שהכי מעניין בדוח הזה, ומעטים מסתכלים עליו, הוא דוח התנועה. אם תפתחו את הדוחות שפרסמנו בגין שנת 2016 תראו שחברות שונות, השינוי בהנחות הדמוגרפיות והתפעוליות פעל בכיוונים מנוגדים. איך זה יכול להיות? ייתכן שבאמת יש ביטולים שונים ותחלואה שונה אבל ייתכן גם שפשוט מדדו את זה בצורה מעט שונה.

שלומי שוב

אולם לצד זה יש כלל חשוב בחשבונאות שלא מכירים בהכנסה אם יש אי וודאות גדולה.

אמיר ברנע

כל הקשיים האלו ברורים. אבל בסופו של דבר אתה מציע מוצר כזה, אתה מתמחר אותו ללקוח אז יש לך סיכונים. מה אתה מציע? שלא יהיה דיווח תקופתי? שיהיה דיווח רק אחת ל-3 שנה?

ערן צ'רינסקי

אני לא מציע, אני רק אומר שיש מורכבות גדולה ואתגרים לא פשוטים בנושא האומדנים. אנחנו מדינה קטנה ואנחנו צריכים להיות כמו כל העולם ואני לא מציע להתנתק, אבל צריך להבין שיש פה נושא מורכב ויתכן ונצטרך לספק לכך פתרונות ייחודיים.

שלומי שוב

זאת אומרת אין ספק שזה מגדיל מבחינתך את האחריות כמנהל שחותם על הדוחות.

ערן צ'רינסקי

ברור שזה מצד אחד מגדיל את הרלבנטיות של הדוחות הכספיים אך מצד שני יש להיזהר ממצגים שאינם ברמת וודאות מספקת. שיטת הדיווח הקודמת הייתה שמרנית יותר בעניין הזה. זו הקידמה העולמית ושוב אני לא מציע להתנתק מכל העולם, אני רק מציע כחלק מהדיון שננסה להבין את המורכבות. אני לא רוצה שקורא הדוחות יחשוב שהוא מבין את הדוחות ולא יהיה מודע לרגישויות הגלומות באומדנים שיכולים להשתנות ולהשפיע על התוצאות באופן מהותי.

שלומי שוב

לפחות היום אין לו סיכוי להבין אותם.

יורם עדן

היום הרבה יותר קל להבין את הדוחות הכספיים של חברות הביטוח.

שלומי שוב

חוץ ממי שנמצא פה בחדר?

אריה וירצבורגר

בדיוק.

ערן צ'רינסקי

עשו בתקן עבודה יסודית ויפה, לדעתי מדובר בתקן המורכב ביותר, אבל צריך לזכור שזה מסמך של פשרה כולל שיטת פריסת ההכנסה. כלומר, לאורך השנים היו שיטות שונות להכרה בהכנסה, ולדעתי, שיטת הפריסה היא פשרה שאולי היא נכונה ואולי לא. אני רוצה להתייחס לנושא האומדנים. נניח שהיו מחשבים את ה-EV ואת הסולבנס ל-2 לפני עשרים שנה תחת ההנחות שהיו ידועות בתקופה ההיא, התוצאות שהיינו מקבלים היו שונות לחלוטין לעומת מה שקורה היום בפועל. התקן אומר להכיר בהכנסה על סמך אומדנים שעושים היום לעוד תקופה ארוכה של עשרות שנים. נכון שעושים אומדנים ומעדכנים אותם אולם אומדנים אלו יכולים תוך כמה חודשים להשתנות בצורה ניכרת. לכן, לדעתי זה הזמן שבו צריך להעלות את הנקודות האלו לדיון ולבחון האם אנו יודעים לתת אומדנים סבירים ומהימנים והאם זה נכון להסתמך על אומדנים לתקופה כה ארוכה. אני לא שולל את השיטה אך אני מציע לבחון טרם היישום את ההשפעות האפשריות.

שלומי שוב

זה לא בדיוק אותו הדבר עם תמחור של מוצר? אם מוכרים מוצר לזמן ארוך לא נושאים בדיוק בסיכון עליו אתה מדבר?

ערן צ'רינסקי

נכון. מדובר על מוצרים לתקופות ארוכות של עשרות שנים, התקן מתיימר לעשות היום הערכה ולעדכן אותה מדי תקופה בהתאם לאווירה הכלכלית. זה טוב ונכון אם יודעים לתת אומדנים סבירים למה שיקרה, בצד הדיווח החשבונאי. לדווח לציבור רווח כלשהו כי היום מכרתי מוצר ואני חושב שבעוד שלושים שנה הוא ירוויח זה קצת יומרני ופה הקושי שאריה דיבר עליו. כאמור, התקן מעלה קושי אמיתי ועל אחת כמה וכמה בישראל שבהם המוצרים ארוכי טווח ומורכבים יותר.

שלומי שוב

אבל אלו החיים לא? החיים קשים.

ערן צ'רינסקי

אימוץ IFRS-17
השפעות והשלכות

שלומי שוב

אבל זה ביצה ותרנגולת. מאיר מספיק אינטליגנט שברגע שיש שינוי במודל הוא יעשה את ההתאמות הדרושות לצורך ניתוח הנתונים. אם מפרידים לו את הרווח החיתומי מהרווח ההשקעתי עשו לו את כל העבודה.

טל כהן

בשורה התחתונה אני אומר שכל עוד לא נשנה את איך שהשוק מנתח את הדוחות, מדובר באליה וקוץ בה.

שלומי שוב

אם מאיר אומר לך שהוא יעשה את ההתאמות וישנה את ההסתכלות שלו, מה אתה אומר?

טל כהן

אז ללא ספק יש שיפור בגישה שלנו לרווח החיתומי. לא יודעים מה יהיה עוד שלושים שנה מבחינת האומדנים ולכן הספיגה שלהם ברווח החיתומי הוא רצוי ואף טוב.

משה שחף

הולכים לעשות שני מאזנים, מאזן כלכלי וחשבונאי. כמו שעופר אמר, היום ההון הולך רק לפי המאזן הכלכלי, כל השיקולים של בעלי המניות נמצאים במאזן הכלכלי. יכול לקרות מצב אבסורדי שחברה לא הגדילה הון ולא חילקה דיבידנד אבל כן הרוויחה וההון במאזן הכלכלי ירד. קוראי הדוחות יצטרכו להיכנס לנבכי המאזן הכלכלי ולהבין למה ההון הכלכלי של החברה יכול לרדת כאשר במאזן החשבונאי נכנס כסף. אנחנו מדברים פה על פתח של תקופה שאם לא נבין את שני המאזנים, אנו בבעיה.

בני גבאי

אני לא מסכים מי שרוצה להבין יכול להבין, יש את כל הכלים להבין.

אריה וירצבורגר

יש ערפל מסוים בתוך הרזרבות וזה אולי מה שאתה מתכוון. אבל ברגע שחברה רצינית לא משחקת עם הרזרבות שלה והפעילה את אותן נוסחאות בתחילת התקופה ובסוף התקופה אז בעצם הרווח מאוד ברור.

שלומי שוב

אילו נימוקים של פעם. דווקא מה שערן אמר מאוד מחזק אצלי את התפיסה של בעד התקן. החשבונאות למעשה הופכת להיות יותר עסקית, נכון שזה גם מגדיל את המורכבות שלה ולכן אנו מצפים היום מרואי חשבון ומסטודנטים יותר לחשוב.

