

פורום שווי הוגן (FVF)
Fair Value Forum

מכון הפניקס
לחקר שוק ההון

אוניברסיטת
רייכמן

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

סיכום פעילות השנה האקדמית תשפ"ו

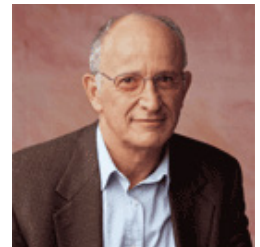


דבר מייסדי הפורום

סיימנו את השנה עם האתגרים הרבים שנוצרו לאור סביבת שער החליפין החדשה של הדולר. החל מהסיבות למצב הייחודי שנוצר בישראל בשנה האחרונה, לרבות בהקשר של הגופים המוסדיים וההיקף החריג באופן יחסי של כספי החסכון ארוך הטווח בישראל, דרך שאלת הצדקת מעורבות של בנק ישראל בקביעת השער ועד להתמודדות עם ההשלכות על מגזר ההייטק שהוא קריטי לכלכלה הישראלית.

ברצוננו להודות לגב' רקפת שני על תרומתה המקצועית לפורום ולהביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום שמורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות AccountTech באוניברסיטת רייכמן. תודה מיוחדת לדניאל אלביליה אשר סייעה בעריכת חוברת זו.

בימים אלה, אנו מסכמים שנה אקדמית נוספת לפעילותו של פורום שווי הוגן באוניברסיטת רייכמן שהחל לפעול השנה תחת מכון הפניקס לחקר שוק ההון.



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

את השנה התחלנו בדיון ביחד עם רשות ניירות ערך והבורסה לניירות ערך וכן נציגי החברות הדואליות בנוגע להצעה של ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI). לכל שינוי כזה שמלווה באינספור של אינטרסים ופוליטיקה בזירה הגלובלית יש השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל.



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

במרכז הדיונים השנה עמדה מטבע הדברים מהפכת ה-AI. דיון אחד עסק בשאלה האם קיימת בשוק ההון העולמי בועת AI ואופן קבלת החלטות המוסדיים על השקעה במניות הרלוונטיות. דיון שני עסק במישור אחר והוא ההשלכות של ה-AI על הסקטור הפיננסי. בין היתר השתתפו הרגולטורים הפיננסיים והציגו את דוח הוועדה היעודית שהוקמה לנושא ויחד עם נציגי התעשייה הפיננסית עסקנו בשאלה כיצד יראו השירותים הפיננסיים בעתיד ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים בסקטור? אין ספק שאנחנו רק בתחילתה של המהפכה ולכן האתגר האסטרטגי של התעשייה הפיננסית ושל הרגולטורים הוא עצום.

במהלך השנה דנו בדוח ועדת חמדני בנושא השינויים המוצעים בדיווח התקופתי בישראל. הדיון שבו השתתפו נציגי החברות המדווחות וכן ספי זינגר, ראש רשות ניירות ערך ופרופ' אסף חמדני, יו"ר הוועדה, התמקד בשאלה עד כמה השינויים המוצעים הם באמת מספקים והאם הוועדה לא הייתה צריכה ללכת עוד צעד קדימה לטובת גישת ההנהלה.

נושא נוסף שהיה על סדר היום השנה נגע להצעה הממשלתית לסבסוד המשכנתאות בעקבות עליית הריבית. בדיון השתתפו בין היתר פרופ' אבי שמחון, ראש המועצה הלאומית לכלכלה וכן נציגים בכירים של בנק ישראל ומשרד האוצר. הפורום הביע ביקורת "מקיר לקיר" על ההצעה שעמדה בניגוד לכל היגיון כלכלי וסביר. יש לציין כי סמוך לאחר הדיון החליטה הממשלה לגנוז את ההצעה.

תוכן העניינים

עמוד

4	<u>סיכום מפגש נובמבר 2025: "הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"</u>
24	<u>סיכום מפגש דצמבר 2025: "האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה"</u>
48	<u>סיכום מפגש ינואר 2026: "השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?"</u>
73	<u>סיכום מפגש פברואר 2026: "השינויים המוצעים בדיווח התקופתי בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה שהקימה רשות ניירות ערך"</u>
94	<u>סיכום מפגש מאי 2026: "ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל"</u>
109	<u>סיכום מפגש יוני 2026: "האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"</u>
131	<u>רשימת משתתפים בפורום לשנת תשפ"ו לפי סדר הא'-ב'</u>
133	<u>רשימת דיונים משנים קודמות</u>



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM | FVF

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל".

תאריך המפגש: 3 בנובמבר 2025

נושא המפגש: "הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחצו כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחצו כאן](#)

צוות מקצועי: דניאל אלביליה, טוהר זיני, ניר פלד, דותן פרידמן

שלומי שוב

ואילך את ה-FPI מהדרישות שמוטלות על הדומסטיק. ניתן לראות את זה למשל דרך אלביט מערכות שהיא הרביעית בגודלה בבורסה בתל אביב מבחינת שווי שוק (כ-75 מיליארד שקל), אחרי לאומי, הפועלים וטבע (שהיא דואלית אבל דומסטיק). נשמע לכם הגיוני שהיא לא נדרשת לפרסם דוחות כספיים רבעוניים? היא אמנם מפרסמת וולונטרית את התוצאות הרבעוניות באופן מצומצם מאוד ללא ביאורים, אבל עדיין זה מצב מוזר ביותר. רוב ה-FPI הישראליות אפילו לא כוללות בדיווח הרבעוני המצומצם - וגם לא בדיווח החצי שנתי שכן נדרש על ידי הבורסות האמריקאיות - את דוח התזרים וכמובן שהמידע לא נדרש להיות סקור. בקיצור, דוחות כספיים רגילים יש רק בשנתי.

ישראל אגב "מככבת" בנייר הזה, ובטח גם ראיתם בחומר הרקע ששלחנו את הנתון המדהים על כך שישראל, היא "היצואנית" השנייה בגודלה בעולם בארה"ב - שוק ההון הגדול בעולם, זה אחרי סין שהנתונים שלה חבוים בעמודה של "מקלטי המס" בקיימן. זאת תעודת כבוד למרות שמהזווית הזאת משתמשים בנו לכאורה כדוגמה פחות טובה..מה שנקרא "צרות טובות"

החשש של האמריקאיים הוא שהרגולטורים המקומיים פחות מתעניינים ב-FPI - והם מציגים נתון לפיו מבין 97 החברות הישראליות בארה"ב (כמחציתן דואליות) - כ-60% מבצעות פחות מ-1% ממחזור המסחר שלהם מחוץ לארה"ב. רון קליין, סמנכ"ל

בוקר טוב, אנחנו פותחים הבוקר את השנה ה-15 לפעילות של פורום שווי הוגן ועוסקים במסמך של ה-SEC בנושא בחינת שינוי הגדרת מנפיקים זרים בארה"ב-FPI. זה נושא מרכזי ביותר עבור ישראל כי כולנו מבינים את המשמעותיות של החברות הדואליות בבורסה הישראלית, אפילו עד כדי תלות. אני חייב להגיד לכם, גם אם זאת לא דעה פופולרית כאן בחדר הבוקר, שאני מאוד מבין את הרציונל והכיוון של ה-SEC שהוא דאגה מכך שעל רקע דרישות רגולטוריות מעטות במדינה הזרה, אם בכלל, ההקלות האמריקאיות המשמעותיות ל-FPI יכולות להוביל לפגיעה במידע שמקבלים המשקיעים - כמובן שאכפת להם מהמשקיעים האמריקאים אבל אני חושב שזה נכון באותה מידה גם למשקיעים בישראל. אני זוכר שתמיד אמרנו שה-FPI "נהנים" מכל העולמות, כמו ילד להורים גרושים שכל הורה חושב שאצל השני הוא מקבל את העונשים... אז גם אם השמועות כי המהלך הזה נועד כדי "לדפוק" את הסינים, בעידן מממשל טראמפ נכונות, יש כאן באמת בעיה ונאמר את האמת - ידענו עליה כל השנים..

אגב, המגמה האמריקאית בשנים האחרונות די ברורה, אפשר לראות שההחלטות הדיווחיות האחרונות של ה-SEC, לרבות בהקשר של הגילוי על סיכוני האקלים שבסוף לא נכנס היא שלא להחריג מכאן

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

שיקולים. והם יכולו לעשות מעברים לאור שיקולים חשבונאיים - כמו למשל במקרה של כן-פייט (ביופארמה) שעברה לפני מספר שנים מ-IFRS ל-USGAAP.

אז זה נכון שיש הרבה יותר דרישות דיווח ודרישות רגולטוריות נוספות לדומסטיק (כמו דוחות רבעונים, דד ליינים קצרים יותר, דיווחים מיידיים ודרישות גילוי) אבל זה הרבה מעבר לזה - זה DNA של ממשל תאגיד ואחריות מנהלים שלא ניתן באמת לרשום אותו במסמך מסודר. דומסטיק זאת התנהלות אמריקאית לכל דבר ועניין על היתרונות והחסרונות שבעניין. לא נעים לי להגיד אבל זה קודם כל ממשל תאגיד - זאת גם העובדה הבסיסית שהחשבונאות היא של החברה, כאשר רואה החשבון הוא רק המבקר ולא יכול לעשות הכל כמו בישראל...

ה-SEC הוא גוף אימתי וריסטיימנט זה הסיט של כל מנכ"ל אמריקאי כל מי שמכיר יודע ש-CEO אמריקאי מעדיף כבר כשולן עסקי מאשר ריסטיימנט. מה גם ששוק ההון האמריקאי מעניש מיד את המניה בחומרה ובקיצוניות. סתם קוריוז. אחד המנהלים הבכירים ביותר של החברות האלה שפועלת ברחבי העולם אמר לי שהוא חושש לתת "טיפ" של דולרים ספורים במדינות מסוימות באפריקה כדי לא להסתבך ואתם מבינים...

אז בואו נדבר עכשיו גם על האפסייד כי יש כזה בהחלט. להחלטה אם להיות מנפיק זר או מקומי יש גם השפעות כלכליות-עסקיות משמעותיות. זה נובע מכך שהדומסטיק מגדיל משמעותית את רמת הסחירות בארה"ב. תראו למשל את ההבדלים בסחירות בין שתי חברות ישראליות בעלות פעילות דומה: חברה כמו אורמת (שווי שוק 6.4 מיליארד דולר) שהיא כיום דומסטיק לבין חברה כמו אנלייט (4.6 מיליארד דולר) שהיא FPI.

בדקנו לצורך הדיון את נפח המסחר הממוצע בשלושת החודשים האחרונים שמצאנו שבאורמת הוא היה גבוה כמעט פי עשרים מזה של אנלייט - לשם המחשה היקף המסחר הכספי ביום של אורמת מגיע לכ-53 מיליון דולר לעומת פחות ממיליון דולר באנלייט. כאשר בוחנים את היחס בין נפח המסחר לשווי השוק, הפער מתחדד עוד יותר - אורמת נסחרת בהיקף של כ-0.8 אחוז משווי ביום, בעוד שאנלייט עומדת על כ-0.02 אחוז בלבד.

אגב, נתון מעניין נוסף הוא המסחר בישראל - ניתן לראות שכאן המצב הוא הפוך בין החברות - עשירית מהמסחר באורמת, במספרי מניות, הוא בישראל ופחות מעשירית מהמסחר באנלייט הוא ב-NASDAQ וזה בדיוק העניין של שוק עיקרי מול שוק משני.

המחלקה הכלכלית של הבורסה - תכף יציג נתונים יותר ברורים בנושא שהם הכינו לצורך הדיון הבוקר.

בפני הסטודנטים שלי אני בכלל מכנה את הסדר הרישום הכפול הישראלי שחוקק בתחילת שנות ה-2000 כחוק "אנטי אגו". צריך לזכור שהוא חוקק עוד לפני המעבר של ישראל ל-IFRS ובזמן שהאמריקאים עדיין לא הכירו ב-IFRS עבור מנפיקים זרים. אז בכלל עוד לא ידענו שהעולם החשבונאי יהיה דו מעצמתי כמו שהוא היום. אני בכלל לא בטוח שאם היה מחוקק כעת, ואדרבא כעת עם הכיוון האמריקאי החדש, הוא היה נראה אותו דבר... בשורה התחתונה, אני חושב שדרישות בגילוי והפיקוח צריכים להיות לפי הגבוה מבין הדרישות מ-FPI לבין הדרישות מחברה ציבורית ישראלית, לא סביר לי שזה יהיה פחות מזה כי המצב היום הוא של תת דיווח ותת אכיפה.

ההכרה של ה-SEC ב-IFRS עבור מנפיקים זרים ב-2008 היתה אירוע בקנה מידה היסטורי בחשבונאות, ובואו נגיד ככה שממשל טראמפ כעת משתמש במנוף הזה היטב כדי לעצור את נושא הגילוי על סיכוני האקלים ב-IFRS. יו"ר ה-SEC פול אטקינס הודיע לאחרונה בנאום שהם יבטלו את ההכרה הזאת אם ה-IFRS ימשיך לקדם את הגילוי על סיכוני האקלים ובכלל את ה-ESG. בכלל אנחנו עדים בשנה האחרונה לחיבור בעייתי של פוליטיקה לחשבונאות - החקיקה של ממשל בידן על גילוי על סיכוני אקלים בארה"ב לרבות בתוך הדוחות הכספיים נעצרה ובקריפטו הכיוון הוא הפוך.

מעניין לראות, שלמרות האפשרות של ה-FPI הישראליות לבחור האם לדווח לפי גאפ אמריקאי או IFRS, הרוב בוחר בגאפ האמריקאי. בהערכה גסה כשני שלישי מהחברות הישראליות הדואליות שמסווגות כ-FPI בוחרות לדווח לפי USGAAP ולא לפי IFRS. חברות דואליות כאלה שמיישמות IFRS הן למשל, אבוג', קמהדע, אנלייט, ICL ופורומולה.

יש לזה מגוון סיבות שמתחילות בכך שהרבה חברות נסחרו עוד לפני 2008 בארה"ב וגם מרביתן חברות טכנולוגיה שה-USGAAP מקובל בענף. אבל יש כאן גם שיקולים נוספים וזה משתנה פר חברה. אני מכיר אישית גם מספר מקרים נקודתיים של העדפות לכל כיוון בגלל הפער בכללי החשבונאות עצמם שהיו יותר נוחים לחברה - למשל פוש-דאון אקאונטינג, סיווג תשלומי ריבית בפעילות מימון בדוח תזרים, רישום הון במקום התחייבות וכו'.

מעניין לראות שגם חברות ישראליות לא דואליות שהן FPI מיישמות IFRS כמו למשל איטורו, צים, וזה רק מעיד על כך שיש מגוון של

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

לסחירות מינימאלית במדינה הזרה + רגולציה מקומית מינימאלית או לחלופין הקשחת הדרישות מ-FPI, כי לא גיוני לי שהמצב הנוכחי ימשך גם אם הם יקטינו בהגדרה את הרף של בעלי המניות האמריקאיים ל-30% למשל- הרי הם גם לא ירצו לפגוע באותם 30% אמריקאיים..

וזה להערכתי יוביל לכך שמבחינת החברות הישראליות, תוך תלות בהיקפי במסחר המינימליים שידרשו במדינה הזרה:

1. החברות הישראליות הגדולות שנסחרות בארה"ב, ישקלו מחדש אם לעבור להיות דומסטיק. ואני מבין שזה הסיט של הבורסה הישראלית ושל הכלכלה הישראלית...

2. יתר החברות שעדיין לא רשומות בישראל, ירשמו למסחר בישראל כדי לשמור על סטטוס ה-FPI (השפעה חיובית שתיתן בוסס לבורסה בישראל ויכולה להתחבר גם לשינוי של מסחר ביום שישי...). בהקשר של חברות אלה, אני חושב שאנחנו צריכים לבחון מחדש של הסדר הרישום הכפול - אי אפשר להתחמק מזה

צירפנו לחומר הרקע את תגובת רשות ניירות ערך ל-SEC ותכף גם אופיר מנהל המחלקה הבינלאומית יציג אותה - ובגדול איך שלא הופכים את הניסוחים היפים, אני רואה את זה כסוג של בקשה להחריג את ישראל מכל במהלך וחייב להגיד שקשה לי להאמין שזה יקרה.

אנחנו מארחים היום את כל הגורמים הרלבנטיים ובראשם חברי הנהלת רשות ניירות ערך והבורסה, הציגי משרד האוצר ומשרד המשפטים וכמובן מנהלי החברות הרלבנטיות - אני חושב שיש כאן אירוע משמעותי מבחינת ישראל והכלכלה הישראלית ונשמח לשמוע את כל הזוויות.

אמיר ברנע

בוקר טוב, אני מבין שעיקר הדיון יתמקד בהחמרות של ה-SEC לגבי דרישות דיווח ורגולציה לוקלית מחברות זרות. בכל זאת חשבתי להעלות כמה נושאים כלכליים, בעצם להרחיב את הדוגמה של שלומי בהשוואה בין אנלייט לאורמת. התעוררה למשל השאלה אם משקיע מוסדי ישראלי שנמדד בשקלים ומשקיע במניות אורמת בארה"ב. האם הוא זקוק להגנה מטבעית? התשובה היא לא, כי ארביטרז' ישווה את מחירי המניה. לא כך לגבי אנלייט. נשאל מה השפעת רישום בחול על שווי חברה ישראלית? מצד אחד נוצרת עלות רישום ועלות שוטפת שהיא משמעותית. מצד שני - יכולת גיוס

כך למשל, הגופים המוסדיים מחפשים להשקיע במניה בבורסה שבה יש יותר נזילות - כלומר, באורמת המחיר נקבע בארה"ב והמחיר בארץ מתכנס אליו (אלא אם כן קרה משהו משמעותי בשעות שבהן רק בארץ יש מסחר) ואנלייט מתנהגת בדיוק להפך. זה לא עניין טכני אלא מגורי כי בכל שוק הון יש מכפילים שונים, מגמות שונות - כמו השפעת מלחמה, הורדת ריבית וכו..זה יכול להיות לטובה ויכול להיות לרעה ואני מניח שאמיר תכף יתייחס לסיטואציה המוזרה הזאת

וההסתכלות הכלכלית הזאת מסתדרת בדיוק גם עם ההסתכלות החשבונאית של IFRS 13 לפיה יש לקבוע את השווי הוגן לפי שוק עיקרי - כלומר אם לגוף מוסדי יש השקעה באורמת הוא ימדוד את השווי ההוגן שלה לפי השוק האמריקאי ויתרגם לשקלים ואם יש לו השקעה באנלייט הוא ימדוד לפי השוק הישראלי. אגב, לפי IFRS 13 מותר לבצע התאמה טכנית לשוק העיקרי לפי השוק המשני אם היה אירוע מהותי אחר שעות המסחר בשוק העיקרי.

אני מניח שיש כאן עוד גורמים שמשפיעים, כמו זה שקרנות הנאמנות ותעודות הסל מוגבלות ברוב המקרים לנייר שרשום בישראל ויש גם עניינים טכניים - אין מה לעשות למוסדיים נוח יותר לקנות בישראל - קודם כל טכנית בגלל שעות המסחר, זה שלא צריך גידור (במהות עלות הגידור עצמה כבר מתומחרת בארביטרז' אבל יותר נוח טכנית כשלא צריך לעשות) וכו'.

בשורה התחתונה זה ברור שבראייה של שוק ההון האמריקאי עדיף להיות דומסטיק. שימו לב שכיום חברה שהיא כעקרון FPI יכולה וולונטרית לבחור לדווח כמו חברה דומסטיק - במצב כזה היא מחויבת לכל הדרישות של חברה domestic ללא שום הקלות. פאגאיה למשל בחרה בתקופה מסוימת וולונטרית להיות דומסטיק בכדי להשתתף במדדים ולהימנע מדיסקאונט ועוד מעט נשמע את זה מקרן דנציגר מפאגאיה.

אז יש כאן טרייד אופ' די ברור - היתרונות של שוק ההון האמריקאי שהוא שוק עמוק מאד ובואו - יש כאן יתרון אדיר לא רק מבחינת תימחור אלא גם מבחינת הגמישות העסקית-פיננסית של החברות לגייס הון ואג"ח להמרה בהיקפים גדולים ובמהירות ולבצע עסקאות, כאשר מצד שני נמצאת כאמור "אימת" הפיקוח של ה-SEC. לאור זאת, ולמרות שכרגע מדובר במסמך רעיונות ראשוני, כשאני מנתח את זה אני יכול להגיד לכם מה אני חושב שיקרה בסופו של דבר כי הכיוון הכללי לדעתי ברור.

אני חושב שתהיה הקשחה בהגדרה של FPI - לפחות דרישה

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

את משמעת השוק. אנחנו מתכילים על המצב בכללותו ואז מקבלים החלטה, שדרך אגב, עוברת כמובן את כל הפרוצדורה של ועדת הכספים, ומי שצריך, ומשרד המשפטים, ומשכנעים. זה מושך לכאן, וזה לכאן, ובסוף מתקבלת ההחלטה. ולא במקרה ההחלטה הזאת, התקבלה כחייבית רק בנוגע ל-6 בורסות, וגם בתוך אותם בורסות, רק הרשימות הראשיות.

כלומר, יש פה שכבות של מנגנונים. ובסופו של דבר אנחנו מגיעים למסקנה שמה שטוב למשקיע באותה טריטוריה, טוב בישראל. מה שטוב למשקיע האמריקאי, טוב למשקיע הישראלי. זו בסוף חותמת שאנחנו נותנים מבלי להסתכל עם מיקרוסקופ באופן ספציפי ומנותק על כל אחד מהסעיפים או מהתקנים. זה באופן כללי על הרישום הכפול.

עכשיו, ספציפית בנוגע לרישום הכפול האמריקאי, אני חושב שגם מבחן התוצאה תומך בסופו של דבר בהחלטה שהתקבלה לפני כ-20 שנה. ב-20 שנה האחרונות, כשמסתכלים על הרקורד של חברות דואליות שהגיעו מהשוק האמריקאי, על אף כל מה שאמרתי, לא היו בהן יותר הפרות מחברות מקומיות, המשקיעים הישראלים לא ניזוקו, גם כשהם ניזוקו היו מנגנונים מפצים, ואפשר להיכנס עכשיו לדיון על כל הפסיקות וכללי האחריות וכללי הגילוי, אני לא נכנס לזה. אבל גם באותם תביעות שהישראלים הגישו פה, הם פוצו, כלומר זה התנהל בצורה טובה.

גם האמריקאים, דרך אגב, בעמדה שהם הגישו ושעומדת במרכז הדיון היום, אין להם טענה עובדתית שהחברות האלה פחות טובות. לדעתי הפוך אפילו, ראיתי נאום של אחד הקומישינרים בו הוא אמר אפילו הפוך, שהן לא פחות בטוחות בהקשר של האכיפה ושל הפרות. זה באופן כללי לגבי הרישום הכפול.

עכשיו, בנוגע לעמדה של רשות ניירות ערך. קודם כל, אנחנו הרגולטור היחיד מכל המדינות שהגישו עמדה רשמית ל-SEC באופן שהוא מזהה. כלומר, היו רגולטורים שכנראה דיברו איתם, אבל עמדה על השולחן, אנחנו היחידים שהגשנו. כמובן שיש לנו גם קשר השוטף איתם בערוצים האחרים. ובשתי מילים, מה שאנחנו אומרים הוא שאותם הדברים שהאמריקאים מוטרדים מהם, אותם השינויים שהתרחשו ב-20 השנים האחרונות, הם לא רלוונטיים לקבוצת החברות הישראליות.

לא בגלל שהן ישראליות. העמדה שלנו היא עיוורת בהקשר הזה. אמרנו להם: הבעיות שהצבעתם עליהן, הטרנדים שאתם מוטרדים מהם, הם לא רלוונטיים אלינו. למשל, הם מוטרדים מחוסר הלימה

הון בעתיד, נראות, נזילות עקב גידול בסחירות וניצול פערי מכפילי שווי, רווח והון ככל שעיקר המסחר הוא בחו"ל.

הפער במכפילים מוצג לעתים כסיבה עיקרית. יש להדגיש שאם קיים פער הוא מבוסס על הנחה של שוק גלובלי שאינו יעיל עקב מגבלות אינפורמציה מטבע ואנליזה. הרי עקב הפער משקיע אמריקאי היה רוכש מניות במכפילים נמוכים בישראל בלי קשר לרישום דואלי. כנראה שהשוק הגלובלי היעיל אינו קיים ודומיננטית הנטייה לרכוש "בבית" המוכר. נחזור לדוגמה של אנלייט ואורמת. האם על פי פערי המסחר ביניהן שהציג שלומי יהיו גם פערי שווי? לא בשוק גלובלי יעיל, כן בשוק מפוצל עם מגבלות, זהו כנראה השוק הגלובלי הנוכחי.

אופיר אייל

אולי כדאי קודם להגיד כמה דברים על הרישום הכפול, אפשר תמיד לעשות זום אין לתוך הסדר ספציפי, על כל אחת מהרגולציות שהכרנו בהן, ואז להשוות אותה האם הגילוי פה הוא יותר מהגילוי בישראל או פחות, או שהממשל התאגידי הוא יותר או פחות. אז, כל פעם נצא פעם אחת לצד הזה ופעם לצד ההוא. יש מקרים, דרך אגב, יותר "גרועים" ממה שאתה תיארתי, מול בורסות או רגולציות שהכרנו בהם. כמו אולי בהונג קונג או בסינגפור, יש בורסות שהכרנו בהן ואין באותם מקומות אכיפה פרטית דוגמת תביעות נגזרות או ייצוגיות.

אוקיי, ואז ניתן להגיד איך אתם מאפשרים למשקיע הישראלי להיות במצב שיכול להיות שהוא יקנה מניה, תהיה שם הפרה של חובת הגילוי או הפרה אחרת והוא לא יוכל בכלל למצות את זכות הגישה לערכאות. אז זה נכון /שבכל אחד מהסדרים האלה, אם אתה בוחן אותם בזכוכית מגדלת, אתה תגיע לתשובה מסוימת. אבל זאת לא התפיסה שלנו של הסדר רישום הכפול בכלל, וודאי לא האמריקאי שהוא הוותיק שבה.

התפיסה שלנו היא תפיסה יותר הוליסטית או כוללת. אנחנו באים לבחון רגולציה זרה בכללותה לצורך הסדר הרישום הכפול. לפני שאנחנו מצרפים בורסה להסדר הרישום הכפול, אנחנו עושים דיו דיליגנץ עמוק לאותה טריטוריה. אנחנו בוחנים גם את כללי הבורסות וגם את כללי הממשל התאגידי וגם כללי הגילוי, וגם נוסעים לשם ומשוחחים עם הגורמים בממשלה ועם הגורמים בשוק. אנחנו בוחנים גם את הרגולציה, וגם את חוזק הפיקוח, וגם

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

אני חושב שאין בעיה.

לכן אנחנו שיקפנו בעמדה שהשינוי בהגדרה לא אמור לחול על חברות שיש להן את אותם מאפיינים שהזכרתי כרגע. הן יכולות להיות ישראליות, הן יכולות להיות ממקומות אחרים עם אותם מאפיינים. והסיבה היא שיש שכבות הגנה אחרות. אנחנו אמרנו שכשמשתכללים על הקשיים שהם מתארים, ועל הדרכים שהם מציעים לפתור אותן, צריך להיזהר לא לשפוך את התינוק עם המים. פה דיברתי על הזווית הישראלית, ועל הזווית האמריקאית שגם אותה הזכרנו - מה יכול לגרום בתרחישים מסוימים. אני לא נכנס לתרחישים: איזה אופציה שהם יבחרו תגרום למה, כי יש פה מטריצה שהיא מורכבת. למשל, אם זה יהיה אחוז מינימלי של מסחר, אז זה יכול להוביל לכיוון אחד, ואם הם ידרשו רגולציה גילוי נוספת, זה יכול להוביל לכיוון הפוך. אז זה יכול ללכת לכל מיני כיוונים, אני לא נכנס לזה. אבל שיקפנו להם שההצעות שלהם קצת רחבות מדי בהקשר הזה, שהם יתפסו בהן גם חברות שלא התכוונו לתפוס, כי הן חברות טובות, חלקן מובילות שוק, שהגיעו לשוק האמריקאי מטעמים עסקיים, וחבל להקשות עליהם, בהינתן המצב שלא חסרות פה רגולציות, או אפילו במצב היותר חמור אולי, שהן יגרעו מהשוק וילכו לזירת מסחר אחרת.

אולי עוד נקודה אחת שלא נגעת בה וכן עלתה בשאלות לדיון, זה ההסדר הקנדי, MJBS. מדובר בעניין קצת שונה, אבל הוא בכל זאת הוזכר בנייר שלהם, ואנחנו גם הזכרנו את זה בנייר שלנו. רק שלא יהיה בלבול, כי בחלק מהמקומות המובן כאילו הצענו שזה יהיה במקום האופציה של ה-FPI. זאת אינה הכוונה, אלא כאופציה חלופית ומתווספת.

בהקשר הזה אנחנו חושבים שאם באמת על השולחן של האמריקאים יש כוונה להרחיב את ההסדר, אז ישראל היא מועמדת רלוונטית. במקרה כזה, לחברה ישראלית יהיו - כמו שלחברה קנדית יש - שלוש אופציות להיכנס לשוק האמריקאי - יכולה להיות Domestic אמריקאית, היא יכולה לבוא כ-FPI, ויכולה לבוא כ-MJBS על בסיס הרגולציה המקומית. אנחנו רואים את עצמנו כמועמד מתאים בגלל איכות הרגולציה ובגלל הקשרים בין המדינות.

רון קליין

הזווית של הבורסה היא מן הסתם הזווית של החברות. מה שמעניין אותנו זה הנושא של החברות הדואליות ספציפית ואיך זה עשוי

בין מקום ההתאגדות לבין מקום ניהול העסקים או מקום ההנהלה או מקום הנכסים. זה דבר שלא רלוונטי בחברות הישראליות - הם בעצמם אומרים, בטבלאות זה מוצג, 97 מתוך 103 חברות הישראליות, הן חברות שיש הלימה בין מקום ההתאגדות למקום ניהול העסקים.

דבר שני, הם מוטרדים מחוסר רגולציה במדינת המקור, כן? אתה קצת נגעת בזה. אם מישהו קורא את העמדה שלהם, רואה שתמיד הם משתמשים במילים - 'disclosure or other regulation'. אמנם נכון שאי אפשר להתווכח שחברות ישראליות דואליות זה, כמובן, הן מתנהלות רק לפי דיני הגילוי האמריקאים, ולא חלים עליהן דיני הגילוי הישראליים, ולא צריך לגלות פה שום גילוי נוסף. אבל לגישתנו, כפי שהזכרנו גם בעמדה, יש רגולציה אחרת, פריפריאלית, בין אם מדובר בממשל תאגידי, או פיקוח שוק, או בקרת מסחר אצלנו, או שכבות אחרות שנותנות עוד שכבה של הגנה. וכאמור, גם לגישת האמריקאים הם מדברים על היעדר גילוי או רגולציה אחרת, שבטריטוריות אחרות אנחנו יודעים, בקיימן או ב-BVI, הכללים האלה לא קיימים.

השכבה של ממשל תאגידי, היא חלה גם על חברות ה-FPI הישראליות, וגם בהינתן תקנות ההקלות וכו'. גם מה שנותר על אותן חברות, הוא נותן שכבה משותפת. הם מצביעים על שינוי מטריד במגמה ב-20 שנה האחרונות. כל זה מתקשר למה שאמרתי קודם. מצלצל להם איזה פעמון כאילו עושים פורום שופינג, או שיש חברות ממקומות מסוימים שמנסות להימנע מהרגולציה. אצלנו זה לא המצב. כשמשתכללים לפני 20 שנה, על חברות ישראליות שרשומות כ-FPI, ומסתכלים עכשיו - אותו מספר. כמובן שהייתה תחלופה, אבל המגמה לא השתנתה. יש עקביות. מדובר בחברות ישראליות אותנטיות עם עסקים אמיתיים. לא נעשה מהלך של פורום שופינג. האמריקאים מציינים בעמדה קושי באכיפה מול חברות FPI. שזה דרך אגב תמיד נכון - כשיש ככה אירועים אקסטרטוריאליים אז יש מורכבות באכיפה. אבל דווקא בהקשר הזה, יש לנו ולאמריקאים שת"פ מעולה - אנחנו והאמריקאים שותפים ב-MMOU של IOSCO, וגם ב-MMOU, שזה ההסכם המורחב שיש רק מדינות מעטות שחברות בו. חלק מאוד מאוד גדול של הסיוע שאנחנו נותנים מכוח ההסכמים האלה במחלקת החקירות שלנו, הוא מול האמריקאים, כולל הודעות לתקשורת שהם מוציאים ומשבחים את שיתוף הפעולה. לא נתקלנו בשום בעיה בהקשר הזה, ויש לנו נכונות ויכולת לסייע בהליכי אכיפה אקסטרטוריאליים. אז גם פה,

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

להשפיע עליהן.

נתחיל אולי קצת בלהבין על מה אנחנו מדברים, נכון להיום אנחנו רואים 96 חברות ישראליות שנסחרות בוול סטריט, כשאנחנו אומרים ישראליות אנחנו לא מתכוונים שהמקומים שלהם ישראלים או שיש להם זיקה לישראל, אלא שהן מאוגדות בישראל. זו לפחות הזווית שה-SEC הציג בנייר.

מתוך ה-96 האלה, 62 נסחרות בארצות הברית בלבד ו-34 חברות הן חברות דואליות. אנחנו מכירים שיש קרוב ל-50 חברות דואליות בשוק, הפער בין המספר הזה לבין ה-34, זה בעצם חברות שהן דואליות אבל לא נסחרות בארצות הברית, אז מטבע הדברים הרפורמה לא אמורה להשפיע עליהן. בנוסף, ישנן חברות שהן דואליות ומאוגדות בארה"ב ולכן גם עליהן לא צפויה להיות השפעה, ויש את טבע שהיא אומנם מאוגדת בישראל אבל היא דומסטיק. כשמנטרלים את כל אלה בעצם מגיעים ל-34 חברות שהן במוקד.

שלומי שוב

זאת אומרת מה שאתה אומר שרק שליש מהחברות הישראליות שנסחרות בארצות הברית נסחרות גם פה בארץ?

רון קליין

נכון, עכשיו בקרב אותן 34 חברות דואליות, כאן אני מתחבר לנושא שאתה הזכרת של מחזורי המסחר, כי באמת יש איזושהי הנחת עבודה, ומי שקורא את הנייר מריח ריח מאוד מאוד חזק של, כמו שאתה אומר, שהמסחר בשוק הבית יהווה שיקול משמעותי. אז קודם כל נגיד שמתוך ה-34 הדואליות, בערך 10 חברות הן חברות שכלולות במדד תל אביב 125, 7 בתל אביב 35 ועוד 3 בתל אביב 90, ויש לזה משמעות, אני גם תכף אסביר למה.

כלל החברות שכלולות במדד תל אביב 125, הן חברות שתהיינה "מוגנות" בפני הרפורמה, אם הדרישה תהיה של 10% (מסחר בבורסת "הבית"). כלומר, אם אנחנו מסתכלים על דואליות שנסחרות בתל אביב ושהן ישראליות, ובהנחה שתהיה דרישה של לפחות 10% (שהיא לא בסף הנמוך, כי נתנו ניתוחי רגישות של 1%, 3%, 5%, אז אנחנו הולכים ל-10%), שזה רף מכובד. כלל החברות הדואליות שנסחרות היום במדדים המובילים, הן חברות שיש להן את האחוז הזה, כלומר, לפי ההצעה, או אחת הדרכים שאפשר

לפרק את ההצעה, זה לא יחול עליהן.

אם אנחנו מסתכלים על שנת 2024, היו למעשה רק שתי חברות עם שיעור מסחר בתל אביב שהוא נמוך מ-5%, ורק שלוש חברות עם שיעור מסחר שנמוך מ-10%.

אם הולכים לשיעורי מסחר האלה של חמישה, עשרה אחוז, כל החברות הדואליות, כמעט כולן, הן בעצם כאלה שאפשר לראות אותם כמי שיש להן שיעור מסחר משמעותי בבורסה בשוק הבית. ולכן הרפורמה לא אמורה לחול עליהן.

עכשיו, זה לא כל כך מפתיע, כי כשאנחנו מסתכלים על שיעורי מסחר בין בורסות, אנחנו רואים שבממוצע, אנחנו מדברים פה על ממוצע פשוט של מספרים, 40 אחוז מהמסחר של חברה דואלית מתבצע בבורסה בתל אביב, שזה היקף מאוד מאוד משמעותי. הסיבה לזה היא מן הסתם גם התפתחות מדדי הדגל. אנחנו רואים שבעצם אותן חברות ישראליות לא נמצאות במדדים משמעותיים בארצות הברית, ובבורסה בתל אביב הן נכנסות למדדי דגל.

למעשה, כל הכסף שעוקב אחרי אותם מדדים, אם ניקח סתם חברת טכנולוגיה שהיא בתל אביב 125, תל אביב 90 או 35 וכן הלאה. זה מה שאנחנו קוראים לו ביקושים כבושים שיש לחברה שנמצאת כאן, שזה ביקוש שיכול להגיע למאות מיליוני דולרים, ואז המשמעות של זה היא מחזורי מסחר אטרקטיביים, זה בעצם נגזר מזה שלצד היותך זנב לאריות, אתה גם ראש לשועלים ואתה נמצא בעצם במקום שבו יש הרבה יותר ביקוש ותשומת לב לנייר שלך.

עוד משהו מעניין לשים לב, זה שכשאנחנו מסתכלים על חברות דואליות, דווקא החברות הגדולות יותר, הן אלה שתהיה להן יותר הגנה. זאת אומרת, ככל שה-SEC, יעלו את הרף של הדרישה למסחר בשוק הבית, ככל שהחברה גדולה יותר, שיעור המסחר בה גבוה יותר, בשונה ממה שהיה אפשר לחשוב.

זאת אומרת, היה אפשר לחשוב שדווקא חברות קטנות, אף אחד לא מסתכל עליהן בוול סטריט, וכאן בתל אביב מאוד נוח להן, ולכן הן יהיו המרוויחות העיקריות. דווקא לא. דווקא החברות של מיליארד דולר ומעלה יהיו המרוויחות העיקריות (מרישום כפול בהקשר הזה). ושוב, הסיבה לזה היא שאותן חברות כאן נכללות במדדים. חברה של 100 מיליון דולר, 200 מיליון דולר, היא חברה שלא נמצאת במדדים מרכזיים, ולכן הערך מהשוק, מהמסחר בתל אביב, על אף שהוא קיים, הוא מוגבל ביחס לחברה משמעותית שמצליחה פה להיכנס למדדים. והן למעשה מקבלות את הערך הכי גדול, שוב, מנקודת המבט של הרפורמה.

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

שלומי שוב

תגיד רון, בואו נשים את הדברים על השולחן, החשש הכי גדול של המשק הוא שהבורסה הישראלית, כתוצאה מהמהלך האמריקאי, תיפגע. האם אתם רואים בשורה התחתונה משהו שיפגע בבורסה הישראלית או להפך, יתרום לבורסה הישראלית?

רון קליין

קשה להגיד אם זה יפגע או יתרום, אני חושב שהערך של המסחר בת"א עבור חברה דואלית הוא לא מתמצא רק ברגולציה. כלומר, יש כאן ערך מאוד גדול של לקבל שני שווקים במחיר של רגולציה אחת, אבל הערך כאן הוא לא רק ברגולציה.

גם אם המשמעות של חברה דואלית, שעכשיו היא תהפוך על הדרך לדומסטיק, זה לא אומר שהיא מבחינתה תרצה לוותר על מחזורי המסחר, על ההיכללות במדדים. אגב, אנחנו רואים שחברות דואליות שנרשמות למסחר בתל אביב, זה גם מגדיל להם את סל עוגת הנזילות, המסחר שלהם, וזה גם מגדיל להם את המסחר בארצות הברית, בין היתר כתוצאה ממסחר ארביטראז'.

בסך הכל החברות שמצביעות ברגליים נמצאות כבר 25 שנה בתוך ההסדר, הן רואות ערך משמעותי מזה, שהוא קצת מעבר לפן הרגולטורי. גם צריך להגיד שאיזה שינוי שלא יהיה כתוצאה מזה, הוא לא שינוי שיוסיף רגולציה רק בצד אחד, עדיין תהיה אותה רגולציה בשני השווקים, עדיין המשוואה של שני השווקים תחת רגולציה אחת נשמרת, פשוט הרגולציה האחת הזאת תהיה טיפה מחמירה יותר.

אני חושב שכל שבאמת הרפורמה הזאת תתפתח לכיוונים שהוזכרו כאן, כמו דרישה למסחר בשוק נוסף כדי לשמר מעמד שהוא אחר רגולטורי, אז יכול להיות כאן איזשהו תמריץ, נקרא לזה, מצד חברות, לפחות אלו שהיו עוד פה על הגדר, כן לבחון את הנושא הזה של רישום הכפול ולשים לב לכל היתרונות שיש פה.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את הצד של החברות. עדי, איך אתה רואה את הנושא בתור FPI?

עדי צפדיה

אנחנו US-GAAP, FPI, רשומים כבר 30 שנה. בעיקרון אנחנו מחמירים בכל מקרה, זאת אומרת מבחינה חשבונאית ודוחות, אנחנו מוציאים דוחות רבעוניים ודוחות חצי שנתיים שעוברים סקירה מלאה על ידי רואי החשבון רק ללא צורך בהוצאות דוח סקירה פורמלי, שנתיים, מאוד שקופים מול המשקיעים, אנחנו משתדלים לעקוב אחרי הכל. יש הקלות, שלא צריך לפרסם כל מיני דברים, דיווחים מידיים, רכישת חברות מדווחים רק אחרי חתימת הסכם ודברים כאלה.

בהיסטוריה היינו ה-FPI שאימץ את הכללים האמריקאים כחברה מקומית כלומר דיווחנו 10K ו-10Q בעיקר בגלל שהמחשבה הייתה שמשקיעים אמריקאים יחשבו שזו חברה אמריקאית ולא חברה זרה ולכן ישקיעו יותר. ב-2004 כולם קיבלנו רגליים קרות בגלל הדרישה לעמוד בכלל SOX בחברות אמריקאיות ורצו עוד שנתיים דחייה לעמידה בכללים, ואז עברנו להיות FPI טהור. אבל בסך הכל אנחנו מבחינה חשבונאית כספית עוקבים כאילו אנחנו חברה אמריקאית לכל דבר, מאוד קפדנים בנושא הזה.

רונית הראל

כמי שהיתה מעורבת מקרוב בתהליך החקיקה לפני 20 שנה, ההנחה היתה שמשמעת השוק הינה תחליף לחלק מהכללים הכתובים. כלומר, שמשמעת השוק האמריקאי בסופו של דבר תוביל את החברות לפרסם דוחות רבעוניים, ובאמת רוב החברות הנסחרות בארה"ב מפרסמות דוחות רבעוניים, גם אם הן לא נדרשות לזה בכללים, כי אחרת המשקיעים האמריקאים לא ישקיעו בהן.

אני חושבת שההנחה הזו היתה משמעותית באישור החוק. חוץ מזה שפשוט לא הייתה ברירה, כי זרם החברות מתחום הטכנולוגיה, שהלכו ונרשמו רק בארצות הברית הלך ועלה, וגם אם החוק לא הצליח להביא את צ'ק פוינט להירשם בבורסה בתל אביב, לפחות מנע את זה שטבע לא נמחק, כי לעמוד בכללים של שני רגולטורים בשתי שפות, היה ועדיין מאוד מאוד מורכב. אני חושבת שבסופו של דבר, החברות הישראליות שנסחרו בארה"ב אימצו חלק גדול מהכללים היותר מחמירים שם באופן וולונטרי, גם אם הם לא היו חייבות, כפי שנאמר.

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

וגם את השקיפות.