טל כהן

אני חושב שבגלל שהאומדנים הם לשלושים שנה וצריך למנוע את הזעזועים בדוחות על ידי הספיגה ב-CSM, זה זכה לכינוי הנסיכה הקסומה, אבל היא נסיכה יפיפייה עם חצ'קן גדול במצח. החצ'קן הגדול הוא שקשה מאוד להבין את הדוחות הכספיים בגלל התנודתיות העצומה הקיימת בהם והיא רק תתגבר. כי בעוד שהרווח החיתומי, שהוא רק חלק מהמאזן, נפרס, הרווח ההשקעתי שכולל בתוכו את השינויים בהיוון, מועצם. שלומי כתב בכתבה שלו שהשוק מנתח את חברות הביטוח מהרווח הכולל, כך שזה לא משנה אם זה נזקק להוצאות מימון ברווח נקי או ברווח כולל אחר, התנודתיות עדיין תגבר. זה תלוי גם מה נעשה ב-IFRS 9. אם השוק יעבור לרווח והפסד לא רק בצד ההתחייבויות אלא גם בצד הנכסים, אז אולי יגיע חזון אחרית הימים ונקרא את הדוחות לפי הרווח והפסד. כל עוד לא שינינו את הגישה בשוק, היפיפייה מכוערת.

המאזן הכלכלי יתפרסם רבעוני?

משה שחף

המאזן הכלכלי הוא לא רבעוני, נכון להיום הוא יהיה פעם בשנה. יהיו הסברים אבל הם לא יהיו לו ביאורים.

מאיר סלייטר

אם זה ברמה של ה-VE היום וה-VE היום הוא בלתי ניתן להבנה, ואין יכולת ניתוח, אז אי אפשר להתייחס, בטח לא אם הוא שנתי. צריך להבין, בשוק ההון כשקוראים את הדוחות רוצים להבין מה החברה יודעת לעשות, לא דווקא מה היא עשתה ברבעון האחרון. הרבעון האחרון הוא אינדיקציה למה היא יודעת לעשות. אנחנו לוקחים את הדוח שהיה, מפרקים אותו לחתיכות, בודקים אילו מהנתונים מייצגים ואילו לא ובנוסף מבחינים באירועים חד פעמיים. לאחר מכן מקלפים את הבצל ורואה מה יש בפנים, כלומר מה החברה יודעת לעשות. לכן, אם תהיה הפרדה למשל בין הרווח החיתומי לרווח ההשקעתי, מה שלא קיים היום, זה יהיה מצוין. כי אני אעקוב אחר הרווח החיתומי לאורך זמן, זה מה שהחברה יודעת לעשות. לגבי הרווח ההשקעתי, אני יודע איך השוק מתנהל, אז אני יודע לתת שם משהו מייצג לצורך העניין.

שלומי שוב

ומבחינת מה שטל אמר? מבחינת ההסתכלות שלכם על רווח נקי או רווח כולל?

מאיר סלייטר

לגבי רווח נקי או רווח כולל, דנו על זה הרבה פעמים בהקשר של בנקים וחברות ביטוח, זה מאוד פשוט. אנחנו רוצים לדעת מה החברה יודעת לעשות, מה היא מייצרת. דרך אגב, ההסתכלות שלנו על הרווח הכולל היא חינוך שוק, לפני שבע או שמונה שנים הסתכלו על הרווח הנקי ולאט לאט התחילו להסתכל על הרווח הכולל. אנחנו מדברים בחברות ביטוח על הרווח הכולל כי ההבדל בין הרווח הכולל לרווח הנקי הוא רווחי השקעה. ההבדל בין רווחי השקעה שכוללים ברווח הכולל לרווח הנקי הוא האם היה מימוש או לא. אין לזה משמעות.

שלומי שוב

ב-IFRS 9 זה הולך להשתנות, כי לא יהיה את ה-Recycling.

מאיר סלייטר

מצוין, אני מדבר על מה יש היום. לקחנו את העסק הזה לרווח הכולל, כי אין באמת הבדל בין הרווח מההשקעות ברווח הנקי לרווח מההשקעות ברווח הכולל האחר. לכן חיברנו אותם כמו שמופיע ברווח הכולל. אם יהיה יותר פשוט לדבר על הרווח הנקי, נדבר עליו. מדוע מדברים בבנקים על הרווח הנקי ולא על הרווח הכולל? זו הסיבה, כי ברווח הכולל יש רק אירועים חד פעמיים.

שלומי שוב

סליחה שאני רגע חורג לבנקים, תסתכל על הדוחות של בנק לאומי ודיסקונט ל-Q1, שהפסידו בגלל המטבע בניו יורק, הם שמים את זה ב-OCI, בגלל שזה קרן תרגום דוחות. בשוק ההון כולם מסתכלים רק על הרווח הנקי כי זו התשובה להון.

אמיר ברנע

מסתכלים רק על רווח נקי? לא מעניין מה קרה לנכסים זמינים למכירה? אני לא מבין את הסיפור.

מאיר סלייטר

אני אדגיש שוב את העניין של זמין למכירה בבנקים. יש את הרווח החד פעמי ברווח הכולל ויש את הרווח החד פעמי בתוך הרווח הנקי. אנחנו מנטרלים את שני הרווחים האלו כי אנחנו רוצים לראות מה הבנק יודע לעשות.

שלומי שוב

אז מה שמעניין אותך זה חיתום אם ככה?

מאיר סלייטר

בוודאי.

שלומי שוב

טל שאל האם תעשה את ההתאמות הנדרשות אם המודל ישתנה ל-IFRS 17?

מאיר סלייטר

אימוץ IFRS-17
השפעות והשלכות

משה שחף

כי בדרך כלל זה הפוך יורם, יש עודפים בלי סוף והחברה מוגבלת בחלוקה בגלל הסולבנס.

יורם עדן

אבל יכול גם להיות מצב שזה יתהפך וזו בעיה שצריך לחשוב עליה. דבר נוסף, ה-EV הוא למעשה הערכת שווי לחברה ביטוח בה פורסים את תזרים המזומנים לארבעים שנה הקרובות ומהווים אותם תוך הבאת כל ההנחות בחשבון. הבעיה היא שלעולם לא ניתן לדעת איזו תוצאה סופית נקבל. זה כמו שאכין הערכת שווי, לא אצטרף את הנספח של האקסלים שאומר מה תזרים המזומנים בכל שנה, אלא אתן רק את התוצאה הסופית. אותו דבר יקרה בתקן הזה, יהיה נתק מוחלט מתזרימי המזומנים, הקורא יצטרך להאמין לחברת הביטוח והוא לעולם לא יוכל להבין מה עשו. כל הסיפור התחיל לאחר שהייתי בכנסים ואמרו לי שה-EV, הסולבנס וה-IFRS, כולם ידברו באותה שפה ויהיה קשר ומתאם בניהם וזה לא קורה.

שלומי שוב

למה זה לא קורה? זה משתפר ביחס למה שהיה. את ה-EV תשים בצד.

יורם עדן

אבל זה אותו רעיון כלכלי. אם לא מתקנים את ה-EV ועוברים לסולבנס ולאחר מכן עוברים ל-IFRS 17, הדברים לא מדברים אחד עם השני וזה לא נכון.

משה שחף

אנליסטים בחיים לא התחשבו ב-EV.

חד משמעית. אם יש לי רווח חיתומי פשוט, אני יכול לשקלל את זה במודל הרווחיות של החברה ולהגיד כמה ערך המכונה מייצרת בשנה. אבל לצורך כך יש להבין מה בדיוק הרווחיות החיתומית.

אמיר ברנע

מה יהיה הבסיס לחלוקת דיבידנד?

שלומי שוב

כעקרון לפי חוק חברות זה יתרת עודפים, שנובעת מהרווח הנקי. מצד שני המגבלה האפקטיבית כאן היא הסולבנס, לכן כנראה שעם כל הכבוד לתקן הזה עדיין מה שיעניין את בעלי השליטה, זה הסולבנס. מבחינתי, זה מצוין. אני אוהב שמורידים לחץ מהדוחות.

אמיר ברנע

בבנקים, איזה רווח קובע את נושא החלוקה?

שלומי שוב

בבנקים בזל עובד אחרת כי הוא לא עובד עצמאית, הוא עושה התאמה להון החשבונאי. אבל זה מוביל לצרות אחרות כי יוצר חשבונאות, לטעמי, שערורייתית בבנקים. לכל דבר יש יתרונות וחסרונות, השמיכה היא קצרה, בגלל זה כינסנו צוות חשיבה. אין פתרונות מושלמים, אין יפייפות.

יורם עדן

אני מציע לא לזלזל במה שאמיר אמר, שכן יכול להיווצר מצב בו הסולבנס יאפשר לחלק דיבידנד ולא יהיה ניתן לחלק אותו כי יתרת העודפים לא כוללת למשל רווחי השקעות שנזקפו לרווח כולל אחר. לכן אני מציע לא לזלזל בזה ולהגיד שכרגע המגבלה האפקטיבית היא סולבנס.

מאיר סלייטר

צריך לתת כלים לניתוח, אי אפשר להתייחס לתוצאה סופית כמו שיוזם אמר.

דני ויטאן

אין ספק שמאיר ישמח שהוא יקבל רווחים חיתומיים כי זה שינוי משמעותי מהקיים היום וזה יתרון מאוד גדול. הבעיה היא שכשהוא יראה את הרווח החיתומי הוא יהיה פחות שמח. כי בפרקטיקה הרווח החיתומי יהיה תלוי בהמון אומדנים, שכמו שערן אמר יכולים להיות נורא פרוצים, או שהפיקוח לא יסכים לאומדנים פרוצים ולכן יכתוב את האומדנים או לפחות פרמטרים. במובן הזה מדובר בהשבתה לא קטנה של השמחה.

מאיר סלייטר

אם זה מה שמשנה את ההון ומייצר אחר כך את חלוקת הדיבידנד ואת הערך לבעלי המניות, אין לי בעיה עם זה.

דני ויטאן

אבל זה לא.

שלומי שוב

אתם לא חושבים שדווקא הניתוק, עם כל החסרונות שערן דיבר עליהם, יגרום לכך שהפיקוח יפחת? כמו הפיקוח על הבנקים כי הוא יודע שבזל דואג להון.

ערן צ'רינסקי

מאיר אמר שכאשר יהיה לו את הרווח החיתומי, הוא יעקוב אחריו. מדובר על מעקב שרק לאחר שנים רבות הוא יוכל להתחיל להסיק מסקנות. דבר נוסף, יש להתחשב גם במשאבים האדירים שצריך להשקיע ביישום התקן. אני חושב שאנחנו צריכים להיות מוטרדים מאוד מיכולת היישום של התקן, לא כי הוא דורש הערכות גדולה אלא כי אין את התשתית הנדרשת שתתמוך בשינויים המשמעותיים.

אמיר ברנע

יש לי שתי שאלות שטרם לא קיבלתי תשובה עליהן. ראשית, האם חישוב הרווח בתקן הזה הוא גם לצורך מיסוי או שהוא לא רלוונטי?

שלומי שוב

את הנושא של המס תשאיר בצד.

אמיר ברנע

אוקיי. השאלה השנייה היא איך זה ישפיע דיפרנציאלית על חברות ביטוח בארץ? הלוא חברות הביטוח שונות בתמהיל המוצרים שלהן, נניח מגדל לעומת כלל. איך זה ישפיע? כלומר מה אני צפוי לקבל בדיווחים, אחרי יישום התקן, בהבחנה בין חברות הביטוח?

שלומי שוב

משה, בהקשר של השאלה של אמיר, אתם עשיתם איזושהי סימולציה והצגתם אותה בצורה יפה ביום עיון שלכם. מה בגדול המסקנה שלכם? אני מניח שכמובן זה לא תפור עבור כל חברה אבל באופן כללי.

משה שחף

עשינו תרגיל. לקחנו ארבעה מוצרים ובדקנו איך יישום התקן החדש ישפיע על הרווח על פני עשרים שנה. ראינו שאם על פי הדיווחים הקיימים, בשנים הראשונות רואים הפסד בגלל הוצאות רכישה כבדות, במצב החדש זה לא יקרה.

אמיר ברנע

איזו חברה תהנה מהתוספת הזאת בשנים הקרובות, לעומת המצב הקיים?

משה שחף

אני מדבר רק על פוליסה חדשה, עסקים ישנים זה הוראות מעבר. חברה שתהנה מהתוספת הזאת היא חברה שגנחה מוכרת הרבה מוצרי חיסכון.

ערן צ'רינסקי

כידוע, סך הרווח בסופו של דבר יהיה אותו רווח אך עיתוי ההכרה בו יהיה שונה.

אודי סדן

כל הזמן דיברנו על הרווח, אבל יש שורה נוספת שתשתנה בצורה

אימוץ IFRS 17-
השפעות והשלכות

טובה. יש אולי database דומה שמשמש את החברות לצורך החישובים השונים אבל מעבר לזה לא אמור להיות יותר מידי קשר קונספטואלי בין סולבנסי 2 ל- IFRS 17. יש הרבה שאלות פתוחות ונושאים שיצטרכו להתברר ולהבחין לאורך תקופת יישום התקן, למשל, בנוגע למאפייני סיכון דומים, אופן מדידת רווחיות, שאלות של יכולת לבצע קיזוזים וכדומה. התשובות ילוו בשימוש בהנחות שחברות יכולות לקחת על עצמן. בהקשר הזה יבוא לידי ביטוי הנדבך של הגילוי שחברות יצטרכו לתת ואשר יקבל לדעתי יותר תשומת לב בהמשך הדרך. הגילוי אמור להקל, בהקשר לדבריו של עופר, על ההשוואה בין החברות. רכיבי רווח השקעתי והשפעות של נתוני מאקרו כמו שינויים במדד ובריבית יקבלו ביטוי במסגרת הדוחות הכספיים, אך חשוב לזכור כי השפעות מאקרו למיניהן משפיעות גם על צד ההתחייבויות של חברות ביטוח והסתכלות נכונה צריכה להיות על המרווח הפיננסי.

אמיר ברנע

קודם נאמר שהביטולים זה אלמנט מרכזי. יש ניוד, כלומר מעבר מחברה לחברה כאשר דמי הניהול והעמלות אולי משתנות במעבר הזה. השאלה שלי היא למעשה ניוד לעומת ביטול.