אני יכולה היום להגיד, שנה וחצי אחרי, מחזורי המסחר שלנו עלו ביותר מפי 10, ניכנסנו למדד הראסל 2000, וחד משמעית אנחנו מרגישים את ההבדל באופי המשקיעים, המשקיעים הגדולים שלפני זה היו לא נגישים לנו בגלל שהיה יותר קשה להשוות אותנו לחברות המקומיות האמריקאיות או בגלל שהדיווחים שלנו היו עכורים. אנחנו לגמרי מרגישים שמאז שיש יותר שקיפות ואימצנו בעצם מעבר מלא לדיווח מקומי, אנחנו רואים שינוי ממש מקצה לקצה.

רקפת שני

מה הייתה רמת ההרחבה שלכם לפני שהפכתם לדומסיק?

קרן דנצינגר

זה היה תהליכי, הייתה לנו גם שקיפות, אבל אין ספק שהמעבר באמת לדיווח רבעוני מלא ולדיווח שנתי מלא כן שיפרה. עכשיו אני אגיד רגע כמה מילים, אני לא יודעת מי מכיר, רוב ההכנסות שלנו מגיעות מהשוק האמריקאי, אנחנו עובדים בשוק האמריקאי, השותפים העסקיים שלנו זה בעיקר בנקים אמריקאים ופינטקים אמריקאים ומה שאנחנו עושים, אנחנו נותנים אשראי לשוק האמריקאי בכלל.

קודם כל, ההחלטה להנפיק בשוק האמריקאי הייתה כדי להיות באמת מפוקחים, להיכנס לאותם בנקים אמריקאים שיסתכלו עלינו כשותף שהוא שותף רלוונטי, והצעד הבא היה כדי להגיע לאותם גופי השקעות גדולים, למוסדיים האמריקאים הגדולים, ראינו שאנחנו חייבים לאמץ את השיטה באופן מלא, כי בסוף, כשיושב מוסדי גדול אמריקאי ומסתכל על הסקטור והאנליסט שבדק את הסקטור, הוא רוצה לבדוק באותם מדדים. ואנחנו ראינו את זה ממש קורה תוך כמה חודשים, גם הכניסה לראסל 2000, גם ממש פי 10 במחזורי מסחר תוך מספר חודשים, וזה העצים מאוד לנו את הסחירות במניה.

אנחנו מרגישים שגם בשותפים וגם במשקיעים, השקיפות הזאת מאוד עוזרת לנו, היא נותנת לנו להיכנס לכל מיני מקומות וזה שיפר אותנו. זה בדיוק אותם הדברים שאמרת, על המדדים, הסחירות, השקיפות ובעצם להיות רלוונטיים בשוק. אלה היו הסיבות והיום

שלומי שוב

עדי, מבחינת מערכת היחסים שלך עם המשקיעים, יש הבדל בין אם היית דומסטיק לבין המצב הנוכחי?

עדי צפדיה

ברוב המקרים לא. בשנה האחרונה התחושה הכללית היא בגלל המצב בארץ, שאם היינו חברה אמריקאית, אם מעבירים את הheadquarter, ואולי עושים איזשהו סוג של היפוך שרוול, אז זה היה עוזר. בחנו את זה, מה שהרג את זה היה בעיות מס בדרך, אבל בחנו את זה. זה חלק גדול יותר מהבחינה העסקית, פחות מהמשקיעים, אבל זה חלק מהמשקיעים האמריקאים והתחושה שלהם שהם לא מבינים מה קורה פה, למרות שיש המון משקיעים יהודים שמשקיעים בחברות ישראליות.

שלומי שוב

אבל אם היית הופך להיות דומסטיק, חוץ מהעניין של מלחמה וכו', היית נהנה מאוד מנפחי מסחר, מכניסה למדדים האמריקאים וכו' לא?

עדי צפדיה

לא יודע להגיד, לפני כשנה וחצי שנתיים הייתי אומר שיש השפעה לרעה על היותנו ישראלים (המהפכה המשפטית, המלחמה...) לאחרונה אצלנו בגילת ספציפית יש שינוי כיוון לטובה במחזורים שגדלו משמעותית, אז אני לא יודע להגיד לך מה היה אם. היקפי המסחר גדלו דרמטית גם בארץ וגם בחו"ל, גייסנו כספים, כך שבסך הכל אנחנו חיים טוב עם הנושא הזה כרגע.

קרן דנצינגר

אהלן, אני קרן דנציגר, אני מנהלת את הפעילות של ההשקעות של פאגאיה בישראל. אני רוצה להציג זווית הפוכה למה שהוצג פה. אנחנו בפאגאיה, עברנו בצורה וולונטרית במרץ 24 ל דומסטיק. ההחלטה הינה חלק ממהלך אסטרטגי שלנו לשפר את הסחירות

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

S&P וב-NASDAQ, יש הסתכלות מאוד מאוד שונה לדומסטיק.

אייל רוף

אני חושב שהנקודה השנייה זה כאילו ה-benefit של להיות חברה domestic. ב-downside, וזה משהו שאני חושב שבאופן כללי החברות הישראליות כן מתנהלות נכון בדומה למה שעדי אמר, לעבור להיות חברה שהיא domestic כרוך בעמידה בהרבה כללי גולציה נוספים. זה אומר שהחברות כבר לא מגישות רק press release, אלא זה דו"ח כספי רבעוני מלא, וזה אומר שהדו"ח הכספי הרבעוני חייב להיות תוך 40-45 יום, הדו"ח השנתי, שבמקום שיהיה 120 יום, צריך להיות מוגש תוך 90-60 יום כתלות בהגדרת החברה. בנוסף, חובת הגשת דוחות כספיים נפרדים של נרכשת מהותית, עברנו את זה בגילת השנה, זה היה תהליך לא קל, כן? גילת נדרשה לכך מסיבה רגולטורית אחרת, אבל חברה domestic הייתה צריכה תוך 74 יום להגיש דוחות של הנרכשת מהותית, חתומים. בגילת, היינו צריכים את זה לצורך Form F-3. אז לא היה timeline של 74 יום, אבל היה צריך את הדוחות האלה לצורך תשקיף מדף. כל "אירוע" כזה בסוף הוא תהליך והוא גם עולה כסף. כדי לעמוד בתהליכים האלה ובלוחות הזמנים הנדרשים מחברות domestic, חברות יצטרכו לגייס יותר אנשים, יצטרכו לעשות אוטומציה לתהליכים מסוימים, כל זה רק כדי לעמוד בדרישות הרגולטוריות. נקודה נוספת שלדעתי סופר מעניינת יהיה לראות בהצעת החוק של ה-SEC את הפרק של Economic analysis. הפרק בעצם נותן ניתוח כלכלי של אימוץ הרגולציה ומעריך את העלות הצפויה לחברות כתוצאה מהחוק החדש.

עודד הר אבן

אני מסכים ולא מסכים עם מה שנאמר. בסוף, קודם כל יש הבדל בין IFRS לחברות ישראליות שהן מנפיקות זרות לבין חברות ישראליות שמדווחות ב-US GAAP, גם האנליסטים, יהיה להם מאוד קל להשוות אותם לחברות אמריקאיות. שתיים, זה מאוד קשה למשמעת העצמית של החברות. שכן יאמצו את הסטנדרט האמריקאי. בקטע של הדיווחים, בקטע של המשמעת, של איך יראה הדו"ח הריבעוני, אם הוא יהיה עבה או יהיה דק, מה אתה עושה בדברים האלה, ואם אתה מגיע לארצות הברית בצורה

אנחנו יכולים להגיד שסיימנו את המהלך במרץ '24 ואנחנו רואים שיפור מאוד מאוד משמעותי שמאוד עוזר לחברה.

שלומי שוב

קרן, תוכלי להרחיב על הדאונסייד?

קרן דנצינגר

אז הדאונסייד הוא באמת קודם כל מבחינת כוח אדם, אתה צריך לגייס כוח אדם, אתה צריך להכין את המערכות, את הדיווחים, יש לזה היבט תפעולי כבד, יש לזה היבט כלכלי, אתה מוציא הרבה יותר כסף על הדיווחים האלה. העניין של הדיווחים המידיים, יש בעצם מערכת שלמה שצריכה לעבוד לצורך הדבר הזה. היום, שנה וחצי אחרי, אנחנו יכולים להגיד שהיתרונות עולים על החסרונות. כי נכון שיש לזה עלות כלכלית, יש לזה עלות תפעולית מאוד כבדה על החברה, אבל בסוף אתה מקבל הרבה משקיעים, יש כסף שנכנס, עשינו הנפקת אג"ח בארצות הברית שהייתה הנפקה מאוד קלה, אני חושבת שזה בעצם זה שאנחנו דומסטיק, זה נתן לנו בעצם את השיפור הזה בצורה מאוד משמעותית. יש פה אחריות, אבל בסופו של דבר כשאתה באג'נדה העסקית שלך רוצה לעבוד ולהיות שותף של בנקים ולהיכנס לבנקים הכי גדולים בארצות הברית, אתה חייב לקחת את האחריות הזאת ואת השקיפות הזאת, כי אתה בעצם עובד בשוק התאגידי הגדול בעולם ולכן זה חלק מהאסטרטגיה העסקית בכל מקרה.

אייל רוף

נקודה מאוד חשובה שכדאי להבין: סף הכניסה למדד הראסל היה שהחברה תהיה חברה domestic. כלומר, לא ניתן היה כלל להיכנס למדד הזה אם החברה לא הייתה domestic. יש עוד כללים, אבל ברגע שאתה נכנס למדד, זה אוטומטית מגדיל את הסחירות שלך.

קרן דנצינגר

חד משמעית, אתה נכנס לתעודת סל ענקית, ETF של בלאקרוק, וכל חודש קונים אותך. וגם, אגב, סליחה שאני קוטעת, גם במדדי ה-

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

שלומי שוב

עודד, כיצד ההצעה הזאת של ה-SEC תשפיע על "שיווי המשקל" כיום - האם תהיה פה השפעה על החלטות של חברות ישראליות לעבור מלהיות FPI ולהיות דומסטיק?

עודד הר אבן

אם יחייבו אותם? אם יחייבו, יהיו. אם לא, לא יהיו.

חיים פרידלנד

שמי חיים, ממשרד גורניצקי, אז אני רוצה לומר כמה דברים. קודם כל, הדיון פה הוא קצת סוטה לסחירות, שווי, יש פה שאלות הרבה יותר בסיסיות. קודם כל, שאנחנו נאבד את המעמד של FPI או שישנו את ה-FPI, כדי שזה יקשה על חברות ישראליות ליהנות FPI, זה רע לישראל. פול סטופ. למה זה רע לישראל? כי להיות FPI, בכל כך הרבה מובנים, זה מיטיב עם המנפיקות.

דיווח רבעוני זה הדבר הכי קל, אם אני צריך לשלם ל-SEC כדי שיורידו אותנו מהרשימה, הייתי משלם. אבל יש כל כך הרבה הטבות, רק סקשן 16 למי שמכיר, הדיווחים של מסחר על ידי גורמי פנים, אנחנו צריכים לעשות הכל, כדי שאנחנו נוכל להמשיך ליהנות מזה שחברות זרות תוכלנה להנפיק בארצות הברית, ישראל היא מדינה מספר אחת שנהנית מזה.

אני מאוד שמחתי, אני לא יודע אם אתם יודעים, אבל גם המשרדים בישראל שעוסקים בתחום הזה של שוק ההון, התאגדנו ביחד, אנחנו גם חברים, ואנחנו גם פתחנו בדו שיח עם ה-SEC, וברור לנו שמה שנקרא, נגנוב מונח מהשנתיים האחרונות, ישראל היא "נזק משני". היא בעצם נזק אגבי של המהלך שאתה דיברת עליו, של Jurisdiction shopping, ודברים האלה. וההיסטוריה היא חשובה, כי כמו שרונית אמרה, אני זקן, אני זוכר שהחוק עבר, זה בעצם הציל את השוק הישראלי, כי החברות הטובות הישראליות הלכו לשם. ולכן אנחנו צריכים לעשות הכל.

אני לא בטוח שהתשובה היא במסחר, ולגבי רגולציה באופן כללי, אני חושב שאני די לא מסכים איתך, אני לא חושב שאנחנו צריכים לקחת יותר רגולציה, אלא אנחנו צריכים להפחית רגולציה. רגולציה היא רעה, צריך לקחת את המינימום האפשרי כדי לשמר את

תדירה, אתה פוגש את האנליסטים וכו'.

יש חברות ישראליות גדולות מאוד, אגב, גם 'טבע', אפשר להסתכל מה היה 'טבע' לפני שהיא התחילה להיות דומסטיק, לא הייתה לה סחירות בארצות הברית? 'מזור', לא הייתה לה סחירות בארצות הברית? עבדנו פעם על חברה בשם 'אטינויטי'. הייתה לה אחלה סחירות, בנו את זה, הגיעו, עבדו, עשו דברים, יש לנו חברות ישראליות שגם אנחנו עובדים איתן ושיש להן אחלה סחירות. אני לא חושב שאם הם יהפכו לדומסטיק, רז תהיה להם בהכרח יותר סחירות. אני עובד עם חברות אמריקאיות, ישראליות אמריקאיות, מאוגדות בארצות הברית, אין להן בהכרח כזאת סחירות גדולה. לכן בסוף זה המון תלוי בסטנדרטים שהנהלה מחילה על עצמה.

מני נאמן

כשאת מכילה על עצמך את הסטנדרטים האלה מראש, בהגדרה את מחויבת ליותר דברים, ואז גם בהגדרה את מושקעת יותר ואז בהגדרה תעשי דברים. אבל זה כמו אדם שאת יודעת, הרופא אמר לו, אם יש לך כולסטרול גבוה, אתה חייב לעשות דיאטה. אבל יש אדם, שגם בלי שהרופא יגיד לו את זה, הוא מראש שומר על תזונה בריאה.

קרן דנציגר

אז אני יכולה להגיד לך, אנחנו אימצנו דיווחים מקומיים אחרים ויותר מצומצמים ומאז שאנחנו הפכנו להיות מנפיק זר, אתה רואה בסוף עובדה שהסחירות עלתה יותר מפי עשרה. אז בסוף אימצנו לפני זה דברים, לא אימצנו את זה בצורה מלאה. אבל אנחנו מבחינתנו זה היה קודם כל העניין של כניסה למדדים.

אני חושבת שמדדים, בטח המדדים המובילים ביותר, הם נותנים לך סחירות מאוד מאוד משמעותית. אנחנו מדברים על ETFים הנסחרים ביותר בעולם. וגם לפני זה רוב המשקיעים שלנו הם היו משקיעים אמריקאים, אבל בסופו של דבר יש גם רמות של משקיעים אמריקאים ויש את המשקיעים הגדולים ביותר, ואם לפני זה היינו רואים משקיעים בינוניים, ברגע שעברנו להיות דומסטיק אפשר לראות גם עכשיו שהנפקנו גם אג"ח, אופי כניסת המשאבים למניה שלנו, השתנה.

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

ובשנה הראשונה ראינו 5 אחוז משקיעים אמריקאים, ואחרי שנה באסיפה הכללית האחרונה, לפני חודש היינו כבר בקירוב 14 אחוז אמריקאים. אכן הסחירות לא מאוד מאוד גדלה בארצות הברית, יש אחוז מאוד גדול של אמריקאים, אבל הם סוחרים דרך הבורסה הישראלית. אפשר לדבר על זה דיון שלם.

מה שאנחנו ראינו, זה שבהתחלה כשאנליסט הפכה להיות דואלית, היא עברה מיד למתכונת גילוי אמריקאית של חברה דואלית, וקיבלה ריג'קטים מאוד חזקים מהמשקיעים הישראלים שרגילים לדיווחים שוטפים נרחבים. דרך אגב, תופעה שב-ICL חוונו גם ב-2014. הפער בנושא של הדיווח השוטף, הוא מאוד מאוד גדול בין שתי הרגולציות, יש שם פערים משמעותיים בין הרגולציות, ולכן מהר מאוד אנחנו הגענו למסקנה שכדי לנהל את הציפיות של המשקיעים, יש אחוז משקיעים ישראלים מאוד גדול, לא נוכל בעצם ליהנות מההקלה הזאת של דיווח מופחת כמו חברה דואלית. דרך אגב, גם החברות האמריקאיות שמדווחות לפי המתכונת הדומסטיק בארצות הברית, גם הם עדיין, על רוב מה שהוא נחשב מהלך עסקים רגיל, לא מדווחות. חברות אמריקאיות מדווחות בסך הכל מעט בדיווחים שוטפים ויותר ב-FIAR.

כדי לעמוד בציפיות של משקיעים ישראלים, אנחנו יצרנו נוהל גילוי היברידי, שהוא מאוד מאוד מתקרב למה שמשיקיעים ישראלים מכירים. רק הבוקר אנחנו הוצאנו דיווח מידי על שותף מס בפרויקט שלנו בארצות הברית. רוב האמריקאיות לא מדווחות על השקעות עם שותפי מס של אנרגיה. לא רק שהן לא מדווחות, אלא שאנחנו ממש כוללים טבלאות של נתונים, ומאפשרים לאנליסט ממש לעשות מודלים.

בכנסים, בשנה האחרונה וממש בחודשים האחרונים, אנחנו ממש מקבלים פידבקים ממשקיעים זרים שהם רואים ערך רב בחברה הגבירה מאוד את הדיווח. אנחנו היום בדיווח השוטף שלנו, מדווחים עוד יותר מחברות אמריקאיות דומסטיק. זאת אומרת, אנחנו בסטנדרטים הרבה יותר גבוהים מאשר דומסטיק, כי אנחנו נותנים הרבה מאוד נתונים ורואים את התגובה של השוק. אפרופו הגנה על משקיעים אמריקאים, המשקיעים האמריקאים לוקחים אחרי ה-FPI הזו, שהיא יותר שקופה מחלק מהדומסטיק.

שלומי שוב

לייזה, הרי לך יש זווית מעניינית במספר חברות רלבנטיות ובמקור

האינטרסים שצריך לשמור. ייאמר לזכות פסק דין טבע המפורסם, שהרשות נתנה עמדה נכונה.

שלומי שוב

אבל עובדה ששם בסיפור של טבע עשו "פלסטר" לעניין של מקבלי השכר הבכירים. זה שהיו צריכים לעשות "פלסטר" דווקא מעיד על הבעיה הרוחבית..

חיים פרידלנד

הפרט עצמו הוא פחות חשוב, הנזק שנעשה הוא יותר חשוב. אני חושב שאנחנו כבר היום במסע בלימה של חברות ישראליות שמתאגדות מחוץ לישראל. אם אנחנו רוצים לשמור את זה, חברה שמתאגדת בדלוור היא אוטומטית דומסטיק, לא רק שהיא מאבדת את היכולת להיות FPI, אם אני לא טועה, היא לא יכולה גם להנפיק אחר כך בישראל בגלל שיקולי מס אמריקאי. חברה אמריקאית כ-IPO בישראל זה בעייתי.

ולכן גם אפילו בדלוור הם מבינים שבממשל תאגדי, הם רוצים ללכת רחוק מדי, ויש תחרות בארצות הברית, איפה חברות אמריקאיות תתאגדנה, ולכן כל מה שקשור לעסקאות לרכישת שליטה, הדלוורים כבר הולכים אחורה, הם מבינים שהם נגסו ביס יותר מדי גדול, ולכן אנחנו צריכים להתמקד בזה שאנחנו נשמר את ה-FPI לחברות ישראליות, שם צריך להיות המיקוד, ומי שחושב שעדיף לו להיות מנפיק דומסטי, שיעשה כרוחו, לא צריך לכפות את זה, אם הוא יהיה דומסטיק או לא דומסטיק, אם הוא דיווח לפי GAP או לפי IFRS. אנחנו חייבים ככלכלה, לעשות הכול כדי שאנחנו נוכל לשלב את הקו הרחב ביותר של חברות ישראליות שתוכלנה להנפיק בעתיד בארה"ב ולהמשיך ליהנות מההקלות המהותיות שניתנות ל-FPI.

לייזה חיימוביץ

אני רוצה לשים על זה זווית גם על הנושא של הגילוי השוטף כאשר רואים גידול באחוז משקיעים זרים כתוצאה ממהלכים של החברה והשקיפות. אנליסט נרשמה למסחר בסך הכל לפני שנתיים ב-NASDAQ, אחרי שהיא כבר שנים רבות רשומה בישראל,

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

שלומי שוב

אני ברשותכם רוצה להכניס גם את הזווית של שוק ההון לתמונה

איציק בן מנחם

נעים מאוד, איציק בן מנחם, מנהל מחקר במגדל ביטוח. אני חייב לומר בקשר לאנלייט -אורמת שהייתה פעם חברה ישראלית אורמת תעשיות, שהנפיקה חברה בת אורמת טכנולוגיות בארה"ב, ולכן המשקיעים הם משקיעים זרים בבסיס, הישראלים כנראה החזיקו באורמת תעשיות, ואחר כך החברות התמזגו. ובאנלייט, המשקיעים היו בהתחלה ישראלים, ולאט לאט נכנסו גם משקיעים זרים, ויכול להיות שבעתיד, בגלל שאנלייט זו חברה צמיחה, וכן, משקיעים זרים משלמים לפעמים יותר על צמיחה, אז כשהמשקיעים הזרים ילמדו אותה, היא תהנה מזה. אני חושב שלוקח להם זמן ללמוד אותה, קראתי את התמהיל של החברה בעבר, וראיתי שטיפה היו להם הפתעות מהחשבונאות, אבל בבסיס זה באמת השוואה מעניינת.

שלומי שוב

מה היו ההפתעות?

איציק בן מנחם

אני חושב שכל הנושא של השפעת הטבות המס, על האבידה וזה הפתיע אותם בהשוואה לתחזית וכו'. אבל בגדול, אני מאמין שלאורך ציר זמן הם כן ילמדו להכיר את החברה, ויתרגלו לדברים, ויכול להיות שחברת צמיחה, יום אחד שמישהו יעשה את זה בעוד 10 שנים את ההשוואה, תהיה אחרת. זה קודם כל. עכשיו, אנחנו במגדל ביטוח אנחנו משקיעים גם בישראל, גם בחו"ל. חלק מהישראליות הן באמת דואליות והן רשומות לנו גם בתיק הישראלי. חלק מהישראליות הן באמת רשומות רק בחו"ל. בדרך כלל, אני לא יודע איך זה אצל כל המוסדיים, אבל בדרך כלל מהניסיון שלי, גם הישראליות בחו"ל הן בתיק ישראל, למרות שהן לא חלק ממדד הייחוס.

נגיד סולאר-אדג' או צ'ק פוינט או אחרות, בתיק ישראל ינהלו אותם,

גם ברשות ניירות ערך, מה את אומרת על ההצעה הזאת של ה-SEC?

לייזה חיימוביץ

אני מבינה מה כואב ל-SEC. אני לא מתעלמת מזה שיש מה שכואב. אני חושבת, אני מסכימה, במובן הזה הרשות הישראלית עשתה פה עבודה מאוד טובה בהצגת הזווית הישראלית. יש איזה קבוצה, של חברות מבין הדואליות הישראליות, שבאמת באמת, היא לא הקבוצה שמטרידה את ה-SEC. אנחנו נלכד באירוע הזה, אבל יש לנו את הסיפור עם ה-IFRS, וזה אירוע אירוע.

מני נאמן

אנחנו צריכים לשמוע את זה, לפי דעתי, למשוך את המשקיעים האמריקאים זה לא רק תלוי בדינמיקה, אלא גם תלוי בשיטת דיווח.

לייזה חיימוביץ

נכון.

מני נאמן

עד כה חברה ישראלית מדווחת IFRS. עכשיו כשאת דואלית וממשיכה לדווח IFRS, ומשקיעים שם משקיעים לפי US GAAP איך מנהלים את הדבר הזה?

לייזה חיימוביץ

אני פחות נמצאת בכיסא משקיעים, אז לא רוצה להגיד כיצד הם משקיעים בחברות עם פערי הטיפול החשבונאי. ברמת השקיפות שלנו יכולה להגיד לך שאנחנו ברמות הכי גבוהות, גם בהשוואה לחברות אמריקאיות, במידע שהחברה מספקת, בנתונים שהיא מספקת.

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

רון קליין

אני חושב שגם המוסדיים בארץ יותר התקרבו לכיוון הזה, ואני חושב שגם בארצות הברית הייתה איזושהי התפתחות אחרי הגל של 2021 הרבה יותר ציפיה לראות רווחיים ורווחיות value וכו', אז כן הצטמצמו מאוד הפערים בעניין הזה.

מורן אופיר

שמי מורן אופיר, ולאחרונה עבדתי על מחקר, ביחד עם פרופסור ג'ושוע מיטס מאוניברסיטת קולומביה, ששופך אור על חלק מהשאלות שעלו פה בשולחן.

במחקר אנחנו עוקבים במשך 14 שנים על חברות דואליות, יש לנו שם 96 חברות דואליות שונות שנסחרו בישראל ובארה"ב במקביל במהלך 14 שנים האלה.

אנחנו מוצאים אירוע מאוד מעניין לניתוח, שנוגע להפסקת מסחר במניות האלו. בעצם כשיש גילוי מהותי, מתלווה לו הפסקת מסחר בארץ, לעומת זאת בארצות הברית אין הפסקת מסחר במקביל. כתוצאה מכך, יש מניה שיש לגביה פרסום של מידע מהותי, בארץ אסור לסחור בה, בארצות הברית מותר, ולמעשה ניתן שם לסחור על בסיס מידע חדש שהתגלה.

אמיר ברנע בדברי פתיחה דיבר על יעילות שוק ההון. לאור תיאורית יעילות שוק ההון, מה היינו מצפים לראות במצב הזה? משקיעים שרצים לשוק בארצות הברית לסחור על בסיס המידע החדש שהתגלה בישראל וכך נהנים מרווחי ארביטראז', אך אנחנו מוצאים תוצאות הפוכות בדיוק.

מה שאנחנו מוצאים במחקר, זה עם הכניסה להפסקת המסחר בישראל, כל מדדי הנזילות בארצות הברית של אותה מניה צונחים, עומק השוק יורד ולמעשה משקיעים לוקחים צעד אחד אחורה ומפחיתים את המסחר במניה. ברגע שנגמרת הפסקת המסחר וחוזרים לסחור בישראל, קופצת הנזילות בשוק האמריקאי מעלה ועומק השוק עולה. זה מאוד מעניין, זה אומר שבממוצע התמחרות של מניות החברות הדואליות האלה נעשה בארץ ולכן יש לנו תקופות בהן יש פערי מחיר.

עוד דבר מעניין שהיינו צריכים לתת עליו את הדעת, זה פערי השעות. יש פערי שעות בין ישראל לארה"ב שמשפיעות על החפיפה בשעות המסחר, אבל מה שמצאנו הוא שבמניות הדואליות ישראליות

כי כן אפשר להגיע לכנסים משקיעים, כן אפשר לפגוש את ההנהלה. הן לצוות שעושה את האנליזה, יש לו נגישות יותר טובה, ולמנהלי השקעות יש גם נגישות יותר טובה. בדרך כלל זה כנראה בתוך תיק ישראל, אבל כמו שאולי רון אמר, אז אין להם משקל במדדי הייחוס, ולכן בדרך כלל ההשקעה בהם היא גדולה, אך היא לא תהיה גדולה כמו בחברות הדואליות, שכבר יש להם חלק במדד הייחוס, לדוגמה נובה וכדומה. הבורסה הישראלית שאנחנו כולם מסתכלים עליה כבורסה של נדל"ן ופיננסים, יש בה כבר המון חברות צמיחה, גם שבבים, גם הדיפנס נהיה עם שיעורי צמיחה מאוד גבוהים, זה כבר לא כזה דר.

אז כן, אנחנו מסקרים לא את כל הדואליות, לא את כל הישראליות, אנחנו מסקרים חלק מהישראליות.

ומטבע הדברים, בגלל מדדי האיכות, כנראה שאלה שנסחרות בישראל יקבלו יותר תשומת לב ניהולית אולי, גם יותר רצון להשקיע כי זה כחלק מהמדד, אבל אנחנו מסתכלים על הישראליות האחרות ומשקיעים בהם, ולפעמים גם אפילו הרבה.

שלומי שוב

זה נכון מה שאמרנו, שאותה חברה, והיא דומסטיק לצורך העניין, אם השוק העיקרי שלה הוא אמריקאי, או השוק הישראלי, תיסחר בשווי שוק אחר? כמערך שווי, בהסתכלות על הערכת שווי, זה משהו שנראה לכאורה מוזר לא?

איציק בן מנחם

אין חברות שהן לגמרי זהות, אבל אפשר לומר שהמוכנות של המשקיעים האמריקאים לשלם על צמיחה יותר גבוהה, יותר נדיבה. בדרך כלל גם חברות הטכנולוגיה מנפיקות בחו"ל, כי בהנפקה הן יוכלו לקבל מכפיל יותר גבוה. האם זה נכון לגמרי? זה לא שאם יש שתי חברות שהן ממש ממש דומות, אז אתה כן מודע שחברה דומה נסחרת במכפיל כזה וכזה, והן מאוד מאוד דומות וזה. אז כן אני מעריך שיהיה פער, אבל לא גדול.

אבל באופן כללי זה נכון, האמירה שחברות צמיחה מקבלות מכפילים יותר גבוהים בחו"ל, למרות שזה טיפה, כמו שאמרתי מקודם, בבורסה הישראלית, למרות התפיסת עולם שהם נדל"ן ופיננסים, כבר יש המון חברות טכנולוגיה והמון חברות דיפנס.

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

שוק או אכיפת שוק, או איך שלא נרצה לקרוא לזה, חברות גם יכולות להעיד על זה.

אז כן יש כאן איזשהו אימפקט, כמובן לא אימפקט משמעותי כמו אימפקט של גילוי, אבל הוא לא משהו שהייתי מבטל אותו. השאלה באמת איך ה-SEC יראו את זה.

אופיר אייל

אז אם האופציה שתבחר היא מסחר פלוס גילוי, אז המצב הוא לא טוב מבחינת דואליות, זו נקודה שנייה.

עוד שתי נקודות קצרות, אני מסכים לגמרי, הישראליות כ-FPI, זה טוב לישראל. לפי הניתוח שלנו זה גם מוצדק מבחינה משפטית, ולכן אגב זאת הסיבה שהתייחסנו בנייר שלנו, לקבוצה שהיא יותר גדולה לכאורה "מהחשודים המידיים" שאנחנו סמי-מפקחים עליהם שאלה החברות הדואליות. הטיעון שלנו "תופס" לכל החברות הישראליות וזאת מתוך ראייה יותר הוליסטית ומשקית, ויותר מייצגת גם את הכלכלה הישראלית בכללותה, ולא רק את שוק ההון הישראלי.

דבר רביעי, שהוא גם קשור - אם חברה מסוימת, על אף שהיא לא חייבת, היא חושבת מטעמים עסקיים או אחרים, שהיא מעדיפה להיות DOMESTIC או מעדיפה להימחק מלהיות דואלית או כל דבר אחר, אז בסדר. כלומר, אני מתחבר למה שאמרת (קרן דנצינגר). היא רואה בזה ערך אחר של נזילות, של מדדים, סבבה, אבל זה קצת מחוץ לדיון.

נבו ברנר

נבו ברנר ממטריקס, תל אביב סטוק exchange, שוקלים.

שלומי שוב

שוקלים הנפקה בארה"ב - מעניין

נבו ברנר

עכשיו, תראו, אני מסכים עם הרבה דברים שנאמרו כאן. אבל אני חושב שבסופו של דבר, מבחינת החברות, הן ידעו להסתדר. בסוף חברות מחליטות איפה להיסחר מכל מיני סיבות, הרגולציה

אמריקאיות, רוב המסחר נעשה בזמן מסחר המקדים בארצות הברית, הוא מגיע לשיא בשעות 8:00-9:00 עם תחילת המסחר שם, ואחרי השעה 11:15 שעון ארה"ב אין כמעט מסחר, כאשר במקביל, בישראל השווקים סגורים.

זאת אומרת, המסחר במניות הדואליות נעשה בעיקרו בארה"ב בשעות שסוחרים בישראל, שזו עוד אינדיקציה לזה, שתמחור המניות מסתמך בעיקרו על המסחר בשוק הישראלי. נכון, יש חריגים, אבל בממוצע ברוב החברות הדואליות, שעיקר הליך קביעת הערך שלהן מגיע מהמסחר דווקא בישראל ולא בארצות הברית. אני אוסיף שכדי לבדוק אקדמית את מיהמנות הממצאים האלו ייצרנו גם קבוצת ביקורת, לקחנו בדיוק את אותן מניות של אותן חברות ועקבנו אחריהן בזמנים בהם אין הפסקות מסחר באותן השיטות בדיוק, סביב אותו חלון של זמן, ולא היו שינויים דומים במדדי הנזילות שלהן בשוק האמריקאי, היקפי המסחר היו מאוד מאוד רציפים.

אופיר אייל

אני, בניגוד לדעתך ולדעת אחרים, אין לי תחושה לאן ה-SEC הולך, דיברתי עם הרבה גורמים, גם רגולטורים מקבילים וגם אמריקאים, ואני חושב שזה פתוח לחלוטין. אין לי מוזג מה הם יעשו, אם בכלל, אני לא יודע. וגם אם זה יקרה, זה מהלך מאוד מאוד ארוך. אבל מה שאני כן אגיד, זה קשור למה ששלומי אמר, אם באמת זה ילך לכיוון של חובת מסחר בשוק נוסף על מנת לשמר את ה-FPI, יפתיע אותי מאוד אם זה יהיה רק מסחר ולא מסחר פלוס גילוי באותו השוק. כי הקונספציה של מסחר נטו בלי גילוי, זה אחד הדברים שהטרידו אותם וגרם להם להעלות את העניין. ואז זה יהיה רע מאוד לדואליות.

רון קליין

אנחנו רואים שיש ערך גם למסחר כשלעצמו ללא גילוי. בסופו של דבר אנחנו רואים שאותם מוסדיים ישראלים, שצריך להזכיר, החברה הזאת היא חברה שפועלת לפי חוק החברות הישראליות, שההיכרות של המוסדיים הישראליים היא משמעותית יותר ביחס למוסדיים בארה"ב. וברגע שהחברה נמצאת כאן, אנחנו רואים שהמוסדיים הישראליים באופן טבעי מגדילים משמעותית את ההחזקות בחברה הזאת. כלומר, נהיית איזושהי אמת של משמעת

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

נבו ברנר

אתה צדקת בדברי פתיחה, יש פה איזשהו ארביטראז' רגולטורי. זה לא סוד.

אני חושב שבין הדרישות של רשות ניירות ערך בישראל מחברה ישראלית לבין דרישות ה-SEC מחברות דומסטיק בארה"ב, יש הבדלים, אבל לא משמעותיים ובוודאי שלא משהו שבעייתי להתמודד איתו או שמהווה איזשהו חסם. והדרישות של ה-SEC מ-FPI הן נמוכות יותר. זה המצב.

צריך לזכור מה היה ההיגיון בעצם של כללי רגולציה של רשות ניירות ערך כלפי רישום כפול. ההחלטה של הרשות שלא לכפות כללי דיווח וגילוי נוספים על הדרישות בארה"ב, למרות שידעו שהן נמוכות יותר, נבעה מזה שאתה לא רצית שני גופי אכיפה בשפות שונות שיפקחו על אותה חברה, עם קונפליקטים ביניהם ועומס רגולטורי לא סביר.

כי הרי אם רשות ניירות ערך קובעת דרישות גילוי היא גם צריכה לאכוף אותן, הרי ה-SEC לא יאכוף דרישות שאינן שלו. זה מצב שהיה חשש אמיתי שהיה דוחף חברות מחוץ לבורסה בישראל.

שגית מנור

נעים מאוד, שגית מנור, ה-CFO של NAYAX. קצת סיפור על מי אנחנו, לפני ארבע שנים יצאנו להנפקה בתל אביב, היינו ה-Global offering הראשון שנעשה בבורסה בתל אביב. מה זה אומר? זה אומר ש70 אחוז מהמשקיעים שלנו היו אמריקאים. האבסורד היה, החברה הוציאה דוחות כספיים בעברית, לפי חוקי הרשות ניירות ערך בישראל, כש70 אחוז מהמשקיעים שלנו הם אמריקאים. ולכן, מהר מאוד עברנו לדוחות באנגלית, הייתה תקופה שעשינו גם וגם, כדי לא להוריד ממה שהמשקיעים הישראלים קיבלו, ועדיין לתת את האינפורמציה הכי מלאה שאפשר לאמריקאים, כשכבר חצי שנה אחרי שיצאנו להנפקה בתל אביב, החלטנו שאנחנו רוצים לגעת בשוק האמריקאי.

זאת אומרת, לא רק שיהיו לנו משקיעים אמריקאים אלא גם להיסחר בבורסה אמריקאית, ולמה? כי זה מאוד תלוי כפי שנאמר כאן-אחד - איפה הלקוחות שלך? 40 אחוז מהשוק שלנו אמריקאי, 40 אחוז אירופאי, 8% באוסטרליה, 6% בלאטאם, 6 אחוז בישראל והיתר זה בכל העולם.

היא אולי אחת הסיבות, אבל בסוף. זאת אומרת, יש מקום השוק של המשקיעים הפוטנציאליים, אם אתה חברה הייטק מן הסתם אתה תהיה מכוון לארה"ב. חברה תעשייתית - כנראה פחות, זה אחד. שתיים - יש את שוק היעד שלך באופן כללי, איפה הלקוחות שאתה רוצה למשוך ואם הם בארה"ב אז מסחר בארה"ב משרת מטרה זאת, שלוש - איפה חברות היעד שאתה רוצה לרכוש. קל וחומר שזה פותח אפשרויות להשתמש במניות החברה כ-currency. ארבע - Exit strategy יש כאמור הרבה סיבות להסחר בארה"ב מלבד הקלות רגולטוריות.

ולכן כל דבר שיקרה, חברות טובות ידעו להסתדר. פשוט יהפכו להיות חברות דומסטיק, על כל המשמעויות. אבל מנקודת מבט של אזרח במדינת ישראל, זה לא משהו שאנחנו יכולים לקבל, ואני אתייחס לשני היבטים:

אחד, אם יש איזושהי הכרה לישראל, והרי יש משמעות לעובדה שאנחנו מספר שתיים מבין המדינות הזרות עם הכי הרבה חברות בבורסה בארה"ב, הרי שאסור לאבד את זה. זה באמת חשוב. קל וחומר שאנחנו סוג של נזק סביבתי להשגת מטרה שהיא בכלל לא אנחנו.

הדבר השני, אנחנו הרי לא יודעים הרי מה תהיה ההחלטה הסופית בארה"ב, והרי ה-SEC לא באמת שואלים אותנו, אבל אם בסופו של דבר הנוסח הסופי יהיה כזה, שמחייב רישום בשוק המקומי, או שמחייב גילוי בשוק מקומי בו רמת הרגולציה מספקת, או שוק שיש בו דרישות גילוי מינימליות לפי דרישתם וכד', אז אם זה הכיוון, הרגולטור הישראלי צריך לעשות הכל כדי לסייע. מלהראות את רמת הרגולציה והאכיפה הגבוהה מאוד שיש בישראל, שלדעתי לא נופלת מזו של ה-SEC, ועד לקבוע חובת גילוי בהתאם לדרישות של ה-SEC וזאת על מנת לשמר את המעמד של ה-FPI לחברות הישראליות.

ואם זה המצב אולי הבורסה בישראל אפילו תוכל לצאת נשכרת כי יותר חברות ירצו להסחר בה.

שלומי שוב

תגיד נבו "נניח שאתה שוקל הנפקה, מבחינתך, רמת הדיווח והפיקוח שאתה נמצא בה עכשיו, תחת רשות ניירות הערך הישראלית, צריכה לקטון?"

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

SAAS, אז אין סיבה לא להישאר עם IFRS לא פגשתי משקיע שלא רצה להשקיע בנו בגלל שאנחנו מדווחים לפי IFRS. לא מצאתי משקיע שלא רצה להשקיע בנו כי אנחנו לא דומסטיק. אנחנו ממש נהנים מכל העולמות. אני מסכימה עם הציונות, מאוד חשוב לנו לשמר את החברה גם כחברה ישראלית, היינו בהמון נקודות שבהן חשבנו אולי כדאי למקד את הכל במקום אחד, את כל השוק, כי בכל זאת זה בשני שווקים מה שמקטין את המסחר. כל פעם מחדש הבנו שיש חשיבות מדימה לשוק הישראלי, כן להיות ראש לשועלים, ועדיין להיות הזנב לאריות. אנחנו היום כבר לא זנב בארה"ב, אנחנו מקום טוב באמצע, אנחנו היום הגדולים ביותר בשוק שלנו, שהוא שוק נישתי ולכן היה לנו חשוב להיות בארצות הברית, ולהיות מול המשקיעים האמריקאים ומול המתחרה המרכזי. אנחנו בעשר החברות שהוא דיבר עליהן, אנחנו בתל אביב 90, בתל אביב 125.

שלומי שוב

שגית, בגדול אתם ממש דוגמה חיה, לאן שכל המסמך הזה של SEC צריך ללכת. אתם עושים את זה אמנם כרגע וולונטרית ולא כחובה. אבל אתם גם עומדים בתוך העשירייה של רון, במחזורי המסחר, וגם וולונטרית בוחרים את רמת הדיווח המספקת מה שכינתי "הגבוהה מבין".

עם כל הכבוד לאינטרסים שאני מניח שיש כאן לכל מיני יועצים בחדר, אותי מעניינים המשקיעים. מבחינתי, עם כל הכבוד לזה שזה מסמך של ה-SEC, אני קודם כל דואג למשקיעים ישראלים. משקיעים ישראלים צריכים לקבל מידע. לא יכול להיות שאם אתה הולך ונסחר בעוד בורסה, אתה תיתן פחות מידע. לא עובר אותי. אני חושב שאם רשות ניירות ערך בישראל שהוסמכה בחקיקת ניירות ערך בישראל, החליטה שחברה ציבורית מגודל מסוים צריכה לדווח בסטנדרט מסוים, אז המידע הזה צריך להיות לכל המשקיעים הישראלים, בלי קשר לטראמפ והאמריקאים.

ניר דאש

ומה עם הנושאים המדיניים? אני אתן לך דוגמה מסוימת - חברת

שתיים - איפה התחרים - לנו יש מתחרה אחד רלוונטי, הוא אמריקאי היא מדווח US GAAP, וכדי שיהיה לנו בעצם השוואה אמיתית מול המתחרה, רציתי אנליסטים אמריקאים יותר רציניים, ורציתי אפילו למצוא בנק שגם מסקר אותם ואותו, כדי שבעצם זה יהיה אותו גוף, אותו בנק שיועד לדבר על שנינו. אבל כמובן שאנחנו עושים דברים תמיד בצורה מיוחדת, אז עשינו Direct Listing, קודם כל.

הסיבה לך היתה שאני מזכירה שבסוף 21, תחילת 22, שוק ההון בארצות הברית קפא, לא היינו מצליחים בהנפקה ובגיוס, ולכן בחרנו ב-Direct Listing. ומה זה? לקחנו את המניות הישראליות ורשמנו אותן גם ב-NASDAQ. ברור שאם אין הנפקת מניות, אז אין מסחר, ואכן היה מסחר מאוד מועט בארצות הברית, ומסחר מאוד גדול בישראל.

לגמרי מסכימה שהשוק הישראלי, קבע את מחיר המניה, ראו את זה לגמרי, עד שבמרץ '23, עשינו Follow-on, ב-NASDAQ, וגייסנו 100 מיליון דולר, בכוונה ליצור יותר מסחר ולהביא עוד מגוון משקיעים.

היום בערך המסחר, יש פי 6 מסחר בישראל מאשר בארצות הברית, אבל אנחנו גם ישראלים ואנחנו גם אמריקאים, אני חייבת להגיד שאנחנו נהנים מכל העולמות.

מעולם לא הפסקנו לעשות דוחות כספיים רבעוניים, כולל תזרים מזומנים שציננת, כי אני לא אלך ואקח אחורה, אף אחד מהמשקיעים שלי ומהוויזיביליות שהיתה להם.