אריה וירצבורגר

אתה מדבר על מוצרי חיסכון אבל רוב ה-EV בסופו של דבר נובע ממוצרי סיכון ובסיכון אין ניוד. פוליסה לביטוח חיים, או פוליסת בריאות ניתן יכול לבטל אותה או לא לבטל אותה וזו הנחת הביטולים, שאנחנו מנסים לאמוד אותה, פה אין ניוד.

אמיר ברנע

אני לא מבין, אדם ממשיך להיות מבוטח לא? ניוד אפשרי אך אין שינוי בהיקף הביטוח במערכת ומכיוון שחלק החברות בשוק פחות או יותר קבוע, כניסות מקצות ביטולים.

דרמטית והיא שורת ההכנסות, שכן היום כל מרכיב החיסכון נמצא בשורה זו. ב-IFRS 17, גם באותם מוצרים שלא תהיה הפרדה, לצורך המדידה, בין מרכיב החיסכון למרכיב הסיכון, כלומר לצורך החישוב ה-CSM ייקחו בחשבון את התזרים של שני המרכיבים ביחד, רכיב החיסכון עדיין לא יופיע בכלל לא בהכנסות ולא בהוצאות. כלומר, חברות גדולות, עם מחזורי ענק של מיליארדים פתאום יראו מחזור נמוך בהרבה.

אמיר ברנע

בדוח תזרים מזומנים זה לא יופיע?

אודי סדן

כן שם זה אולי יופיע אבל אנחנו יודעים שיש הבדל גדול בין מה שמופיע בשורת ההכנסות, השורה הראשונה, לבין מה שמופיע לאחר מכן או בדוח תזרים.

דני ויטאן

למעשה לראשונה שורת ההכנסות תהפוך להיות רלוונטית בחברת ביטוח. כי היום הוספת רכיב החיסכון לתוך הפרמיות הופכת את השורה הזו לחסרת משמעות.

זיו כהן

IFRS 17 מדגיש לדעתי את ההבחנה בין בעלי עניין שונים בחברות ביטוח. חברת ביטוח זו חברה מעניינת, יש לה הרבה יותר בעלי עניין מכל חברה אחרת שאני מכיר. אם סולבנסי נותן יותר דגש על מבוטחים ונושים של חברה, ועוסק בעיקר ביציבות, אז הראייה של IFRS 17 היא הרבה יותר עסקית ומכוונת יותר למשקיעים, כאשר המטרה היא שאפשר יהיה לנתח בצורה קלה יותר את הדוחות הכספיים וללמוד מהם על רווחיות החברות. מהבחינה הזאת אני מאוד מתחבר למה ששלומי אומר, אני חושב שההפרדה הזאת

לא.

אריה וירצבורגר

אמיר ברנע

בוא נתחיל בנושא של פוליסת חיסכון, שם אתה מסכים איתי שהניוד הוא מרכזי, נכון?

אריה וירצבורגר

אבל גם בחיסכון אתה יכול לקבל את הכסף. אתה יכול לפדות אותו ולהתחיל לקבל ממנו קצבה ואתה יכול להעביר את הכסף.

אמיר ברנע

אני מסכים איתך, אבל בגדול הסוכנים הם המתווכים שיוצרים את הניוד. דיברת על ביטולים כמרכיב מרכזי בנושא הזה של האמידה של הסיכונים שקשורים בביטול. אני שואל האם בסיטואציה של נידוד מחברה לחברה, שסה"כ הלקוחות לא משתנים, האם מדובר בביטול?

שלומי שוב

בראיית החברה זה ביטול.

עופר ברנדט

זה כמו שתגיד שחברות הסלולר באופן כללי, ברמת כל התעשייה, אין ניודים, אבל אנו יודעים שקיימים ניודים בין חברה לחברה, לדוגמא הוט מובייל כשהיא מסתכלת על עצמה, יש לה ניודים החוצה וכן ניודים פנימה, מה שמשפיע על הפרופיל העסקי שלה והתוצאות שלה.

אמיר ברנע

אבל גם יש לה כניסות.

שלומי שוב

גיא אתה יכול להסביר לנו למה אמיר מתכוון?

גיא טביביאן

אמיר ברנע

אני מדבר על הדינאמיקה.

גיא טביביאן

אז אתה אומר, כנגד היציאות יש גם כניסות.

שלומי שוב

אמיר אומר שבהסתכלות כלכלית, זה כמו בקשרי לקוחות בסלולר. נניח ב-APP, מסתכלים עליהם במונחים של עלות ומפחיתים לפי הנטישה של הלקוח. מצד שני אם היינו מסתכלים על זה מבחינה כלכלית, גם חברות אחרות מפסידות לקוחות. זאת אומרת, אמיר מתכוון להסתכלות נטו ולא ברוטו.

אמיר ברנע

אני אתן לך עוד דוגמה. כשמנתחים בנקים, נניח חשבונות עו"ש, החשבון לא משתנה בסכום הכולל שלו, למרות שיש בו כניסה ויציאה כל הזמן.

אריה וירצבורגר

אחד הפרמטרים במודלים של הבנקים הוא התשואה. נניח שיש שתי חברות שאחת באופן עקבי לאורך שנים עושה תשואה יותר טובה מהחברה השנייה. תמיד ההמלצה של הבנק תהיה לעבור מאותה חברה עם התשואות הפחות טובות ליותר טובות. אם תנסה לעשות מח"מ של זמן שלקוח נמצא בחברה, אתה תגיע לשני דברים שונים. אנחנו בדוחות שלנו, לא מסתכלים על מלאי. גם בסולבנס, ב-IFRS וגם ב-EV, אנחנו בעצם מכניסים לחישובים עשרות מיליוני רשומות, מטפלים בהן אחת אחת, בודקים מה הצפי שכל רשומה תשאר ואז מהוונים את הרווחיות שיש ממנה. בעקבות הרפורמות שעשה הפיקוח בנושא של קרנות הפנסיה היו מעברים בין החברות, בכל דוחות ה-EV החברות התייחסו לנשוא זה אבל בדרכים שונות. הנקודה המרכזית היא שחייבים לקחת בחשבון עזיבה של מלאי אבל אסור לנו לקחת בחשבון כניסה של מלאי חדש, אפילו אם זו תוצאה ברורה של רגולציה.

שלומי שוב

אימוץ IFRS-17
השפעות והשלכות

תודה רבה ותודה על האירוח.

יהודה גראוס

רציתי להתייחס לכמה דברים. נתחיל ממה שדן אמר, אני חושב שכל ההשוואה הזו בין סולבנסי ל-IFRS 17, ואולי עוד מאזן עסקי היא אולי מיותרת. יש אפשרות שאנחנו כן נמצא את המשותף, שגם ישקף משהו עסקי, גם יהיה אותו בסולבנסי וב-IFRS 17, כל אחד עם ההתפתחות שלו, עם ה-RA שלו, עם דרישות ההון שלו, עם ה-CSM שלו. אין מה לעשות, העולמות יהיו שונים, אבל יש אפשרות שיהיה משהו משותף. אם אנחנו נגרום לזה להיות משותף, שה-best estimate הזה ישקף גם משהו עסקי, אז לא נצטרך שלושה מאזנים שונים. יהיה מאזן אחד שיתן שירות לכל העולמות במידה והוא ישקף גם את ה-best estimate העסקי של החברה וגם את ה-best estimate שמשמש את הסולבנסי. הכל תלוי בשאלה אם נצליח להגיע למשהו משותף.

דבר שני, שאלת על השפעות עסקיות. נראה לי שכתוב במסמך, אבל לא נראה לי שזה נאמר פה, הרווחיות של החברות מדמי ניהול משתנים תעלה. זה משהו שלדעתי, לפחות לגבי רוב החברות שנמצאות פה, יהיה משמעותי בשורת הרווח.

שלומי שוב

בגלל הפריסה?

יהודה גראוס

נכון.

שלומי שוב

אוקיי, מעניין. תסביר בבקשה למה.

יהודה גראוס

זאת אומר שזו הסתכלות של מודל עלות ולא הסתכלות של מודל שווי הוגן.

דן בר און

עודד אמר משהו מאוד חשוב ואני לא מסכים עם מה שמשה אמר. אנחנו לא מדברים על שני מאזנים. יש מאזן רגולטורי שזה הסולבנסי, יש מאזן חשבונאי ויהיה מאזן כלכלי. חברות יצטרכו לנהל מאזן שלישי, זו הסתכלות שלישית בניהול העסק. זה אומר שאם יש ניוד ונשים בצד את דמי הניהול והעמלות, בהסתכלות כלכלית אני אדיש.

גיא רוטקופף

ברוכים הבאים לכולם, אני כצופה מהצד רוצה להגיד שהדיון שלכם משול בעיניי לעדכון תוכנה באיפון, כל אדם מתייחס לזה אחרת. מי שעובד באפל רוצה לאמץ את זה מיד, יש אותי שאומר שאני אוריד את זה בשביל שהמכשיר לא יתקע ויש את אשתי שלא רוצה שיניי, זה מה שקורה כאן בחדר. יש פה בחדר אנשים שאומרים שרוצים ליישם את זה מיד, יש אנשים שאומרים שהיו להם כל כך הרבה שינויים בתקופה האחרונה, שסוף סוף הם מבינים איך הדברים עובדים, ולא רוצים להוריד את התוכנה עכשיו. יש פה את אלו שיש להם חברות שמסבירים איך להשתמש באיפונים שזה רואי החשבון שאומרים "יאללה נאמץ את זה, כמה שיותר מהר". באירוע הזה תמיד אשתי הכי חכמה, היא מורידה כל פעם את התוכנה הקודמת, היא אומרת שאחרים יתמודדו עם הבאגים. בסופו של יום, אני חושב שיש פה הסכמה- כולנו חושבים שזה נכון, כולנו חושבים שזה חשוב וכולנו חושבים שצריך ללכת לשם. הניאואנסים הם- מתי נוריד את התכנה, במקביל לאיזו תוכנה ואיזה באגים יכולים להיות. אני מאמין שבעבודה משותפת, בהשקעה והרבה רצון טוב, נצליח להגיע לפתרונות שיהיו מקובלים על כולם.

שלומי שוב

מה שאתה אומר לי זה ברכה, אתה רואה בזה משהו שלילי?

בני גבאי

מה שקורה היום זה שיש דיבידנדים שהם מבוססי סולבנסי ויש את הדוח הכספי. החשבונאות מתפתחת ומתקדמת לעולמות יותר כלכליים ועסקיים, אבל עדיין יש את הדברים האלו שבבסיס לא ישתנו. כי בסופו של דבר, הרגולציה לא יכולה להסתכל על עולם של דוח כספי שהוא לא נשלט. מה שאבא שלי היה אומר תמיד זה שצריך דוח כזה ודוח כזה וזה מה שהתפתח בסוף. אז יהיה דוח סולבנסי ויהיה דוח כספי שמתפתח בצורה יותר כלכלית ועסקית.

עודד שריג

הדגש הולך להיות על דיווח נכון במאזן. יש תשובה טובה בשנה מסוימת על ההשקעות, שבעבר נשקפה כחלק מההכנסות של החברה, כי זה שיקוף של מה שקרה השנה. עכשיו לוקחים את מה שקרה השנה ופורסים את זה לעשרים שנים קדימה. הרווח והפסד לא ישקף את התוצאות, זה רווח השקעתי ולא חיתומי. מדובר באותה לוגיקה של IFRS ככלל, הדגש הוא על המאזן וצמצום החשיבות של הרווח והפסד.

ערן צ'רנינסקי

פריסת הרווח בהתאם לדרישת התקן נותנת ביטוי פחות טוב לתופעות שהתרחשו בתקופות מסוימות. כך לדוגמא, אם יש שנה מסוימת שהיו בה הרבה מכירות ורוצים שהדיווח הכספי ייתן ביטוי למה שקרה השנה, זה לא נותן ביטוי מספק, כי הוא פורס את זה לתקופות ארוכות. הדוחות יהפכו להיות פחות תנודתיים ויותר משעממים כך שלאנשים יהיה פחות מתח לראות את הדוח הכספי של חברה מסוימת, כי יודעים שמה שהיה בשנה שעברה זה מה שיהיה השנה, עם שינויים קטנים מלבד השינויים החיצוניים. לדעתי בדיווח כספי טוב יש לתת לקוראי הדוחות תמרורי אזהרה וכיוון בזמן הנכון, זוהי אחת מנקודות החולשה של התקן, במיוחד בדוחות הראשיים.

עופר ברנדט

200 מיליון שקל רווח בשנה, מה שחשוב לבעלי המניות זה שיש להם 200 מיליון בהון שממנו הם יכולים לשלם דיבידנד. זה לא משנה כמה תפרוס את זה ואיך תציג את זה.

עודד שריג

אם פעם הכרנו כל רבעון בדמי ניהול המשתנים, לפי התשובה בתיק המשתתף שלחלקנו הוא משמעותי מאוד, זה כרגע לא יכנס. אנחנו בעצם נניח סוג של תשובה מוסכמת על מוצר משתתף, והוא יהיה כמו ריבית היוון בסיסית תעריפית לאותו מוצר. כל הרווח מעל ומתחת לאותה ריבית, נספוג אותו בעצם כחלק מהתמחור החיתומי של המוצר ולא כמרכיב השקעתי בדוח הכספי.

שלומי שוב

אתה מדבר על פרמיות משתתפות ברווחים.

דני ויטאן

במקום לרשום את זה חד פעמית כל פעם אתה תפרוס את זה.

ערן צ'רנינסקי

כנראה זה פחות תנודתי.

שלומי שוב

יהודה, אתה יכול לתת לנו איזושהי הסתכלות מבחינתך על ההשלכות של התקן ובכלל גם על מוצרי הביטוח האחרים?

יהודה גראוס

אני חושב שמהותית, במוצר השוטף, תהיה השלכה משמעותית על הרווח. השלכה נוספת משמעותית היא שלמעשה דיברנו על זה אבל זה הכל תלוי איך מסתכלים על הדוח, אנחנו נעשה LAT על כל שאר המוצרים כל רבעון. כי אם אנחנו רגילים היום שרק במוצרים מבטיחי התשובה אנחנו בסביבת ריבית נמוכה ויש לכך השפעה על דוח רווח והפסד, עכשיו אנחנו מוכרחים להוון כל מוצר. השפעת הריבית, שהיא יכולה להגיע למאות מיליוני שקלים בחלק מהחברות, כל רבעון תירשם בדוח רווח והפסד, במקביל לאיך שנכיר בהכנסות לפי IFRS. אבל בשורה תחתונה, אם אחד הבלמים שהיו לנו עד עכשיו היו דמי הניהול המשתנים, הוא יעלם.