שלומי שוב

זאת אומרת רק ההבדל אם סקור או לא סקור, זה הבדל ביניהם?

שגית מנור

סקורים, בוודאי. PWC נמצאים כאן. אז כן, אנחנו בעצם, בדיוק כמו שאמרת, יצרנו לעצמנו את הסטנדרט, גם אם אני לא חייבת, כדי שמצד אחד, המשקיעים הישראלים שהיו לפני שנתיים, לפני שהנפקנו בנאסדק, לא יפסיקו לקבל את המידע שהם קיבלו עד היום.

אגב לגבי IFRS, למי שאין סיבה ממשית לעבור ל-US GAAP בגלל סוגיות חשבונאיות, ובוודאי אם אתה חברה טכנולוגית,

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

כלומר, אם הם חשבו במקור או בדיעבד שהם הלכו רחוק מדי עם ההקלות, אז היה מצופה מהם להגיד אוקיי, ההקלה שעשינו פה, זה הלכנו רחוק מדי, אנחנו מבטלים אותה ואת זה מוסיפים ומשחקים עם ההקלות עצמם.

הם אמרו, במפורש, וגם בשיחות איתם, זה מראש ובמכוון, מחוץ לנייר ההתייעצות ולא על השולחן, וזאת הייתה לכאורה מה שהיית מצפה. הם היו יכולים לומר אוקיי, ההקלות מרחיקות לכת, אנחנו מכוונים את ההקלות עצמן, ולא מוציאים קבוצות מסוימות מתוך הקטגוריה.

עידו צמח

דווקא בשיחות, ה-SEC כן היו פתוחים לרעיונות, של מה שנקרא קצת לשנות את ההקלות, בעיקר לגבי דברים שהחברות הישראליות שהן FPI כבר עושות, שזה דיווחים רבעוניים וכן הלאה. לפחות בשיחות, זה לא מחייב אותם לשום דבר, אבל כן היו פתוחים לכיוון הזה.

אילן פלטו

שלומי, בסופו של דבר, צריך לשים את הדברים על השולחן, מדובר בהזדמנות לבורסה בתל אביב. מה שרון ואופיר, ככה אומרים את זה בצורה עקיפה, אנחנו אומרים את זה בצורה ישירה, זו הזדמנות לבורסה בתל אביב להגדיל את מספר החברות הרשומות בה.

שלומי שוב

אני מסכים איתך וזה נדיר אילן..

רון קליין

אני אגיד בקצרה, אני מתחבר ומחזק את מה שאופיר אמר. הרישום הכפול בסוף כהסדר הוא כולל בתוכו הרבה איזונים ובלמים. למעשה כל רגולציה כוללת בתוכה הרבה איזונים ובלמים. כשה-SEC מחליטים לתת דרישת גילוי מסוימת, יש אולי ברקע אישור או היעדר אישור של בעלי מניות או החלטת בית משפט או היעדר החלטת בית משפט בנושא הזה, וכן הלאה.

אנרגיה ירוקה שרוצה מחר ללכת להירשם, דווקא אליו, חברת אנרגיה ירוקה ישראלית שרוצה מחר ללכת להירשם בניו יורק, אם היא תצטרך לתת את כל הפרטים שיש לה בברגע בישראל, לא יכולה להירשם שם.

כי בישראל למשל, אתה נותן פרטים על ה-EBITDA הצפוי שלך, ואתה נותן פרטים ברמה, ממש ברמה של יקר ערך, ואם תשאל חתם אמריקאי, הוא יגיד לך לא רשום אותך למסחר בארה"ב. אלו דרישות גילוי של רשות ניירות ערך, לקחת דוחות של משק, תבדוק בדוחות של כל החברות האלה ולתת גילוי, ואתה לא יכול לתת את זה בארצות הברית. אתה לא יכול לתת, כי זה מידע צופה פני עתיד, ואחר כך אתה לא עובר תשקיף.

שלומי שוב

כמובן שזה צריך להיות במגבלות מה שאתה לא יכול לתת. אני לא אמרתי לעשות משהו שלא מקובל בארצות הברית, אפשר למצוא פה את האיזונים.

ניר דאש

ואז אתה נכנס לעולם רגולטורי מורכב מדי, אז אתה אומר, אז אני אעשה באמצע. יכול להיות שהפתרון פשוט, דו"חות כספיים כן, אבל מעבר לדו"חות הכספיים האורגניים, אתה לא תצא מזה. זה פשוט לא יעבוד. אתה חייב לשמור על התשתיות.

אופיר אייל

רציתי להעלות הערה אחת, אבל אז התחלת את המשפט "ולא יכול להיות", אז שתי הערות.

אז אני חושב ש"כן יכול להיות" - מהטעמים שאמרתי קודם, כלומר, מסתכלים על זה כחבילה. החבילה ברגע שקיבלנו את החבילה אמריקאית, יש בה חלק שהוא יותר מקל, חלק שהוא יותר מקשה. מה שאמרתי קודם.

אבל ההערה שרציתי להגיד במקור, והיא קשורה גם למה שאת אמרת וגם למה שאתה אמרת, הוא שמה שמפתיע אולי בנייר האמריקאי, זה שהם לא מעלים כאפשרות את הדבר שהוא הכי טריוויאלי, זה לשחק עם ההקלות של ה-FPI עצמם.

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

הטכנית המותרת.

אני גם לא רוצה להגן על רמת הגילוי הנוכחית בישראל, כי אני חושבת שהסוגיה הזאת של דיווח על משא ומתן, היא בעייתית מאוד. מאוד.

שלומי שוב

תמיד יהיו כל מיני דברים שצריך עוד לשפר. אין שלמות אגב, לא בחשבונאות, לא ברגולציה.

לייזה חיימוביץ

איפה שזה גם יכול לגרום לנזק עסקי, וכל העולם חי בלי זה, אני חושבת שזה משהו שהוא לא צריך להיות וגם לא צריכים להיות יחידים.

שלומי שוב

לא, זה נכון גם לכל חברה אחרת.

לייזה חיימוביץ

גם הניסיון שהיה לי ב-ICL, וגם הניסיון באנלייט הוא שהחברות הגדולות הולכות באמת עם מודל המשמעת שוק ובוחרות להתנהג כמו הגדולים, לכן אנחנו אימצנו נוהל גילוי שהוא נוהל היברידי, שהוא נוהל שאומר, אנחנו לא רוצים שהמשקיעים הישראלים יראו באמת הרבה פחות מידע ממה שרגילים בישראל, אז אנחנו מדווחים הרבה יותר, לא רק ביחס ל-FPI, אלא גם ביחס לדיווח של חברות מקומיות אמריקאיות.

אנחנו מדווחים במודל מאוד קרוב, תסתכלו על הדיווח שהוצאנו היום בבוקר, אף חברה אמריקאית לא מוציאה דיווח עם כל כך הרבה נתונים ואנחנו מתוגמלים, כלומר אנחנו כן רואים שיש לשקיפות השפעה על משקיעים זרים.

אבל פה אני רוצה לחזור לנושא שמורן העלתה, הסוגיה הזאת של הסחירות וזה עלה פה גם מרון. באמת קשה מאוד להעלות את הסחירות בדואליות.

מה שקורה זה שבסיס המשקיעים האמריקאים עולה, כמו שאני

כאשר מסתכלים רק על נושא ספציפי ואומרים הוא פה מקשה יותר, הוא פה מקל יותר, פה ניקח את המחמיר, פה ניקח את המקל, אתה לא יוצא מהאירוע. כי יש כאן עוד הרבה הרבה רבדים נוספים שאנחנו לא לוקחים אותם בחשבון.

לכן התפיסה של רשות ניירות ערך, ובצדק, היא תפיסה הוליסטית, היא אומרת אני מסתכל על כל המערכת הזאת בכללותה, על הבקורות שיש של אכיפת שוק של בעלי מניות, על האקטיביזם המוסדי שיש בארצות הברית, על בתי המשפט היעילים, על פרקטיקות הגילוי, על פרקטיקות הממשל תאגידי וכן הלאה. הדברים האלה בסוף מאזנים אחד את השני.

ואני אומר, כל המכלול הזה הוא מכלול שהוא טוב למשקיע בארצות הברית, ולכן הוא טוב גם למשקיע כאן. והתפיסה היא שאנחנו לא הולכים עכשיו לעשות Cherry Picking להסדרים מסוימים, כי זה באמת אירוע שלא נצא ממנו, וזה גם לא יהיה חיובי להסדר הרישום הכפול.

לייזה חיימוביץ

זה יהיה אסון לנסות את הגם וגם, זה חייב להיות במודל, ואני חושבת שאנלייט היא דוגמה, לחברות שכלל שהן רוצות להגדיל בסיס משקיעים זרים, אז הן לא מנסות ליהנות מהרף הנמוך ביותר של הגילוי, אלא להפך. כדוגמאות שאנחנו עשינו, התקרבו לרמות הגילוי הישראליות, חוץ מבנושא של משא ומתן, שזה באמת זה הפער הכי גדול בין הדיווחים בישראל ובארה"ב.

שלומי שוב

רגע, לייזה, אני רוצה להבין מה את אומרת. את מסכימה עם מה שאמרנו קודם? שלא יעלה על הדעת שחברה תירשם בעוד בורסה ותדווח פחות?

לייזה חיימוביץ

קודם כל, בגלל שאני עדיין לא שכחתי את העבודה שלי 14 שנים ברשות ניירות ערך, אז אני לא תומכת בניצול האפשרות להרשם למסחר בארצות הברית ולרדת לרמת גילוי שהיא מופחתת כחברה זרה. עובדה שאנלייט לא ירדה ברמת הדיווח לרמה האפשרית

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

ולהזדמנות ליצור סביבה בה רמת הגילוי ולוחות הזמנים של דיווח מידי, לדוגמה, של חברה דואלית, כמעט ולא יושפע מהגדרתה. כלל ביטכנולוגיה כחברה ציבורית בתל אביב, נדרשת לגילויים בתל אביב בעוד חלק מחברות הפורטפוליו נדרשו לדווח לפי כללי ה-Nasdaq - בעצם קבוצת האיחוד, כמו שאתה ציינת שלומי. ייתכן כי מה שטוב למשקיעים האמריקאיים המוסדיים והמקצועיים האחרים, הוא לאו דווקא גילוי מופחת, אלא גילוי שהוא מותאם למשקיעים ובעיקר לטובת החברה ובעלי מניותיה. מה שטוב לאנליסטים של פידליטי עשוי להיות מספיק טוב למשקיעים מוסדיים בישראל. נתקלתי לא מעט בחוסר שביעות רצון של שותפים שלנו בחברות פורטפוליו נסחרות ופרטיות מהגילויים שנתנו על פי חוק בישראל. אני רוצה להדגיש כי המוטיבציה העיקרית להתאמת הגילויים איננה להקל על החברות המדווחות או למנוע ממשקיעים מידע עודף, אלא שהעובדה שחברה ישראלית או בין משקיעיה נמנים ישראלים לא יהפכו לנטל על החברה ויקשו על משקיעים זרים שרגילים לא לתת מידע תחרותי. לדעת, דוח ברנע הינו מצויין וניתן בהתאמות לא משמעותיות להתאימו לאספקטים ייחודיים לתעשיות שונות כך שיכיל את המידע כלל הרלוונטי הנדרש למשקיע בין אם הוא ישראלי או זר, בין אם החברה FPI או Domestic.

בשורה התחתונה אני חושב שהאיום על חברות מנפיקות לראשונה הוא לא גדול, למרות שיתכן שדרישות ה-SEC יקשו על חלק מהן. בנוסף, אני רואה בכך הזדמנות, ליישר קו, לגבי חלק מההבדלים, לאו דווקא בין IFRS ל-US GAAP, אלא בדיווחים המידיים, ובדוח ברנע לגבי מאפיינים ייחודיים של תעשיות שונות, על מנת לתת את כלל המידע הרלוונטי למשקיע - לא מידע מופחת אלא מידע מותאם.

יעל גרסי

אני אתייחס לנושא מההיבט החשבונאי / דיווחי. קודם כל, מההסתכלות האמריקאית, אפשר לראות בזה עוד דרך להרחיק ולצמצם את מעמד ה-IFRS בארצות הברית. צעד ראשון שכבר נעשה בעבר היה כשה-FASB התנתק מפרויקט האחדה עם התקינה הבינלאומית. כל גוף תקינה (FASB או IASB) מוציא תקנים, וניתן לראות זאת יפה על בסיס התקנים האחרונים, שהם בכיוונים שונים לחלוטין. הפערים בין התקינות רק הולכים וגדלים. אין ספק שהצעד הנוכחי, שיביא לצמצום מספר החברות שיעמדו

אמיתי- שנה ראשונה היינו 5%, שנה שנייה כבר שילשנו, כשאנחנו יודעים בוודאות שזה לא רק הפורטפוליו של החברה ובעיקר האמריקאי שגדל, אלא שזה קשור מאוד מאוד, זה ממש נאמר לנו, לשקיפות. אנחנו מקבלים פידבקים ממשקיעים אמריקאים שמאמינים בנו בגלל השקיפות ובגלל שאנחנו נותנים הרבה מאוד נתונים על הפורטפוליו. כל האירוע של הבלאגן עם המיסוי והמכסים בארה"ב ומי שמכיר את תחום האנגריות מתחדשות והטלטלות שעברנו עם טראמפ, יודע שאנליטי התנדבה לספק הרבה מאוד מידע ונתונים למשקיעים, יושבים פה רון, ניר ממשרד הרצוג שהיו איתנו בזה, התנדבו וקיבלנו תגובה חיובית, ראינו עלייה שווי המניה, כניסה של משקיעים בגלל שהחברה שקופה יותר ולא מנסה ליהנות מפערי הרגולציה ולצמצם דיווח.

הבעיה שהמסחר בתל אביב גדול, יש אומנם יותר אמריקאים, אבל הם סוחרים בתל אביב. הם עושים את ההשקעה שלהם דרך הבורסה בתל אביב, מאוד קשה להעלות את הסחירות בארצות הברית, ואז הנושא של השוויים שציינת בתחילה הוא באמת עקום, עקום ומעוות, כי יש נושא של כמה משקיעים זרים, ויש נושא של השוק שבו זה נסחר, שני דברים שונים. השווי הולך לפי המסחר, ולא לפי איפה זהות המשקיעים.

אסף סגל

אני רוצה להתייחס לשתי נקודות, הראשונה הינה ההשפעה האפשרית על מנפיקים חדשים בעיקר מתחום הטכנולוגיות הרפואיות והשניה הינה ההזדמנות לשדרג וליצור אחידות של הגילוי הניתן למשקיעים מעבר לדוחות הכספיים.

הנקודה הראשונה חשובה בעיקר לחברות שאינן דואליות, אלא בעיקר למנפיקים חדשים. נאמר פה הרבה שהרגולציה ועודף רגולציה תקשה על מנפיקים חדשים ובעיקר לחברות מתחומים בהם לא ניתן להסתפק בשוק ההון הישראלי. אני בא מתחום ששוק ההון הישראלי לא יכול לתמוך בו באופן בלעדי לאורך זמן ושעיקר ההשקעות בו מגיעות מארצות הברית, ולכן חלק מחברות הפורטפוליו של כלל ביטכנולוגיה שקלו להפוך באופן וולונטרי לחברות Domestic. בשורה התחתונה, זה לא תמיד הכרחי אבל חברות שירצו גישה לשוק ההון האמריקאי צריכות לשקול לשחק כמו מקומי.

הנקודה השנייה מתייחסת לגילויים מעבר לדוחות הכספיים

"הצעת ה-SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

מטריד זה דווקא הדאון סייד אני חושב. לכן אנחנו ניסינו לא להשאיר אף אבן הפוכה בעמדה שלנו, וזה פלוס הפעילויות האחרות שאנחנו עשינו ומתכוונים לעשות בהקשר הזה לטובת שוק ההון הישראלי. ולגבי הדואליות, וזה מתקשר למה שהטריד אותך ואחרים, חשוב להבין שהתפיסה שלנו היא תפיסה הוליסטית. מסתכלים על הרגולציה הזרה כסל שמורכב מרגולציה, משמעת שוק וכל שאר המנגנונים. לפני שהחלטנו איזה רגולציות ואיזה בורסות להכניס, עשינו בדיקה כוללת, ו ONCE נתנו את האוקיי אז אנחנו מסתכלים על זה כמכלול. כל שיטה אחרת היא לא טובה. יכול להיות שאנליטית היא יותר מדויקת, אך שכרנו ייצא בהפסדנו.

שלומי שוב

אנחנו צריכים להגיע לסיכום הדיון. אני חושב שהיה לנו היום דיון מרתק, מאוד מעניין, שמענו כל מיני זוויות, זה ברור שיש פה נושא שהוא מורכב. המוטיבציה של שני הצדדים (לא רק שלנו) היא ברורה ומובנת אבל חייבים למצוא רף של דרישות מינימום שלא הגיוני לרדת ממנו. זה לא בעיה לבנות מודל כזה של "הגבוה מבין" דרישות הדיווח הישראלי (בגבולות אי סתירה לעקרונות האמריקאיים) ובין ה-FPI ושם בגדול אני רואה את השינוי. בשורה התחתונה, אני חושב שלא ניתן להישאר לאורך זמן במצב של תת דיווח ואכיפה כמו שאמרתי לא סביר בעיני שחברה ציבורית ישראלית תצא להנפיק גם בארה"ב היא תדווח פחות ותהיה תחת אכיפה פחותה. לכן עם או בלי קשר לכיוון הנוכחי של האמריקאיים, או שחוק הרישום הכפול מתוקן או שאכן הדרישות של ה-FPI יעלו. אני חייב להגיד לכם שהופתעתי לחיוב מהעמדה שהציגו החברות היום בדיון, כמובן אם מנטרלים את הלחץ של עורכי הדין...אני רואה שבסך הכל יש הסכמה מתוך החברות לכך שצריך שינוי. גם אם המסמך הזה מגיע, כמו שאומרים, מכל מיני אינטרסים ופוליטיקות בזירה הגלובלית, אתם יודעים איך זה בחיים, לפעמים משהו מגיע מכיוון מסוים לא לגמרי ענייני, אבל הוא מסייע לנו למצוא את שורש הבעיה ואולי גם יעזור לנו בסופו של דבר לסדר אותה. תודה רבה לכולם.

בהגדרת FPI ויאלצו לעבור מ-IFRS לדיווח לפי US GAAP, אף הוא יצמצם משמעותית את ה-IFRS בארצות הברית. אני יכולה להבין את היתרון מהפן האמריקאי, שזה יביא כמובן לשיפור ההשוואתיות בין חברות. זאת אומרת, זה עשוי להיות טוב מבחינת ההשוואתיות בשוק האמריקאי בין החברות הציבוריות. מאידך, אם אני אסתכל מהצד שלנו, מצד החברות הישראליות שעשויות להיות מושפעות, מעבר GAAP זה אירוע שעשוי להיות משמעותי בחיי חברה. זה כמובן תלוי בתעשייה ובענף בה היא פועלת, יש תעשיות שהרבה יותר מושפעות ממעבר תקינה ויש כאלה שפחות, אבל כך או כך זה תהליך משמעותי. זה נכון גם מצד המשקיעים והמשתמשים האחרים בדוחות הכספיים, הם רגילים לראות דוחות כספיים על בסיס IFRS, והנראות שלהם לפי תקינה אמריקאית עשויה להיות שונה לחלוטין, בטח בתעשיות ונושאים שמאופיינים בפערי תקינה רבים. ובהסתכלות קדימה, כדוגמה עם אימוצו של IFRS 18 בתקינה הבינלאומית בלבד, הפערים בין התקינות עשויים להיות עוד יותר משמעותיים.

זה מזכיר לי את התקופה שאפשרו לראשונה בארה"ב לחברות FPI לדווח לפי תקינה בינלאומית, היו חברות שהושפעו ממעבר התקינה בצורה מאוד משמעותית, ניתן היה אף לראות מצבים קיצוניים בהם חברה אחת מרוויחה לפי תקינה אחת, בעוד שהיא מדווחת על הפסד לפי התקינה האחרת.

לייזה חיימוביץ

רק אולי לפני סיכום, יש נושא גם של עיתוי, כי הדואליות מדווחות דוחות כספיים מהר יותר.

שלומי שוב

אני חושב שבעקבות הנייר הזה, הדדליינים יקוצרו. זו הערכה שלי.

אופיר אייל

טוב, הדיון מעניין. האירוע הוא מאוד מורכב, גם לגופו, וגם בגלל אי הוודאות שעוטפת אותו גם במישור הזמן וגם במישור התוצאות האפשריות וכל אחת מהן עלינו. יש פה פוטנציאל, מצד אחד, כפי שגם רון ואילן אמרו. אבל לא פחות



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM | FVF

האם קיימת בשוק ההון בועת AI?
החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה.

תאריך המפגש: 1 בדצמבר 2025

נושא המפגש: האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה.

קישור לחומר הרקע למפגש: [חומר רקע](#) [מצגת יאיר לפידות](#) [מצגת חני עפר](#) [מצגת גלעד לוי](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחצו כאן](#)

צוות מקצועי: דניאל אלביליה, טוהר זיני, ניר פלד, דותן פרידמן

שלומי שוב

הטכנולוגיה הגדולות - Significant 7 על המדדים - בתכל'ס מדדי המניות הגדולים כיום זה חברות ה-AI... ורוני עפר עוד מעט יתייחס לזה.

בנוסף, היקפי העתק של ההשקעות בדאטה סנטרס ובשבבים, שרק הולכות ומקבלות תאוצה לאחרונה, מתבצעות כנגד חוב פיננסי שהולך ותופח, שאת רובו לא ניתן עדיין לראות על המאזנים - יש כאן היקפי מימון ענקיים על דאטה סנטרס שהם חוץ מאזניים... מרכיב זה עלול להוסיף בעתיד טריליוני דולרים בסיכון למערכת הפיננסית שמזכיר לנו את המשבר העולמי של 2008...

בחומר הרקע צירפנו את הגרף המלחיץ, שמציג את ההתפתחות על פני השנים של מדד ה-CAPE RATIO של שילר (מדד המשקף את היחס בין שווי השוק של החברות לבין ממוצע רווחיהן בעשר השנים האחרונות מותאם אינפלציה) - שאמור לתת אינדיקציה לתמחור יתר/חסר בפרספקטיבה ארוכת טווח. זה בולט מאוד, שעבר בועת הדוט-קום (שנת 2000), עמד המדד על שיא של כ-44 נקודות, ואילו לקראת סוף 2025 הוא נע סביב 40 נקודות - הרמה השנייה בגובהה מאז תחילת המדידות לפני 150 שנה...

אגב, מי שמחפש טריגרים להתפוצצות בועה - מספיק לראות את הקורלציה המתגברת לאחרונה בין מניות הטכנולוגיה לביטקוין, וזה

בוקר טוב, אנחנו עוסקים היום בשאלה שהכי מסעירה בתקופה האחרונה את העולם הפיננסי והיא שאלת בועת ה-AI בשוק ההון. לראיה, כמות המשתתפים בדיון היום מעידה על זה. אין כל ספק כי נושא ה-AI הוא בלב כל דיון היום...אין מה לעשות... וככל הנראה, גם הדיון שלנו בחודש הבא יעסוק ב-AI, אבל מזווית אחרת לגמרי, והיא ההשלכות הריאליות הצפויות לנו על הסקטור הפיננסי ממהפכת ה-AI - החל בשוק העבודה ועד הרגולציה.

נהוג להשוות את המצב כיום למצב שהיה בסוף שנות ה-90 ותחילת שנות ה-2000 עם כניסת האינטרנט ובוועת הדוט קום - ואכן יש גם כאן, לא מעט מאפיינים מדאיגים של בועה - כמו למשל מכפילים לא סבירים, ועסקאות סיבוביות בין החברות עצמן - אם זה שירותי ענן, שבבים, מוצרי AI, ביצוע השקעות הדדיות ועוד, שמעלות חשש כבד מניפוחים מלאכותיים ומקשות מאוד להבין את הביקושים האמיתיים. יאיר לפידות יתייחס לזה עד מעט.

ואי אפשר להתעלם - ההיקפים של הבעיה הזאת, בהנחה שאכן קיימת, הרבה הרבה יותר גדולים מהדוט קום - ממש ברמה של To Big to Fail. אגב רואים את זה בין היתר גם בהשפעה של מניות

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

מעורבות ולא כמו בדוט.קום ששם היו אמנם חברות בלי מודל עסקי אבל גם בכלל בלי גב כלכלי.

ותוסיפו לזה את הסינים שעומדים לכאורה בפני עצמם, למרות שבתכלס אנו לא יודעים באמת מה קורה שם - ובכלל יש לנו כאן לא רק AI, אלא מירוך חימוש גאו-פוליטי של ממש בין שתי המעצמות הגדולות.

שימו לב, שהסיפור של אנבידיה, הוא שונה, כי היא לכאורה מבססת מודל עסקי עצמאי, אבל עדיין נשאלת שאלה של תמחור ומה יהיה קדימה בעתיד - בואו זה עדיין מכפיל של משהו כמו 46 על הרווח הנקי למניה של 12 החודשים האחרונים, אבל אם תתממש הצמיחה שלה מגלמת מכפיל צנוע יותר של 26 לרווח של 12 החודשים קדימה. הכל תלוי אם תתממש הצמיחה שהמשקיעים מקווים לראות.

ראינו גם מה שקרה בשבועות האחרונים עם תחרות פוטנציאלית מצד גוגל, כאמור, עם ג'ימיני 3, שמתבסס על השבב שלהם שנקרא TPU ופותח במיוחד בכדי לממש באופן אופטימאלי את יישומי ה Machine Learning של גוגל. וממה שאני מבין הוא עובד בצורה שונה משבבי ב-GPU של אנבידיה, שלהבדיל, פותחו על ידי אנבידיה במקור למגוון יישומים כלליים וגרפיים וכרגע שולטים בשוק הבינה המלאכותית. יהיה מעניין לשמוע את גלעד לוי עוד מעט על העניין הטכנולוגי הזה והאם ה-TPU הוא אכן איום מהותי על אנבידיה כפי שמשתקף בביצועיה היחסיים של מניית גוגל אל מול אנבידיה בימים האחרונים.

אפרופו מכפילים, ראינו בשנתיים מגמה בולטת של חברות הטכנולוגיה הגדולות להאריך את אורך החיים של רכוש קבוע כדוגמת שרתים, מה שהביא להקטנה של הוצאות הפחת, מה שמן הסתם הגדיל רווח נקי וסייע לתמחור המניה בשיפור המכפיל.

אגב, בשבוע שעבר נתתי לסטודנטים שלי תמריץ לגבי נכונות הטענה של מייקל ברי מהביג שורט, שנשמעת היום גם תחת כל עץ רענן - לרבות בתקשורת, כי הארכת אורך החיים השימושיים של הרכוש הקבוע היא מניפולציה, לאור ירידת השווי הטכנולוגית שנובעת מכניסה מתמדת של שרתים עם יכולות עיבוד גבוהות יותר. אז כמובן שהאינטרס ברור, אבל התשובה, בין אם אוהבים אותה ובין אם לא, היא שמהמידע הקיים זאת לא מניפולציה חשבונאית, כי הפחתה מתבצעת לפי אורך חיים שימושיים ולא לפי שווי. ככל שככה הם אכן צופים את השימוש - הרי שלא ניתן לבוא בטענות. אבל אני לא עשיתי להם ביקורת..

מגביר את החשש כי מפולת באחד מהם עלולה להביא למשבר גם במחירי נכסים אחרים. למשל, מה יקרה אם הביטקוין ירד ל-40,000?

מה שלא נמצא במחלוקת, זה שיש כאן בבסיס באמת מהפכה טכנולוגית אדירה - אבל בתכלס, לא בטוח בכלל שהמודל העסקי שלה בפני עצמה עובד.

אם נבודד וניקח למשל את OPEN AI ההפסדית שמובילה את הענף כיום, אז בואו - זאת חברה שקשה מאד לראות איך המודל העסקי שלה עובד. ואני מזכיר שהיא הוקמה בכלל כמלכ"ר. לבנתיים ההכנסות מהמנויים (שאלו הם רק כ-5% מהמשתמשים) רחוקות מלכסות את ההוצאות התפעוליות ועוד לא דיברנו על ההשקעות העתידיות של החברה - למחקר ולתשתיות...

שימו לב שלאור המבנה המשפטי ומסיבות טכניות בעיקר, מייקרוסופט לא מאחדת את OPEN AI חשבונאית מה שגורם לה להציג דוחות טובים יותר - ואפילו הפסדי האקוויטי שמוצגים במספר אחד למטה היא מנטרלת בנזק. מה גם שהיא מוכרת בעצמה ל-OPEN AI ורושמת ככה הכנסות, כן כן..מותחים את החשבונאות לקצה.

אגב, כל העסקאות הסיבוביות האלה לכאורה "כשרות" מבחינה חשבונאית אבל מרגישות "לא טוב בבטן". מקווה שבראיה היסטורית של לא יסתבר לנו כמו כל מיני פרשות חשבונאיות אחרות שהיו - כמו אנרון, סאב פריים ועוד כאלה מפחידות.. הניסיון במשברים פיננסיים גדולים בהיסטוריה לצערי היה שלחשבונאות תמיד היה אשם תורם..

מצד שני, אין ספק שהן מספקות עוצמה ושליטה למחזיקים בהן - אם זה במקרה הזה מייקרוסופט או גוגל שג'ימיני נמצאת בתוכה. כלומר, השווי נגזר ממי שמחזיק בהן ולא מהן עצמן. המשמעות של מה שאני אומר עכשיו היא שיש כאן שוני אל מול בועת הדוט קום - הפעילות של ה-AI תהיה חלק אינטגרלי מחברות הענק, כאשר אני לא רואה איך חוקי ההגבלים העסקיים יוכלו לנתק אותן זו מזו.

ולא נעים להגיד הן הולכות להיות מעצמות הענק של העולם - יותר חזקות מהמדינות - וזה יכול להוביל אותנו למסקנה שכן יש בועה אבל ספק גדול אם ממשלת ארה"ב תאפשר מצב שהיא תתפוצץ - מה גם שמבחינת הממשל האמריקאי הקמת התשתית הזאת היא עדיפות לאומית, לפחות לא בעתיד הנראה לעין למעט התאמות כאלה או אחרות.. יש מצב שזאת תהיה המסקנה שלנו היום - יש בועה אבל יש כאן גורמים חזקים, מה גם יש כאן חברות חזקות

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

יש הבדל גדול בין להגדיר בועה ולצפות ירידת מחירים דרסטית בתקופה קרובה, לבין מודל הערכת שווי כלכלי. שרונן עפר יציג עוד מעט, שיבוא ויגיד אני לא מסוגל להסביר את רמת מחירי המניות עכשיו בצניעות הראויה, לא מסוגל להסביר. אולי הבעיה היא במודל. תראו את הסתירה הזאת, אנחנו עכשיו דנים ומדברים בשאלות של בועה בשוק הטכנולוגי ובשוק ה-AI, אבל שלומי אמר לנו שאתם מוזמנים, בפורום הבא שיהיה בינואר, לדון בהשלכות הריאליזם של מהפכת AI על שוק העבודה, על שוק הפיננסי, הרגולציה. אם AI מהווה מהפכה כזו טוטאלית, מהיכן הביטחון שהמצב הנוכחי הוא בועתי. זו שאלה שאני מציג כאן.

אני מתנצל בפניכם, אני מהותיקים למדתי אישית ולימדתי תחת ההיפותזה של השוק היעיל. ניסחנו, רוני עפר יושב פה, מבחנים חזקים, חלשים, שבחנו האם השוק באמת יעיל. ואימצנו את מסקנת היעילות. אמנם היו מאמרים על חריגות זמניות, אבל דרך המלך נותרה היפותזה של שוק יעיל. ההיפותזה הזאת אפילו אומצה על ידי המערכת המשפטית.

הרי בתי המשפט קובעים זכויות של משקיעים לפי event study מתודולוגיה של event study בנויה באופן מלא על הנחה של שוק יעיל, כשהשוק בכל נקודת זמן מבטא באופן מלא במייד את האינפורמציה החדשה. האינפורמציה כל מה שהוצג כאן, ידועה אני מניח.

זאת אומרת, אם אני בונה מודל כלכלי מהסוג שהוצג כאן, נניח אפילו של מודל בסוג של machine learning שהוזכר כאן, ומשווים לשווי השוק ומקבלים מכפיל של 44, האם זה נחשב לבעיה? האם נתוני העבר שבונים את המכפיל, הם רלוונטיים לחברות טכנולוגיה AI, בעולם חדש כזה? האם מכפיל 44 מציג מכירות שוק? אני כבר אומר לכם, שלפני חצי שנה, אם הייתם עושים את העבודה, והייתם מקבלים מכפיל מאוד גבוה על מניות חברות הטכנולוגיה, ומשקיע היה מוכר בחסר, כלומר בפוזיציה של SHORT, אני לא מקנא באותו מחזיק ה-SHORT, אני מניח שהוא עסוק עכשיו באופן אינטנסיבי בחיפוש כספי כיסוי לפוזיציה השורט כשהשוק המשיך מאז לעלות.

כך שנסכם את המפגש הזה ונשאל, האם על מוסדיים ישראלים להמשיך ולהיות בפוזיציה במניות טכנולוגיה או לברוח, אז אני בספק רב אם בריחה מבוהלת מוצדקת. אבל אל תתנו משקל רב לדברים שלי. שוב אני אומר, אני תחת האמונה המושרשת ששוק ההון הוא יעיל.

היה לנו חשוב להזמין לדיון היום גם את הזווית של אנשי הטכנולוגיה, ותכף אני אציג לכם את גלעד לוי שהוא מרצה בטכניון למודלי שפה, ובימים אלה מקים סטראט-אפ בינלאומי בתחום, ובדיוק חזר מעמק הסיליקון. לפי הערכה שלי צריכים לשבת טוב מאד לפני ששומעים מה שיש לו לומר.

נמצאים כאן כמובן גם נציגים מהגופים המוסדיים - חשוב לנו להבין את השיקולים שלהם כיום בהשקעת כספי הציבור בתחום. בגדול, לפי חישוב גס שעשינו, משהו כמו 15% מכספי הציבור כיום נמצא במניות הטכנולוגיה (פחות ממחצית מזה הוא ב-7 המופלאות) - זה לא מעט אבל אנחנו רוצים לשים על השולחן הבוקר את השאלה - איך קובעים אם זה המספר הנכון (מעבר רק לשיקולי הצמדות למדדים או תחרות בין המוסדיים והתיישרות אחד לשני). מה השיקולים בניהול התיק הציבורי והאם החשיפה תואמת את נכונה את האינטרסים של החוסכים. ולא פחות חשובה לדעתי היא השקיפות, האם למשל הציבור יודע/מודע לפערים בנושא בין הגופים המוסדיים השונים, במידה וקיימים?

אמיר ברנע

יש לי רק כמה הערות, לפני שנשמע את המומחים המבינים ב-AI. אבל לדעתי, דיון באוניברסיטת רייכמן, בעיר הרצליה, בשאלת קיומה של בועה במסחר במניות טכנולוגיה שנסחרות בשווקי העולם, הוא קצת יומרני.

הרי הגופים המוסדיים שנוכחים כאן, מפעילים יועצי השקעה בינלאומיים בהשקעות בשווקי העולם. כלומר, פחות סומכים על ייעוץ לוקלי. לפורום יש חשיבות בעיקר בנושאים שקשורים למשק הישראלי או לייחוד הישראלי. וכאשר אנחנו חורגים מהייחוד הישראלי, מדברים בעצם על תופעה אוניברסלית, אז אני אומר נקבל את הדברים האלה בצניעות הראויה.

מכאן שגם אם מחר בדה-מרקר, תופיע כתבה בה ייאמר שפורום שווי הוגן קבע כי מחירי מניות הטכנולוגיה הם מנופחים, אני לא צופה שעצם הידיעה הזו תביא לירידת שערים תלולה בנאסדק.

חשוב להבין יותר את המושג בועה. הוא מופיע בהזמנה למפגש ומופיע בחומר הרקע. בספרות המקצועית בועה קיימת אם במועד קרוב (ex-post), חל תיקון שוק משמעותי. כלומר נטעה אם נקרא למצב השוק הנוכחי בועה, לא יחול בקרוב תיקון חד במחירי השוק. קיימות בועות ספורות בהיסטוריה המימונית, אין הרבה כאלה.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

אותך לשם. תסתכל במה הם משקיעים הם לוקחים את ה-LLM ומגדילים אותם, יותר DATA, יותר comput. זה בדיוק העסקאות המעגליות שהזכרת קודם. מאות מיליארדים שם, בהבטחות עתידיות whatever. אני אגיד לך ככה, מאיך שנראה השוק כרגע, לא נראה AGI בקרוב.

עודד ברוורמן

אולי כדאי שתסביר מה זה AGI, כי לא כולם מכירים את המונח הזה.

גלעד לוי

אה, נקודה נהדרת, הנחתי תשובה בגוף השאלה, השאלה כבר לא עליי. התשובה היא ככה, AI התחיל בעשר שנים האחרונות, נבנה על עולם של 30 שנה, של תחום שנקרא machine learning, שכל מה שהוא ניסה להגיד זה: יש לי קו, הוא עצר בנקודה מסוימת, נגיד היום, מה יקרה לו עוד שבוע? ואם אני יכול להגיד את זה היום, זה שווה לא מעט כסף. וזה היה התחום. ובעיקר לאט לאט אולי הקו הזה יהיה מניה ולא רק סיטואציה מדומיינת.

ואז הגיע התחום של AI, באזור 2017, תודה רבה לגוגל, והוא הביא מודלים אחרים. הוא הביא מודלים שבאים באינטראקציה עם העולם, מבינים את העולם, יכולים לענות לך על שאלות על העולם. ושם נפתחה השאלה, מתי הדבר הזה, נהיה אינטליגנטי באמת? מתי AI נהיה דומה לבן אדם, וכבר בשנים האלה אגב, 2021 כבר היו היפותזות של GPT3 היה אנושי. ופוטרו עובדים בגוגל בגלל זה, כי זה באמת חרטא. זה עוד לא היה שם. אבל כרגע, באה השאלה, עד כמה אנחנו רחוקים? יש מומחים יותר חזקים ממני בתחום הזה, יאן לקון כרגע התפטר מ meta, כי meta הולכת בכיוון של scale. meta אחת המובילות והשאלה שלהם זה האם אנחנו בדרך ל-AGI, והתשובה היא לא. לפחות להערכת רוב המומחים, כל הדיבורים כרגע סביב ה-AGI הם בדיוק כדי לתמוך במה שאנחנו מגדירים כרגע כבועה.

זה לא אומר שיש בועה אגב, אבל זה אומר אנחנו רוצים להבטיח את הזרמת כספים לתוך התחום, וההבטחה של מודלים יותר גדולים כבר לא מפסיקה, ראיתם מה קרה עם GPT5, ראיתם מה קרה עם DeepSeek. בשנה האחרונה פיתוחי AI מחקריים לא הובילו למה

עוד סיפור אישי, בזה אני אסיים. בתיק הפרטי שלי, אני ספק ביטחון לכל חוששי הבועה. איך אני ספק ביטחון? דרך סטרקצורים. יש סטרקצורים, שאתה יכול לקבל ריבית גבוהה אבל אם השוק יפול ב30 אחוז או משהו כזה אז אתה נכנס לפוזיציה במקום מי שמחזיק מניות. מציעים לי ריבית גבוהה, מול הגנה שאני מספק במצב של קריסת השוק, קריסה בועתית. ככל שחשש הבועה עולה, כך גם עולה שיעור הריבית שאני מקבל. רק רציתי לדווח לכם, שעד היום תמיד קיבלתי ריבית.

רוני עפר

אני מציע, זה התוכן האמיתי (גלעד), אחרי זה אני אעשה את כל ההיפוטזות. במיוחד במהלך הניסיון ל AGI, איפה זה נמצא ולאן זה הולך.

יאיר לפידות

גלעד, לאן ה-AI הולך להגיע כולל במיוחד הניסיון להגיע ל-AGI מעבר לאלמנטים.

גלעד לוי

קודם כל אני חייב להגיד disclaimer, בפורום כזה עוד לא הייתי עד היום. כמות האנשים לא רגילה, יש פה ריכוז מטרף של אנשי מפתח בתעשייה הישראלית, בשבילי מדהים לדבר פה, אין שאלה, תודה לשלומי.

לגבי השאלה שלך, אני חושב שכמעט כולם מהאזורים הטכנולוגיים לאזורים הכלכליים שואלים בדיוק את השאלה הזאת והאנשים העיקריים שצריך להסתכל עליהם בסוף, זה מי שכרגע מנסה לפתח את ה-AGI, כן? ושם יש כמה אפיקים. יש רק כמה חברות שהן המעבדות ענק של העולם שלנו, תחת הקונספט של AGI, לא אמרו מילה אחת מהנושא, שום דבר.

אבל בתקווה, אומרות אם יהיה AGI אולי זה יבוא ממני, כי אני בעבר פיתחתי את gemini או את קלוד. ומשם אני כבר אומר לך, כנראה לא תבוא הישועה. ואז יש לך את החברות שכרגע מוכרות לך שירותים, יש לך את Google, openAI, כל מיני, והן אומרות לך תשמע אני best you can do, אולי אני אוביל

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

רוני עפר

שלום לכולם, אני רוצה להתחיל בהתייחסות למה שאמיר אמר. וכאן אני מהסס, אמיר זרק כאן לדעתי כמה פצצות. אבל, אני חייב להתייחס לאמיר בכבוד רב, כי אמיר היה זה שהחזיר אותי לארץ מארה"ב ושכר אותי, הוא כנראה עשה שגיאה, שכר אותי לאוניברסיטת תל אביב, ואני מאוד שמח שאני פה בישראל ולא בארצות הברית.

מה שאני רוצה לעשות זה להראות איך אני מתייחס לכל הנושא של מדדים והשקעה במדדים ובחברות דרך מודלים פורמליים יותר, שאנחנו משתמשים בהם במימון. אני יכול לגזור את התשובה הצפויה על תיק השוק תוך שימוש במודלים עתידיים, בעצם אני מהווה את זרם דיבידנדים עתידי, תוך הנחה על גידול וכולי. אני אשתמש בקרן הסל ספיידר, שזו הוותיקה ביותר, ה-S&P500. על בסיס הדיבידנדים ששולמו ב-31 לאוקטובר 2025, הדיבידנד השנתי הוא \$7.32, ותשואת הדיבידנד נכון ל-18 בנובמבר, זה 1.11%. אני רוצה להציג את האנשים שעזרו לי עם המודל והחישובים. יושבים כאן אודי לבקוביץ', תרים את היד, ועודד ברוורמן, שניהם בוגרים של אוניברסיטת תל אביב.

זו ההתנהגות של הדיבידנד לאורך זמן (גרף), חישבתי כאן גם את התשובה הנומיןלית, י שהיא 5.93%, מזה גזרתי את התשובה הריאלית, על ידי זה שניקיתי את האינפלציה. חישבתי את האינפלציה השנתית 2.5%, דרך אגב זה מאוד מעניין כשמתכלים על הפרשים בין האג"ח הנומיןלית של ארצות הברית והאג"ח של ה-TIPS- Treasury Inflation-Protected Securities, רואים לאורך שנים שהשוק מאוד מאמין ב-FED. התחזית של האינפלציה לטווח ארוך היא תמיד יושבת על 2.5% שזה מאוד מעניין. שמנקים את האינפלציה, אנחנו מגיעים לצמיחה ריאלית של הדיבידנדים על ה-S&P500, שזה ה-ETF שעוקב אחרי ה-S&P500, אלו ה-500 החברות הגדולות ביותר במשק האמריקאי. מחיר ה-S&P500 נכון ל-18 בנובמבר הוא \$660, מכאן אנחנו מגיעים לתשואת הדיבידנד על ה-S&P500 של 1.11% ותכף אני אשתמש בזה.