עופר ברנדט

אני חייב להדגיש דבר אחד, הפריסה הזאת לא תשפיע על בעלי המניות. להם איכפת מההון שלהם ומגובה הדיבידנד בלבד.

שלומי שוב

אימוץ IFRS-17
השפעות והשלכות

למשל בסולבנסי נתנו הוראות טיפול מיוחדות לישראל באג"ח מיועדות, מה הולכים לעשות בדוח הכספי? האם זה עדיין יישאר IFRS אם נעשה טיפול כמו בסולבנסי באג"ח המיועדות?

דני ויטאן

שאלת אג"ח מיועדות אני לא בטוח שזו שאלה של IFRS 17, זו שאלה של IFRS 9.

יהודה גראוס

דני, זו שאלה של ריבית היוון.

דני ויטאן

ברור. השאלה אם צריך למדוד את זה לפי שווי הוגן, לא לפי שווי הוגן.

שלומי שוב

הגענו למסקנה או שזה עדיין בבחינה?

דני ויטאן

יש מסקנה. באופן עקרוני, בוורסיה המקורית של IFRS 9 החשיבה הייתה שזה אמור להיות לפי שווי הוגן, עם זאת בוורסיה המעודכנת של התקן הנושא פחות ברור ויתכן שלא תידרש מדידה לפי שווי הוגן. בכל מקרה בדוחות הראשיים השאלה הזו נדחתה כרגע ל-2021.

שלומי שוב

כלומר כל הערך יוצף מיידית.

עודד שריג

שלומי, אני רוצה להגיד עוד נקודה אחת. זה לא רק בעלי ההון, יש בעלי ניירות אחרים, יש חוזים, יש בונוסים ויש דברים נוספים שנגזרים מהמדידה החשבונאית שאי אפשר להתעלם מהם. בסוף זה לא רק העניין של גובה ההון שיש לבעלי המניות.

ערן צ'רינסקי

לדעתי יישום התקן בעולם היה צריך להיות הדרגתי, לדוגמא, להתחיל בבאורים מסוימים ועם הניסיון במקביל להרחיב את הגילויים. בעולם לא נקטו בגישה זו, ומאחר ואנחנו חלק מהכלכלה הגלובלית, אני רואה לנכון להשקיע מאמצים על מנת ליישם את התקן בכללותו.

בהקשר לכך יש לציין כי גם תקן בינלאומי חשוב כמו IFRS 9 (מכשירים פיננסיים) פורסם בשלבים.

בשל מורכבות הנושא ובשל ההתמודדות הרחבה הנדרשת, כפי שפירטתי במפגש זה, קיים סיכון לכך שחלק מהגופים בעולם ירצו להתנתק מה-IFRS.

להשקפתי קיימת חשיבות רבה מאוד לדיווח חשבונאי אחיד בכל העולם, במיוחד בנושא כה גלובלי כמו עולם הביטוח שהבסיס שלו הוא פיזור סיכונים.

אמיר ברנע

אם הבסיס לחלוקת דיבידנד יהיה הדיווח הכלכלי כמו שאתם אומרים, אז תראו מה קרה ב-IFRS הרגיל, לא בחברות ביטוח. מיד מתערבת רשות ני"ע ואומרת אי אפשר לשלם דיבידנד מתוך רווחי שיערוך. האם מחר נבוא ונגיד שמכיוון שיש דרגות חופש בדיווח החדש החלטת הדיבידנד תתרחק מהרווח המדווח. יבוא מישהו ויגיד שיש גם דיווח תזרימי שרק על פיו ראוי לחלק דיבידנד. איך יחליטו?

עודד שריג

אני לא יודע איך להתייחס לזה, אבל אני חושב שיש עוד בעיות.

שלומי שוב

הרי אג"ח מיועדות אלו אג"ח שמבטיחות תשואה. ברמות הריבית של היום, השווי ההוגן שלהן הוא הרבה מעל העלות.

אמיר ברנע

יש גם התחייבות נגד זה, זה אותו הדבר.

שלומי שוב

נכון. יש לי את ההתחייבות, את הריבית ואת הנכס. אז מה ההשפעה של זה למעשה?

דני ויטאן

השאלה הזו תהיה פחות אקוטית באימוץ של IFRS 17 שם גם את ההתחייבויות תצטרך למדוד לפי ריבית שוטפת.

דני ויטאן

היום בעצם המדידה גם של ההתחייבות וגם של הנכס היא לפני הריבית המקורית, זה סוג של מודל של עלות מופחתת. אם נעבור למדידה לפי ריבית שוטפת, שזה המודל של IFRS 17, אז לא תהיה את הבעיה של ה-mismatch במדידה של הנכסים וההתחייבויות. מה גם שגם לפי ה-IFRS 9 זה לא לגמרי ברור אם זה צריך להיות לפי שווי הוגן או לא, יש גם כאן כמה גישות. אני לא בטוח שבאימוץ של IFRS 17 זאת תהיה שאלה קריטית כמו שהיא היום כי לא תהיה את הבעיה של חוסר ההקבלה אם אתה מודד גם את ההתחייבות לפי ריבית שוטפת וגם את הנכס לפי ריבית שוטפת.

שלומי שוב

דני אפילו נהפוכו, צריך שלפי IFRS 9 זה יהיה לפי שווי הוגן, כי ההתחייבות חייבת להימדד לפי שווי הוגן.

יהודה גראוס

היום, להבדיל מריבית שוטפת שדני מדבר ב-IFRS 17, בסולבנס, ב-EV, הכל זה ריבית משוקללת. האג"ח אצלו משוערך, חלקה בתיאורטי וחלקה בפועל במאזן ועושים היוון משוקלל של התמהיל וכל קרן, סיפור קצת ארוך. בגדול המרווח נכנס להיוון ההתחייבות,

עודד שריג

שזה אומר שזה עקבי אבל לא עקבי עם ה-IFRS, עקבי בשני הצדדים של המאזן אבל לא עם ה-IFRS.

טל כהן

אני חושב שתמיד יש את החשש של כניסת תקן חדש ואני רוצה לחזור לעניין של איך זה ישפיע על העסקים. תמיד יש חשש עם כניסת תקן חדש שהזנב יקשקש בכלב והחשבונאות תוביל את העסקים ככה שהמנהלים יבחרו לשווק מוצרים כאלה או אחרים. אני חושב שזה הרבה מאוד תלוי במשהו שאנחנו פחות עושים, זה בלט גם בכנס של EY. שאלו מי מהקהל הוא מהביזנס? אצבע אחת בכל ה-200 אנשים. זה מאוד תלוי מה החשבונאות הניהולית באותה חברה. כלומר, איך בוחנים את הביזנס בתוך אותה חברה, ואם יתאימו את החשבונאות הניהולית לחשבונאות IFRS 17, זה בוודאי ישפיע על העסקים.