זאת אומרת שאם אנחנו מסתכלים היום על המחירים בשוק, ואנחנו מסתכלים על תזרים הדיבידנד, אנחנו מצפים לתשובה של 1.11%, יחסית נמוכה, ואנחנו נניח גם צמיחה עתידית של הדיבידנדים של 3.32%, אני רק אוסיף כאן, שאני יודע שיש כאן איזושהי הטיה, אני חושב שההטיה אם כן, אם אני מסתכל אחורה, היא כלפי מעלה ולא

שרצינו. וזה למה באמת השאלה של AGI היא לא שאלה טכנולוגית כרגע, היא שאלת שווקים. יש לנו כמה רכיבים חסרים כדי שבאמת יהיה לנו איזשהו מחשב שמבצע משהו בצורה אינטליגנטית. הם צריכים להתמצא בעולם יותר חכמה מטקסט, אי אפשר להיות כללי בטקסט, הם לא באמת מבינים את העולם. תשאלו שאלה בסיסית כמו זרקתי צלחת על הקיר וזה נשבר, הוא לא יודע אם זה הקיר או הצלחת, יהיה לו גם קשה לדעת בעתיד.

והדבר היותר חשוב, המודלים האלה צריכים גם לחיות בתוך העולם. הם צריכים להתעדכן, הם צריכים להבין מה אנחנו עושים. כרגע המודל הוא חתיכת פלסטיק. אתה מדבר איתו, מוחק את הקונטקסט, זה אותו מודל שזה היה. אז לא, אני לא מאמין ב-AGI בקרוב. אני כן מאמין שהעולם יכול ללכת לשם, כי אין מה לעשות, גם המוח שלנו יחסית פשוט. הנוירונים מחוברים ביניהם עם חשמל, אבל לא הייתי משקיע בחברת AGI בשנתיים שלוש הקרובות. אני מקווה שזה עונה על השאלה.

יאיר לפידות

אגב אמנן שעשוע פה בכנס ברייכמן, בזמן האחרון, אמר שזה יכול בעוד שנה שנתיים, זה יכול גם בעוד 9, 10 שנים.

גלעד לוי

אז אני ארחיב שגם שעשוע, הוא אחד האנשים שאני יותר מעריך באזורים של ה-AGI, כי הוא אמר תקשיב, אני לא פוסל את ה-AGI, אני גם לא אומר אני אלך בוקטור העקום לגמרי, אני אלך באמצע. AI לא יחשוב כמונו, אבל אולי הוא יעשה מחקר. וזה מה ששעשוע עושה כרגע. ושם באמת אפשר, לא צריך אינטליגנציה אמיתית בשביל לעשות מחקר. זה אלגוריתמי, חיבור בגרפים יכול לעשות מחקר. אבל הוא לא פוסל שזו אחת הדרכים שניתן לעשות את זה. אני חושב ששעשוע רוכב על הגל הזה בצורה מושלמת. אבל הכל פה אפור, זה בדיוק מה שניתן להגיד, הבעיות פה היא לא בועתיות של הכל מנופח, זה בועתיות של אין לנו את היכולת למדוד את הכל עכשיו, בעיקר כשהם במינופים של כלכלות שלמות. אז באמת נקודה מדויקת, אין לי מה להגיד.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

עודד ברוורמן

ה-Repurchase יכנס לך לג, כי הוא מגדיל את הרווח למנייה
ומגדיל את ה-g בנוסחה.

אורי כהן

אני חושב שברגע שאתה קובע את השווי לפי תשואת דיבידנד של
אחוז, קבעת את התוצאה מראש. כי בעצם מה אתה אומר? אתה
מהוון נכס מסוכן שהתשואה הראויה עליו היא יותר קרובה ל-
ספרתי מאחד הצדדים שלו מאשר לחד ספרתי הקטן, וההכנסה
שאתה לוקח עם הצמיחה והכל היא מאוד מאוד קטנה, היא אחוז.
השאלה אם האחוז הזה מייצג? ואני חושב שהוא לא מייצג מכמה
סיבות; אחד, זה המינימום בעשור האחרון. זאת אומרת, אם ניקח
את הממוצע לעשור האחרון הוא קרוב ל-1.6%, ולא 1.11%.

רוני עפר

לא, זה נמצא כאן, הגידול מחושב על פני תקופה יותר ארוכה מאד.

אורי כהן

לא על הגידול, אני מדבר על 1.11%, זה המינימום שהיה בעשור
האחרון. אם נסתכל על הממוצע העשור האחרון זה ב-45% יותר
גבוה.

רוני עפר

רגע אורי, דקה, סליחה. בעשור האחרון ה-SPY לא היה במחירים
האלה. אני מגיע לזה אחר כך.

אורי כהן

לא, רק תשואת הדיבידנד של ה-SPY.

כלפי מטה. זאת אומרת הצמיחה הריאלית, אם אנחנו מסתכלים,
ואנחנו מוציאים מספר שנים עם צמיחה מאוד גדולה, היא תהיה
הרבה יותר נמוכה, אבל אני המשכתי עם אומדן צמיחה של 3.32%.
ואז אני מסתכל על המודל, אולי חלק מכם מכירים אותו, שבעצם
אומר את הדבר הבא, שהמחיר של נכס פיננסי, שווה לדיבידנדים
שיתקבלו בעתיד, חלקי התשואה הנדרשת פחות הגידול. משחקים
קצת עם המודל הזה, ואני מקבל שהתשואה הצפויה, אם אני קונה
היום את ה-SPY, אני מצפה לתשואה של 4.47%. שכאן (במצגת)
אתם יכולים לראות את המודל, זה ה-g - הגידול פלוס תשואת
הדיבידנד הנוכחית כפול 1 פלוס הגידול. המודל הזה עובד נכון, הוא
קיים, הוא עובד, אני יודע שיכול להיות מוטא, אבל אנחנו מדברים
על הפרשים לא מאוד גדולים. כלומר, מי שקונה היום את ה-SPY,
מצפה לתשואה לאורך זמן של 4.5% ריאלי.

יאיר לפידות

סוגיית חברות הענף שלא מחלקות דיבידנד, זה מטה את החישוב
של תשואות הדיבידנד.

רוני עפר

תראה, זה נכון, ואנחנו לקחנו את זה בחשבון בתשואה הצפויה. זאת
אומרת, אחת הדוגמאות שאני תמיד נותן, מה השווי? אני מוכן היום
למכור לך מגרש, אוניברסיטת תל אביב, הנף הכי טוב ברמת אביב,
אתה לא יכול לגדר אותו, אתה לא יכול למנוע מאנשים ללכת עליו,
ואתה לא יכול גם לבנות עליו, מה השווי שלו? אותו דבר לגבי חברה.
חברה שלא משלמת היום דיבידנד, בסוף תשלם. פייסבוק, אפל וכו'.

אמיר ברנע

מה לגבי buyback?

רוני עפר

buyback נמצא פה, כן. ה-buyback, ה-Repurchase
למניות בהחלט, דרך אגב היום 50% מהתזרים המזומן של החברות
שמחולק הוא דרך buyback.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

אם אני ארד נניח 25 שנים או 20 שנים, התשואה היא 2.28%, זה לא ישנה את הכוון של התוצאות.

אם אני מציב את המספרים, אנחנו ראינו ריבית חסרת סיכון של 2.5%, הבטא הוא 1, וכאן אני מגיע לפרמיית הסיכון, אני אחר כך אתייחס אליה. אם אני מסתכל היסטורית, ממוצע היסטורי על ה-40 50 שנים האחרונות 6%-5%. דמורדן, אני מניח שרוב האנשים שמעו עליו, התחזית שלו נכון ליולי 25, עומדת על 4.62%, לקחתי את המספר הזה של 4.62%, והתשואה הנדרשת עומדת על 7.12%. זאת אומרת, מי שנכנס היום לשוק, יכול לראות לפניו תוחלת תשואה של 4.47%, כאשר בעצם התשואה הנדרשת עליו, צריכה להיות 7.12%.

מה הם ההסברים האפשריים? איך אני מסביר את הפער הזה? ואני מוכרח להגיד כאן גם כן, כיושב ראש של ועדות השקעה, אני בודק את המודל הזה באופן שוטף. אני לא אומר שהפער שאנחנו רואים פה בין ה-4.47% ל-7.12% זה הפער, אבל בוודאי שקיים פה פער, מה ההסברים לפער? מה יכול לקרות? איך אנחנו מסבירים את זה? אחד, אולי משקיעים צופים שהריבית הריאלית חסרת הסיכון תרד, 2.5%, אם היא תרד ל-0%, חלק גדול מהפער נסגר. אם הריבית הריאלית, יורדת בחזרה ל-0%.

ולהזכיר לכם, זה היה 0% לפני ארבע שנים, ואני עוד זוכר אז, דרך אגב, זו אחת הטעויות שעשיתי, שאני אמרתי לא יכול להיות שלטווח ארוך יהיה לנו ריבית ריאלית של 0%, זה לא שיווי משקל. באו כלכלנים מפורסמים והסבירו לי למה העולם משתנה וזה חייב להיות 0%. הירידה בילודה וכל ההסברים ששמענו בתקופה ההיא. אבל אם אנחנו חוזרים לשם, אם הריבית הריאלית הנדרשת תרד ל-0%, התשואה הנדרשת על בסיס ה-CAPM תרד ל-4.62%, במודל תשימו אפס, וזה שוב פעם, מאוד קרוב לתוחלת התשואה היום. זה סיפור מספר אחד.

סיפור מספר שניים, אולי, המשקיעים יהיו פחות שונאי סיכון. היום אנחנו מסתכלים על פרמיה, לפי דמורדן של פרמיית סיכון של 4.62%, אולי היא תרד. אולי משקיעים בעקבות לא יודע למה, ידרשו נניח פרמיית סיכון של 2% בלבד שנמוכה מאומדנו של דמורדן, ונמוכה מההיסטוריה בעבר, אז אני מגיע לתוחלת התשואה, כאשר, התשואה הנדרשת תהיה 4.5%.

אני מחפש איך אני יכול להגיע למצב שבו התשואה הנדרשת תהיה קרובה יותר לתוחלת. סיפור מספר שלוש, יתכן שהמשקיעים צופים שמניות הטכנולוגיה, שזה כאן מה שקורה, יצמחו בקצב גבוה יותר

רוני עפר

נכון, תשואת הדיבידנד הייתה יותר גבוהה כי המחיר של SPY היה יותר נמוך.

אורי כהן

מה זה משנה? אתה אומר זאת התשואה הצפויה, אבל אתה לוקח את התשואה עכשיו, נכון? זה לא מייצג את בהכרח את העתיד. השאלה מה מייצג לעתיד. יותר מזה, עוד הערה קטנה. יותר מזה, אתה לוקח בעצם חלק קטן מההכנסה של אותן חברות, כי בעצם אתה מהווך מכאן ועד אינסוף את הדיבידנד. ההכנסה שמחולקת כדיבידנד היא מאוד קטנה ביחס להכנסה של החברות. זאת, מעבר לבעיות מדידה של המינוף שלהם, אם הוא אחיד לאורך התקופה וכו'. זה מאוד קטן. זאת אומרת, ברגע שאתה קובע שזה בסיס המדידה שלך, קבעת מראש שיש בועה. אני בטוח, אתה תגיע לזה.

רוני עפר

בוא תחכה עוד 6 דקות עד שאני אביא לטוף ואני אסביר את זה עוד פעם. זה מצד התשואה שאני צופה, ואני אדגיש שוב פעם, התשואה הזאת כמובן מבוססת על המחיר הנוכחי של SPY שהוא \$660. אם המחיר היה יותר נמוך, התשואה הייתה יותר גבוהה. כאן (במצגת) אני אומר זו תשואת הדיבידנד נכון להיום.

כלומר התשואה הריאלית על ה-SP 500 עומדת היום על כ-4.5%, אני אמשיך הלאה. משוואת ה-CAPM אני מניח שרובכם מכירים אותה. זה היום אחת השיטות הנפוצות ביותר להעריך את מהי התשואה הנדרשת על ההון העצמי של החברות. הנה כאן (במצגת) נמצאת המשוואה, אני בכוונה מציג אותה. זה התשואה הנדרשת, שימו לב, כאן תוחלת התשואה, כאן אני מדבר על התשואה הנדרשת. ששווה לחסר סיכון, פלוס הבטא שזה אחד, פלוס פרמיית הסיכון על השוק.

אני אתקדם ואני אתחיל להציב מספרים בתוך המשוואה הזאת. כאן אני מסתכל על התשואה לפדיון של אג"ח TIPS של ארצות הברית. לקחתי את ה-30 שנה, שזה הכי רחוק. אני לא יודע אם זה נכון אבל, זאת אומרת אם זה באמת נכון להשתמש ב-30 שנה, אבל רציתי את התשואה הגבוהה ביותר. כאן (בתשואת TIPS) לקחתי 2.5%, גם

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

יאיר לפידות

רק הערה אחת על הדברים. משקל הטכנולוגיה ב S&P500 היום הוא כבר 40 אחוז. 30% זה הענקיות. והענקיות, שלהן אין דיבידנד כמעט, אם קיים - זניח.

רוני עפר

כן, אתה צודק. ואם אני הייתי שם את זה פה זה היה מטה את זה.

אורי כהן

הבעיה העיקרית זה הפער בין הרווח למניה לבין הדיבידנד למניה.

יאיר לפידות

אני אתחיל בדוגמא מספרית ואחר כך ניגע בעסקאות הסיבוביות. אבל אני אגיד באופן רוחבי מספר דברים. אחד ה-AGI, אם מגיעים ל-AGI, העולם משתנה מהקצה לקצה. כי אם נעלה על כל מומחה בכל תחום, ה-AGI, המערך הזה עושה את שלו וזה משנה את העולם לחלוטין. זה יכול לשנות עולם למיליון כיוונים, כולל מסוכנים, לא יודע, צבא רובוטים, מקימי הרובוטים ב-hardware, עם ה-software, ועם טסלה, וכמובן הסינים יעשו את זה, ישר צבאי. אז אני אומר AGI זה משנה פרדיגמות. כרגע לפי כל הסימנים, כמו שנאמר פה, וגם שעשוע חושב כך, זה לא קרוב. כולם מנסים ליצור לך את התחושה שזה אוטונומי, כי אז ה-VALUE הוא בשמיים ולכן כולם רוצים להמשיך את ההייפ. אלון מאסק אמר, גרוק 5, שעומד לצאת בשנה הבאה, הוא נותן 10 אחוז הסתברות לזה שזה יהיה AGI. אז אי אפשר להעריך את ההסתברויות, וכמובן שהוא תמיד אופטימיסט. הוא גם מבצע, אבל לא בלוחות הזמנים שהוא מדבר עליהם. דרך אגב, יש השלכות כבר היום, כל נושא החינוך, אמר שעשוע באותו כנס אצלכם, בואו נגיד, בתחום החינוך לתת מטלות בית, זו שטות, אין תלמיד אחד, שלא עושה את זה עם הצ'אטים למיניהם, ועושה את זה לכאורה מצוין. עכשיו אני לא יודע איזה תוכנות אנטי זיהוי או דברים כאלה אתם מפעילים או אפשר לעשות.

בשנים הקרובות. נניח שכל הסקטור של AI הולך לצמוח בקצב "נמוך" של נניח 50% אחוז לשנה. הנחתי שקצב הצמיחה הזה ימשך 10 שנים, זה אומר שאם אני משקיע היום דולר, אני מקבל בעוד 10 שנים כ 40 דולר. אז בואו נסתכל על זה. אם 20% ממדד ה-SPY יצמח בשיעור ריאלי של 50% בשנה, 20% לקחתי, שזה בערך החלק הריאלי של AI מתוך ה-S&P, ולאחר מכן ירד לכיוון של 3.32% כאשר יתר מדד ה-S&P ה-80% יצמח ב-3.32%, החל מהשנה הקרובה ולנצח, אז שיעור הצמיחה של SPY על פני 100 השנים הקרובות יהיה 5.63%, ואז באמת אני שוב פעם מגיע שהתשואה הצפויה על בסיס נתוני שוק תהיה 6.80%. וכמובן, קיימת האפשרות הנוספת, שהשוק מתומחר ביתר. וזה חוזר לנקודה שאתה שאלת. על ה-1.1 אתה אומר, בעבר זה לא היה כך. בעבר, האס פי וואי לא היה מתומחר ב-660. אז אם אני מסתכל על זה, לאן זה צריך לרדת? כדי שהתשואה, התשואה צפויה ל-SP 500 על בסיס נתוני השוק תגיע ל-7.12%, שזה התשואה שאני מודד על בסיס הנתונים הקיימים. תשואת הדיבידנד צריכה לעמוד על 3.68. והנה תשובה לך, SPY צריך לרדת 200 דולר ליחידה. האם אני חושב שזה יקרה, התשובה היא לא. האם אני חושב שהוא ירד, התשובה היא כן. התשובה לשאלה שלך. אני רק אגיד עוד פעם, עוד דבר אחד לגבי זה. מה שאני באמת חושב, שזה כנראה צירוף של כל המקרים האלה. אבל אני רוצה להתייחס למשפט שאמיר אמר בהתחלה. למה אנחנו יושבים פה ומדברים על S&P כאשר אנחנו רחוקים מהשוק ויש לנו את כל העולם? בגלל שאם אנחנו מסתכלים על התיקים של המוסדיים פה בשוק בארץ, תקן אותי אם אני טועה, אוקי? תקן אותי אם יש כאן אנשים שיודעים, או יהודה יכול לתקן אותי גם. איזה אחוז מתיק שאתם מנהלים, מתיק ההשקעות איזה אחוז בארץ ואיזה % בחול? בממוצע, 65 אחוז מתיק ההשקעות של הציבור, נמצא בחו"ל 35 בארץ, אני חושב שזה נכון. נכון, אני צודק יהודה? כן. אני דרך אגב תיאמתי את התשובה הזאת. אבל בגלל זה אנחנו יושבים כאן ומדברים על זה, אמיר. לא בגלל שאנחנו יכולים להשפיע, אלא בגלל שחלק כל כך גדול מתיק המניות שלנו, נמצא בחו"ל, ולכן השאלה הזאת מאד חשובה, למי שיושב ומנהל כספים, היא מאד חשובה. אם אתה יושב עם 65 אחוז שנמצא בחו"ל, שחלק מזה נמצא בוודאי ב-SPY, השאלה הזאת היא מאד חשובה היום.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

יאיר לפידות

וויימו הוא הרבה יותר מוגבל במסלולים וכולי. טסלה עושה את זה בכל מקום ובכל טסלה רגילה. לגבי שאלת, בועת ה-AI - היום מי שמוכיל את כל הסיפור, זה החברות הכי חזקות בעולם. בפער עצום מכל אלה שבאות אחריו, מה שלא היה בכלל ב-2000. מי היו חברות הטכנולוגיה של 2000? סייקו, IBM קצת החלה לפגור ועוד כאלה. וסיסקו הייתה בשולי 600 מיליארד דולר. הסיפור הזה היום הוא מובל על ידי הענקיות ולכן זה משהו אחר לחלוטין, והם משקיעים תכניות CAPEX מוטפרות לחלוטין, הם היום משקיעים פי 4 CAPEX לפחות ממה שהן השקיעו לפני 4 שנים. ועכשיו הם נתנו עדכון תחזית ל-26. שזה גידול של 20 אחוז מעל 25, והוסיפו עוד עשרה - חמש עשרה אחוז. הם הולכים בצורה מוטפרת, כיון שהם מפחדים להפסיד את המרוץ, אבל הסיפור הזה עכשיו הולך בכל הכוח. אני חושב, שבלימה נראה כניראה ב-27. זאת אומרת, הקצב הזה של השקעת CAPEX, ה-ROI שיהיה עליו, אבל ה-capacity שמייצרים, אני חושב שיתחיל לגדול בקצבים יותר איטיים. זה ייצור, בטח לחברות כמו אנבידיה, איזושהי בלימה בצמיחה, וגם זה יכול להשפיע על השוק באותם ימים. אבל בואו ניקח עכשיו את סיפור העסקאות הסיבוביות. אז לצורך העניין, חברה A מזרימה 50 מיליון דולר לחברה B תמורת הקצאת מניות.

שלומי שוב

זה נראה ממש כמו שאלה במבחן חשבונאות. אגב יאיר תכננו לתת את זה כשאלה לסטודנטים במבחן בסוף הסמסטר אבל בעקבות המצגת שלך כנראה נמשך אותה..

יאיר לפידות

מאיפה באנו? אז זה שלב א', בשלב ב' אנחנו נתאר את זה בשתי אפשרויות. תרחיש 1, חברת B, רוכשת בעצמה מניות של חברה A ב-50 מיליון דולר. ובתרחיש השני, זו חברה B רוכשת שירותים מחברה A עבור 50 מיליון דולר על פני שנתיים. עכשיו, שווי השוק של החברה שהקצתה מניות, עלה אוטומטית ב-50 מיליון דולר. וזה בלי סיגל השוק שאולי יעלה את המחיר שלו מעל כך. אבל זה אוטומטית קורה מהגדלת מספר המניות המונפקות. עכשיו, שווי

שלומי שוב

זה הדיון שלנו בחודש הבא - אנחנו רוצים להתמקד היום בזווית של שוק ההון.

יאיר לפידות

סטטיסטיקת ההמצאות (אלוסינציות) לדברי, שעשוע אמר - 37 אחוז תשובות שקריות, המצאות של המודלים 37 אחוז מהמקרים בשאלות מורכבות. אז הזיהוי הזה זה איזה מסקנות אתה מפיך או מסיק מכאלה צאטים. אבל, אצל התלמידים זה הופך לגורו בלי שום ביקורת. זו בעיה אבל נמשיך הלאה. הנושא, התועלות הברורות. בעיניי למשל, הדגמה של תועלת בעולם האמיתי, פנטסטי, זה טסלה FSD, וטסלה רובוטקסי. למי שעוקב ביוטיוב, יש, נסיינים, מתנדבים כאלה, ומקבלים early release של הטסלה FSD לדורותיה ומקליטים סרטונים ביוטיוב. הגרסאות הנוכחיות האחרונות, 14 וכו', הן גרסאות שאנשים נוסעים איתן גם 200 קילומטר ולא נוגעים בהגה, או כמעט שלא נוגעים בהגה. אני אפילו מפנה אתכם, ממליץ לכם מאוד, ביוטיוב, חפשו צ'ק קוק, שהוא דרך אגב במקצועו טייס מבוגר, דמיוני, שיש כניסה בניצב, לכביש גני התערוכה, שלושה נתיבים לכל כיוון 80 קמ"ש, אתה מגיע מהבית שלו לעצור. ואז בעצור, אם אתה רוצה לפנות שמאלה, אתה צריך לחצות שלושה נתיבים שמגיעים משמאלך, ב-80 קמ"ש, ואז משתלב בשמאלה, למי שמגיעים מימין, גם ב-80 קמ"ש. אני מרשה לעצמי לטעון, 90 אחוז לפחות מהנהגים, לא היו עושים את זה היום. אין מצב, הם יראו את הדבר הזה, הם יקבלו "שוק". אתה צריך "להתגנב", יש שם אי תנועה כזה שאתה יכול לעמוד עם הרכב באלכסון, כי אם אתה פנוי משמאל אבל לא מימין, אתה צריך להגיע לשם ולחכות שלימין לא תהיה תנועה ואז לעשות את ההשתלבות. אני אומר שוב 90 אחוז פלוס מהאנשים לא מסוגלים לעשות את זה היום. הדבר הזה, הטסלה FSD, עושה את זה בקלי קלות, גם עם הסייבר טראק הענק. אז זה דבר שקיים היום, והגרסאות הולכות משתפרות עכשיו עם מרכז AI הגדול (הקולוסוס), שהוא בנה.

גלעד לוי

יש לך כבר היום וויימו, בסן פרנסיסקו.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

אמיר ברנע

אז פה מדווח בדוחות?

יאיר לפידות

כן מדווח, אבל אתה לא יודע כמה, זה אמיתי לקבוע מה המחיר, מה שאני אומר - אם יש לי אינטרס להגדיל את השווי של שנינו, אז לעשות עסקה, אני, ואתה B, במחירים טובים, שמקזזים את הניפוח זה בזה, זה אינטרס מול כל העולם. אפילו עסקה אחת. אבל בהשקעת מניות, אתה שם תג המחיר שלהם. אין פה שאלה בכלל.

רקפת שני

אז מה השיקולים שלכם בהשקעה כגופים מוסדיים?

יאיר לפידות

בוא ניקח את עולם המוסדיים השקעה ב-TECH. סטרטאפים היו מוסדיים שניסו להשקיע בהם באיזשהו שלב. אני חושב שזה הסתיים לא טוב. התוצאות של ההשקעה בסטרטאפים, בין היתר בעולם הזה יש adverse selection, כל החברה המקושרים, ואולי זה ה-WIZZ הבאה, הולכים ישר לביג VC'S האמריקאיות, או לקרנות הכי מחוברות בוול סטריט וTECH בכלל, ולא עוברות בכלל בישראל. אנחנו מביאים דוגמאות, הנה פה הם הרוויחו. אתם זוכרים שאחרי אקזיט מובילאי, הרגולטור אמר אנחנו נביא את המוסדיים או נכריח אותם כמעט, להשקיע בסטרטאפים זו טעות גמורה מכיוון שלא מקבלים את ההצעות הכי טובות פה. זה טעות, סבסוד של המדינה אני קורא לזה, ולא סבסוד של המשקיע מהציבור.

שלומי שוב

מה אתה חושב על ה-15 אחוז, לפי החישוב שאנחנו עשינו...

השוק של חברה A גדל, כשב גם עושה את העסקה הזאת עם A גם A תגדל ב-50 מיליון דולר בשווי שוק דרך אגב, גם ההון העצמי שלה. בהון העצמי, החשבונאי גם. עכשיו, אם היינו מבצעים מאזן מאוחד, אין פה ולא יהיה שינוי אמיתי במאזן, וכו', כששתי החברות ביחד, מה קרה כאן? לא קרה כלום. החשבונאות תעלה 50 מיליון לכל אחת הון עצמי נוסף, ושווי השוק יעלה בלפחות 50 מיליון דולר. הערה אחת - מבחינה כלכלית ערבבנו את בעלי המניות. זאת אומרת, התוצאות של חברה B ישפיעו גם על בעלי ההון של חברה A ולהפך, זה התהליך של ההשפעה ההדדית. עכשיו, מימון, בתרחיש הזה, אין צורך מימון. הכסף הלך, והכל חזר, אבל כולם ב-50 מיליון דולר בהון, ובשווי השוק גבוהים יותר. עכשיו, בתרחיש השני, היא לא משקיעה בחברה A בחזרה, אלא רוכשת ממנה שירותים. לצורך העניין פה לדוגמה, 50 מיליון דולר על פני שנתיים. אז חברה B שהונה גדל ב-50 מיליון דולר, גם המזומן בקופתה, רוכשת מוצרים ושירותים לחברה A שהשקיעה בה בהיקף 25 מיליון דולר בשנה. המכירות והרווחים של A, יגדלו בהתאמה על התוספת של המכירות, כמה רווח שזה יביא, וייכנסו לתחשיבי המכפילים בשוק ההון, כך ששווי חברה A בטח בעולם של מכפילים גבוהים, יכול לעלות ביותר מ-50 מיליון דולר שהיא השקיעה בחברה B. עכשיו, פה יש לחברה B צורך מימון, כי היא נדרשת להשקעה של 50 מיליון דולר, התזרים התפעולי, בשנה הראשונה, הרווח, נניח לצורך העניין יהיה 5 מיליון דולר גם בשנה השנייה. אבל נקודה אחת קריטית, קיים תמריץ משני הצדדים, להיות ליברליים בתמחור למניה ובתמורת השירותים. זה טוב לי, וטוב לך. לכן כמו הבדיחה הידועה שקניתי כלב במיליון שקל, ומכרתי שני חתולים בחצי מיליון, זה בדיוק מצב שיכול לעודד כאלה תופעות. והשוק כמובן מתרשם מכל הסיפורים האלה, כולל במחיר למניה והקצאות, והרווחיות וכו'. זאת אומרת כל הסיטואציה היא כזאת, אז אם פה לדוגמה מהחיים, שאנבידיה הודיעה על השקעה של 100 מיליארד דולר ב-OPEN AI. OPEN AI, תרכוש, בתמורה ציפים מאנבידיה, היא ממילא רוכשת כי היא מקימה גם מרכזי חישובים בעצמה. פעם היא הייתה חברה וירטואלית, היום כולם הולכים להיות בעלי מרכזי חישובים כאלה ואחרים. אז היא, מבחינת OPEN AI בנסיבות הללו, קונה את השירותים, ולכן היא דואגת לדוחות הכספיים של אנבידיה, אנבידיה נותנת תג מחיר גבוה לה, והסיפור ההדדי הזה, עם האינטרס ההדדי, עובד.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

ורע לבורסה הישראלית. כל השחקנים המובילים בעולם הנדלן
בישראל, כולם בורסאיים. אקוויטי, חוב, יזמי המגורים גם כן, רובם.

רוני עפר

תגיד שגם חברות מחו"ל באות לארץ.

שלומי שוב

אנחנו רוצים לשמוע עכשיו את נגה לקרץ שהיא בוגרת של תוכנית
החשבונאות שלנו וכיום סגנית נשיא ב-TEAM8. נשמח לשמוע
ממך נגה איך באמת אתם רואים את החשש הזה לבועה בשוק
הפרטי של השקעות בהון סיכון ב-early stage, ומה אתם חושבים
שיכול לקרות אם חלילה יתרחש פיצוץ של הבועה?

נגה לקרץ

קודם כל תודה רבה שלומי שהזמנת אותי. מרגש לבוא כבוגרת,
אפילו הייתי חלק מהפורום, אז מרגש לראות שככה גדלתם. אני
נגה מ-TEAM8, אנחנו קבוצת השקעות, מנהלים מיליארד וחצי
בנכסים, משקיעים בשלבים מוקדמים, בסטארטאפים, סייבר, AI,
דאטה, פינטק ודיגיטל health. אז אני מביאה קצת פרספקטיבה...

אמיר ברנע

מיליארד וחצי באיזה מטבע?

נגה לקרץ

דולר. עם כל הכלכלנים והחשבונאים. גם אני בוגרת חשבונאות,
אבל האמת הייתי פה, זה החזיר אותי אחורה, הבנתי כמה אני לא
מבינה כלום, וכמה שכחתי הכל. אז תסלחו לי אם אני לא מדייקת.
אז אני חושבת שבשנתיים האחרונות מאז שפרץ ה-CHATGPT
לחיינו, וכולנו הרגשנו את האימפקט, אנחנו באמת כולנו מבינים
שקרה פה משהו ששינה את העולם. כולנו שינינו את האינטראקציה
שלנו בצורה שאנחנו גולשים באינטרנט, אף אחד כבר לא גולל,
ואנחנו מרגישים מה שקרה מ-2017 בעצם שהתחיל ה-AI, 2023,

יאיר לפידות

זה הגיוני, כי S&P 500 זה הבסיס להשקעות המוסדיים בחו"ל. ושם,
30% זה הענקיות, זה בדיוק הסיפור. ועם מרכיב המניות שהיום הוא
50% זה באזור.

שלומי שוב

השאלה אם אתה חושב שזה נמוך מדי, או גבוה מדי? איך זה
משתנה בין מוסדיים אם בכלל?

יאיר לפידות

תראה, לבוא נגד התזה...

אמיר ברנע

הוא מגמגם בקיצור. כן או לא? שואל אותך שאלה

יאיר לפידות

יש שוני, אבל אני לא חושב שהוא דרמטי.

רוני עפר

אני רוצה לשמוע מיאיר, בתיק האיש. אנחנו משקיעים ב-S&P,
אנחנו משקיעים ב-65 אחוז מהתיק, הם פחות, ירדתם בתקופה
האחרונה...

יאיר לפידות

תראה היום, בעולם הגמל פנסיה, המשקל של חו"ל, באקוויטי, הפך
להיות אזור של קרוב 70-60 אחוז. בין היתר כי הבורסה הישראלית
יש לה בעיה. בבורסה הישראלית, ענף ההייטק שבתוצר הישראלי,
"בין פאר" הוא הכי גדול, הרבה יותר מאמריקה, מדלג על הבורסה
הישראלית, והוא הולך ישר לנאסדק. מה החריג במשקלים ענקיים
שיש בישראל יחסית לכל בורסה אחרת בעולם? נדלן, אין אח

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

נגה לקרץ

כן, אז תראה, אני בטוחה שכל מוסדי שיושב פה בבורד, ואנחנו רואים את זה גם בבנקים, אני מתעסקת הרבה בפינטק, הבינו בשנתיים האחרונות שהם חייבים להטמיע AI, הבינו שהם חייבים לבנות אסטרטגיה, ניסו לעשות את זה, היה להם מאוד מאוד קשה, ועכשיו הם שניה עוצרים להבין לאן העולם הזה הולך, זה מה שקורה בעצם, או לפחות מה שאני רואה שקורה בארגונים הגדולים. אבל כן בארגונים הבינוניים אתה כן רואה ADOPTION, אתה כן רואה HARVEY דיסטרפוטורים בתעשייה, כמו חברות שנקראות HARVEY ועוד כמה שמשבשות את עולם עריכת הדין, משבשות עולמות ובאמת מחליפות אנשים ויש כבר community ומשתמשים ודאטה שנצבר, והחסמי כניסה היום נראים קצת אחרת. אז דאטה משתמשים וכדומה נהיים הערך האמיתי של החברות האלה שכן הצליחו לצמוח. אז בארגונים הענקיים קצת יותר קשות ההטמעות, בארגונים יותר קטנים כן רואים את זה, וכמובן ב-B2B ו-B2C.

שלומי שוב

ארז, בוא נשמע כעת אותך, לא שאני מקנא בך כראש חטיבת השקעות בגוף מוסדי גדול..

ארז מגדלי

אני אגיד דווקא שאני באתי עם ציפייה, אמיר, שמהרצליה אנחנו נקבל תשובה אם זו בועה או לא.

אמיר ברנע

תעשה את זה לפי המתכונת של יאיר..

ארז מגדלי

ואני גם אנסה לתת את שני הסנט שלי על הבועה, המרצה שלי לתורת ההשקעות יושב פה, אני מקווה שזה כבר לא יכול לפגוע בציון. אני אגיד שהסתכלתי אתמול כבר על המצגת של רוני, ואני חושב שהוא ניסה לתת כמה הסברים ללמה השוק כל כך גבוה, ואני

זה שכל העולם כולו מרגיש את האימפקט של עולמות AI, וזה לא משהו שהולך להשתנות בבסיס. באמת חברות כמו OPEN AI והחברות בשווקים הפרטיים בהתחלה, ניסו וגם היום השוויים הם מאוד מאוד, של מיליוני דולרים, ראיתי עכשיו תוך כדי שהסתכלתי, 300 מיליון דולר, אבל ההכנסות גדלות ונכון שהחברות הן לא חיוניות מבחינת התזרים, אבל בסוף ההכנסות שלהן עולות. איפה אנחנו כן מרגישים את הרעש? ולפני שנתיים הרגשנו, ובאמת התחילה בועה, אני זכיתי להרגיש גם את הבועה של 21' שהייתה, בהייטק ובשווקים. באמת כל אחד שרק התחיל, התחושה של כל העולם להרגיש מה זה באמת החוויה של להשתמש ב-AI, זה הונגש בצורה משמעותית, קרנות היו משתגעות, משקיעות תוך שלושה ימים בחברות, שמחר מאוד היו נעלמות. השקיעו בהמון אפליקציות שהרבה מהן היו מאוד מטופשות וחסרות כל ערך ותוחלת, ונעלמו מאוד מאוד מהר. והושקע ככה 50 מיליארד דולר ב-2023, כן אני חושבת שבשנתיים האחרונות חלה התפקחות, אנחנו לפחות מרגישים את זה, אם בהתחלה היו מגיעות אלינו, והיה איזשהו FOMO של משקיעים, והיו משקיעים מהר, בכל מיני אפליקציות כאלה. אני לא מדברת כמובן על המודלים, ועל הדאטה סנטרים, ועל הקומפיוט, וכל החברות האלה, אלה חברות שבאמת הן בתשתית, הן יישארו, יש להן ערך, יש להן Value, והן פה להישאר. אני מדברת על כל השכבה האפליקטיבית. הרף להשקעות ב-A ו-B בסבבים האלה עלה מאוד מאוד משמעותית, אם פעם היינו רוצים לראות פוטנציאל מיליון דולר בהכנסות, היום זה 7 מיליון דולר ב-A, ואפילו עשרה מיליון דולר. בהתחלה זה התחיל כי פשוט לא ידעו, כן? היו מגיעות חברות שמתפוצצות, ולא ידעת אם זה פה כדי להישאר או שזה ייעלם מחר בבוקר. פשוט העלו את הרף של ההשקעות ולאט לאט אתה רואה שמה שמחפשים בבנק, בטכנולוגיה זה באמת לראות שיוזרים נשארים, ממשיכים להשתמש, יש ריטנשן, שהארגונים שקונים וצורכים AI רואים את האימפקט הפיננסי ואת הירידה בעלויות באמת שהם משתמשים, שזה ממש מוטמע ב-workflow של הארגונים, של העסקים, מחפשים לראות.

דניאל אפרתי

היי, סליחה שאני קוטע. אני גם בוגר התכנית בחשבונאות. אז ככה, רציתי לשאול שאלה. אנחנו רואים בארגונים עכשיו את ה ROI על ההשקעות ב AI? כבר רואים את זה נכנס לארגונים?

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

שאלו יהיו המשקלים ואני חושב שאנחנו נצטרך לראות מצבים שאנחנו עוד פחות יודעים להסביר לעצמינו את המצב מאשר היום, כדי ללכת בצורה משמעותית נגד זה. אני חושב שהיינו יכולים להגיד בהרבה מאוד נקודות את הדבר הזה ולהפסיד הרבה מאוד תשואה בדרך ולכן אני חושב שהמערכת המוסדית מאוד נזהרת.

אמיר ברנע

אבל ארז, עלו כאן שתי נקודות עיקריות. אחת מה המודל העסקי, עזוב עכשיו שכבר מדברים בעולם הבא יהיה רק הייטק, אבל מה המודל העסקי? האם המערכת הזאת גובה את התמורה עבור השירותים שהיא נותנת או היא מתנהלת בצורה שהיא כאילו, לא עסקית. השאלה היא האם יהיה תרגום בדוחות הכספיים לשווי שאתה מקצה למערכת הזאת?

ארז מגדלי

אז ברור שזו שאלה פתוחה אבל תסתכל על החברות שצמחו בעשרים שנים האחרונות, זה סוג של שווקים שמתאפיין בכך שהמוביל, או שניים או שלושת השחקנים הראשיים, יש להם MARGIN-ים יוצאי דופן, לאורך שנים, כלכלות שאין כמעט עלות שולית ולכן הרווחים שאתה רואה עכשיו והכסף שהמשקיעים מוכנים לשים על מי שכנראה יהיה השחקן המוביל הוא מאוד מאוד גבוה, ז"א אלה דברים שמאוד קשה לחקות אותם. השליטה של מייקרוסופט באזורים מסוימים, של אמזון בשוק הריטייל האמריקאי, של פייסבוק, אפקט הרשת הזה הוא שונה מאוד מכוחות שראינו בעבר.

אמיר ברנע

מה שיאיר אמר לפני רגע על מכירות הדדיות ביניהן שמנפחות את השוק? עלתה פה טענה שהדוחות בעצם לא מייצגים בכלל שווי אמיתי.

ארז מגדלי

פה אני אתחבר להבדל שיאיר עשה בין חברות הסטארט אפ, אפילו

הכי התחברתי להסבר של הציפיות לצמיחת הרווחים, ואני חושב שיש לזה גם השלכה על מתי ואיך השוק יתנהג. כי ברקע לפני הגל הזה של ה-AI, מ-2008 עד 2021-2022 שזה התחיל, הסבירו לנו למה הכלכלה היא בסטגנציה, singular stagnation, לארי סאמרס, גדולים מאיתנו אמרו את זה, ואין צמיחה, ואין רווחים, ואין CAPEX והכל הנדסה פיננסית ו-BUY BACKS. והנה בא הכוח הזה לעולם, שהוא מניע את הצמיחה ומייצר, גם אם ה-CAPEX הזה בסוף ההחזר שלו לא יהיה כמו שמצפים, הוא כן איזה משהו שמתגלגל לריאלי, ואני חושב שזה דלק מאוד חזק ביחס לציפיות של המשקיעים לפני, וזה מניע, לדעתי, אמונה לצמיחת רווחים. ואז כשאנחנו מדברים על ציפיות זה קשה מאוד לדעת עד כמה הן ריאליות אבל אני חושב שעד שלא יהיה איזה משהו שיפגיש אותנו עם שוני משמעותי לעומת הציפיות האלה, אז השוק ימשיך לעלות, והמחיר של לצאת מוקדם מדי או להקטין חשיפה הוא מאוד גבוה. יש לנו עכשיו את ה-MAGS, אולי זה יותר, לפני זה היה את ה-FAANG (פייסבוק, אמזון, אפל, נטפליקס וגוגל), היה אפשר לשאול את זה גם ב-2017-2018 ובדיעבד זו הייתה טעות ללכת נגד השוק, ולכן אנחנו מנסים לאזן בין הדברים. אני רוצה להתייחס לעוד משהו שאמרת אמיר - שבועות הן כמוזן, יודעים אותן בדיעבד אבל הן לא שכיחות בשוק. אנחנו הסתכלנו גם במגדל כחלק מה... על תבניות של בועות אפילו שידעו את זה בדיעבד, להסתכל על הארבעים שנה האחרונות, שלוש בועות בולטות זה הפיצוץ של המניות היפניות, ה-NIKKEI, הדוט-קום, ובוועת הנדל"ן האמריקאית 2000-2007. אז כמה דברים שחוזרים על עצמם ואולי גם קצת ילמדו אותנו. אחד יש בדרך הרבה מאוד חשש מבועה. הרבה מאוד תיקונים התנדטות עולה, וזה קשה מאוד לדעת מתי זה מתהפך. יכול להיות שאנחנו יושבים פה וכולנו שואלים אם יש בועה, ויכול להיות שזה השלב המוקדם הזה. ובכולן בסוף הפיצוץ הסופי היה בהידוק מוניטרי. בהעלאה משמעותית של שערי ריבית. גם ביפן, גם ב-2000-1999, וגם בסופו של דבר ב-FED. בזמן ההתפוצצות של הבועה, בסוף מה שהפך את המגמה היה שהריביות עלו בצורה חזקה, וכרגע אנחנו במצב הפוך. אפשר להתווכח על הקצב, אבל אנחנו בהורדת ריבית, אז הייתי לוקח את זה גם לשם. בסופו של דבר המשקל של החברות האלה הוא פועל יוצא של התפקיד שלהן בכלכלה. היום רוב הערך המוסף S&P וה-Value שנוצר והדרייבר, זה במניות האלה. לכן אני חושב שכתיקים שמייצגים בסופו של דבר את החוסך, לכלכלה העולמית ואת מגמות העל שלה. זה סביר

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

משהו שנראה כמו עבודת סמינר, זה עולה יותר מה-30% ששילמתי, וכנראה שגם יותר חשמל בזבזתי, גם יותר HARDWARE וגם כוח של אנשים חכמים שכתבו את האלגוריתם המרגש הזה. אבל אני משוכנע לחלוטין שהעסק ייפתר, כי זה הפעם לא על ידי טמבלים שפאץ' דוט קום, אם אנחנו זוכרים את המודל.. זה הפעם הטסלות והגוגלים וה-TIER 1. אני חושב שגם אם תהיה פה איזושהי ירידה, וכנראה שתהיה באיזשהו שלב כי אנשים לוקחים קווים ונוטים להמשיך אותם, זה כן ייפתר מהצד של ההכנסות. אני חושב שהדבר הכי מסוכן שהמוסדיים יכולים לעשות זה לנסות לדמיין שהם יודעים מתי הבועה או הירידה הזו תקרה, הרבה יותר כסף בעולם הופסד בהמתנה לבועות, שזה אירוע כמו שארז תיאר.