בשורה התחתונה זה איזשהו תהליך שכמובן כל הנוכחים בשולחן מחויבים להכניס את המנהלים, את הביזנס לתוך התקן הזה. הוא בוודאי ישנה עסקים ותהליכים וזה לא בהכרח דבר רע. הרי בכל תקן שיצא יצא, תמיד ימצאו נקודות שאפשר לחשב אחרת בעסקים וזה הולך לשנות עולמות.

צור פניגסטיין

אני רוצה לדבר מהפרספקטיבה של מעריכי השווי. אני חושב שהתקן בסך הכל חיובי. הדבר הראשון הוא קודם כל המעבר לבסיס cash flow, זה תמיד טוב מהפרספקטיבה של מעריכי שווי. דבר נוסף, אם אני מבין נכון את התקן, אז זה קצת מוציא לאור השמש דברים שהיו, לפחות מהפרספקטיבה שלנו, קופסאות שחורות - הנחות האקטואריה, וזה גם דבר טוב. עוד דבר שאני מבין מהתקן הוא שתהיה דווקא תוספת מידע, ועל זה יש לומר - אין דבר כזה עודף מידע. אולי את גברת כהן מחדרה זה לא משמש, אבל לאנליסטים, וודאי למעריכי שווי, זה תורם הרבה. אז כך שבסך הכל אני חושב שזה חיובי. יחד עם זאת, כשהסתכלתי על הסעיפים שמדברים על היוון או יותר נכון על הטיפול בסיכון הביטוחי, קצת נחרדתי, כי זה יותר מידי פתוח אם אני מבין נכון. זה אפילו לא חייב להיות היוון מכירות, זה יכול להיות שווה ערך וודאי, ולכן זה יותר מידי פתוח, ופה זה נראה לי קצת מסוכן.

דני ויטאן

אימוץ IFRS-17
השפעות והשלכות

נקודה שנייה, כמו שאמרנו, למסקנות הביניים שלנו יכולות להיות השלכות על אופן ההתייחסות של הרגולציה בישראל לתקן החדש. זה לא רק רשות שוק ההון אלא גם רשות המסים. כמו שאמיר אמר יש פה שאלות כבדות משקל מבחינת רשות המיסים. ככל הנראה רשות המיסים תלך על גישת העקיבה - אבל עדיין היא תצטרך לקבל החלטה האם היא הולכת לעקיבה או לא לגבי השפעת הריבית, יש פה שאלות קרדינאליות מבחינתה. לדעתי הכל זה הא בהא תליה, כלומר איך שרשות המיסים תסתכל על זה, רשות ניירות ערך, רשות שוק ההון, עד כמה היא תכתיב את הכניסה לתקן. תודה רבה לכולם וקיץ נעים.

אני מסכים עם טל, בכל תקן יש דברים שהם יותר טובים ופחות טובים, בטח הנושא הזה. דבר אחד שחשוב לציין, הוא שסוף כל סוף יש תקן. אני זוכר את כל הדיונים עם אברהם למשל, על כל מיני מוצרים חדשים שיש בביטוח, הרי IFRS 4 לא קובע איך מטפלים בהם. אם התקן יותר טוב או פחות טוב זה נתון לדיון. לגבי ה-risk adjustment, מה שצור אמר, זו מסגרת חדשה לחלוטין. בהצעות הקודמות היו מחשבות להגביל את זה למספר סוגים, ואחר כך חשבו אולי לא להגביל בעקבות הערות שהתקבלו. חשוב להבין בקונטקסט הזה שאנחנו בעצם עוברים לתקופה חדשה שקבלת ההחלטות כן תהיה כפופה למסגרת כלשהי. המסגרת תהיה נתונה לפרשנויות כאלו ואחרות. אגב, ה-IASB מקים עכשיו TRG ספציפי לטיפול ב-IFRS 17 כמו שהיה ב-IFRS 15 אז יכול להיות שגם השונות בפרקטיקה תצטמצם.

שלומי שוב

הרבה עבודה ליועצים אני מבין, דני.

דני ויטאן

הרבה עבודה ליועצים, לאקטוארים.

שלומי שוב

אני רוצה להגיד, בנימה בסך הכל אופטימית, שאני חייב להודות שהופתעתי. הייתי בטוח שתסקלו אותי באבנים ויחסית יצאתי בסדר וגם אתה אמיר. בסך הכל המגמה היא חיובית, יש ביקורת עניינית וברור שאנחנו צריכים להשתפר. יפיפייה לחלוטין אין כנראה, אין שלמות. אני רוצה לדבר על שתי נקודות לסיום.

נקודה ראשונה, אני חייב להגיד לכם שברמה האישית, מבחינתי, אני מחכה לרגע שאני אוכל ללמד את הסטודנטים את התקן. יש פה בסך הכל מודל קוהרנטי ויפה שניתן להכין ממנו תרגילים וזה יעשה רק טוב. אנחנו חושבים שזה יעביר את הביטוח ממקום נישתי מאוד, לבמה המרכזית.

טופס הצטרפות לרשימת
הדיוור של פורום שווי הוגן

שם משפחה: _____ Last Name: _____

שם פרטי: _____ First Name: _____

מקום עבודה: _____ Company: _____

תפקיד: _____ Position: _____

טלפון בעבודה: _____ Telephone (w) _____

טלפון נייד: _____ Telephone (c) _____

פקס: _____ Fax: _____

דוא"ל: _____ E-Mail: _____

כתובת לדואר: _____ Address: _____

הערות: _____ Comments: _____

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

אנא מלאו את הטופס ושילחו למייל או לכתובת הרשומים מטה.

פורום שווי הוגן, תכנית חשבונאות, בית ספר אריסון למנהל עסקים
המרכז הבינתחומי הרצליה, רח' כנפי נשרים, הרצליה, 46150
טל': 09-9527675
fvf@idc.ac.il, www.fvf.org.il