יש לנו עבודה מאוד קלה, ואנחנו מהמרים על דברים עם תוחלת חיובית, זה תענוג. ספציפית על השוק הישראלי, אנחנו עם חשיפת חסר, כי השוק הישראלי, אני מזכיר שבסוף אנחנו מחזיקים גם אג"חים וגם מניות בבורסה בתל אביב, והבורסה בתל אביב נסחרים בה לא NVIDIA אלא IBI מיטב בנק פועלים ועזריאלי. לא בדיוק תאגידי AI מכובדים. המקום היחיד שהייתי מסתכל עליו זה רמת החשיפה של הציבור שקונה לבד את ה-S&P 500. פה אני חושב שיש הגזמה פראית בכיוון הזה שאנשים לוקחים את כל החיסכון הפנסיוני שלהם, שמים אותו במדד אחד, עם מטבע אחד, עם איזושהי הטייה, ב-LONG RUN הגיונית אבל רואים גם אנשים שנמצאים כבר בשלבים שהם קרובים לפרישה שלהם במאה אחוז באזורים האלה של S&P. אני חושב שהמסלולים הכלליים הרבה יותר מאוזנים והגיוניים. אני חושב ששם, בחדר הקטן הזה שלא ישפיע על העולם אבל כן יכול להשפיע אולי קצת עליכם, שם אנשים צריכים להסתכל. קצת קיבלו את זה השנה כתמונה לפרצוף שהייתה קשורה לזה שגם ישראל התנהגה יותר טוב וגם הדולר שחק אותם, אבל עדיין זה במספרים קטנים, אני לא חושב שזה צריך להיות, בטח לאדם מבוגר, מרכז החיסכון הפנסיוני ושם הנושא הזה כן מטריד.

רוני עפר

שלומי, אני חושב שמה שיוצא כאן מהדיון, אני לא חושב שיש שאלה שה-AI ימשיך. הוא קיים, זו טכנולוגיה שתתפשט. השאלה היא שמעניינת אותי, כמנהל השקעות, האם היא מתומחרת ביתר? זו השאלה. אין מה לדבר על זה ה-AI ישנו והוא יישאר.

שזה שווים דמיוניים, לחברות הראשיות שמבחינתן אם אתה היום עושה השקעה בדאטה סנטרים והחזזה שלך הוא מול פייסבוק או מיקרוסופט אני חושב שזה מאוד מאוד שונה מאשר דברים אחרים כי אלה חברות שגם אם אתה מסתכל על היחסים הפיננסיים שלהם, גם אם יש פה איזשהו אלמנט של עסקאות סיבוביות או של דברים פחות טובים, זה מאוד שונה מהמינופים בהיקף שראינו ב-2000 של חברות נגיד של ציוד אופטי ודברים אחרים שקרסו אחר כך. אני חושב שיש פה הבדלה מאוד משמעותית. החברות הגדולות שמובילות את זה, הן מאוד מאוד דומיננטיות, מינוף שאפילו נמוך ממה שאנחנו התרגלנו בחברות INVESTMENT די גדולות, יש להם המון תזרימים להשקיע עדיין, תזרימים חוזרים, פחות תנודתיים גם.

דיב לובצקי

לפני שנתיים קיבלתי הרבה מאוד כותרות שליליות כי דיברתי על הבועה שהייתה... בשנתיים האחרונות השוק עבר התבגרות יחסית משמעותית אבל לשאלתך הבסיסית אין עדיין התבגרות. אין מודל כלכלי צריך להגיד את זה. החדשות הטובות זה שלגמרי ברור ה-HORIZON של המודל הכלכלי. בסוף רוב החברות עובדות כחלק ממה שאנחנו רגילים בעולם. קודם כל הם יוצרים את הביקוש, יוצרים את ההתמכרות, ואז מייצרים את המודל הכלכלי. עכשיו רואים את זה אצל ה-GIANTS, מי שעובד עם מייקרוסופט, עם 365, פתאום יש לו איזה AI קטן כזה למעלה, וזה חנים כרגע. זה ברור לגמרי שבעוד שנתיים אני אשלם על זה \$10 לעובד, ואח"כ \$20 לעובד, ואז \$50 לעובד, ואי אפשר יהיה ללכת אחורה. כמו שהיית רגיל לכתוב אימייל, והפסקת לכתוב אימייל בגלל שה AI עונה, וסליחה אני מתקמצן על \$20 שזה יעלה לי. ובצורה קיצונית ראינו את זה גם במעבר לענן, זה בדיוק אותו דבר. המעבר לענן בהתחלה אמרו כולם מה אני צריך יש לי שרתים יש לי הכל, אז התחילו בעדינות, התחילו נפחים אינסופיים תעבורה אינסופית ואח"כ היו מציעים לך עוד בערך 90% מהשירותים. אז לדיון הזה של האם ה-1.1% דיבידנד הוא נכון או שגוי - הוא נכון כי זה המצב כי כרגע יש מערכת ואני טכנולוג קטן מאוד אבל אני מבין מתי אני מקבל משהו מתחת לשווי השוק שלו. אני כרגע מקבל כוח מחשוב חזק מדי, יקר מדי, כמעט בחינם. כשאני שואל שאלה מטומטמת שישווה לי בין שני תוספי מזון ב-I-HERB והוא עובד כל הלילה ונותן לי

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

הציבור. מה צריכה להיות החשיפה לצד הטכנולוגי, אוקיי? אם אני חושב, עוד פעם זו דעתי הפרטית כן? אם אני חושב שהסקטור הזה מתומחר ביתר, כיוון שטעיתי מספיק פעמים בחיים, לא הייתי הולך כל הדרך, הייתי מקטין מעט את החשיפה, כלומר מטה כלפי מטה. זה מה שאני הייתי עושה.

שלומי שוב

גלעד איך אתה מגיב לכל מה שאנחנו אומרים?

גלעד לוי

תשמע, אני אשמח להביא זווית קצת אחרת לכל הדיון הזה, ותגיד לי (בפנייה לאמיר) אחר כך אם אני מגמגם או לא. אני אשמח לשמוע אחר כך אם מגמגמי. בכל מקרה, אני חושב שהדיון פה סביב תמחור יתר הוא חשוב, אנחנו רואים אותו בשוק, אבל חשוב להתפקס על בכלל במה משקיעים. בסופו של דבר אין לנו פה מודל כלכלי סביר. אם תכלס מסתכלים על בן אדם פרטי, במה AI משפיע על החיים שלי, הוא כרגע מינימלי, הוא עוזר לי לכתוב מיילים, הוא עוזר לי קצת לעשות סיעור מוחות, אני יכול להגיד לכם בחברה שלי, כן זה נתן לי סטטיסטיקות שוק על שווקים שלא הכרתי. אבל זה לא משהו שאדם לא יכול היה לעשות, רק בפחות זמן. אז כרגע ההשקעות חד משמעית לא ב-ROI מדיד, ולכן יש את התופעה שאתה מדבר עליה של תמחור יתר. השווי של החברות האלה בהווה הוא לא השווי שאנחנו משקיעים בו. מצד שני וזה כבר יותר האזורים של הקרנות, זה כשהן משקיעות בחברות כאלה, בעיקר באמריקה אגב, הן משקיעות סופר בעתיד הן באות להגיד פרקטית, בעיקר הקרנות הבאמת גדולות, אני רוצה לדעת מה ישלוט בשוק מחר. עכשיו אם היינו חוזרים אחורה לתקופה שבה גוגל קמה, שמיקרוסופט קמה, זה היה יחסית קל ההשקעות האלה, זה באמת היה יחסית קל. כי ראית חברות עם שולי רווח של כמעט מאה אחוז, אין להן באמת מחיר תפעולי, יש שני חבר'ה עם לפטופים שיכלו להקים את כל החברות האלה זה היה נורא קל להגיד תשמע תשקיע- ואולי כן אולי לא. להקים חברת AI, ובעיקר בדיוק כמו שאת אומרת, הלא אפליקטיביות, שזה גם העולם שלי, זה עסק יקר זה עסק כבד זה עסק שמסתכלים לך בין החוטים כדי לראות מה קורה שם. העניין הפשוט הוא יודעים שאין מודל כלכלי אז משקיעים בעתיד. והשאלה

אמיר ברנע

קיבלת תשובה מגמגמת כן לא, כן לא, תיזהר.

יאיר לפידות

תשואות של 3 השנים האחרונות, הן הרבה יותר ממה שהיה לך בעשרים שנה שזה האזורים שאתה דיברת עליהם במצגת, וגם קדימה אני לא הייתי בונה על מה שקרה בשלוש שנים האחרונות לחלוטין.

רוני עפר

תן לי עוד משפט אחד להגיד, אני חושב שמה שגלעד אמר, ואם אתה שואל אותי בתור מנהל השקעות, אני לא הייתי יוצא היום מהשוק, אולי הייתי מטה כלפי מטה קצת את החשיפה.

שלומי שוב

למה, 15% נשמע לך הרבה?

רוני עפר

כן, כן, ז"א תראה מה זה נקרא להטות?

אמיר ברנע

סליחה, איך אתה יודע ש-15% זה הרבה? השאלה האם מבנה ההשקעות של המשפחה שונה לגמרי ממבנה ההשקעה של המוסדי אולי זאת משפחה שיש לה השקעה בנדל"ן בארץ שהיא חצי מהרכוש שלה, אתה לוקח את זה בחשבון?

רוני עפר

רגע אמיר, אני מדבר בתור מנהלי השקעות, ומנהלי כספים. בתור מנהל השקעות אני לא מדבר על חשיפה של תא משפחתי, אני מדבר על מישהו שמנהל, כמו זיו, כמו גלעד, כספים גדולים של

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

אותם. זה מאמרים שהם כתב דעה לכל היותר אוקיי? וזה מאמרים המתפרסמים בכנסים הטכנולוגיים. מה שתופס, זה מה שמגיע אליך לשולחן. כי יושבים בכל החברות מנסים לממש רעיונות לפי האם הם נראים לך טוב או לא, ואם זה עובד בשביל הלקוח אז זה אחלה מאמר ואם לא אז לא מתקדם יותר. אבל האנשים בכנסים כבר לא יודעים להבדיל. אז התשובה היא אנחנו לא יודעים מה הארכיטקטורה שתתפוס, אנחנו יודעים שזו לא זו ומהרבה סיבות. חזרה לדיון הפיננסי, באמת תוציא AGI מהדיבור, כרגע אני לא חושב שאנחנו בתמחור יתר כי אני לא חושב שבכלל ניתן להגיד מה השווי של חברת AI לפני שהגענו ל-inflation point העולמי הזה, התרבותי, של איך AI משפיע על בן אדם. ואני חושב שאחרי הנקודה הזו, וברגע שיהיה מודל כלכלי יציב, שזה בלתי נמנע, רק אז נוכל להגיד מה קרה כאן. אבל סכנה לכספי ציבור אני לא חושב שיש פה מהסיבה הפשוטה שגם אם עכשיו נעשה איזה מניעה ונלך אחורה, ההשפעה על החיים שלהם היא בלתי הפיכה, פשוט בלתי הפיכה. אז אני חושב שדווקא מהאזורים של המוסדיים, לא הייתי חושב על כמה תשואה ניתן להביא במשבר הזה, או לא להביא במשבר הזה אלא איך אפשר לשמור על אורח החיים של בן אדם בצורה יציבה כי כרגע הוא עומד להתהפך..

אמיר ברנע

אין איזה צפי של פעולה של ANTI TRUST שבו יגידו לחברות הענקיות האלה תתפצלו...?

גלעד לוי

איך? הנה לדוגמה עכשיו גוגל, ניסו להפריט ממנה החוצה את הליבה של העסק שלה, את כרום. דיון ענקי בקפיטול, איך לעזאזל אתה יכול לעשות פעולה כזאת?

אמיר ברנע

לא עשו את זה בחברות הקודמות? בדור הקודם? בחברות כמו IBM או GENERAL MOTORS? לא עשו את זה?

היא לא האם החברה הספציפית הזו תצליח או לא, אלא מה תהיה ההשפעה של זה על העולם? של מי שיצליח. כי אין מה לעשות הטכנולוגיה מתקדמת. אולי לא אני, אולי לא אמנון, אוקיי? קשה לדעת, אבל מישהו יפצח את הדבר הזה, וביום שהוא יעשה את זה איך יראה העולם? זה למה הקונספט הזה של האם לעלות מעל 15% או מתחת ל-15% אני לא חושב שהדיון הזה נמצא במקום הנכון כי בסוף המחיקה הזו בין אם היא תהיה או בין אם היא לא היא תהיה קטסטרופלית. אם הבועה הזו מתפוצצת זה משפיע על כלכלות שלמות של מדינות ואם הבועה הזו לא מתפוצצת הייתי אומר עוד יותר גרוע אוקיי? כי אז אנחנו נמצאים בעולם שיש ריב..

יאיר לפידות

כשאתה אומר לא מתפוצצת זה אם מגיעים ל-AGI?

גלעד לוי

הייתי מוציא AGI מהדיון כרגע. אם אנחנו מגיעים לחתיכת מחשב שיודעת לדבר עם האינטליגנציה שלך, לדעתי- פייטו. באותה נקודה זו השפעה שלא ראינו בחיים של טכנולוגיה יחידה על העולם כולל חשמל. אבל בוא ננטרל אותה ונעיף אותה מהדיון. כרגע מתפתחת פה טכנולוגיה שיש לה פה יכולת מדידה לבצע טרנספורמציה בכל תחום חיים. אוקיי? בכל תחום חיים. עכשיו לא הטכנולוגיה העכשווית כי באמת בתור מי שפתח את הקורס באיך בנויים מודלי שפה בטכניון האובייקט הזה לא יגיע ל-AGI. הוא לא יתקרב ל-AGI והוא לא פרקטי ויתחלף באמת בשנתיים הקרובות.

יאיר לפידות

מי הקנדידים לעשות את זה?

גלעד לוי

הו! התשובה היא יש מיליון וקשה לדעת מי מהם באמת יזוז. אני אגיד לך בשורה התחתונה וזאת אתקדם חזרה לדיון הפיננסי כי הוא יותר מעניין פה ואני אומר את זה בתור חוקר כן? חוקר טכנולוגי דווקא. 80% ממאמרי AI לא ניתנים לשחזור ואף אחד לא ישב לשחזר

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

להיות שגם מחשוב קוונטי קשור בזה. אני מניח שהיום הרבה אנשים עובדים על איך לעשות מודלים של AI שלא ידרשו משאבי מחשוב כאלה, כך שהיקף ההשקעות הנדרשות בעתיד יקטן, אז גם את זה צריך לקחת בחשבון. כמובן שהנושא של התוצאה של המודלים, ואיזה מודל יכול בסופו של דבר להצליח, מאוד קשה לצפות היום. אבל לחלק גדול מהחברות שעוסקות בזה, ה MAGS 7 וכו', יש מודלים עסקיים שלא נשענים רק על AI. זה עסקים קיימים. לדוגמה קחו את גוגל, כמו שאמרת (גלעד לוי), ההכנסה של גוגל מהשקעה ב-AI זה לא רק מה שאתה משלם על GEMINI במיניו, זה מה שהם לא מאבדים על החיפוש אם ישתמשו ב-GEMINI ולא במנוע AI אחר. ז"א שהשילוב עם החיפוש ושירותים אחרים שלהם נותן להם עוצמה, שלאחרים יכול להיות שיהיה קשה להשיג. ל-OPEN AI מאוד קשה, כי זה NEW COMER שמתחיל משיווק של ה-AI בלבד, ולהתמודד עם חברות שיש להן תשתית מוצרית וטכנולוגית יותר רחבה, ויריעה הרבה יותר רחבה, אני חושב שזה יהיה קשה יותר בסופו של דבר. בסופו של דבר הגדולים יהיו להם גם את המשאבים לפתח את הדברים המתקדמים ביותר, להערכתי, ויש להם עסקים אחרים שמזינים גם את עסקי ה-AI, ולהיפך.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את רשות שוק ההון - אדם, איך אתם רואים מהזווית שלכם את כל מה שקורה?

אדם אבו שמים

בסוף, אין ספק שיש פה מהפכה גדולה. אנחנו מדברים פה על מהפכה בסדר גודל מאוד משמעותי שתשפיע עלינו בצורה מאוד משמעותית וגם על החוסך. אני מסתכל על זה קצת בכיוון שונה, מבחינת החוסך שיכול להיות בעוד כמה שנים הוא יהיה בלי עבודה או שהוא יעשה משהו אחר, שונה לגמרי ממה שהוא עושה היום. והדרך או אחת הדרכים שהוא בעצם נהנה מכל מה שקורה בעצמו זה דרך תיק החיסכון הפנסיוני...

שלומי שוב

ז"א לפחות שיהיה לו כסף כשהוא בלי עבודה - כלומר עדיף מאשר

גלעד לוי

אני אתן ממש נגיעה קטנה בנושא הזה, כי גוגל היא פשוט, אם מסתכלים על השורשים של חברות ה-AI, כולן באות מגוגל CHAT GPT, אנטרופיק, זה כולם יוצאי גוגל באיזושהי צורה. גוגל פספסו את המירוץ בהתחלה, כן? הם הוציאו את הטרנספורמר החוצה ואז שכחו ממנו לגמרי, כל החברה שהמציאו את הטרנספורמר, בדיוק שמונה אנשים, יש ישראלי אחד, בחור בשם נועם שזיר, אמנון מכיר אותו טוב, כולם ברחו מגוגל. שנה אחרי כל אחד פתח חברה או היה מעורב בחברה אחרת, גם CHAT GPT ובאנטרופיק. מה שקרה באותה שנייה, הוכרז קוד אדום בגוגל, קוד אדום לגמרי. איחדו בין שתי המחלקות הכי גדולות שיש, ה-deep mind brain° ששונאות אחת את השנייה, תחשבו לאחד עכשיו בין הטכניון לאוניברסיטת תל אביב אוקיי? זה בערך מה שקרה שם..

יאיר לפידות

אם כבר תל אביב ורייכמן..

גלעד לוי

אני מדבר כרגע על אוניברסיטאות יותר עם פוקוס טכנולוגי שנראות בערך אותו דבר ושונאות אחת את השנייה בצורה מוחלטת. אז העניין הוא, באמת שורה קטנה אחרונה, מה שקרה שם-GEMINI הפך להיות לב ליבה של גוגל כי ה-CORE BUSINESS שלה, ה-SEARCH נעלם, נמחק, איך אתה עכשיו מפריד את GEMINI החוצה? וזו בדיוק השאלה.

שלומי שוב

אי אפשר.

אורי כהן

לא יודע אם יש בועה או לא. אני מאמין ביעילות השוק. אני רק חושב שיש כמה פרמטרים שצריך לבחון שהם ישפיעו וישתלבו. אחד מהם זה הנושא של התייעלות בהשקעות הנדרשות ל-AI. יכול

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

אדם אבו שמיס

נראה, היום בעצם הציבור, יכול לגשת גם לנכס בודד ולראות ברמת הנכס מה הוא מחזיק במסלול עצמו, וגם הגוף המוסדי חייב לפרסם את מדיניות ההשקעות, ושם הוא מתייחס, בין היתר, לאילו חשיפות הוא מתכנן להיות חשוף באותו מסלול, אם זה לחו"ל או לישראל, ואף חלקם מצינים במדדי ייחוס את הסקטורים הספציפיים...

שלומי שוב

אתה חושב שהשקיות מספקת?

אדם אבו שמיס

ככל שהעולם מתפתח, עולם ההשקעות מתפתח בקצב מאוד מהיר.

אלי אלעל

אני חושב שזו גם שאלה של צמיחה משתמעת. המכפיל, הוא בעצם תשובת ביניים, שלב ביניים בשאלה האמיתית של הצמיחה המשתמעת הגלומה פה. וזו שאלה שקל יותר לכל אחד לחשוב עליה: האם הצמיחה העתידית משתקפת בביצועי העבר, או האם היא בכלל אפשרית. אבל פה יש גם נקודת פיתול/ סינגולריות, בהקשר הספציפי של AI. נראה שאנחנו נמצאים באיזושהי נקודה או שלב של יצירת שוק לא תחום. במקרה הזה, הצמיחה הצפויה לא תהיה בהכרח לינארית. יש פה גם מרכיבים של אופציות ריאליות, ביחס לדברים לא ליניאריים שעשויים לקרות. למעשה, יש פה הקמה והתרחבות של אקוסיסטם. ככה שנראה לי שחברות הטכנולוגיה הגדולות, פשוט מנסות להיות ב"תשתית של הכל". הן לא יודעות וגם, לצורך העניין, לא יכולות לדעת, איזה אקוסיסטם בדיוק מתפתח סביב האירוע הזה. אבל מה שהן כן יודעות- זה איפה הן רוצות להיות, וזה להיות בשלב התשתיות של העניין. זה רלוונטי במיוחד מכיוון שבמקרה הזה, נראה לי שהן נוקטות באסטרטגיה של "עדיף להיות צודק בערך מ-טועה בדיוק". העלות של הטעות, עלות אי ההשתתפות במוֹרֶץ, קטסטרופלית מבחינתן. כלומר, הן קונות כרטיס "ליד השולחן", לא משנה כמה זה יעלה, רק בשביל לראות

בלי שניהם?

אדם אבו שמיס

אם נלך לכל מיני דיונים תיאורטיים של UNIVERSAL INCOME והכנסה בסיסית שאנשים לא יעבדו ורעיונות בסגנון.

שלומי שוב

לפי מה שאתה אומר זאת עסקת הגנה..

אדם אבו שמיס

כן. אז אין ספק שיש פה פוטנציאל לגידור לעולם הבא. תיק חיסכון פנסיוני שחשוף להשקעות בהייטק ובבינה מלאכותית, זו יכולה להיות עסקת הגנה לאותו חוסך. כשמסתכלים על התיק עצמו היום של החוסך במדינה, הוא כן חשוף לכל העולמות האלה, בין באופן ישיר ובין באופן עקיף, הוא משקיע בקרנות השקעה המקימות תחנות כוח, חשמל, שהוא רכיב מאוד משמעותי שנמצא בחסר לכל השבבים ולכל הפיתוח של התעשייה, ועוד עולמות אחרים שגם מושפעים באופן חיובי מכל מה שקורה. אז יש פה רמת פיזור שהיא יחסית נאותה ואנחנו עוקבים באופן צמוד גם על מה שהמוסדיים עושים, אנחנו רואים את האנליזה הרבה שהם עושים לפני שהם מבצעים השקעות, וגם את ההתייחסות הסקטוריאלית כשהם משקיעים במדדים, אין ספק שהטכנולוגיה נהיית נתח משמעותי.

שלומי שוב

תגיד אדם, תכף יכעסו עליי אבל מבחינת השקיות מול הציבור - הציבור יודע כמה, לא יודע, כמה מוסדי X משקיע וכמה מוסדי Y משקיע? יש מספיק שקיפות? כי אנחנו כצוות כשהתכוננו כדי להגיע ל-15% הזה, לא היה לנו קל. נכון, יש דו"ח נכס בודד, אבל צריך לעשות פה כל מיני חישובים.. אני לא רואה את גברת כהן מחדרה מצליחה להגיע למידע הזה..אולי גם את זה צריך לשפר?

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

אורי כהן

הדיווח היה על רמת ההכנסה.

עודד ברורמן

בסוף הכל צריך להתחבר ביחד. וכשאנחנו כל הזמן מדברים על אם חברה א' תצליח, או חברה ב' תצליח. אוקי, אבל אם אני לא יודע מי תצליח ומי לא, וקניתי את הסל של כלל המניות, ואני עכשיו רץ עם כל הסל, ואחת מהם תצליח, זה לא אומר שאצליח להשיג תשואה גבוהה על כל הסל. יש לי תחושה שאנחנו מפספסים פה משהו בעייתי בתמחור - כפי שרוני הציג בתחשיב שעשינו, התוצאות של קצבי הגידול הגלומים במחירי כלל תיק השוק כיום פשוט גבוהים מדי.

שלומי שוב

אז מה אתה אומר בשורה התחתונה?

עודד ברורמן

שלא יכול להיות שאנחנו בסופו של דבר במצטבר על כלל שוק המניות נראה צמיחה ארוכת טווח כל כך גבוהה, גם לא סביר שבכלל תעשיית ה-AI, ואז אנחנו חוזרים לבעיית התמחור. זאת אומרת, המחירים היום של השווקים, מתמחרים צמיחה גבוהה שלא יכולה להתקיים לאורך זמן רב, בראייה מאקרו כלכלית. זאת הדעה שאני חושב שאנחנו צריכים להסתכל עליה, ולכן צריך להסתכל קצת יותר במאקרו כלכלה, איך זה מסתדר.

שלומי שוב

כלומר, אתה אומר שהתמחור היום הוא ביתר?

עודד ברורמן

כן, להזכירכם, אני הייתי בצוות שבמצגת שרוני הציג, אנחנו ביחד באותה הדעה. גם אם יהיה מודל עסקי שיביא אותם לגידול

מה יצמח. זוהי דרך אחרת להסתכל על הדברים, לא בצורה ומזווית ראייה דווקא של "בועה", אלא אנומליות לכאורה שנובעות משלב של יצירת אקו-סיסטם. כזכור - בשנים הראשונות אחרי שהאחים רייט פיתחו את המטוס, הוקמו הרבה מאוד חברות תעופה, אף אחת מהן, לא אלה שנמצאות פה היום. לסיכום: יש פה אירוע, אתה עוד לא יודע מה יתפתח, אתה כן יודע שאתה רוצה לשבת ליד "השולחן של הגדולים" כשזה יקרה.

עודד ברורמן

אני אשמח להגיד משפט, אני חושב שמה שחסר פה זו את הגישה של הכלכלן שמסתכל על המאקרו. כשאנחנו מדברים פה על הגידול ברווחים של חברות ה-AI, השאלה היא על חשבון מי זה בא. מאיפה יבואו הרווחים האלה? זה יגדיל את סך התוצר בעולם בצורה כ"כ משמעותית? או האם זה יקטין את הרווחים של החברות שמיישמות את היישומים של ה-AI? או יקטין את ההכנסה הפנויה של מפותרי אותם חברות שיוחלפו ע"י יישומי AI? האם זה יבוא על חשבון זה שציבור הצרכנים יהיה עני יותר כי הוא יצטרך לשלם בעתיד נתח גדול ההכנסה הפנויה שלו על השירותים שיקבל מיישומי ה-AI? מה זה יעשה ליתר מרכיבי התצרוכת שלו? האם הממשלות בכלל יסכימו להגדלת רווחי חברות ה-AI על חשבון ציבור העובדים והצרכנים? או שיתחילו לבצע תשלומי העברה - זאת אומרת, ימסו את אותן חברות שמייצרות רווחים אדירים כדי להחזיר חזרה לציבור יכולת תצרוכת. כולם מציגים פה חזון שיישומי ה-AI יביאו לפיטורין וייעלו את החברות, דבר יאפשר להם להציג רווחיות גבוהה יותר, אבל מה זה יעשה לתצרוכת של החברה שיפוטרו ולא תהיה להם עבודה? תהיה להם ירידה בהכנסה, כך העובדים המסכנים יאלצו להקטין תצרוכת שתשפיע גם על החברות. איך השיווי משקל בחלוקת עוגת התוצר בדיוק מסתדר במאקרו? ולכן הדיון שהיה לנו קודם, לגבי קצב הצמיחה של כלל שוק המניות, הוא מאוד קריטי. השאלה אם אתה באמת מאמין שכל הכלכלה הולכת לצמוח בקצבים של 7-8% בשנה למשך עשרות שנים כדי להביא לגידול כ"כ משמעותי ברווחי חברות ה-AI מבלי לפגוע ולהקטין את חלק יתר השחקנים בתוצר? אנחנו לא מכירים מספרים כאלה של צמיחת תוצר ארוכת שנים בשום מהפכה היסטורית שאני מכיר.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

מאוד מאוד חכם, מבלי לשבור את הראש, אם הפארמה היא ביתר, או האנרגיה ביתר, התקשורת ביתר וכיו"ב. הערה שנייה לגבי השוק היעיל, למיטב הבנתי, כשהשוק מגלם את כל המידע, לא תמיד הוא מגלם הכל נכון. ויכול להיות שגם פה הוא לא מגלם הכל נכון, אבל כאמור אנחנו תמיד אומרים שאי אפשר לנצח את השוק כי אנחנו לא יותר חכמים ממנו. הערה אחרונה, גם יהיה מודל כלכלי, יש פה שאלה של היוון תזרימי מזומנים, יש מודלים של הערכות השווי של חברות סטארטאפ. אם נסתכל על שיעורי ההיוון, שאנחנו מציבים שם, 40% היוון לשנה, משהו בסדר גודל כזה, אני חושב שגם אם יהיה מודל כלכלי ל-AI ונציב את שיעורי היוון האלה, אנו עלולים להיווכח שהמחירים כיום מוטים כלפי מעלה.

שלומי שוב

לפחות אתה רואה שיש משהו שהוא "מחזיק מים" בפני עצמו... אבי, אתה לא נכנס להשקעה בחוות שרתים?

אבי לוי

לא, אבל אני מסתכל על החברות האלה ומן הסתם הרבה חברות יפלו, אבל אלו שישארו מאוד מאוד יצליחו בסופו של דבר, המודל העסקי יגבר על הסיכונים. אם אנחנו מסתכלים אז היום מאוד טבעי שאנחנו שומעים ספוטפי ומשלמים על זה, שומעים אפל מייזיק ומשלמים על זה, אנשים התרגלו לזה שמשלמים על הדברים האלה שצורכים באינטרנט ואם פעם chrome היה מאוד הפסדי, היום הוא מאוד רווחי, ואין ספק שגם אנשים שמתרגלים להשתמש ב-ChatGPT בסופו של דבר ישלמו על השימוש הזה וה-AI הזה הוא לא רק מכשיר לעמך ישראל, ועמך העולם, אלא בסופו של דבר עסקים ישתמשו בזה מאוד, ועסקים ישלמו על השימוש בזה הרבה, הרבה מאוד כסף. אז זה רק שאלה של זמן, עד שהדבר הזה יהפוך למרכיב הכנסה מאוד משמעותי, ולא הרבה ישארו, יש המון חברות שהיו משקיעות ב-AI, מן הסתם המון יפלו, צריך לדעת איפה להשקיע, וזה חברות, יש פה הרבה כסף, אבל החברות הגדולות, אנבידיה מייקרוסופט, כל אלה, אין ספק שימשיכו ויצמחו בדבר הזה, ויכול להיות שיהיו גם כן, גוגל חדשים, או מייקרוסופט חדשים שיכנסו לתחום. זה לא בועה, זה אמיתי ולדעתי זה רק שאלה של זמן.

מהיר ברווחיות, מישהו בסוף ייקח להם חלק מהרווח הזה. יכול להיות הממשלות פשוט ימסו את אותן חברות, לא יכול להיות שיתנו לחברות האלה לצמוח בקצבים כאלה, כי בסוף זה יהיה חייב לבוא על חשבון מישהו. אני מתקשה לקבל את ההנחה שמהפכת ה-AI תביא לגידול כ"כ גדול בתוצר העולמי שהגידול ברווחי חברות ה-AI לא יבוא על חשבון יתר השחקנים

ארז מגדלי

גם במצב הזה עם הרווחים, לא יצמחו כל כך הרבה באגרנט, אבל הם יתרכזו בחברות האלה, אולי עדיף להיות בעודף. אולי צריך להיות בעודף בטכנולוגיה. כי מה יקרה לשאר ה-460?

עודד ברוורמן

זאת באמת שאלה. האם הממשלות יסכימו להגיע למצב כזה של חלוקת עושר חדשה? שיש לך מיעוט חברות שתופסות את כל עודף הצרכן, לוקחות אותו אליהן.

אלי אלעל

דבר ראשון התשובה יכולה להיות דרך עלייה בפריז. חוץ מזה אני חושב שהשאלה שמדברים עליה בהקשר של הרווחים, מתעלמת מפיל גדול מאד שנמצא פה באמצע, וזה הסיכון הגיאופוליטי שגלום בתחום השבבים, שנמצא בלב התקדמות ה-AI. האירוע הגיאופוליטי, הוא אירוע לא בינארי. ולא ניתן לדעת איך הדברים יתפתחו בהקשר הזה במתכונת של תוחלת ליניארית. אני מזכיר ששרשרת הערך בעולם ה-AI, מאוד מאוד רגישה, במיוחד בהקשרים של "מלחמה קרה" (ולמזלנו לא קינטי) שמתנהלת כרגע בין ארה"ב לסין סביב לגלובוס ובמיוחד סביב טאיוואן. עליית מדרגה בסיכון הגיאופוליטי יכולה לייצר אירוע של מלט-דאון בשווקים, עוד בלי שום קשר לשאלת הרווחים, או של הצמיחה העתידית.

יורם עדן

שלוש הערות קצרות: א. כשמנהלים קרן פנסיה, צריך להיות אחראי גם כלפי העמיתים. ואני חושב שהצמדות למדדים היא דווקא כלי,

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

אני אישית מאמין שארבעת התנאים המפורטים לעיל יתקיימו, אבל חשוב להבין שבמידה ואחד מהתנאים האמורים לא יתקיים יוצר קושי משמעותי למצות את הפוטנציאל הגלום בשימוש ב-AI, מה שעלול להוביל להתאמת מחירי המניות בשווקים. נכון להיום שיעורי החדירה של השימוש בכלי AI נמוכים ועלויות השימוש גבוהות.

גם אם השימוש בכלי AI אכן יוביל להתייעלות ולצמצום כוח העבודה הנדרש אך שוק העבודה לא יבצע את ההתאמה הנדרשת כמו שביצע בזמן המהפכה התעשייתית - תיווצר אבטלה בשיעורים גבוהים, מה שעלול להוביל למיתון ושוב לירידת מחירי המניות, בשל העובדה ששגם חברות עסקיות יעילות יתקשו לצמוח ולשמור על רווחיות גבוהה בתקופת מיתון ואבטלה גבוהה. אני לא בטוח שהשקעה במניות AI כאסטרטגיית הגנה מפני אפשרות של אבטלה היא נכונה מכיוון שכאמור לעיל יתכן ותתקבל תנועת מספרים של היעדר עבודה וירידת מחירי המניות.

אמיר ברנע

לא ברור לי האם אתה מדגיש את הנושא של חלוקת ההכנסה או גובה ההכנסה? גובה ההכנסה הנוכחית, רק יגדל, הוא לא ירד מהשימוש ברובוטים או ב-AI. אז שאלתך היא איך זה יתחלק?

אייל הירדני

בשורה התחתונה, במקרה של גידול משמעותי באבטלה גם החברות הגדולות יתקשו בצמיחה ובשמירה על רווחיות. חברות, לא יכולות להטיס רק את המייסדים, ואת עובדי החברות הבכירים. ישנם כאמור מספר מצבים:

מצב א' - שיפור והתייעלות שיובילו לאבטלה גבוהה - מה שלדעתי יוביל למיתון וירידת מחירי המניות.

מצב ב' - שיפור והתייעלות שיובילו להגברת הפיריון, צמצום שעות העבודה תוך שימור השכר - מה שיוביל להגדלת רווחה ושגשוג.

מצב ג' - שיפור והתייעלות שיובילו להגברת הפיריון, שינויים בשוק העבודה, שמירת שעות העבודה והגדלת השכר - מה ששוב יוביל להגדלת רווחה ושגשוג.

בשורה התחתונה, על מנת לתמוך ברמת המחירים היום בשווקים יש להניח שכל התנאים מתקיימים.

אמיר ברנע

מה השורה התחתונה?

אבי לוי

זה לא בועה, זה לא בועה! זה אמיתי ולדעתי זה רק שאלה של זמן.

יאיר לפידות

בהקשר הזה אני מזכיר, אילון מאסק בטסלה עובד בצורה מטורפת על רובוט שאמור להשתמש באותם ציפים, וזה מיועד בסוף לא רק למפעלים, אלא זה מיועד הבית להיות חצי עוזרת שלך לבית. במחיר שאמור להיות נגיש יחסית, 20 אלף דולר, אני חושב הוא חותר לשם בסוף, הדבר הזה, הוא קורא לו "עידן של שפע". זאת אומרת, גם אם לא תהיה לך עבודה, יהיה מי שיעבוד עבורך, ויעשה לך את המטלות ואת הצרכים. אז במובן הזה, במיוחד אם הולכים ל-AGI ולרמות הגבוהות של ה-AI, אז יש פריצת דרך, אבל זה לא קרוב.

אייל הירדני

אני עוסק גם בתחום הפיננסים, גם בתחום ההשקעות וגם בתחום הטכנולוגיה. לי אין ביטחון בתשובה לשאלה האם יש בפנינו בועה או לא. אני חושב שהשאלה שהגענו אליה כנראה תישאר גם אחרי הדיון.

אני חושב שיש פרמטר נוסף שיש להתייחס אליו על מנת לבחון את השאלה האם יש בפנינו בועה והוא דווקא מתחום הסוציולוגיה - מה יעשה ה-AI בשוק העבודה?

על מנת לתמוך ברמת המחירים הקיימת היום בשוק חייבים להתקיים ארבעה תנאים:

1. השימוש בכלי AI יהיה יעיל, נרחב ועם שיעורי חדירה גבוהים
2. עלויות השימוש בכלי ה-AI לרבות עלויות אימון הכלים, חשמל, מחשוב וכו' יהיו כלכליים ויעלים
3. השימוש בטכנולוגיית AI תוביל להגברת הפיריון, צמצום כוח עבודה והתייעלות
4. שוק העבודה יבצע את ההתאמה הנדרשת ולא תיווצר אבטלה בשיעור גבוה לאורך זמן.

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה

באמריקאים. וזה הסיכון היותר מהותי עבור החברות האמריקאיות.

גלעד לוי

יש פה הרבה נקודות טובות, לגבי העניין הסיני. אז היתרון שלי, זה שלא יודע אם משהו למד חוקי גדל, מערכת לא יכולה לדבר על עצמה, ל-AI קשה לדבר על AI, לי יותר קל, ממש יותר קל. אז אני אומר, יש פה שני דברים שהייתי שמח לדבר עליהם. הראשון זה באמת הגישה היותר כלכלנית היותר מאקרואית. אבל ספציפית נגעת ב-LLM סינים. דיפסיק הוא ה-LLM הסיני הראשון. הוא הראשון שדיברו עליו. וזה לא היה בוא נגיד ככה, תוצר קל ופשוט של איזה מעבדה, זה התוצר של הממשלה הסינית, השקעות עצומות. בסוף, והנה, זה לא רק אמריקה, יש פה משהו. מדובר פה בכמה מאות מיליארדים של דולרים שהיא השקיעה, אפילו שמדובר על 100 מיליון, זה לא 100 מיליון, זה חוד החנית של הממשלה הסינית, הוא לא בחינם סתם כי נוח לו להיות בחינם, הוא בחינם כי הם רוצים לבסס את עצמם כמו שמטא מבססת את עצמה. עכשיו, הכלכלה הסינית היא יחסית חקיינית, אתם יודעים את זה. היא לא כלכלה ממציאנית יותר מדי, גם לא בתחום של ה-AI. דיפסיק בסוף הוא דיסטלציה של מודלים אמריקאים, זה מה שהוא יודע לעשות, ובצורה יותר זולה ויעילה. עכשיו, האם זה יעלם אי פעם? כנראה שלא. כי תמיד יהיה ניתן לעשות את הדיסטלציה הזאת. אבל הייתי מבודד את דיפסיק ממרוץ ה-AI כרגע. יש כמה מעבדות סיניות שלא הייתי אומר את זה עדיין עליהן, אבל מרוץ ה-AI לא קורה בסין, עדיין. בסוף מה שקורה כרגע בסין זה גם ביסוס גיאופוליטי בעיקר, של רגע, גם אנחנו יודעים לעשות דברים, והנה בוא נראה את זה דרך היוזר שרב בין Open AI לבין סין. אבל בחמש השנים האחרונות לא ראיתי פעם אחת שמודל סיני אמר הנה יכולת חדשה שאין לאמריקאים. לא, זה תמיד, הנה יכולת שיש לאמריקאים אבל זה דור חדש. זה לרוב נראה ככה. אז במרוץ שבאמת מנסים להגיד על איך ייראה ה-AI העולמי, עוד לא הייתי מכניס את סין למרוץ. אני מקווה שזה קצת נוגע בנקודה. האזור שיותר חשוב לי, זה כבר האזור באמת המאקרו. כי יש הרבה פעמים כשניגשים לכלכלה, יש כל מיני אקסיומות שמדברים עליהן, האם השוק יעיל, האם הוא לא יעיל, האם ניתן לחזות דברים מתוך נתוני השוק. והרבה מדברים על השוק כמו שהוא, שהוא גיב אנד טייק. אם שמתי יותר כסף פה, זה יצא מהכיס של משהו. אבל כל הקונספט של הכלכלה פה,

כמו כן, נראה שמודלי ההשקעות, כוללים פיזור על פני מספר נכסים, על מנת לנסות לכלול בתיק חברות שיצליחו מאד, והרווחיות מהן תפצה על הפסדים בחברות אחרות בתיק. מודלים אלו יכולים ליצור ערך גבוה מידי למניות ספציפיות שבמקרה התאמת מחירים בשוק לא בהכרח יקבל את הפיצוי הנדרש מהחברות שהצליחו.

שלומי שוב

נאה דורש נאה מקיים, אתה מושקע ב-AI?

אייל הירדני

גם מושקע ב-AI כי שוב, אין לך ברירה.

אילן גילדין

מה זו בועה? בעיני בועה זה לא עניין של מחיר, זה עניין של זמן, ב-1999 כשג'ף בזוס היה איש השנה של טיימס, שנתיים לאחר מכן אמזון ירדה ב-86%, והיא חזרה לאותו המחיר רק ב-2012. היום שווייה פי כמה ממה שהייתה ב-1999. אז האם אמזון הייתה בבועה ב-1999? זו שאלה של זמן, לא שאלה של מחיר. אני חושב שעבור חלק מהותי מהחברות שבהן עסקינן זה אותו דבר, זו שאלה של זמן, זאת אומרת האם יכול להיות שנראה פה תיקון במחיר בשנה שנתיים הקרובות, בהחלט יכול להיות, אך חלק מהן יצאו מרווחות. הבעיה היותר גדולה בעיני, זו התחרות הסינית. אני משתמש ב-LLM סינים, דיפסיק ועוד כמה. הם לא פחות טובים לשימושי מאלו האמריקאים, והם עולים להרצה, לפי דיווחים, 85% פחות מהאמריקאים, הם Open source, ובתצורה הזאת, מאוד יכול להיות, שלאמריקאים קשה יהיה לבסס דומיננטיות גלובלית. האמריקאים כמובן יובילו בחלק מהמקומות, הם יהיו הפרארי של ה-LLM, אבל לא כל דבר צריך פרארי, אתה יכול לנסוע למקומות גם עם טויוטה, גם עם דיפסיק אתה יכול להגיע. והמשמעות היא שה-LLM האמריקאים, יש להם פשוט בעיקר את הממשל האמריקאי, ואת הבנקים האמריקאים, ועוד כמה מוסדות שלא יסכימו ללכת עם LLM סינים, כמו שיש עם סיסקו היום, שדרך אגב לפני חודש חזרה לשיא שלה ב-1999. אבל בעיני רוב העולם, אם אני סטארטאפ בסינגפור, אם אני סטארטאפ בהונגריה, אני אקח בחשבון את בעלות למשתמש ואבחר בסינים, לא

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

אמיר ברנע

זה לא היה בעבר במהפכה התעשייתית?

גלעד לוי

לא ככה. המהפכה התעשייתית לא באה לעובדים, היא באה למפעלים. אבל פה יש תופעה אחרת, ואני חושב שבסוף, כמו שאנחנו אוהבים נורא להגיד לדירקטוריונים, בסוף, הפיסה הטכנולוגית קיימת. כמו פצצה גרעינית, זה לא אומר שכל הערים בעולם עכשיו לא קיימות, כי הרגולציה השתלטה על האירוע הזה. אותו דבר יקרה כאן. אבל לחזות אינטליגנטית מה יקרה אחרי הנקודה הזאת, זה כבר כמעט בלתי אפשרי.

שלומי שוב

גלעד, בנושא של שינוי האומדן באנבידיה שהזכרתי בדברי הפתיחה והטענה כי לא יתכן שאורך החיים השימושיים יעלה לאור ההתיישנות הטכנולוגית - עד כמה היא באמת נכונה כי אז זה אומר שיש מניפולציה חשבונאית?

גלעד לוי

יש כאן שני כוחות מוגדים: קצב ההתיישנות הטכנולוגית באמת מואץ. דורות חדשים של GPU יוצאים בקצב מהיר יותר מפעם, ולכן "על הנייר" אורך חיי המדף אמור לרדת. אבל בפועל יש דביקות אלגוריתמית כבדה מאוד. לחברות יש ערימות ענק של קוד, קרנלים, קסטומיזציות, טיונינג של זיכרון ו-communication patterns, וכל זה מותאם ספציפית לדור מסוים של חומרה. מעבר לדור חדש שובר חלק גדול מהאופטימיזציות האלה ודורש מאמץ הנדסי יקר, שלרוב לא מצדיק שדרוג מידי.

בגלל זה בפועל נוצר מצב שבו: ממשיכים לעבוד על החומרה הישנה הרבה זמן, ובמקביל מתחילים לפתח לקראת החדשה. זה מייצר אשליה של "אורך חיים" ארוך יותר - אבל זה לא בגלל שהחומרה עצמה נהייתה טרייה יותר, אלא בגלל שה-switching cost נהיה מפלצתי. הטעות היא לחשוב שאפשר "למתוח" GPU קטן לרמת GPU גדול רק עם אלגוריתמיקה - זה פשוט לא נכון.

הוא שאלה של האם ה-AI בכללי הוא משחק סכום אפס ואני לא חושב. ואני לא, כאילו, סכום אפס בהינתן השוק והמדינה היא רגילה ויציבה ואני חושב שזה מסתמך על הרבה אינטואיציות, אם אתם זוכרים באמת את התעשייה הטלפונית, היה נורא קל להגיד כן, יצא חתיכת מכשיר אוטומטי שעושה את העבודה שלהם, הם נתח שולי מהכלכלה, תעף אותם ושימצאו עבודה. וזה מה שקרה. וזה מה שקרה הרבה פעמים. גם בעולמות של השרתים. בסדר. אבל AI עובד אחרת, AI משפיע באמת על כמעט כל עבודה. ואז באמת האנליזה הזו של החלפת עבודה, כמו שאומרים, היא משתנה לגמרי. אני לא מכיר מודל תיאורטי מספיק טוב, למה קורה כ-80% מהכלכלה מאבדת את העבודה שלה. אני מכיר לפרומיל אחוז. אוקיי. ופה זה כבר נהיה עניין שלדעתי אפשר לחזות אותו בערך כמו שאפשר לחזות מה גור כלבים יעשה.

אמיר ברנע

גלעד, סליחה, הנקודה הזאת ברורה, ה-AI יחליף עובדים, במוסדות פיננסיים יוכלו לעבוד עם חצי עובדים, ורופאים כבר לא צריך כי ה-AI גם יתן לך פרוגנוזות ודיאגנוזות, ואפילו ינתח איתך. כל זה יודעים כולם. אבל חברים, זה לא מסתדר במודל המאקרו, משהו פה לא מסתדר לי. אם, ההכנסה הלאומית לא פוחתת, היא עולה. מה כל הרעיון? אתה יכול לעשות את זה, אתה אומר בעלות נמוכה. אז איך זה מתחלק? השאלה? השאלה היא לא גודל ההכנסה הלאומית, אלא איך היא מתחלקת? אז כל מה שאתה אומר, האם כל העובדים יעברו ל-4 ימי עבודה בשבוע? או שחלק מהעובדים יעברו 7 ימים וחלק יעברו יומיים. איך זה יתחלק? איך המערכת הרגולטורית תדאג לתקופת המעבר, באופן שהחלוקה תהיה איך שהוא מאוזנת מבחינת ההשפעה על החלפת עובדים ב-AI, בהתייעלות כזאת.

גלעד לוי

איך היא עומדת להראות בכמה השנים הקרובות? בוא נניח כרגע טכנולוגית אני יכולה לעמוד מאחורי זה, שתיווצר חתיכת מכונה שתוכל לעשות כמעט את התפקיד של כל אחד, טכנולוגית. איך ייראה השוק? אוקיי? בהנחה שיש תפיסה טכנולוגית כזו, איך הרגולציה, איך השוק, איך בני האדם יתמודדו עם זה?

האם קיימת בשוק ההון בועת AI? החלטות המוסדיים
על השקעה במניות טכנולוגיה

שבמקרה הנוכחי יש גופים שיש להם גב כלכלי חזק - ממש מעצמות כלכליות. כן, יכול להיות שיהיו תיקונים ושנחנו במצב של תמחור ביתר, אבל אני חש מהדיון היום, מהרוב המוחלט של הדוברים, שאנחנו לא נמצאים כמה ימים לפני התפוצצות של בועה. בכל מקרה, צריך להגיד את הדברים האלה בצניעות הראויה, כי צריך לזכור שבכל בועה שהיתה בעבר כולם ניסו להסביר למה היא שונה מבועות קודמות ושזה לא המצב הנוכחי.

שלישית, כנראה שסביב כל מהפכה אמיתית מצטרפים כל מיני "טרמפיסטים" שנהנים ממנה ללא הצדקה אמיתית ובעידן הנוכחי תוסיפו לזה גם רשתות חברתיות ודחיפה של הציבור לכל מיני השקעות קלות... כמו כן, בהחלט יתכן שיש כאן מצב של תמחור יתר באיך שהשוק מסתכל הדברים, במיוחד שכמו שגלעד אמר לנו שה- AGI - הבינה המלאכותית הכללית לא נראית בכלל באופק.

יש גבולות פיזיקליים ברורים לכוח עיבוד, לרוחב פס ולמבנה הזיכרון. לכן זו לא מניפולציה חשבונאית - זה פשוט פרשנות שיווקית שמנפחת תופעה אמיתית: ה-useful life של GPU בשוק האמיתי לא מתקצר כי החסם כבר לא החומרה אלא האלגוריתמיקה שמעליה.

שלומי שוב

כלומר, מה השורה התחתונה בתכלס?

גלעד לוי

בתכלס הם יקנו כל gpu חדש שיוצא בערימות ברגע שהוא יוצא ויעשו כל מאמץ להחליף את מה שקיים. אבל הזמן חיים של הישנים לא ירד בגלל הכובד האלגוריתמי שלהם. אז כן אפשר להגיד שיהיה זמן חיים יותר ארוך.

שלומי שוב

הגענו לשלב הסיכומים.

אמיר ברנע

מה יקרה כתוצאה מהדיון בנאסד"ק מחר? האמת, אני נהנה מכל רגע. מכיוון ששוב, בתור חסיד של שוק יעיל, זה לא משנה, דעה כזאת, דעה כזאת, בערך, בגמגום.

שלומי שוב

אני חושב שבאמת היה לנו דיון מאוד מאוד מעניין וחשוב, לא הופתעתי הזה ששמענו מגוון של דעות כי זה משקף את המציאות כיום. בכלל המטרה של הפורום היא לעסוק בדילמות ולא בדברים ברורים. אבל אני לוקח מפה בכל זאת איזשהו קונצנזוס לגבי שלושה דברים. כל אחד תיאר את זה לדעתי במילים אחרות, אבל ברשותכם אני קורא "בין השורות" של כולם.

ראשית, כולם מסכימים שיש פה מהפכה. שנית, אני חושב שרוב הדוברים מסכימים לכך שזה שונה מהסיפור של הדוטקום, בכך



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM | FVF

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

תאריך המפגש: 5 בינואר 2026

נושא המפגש: השלכות ה-AI - על הסקטור הפיננסי על רקע דוח הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

קישור לחומר הרקע למפגש: [חומר רקע](#) [מצגת רגולטורים](#) [מצגת שלי תשובה](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחצו כאן](#)

צוות מקצועי: דניאל אלביליה, טוהר זיני, ניר פלד, דותן פרידמן

שלומי שוב

העסקים, וכן שינוי בטעמי הציבור ובמודלי ההפצה. מתי זה יגיע בדיוק אנחנו לא יודעים, אבל זה ברור שזה כבר צריך להיכנס כעת לחשיבה האסטרטגיה של הגופים..

הדיון אצלנו היום מתבצע גם על רקע הדוח הסופי של הרגולטורים בנושא הסדרת השימוש בבינה מלאכותית בסקטור הפיננסי ועוד מעט הרגולטורים יציגו את המסקנות שלהם. בשורה התחתונה נבחרה גישה שיותר דומה לאמריקאית (שהיא יותר מאפשרת מאשר הגישה שמסתמנת באירופה של חקיקה מיוחדת רוחבית). כלומר, הקונספט הוא שהפיקוח יהיה על בסיס הרגולציה הקיימת ולא באמצעות חקיקה חדשה, וכל רגולטור יפעל כפי שימצא לנכון תחת תחום סמכותו. תכף ננסה להבין מה זה אומר והאם ניתן לפרש זאת כרגולציה מאפשרת, מתוך מטרה שלא להפריע לפיתוח החדשנות מצידם של השחקנים השונים בסקטור העסקי.

אנחנו יודעים שכל הגופים הפיננסיים, והנציגים של כמעט כולם יושבים כעת סביב השולחן, נמצאים כיום במרוץ סביב השילוב של אלמנטים שונים של ה-AI כדי לשמור על הרלבנטיות שלהם. לפי הדו"ח של מקינזי אליו התייחסנו בחומר הרקע שקיבלתם, בינה מלאכותית צפויה לחולל מהפכה בפעילות הבנקאית ולהפחית את עלויות התפעול בעשרות אחוזים, אך יתרון זה מטבע הדברים צפוי להישחק בטווח הארוך עקב תחרות והעברת החיסכון התפעולי ללקוחות. זה אומר כמובן שבנקים חלוצים ירוויחו משמעותית ואלו

בוקר טוב, אנחנו עוסקים הבוקר בהשלכות של הבינה המלאכותית על הסקטור הפיננסי מהכיוון האסטרטגי - מה יהיו המוצרים והשירותים, כיצד יתנהגו הצרכנים, כיצד תושפע כמות עובדים ומהות התפקידים שלהם, כיצד תשנה מפת התחרות וכו'.

בחודש שעבר עסקנו אמנם גם בבינה המלאכותית אבל מהכיוון של שוק ההון. לא זכר שב-15 שנות פעילות של הפורום היו לנו נושא קשור ברצף - ובואו, כנראה שעוד נעסוק בו עוד רבות בפורום, הרבה מעבר לשני המפגשים האלה. אנחנו עומדים בפני רעידת אדמה שכבר החלה אבל היא מתמשכת ומתגברת כך שאנחנו ממש בתחילתה ולא יודעים עדיין מה יקרה בסופה. דבר אחד בטוח - זה לא יישאר מה שהיה. יש כאן מהפכה אמיתית שמאתגרת את האנושות וכנראה לא ראינו כדוגמתה, כך שבאופן טבעי אנחנו עוד לא מודעים לגמרי להשלכות שלה בכל תחום.

ההשפעות על הגופים פיננסיים בטווח הזמן הקצר שכבר מתרחש בפועל הן בעיקר על היעילות התפעולית, אבל כבר בטווח הזמן הבינוני יהיה מדובר בשינוי בתמהיל כוח העבודה - שמשלב עובדים אנושיים עם סוכני AI ושיפור הפיריון במקביל כנראה לרמות שגר גבוהות יותר. אבל זה רק בדרך וטווחי הזמן האלה הולכים ומתקצרים. בטווח הזמן הארוך מדובר כבר בשינוי המודלים

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

מאוד בק אופיס טכני. לא מעט עובדים שמתעסקים בניידים, בקשות של לקוחות, אישורים, כל מיני סריקות ותהליכים תפעוליים אחרים. גם הטיפול בתביעות. אין סיבה שכל זה לא יתייעל - ולמעשה זה כבר קורה בימים אלה.

יש כאן שלל סיכונים התנהגות וסודיות וגם צורך בהסברתיות ושקיפות כך שאני צופה שמנהלי הסיכונים וקציני הציות יהיו מאד מאותגרים - תחשבו אפילו על דברים שלא נהוג לחשוב עליהם, כמו סיכון ההוגנות שלא תהיה אפליה למשל בשירות בין מגזרים שונים. האם נצטרך ללמד גם את הרובוטים להיות "פוליטיקלי קורקט"? האם הרגולציה תיאלץ להתערב בה אם יתגלו מקרים של אפליה לכאורה? יש גם היבטים משפטיים, למרות שלא ניכנס אליהם היום, של אחריות - הרי כולנו יודעים שעם טעות של מכונה שצודקת ב-98 אחוז מהפעמים קשה יותר להתמודד מאשר עם טעות של עובד אנושי שצודק רק ב-90 אחוז... בדיוק כמו המקרה של המוניות האוטומטיות...

גם מבחינת כמות עובדים אני מעריך שאנחנו נראה שינויים דרמטיים. במחקר של מכון טאוב שפורסם לפני שנה על שוק העבודה הישראלי הסקטור הפיננסי נמצא כבעל הפוטנציאל הגדול ביותר להתייעלות תפעולית בישראל - כלומר החלפת עובדים רבים בבניה מלאכותית והגדלת הפרייון לעובדים הקיימים בתפקידים שיוותרו ויעברו טרנספורמציה של שילוב עם הבניה המלאכותית. לא נראה לי שיש מישהו שחושב שהבנקים למשל ימשיכו להעסיק כמות כל כך גדולה של עובדים... אז אם למשל שני הבנקים הגדולים מעסיקים כיום משהו כמו 8000 עד 9000 עובדים אני לוקח סיכון ומעריך שזה ירד בטווח הארוך ואפילו הבינוני בחצי לפחות - וכמובן שיש לזה המון השלכות....

ובכלל כל הקונספט של מתווכים, סוכנים ומפיצים יעבור זעזוע לדעתי בעולם החדש. השאלה עד כמה הוא ימשיך להתקיים - מניח שחלק לפחות מהתיווך יחתך ואלה שיישארו יעברו טרנספורמציה. תחשבו למשל איך יראה התחום של סוכני הביטוח בעתיד - קשה להתעלם מכך שהשיווק הישיר באמצעות ה-AI צפוי להקטין את התלות בסוכן, אבל מצד שני יתכן והתפקיד שלו ישתנה והוא יהיה סוג של זרוע אנושית של חברות הביטוח לטיפול בתביעות, כלומר- תהיה כאן חלוקת עבודה... סוכני ביטוח שיעשו התאמות ייהנו מאפקט ה-AI בעולם התפעול והתביעות וכנראה נראה המשך של קונסולידציה בתחום. בהקשר זה גם ראינו שהפניקס עשתה לאחרונה רכישה של סוכנות ביטוח מבוססת AI והמנכל שלה, אורן

שיאחרו יעמדו בפני שחיקה.

בשנים האחרונות היו לא מעט רפורמות בסקטור הפיננסי - חיבור לתשתיות תשלומים, בנקאות פתוחה, מאגרי נתוני אשראי ועוד - שעד כה לא שינו דרמטית את מצב הדברים בפועל, אבל התחושה שלי היא שיחד עם המהפכה העצומה הזאת - יהיה כאן "גיים ציינג'ר". זה בדיוק מתחבר לתפיסה של הצעירים שחושבים אחרת מאיתנו - הם ממש נולדו לתוך זה ולא מדובר מבחינתם בשינוי. הטעמים שלהם - החיפוש אחר הזול והמהיר ועם פחות רגשי נאמנות ויציבות מאלו שלנו, יובילו להערכתי לשינויים במפת התחרות, במיוחד כשזה בא יחד עם נשמת אפה של המהפכה זאת - הורדת חסמים. תראו למשל מה קורה היום בתחום אפליקציות המסחר וההשקעות עם הצעירים... כלומר, עם הדיסטראפן הטכנולוגי העצום הזה, ה"פריקות" הזאת שדיברנו עליה בלא מעט דיונים שהיו לנו בעבר בפורום על היבטי התחרות - באמת תקרום עור וגידים.

שימו לב, לא מדובר רק על שירות הלקוחות ששם זה בד"כ "רץ" קודם (וראינו את הנתון שבארה"ב כמעט מחצית ממבקשי השירות בבנקים נתקלו בצ'ט-בוט), אלא זה נוגע לכל הפעילויות לרבות תמחור וחיתום אשראי וביטוח, ניהול תיקי השקעות, שיווק שמותאם להתנהגות הלקוח... כלומר התהליכים של הבק-אופיס שיכולים גם לייצר יתרון תחרותי משמעותי מעבר רק ליעילות.

תחשבו על בניה וניהול מדויקים של תיקי השקעות בהתאמה אישית עם הוזלה משמעותית של העלויות והורדה דרמטית של רף הכניסה דה פקטו לשימוש בשירותי יועץ. זה ממש שינוי מפת התחרות. תחשבו גם שכל בנק או גוף השקעות יצטרך לייצר ערך מוסף כדי לשמר את הבידול שלו והיתרון שלו מול המתחרים. אם אנחנו מסתכלים על תחום האשראי בבנקים שיש בו מרכיב דומיננטי של ניתוח וניהול סיכונים, אז הבניה המלאכותית יכולה להוביל בקלות לרמות דיוק ויכולות עיבוד גבוהות יותר מהאנושיות. רק תחשבו איזה שינוי דרמטי זה גם מבחינת שיפור החיתום וגם מבחינת החסכון בכוח אדם.

שימו לב שבביטוח זה מורכב ורגיש יותר כי זה מתחבר לאנשים - בין אם מדובר בבניית מודלים אקטואריים המתעדכנים בזמן אמת ובין אם מדובר ביכולת חיתום פרטנית המבוססת על מקורות מידע אלטרנטיביים וכל הרגישויות הנגזרות מכך... זה הרי ברור שכל שהרגולציה של החיתום הביטוחי יורדת התמחור הכלכלי הופך להיות מדויק וכלכלי יותר לכל מבטח. אבל גם בביטוח, יש הרבה

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

פוזיטיבית. כלכלה פוזיטיבית היא טכניקת חשיבה שבה באופן
תיאורטי נגזרת היפותזה ממודל התנהגות של אנשים, שאחרי
פיתוחה התיאורטי היא נבחנת בשטח. האם היא מנבאת במבחן
רובסטי התנהגות של האנשים ורק כשמקבל אישור אמפירי,
ואישור אולי גם מחוקרים אחרים, היא מצטרפת למסה הזאת של
מתודולוגיה מחקרית. כלומר, קודם כל דיון תיאורטי, שגוזר היפותזה,
אחרי זה הבחינה האמפירית, ורק אחרי זה הצטרפות למדע.
ב-AI מתחילים בנתונים וגוזרים כללי התנהגות מתוך התנהגות
הנתונים. כלומר, אפשר להגיע באמת לאבסורדים, מתוך הנתונים
שהם הבסיס. המודל הזה לא יכול להתייחס למשל למרכז תורת
המימון שהוא, קשר בין תשואה וסיכון, דיון עומק על סיכון שיטתי,
מזכיר לכם דברים שלמדנו, אולי לחלק מהוויכוחים בתורת
המימון. כאן מתוך הדטא גוזרים כללי התנהגות. עכשיו, להתחיל
מתוך הדטא ולגזור כלי התנהגות, קראנו לאלה שעוסקים בזה
בשם המעליב צ'רטיסטים. אלה שהיו מסתכלים על הצ'ארט,
ומנבאים מה יקרה לשוק ההון מתוך הצ'ארט. אנחנו פסלנו אותם
כבר במבחן החלש להזכירכם, מבחן הכי חלש ליעילות שוק ההון,
שאנחנו עוברים בקלות, אנחנו מוחקים אותם. אני פותח היום את
העיתון כלכליסט, מאמר של הכלכלן הראשי של מיטב. הוא בא
ואומר לנו, אם אני קורא נכון, "ההיסטוריה באופן מובהק, לא מנבאת
הצלחה למניות בוול סטריט בשנה הקרובה... כי אם שלוש שנים זה
עלה ב- 60%, אז בשנה הבאה זה במינוס 2%". זאת אומרת, ברור,
זה AI, זה מודל AI, מה שהוא משתמש. אני מניח שהוא הפעיל מודל
AI. מודל AI אמר לו, אם שלוש שנים זה עולה ב-X, בשנה הרביעית
זה Y. צ'ארטריסט.

שלומי שוב

אמיר, נראה לי שאתה קצת מזלזל ב-AI ...

אמיר ברנע

אני שואל את עצמי את השאלה הפשוטה הבאה, אם אדם מבקש
אשראי מהבנק, ונניח ששם המשפחה שלו מתחיל באות ב', ואם
יתברר שיש שכוחות גבוהה לאנשים באות ב' שלא החזירו אשראי
והבקשה נפסלת, איך הוא יסביר לי במסגרת ההסברתיות שאתה
כותב עליה, איך יסבירו למה הוא לא יכול לקבל אשראי כי במקרה

כהן, נמצא כאן איתנו ותכף נשמע ממנו.
כשמסתכלים על זה בראייה אסטרטגית כוללת של הטווח הארוך
כמו שאמרתי, אז הבינה המלאכותית יוצרת הזדמנות תחרותית
אדירה לגופים קטנים - פינטקים יכולים להיכנס בצורה אגרסיבית
לנקודת רווח ספציפית. אפרופו מה שאמרתי מקודם על נושא
הפריקות של שרשרת הערך, שהרי לכאורה התשתית הרגולטורית
לכך כבר הוסדרה. זה יגרום ללחץ על מחירים ומרווחים והנקודה
המרכזית היא שאנחנו נכנסים לעולם שבו השוואת המחירים
והמעבר בין גופים נעשים קלים יותר ויותר. כלומר, היתרון התחרותי
ייגזר פחות מגודל ונאמנות ללקוחות ויותר מהיכולת להתייעל מהר,
לשלוט בחוויית הלקוח ולהציע ערך מוסף. תראו למשל את המקרה
של Revolut שבהחלט מסמנת דיסטראפשיין פוטנציאלי.
מצד שני יש אפקטים מקזזים לכאורה - לגופים הגדולים יש יתרון
ביציבות ובשמרנות שלהם - מבחינת רמת אמינות ואיכות השירות
וכמובן באלמנטים של סודיות ואבטחת מידע. אבל מה שכן לא
בטוח כמה האפקט המקזז הזה אפקטיבי כאשר מדובר בצעירים..
מה שבכל זאת יהיה יתרון משמעותי לגופים הגדולים הוא כמובן
המידע שלהם על הלקוחות ודפוסי ההתנהגות שלהם - אם זה
דפוס הפעילות בעו"ש בבנקים או בביטוחיים בחברות הביטוח.
נמצאים איתנו היום כל הגורמים הרלבנטיים - הרגולטורים הפיננסיים
והגופים עצמם - ולהערכתי הולך להיות לנו אחד הדיונים החשובים
שהיו לנו בראיה עתידית. רק לפני שנמשיך אציין שבמסגרת
מכון הפניקס לחקר שוק ההון שתחתיו נמצא כיום פורום שווי
הוגן, הקמנו לאחרונה מרכז מצוינות ל-AI בפיננסים ויש לנו שם
שיתוף פעולה חזק עם בית הספר למדעי המחשב וכיתות הדאטה
האחרות באוניברסיטה, כולל סגל וכולל סטודנטים מצטיינים
בתארים השניים, והתחלנו כבר מספר פרויקטים משותפים של
מרכז המצוינות עם גופים פיננסיים שונים בדיוק על הדברים האלה.
ואם יש גופים נוספים שנמצאים כאן ועדיין לא הצטרפו אז נשמח.

אמיר ברנע

רק כמה הערות קצרות לפני שהדיון יעבור לרגולטורים ולמומחי AI
בסקטור הפיננסי. אני קצת פחות מתלהב משלומי לגבי ההפיכה
שבדרך. כנראה שהסיבה היא הפרש הגילים בינינו, ואולי גם על
איזשהו פער מתודולוגי.
למדתי לפני שנים, וגם לימדתי לפני שנים, את מה שקוראים כלכלה

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

זאת. האם הסחירות לא תיפגע? הרי השימוש של מודל ה-AI הוא סטנדרטי? או לחילופין לכל אחד יהיה סט נתונים אחר שממנו יבנה המודל? האם נשים את מבטחנו בריבוי חברות AI, כמו ChatGPT ואחרים, Gemini וכו', האם פה נוצר הפער? האם לא תיפגע הסחירות? כאשר המודלים הופכים להיות סטנדרטים. זו שאלה שאנחנו שואלים ואין לנו תשובה.

אשאל שלוש שאלות ואסיים. שאלה ראשונה, מודל AI אחד או ריבוי מודלים שמבוססים על ריבויים של סט נתונים, כל אחד עם סט נתונים אחר. זה מה שהולך להיות בעתיד? או יהיה סט נתונים גלובלי שתהיה גישה אליו, בתוקף הרגולציה או אחרת, ואז הסטנדרטיזציה של ההחלטה?

אני שואל, מודל AI עובד עם המגבלות ששלומי הזכיר, מה שאתה מכנה פוליטי קורקט, האם עצם הכנסת מגבלות למודל AI לא פוגעת בכל האופטימיזציה שלו? נניח צבע עור, מין, ג'נדר כמגבלות.

אסור לך להפלות על בסיס כזה או אחר, מה זה עושה למודל? שאלה שלישית, האם הרגולציה מעורבת במודל עצמו או רק בשאלת ההסברות? האם היא נכנסת למודל עצמו? ואתה אומר לי שהגישה בארץ, בהבחנה מהגישה האירופאית, אם הבנתי נכון, היא בעצם אתה ממשיך לפעול, ואתה לא נכנס למודל עצמו, אלא רק דן בתוצאות שלו במקרים הפרטניים.

שלומי שוב

תכף נשמע את הרגולטורים בזה

אמיר ברנע

חברים, מצפה לדיון מעניין.

שלומי שוב

רגע לפני שאנחנו שומעים את הרגולטורים, אני רוצה שנשמע את דני ימין יו"ר בנק דיסקונט. דני, לך יש זווית מאוד ייחודית ומעניינת, כי אתה איש טכנולוגיה ובין היתר היית בעבר מנכ"ל מייקרוסופט וכעת יו"ר של גוף פיננסי גדול. החיבור הזה מאד מעניין ונשמח לשמוע איך אתה רואה את הדברים.

השם מתחיל באות ב'.

זאת אומרת, אין כאן איזה תיאוריה, למה אדם כמו שאמרתי ששמו מתחיל בב', הוא כאילו נחות יותר, מבחינת יכולת ההחזר שלו. החסר בתיאוריה, בעיניי אולי בגלל הוויכוחות, הוא בעייתי. לדעתי זה לא נושא שולי כי אני מתייחס למה ששלומי דיבר על הטווח הארוך, ש-AI הוא מחליט וההחלטה מתבססת רק על דאטה ללא תיאוריה. כלומר, אין ויכוח בינינו ש-AI יוצר התייעלות, אין ויכוח בינינו שהוא מכשיר עזר להחלטות, בעיקר ברמה הטכנית. אין ספק ש-AI מסייע לנו ועוזר לנו בהחלטות. אבל השאלה האם הוא מחליף אותנו בהחלטות. לא בטוח הרחוק, כבר עכשיו, AI מחליט לגבי איומים אולי יותר קטנים, וזה רק ההתחלה, אתה אומר, נדבר על מהפכה ההחלטות הן היעד.

למשל בחומר הרקע יש שלוש החלטות, יש החלטת השקעה, החלטת אשראי והחלטת ביטוח. אני שואל את השאלה, איך מערכת AI תעזור בהחלטת השקעה בשוק ההון. האם, אתה אומר הדור הצעיר, האם מערכת AI תבוא ותגיד לאדם במה להשקיע? ואיך לפעול? אני לא אומר התאמת התיק לצרכים של הלקוח, נניח. כאן מדובר על בחירה סלקטיבית. האם הוא הולך להגיד לנו, מניה א' כן, מניה ג' לא?

שלומי שוב

יועץ השקעות גם לא אומר את זה.

אמיר ברנע

קרן נאמנות שאני משקיע בה?

שלומי שוב

זה משהו אחר. קרן נאמנות, אתה משקיע בקרן נאמנות, היא משקיעה עבורך. יועץ השקעות הוא נותן לך את כל הכלים כדי שתקבל את ההחלטה, ההחלטה נשארת אצלך.

אמיר ברנע

תראו, זה שהעלויות תרדנה אני מקבל, ואתה שלומי הדגשת

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

דני ימין

עם זה? אני לא יודע להגיד. מה בכלל תהיה התוצאה הסופית של
הסינתזה הזו בינינו לבינם? אני לא יודע. אני כן יודע דבר אחד, אנחנו
נהיה מוקפים במיליארדי ישויות עם אינטליגנציה, הרבה פעמים,
יותר גבוהה משלנו, ואנחנו נצטרך לדעת להסתדר איתם.
זה יוביל להרבה שאלות מוסריות, ביולוגיות, פילוסופיות, כמו
למשל האם לישויות האלה יש זכות בחירה? כיצד הם מתרבים? מה
מערכת יחסי הגומלין בינינו לבינם? וכו'.
זו מחשבה שלא מובילה כמובן את היום יום שלי, כי היום יום שלי הוא
הרבה יותר פרקטי ומעשי, אבל אני חושב שכשדנים בהסתכלות
כזו, וקראתי גם את הדו"ח שצורף, אני חושב שחשוב להסתכל על
שני מימדים האלה, המימד האחד הפרקטי, המעשי, מה שאני יכול
לומר, המהפכה התעשייתית, והמימד של המדע בדיוני, אבל הוא
כבר לא כל כך מדע בדיוני. הוא קרוב, הוא יגיע. אם זה יהיה עוד 10
שנים, 20 שנה, 30 שנה, אני יודע. אם הוא לא יגיע אחרי כולנו, זאת
אומרת, בימי חיינו נראה את זה. זהו, זה מה שרציתי לחלוק. אני
רוצה שוב להודות לשלומי.

אמיר ברנע

אבל, סליחה. אתה יושב ראש של בנק, נכון?

דני ימין

אני יושב ראש של בנק.

אמיר ברנע

איך אתה רואה, בתקופה הנראית לעין, את השילוב של AI במסגרת
הממשק בין הבנק ללקוח?

דני ימין

אנחנו מטמיעים AI בתהליכים תפעוליים רבים, כמו למשל שירות
לקוחות או דברים מהסוג הזה. אנחנו גם מנסים להאגיש בא' את
ה-AI, דרך אגב, היה לא מזמן מאמר בניו יורק טיימס שאמר על
בסיס מחקר כלשהו שזו טעות להאגיש בא' את ה-AI, ודווקא להפך.
כלומר, לתת לו את הזהות ה-AI שלו. זאת אומרת, אם אנחנו

פעם ראשונה שאני פה, אז אני רוצה להודות לשלומי, לא הכרתי את
הפורום. אז באמת מרשים מאוד. ראיתי את הקמפוס הבוקר וליבי
התרחב מהקמפוס היפהפה הזה.
אני מסתכל על הנושא של AI בשני מימדים, יש את המימד שאני
חושב שכולנו מכירים אותו, שהוא גם בטווח הקצר והבינוני המימד
שקוראים לו המהפכה התעשייתית. האנלוגיה הזו שהמנועים
החליפו סוסים, מכונות ורכבות החליפו כרכרות וכן הלאה, ובעקבות
זה העולם די השתנה. ואכן, האנלוגיה הזו היא נכונה, בבנקים כמו
שהוזכר לוקחים תהליכים תפעוליים ומשתמשים בAI לשנות
אותם, ולוקחים תהליכי קבלת החלטות כמו איך לתת אשראי, או
למי לתת אשראי, או מודלים של חיתום, ומנסים להטמיע AI. ויש גם
דוגמאות מעולמות אחרים, עם צילומים של ST^o MRI, במקום שיש
איזה מקצוע שנקרא רדיולוג. שאני סיימתי את הלימודים ועבדתי
בחברה בשם 'אלסינט', ואז מקצוע רדיולוג זה היה הדבר הכי חשוב
שיש, אותו אדם שפענחו את הצילומים, אז המקצוע הזה ילך ויעלם
כי ה-AI יודע לפענח את הצילומים יותר טוב ולהגיד אם יש גידול
או אין גידול.

אז יש את המימד הזה, של המהפכה התעשייתית כולנו מנסים
בכלים שאנחנו מכירים, ללמוד את הטכנולוגיות החדשות ולהטמיע
אותן כל אחד בארגון שלו. אני רוצה להציע מימד נוסף, מימד אחר,
שהוא גם לטווח היותר ארוך שלדעתי עוד אין לנו את הטרמינולוגיה
והכלים להתמודד איתו. ואני קורא לזה גילוי של ציוויליזציה חדשה
במאדים.

האנושות מחפשת הרבה זמן ציוויליזציה בכוכב אחר, ותארו לכם
שהתעוררנו בבוקר וגילינו ציוויליזציה חדשה במאדים. יש שם
מיליארדים של גמדים קטנים, ולא גמדים, בצבע מסוים, שנראים
בצורה מסוימת, ויש להם סוג של אינטליגנציה, בחלק מהמקרים
יותר גבוהה משלנו, בחלק מהמקרים אולי פחותה. יש להם סוג
של רגש, יש להם סוג של קשרי גומלין בינם לבין עצמם, יש להם
אורח חיים כזה או אחר. יש ציוויליזציה חדשה במאדים, ואנחנו גילינו
אותה. ועכשיו נשאל השאלה מה עושים? אני לא חושב שיש בחברה
האנושית יכולת לדמות דבר כזה, חוץ מאשר בספרי מדע בדיוני.

ואני חושב שלא ירחק היום, וה-AI יהיה בעצם כמו ציוויליזציה חדשה
רק שהיא לא תהיה במאדים אלא פה. עכשיו, מה יהיה האתגר
המרכזי שלנו כאנושות סביב זה? אני לא יודע להגיד. איך נתמודד

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

אמיר וסרמן

שמי אמיר וסרמן, אני היועץ המשפטי של רשות ניירות ערך ועמדת יחד עם שרית פלבר ממשרד המשפטים בראש הצוות הבין משרדי לבניה מלאכותית פיננסים. רציתי בפתח הדברים להודות לשלומי, על היוזמה לזמן את הפורום בנושא חשוב זה, וגם על ההכנה היסודית למפגש. בזכותה אנו מרוויחים עוד אפילו לפני שהמפגש מתחיל, ובוודאי שנלמד גם ממנו.

בצוות היו חברים משרדי המשפטים והאוצר, שלושת הרגולטורים הפיננסיים ורשות התחרות, במטרה להציג ראייה רחבה ואחידה. נסקור בכמה שקפים בודדים כמה מתכני הדוח שפרסמנו לאחרונה בדוח ניסיונו להתמודד עם היבטים רבים שקשורים לכניסת בינה מלאכותית לסקטור הפיננסי. הדילמה בעיסוק בנושא נובעת מכך שמצד אחד יש מגוון רחב מאוד של שימושים אפשריים לבניה מלאכותית, וגם ההשפעה הפוטנציאלית של הטכנולוגיה היא גדולה מאוד. מצד שני, בשלב הזה, השילוב של הטכנולוגיה בפועל, נעשה בקצב איטי ומבוקר. זה מאפיין גם גופים פיננסיים בחו"ל - אפשר לראות שהטמעת הטכנולוגיה היא איטית יחסית - יש עניין רב מאוד, השקעה של תשומות לא קטנות, אבל היישומים בפועל עדיין אינם רבים. קושי נוסף בעיסוק בנושא הוא שהטכנולוגיה עצמה מתפתחת מאוד מהר. הצוות שלנו התחיל לפעול זמן לא רב אחרי ההשקה של ChatGPT, אשר שינה את התפישה בדבר יכולותיה של הבינה המלאכותית והתחיל בעקבותיו שיח נרחב בנושא מודלים של LLM. בשנה האחרונה יש כבר עיסוק ב-Agents. כלומר, בפרק זמן קצר יחסית יש התפתחות של המודלים, של הטכנולוגיה, וכרגולטורים הנדרשים לעצב מדיניות, מדובר באתגר מורכב. לכן ראינו בדוח נקודת פתיחה לעיסוק בנושא, והוא כולל המלצות שאפשר ליישם מיידית, אבל גם לא מעט המלצות שקוראות להמשיך לבחון את המצב ולעקוב אחר התפתחויות.

מה כולל הדו"ח? הדוח נפתח בסקירה של ההתפתחויות הרגולטוריות בעולם ובישראל. הסקירה עוסקת ברגולציה על בינה מלאכותית באופן כללי, ואחר כך ממשיכה לרגולציה על בינה מלאכותית בסקטור הפיננסי. עבודת הצוות התחילה אחרי שהתפרסם מסמך מדיניות של המדינה, שקבע כי בשלב הנוכחי לא תהיה רגולציה רוחבית על בינה מלאכותית. כלומר, התחלנו מנקודת מוצא לפיה הרגולציה בישראל תהיה ענפית, ובכל תחום שקיים בו פיקוח, הרגולטורים יתמודדו עם הסוגיה של בינה

לסוכנת AI שלנו, של הצ'אטבוט קוראים עדי, לא בטוח שזה הרעיון הכי נכון לנסות לתת לה פנים אנושיות. אבל זו דוגמה למה שאנחנו עושים.

אני אציין עוד תופעה מעניינת שקורית לפחות אצלנו, אני מסתכל על כל הפרויקטים של ה-AI שאנחנו עושים. להערכתי, ואני מאוד מעורב בזה גם באופן אישי, בערך 50 אחוז צומחים מלמטה. זאת אומרת, בשונה מזה שהדברים היו קורים מלמעלה, ופרויקטים ומגדירים וכו', אתה רואה דברים שקורים מלמטה, על ידי אנשים שבאמת לא חשבת שהם יבואו עם הדברים האלה. זה מסיבה נורא פשוטה כנראה, כי כולנו משתמשים היום ב-AI לצרכים אישיים רבים, בונים מסלול של טיול, שואלים אותו שאלות לגבי בריאות וכולי.

אנחנו רואה בהחלט שימוש הולך וגובר ונכנסת שפה, נקרא לזה שפה AIית לארגון. פשוט שפה AIית לארגון. הרבה מדברים על זה ש-AI ייתר תפקידים בארגון, בהחלט יכול להיות, אבל עבורנו זה לא לב העניין וזה אפילו מרדד את הדיון, זה יהיה אולי נגזרת, תהיה תוצאה, אבל זה לא מטרה, אם למשל אנחנו מסתכלים על מודלים של נגיד לצורך העניין של תמחור פקדונות או מודלים של אשראי, המטרה שלנו לעשות את זה הרבה הרבה יותר מדויק, הרבה יותר נכון, הרבה יותר מתאים, הרבה יותר אפקטיבי באמצעות AI.

אמיר ברנע

אי אפשר לרמות את השיטה הזאת? הלקוח עצמו שידע שזה מהלך קבלת ההחלטות.

דני ימין

הלקוח ידע שזה AI כמו שהוא יודע היום שמי שמטיס את המטוס זה המחשב ולא הטייס. פסיכולוגיה הוא יודע שיש טייס בתא וזה חשוב אבל המטוס טס אוטומטית, והלקוחות ידעו את זה, וישלימו עם זה, ואני אומר שוב, הם ידעו שזה AI, ובהרבה פעמים זה ייתן להם יותר ביטחון.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את הרגולטורים.

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

גישה של ניטרליות טכנולוגית לפיה בינה מלאכותית בפני עצמה לא מחייבת בהכרח שינוי רגולטורי אלא צריך לבדוק את ההשלכות שלה על השירות או המוצר הפיננסי, ולתת מענה בהתאם לבעיות שמתעוררות. דגש נוסף בעקרונות שהצגנו הוא נקיטה בגישה מבוססת סיכונים, שמתמקדת בעיקר במערכות בעלות סיכון גבוה. בדוח הסברנו גם איך לאמוד את הסיכון - הוא כולל הן סיכון ללקוחות או למשקיעים, הן סיכונים לגוף הפיננסי עצמו, וצריך להביא בחשבון את שני הממדים. כאשר גוף פיננסי מאמץ מערכת של בינה מלאכותית, עליו לאמוד את הסיכון הגלום בה, ולהפעיל כלים משמעותיים יותר אם מדובר במערכת בסיכון גבוה. אעביר כעת לשרית שתציג שתי סוגיות שדנו בהן בדוח.

שרית פלבר

שלום אמיר, שלום לכולם, תודה על ההזמנה. כפי שאמיר אמר, זה דו"ח ארוך. אנחנו קראנו אותו וקראנו לפני שפרסמנו אותו, ומאיר שיושב כאן לשמאלי, אמר לי שרית, הפרק שתעשי לו הגנה הכי טובה זה פרק התודות.

בשולחן נמצאים הרבה מאוד אנשים שתרמו לדו"ח, תרמו להקמת הצוות אז זו הזדמנות להגיד באמת תודה גדולה למי שדחף אותנו לצוות, לחברים לצוות, אז תודה גדולה. כנראה שלא לקחתי את העצה של מאיר ולא חשבתי על זה מראש, אז אני מתנצלת אם שכחתי משהו, אבל זו הזדמנות טובה. לומר תודה רבה על התקופה וגם על התרומה הזאת. אז כמו שדובר כאן כבר בהצגה של הדברים, אחת הסוגיות המרכזיות שמתעוררות כמין כזה שמש אסוציאציות שחושבים על בינה מלאכותית זו הקופסה השחורה. ואומנם שלומי אמר לי לא להיות משפטנית מדי, אבל אני משפטנית, ואין דבר שמפחיד יותר משפטנים מהקופסה השחורה הזאת. לא לדעת למה המערכת קיבלה את ההחלטה שלה. תחשבו כמה המערכות הרגולציה שלנו בנויות סביב היכולת להסביר פעולה או החלטה. אם יש טענות להטיה זה עובר דרך ההסבריות. לראות אם המערכת מגיעה לתוצאות שהגוף רצה עבורה, זה עובר דרך ההסבריות.

מצד אחד היה לנו את המשקולת הזו שההסבריות היא כלי להגשמת הרבה אינטרסים משפטיים. מצד שני, אי אפשר להתעלם מהמציאות ש מבחינה טכנולוגית ההסבריות לא שם. היא כנראה מתקדמת, אנחנו יודעים יותר דברים ממה שידענו בעבר.

מלאכותית. זו גישה שונה מהגישה האירופאית, והיא דומה יותר לגישה האמריקאית והבריטית. בשלב הראשון, ניסינו להסביר מהם העקרונות הראויים לדעתנו להתמודדות עם בינה מלאכותית, ועסקנו גם בשאלת הגדרת בינה מלאכותית. מדובר בעניין חמקמק ומורכב, והצענו הגדרה לצרכים של אסדרה פיננסית.

הפרק הבא בדוח עוסק בדיון והמלצות לגבי סוגיות רוחב של הסבריות, מעורבות אנושית, אחריות, ועוד. אלה בעצם סוגיות שיעסיקו כל גוף פיננסי השוקל להטמיע מערכת בינה מלאכותית, וכפועל יוצא מכך יעסיקו גם את הרגולטורים. אפשר כבר לתרגם את ההמלצות בעניינים אלה לחיי המעשה. למשל, גוף ששוקל להכניס מערכת בינה מלאכותית ישאל את עצמו - האם אני יכול לעבוד עם מערכת שאין בה הסבריות? באיזה אופן? האם נדרשת מעורבות אנושית? על מי חלה האחריות? הדוח מבקש לענות על שאלות אלה ולספק הכוונה לגופים ולרגולטורים.

החלק הבא עוסק בהשפעות שיכולות להיות לבינה מלאכותית על השוק בכללותו, בהיבטים כמו תחרות, יציבות פיננסית, והשפעות דיסאינפורמציה. אחר כך דנו בשלושה ענפי פעילות ספציפיים שהצוות התבקש לבחון אותם, תוך דיון בהשפעות האפשריות של בינה מלאכותית, הרגולציה הקיימת ושינויים שנחוצים בה. הדוח מסתיים בפרק שעוסק בצד המדינה - מה צריכה המדינה לעשות כדי לעודד כניסה של הטכנולוגיה, כיצד יכולים הרגולטורים עצמם להיעזר בטכנולוגיית AI, למשל לצרכים של פיקוח.