משתתפי פורום שווי הוגן
תשע"ז

אורן פרנקל	הדר נאות	דודו זקן	דניאל גוטליב	מר דן אבנן
שרון צדיק מימון	מאיר נאמן	גולן זריהן	יקי גולד	נילי אבן חן
ליאור צוברי	זאב נהרי	סאמר חאג' יחיא	מיכה גולדברג	מר עמנואל אבנר
דורון צור	בן נובו שלום	חיים חבין	עמית גונן	ראובן אדלר
שלומית צפלוביץ לוי	שלום סביון	שמרית חזן	גיתית גור גרשגורן	יבגני אוסטרובסקי
ערן צ'רנינסקי	אסף סגל	אסף חמדני	אסתר גילעז רן	מורן אופיר
דוד קאפח	דן סגל	שרון חנס	רוני גינור	מר שריה אורגד
הילה קונפורטי	אודי סדן	אור חרוש	אורי גלאור	אביטל אזולאוס
חיים קידר	עדיט סולברג	נעמה חשמונאי	הילה גלזמן	משה אטיאס
אבי קיסר	אשר סופן	אביעד טביב	אלון גלזר	לילי איילון
כפיר קלדרון	אמיר סוראיה	גיא טביבאן	טרנס גלינגמן	גיא אלדן
רענן קליר	מאיר סלייטר	יגאל טולדנו	אוהד גראובר	דן אלנתן
יוליה רבוי	יניב סליין	אפרת טולקובסקי	יהודה גראוס	אלי אלעל
דוד רביע	לילך סלמה	רוני טלמור	ליאת גרבר	אסתי אלפר
אמיר רגנר	אביה ספיבק	יעקב ידקוביץ	אודי גרינברג	שוקי אמרני
מיכה רוט	דב ספיר	דני ירדני	אמיר ג'רסי	צביקה אקשטיין
רויטל רז	בני ספירשטיין	טל כהן	אבי דגון	מיכה ארד
יוסי רזניק	מר עדי סקופ	זיו כהן	גב' דגנית דניאל	משה ארנסט
מתן רינג	יורם עדן	רונית כהן	שמואל האוזר	עמיחי בומבר
רקפת רמיוולסקי	מר נדב עובד	מיטל כספי	שרון הורוביץ	וסי בכר
ארנון רצ'קובסקי	לוני עוז	עתליה לביד	אמיר הלמר	יהודה בן אסייג
אסף שהם	רוני עופר	אבי לוי	נר הלפרין	קרן בנגלס שגער
שלומי שוב	מיכל עמיר	רם לוי	רונית הראל	דדי בן יחזקאל
מנחם שוורץ	גל עמית	מאיר לוין	איתן השחר	איציק בן מנחם
משה שחף	יניב פגוט	ברכה ליטבק	דן וויס	עידית בן מרדכי
נדב שטיינברג	חנן פוגל	עמיר ליכט	יעל וויס	עידן בן נחום
חני שטרית בכ	ואדים פורטנוי	רפי ליפא	אברהמי וול	אהוד בר
צפי שיף	ענת פילצר-סומך	גל לנדאו-יערי	אורן וולך	דן בר און
גידי שלום בנדור	אופיר פינס	שרית מולכו	אלכס וולקוב	מר אבי בראור
רועי שלם	הילה פלג	טל מופקדי	דני ויטאן	זיו ברומברג
גיא שמעון	עמיר פלד	גיל מור	דן וויס	שלומי ברטוב
קובי שמש	מר אילן פלשו	דקלה מושקוביץ	שלומי וינר	עפרה ברכה
רקפת שני	לורן פלקס	שגיא מזרחי	אביטל וינר צוהר	עופר ברנדט
זיו שנפ	צור פניגשטיין	שגיב מזרחי	שמוליק וינשטיין	אמיר ברנע
יהלי שפי	גד פניני	ירמי מילגרם	אריה וירצבורגר	נבו ברנר
רן שפרינצק	אברהם פרוכטמן	ברק מימון	נטע ורדי	יוסף ברסי
עינת שפרלינג	הילה פרלמוטר	רון מלכא	עמית ורדי	בני גבאי
עודד שריג	דורון פרלשטיין	נר מרדכי	יעקב זיצר	משה גדנסקי
	אריק פרץ	אופיר נאור	נר זכלינסקי	איתי גוטליב

תשע"ו

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

תשע"ה

- מפגש דיון יוני 2015: PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני על רואי החשבון?
- מפגש דיון מאי 2015: "הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי או מתמשך?"
- מפגש דיון מרץ 2015: "אי תלות של מעריכי שווי: קריטריונים והשלכות".
- מפגש דיון פברואר 2015: התנגשות בין משפט, חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין התחייבות להון".
- מפגש דיון ינואר 2015: "תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי ניירות ערך".
- מפגש דיון דצמבר 2014: האם הפער בין סולם דיוג מקומי לסולם דירוג גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על סוגיית השוק העמוק?

תשע"ד

- מפגש דיון יולי 2014: "דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?"
- מפגש דיון מאי 2014: האם קיים שוק עמוק לאג"ח קונצרני בישראל?
- מפגש דיון אפריל 2014: "השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי חשבון על איכות המידע בשוק ההון".
- מפגש דיון פברואר 2014: "חוק הריכוזיות: השלכות על הדוחות

הכספיים".

- מפגש דיון ינואר 2014: "שווי הוגן: קביעת ניכוי ראוי בגין העדר סחירות (לרבות סחירות נמוכה) ומניות מיעוט".
- מפגש דיון נובמבר 2013: דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם: תועלת מול עלות.

תשע"ג

- מפגש דיון יוני 2013: פרמיית שליטה בעידן IFRS 13: מהי והאם היא בכלל קיימת?
- מפגש דיון מאי 2013: חשבונאות וכלכלה: כיצד לבסס ומהו הקשר בין סולבנטיות, כושר פירעון והערת עסק חי.
- מפגש דיון אפריל 2013: הפרשה ו-Recovery של חובות פגומים במערכת הבנקאית: האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את המציאות העסקית וההתפתחויות בשווקים?
- מפגש דיון מרץ 2013: תפקיד המומחה בהסדרי חוב - היבטים מימוניים.
- מפגש דיון פברואר 2013: בין החשבונאות לשוק - האם חברות הביטוח מתומחרות בחסר?
- מפגש דיון ינואר 2013: כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן שלאחר תיקון 20?
- מפגש דיון דצמבר 2012: השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון הרגולטוריות: השלכות כלכליות
- מפגש דיון נובמבר 2012: שיעור ההיוון של התחייבויות ארוכות טווח לעובדים.

תשע"ב

- מפגש דיון יוני 2012: הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני אזהרה בדוחות הכספיים.
- מפגש דיון מאי 2012: שימוש ב-FFO לצורך הערכת חברות נדל"ן מניב מול מודל ה-IFRS (NAV).
- מפגש דיון אפריל 2012: מבחני חלוקת דיבידנד: חשיבה מחודשת.
- מפגש דיון פברואר 2012: מערכת היחסים במשולש: מעריך השווי - רואה החשבון המבקר - רשות ניירות ערך והשלכותיה על נאותות ההערכה ואחריות החותם.
- מפגש דיון ינואר 2012: מודל מרווח הוגן - שווי הוגן של נכסי חוב לא סחירים.
- מפגש דיון דצמבר 2011: היררכית שווי הוגן ושוק פעיל, תוך התמקדות בהצעת רכש כפויה ומיזוג משולש הופכי.
- מפגש דיון נובמבר 2011: הערכות שווי ופרמיית סיכון במבנה בעלות פירמידלי תוך בחינת האספקטים החשבונאיים, המימוניים והממשקים שביניהם.

לינק לרשימת דיונים משנים קודמות

<https://www.idc.ac.il/he/specialprograms/accounting/fvf/pages/summaries.aspx>

תכנית חשבונאות



על הפורום

פורום שווי הוגן (Fair Value Forum - FVF) הוקם בכדי לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בסוגיות מקצועיות הקשורות לשוק ההון. לצורך השגת מטרה זו, הפורום משמש כקבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק, כפלטפורמה לשיתוף ידע מקצועי בתחום וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשתמשים בדוחות.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורונ"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים, הוקם במסגרת התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה.

הפורום, שמקיים מפגשים חודשיים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל.

חברי הפורום מהווים אינטגרציה הבאה לידי ביטוי במספר מישורים: חיבור בין אקדמיה לפרקטיקה, חיבור בין השחקנים השונים לרבות מדווחים, אנליסטים ורואי חשבון מבקרים, חיבור בין תחומי הידע השונים הקשורים להערכות השווי ההוגן החשבונאיות, לרבות אקטואריה ושמאות.

לאתר הפורום: www.fvf.org.il