הגישה הכללית שהצגנו בדוח היא שיש מקום לעודד כניסה של בינה מלאכותית, ואפשר וצריך להתמודד עם הסיכונים הגלומים בה. הבינה המלאכותית מעוררת הרבה חששות ושאלות, למעשה רוב הדוח שלנו עוסק בסיכונים האלה, אבל תחום הפיננסים נתון לפיקוח הדוק יחסית. הרגולציה בתחום הבינה המלאכותית היא המפתח להתמודד עם הסיכונים. בהשוואה לתחומים אחרים, כמו תחומי היצירה או תחומים אחרים בהם אין פיקוח, יש בידינו כלים רגולטוריים שמאפשרים להסדיר את השוק ולווסת אותו, לראות שהוא מתנהל באופן נכון, תוך הגנת האינטרס הציבורי. בגלל מערכת הכללים הרגולטורית, שאפשר לערוך בה את ההתאמות הנדרשות, הרגשנו שאנחנו על קרקע בטוחה יחסית להגיד "כן" בשאלה אם צריך לחתור לאימוץ הטכנולוגיה. אנו סבורים שצריך לעודד אימוץ של בינה מלאכותית בסקטור הפיננסי, ובין העקרונות שהצגנו, דיברנו על חשיבות התאמת האסדרה למקובל בעולם, על

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

לעשות את זה. וגם שאולי הפרט יוכל לשנות את ההתנהגות שלו לעתיד. תחשבו בהחלטות אשראי, אם הפרט יודע מה הייתה הסיבה שלא קיבל אשראי, הוא יוכל לקחת את זה לתשומת ליבו ולשנות את ההתנהגות שלו באופן שישיע על החלטות עתידיות. בהחלטות מהסוג הזה, בהחלטות שמהותיות לפרט, נראה שיש משמעות להסברות פרטניות.

דבר אחרון, וכמובן, מה החלק של הבינה מלאכותית בקבלת ההחלטה. אם בסוף יש אדם שמקבל את ההחלטה, אם היא נמצאת ב-back office, אז לא משנה מה האיזון שקיים היום, ולכן גם לא נדרשת איזושהי מערכת עם יכולת הסברות. עוד דבר שאמרנו, שאם יש היום שני שירותים, יש לי שירות אנושי ושירות בינה מלאכותית. אמר שלומי שזה עניין דורי. בשבוע שעבר הרציתי באוניברסיטה ואמרתי את זה, הסטודנטים הסתכלו עליי, שבועדיא שהם יעדיפו שמערכת בינה מלאכותית תקבל החלטה בעניינם.

בכל אופן, עד שייסגר הפער הדורי, כשיש מערכת בינה מלאכותית ולצידה חלופת שירות אנושית שניתנת באותם תנאים, יכול להיות שאני יכולה לקחת מערכת שאין בה הסברות, כי הפרט יכול לבחור בין שני השירותים. ובנוסף, אמרנו שגם אם מכניסים מערכת בינה מלאכותית בלי הסברות, אפשר לפצות על זה בכל מיני חלופות אחרות.

כמו מעורבות אנושית יותר אדוקה, בקרה על התוצאות. זו הייתה הדרך שלנו, להתמודד עם הסוגיה הרגישה הזאת. ניסינו גם להניח בתפקיד איך חושבים על הסוגיה הזאת, ולא רק לקפוץ להמלצות, בגלל זה הוא כזה ארוך. אבל גם אם לא מסכימים, אני חושבת שהוא מניח את התשתית שמאפשרת את החשיבה על הסוגיה הזאת. אני גם אגע בקצרה גם כן על סוגיית האחריות.

למשפטים אנחנו לא עסקנו בדו"ח באחריות נזיקית, עסקנו יותר בשאלה מי הגורם שאחראי לעמוד בכללי הרגולציה.

דובר כאן על החוק האירופאי, החוק האירופאי ממש פיצל את שרשרת השחקנים הרלוונטיים בפיתוח ושימוש במערכות בינה מלאכותית וחילק את האחריות הזו. אנחנו חשבנו שעוד לא בשלה העת להגיע למצב הזה, ושהבינה המלאכותית באופן שהיא משתלבת היום, לא אמורה לשנות כלל מאוד בסיסי.

כשהגוף הפיננסי, גם אם הוא עושה מיקור חוץ וגם אם הוא משתמש במערכות של גורם חיצוני, נותר אחראי כלפי הלקוח, וזה כלל שצריך לשמר. קיבלנו על זה קצת הערות ציבור.

בין היתר היכולת של משתמש הקצה אולי להתעלם מאזהרות

אבל כמערכת סטטיסטית שעובדת על נתונים כל כך רבים, יהיה מאוד קשה לזקק מדוע המערכת קיבלה את ההחלטה שהיא קיבלה. אני חושבת שניסינו להלך בין הטיפות, כלומר לאזן בשני הדברים, מצד אחד הצורך בהסברות ומצד שני להתחשב בקושי הטכנולוגי. יש על זה הרבה אמירות, למשל ב-gdpr, שיש שם איזושהי זכות להסברות, שהיא יכולה להוות חסם מאוד משמעותי לשילוב של בינה מלאכותית בכל מיני דברים שאולי היינו רוצים שיהיה בהם בינה מלאכותית. אז זה רק כדי לספר על מערכת השיקולים והאיזונים שמיפנו ושהנחנו אותנו. זה פרק, שהיה אחד הכי סוערים בדינוי הצוות, בניסיון להגיע להסכמות מאוזנות. אני מקווה שגם הצלחנו.

אני קצת אפרט על ההמלצות ועל השיקולים. קודם כל בספרות וברגולציה יש הרבה מונחים שמתחלפים, יש שקיפות, ויש הסברות, ויש אינטרפריטיות, ואנחנו ניסינו רגע לשים בצד את כל המונחים שהנחיתו עלינו, ולחשוב איך אנחנו מתייחסים לזה מהותית. והתוצאה הייתה, אני מקווה שהיא מספיק ברורה, הפרדנו בין הסברות כלליות, שהיא יותר נוגעת לאופן פעילות המערכת, היא דומה יותר לשקיפות אם תרצו, לבין הסברות פרטניות, שזו הסברות ביחס להחלטה ספציפית - למה ההחלטה התקבלה, איך היא התקבלה, ומה השיקולים שהנחנו כאלה ומה היו השיקולים המרכזיים. הסברות פרטניות היא כמובן הגולדן סטנדרט שקשה להגיע אליו, ולכן לא רצינו ללכת לתוצאה שאומרת חייבים הסברות פרטניות בכל מקרה ומקרה. רצינו לייחד את ההסברות הפרטניות הזאת למקרים שבאמת היא נדרשת בגלל היותה חסם. כלל אצבע הראשון שהצבנו לעצמנו, הוא מה הדין הקיים אומר. אם בדין הקיים יש לפרט זכות לקבל הסבר פרטני, אז זה משהו אחד. אם אין היום חובה לקבל הסבר פרטני, קשה היה לנו להצדיק למה בינה מלאכותית משנה מהאיזון הזה. כלומר אם היום אין בדין הסבר, חובה לתת הסבר להחלטת אשראי. עלינו לשאול

האם כניסתה של בינה מלאכותית משנה מהאיזון הזה? אז כלל אצבע ראשון שקבענו, הוא איפה שלא נדרש היום בדין, בינה מלאכותית לא אמורה לשנות. כל רגולטור לשקול את הנסיבות כן, אבל לא כאיזושהי כלל חוצה.

איפה שאנחנו גם שצריכה הסברות פרטניות, זה בהתאם למהותיות ההחלטה. למה אנחנו רוצים בעצם הסברות פרטניות? כדי שהפרט יוכל להשיג על ההחלטה, להגיד רגע, טעיתם בענייני, לא נתתם משקל לאיזושהי שיקול מסוים. בלי הסבר הוא לא יוכל

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

הדבר הזה עמימות. איך עכשיו תתקבל החלטה בעצם? כי הקופסה השחורה בעצם, הבינה המלאכותית נותנת לנו את התשובה. או את המלצה או את הכיוון, אבל אנחנו לא יודעים בדיוק איזה מהנתונים שהוזנו אליה השתמשה, מה היה הנתון שיותר השפיע, מה היה פה יותר חשוב. זה מכניס איזושהי עמימות בתוך תהליך קבלת ההחלטות. ועמימות בדורות מסוימות יכולה גם להגיע ממש לאיבוד שליטה. וזה משהו שאנחנו כרגולטור כמובן לא יכולים לאפשר אותו. אנחנו חושבים שהדבר הזה עדיין לא פתיר עד הסוף, זה משהו שצריך להיות פתיר, צריך לטפל בו כדי שבאמת יהיה אפשר לאמץ את הבינה המלאכותית. אז איזה כלים בכל זאת יש כדי להתמודד עם הבינה המלאכותית, כדי להכניס אותה לשימוש בטוח, נכון, ואפילו יעיל יותר. אז יש הרבה מאוד כלים, אני ככה בקוצר הזמן אני אדבר על שתיים שלוש נקודות.

קודם כל חיזוק היכולת טכנולוגית. גופים פיננסיים הם הגופים שמתבססים על משאבי אנוש, על כוח

אדם. עכשיו יש לנו פה גורם חדש, טכנולוגיה, שהיא הולכת ונכנסת לכל סוגי התהליכים. צריך להקדיש לו את המשאבים הדרושים כדי שגם היא תעבוד כמו שצריך בשבילנו, כדי שתהיה יעילה. זה משהו שדורש השקעת משאבים. אז זה העניין של חיזוק היכולת טכנולוגית, זו הנקודה הראשונה. דבר נוסף זה עדכון תהליכי העבודה. יש לנו פה בעצם מנהלת מחלקה שקיבלה עובדת חדשה, בינה מלאכותית. מה היא תעשה עם התוצרים של אותה עובדת חדשה? היא צריכה לדעת להשתמש בהם בתוך תהליכי העבודה הקיימים.

אם היא צריכה להוסיף להם משהו, להוסיף להם מידע, לעבד אותם בצורה מסוימת לפני שהם משתמשת בהם. איך היא יודעת לבקר אותם, איך היא יודעת מה רמת הדיוק שלו, שהעובדת הזאת נתנה לה.

איך היא נותנת לה משוב? כל הדברים האלה, אם אנחנו נדע לפתור אותם, בעזרת כל הכלים שיש, נדע לפתור את הדברים האלה וזו יכולה להיות תחילת הדרך לפתור את הסוגיה הזאת של הקופסה השחורה.

אמיר ברנע

מה את מתכוונת איזה מודל זה?

ביחס לשימוש במערכת או להתעלם מדיסקליימרים מסוימים, מחייב אולי כן לחלק את האחריות באופן שונה בין המוסד הפיננסי לבין הפרט. אנחנו מסכימים שיכולים להיות מצבי קיצון כאלה, ונתנו לכך דגשים בדו"ח. אבל כן חשבנו שצריך לשמר את הכלל הזה. אנחנו בדו"ח לא חשבנו, לא עסקנו בעצם בשאלת אחריות של המפתח לצורך העניין. שוב, אנחנו הסתכלנו על הדברים בצד הרגולטורי.

המוסד הפיננסי, אין הבדל אם הוא מכניס מערכת טלפוניה מתקדמת, אם הוא מכניס מערכת שיחות מתקדמת. בעינינו בשלב הזה, זה דומה אם הוא מכניס מערכת בינה מלאכותית. לצורך העניין כמו שאומרים במשפטים, מונע הנזק היעיל ביותר, נותר המוסד הפיננסי. עליו לדאוג שיכניס את המערכת הכי טובה שהוא יכול, אבל בוודאי בוודאי שאם הוא שגה, הוא לא יכול לשלוח את הפרט להתדיין מול מפתח המערכת, וזה ברמה, ברמת העסק. אז זה ככה טעימה משתי סוגיות.

אביבה וייס

שלום לכולם, אני אביבה מרשות שוק ההון, ביטוח וחסכון. יחד עם יעל רגב היינו הנציגות של רשות שוק ההון בצוות הבין המשרדי שהפעילות שלו עזרה לקדם ולפתח את החשיבה שלנו כרגולטור בתחום הזה של בינה מלאכותית, ובאמת הדו"ח פורס את הסיכונים שאנחנו רואים, כמובן יחד עם היתרונות.

וגם שינויים רגולטוריים שאפשר להתחיל לאמץ אותם כדי להתמודד. הקופסה השחורה היא סיפור חדש, אנחנו לא מכירים אותו ממערכות קודמות. וגם יש פה משהו שמאוד מלחיץ אותנו כרגולטורים. למה זה ככה?

יש מנגנון מאוד מאוד בסיסי, מנגנון בקרה שיש אצל כל ארגון, בכל תחום, בכל גודל, שהוא כמעט מובן מאליו, זה המנגנון של מדרג קבלת החלטות. מה זה אומר? זה אומר שיש דברים שעובדים עושים עצמאית, יש דברים שעולים לרמת מנהל מחלקה, יש דברים שמתייעצים איתם על עוד גורמים, יש דברים שרק הנהלה יכולה לקבל החלטה ויש החלטות שחייבות להגיע לדירקטוריון.

מי שרוצה לקדם את ההחלטה בא, מסביר, מציג את האירוע, אומר מה השיקולים, מציג חלופות, מציג איזושהי המלצה, והכל על בסיס הנתונים והמידע.

ופה, כשנכנסת לפה, הקופסה השחורה, היא מכניסה לתוך כל

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

לימדנו בבנקאות, מודלים לאשראי. יש מודל ספציפי, יש משתנה
תלוי, תן, אל תיתן, יש משתנים מסבירים, שכנעתי את הלוקח, כל
הדברים האלה. פה מדברים איתנו על מודל כשאין מודל. מדברים
על מודל שהוא מין קופסה שחורה, שאנחנו לא יודעים מה הדברים
שמשפיעים. אם נדע אותם, אז זה יוצא מכללי הבינה המלאכותית.
אנחנו מדברים על משהו אחר.

זאת אומרת, איך שם מצד אחד תביא להם קופסה שחורה שבנויה
על דאטה, דאטה ענקית, והיא מגיעה לקשרים בתוך הדאטה, אני
לא יודע עד כמה הם יציבים, אבל נניח, אבל הם לא ספציפיים.
הקשר הוא לא ספציפי. אין נוסחה. תגידו לי אתם. אולי יפה לכתוב
את זה במלל ויש לו, אני לא אומר, יש 200 עובדים. אבל אני אומר,
אני יודע. אני אומר, מה הצעד הבא? האם יש גם מערכת, בממשק
בין מוסף פיננסי ובין לקוח, מערכת שאומרת, המחשב אמר לי, זה
המצב. זהו. מצטערים.

מאיה רפפורט

זה לא המצב, כן? יש פתרונות היום. היי, אני מאיה רפפורט, אני
מנהלת את תחום הדאטה ו-AI במגדל. רק תשובה לדבר הזה, יש
היום פתרונות, אנחנו משתמשים למשל במגדל, לתוך מודל כזה,
אנחנו מייצרים מודל של אקספרייביליטי, שבעצם יודע לקחת את
הפרמטרים העיקריים שהשפיעו על ההחלטה של המודל, נכון,
אתה לא מפרט עכשיו את כל ההקשרים והדאטה וזה, אבל אתה
לוקח את הפרמטרים המרכזיים ואתה מייצר הסברות עבור כל
מודל שאתה מייצר. זאת אומרת שאם אנחנו מייצרים מודל מסוים
שהוא machine learning וזה מגיע לסתם human in the loop
שיש לו איזשהו קבלת החלטה, יש לו לצד המודל ולצד התוצאה
ממש הסבר של למה ה-core הזה למשל, הגיע. יש היום פתרונות
טכנולוגיים שמשלבים.

אמיר ברנע

רק תסבירי לקהל פה, כשאת מגדירה את המשתנים, כאילו
העיקריים, האם יש להם תוכן כלכלי? זה שם המשפחה שלו, או
העיר שלו, מה המשתנים שאת מגדירה כמשתנים שמשפיעים על
ההחלטה?

אביבה וייס

יש הרבה סוגים של מודלים.

אמיר ברנע

מודל זה קשר בין משתנים. מה הקשר? אם את לא יודעת, זו קופסה
שחורה, עדיין לא הבנתי מה עומד מאחורי, איך את מפרקת את
הקופסה השחורה? גם לצורך בקרה, וגם לצורך בניית המודל.

אביבה וייס

זאת השאלה שאני מפנה גם אל מי שרוצה לאמץ את הטכנולוגיה.

שלומי שוב

רגע, אמיר, אביבה. שרית, את רוצה לעזור?

שרית פלבר

אני מקווה שזו תהיה עזרה טובה. אני חושבת שמה שניתן לעשות
בתוך, זה לתת את הקווים המנחים לאיך מאמצים מודל, מה
הגבולות הגזרה.

אמיר ברנע

היה מודל, אני שואל, מודל זה ספציפיקציה של משתנים. יש משתנה
תלוי, משתנים מסבירים, והקשר ביניהם זה המודל. יש מודל?

אביבה וייס

בוודאי שיש מודל, אתה פשוט לא יודע איך הוא עושה את הקשרים.
אתה יודע מה אתה מכניס לו, אבל אתה לא יודע מה ההקשרים.

אמיר ברנע

אבל אם אני אדע, זה משנה מהותית את כל הטכניקה הזאת.

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

דאטה גדול ומשמעותי הכולל באופן מובנה מידע מוטע ומפלה כלפי
אוכלוסיות מסוימות, והן בשל שימוש של המערכת בנתוני פרוקסי
שאינם מפלים כשלעצמם, אך שיש להם קורלציה משמעותית עם
משתנים מפלים.

שלומי שוב

זאת אומרת, מה שאתה אומר, מאיר, שכנראה לא תהיה פה יכולת
אכיפה.

מאיר לוי

לא, מה שאני אומר זה שהאתגר יהיה לייצר את יכולת האכיפה
ולהתמודד למשל עם סוגית הקופסה השחורה. יהיה צורך לנקוט
בשורה של בקורות ואמצעים לזיהוי ומניעת הטיות לכל אורך חיי
המערכת, ובפרט ביחס לתוצאות שאליהן מגיעה המערכת. אנחנו
כבר מכירים הרי סיפורים שקרו בארצות הברית, שהייתה אפליה בין
בני זוג שביקשו אשראי. והם היו באותו מצב כלכלי, והאישה קיבלה
אשראי בתנאים הרבה פחות טובים מהגבר, והמערכת טענה, אנחנו
לא עושים אפליה, כי אנחנו לא שואלים בכלל מהו המגדר. אבל זה
ברור שהמערכת התבססה על נתוני פרוקסי שהיתה להם קורלציה
למשתנה המגדר.

שלומי שוב

תהיה להערכתך עמידה באתגר?

מאיר לוי

אני חושב שכן. ראשית, אני חושב שתהיה התמקדות משמעותית
בבקרה תוצאתית ויהיה שימוש בכלי AI כדי לזהות מקרים של
אפליה בפועל. שנית, אני חושב שבסופו של דבר הרגולציה, ככל
שהיא תתקדם וככל שהמערכות יתקדמו, תדע לדרוש דרישות
ולהפעיל בקורות מוגברות על פעילות המערכות באופן שוטף, גם
בשלב ההטמעה והיישום, במטרה להתמודד עם הסיכון לאפליה,
כולל דרישה להסברותיות במקומות המתאימים כדי לוודא
שהמערכת לא התבססה על קריטריון זהותי מוגן באופן מפלה.

מאיה רפפורט

אז קודם כל זה נורא תלוי בסוג המודל, אם זה supervised
model או unsupervised model. אנחנו מדברים בעיקר על
האנסופרווייזד מודל, זה מודל שהדאטה בסופו של דבר הוא זה
שנתן לך את התוצאה, ואנחנו אומרים שזה קופסה שחורה. אבל
גם כאן, בנייתו של זה, יש משקולות לפרמטרים שונים שאתה יכול
להוציא החוצה ולהגיד אוקיי, אלה הפרמטרים המרכזיים שהשפיעו,
כי כשאתה בונה מודל אתה זורק המון המון דאטה, לא כולם
משפיעים או לא כולם משפיעים באותן משקולות, ואם אתה משלב
לזה עוד מודל שיועד לקרוא את הדאטה ובצורה llm-ית להסביר
בדיוק מה הוא רואה, אתה מייצר הסברותיות למודל.

שלומי שוב

מה את עושה אם יש עכשיו פרמטר לא politically correct?

מאיה רפפורט

אז אצלנו במגדל יש לנו תהליך של פעם בחודש, אנחנו לא מחכים
לרגולטור אנחנו מאמצים את המצפן שניתן ולא הכלוב. יש לנו
פעם בחודש פורום של ניהול סיכונים, משפטי, פרטיות. כשאנחנו
עוברים על כל פעילויות ה-AI שיש לנו, אנחנו מסתכלים על
ה-DATA. שאנחנו משלבים. אם אנחנו רואים שיש משהו שהוא
בסיכון להטעה, ואין לו איזשהו משקל הסבר משמעותי, אנחנו
באים ומסתכלים מה עולה ואיזה דאטה אנחנו משתמשים וכולי. יש
לנו מודל אחד למשל שהוצאנו פרמטר.

שלומי שוב

העדפת להפסיד כסף, זאת אומרת להיות פחות מדויקת, מאשר
ליצור הטעה.

מאיר לוי

איסור להפלות קיים היום בדין. הקושי הגדול במערכות ה-AI האלה,
יהיה לזהות את האפליה וההטיה, הן בגלל האימון של המערכות על

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

משה ברקת

ראש. ניצנים לכך אפשר לראות במחקר הגדול של MIT, ש-95 אחוז מהפרויקטים לא מראים את ה-ROI הנדרש, ושהמעבר מ-POC לייצור נתפס כקשה הרבה יותר. אני חושב שזאת הולכת להיות העונה הכי מעניינת בהיבטים העסקיים, כי קבלת ההחלטות העסקיות צריכה להיות הרבה יותר ממוקדת ומבוססת על תועלות, ולא רק על ההיפותזה הראשונית שהעולם משתנה. זאת נקודה אחת שרציתי לחדד. בטרמינולוגיה, דיברנו עליה, אני חושב שכל העולם של הצ'אט בוטים הוא כבר, אנחנו בתוכו, לא רוצה להגיד מאחורינו, אבל לכולנו ברור האימפקט שלו.

תחום ה-אייג'נטים הוא הנושא העכשווי. אייג'נט זה אותו מודל AI שמחליף תפקיד מסוים, ואנחנו רואים את הניצנים של זה. בדלויט יש כ-1000 איש שכותבים אייג'נטים לחברות אמריקאיות, לכן מי שתוהה האם זה אמיתי, אז אני יכול להגיד שזה אמיתי לחלוטין. יש אייג'נטים שפועלים בחברות אמריקאיות, ועושים תפקידים שאנשים עשו בעבר.

שלומי שוב

100 אנשים בישראל?

שלי תשובה

כן, מפתחים אייג'נטים. הדיון הפילוסופי הגדול הוא מסביב ל-AGI מודל הבינה המלאכותית שמחליפה אותנו כבני אדם, ועל זה אני לא אתעכב עכשיו, כי זה לא באמת הדיון שכאן. יש פה תפיסה מעניינת שאפשר להסתכל עליה, בעיקר על הרובד למטה, וזה אומר איפה ה-AI נמצא מולנו כאנשים. ואם התחלנו בהתחלה כבן אדם שנעזר ב-AI למהלכים מסוימים, לבדיקות מסוימות, וזה מה שאנחנו רואים היום כתופעה רוחבית, אנחנו רואים את מה שקרוי פה Cognitive Enhancement, ה-AI הוא דרייבר, הוא עושה פה, לאחר מכן הוא יעשה תפקיד, זה העולם של ה-Agents, ואנחנו כבר מדברים על Agent of agents. זאת אומרת, אנחנו מדברים כבר על התפיסה שיש יכולות AI שמנהלות למעשה מחלקה, עד כדי זה שבאמת הארגון יהיה ארגון אוטונומי, כמו שהרכב הוא אוטונומי. בפילוסופיה הזאת אפשר לנהל דיונים שלמים איפה זה נעצר.

אולי הנקודה האחרונה שאני רוצה להגיד עליה לפני שנגיד משהו על הצד הפיננסי, זה שלתפיסתנו, והרבה פעמים ארגונים טועים בזה,

אני חושב שהבעיה היא לא אפליה, אלא הבעיה המרכזית היא זמינות המוצר או השירות לאוכלוסיות מסוימות. המערכות הללו ידעו בדיוק את הפרופיל של מי שמקבל שירות, ולכן המצב יכול להיות, למשל בביטוח, שזה כבר לא יהיה ביטוח, זה יהיה פשוט scheme של מימון, מכיוון שאני יודע לזהות בדיוק לגבי כל אדם מה הסיכון שלו. עכשיו אם אני לא רוצה לבטח אדם עם סיכון גבוה זו אפליה? זולא אפליה.

הבעיה תהיה של זמינות: של אשראי, של ביטוח, לגורמים כאלה שהמערכת מזהה אותם ככאלה שאני לא רוצה לעשות איתם עסקים, משום שהם מסוכנים או מסיבות אחרות.

שלומי שוב

אנחנו רוצים להתקדם בדיון. שלי נשמח אם תיתן לנו את הזווית האסטרטגית בקצרה, כדי שנפתח את הדיון.

שלי תשובה

בוקר טוב לכולם, שמי שלי תשובה. אני שותף בדלויט. כמה דקות באמת על זווית שאנחנו מסתכלים עליה. היה לנו מזל גדול להצטרף לקבוצת מחקר גלובלית בדלויט שעוסקת ב-AI, תחת הקונספט של NEO, next evolutionary organization, כשההסתכלות היא גם ברמה הרוחבית וגם ברמה הענפית. ואני חייב להגיד שאני בדיון הקצר שהתפתח בין שלומי ועמית בפתחה, הרבה יותר קרוב לגישה של שלומי, ואני מאמין גדול מאוד במהפכה שאנו הולכים לעבור. אבל אני גם מאמין מאוד גדול ב-Hype Cycle של גרטנר, שלמי שלא מכיר אותו בא ואומר שכל חדשנות טכנולוגית עוברת את התהליך הזה שבו מגיעים ל-Hype ואז נופלים לאותו תהום של התפכחות, ורק אז עולים בהדרגה אל הצמיחה הנורמטיבית.

ואני חושב שאנו נמצאים היום בעיצומה של הצניחה לתוך התהום בהיבטים של ההייפ. ולכן אני חושב שאנחנו הולכים להיכנס לתקופה מאוד מאוד מעניינת,

בשנת 24 ובתחילת 25 היה קונצנזוס רוחבי בארגונים, שכולם חייבים לנסות פרויקטי AI ולא היה מנכ"ל שלא שחרר לצורך כך תקציבים. ב-2025 אנו רואים את ה"אופוזיציה" מרימה

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

הוא יותר מתמקד בנישות מסוימות באוכלוסייה, הוא מתמקד יותר
בסקטורים ספציפיים ובמוצרים, ולא דווקא בעו"ש, הוא עושה
דברים שהם ברוב המקרים מורכבים יותר.

עכשיו, כשאני מסתכל על AI, אז אני מסתכל על זה בשלושה
מישורים.

אולי אני קצת אשלב בין מה ששלומי אמר למה שאמיר, אני מסכים
עם שניהם, אני חושב שהאמת היא באמצע. שלושת המישורים אחד
זה סיכון, אז AI זה דבר מסוכן. ובעצם מה שהדו"ח הזה אומר, זה
שהאחריות היא עלינו, על המנכ"לים. כי אוקיי, אפשר לעשות הרבה
דברים, ולבנות מעטפות של בקורות וביקורות וגופים והכל, אבל
בסוף מי שלוקח את האחריות זה ההנהלה, ואין הגנה על זה.

כשאני מסתכל על הדו"ח, למעשה, אם אני מקבל החלטה לא
נכונה, אם זו אפליית גיל או מין או משהו שאני לא יודע להסביר,
או שאני עושה איזושהי טעות רגולטורית כי המכונה או הקופסה
השחורה נתנה איזה החלטה, אז הסיכון הוא על הבנק, וצריך להביא
את זה בחשבון.

שלומי שוב

צריך ביטוח AI, כמו ביטוח סייבר.

יאיר קפלן

זה לא כזה מצחיק, אני בחודש הבא נמצא בלונדון, הולך לדבר
עם המבטחים שלנו על ביטוחי AI, בדיוק ככה. בביטוח הבנקאי
אני חושב שצריך להסתכל גם על סיכוני AI, בהחלט, ביחד עם
סיכון הסייבר וסיכון המעילות וההונאות, נכנסנו גם לסיכון הזה.
הדבר השני זה העלויות. AI זה דבר יקר. מי שחושב של AI מוזיל,
אז לא, קודם כל הוא מעלה את העלויות, הוא לא מוריד אותן. צריך
לבנות תשתיות, תשתיות של ענן, תשתיות של מודלים, להתחבר
ל-copilot מי שצריך, או משהו אחר. להטמיע את העננים, להטמיע
את מודלי השפה, אנחנו עובדים עם שלושה מודלים, ChatGPT,
Claude ו-Gemini. אנחנו צריכים להטמיע אותם. קודם כל זה
עולה כסף, אחרי זה נראה מה עושים. והדבר השני, זה באמת
הפוטנציאל לצמיחה. דווקא אנחנו כבנק קטן, אם אנחנו יכולים
להשתמש ביכולות של AI לאו דווקא להתייעל, אלא להגדיל את
הצמיחה שלנו, ולחפות בכך על הסיכונים שלנו ועל החסרונות

החשיבה לא צריכה לבוא רק מהכיוון האסטרטגי, איזה יוזקייסים אני
עושה וכו', אלא לתת משקל שווה לכל שלושת המרכיבים האחרים.
כאן יושבים הרגולטורים ולכן מבחינתנו כל עולם המשילות הוא
קריטי ומה שאתם עושים פה הוא עבודה מבורכת מכיוון שאנחנו
צריכים את לדעת מהם הכללים שאנחנו עובדים עם לקוחות כדי
לבנות את זה נכון,

הטאלנט הוא הרובד השלישי, וכמובן כל הצד הטכנולוגי. זאת
אומרת, אם כל ארבעת הדברים האלה לא שלובים, אנחנו נמצאים
בבעיה.

ובהיבט הבנקאי, או כלל המגזר הפיננסי קיימים אין סוף דוגמאות
ל-use cases. אני רוצה להראות דוגמה אחת, בסופו של דבר,
היתרון שלנו שאנחנו יכולים לעבור על הרבה מאוד יוזקייסים בכל
מיני מקומות בעולם, אז יש לנו מאגר גלובלי שיש בו היום 200
יוזקייסים הכוונה לא 200 רעיונות שאנשים העלו, אלא 200 פתרונות
שנמצאים או בתהליך בנייה או שכבר עלו לאוויר, לכל אורך
שרשרת העולם הבנקאי, כמובן יש שרשרת דומה בביטוח. הדברים
המרכזיים שעושים, וזה נאמר מקודם, אני חושב שבשנתיים שלוש
הקרובות אלה יהיו היוזקייסים המרכזיים, זה היוזקייסים שמחברים
אנשים ומכונות. אנחנו קוראים לזה "the age of with" - "העבודה
המשותפת", אבל אפשר לראות שהרבה מאוד מהיוזקייסים האלה,
הם יוזקייסים שבהם המודלים כן מביאים הרבה מאוד ערך, אבל
בקצה יושב בן אדם, והבן אדם הזה לוקח את האחריות. ואז אני
חושב שהסיכונים יורדים גם בהיבט הרגולטורי וגם בהיבט הפנימי
של אותו גוף. החומר נשלח אליכם, לכן אפשר יהיה לעבור, אני לא
אעבור עכשיו.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את הגופים הפיננסיים עצמם.

יאיר קפלן

שלום, שמי יאיר קפלן, אני מנכ"ל בנק ירושלים. בקצרה, בנק
ירושלים הוא בנק לא מחמשת הקבוצות הבנקאיות, אלא הבנק
העצמאי השישי בגודלו, ולמעשה תסתכלו על זה, גם היחיד שנשאר
אחרי שבעבר היו עשרות בנקים. והסיבה שבנק ירושלים מצליח
ונשאר וגם מתפתח זה כי הוא נישתי, סקטוריאלי והוא מוצרי. כלומר

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

אז אני לא יודע מה יש אחרי... וכמובן שהיישומים הכי פשוטים זה דוקומנט AI. כלומר, לקחת את היישומים התפעוליים שיש בכל בנק המון, יש המון המון תפעול בנקאי, ולהעביר אותו ל-AI זה הדבר הכי מתבקש.

אמיר ברנע

תסביר לי משהו. על כל הבנקים, מקורות המידע הזה שאתה מדבר עליהם, הגלובליים, הם לרשות כל אחד. איך אתה יוצר את הייחודיות של בנק ירושלים? בהקשר להחלטות שלך, כאשר אתה משתמש במערכות אוטומטיות כאלה, מערכות ידע שקיימות לכולם. איפה הייחוד של בנק ירושלים? איפה השיקולים שלך? זאת אומרת, איפה הייחודיות שלך? אחרת זה מגיע למצב סטנדרטי של מוצר אחיד.

יאיר קפלן

אז אמרתי שאני לא בצד של שלומי ולא בצד שלך, אני באמצע. אני לא חושב שה-AI יחליף את האנשים, ואני לא בטוח שאני אתייגע מאוד. בסוף הידע הייחודי הוא כן עדיין אנושי, אבל תמיד הידע נשען על איזשהו דאטה ועל איזשהם מודלים. אז גם אם מודל החיתום שלי יהיה AI, או מודל קבלת ההחלטות, עדיין תמיד תישאר הזווית האנושית, עם הניסיון האנושי וההיכרות בעיניים, ואני מהאולד פאשן שעדיין מעדיפים אולי את החיתום ואת מדרגות האשראי בעצמי, יודע שיש גם לניסיון הנצבר וגם למדרגי הניהול הרבה מאוד ערך, גם אם מודל הדירוג הוא AI אז יש תמיד שילוב של בקרה אנושית. אגב גם לפני זה זו הייתה גרסיה לינארית שבנויה על דאטה, יהיו מודלים יותר מתוחכמים ויותר חכמים, ויהיה יותר דאטה, אבל המשקל האנושי תמיד יכריע.

שלומי שוב

ההחלטה בסוף היא אנושית, אני לא אמרתי משהו אחר. בואו נשמע קצת גם צד של בנק גדול.

לגודל, ואז אני מסתכל על זה בשני מישורים אחד זה מכפיל כוח והשני זה מכפיל ידע כלומר, בשימוש ב-AI, אני אחד, יכול להכפיל ידע, ברור, כל הידע שבעולם נמצא עכשיו גם אצלי, שזה דבר מדהים, קצת משתלב עם הבנקאות הפתוחה, והדבר השני, זה באמת מכפיל כוח, אני יכול אולי, דרך שימוש באייג'נטים או בכל מיני פתרונות אחרים, לעבוד מעבר למגבלות הגודל שלי, שזה דבר שאנחנו בוחנים, ואז אנחנו בעצם בונים כרגע, מפת דרכים ל-AI, כמובן שעובדים על אסטרטגיית AI, כל המערכת הבנקאית עובדת על אסטרטגיית AI לא רק אנחנו.

אמיר ברנע

הייתה לך בעיה מול הרגולציה?

יאיר קפלן

גם הרגולציה כותבת את עצמה עכשיו. יש היבטים שמכוסים אבל אין עדיין נב"ת ייחודי ל-AI במערכת הבנקאית.

שלומי שוב

הפיקוח על הבנקים היה חלק בדו"ח, הוא גם פרסם קווים כלליים.

יאיר קפלן

אבל זה קווים מנחים, אין עדיין נב"ת AI, יש קווים מנחים כמו שאמרתי, אבל אין נוהל בנקאי תקין מחייב. אז כמובן שאנחנו מסתכלים על יישום AI ודאטה, והיום אפשר לדבר עם הדאטה בייס לא צריך לעשות SQL או שאילתות אנחנו פשוט יכולים לדבר עם הדאטה בייס, שואלים אותו בשפה פשוטה שכל אחד מבין והוא רץ על כל הדאטה בייס של הבנק ומביא תוצאות זה דבר מדהים. הדבר השני כמובן זה אוטומציה. אם פעם השתמשנו ברובוטים, בוטים או אר.פי.אי, אז היום זה עובד בצורה של אייג'נטים, לדוג' בשירות לקוחות כמו שכולכם מכירים, כמובן.

השלישי זה פיתוח, רוב הפיתוח בעולם יעבור ל-AI אין סיבה היום באמת לפתח לבד, אתם מכירים את זה, ה-AI היום מפתח כבר ברמה של דוקטור, אולי זה יהיה פרופסור אני לא מהאוניברסיטה

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

מאיה רביע

אני לא יכולה להגיד שלגמרי הבנקים נמצאים שם כבר היום, אבל בסוף מבחינתנו AI זה קטליזטור לציפיות. הציפייה היא כבר ליותר מהר, יותר פשוט ויותר דיגיטלי. זה בכלל לא שאלה של אם נכון להיות שם או לא, זה הכרח.

שלומי שוב

מאיה, אני רוצה רגע לפרש את מה שאת אומרת, בגדול, את אומרת שיש פה משהו דרמטי, אבל את כרגע עם העיניים על הכדור?

מאיה רביע

חד משמעית, אנחנו בכל זאת כן מצמידים ROI לפרויקטים. אבל כן אני אגיד שבהקשר העיניים על הכדור, ברור לנו ואני חושבת שאני מתחברת למה שכבר נאמר, שבסוף נדרש פה להשקיע בגדול. רמת ההשקעה, בשביל שכל יוזקייס קטן כגדול יצליח, היא מאוד גדולה. צריך לסדר את הדאטה, צריך לחבר תשתיות, צריך לתפור את הפתרונות גם במערכות הליבה המאוד מורכבות של גוף גדול ומסורתי. אז כן נדרשת פה איזושהי השקעה מאוד גדולה, אפרופו גם רגע היכולת קטנים מול גדולים.

שלומי שוב

בדיוק, איפה את רואה את החסרונות? בטווח הזה של יתרונות חסרונות.

מאיה רביע

עוד פעם אני אגיד, ברור שההשקעה היא מאוד מאוד גבוהה ולכן פה זה יתרון לשחקנים הגדולים. שיש להם את היכולת להכיל השקעות מאוד גדולות. מצד שני, וכפי שציננת בעצמך בדברים שלך, את כמות הדאטה והמידע. אני אגיד מצד שני, בסוף הכל יקום ויפול על יכולת האקסקיושן. בתיאוריה, אנחנו יודעים כבר היום יש לבנקים הרבה מאוד מידע, השאלה כמה הם באמת משתמשים בזה, כמה הם פרסונליים. AI הוא קטליזטור, אבל היכולת הייתה קיימת גם לפני, המידע עצמו הוא לא חדש. אז נכון שזה מגניש, זה מסדר, זה מאפשר, זה הרבה יותר מהיר. זה מקצר תהליכים,

אהלן, אני מאיה, מנהלת אסטרטגיה בבנק לאומי. אני לא אחזור על הרבה דברים שנאמרו, אנחנו בגישה, שמסתכלת בצורה מאוד יישומית על נושא ה-AI. מבחינתנו, ה-AI הוא לא עומד בפני עצמו, הוא לא המטרה, הוא אניבילר. הוא מאפשר לנו כבנק להשיג את היעדים האסטרטגיים. וכמובן לצד זה אנחנו גם בודקים איפה הוא מעמיד בסיכון את היכולת שלנו לעמוד בתוכנית העסקית שלנו, מה הם האזורים, מה אנחנו צופים שיגיע, איך אנחנו רואים באמת את הצרכים של הלקוחות, ואת הזירה התחרותית משתנה בעקבות כניסה של פתרונות AI. אבל אנחנו בעיקר עוסקים, לפחות בתוך הבנק, באסטרטגיה, במה שאנחנו יודעים, פחות במה שאנחנו לא יודעים. ברור לנו שזו מהפכה מאוד גדולה שתשפיע מאוד על הצרכנים כמעט בכל היבט אפשרי. נעשתה השוואה לבנקאות פתוחה, אז אנחנו מבינים שבנקאות פתוחה זה בעולם הבנקאות, שהוא מאוד מעניין את הלקוחות, אבל עדיין בפרופורציות אחרות מאשר כל הסקטורים האחרים ודרך חיים שלהם. ולכן כשאנחנו מדברים על משהו כזה, זה קצת יותר כמו להשוות למהפכת האינטרנט או מהפכת התחבורה, סמראטפונים ודברים הרבה יותר מהפכניים וגדולים שהם הרבה מעבר לתחום הבנקאות. ובהקשר הזה, ברור לנו שיהיו לזה אדוות שחלקן, כמו שלא היה אפשר לחזות במהפכות שציננתי, גם לא כל כך ניתן לחזות היום. עכשיו אנחנו לא מאוד מרחיקי לכת ונסתכל עוד 10 שנים מהיום איפה נהיה, אלא מסתכלים בצורה יישומית כרגע איך אנחנו יכולים למנף את ה-AI, כדי בסופו של דבר, בשורה התחתונה, לשמר יתרון תחרותי ולפגוש את הלקוחות שלנו והציפיות שלהם לשירות מהיר, מדויק ועדכני מהבנק.

ואז כל היתר, לנו כן יש מטרות על ייעול תהליכים, זה כן משהו שהוא ב-KPI, אבל הם סייד אפקט, בסוף מהיכולת לפגוש את הלקוחות בציפיות שלהם.

שדרך אגב, בעינינו, לתפיסתנו זה באותם אזורים שכבר יש ציפיות היום. זה פשוט קטליזטור לציפיות הרבה יותר מואצות. כבר היום יש ציפייה ללקוחות שאנחנו נהיה פרסונליים, שאנחנו ניתן להם כמעט את כל, לא כמעט, את כל השירותים הבנקאיים בזום, בדיגיטל, בצורה פשוטה, בשני קליקים ואפילו שניים כבר טו מאצ'. לפגוש אותם בשירות 24/7, לפגוש אותם איפה שנוח להם לפגוש אותנו ולא איפה שלנו נוח לפגוש אותם.

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

שפה לבין מודל נטישה או מודל חיתום, וכולם רואים בעיני רוחם
אייג'נט שיחליט האם אתה תקבל ממני אשראי, כן או לא? רגע, כמי
שעושה את זה בפועל, זה לא עובד ככה, זה רחוק מזה. אני אתן
דוגמה מעשית כדי להבין את המורכבות. יש לי משכנתא, ופתאום
קפץ לי גובה החיוב בצורה משמעותית, ואני רוצה לשאול למה. אם
הציפייה כאן, ש אצור קשר טלפוני, או אפנה ל לערוץ דיגיטלי, אולי
אפילו דרך אייג'נט, ואני אקבל תשובה פשוט על סמך הדאטה שלי,
בנושא, אז בחלומות הלילה. אני מזמין אתכם לקחת את כל המידע
שלכם מהבנק שלכם, לשים אותו על אקסל, אפילו לטרוח ולהסביר
לגבי כל שדה מה הוא אומר, ולהעלות את זה לצ'ט ג'יפיטי, ג'ימיני,
דיפסיק, כל אחד מה שהוא מעדיף, ולשאול למה עלה לי גובה
החיוב. אם התשובה תהיה תשובה - א' נכונה, ב' מלאה וג' עקבית,
אנחנו בבנק נממן לכם את מיזמי AI לשנה שלמה.

זה לא עובד ככה, בסדר? כדי שזה יעבוד ככה, צריך לטרוח מאוד.
אמרתם אייג'נט אוף אייג'נטס, נשמע מאוד מאוד מרשים, כבר
נמצא תפקיד במשאבי אנוש של מי שמגייס ומעסיק ומשמר סוכנים
נכון? אבל בסוף על מה מדובר? בסוף יש פה איזושהי אוטומציה
מתקדמת, שנשענת על יכולות שלא היו שם קודם. לדוגמה, אני
עושה בזה נפלאות אגב בפיתוח, זה עולם מאוד מאוד תחום, אתה
פשוט לקחת איזושהי יכולת, אימנת אותה על המון המון טקסט
רלוונטי, ונאמרו פה SQL, קובול, דוטנט, אנגולר, תבחרו מה. כבר
לא קשה לעזור למפתח לעשות הרבה מאוד עבודה שחורה שהוא
היה עושה, ואז גם לבדוק אותה. דוגמה נוספת - אוטומציה ארגונית,
לנתב פנייה כתובה מלקוח למקום הנכון בארגון כדי לקצר זמן של
בק אופיס ו-Sla. אז מה עושים? איך זה נראה מאחורי האייג'נט
הזה? יש את האייג'נט הראשון שהתפקיד שלו לקבל פנייה כתובה,
להבין מה כנראה היא אומרת, זה כבר לא קשה, כולנו ראינו שזה
עובד. נמצא שם איזושהי טקסט, תעביר בבקשה כסף מחשבוני
לחשבון אחר של הבן שלי, לבנק אחר, אני גם ארשום את זה בצורה
כזאת. מה שיעשה אותו האייג'נט שכבר הבינו שכנראה מדובר
בבקשת העברה, הוא יפעיל כלי נוסף, אייג'נט נוסף, שהתפקיד
שלו זה להשלים מידע מובנה מהארגון שלי, בסדר? שישלים מה
זה חשבוני, מי זה הבן שלי, וכיוצא בזה. אייג'נט להשלמת המידע.

ובסוף, אם אין פה בעיה של סמכויות, ואם אין פה חשבון שהוא
באיזושהי בעיה משפטית, או שאין יתרה מספקת בחשבון, הדבר
הזה יומר לאיזושהי אוטומציה שתקרה. אבל היינו צריכים לעבוד
המון כדי שהדבר הזה יקרה. אין פה איזושהי קסם במסגרתו יתורנו

כמו שאמרתי, לתפור הרבה מערכות ברקע, את כל החוטים, אבל
עדיין, אם בסוף הוא ניזון מספאם, הוא יוציא החוצה ספאם. אז זה
לא חוסך את עבודת התשתית שנדרשת לעשות.

אמיר ברנע

אני רוצה לשאול אותך משהו כל המערך הזה של הבנק עם ה-AI,
עבר את הדירקטוריון? הדירקטוריון טיפל בנושא הזה וקבע את
ההנחיות? איך זה מתבצע פה, אומרים, הדרג הנמוך, הדרג הגבוה,
איך זה היה בבנק?

מאיה רביע

יש לנו אסטרטגיית AI מאושרת דירקטוריון. ספציפית בלאומי
הנושא נלקח מאוד בחשיבות ותשומת לב, הוקם מרכז AI ייחודי
אני חושבת במערכת הבנקאית. זו יחידה ייעודית, כך שהחשיבות
שהבנק מקדיש לנושא ברורה. הנושא מנוהל ברמות הכי גבוהות
שיש ומפוקח באופן הולם על ידי הדירקטוריון.

שלומית ווגמן

בימים אלו ארגונים מתחילים להקים פונקציה שנקראת Chief
AI Officer בחברות, שבעצם יוצרים את המבנה הזה כדי להציג
אותו לדירקטוריון. אנחנו מלמדים כאן ברייכמן קורס כזה להכשרה
בתחום.

שלומי שוב

מאיר, לך יש זווית מעניינת כי אתה מגיע מהטכנולוגיה, כסמנכ"ל
טכנולוגיה במזרחי טפחות, אני אשמח לשמוע את הזווית שלך, על
מה שאנחנו מדברים.

מאיר אהרוני

קודם כל נעים מאוד, מאיר אהרוני מבנק מזרחי טפחות. תראה,
אני חושב שיש כאן איזושהי בלבול, שהולך ומתעצם ככל שעולים
בדרגים בארגון בגלל השימוש בילה מודל, מבלבלים בין מודל

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

חכמים שיודעים לקצר ולעשות המון המון פעולות במקומך, סביר
שהם יחפשו את המודל המסחרי שלהם.

שלומי שוב

איך הרגולציה צריכה לפקח על הנושא הזה? יש לה יכולת להיכנס
לצורך העניין לתוך הקופסא השחורה?

מאיר אהרני

קודם כל, לנו אין יכולת, בתור התחלה. שאלו פה הרבה על אשראי
ועל חיתום. אני בא מחברת כרטיסי האשראי. אני בא ממקס כמו
גם מאיה הנהדרת שדיברה לפני, וכמה שאנחנו עבדנו על לייצר
מודל חיתום חדש, ולתקף אותו, ולראות שהוא עושה מה שהתכוונו,
ושהדיפולטים שאנחנו חוטפים אחר כך, הם משהו שהתכוונו אליו,
או שלא התכוונו אליו, זה תהליך של חודשים רבים. זאת אומרת,
הציפייה שישב שם איזשהו יצור ויקבל און דה פליי החלטה על
סמך הסושיאל מדיה ודברים שהוא חש באווירה של השיחה, אז
בחלומות הלילה, זה רחוק משם. עכשיו לגבי הרגולטור, הוא כן
עשה פה משהו שהוא מאוד מאוד בוגר. באיזה אופן? הוא לא בא
להקשות או להיות דווקא, הוא אומר בואו נתקדם בגישה, מבוססת
סיכון. כמו עם ענן אגב, אנחנו מאפשרים לכם, אבל תנהגו באחריות.
מדיקטוריון ומטה, תראו מה אתם עושים, בסוף אתם אחראים
לתוצאה, אנחנו לא מגבילים אתכם אבל אתם אחראים לתוצאה.
אני חושב שזה לוקח גופים כמונו, שהם שמרנים בסופו של דבר,
וגורם לנו לנהוג באחריות.

שלומי שוב

אוקי, תודה. אני רוצה, אורן, לשמוע אותך עכשיו. הזווית שלך מאוד
מעניינת, כי אנחנו מדברים קצת באוויר, ואתה מגיע מתוך השטח,
מתוך הפרקטיקה של סוכני הביטוח.

אורן כהן

בוקר טוב, שמי אורן כהן, אני מנהל את הסוכנויות של הפניקס.
בסופו של דבר, בואו אני ארגיע את כל האפוקליפסה שיש פה

את העובדים בארגון ופשוט עשינו את זה, צריך לקחת איזשהו עולם
תוכן ולוודא שהוא עובד. לעומת זאת כשמדובר בפרונט אופיס,
באינטראקציה עם לקוח בקצה, זה עולם הרבה יותר מסוכן. אני
אסביר למה, ולכל מי שפה, פשוט יש המון אנשים מעולם הבנקאות,
אז הם יתחברו לדוגמה. ב-2019 החל לפעול מאגר שנקרא מאגר
נתוני אשראי, כולם מכירים, נכון? עשה דרמה אגב בתחום הזה.
אבל, אם הייתם רואים, בטח בשלבים הראשונים וגם היום, איזה
שטויות הגורמים שהיו צריכים לדווח למאגר הזה דיווחו אליו, מה
שנקרא זר לא יבין זאת. למה? כי המידע שזורם בעורקים של ארגון,
במערכות התפעוליות שלו, בטח בארגונים הגדולים לא נועד לתמוך
תשובות חשופות unfiltered לצד ג'. הם נועדו לצורך מסוים,
המידע נשמר בצורה מסוימת, ואין ערובה לאיך הוא יראה כשהוא
יצא ככה בצורה גולמית.

ולכן לפני שאתה שם מישהו שעונה תשובה, שצריך לעמוד
מאחוריה, אני לא מדבר על החלטה על מתן אשראי בכלל, שאלה
שירותיות פשוטה, כדאי שתוודא שהמידע שלך שמור בצורה
נבונה, שתהליך קבלת ההחלטות של אותו אייג'נט היה תהליך נכון
והתשובה שניתנה היא תשובה סדורה, עוד לפני עניין ההסבריות,
בסדר? כדי שלא תבין את עצמך. עכשיו, נאמר פה עוד איזה משהו
על איך יראה העולם, ריבוי סוכנים, סוכן אחד. אז גם כאן הייתי שם
בפרופורציה. אני לא מבוגר מדי בגיל, אבל אני זוכר לדוגמה, כשנהיו
אדונים חדשים לכל עולם המסחר, פייסבוק, גוגל, הייתי בטוח שזהו,
כל הנדל"ן המסחרי, הקניונים ושטחי המסחר, זהו, אבד להם, נכון?
יש ערוצי הפצה חדשים, יש אדונים חדשים לכל העולם הזה, למה
לשלם שכירות בקניון, נכון? קודם כל תבואו לקניון ליד עיר מגורי
ביום שישי, אי אפשר לחנות ואי אפשר להכניס סיכה.

אבל בגדול, זה מה שאתה אומרת, זה עניין ההייפ. אחרי שיוורד
ההייפ ופוגשים מציאות, אז מבינים שגם כאן נכנסים אינטרסים,
וההצעה הכי טובה שלי לכולם זה תלכו אחר הכסף. בסוף אף אחד
לא עושה שום דבר לשם שמייים, גוגל לא נותנת מידע לשם שמייים,
ולא מקדמת תכנים לשם שמייים, אותו דבר פייסבוק, וכך גם כל
ערוץ אחר. תשאלו כל עסק קטן שנאנק למצוא לקוחות ולמכור,
העלות הכי גדולה שלו היא עלות ההמרה, הרכשת הלקוח והמכר.
יש לנו שחקנים חדשים שלוקחים המון המון כסף. סביר, סביר,
בסדר? למרות גילי הצעיר ולמרות שאינני נביא, שגם כאן יקרה
משהו דומה. בסדר? בסוף, הדבר הזה עולה המון המון כסף, עולה
המון חשמל, המון נדל"ן, ואנשים שמו שם איזשהם מתווכים סופר

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

גדולות.

לקחת את המוצרים הקיימים, להטמיע אותם, לארוז אותם. אבל, כל זה לצד ה-HUMAN, לצד האנשים שיובילו את התהליך הזה ולא רק ילכו הביתה בעקבות הכניסה של אוטאר ללי, אלא ילוו אותה בתוך התהליך, ואם אתה רוצה גם להרוויח מזה כסף, אתה צריך לעשות את זה במסות הרבה יותר גדולות. וכמי שחורט על דגלו להוביל את שוק ההפצה, והוא השוק באמת,

שמתאים לעולם ה-AI בצורה דרמטית, כי הפצה זה לא רק הפצה, בוא יש לי מוצר של מגדל או הפניקס או כלל, ולבוא ולמכור אותו לשלומי. הוא פשוט לוקח אותך לכיוונים אחרים לגמרי. זה מהצד של הצרכים והשירות, התביעות וכו'. זה לא עולם כזה מסובך אם היום עובדת מתוך 1,600 עובדים שלנו, היא עושה לדוגמה 100 חידושים, אז באמצעות ה-AI, באמצעות ללי, היא תעשה 300 או 250.

שלי תשובה

אז זה לא ייתר את חלק מהאנשים?

אורן כהן

זה לא. כי אתה תגדיל את הפעילות ואתה תיתן ערך יותר גדול ללקוח.

שלי תשובה

כן, אבל השוק מוגבל

אורן כהן

השוק הוא לא מוגבל. בעולם הביטוח, כן? אני לא מכיר את עולמות הבנקאות. מה שמעניין אותי עולם הביטוח, אנחנו בישראל במאקרו, כן? הצריכה הביטוחית של אזרח פה היא בערך 50 אחוז מה-OECD אוקיי? כלומר, יש לנו בעולם הביטוח לאן לגדול ולעשות הרבה יותר. כמובן, כשנתסכל על סוף הדרך, בסוף המספרים מתכנסים. יחד עם זאת, מישהו צריך לנהל את העולם הזה. והעולם הזה צריך להיות מנוהל על ידי אנשים.

לעניין הפיטורים והצמצומים. עדיף לעשות הרבה יותר עסקים באמצעות הטכנולוגיה מאשר לפטר אנשים, זה מה שקורה אצלנו בארגון, אנחנו רק צומחים בכוח האדם, תוך כדי שימוש בטכנולוגיות הקיימות, ויש טכנולוגיות קיימות.

בעסק הזה יש הרבה סיכונים לצד ההזדמנויות, ויש פה אחריות מאוד גדולה. האם אני יכול להגיע לרשות שוק ההון ולהגיד לה, כמו שעשיו אתה התחלת בדברים ואמרת שאנחנו קנינו חברה, אנחנו הופכים אותה להיות סוכנות ביטוח דיגיטלית, AI, אוטאר, שממש מדבר עם מר ברנע בערב או 22 בלילה, מתי שיבוא לו, אבל האם אני יכול לפנות לרשות שוק ההון ולבקש רישיון? עבור גברת "ללי", אנחנו קראנו לה "ללי", אני לא יכול לפנות לרשות שוק ההון, להגיד לה, יש לי פה איזו אייג'נטית חמודה, קוראים לה "ללי", בואי תני לה רישיון. הרשות תגיד, אדון אורן הנחמד, זה בסדר, הרישיון הוא לך באופן אישי על התעודת זהות שלך, אתה אחראי ל"ללי".

וזה מתחבר לשאר הדברים שנאמרים פה, שבסוף האחריות פה היא קריטית. כלומר, והם עושים נכון, הם אומרים, חברים, אני לא יודע מה אירופה, מה אמריקה, אתה רוצה AI? אתה רוצה להשתמש בטכנולוגיה, אתה רוצה לשפר את השירות, אתה רוצה למכור יותר, אתה רוצה לגדול, אתה רוצה להתפתח, אתה רוצה להיות בקדמה, קח אחריות. אז הצעדים הם הרבה יותר איטיים, שמרניים, כי אתה חושש, לא רק מהרגולציה, אלא לעשות נזק. כי בסוף בעולם הביטוח, והוא עולם מאוד מסובך, אני לא יודע לגבי הבנקאות, אבל בעולם הביטוח, הצמתים הם אין סופיים. בסוף הנושא הזה של לקחת את הרובוט, לאתר את הלקוח למוצר הספציפי שאתה רוצה לשווק לו, ולאחר את הצרכים הספציפיים של אותו לקוח, כי זאת החובה הרגולטורית שלנו - אני לא יכול למכור פוליסה סתם בלי לאתר צרכים. אחרי זה למכור לו את הפוליסה, ואחרי זה ללוות אותו בכל עולם השירות והתביעות, ואחרי זה גם לחדש לו את הפוליסה ולהציע לו הצעת ערך נוספת, כל האירוע הזה, זה נשמע מאוד מאוד פשוט, AI וטכנולוגיה, אבל אם אין מישהו מאחורה שבדק כל תהליך כזה, ועושה עליו סוג של וי, אני אומר לכם, יקבל מכתב מרשות שוק ההון, יגיד לי אדוני קיבלנו פה, 12 אלף תלונות על הללי הזאת. כי זה, זה הסיפור האמיתי, כי אין כרגע טכנולוגיה תומכת בכל החלום היפה הזה וכו'. יכול מאוד להיות שעוד 5 שנים, 10 שנים, המחשב החדש, הקוונטי, קראתי עליו, זה נשמע לי משהו שהוא בכלל יוצא דופן ובכלל לא קשור למה שאנחנו היום מדברים עליו, כי הכל יהיה הרבה יותר מהיר. אבל ההזדמנויות הן מאוד

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

שלומי שוב

אני מסכים עם שלי, אני רק שואל אותך מזווית אחרת- התפקיד של סוכן הביטוח, הרי מן הסתם התהליך הזה שאתה מדבר עליו, חלק משמעותי מהערך יעבור ללקוח, יחסוך עלויות ללקוח, על חשבון מי זה יבוא? כלומר, מה יהיה פה במערכת היחסים שבין חברת הביטוח לסוכני הביטוח? הרי מנהלי חברות ביטוח אומרים שהסוכנים מרוויחים יותר מהם. איך אתה רואה את התפקיד בטווח הרחוק של סוכן הביטוח, ובשיווי משקל הזה בין סוכן הביטוח לבין חברת הביטוח, האם יהיה שינוי?

אורן כהן

אני לא מתעסק בצד של היצרנים, אני מתעסק בצד של ההפצה, ושם את הלקוח במרכז. כשאני שם את הלקוח במרכז, ואני מצליח ליצור איתו מח"מ אחר לגמרי ממה שהוא מכיר היום, משך חיים ממוצע, של הפעלה שלי מול הלקוח, אחד, המטרה שלי שהוא ישלם הרבה פחות, והמטרה השנייה שלי שהוא יישאר איתי לזמן הרבה יותר ארוך. היצרן מהצד שלו, יש לו את האירועים שלו, הוא צריך להרוויח ממקומות אחרים. זה שאני, באמצעות ה-AI, ככל הנראה אקטין גם את הפרמיה שהלקוח ישלם, זה כבר עניין שלי מול הלקוח, וזה הערך המוסף שאני נותן לו.

שלומי שוב

יכול להיות שהיצרן, אולי במידה מסוימת יכול גם לדלג עליך, בעקבות התהליכים האלה?

אורן כהן

לא, לא, ממש לא קשות. פשוט העובדות הן מאוד פשוטות. בעבר, כשנכנסו הביטוחים הישירים, הצעד הנוסף שלהם היה, ללכת לכיוון מערכות מידע, ובוא, וחמש חמש חמש, ותעשה ביקור בדיגיטל ונעשה לך הנחה... בסוף יהיה AI, אבל יהיה מישהו שילווה את ה-AI, כי בסופו של דבר, מה זה AI? המכונה, הדבר הזה? לקחת את השכל של הבן אדם, ולהפוך אותו לשכל של מחשב. וזה בסופו של דבר, אם זה לא יהיה משולב ביחד, זה לא יקרה. אז ככה

יעל רגב

אני אשמח לשמוע ממך, מה חסר כרגע ברגולציה?

אורן כהן

אחד, חסר שיח. אז בואי נתחיל בזה. חסר שיח. כי אני לא ראיתי אתכם פונים לעולם ההפצה ואומרים לו בואו, בואו תסבירו לנו איך אנחנו באמצעות טכנולוגיה יכולים לגרום ללקוח לשלם פחות או לחלופין לקבל שירות טוב יותר. זה, ואני מדבר, אני המפיץ, בוא נגיד אחד הכי גדולים שיש, אוקיי? והמשמעותי ביותר שיש. ובנוסף לעניין הזה, השילוב שלנו יכול לשרת את כולם.

גם את היצרנים. משום שבסוף היצרנים המסורתיים בישראל, ש80 אחוז מהפעילות בישראל היא על ידי הפצה של בני אדם, להלן סוכני ביטוח, אתם קוראים לו סוכן ביטוח אבל אנחנו מנהלי סיכונים. למעשה לוקחים את הלקוח, מנהלים עבורו את הסיכון, ובסופו של דבר הקשר הזה בין החברות המסורתיות, שמיוצגות כאן, יש פה משאר חברות הביטוח חוץ מהפניקס, אוקיי? הקשר הזה הוא הקשר כביכול, שכולם שמים עליו את העין, לאו דווקא עם הרגולטור. ההשפעה שלכם הרבה יותר גדולה, מההשפעה שאתם חושבים שיש לכם על התהליך.

יעל רגב

אבל איפה הרגולציה כרגע חוסמת אותך מלפתח את הכלים האלה? או, מה חסר לך, מה היית רוצה לראות מהרגולטור אחרת?

אורן כהן

אני לא אמרתי חוסמת. אני פעם ראשונה שאני, אני היחידי אנגב,

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

אורן כהן

תתפלא, תנסה אותי, תראה איך אתה מאריך אותו. אבל בואו, הפצה
ממה היא נובעת? היא מגיעה מאנרגיה. הפצה היא מגיעה מאנרגיה.
ולדעתי דווקא עולם ההפצה הוא האחרון להיפגע בשונה ממה
שאתם חושבים, אוקיי? כי יהיה מאוד מאוד קשה למחשב להכניס
את האנרגיה של המפיץ כדי להביא את הלקוח אליו. זה הקלזר
לסיפור.

אמיר ברנע

מה דעתך על מסקנות הוועדה?

אורן כהן

אני האמת לא קראתי את כל המסקנות, אבל אני אתעמק בזה.

שלומי שוב

שלומית, עד כמה את רואה את הכניסה של הפינטקים לתוך
הדיסטרפן כאן?

שלומית ווגמן

אז אני באמת חושבת שאני מדברת אולי כמה וכמה שנים קדימה
ממרבית האנשים שדיברו כאן, מנקודת הבת של הפינטקים
העולמיים, שבימים אלו מתחילים להשתלב גם בישראל. לפינטקים
יש יתרון תחרותי עצום בהטמעת בינה מלאכותית מאשר גופים
פיננסיים ותיקים: קודם כל אין להם את ה-LEGACY הכבד של
מערכות ישנות שמושכות אותם אחורה כמו שתואר כאן, ומטבען
הן הרבה יותר חדשניות, יש הרבה יותר טכנולוגיה, "TECH" ולא
רק FIN, ולכן אנחנו רואים שם אימוץ הרבה יותר מהיר. אני עד
לאחרונה עבדתי ב-RAPYD, היום אני עובדת בפינטקים ברחבי
העולם, ואני גם מוציאה עכשיו ספר על Agentic Commerce,
ומה שאנחנו עושים שם זה באופן מואץ, קליטה של AI כדי בעצם
לפשט וליעל תהליכים. בעולמות הפיננסיים, מכיוון שהמודל העסקי
ברובו מתבסס על גביית פרומיל אחוזים מהעסקאות, כל התייעלות

שיכול להרשות לעצמו להשקיע עשרות מיליונים, בתחום הזה
כמפיץ. עוד לא קם סוכן ביטוח שאמר אני רוצה להיכנס לעולם הזה,
כי אגב, זה הכל מתחיל ממה שאמרה הגברת מבנק לאומי, זה הכל
ROI, זה הכל איך אני מחזיר את ההשקעה, ומה הדרך שלי להיקשר
ללקוח בצורה יותר משמעותית וארוכת טווח, וזה ייתן לי, איזשהו
אקסטרה על השוק. תמיד אנחנו הובלנו את השוק, אם זה על ידי
מכונות שעשו ציטוטים למחירים וכו' וכו', וגם בתחום הזה אנחנו
נוביל, ואין לי ספק שברגע שזה יקרה על ידי הפניקס סוכנויות, או
לא משנה, הזרועות שלה, גם חברות אחרות יכנסו לזה, וזה יועיל
מאוד ללקוח.

שלומי שוב

אתה סוג של מכניס דיסטרפן לשוק.

אורן כהן

רגע, ודבר אחרון, כן. השיבושים האלה הם תמיד נכונים, כל התחום
הזה של המחשב, הוא מקדים את העולם, את הקומודיטיס. הוא
מקדים את עולם הבנקאות הפיננסית והביטוח. אבל דבר אחד אני
כתבתי לעצמי פה.

שלומי שוב

אתה תפחית את העמלה על הקומודיטיס?

אורן כהן

יכול להיות כן, אבל אני אגדיל את הפעילות, ואני אמצא את הדרך
לתגמל את עצמי בצורה כזאת שהרווח שלי לא יקטן. אבל אני רוצה
לסגור את מה שאני אומר בדבר מאוד פשוט. בסוף ההפצה, עולם
ההפצה, הוא המוצר העיקרי. אוקיי? בואו נשים דברים על השולחן,
איך אמר הבחור, בסוף להביא את הלקוח, זה הסיפור האמיתי.

מאיר אהרונ

אני רציתי להגיד לך שהמח"מ יתקצר אבל נדבר על זה תכף..

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

ומועילה. אבל החל משלב מסוים, צריך הרבה פעמים כבר את
ה-EXPERT שיתמכו בכך.

בנוסף, מהניסיון שלי אני רואה שאם זה לא יוזמות שמובלות
ומתעדפות על ידי המנכ"ל עם פורום ייעודי ל AI, זה לא עובד טוב.
יש המון יוזמות AI בתוך הארגון, הבעיה שהיוזמות האלו מבזבזות
לכם דאטה, משאבים, אנרגיה ולא משפיעות מספיק על שורת
הרווח. נכון, צריך שהארגון ילמד איך לאמץ AI וישתפשף בתחום,
אבל כל היוזמות המקומיות grassroots בסוף, אם הן לא בעלות
יכולת להזיז את המחט העסקי, הן לא נותנות את הערך המתאים,
את ה-ROI שצריך. והארגון מפספס. חשוב גם לדעת איך לבחור
מלכתחילה פרויקטים שגם יתאימו למה שהגולטור רוצה, וגם
יתאימו לעסק, זה קריטי.

זה טוב שעובדים יתנסו, אבל לא להתחבש עם זה יותר מדי, כי
פשוט תראו שאתם נופלים בסטטיסטיקה שאנחנו רואים ב-MIT
שכ-85-95% מהפרויקטים נכשלים, כי לא בוחרים את הפרויקט
הנכון או שלא מוביל את זה האדם הנכון. זה לא יכול להיות יוזמה של
הפרודקט, של ה-CTO של ה-Compliance, צריך גורם אסטרטגי
עסקי שבסוף יהיה מגובה על ידי המנכ"ל ולשנות את התרבות.

לגבי הרגולציה: מה שאנחנו רואים שמתהווה בעולם, והרגולטורים
פה הישראלים שנמצאים בוועדה, הולכים בדיוק בכיוון הנכון. הדגש
צריך להיות שלא בודקים את ה-AI אתה עושה, באיזה טכנולוגיה,
אלא את ה"מה" - מה התוצאות מהתהליך. בהנחה שארגון
מבצע קודם כל את ה-governance הפנימי, שרשרת התכנון,
המדיניות והאחריות, ויש לך human in the loop, ואתה מתעד
את התהליכים ומאפשר Explainability. הבחינה היא מהותית
לגבי התהליך והבקורות בו, מה אתה עושה ולא איך. כמו שאני
משתמשת בתוכנה כזו או אחרת, אם יש לי אנשי מקצוע שיועדים
לעשות oversight ובקרה ופיקוח ואני מטמיעה ומפתחת נכון, כפי
שלמדנו קודם את המודלים, עם האקספלינביליות וכל המונחים,
אפשר ליצור מודל שעומד בצורה טובה ברגולציה, או לכל הפחות
כרגולטורית לשעבר, סליחה לא הצגתי את עצמי, אולי ראש הרשות
לאיסור הלבנת הון לשעבר..

אמיר ברנע

בלי להסביר איך אתה עושה?

תפעולית מובילה לרווח מהיר. זה שוק מאוד תחרותי, מי שעושה את
זה הכי טוב מנצח בתחרות הזאת.

מנסינו, ישנם מספר USE CASES מרכזיים של הטמעת בינה
מלאכותית בגופים פיננסיים, והם: אוטומציה (שלא חייבת להתבצע
באמצעות AI, אבל זה הדבר שהכי מאץ את זה), פרסונליזציה
של השירותים ללקוח, אופטימיזציה והמעבר הכללי למסחר
אוטונומי שמבוצע באמצעות סוכני בינה מלאכותית - AGENTIC
COMMERCE.

כדוגמה, במקרה של ה-AI שהטמענו ב-RAPYD, החלפנו את
תהליך ה-ONBOARDING של הלקוחות במכונות ואייגנטיים.
המהלך הוביל לצמצום של 90 אחוז מכוח האדם, ולביצוע תהליך
שלקח שעות ולפעמים שבועות - לשניות בודדות. לקחנו תהליך
שיש לו POLICY רגולטורי מאוד ברור של מה צריך לעשות. חשוב
להדגיש שזה תהליך עם המון נהלים ופרטים, כשבפועל העובדים
הזוטרים שמבצעים אותו, ה-low cost employees, מבצעים
טעויות כל הזמן, ב-X אחוז מהמקרים, וקשה לנטר ולתקן את זה.
ומה שקיבלתי כאן מבחינת יכולת ניהול תהליך עי AI זה מצב שבו
גם אם הבינה המלאכותית עושה טעויות, עדיין זה בד"כ הרבה
פחות טעויות מאשר אנשים שהיו עושים את העבודה, ויש לי יכולת
בקרה הרבה יותר גבוהה, וניתן לתקן את התהליך בשינוי אלגוריתמי
רוחבי בפעם אחת. אז כן זה תהליך מאוד מקצועי ומורכב ללמד את
המכונה לעשות את זה, וצריך מישהו עם כתפיים רחבות שיועץ איך
להתאים את זה לדרישות הרגולציה וליצור את התהליך באופן נכון.
כי כפי שתואר, זה מאוד לא פשוט לכתוב prompts לתהליך ויש
הרבה בעיות של הטיות ומניפולציות, ושלל נושאים של AI.

אבל ברגע שיועדים להכיל אותם וכן מנהלים תהליכים באופן נכון,
אפשר להגיע להישגים יוצאים מן הכלל. יכולת קליטת הלקוחות
שלי עלתה עשרות מונים והתכווצה לשניות במקום תהליך של
שעות וימים. אגב, פה ברייכמן, אנחנו מלמדים עכשיו קורס - Chief
AI Officers. להכשיר את אנשי המקצוע בארגונים לפתח ולאמץ
AI באופן אחראי שעולה בקנה אחד עם הרגולציה.

עוד דילמה שאני רואה בכל הגופים הפיננסיים ברחבי העולם, גם
בנקים וגם פינטקים, זה שאלת ה-Buy Vs. Build האם אני
אעשה את זה בעצמי בתוך הארגון או שאני אקח מומחה?
החדשות הטובות הן שבחלק גדול מהמוסדות והגופים אפשר
לעשות Build, לעשות פנימית בתוך הארגון כברת דרך ארוכה

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

שלומית ווגמן

פעמים הונאות בסיסיות מסוג pump and dump הנעשות כעת בעזרת בינה מלאכותית. סיכון נוסף שאנו מודאגים מהתממשות הוא הונאות של גניבת זהות, שאף הן מתגברות בעולם. הבינה המלאכותית מגבירה סיכונים שהיו קיימים גם בעבר כיוון שהיא מאפשרת בקלות, ובעלות נמוכה, לזייף זהויות. היא גם מאפשרת להפיץ מהר את המידע השקרי, וזה באמת אחד הסיכונים שהבלטנו בדוח.

ההתמודדות עם סיכון הדיסאינפורמציה אינה קלה ותצטרך להיעשות בכמה מישורים. מישור אחד הוא חינוך פיננסי לציבור על מנת להגביר ערנות ודרכי התנהלות נכונות. מישור שני הוא הערכות על-ידי הגופים הפיננסיים עצמם, בדומה להיערכות שלהם בנושאי סייבר, כך שיוכלו להתמודד בין היתר עם הונאות מסוגים חדשים. מישור שלישי הוא טיפול בדרכי ההפצה של המידע, וכפי שהתפרסם הרשות מנסה להביא לכך שמידע שקרי יטופל כבר ברמת הרשתות ופרסומים מזויפים יצומצמו ויוסרו באופן מהיר.

מאיר אהרני

בסוף יש פה אוזלת יד מדינית, בוא נלך הכי פשוט, פשינג. פעם אם הייתה מודעת פשינג מזויפת, בטח אם היא מחו"ל היית רואה את הכתב העילג, היית רואה משהו לא טוב הועתק ב-look and feel של אתר הארגון שמעתיקים אותו, אבל הבינה המלאכותית השתפרה, וזה נהיה הרבה יותר קל. זאת אומרת, כל שני וחמישי, אני מנית, לכל בית השקעות או מוסד פיננסי אחר, עולה איזה אתר מתחזה, שולח הודעה ללקוח, עם הודעה תמימה בסגנון אנא אמת פרטך. ותמיד יהיו את הלקוחות שיפלו. אפשר לתת מענה בצעדים הכי פשוטים. קשר בין הרגולטור שלנו לבין משרד התקשורת. בא fraudster, בסדר? מישהו שעושה עבירה, עושה sim swap. גונב לך את הסיים (שזה אירוע הרבה פחות מחמיר מול חברת תקשורת לעומת מול הבנק). המינימום, תנו אינדיקציה, כדי שבפעם הבאה שהוא יזדהה מולנו, שנדע שזה SIM חדש.

דבר נוסף, אני אענה על הנושא הקודם. דיברת על מח"ם (אורן כהן) ואמרנו את זה רגע בצחוק. תראו, בסוף כשאנחנו התחלנו להטמיע דיגיטל בצורה אינטנסיבית, חשבנו שהדבר הזה יאפשר לנו להתיעל במקומים ולהיות הרבה יותר קטנים, אבל מה שזה עשה זה פשוט העלה ביקושים. כי זה עשה אותנו הרבה יותר נגישים, ולקוחות התחילו לפנות בהרבה מאוד נושאים כשלפני זה היה החסם של

לא, לא, אתה מטמיע פנימה הרבה מאוד מנגנונים, שהופכים את הזירה הזו לניתנת להסברה, פיקוח ובקרה, ויש לך את האחריות הזו להראות ולעשות איך עוברים את זה. על זה העבודה שלי בהרווארד בפינטקים. אפשר להגיע, יש כבר דרך לא קצרה, אבל עם אנשי תוכן ומומחים אפשר להגיע לשם, ובעולם הפיננסי, ואולי עם זה אני אסיים, זה מקום מעולה להשתמש ב-AI, מכיוון שזו זירה שנמצאת תחת רגולציה כבדה, כל דבר נבדק בקפידה, ויש רגולטור שידפוק לך בשלב מסוים בדלת, ויבקש לראות איך ומה עשית. מי שמכין את זה צריך לעשות את זה באחריות. וידע להחיל את policies באופן מדויק ותקין. פעמים רבות בדקתי את זה מול אנשים, בפחות טעויות מאנשים, או טעויות מסוג אחר, שיש לי יכולת לתקן. אבל זה אולי כבר לדיון הבא.

רן שחם

אני אשאל שאלה את הרגולטורים, רן שחם, אלשטור שחם. גם אנחנו משתעשעים עם AI כמו כולם, מי שפחות משתעשע עם AI, זה הפרודיסטים. הם פחות כפופים לרגולציה, ואנחנו חווים בחודשים האחרונים..

הפרודיסטים, כל הרמאים למיניהם. רמאים שמשתמשים AI ברמאויות כאלה ואחרות. לא יודע למי יצא לראות את גילעד אלטשולר, שותף שלי ממליץ על מניות סנט בכל מיני פורומים, אנחנו חווים גל מאוד גדול של ניסיונות FRAUD כלפי הלקוחות שלנו, אני חושב שזה לא רק אנחנו אני חושב שזו כל המערכת הפיננסית חווה את אותו דבר.

הייתי רוצה לשמוע, אנחנו פונים לרגולטורים, למשטרה, הגשנו כבר כמה תלונות במשטרה, פייסבוק, טיקטוק, וואטאבר, אנחנו לא מרגישים שאנחנו מקבלים מענה כמו שצריך, וזו סכנה אמיתית.

אמיר וסרמן

גם אותנו סיכון הדיסאינפורמציה מאוד העסיק, ובשנה החולפת אפשר היה לראות איך הוא מתחיל להתממש ביתר שאת בעולם ובישראל. אפשר לראות למשל כיצד בונים באמצעות כלי AI זיופים של דמויות ידועות שממליצות לכאורה על השקעות. אלה הרבה

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

שלומי שוב

הוא רוצה להגיד שהיא התייעלה, הייתה צריכה להתייעל בלי קשר.
אני אפרש אותך.

שלומית ווגמן

אבל יש שינוי בכישורים של העובדים. צריך מעט מאוד עובדים
זוטרים, הם מוחלפים במכונות, ויש צורך בהרבה יותר אנשי מקצוע
מומחים שידעו לבדוק באופן ביקורתי ומקצועי את התוצרים של
המכונה. מחד צריך להעסיק פחות עובדים, אבל מאידך השכר
הממוצע של העובדים שנדרשים - גבוה יותר.

משה ברקת

אני חושב שדני ימין פתח בזה שבצעם השאלות המרכזיות הן
לא סוגיות יישומיות או מקצועיות בהכרח. השאלות המרכזיות הן
מוסריות, פילוסופיות ואסטרטגיות. יש פה שאלות מאוד גדולות.
מבחינת לקוחות, האם אנחנו נוכל לשרת את כל הלקוחות?
ה-Law of Large Numbers למשל, האם הוא ימשיך להתקיים?
האם חלק מהאנשים יסבסדו אנשים אחרים, או שזה כבר לא יהיה
אפשרי? האם חברות גדולות עם יותר מידע, יאכלו חברות קטנות?
בסופו של דבר, בנק לאומי מול בנק ירושלים, זה לא כוחות מבחינת
יכולת השימוש ב-AI וגודל ה-database שעליו אפשר לאמן את
המודל. עם היתרון הזה בנק לאומי לוקחים עכשיו את כל הלקוחות.
אז איך הדברים האלה ישתנו מבחינת תפיסת התחרות, שימוש
במידע, ועוד?

אני חושב שאלה שאלות גדולות שיעסיקו אותנו יותר מאשר
השאלות היישומיות, כי השאלות היישומיות מבחינה טכנולוגית
מוכרות לכל מי שהתעסק ב-SOFTWARE. אז היום הסקטור הוא
קצת יותר מתוחכם, אבל הדבר שהוא שונה הוא בעיקר האלמנט
הזה של הג'נרטיב. עכשיו, בהקשר הזה, הסברתיות זה דבר יפה
מאוד, אבל אתה לא יודע להסביר מה שאתה לא יודע להסביר. כי
הג'נרטיב יכול לקחת אותך למקומות שלך תסביר לאן הוא לקח,
כשאתה לא יודע לאן הוא לוקח ולאן הוא ייקח.

שיחה ושל המתנה. כפועל יוצא אנחנו בעלויות לא יורדים. עכשיו,
דיברנו על מפיץ לעומת יצרן. בסוף, עבור יצרנים, להעמיד שירות
או מוצר, עולה כסף.
אם כל האירוע הזה בסוף יסתכם בזה שלקוחות כל היום יושבים,
בוא נלך עוד פעם על המח"ם. לקוחות לא כל כך מבינים בהשקעות,
אז יהיה מישהו, ידען חכם וחרוץ שכן מבין, יודע להשוות בין ביצועים
של בתי השקעות, מבין מה זה קרן כספית, יודע כל מיני דברים
שהציבור לא יודע ולרוב גם משתעמם מהם, ופתאום כל שני וחמישי
ישווה ויבקש להחליף. מה זה יעשה לעלויות? יוריד אותן או יעלה
אותן? בסדר? ואז יכול להיות שתראה תופעה שהיא לא בהכרח כזו
שאתה חושב.

שלומי שוב

ואז מה זה יעשה למפת התחרות?

מאיר אהרונ

בסוף היצרנים וגם מי שנמצא בתווך, אולי יוכלו להתייעל במענה
לשירותים בנאליים, שם ירד הצורך בגלל האוטומציה, אבל פתאום
הלקוחות פונים הרבה יותר, עוברים כל שני וחמישי, משווים כל שני
וחמישי ואז העלויות דווקא עולות והמח"ם אגב יורד.
אני לא יודע מה זה יעשה, אבל אני יכול לדבר על הציפיה להתייעלות
במהפכות קודמות. במהפכת הדיגיטל, היינו בטוחים - אני מסרתי
הבטחות כאלה ליותר ממנכ"ל אחד, שאם נעשה א' ב' ג' ונשקיע
בערוצים דיגיטליים, נשקיע בקונטקט סנטר חכם, אנחנו נוריד
ביקושים ולכן נוכל להתייעל. בפועל זה לא מה שקרה.

שלי תשובה

בעשור ירדו 12 אלף איש מהמערכת הבנקאית, הוצאות השכר
של הבנקים היו FLAT נומינלי בעשר שנים, איך אפשר להגיד
שהבנקאות לא התייעלה בגלל הדיגיטל?

מאיר אהרונ

בסדר, יש לי מה להגיד על זה.

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

טל הפלינג

ניהול השקעות בפנסיה. במצב בו אין איתות רגולטורי בכלל, ואני עכשיו צריכה לשבת פה כיועמ"ש של גוף מוסדי, ושואלים אותי אם מטמיעים או לא מטמיעים AI בתוך תהליך ניהול השקעות כזה או אחר, התשובה מורכבת. אני עלולה לעשות אחת משתי הטעויות. טעות מסוג אלפא זה להגיד - אני שמרנית. לא כתבו מילה על הנושא בדוח, סימן שאסור. כי אני מחפשת את הרמזים את האותיות הקטנות. או שהייתי עושה טעות מסוג בטא - לא אמרו לי שאסור, סימן שמותר, ונסה לבדוק מה באמת קרה, כשמישהו ישים לב שמישהו השתבש. שתי הטעויות לא טובות לגופים המוסדיים וללקוחות שלהם. אני חושבת שראוי, ולו במילה, להגיד מה הציפיה לגבי הטמעת AI בניהול השקעות בפנסיה. זה לא חייב להיות קונקרטי, זה יכול להשתמש באותם כלים שהדוח עובד איתם לאורך כל הדרך - עקרונות של הסברתיות, תמיכה בהחלטה לעומת ביצוע מלא וכו', כי הנדק בשני סוגי הטעויות עלול להיות גבוה.

יעל רגב

בשתי מילים תן לי רק להגיד, שזה צוות שעבד באופן רחבי, והסתכלנו על סוגיות שהן רוחביות בכל הסקטור הפיננסי, ונכונות לכל הרגולטורים, וככה גם בכתב המינוי, סוגיות כמו אסדרת שינויים של מערכת הפנסיה שהיא נטו ברשות שוק ההון, כמובן לא נכנסות לצוות בין משרדי, אבל דיברנו פה על עקרונות שנוכחים לכולנו, ואחרי זה כל אחד יישם אותו ברגולציה שלו, בהתאם למה שנכון לאותו תחום.

אבי בן נון

לראיית AI היא מהפכה של ממש אבל בניגוד להייפ שהיה בתחילה צריך להבין שישנה אבולוציה, אין פה קסם נדרש זמן אימון ניכר, יש לא מעט יוזמות שנכשלות, ללא ROI מספק כאשר איכות המידע ועומק המידע הינם משמעותיים להצלחת הפרויקטים. לטעמי יש לחלק את ההסתכלות האסטרטגית לשלושה קבועי זמן שלכל אחד ערכים מוספיים שונים.

בטווח הקצר עיקר האירוע יסכם להערכתי ביעילות תפעולית בעולמות שירות הלקוחות, תפעול, פיתוח ובדיקת קוד בעיקר. בטווח זמן הבינוני נהנה משיפור בפריין, ניהול סיכונים, תמחור, ניהול

בוקר טוב לכולם, טל הפלינג, שותפה במשרד עו"ד שיבולת וגם עמיתת מחקר במכון לפנסיה וכלכלה באוניברסיטת בן גוריון וגם לשעבר חברת הנהלת רשות שוק ההון.

רציתי להוסיף שתי מילים על מה שנעדר לי מהדו"ח-אני הסתכלתי עליו גם בעיניים של משפטנית, ברמת האותיות קטנות ורמזים לאסדרת המשך, וגם בעיניים של חוקרת אקדמית, ובשתי הפריזמות - חסרה לי התייחסות להשפעות AI על הפנסיה. מוצר הפנסיה בישראל הוא הר הכסף הכי צומח, שגובהו כשלושה טריליון שקל בערך נכון להיום, בקצב צמיחה של כ-10 אחוז בשנה, וזה מוצר שמשפיע על החיים של כולנו.

כדי לנסות להבין עמדה משתמעת לגבי הפנסיה, הסתכלתי על פרקי הביטוח ועל הבנקאות שבדוח. אלה יוזקייסים שיש להם דמיון אחד לשני - כי כש-the house wins the costumer lose - גם בחיתום אשראי וגם בחיתום ביטוח, אבל זה לא דומה לפנסיה, כי בפנסיה מדובר בדמי ניהול מסך הנכסים המנוהלים והמוצר מתנהל אחרת מבחינת הטעות שהמערכת עושה - אם יש בעיית ניהול השקעות מבוססות AI, התשובה של הלקוחות תפגע, ותהיה השפעה עקיפה על ההכנסות של החברה שמנהלת את הפנסיה. אז אני לא יכולה לקחת את הניתוח לגבי בנקאות וביטוח וליישם על הפנסיה.

הסתכלתי על הפרק של ניהול תיקים, אבל זה גם לא ממש אותו דבר. קודם כל, ניהול תיקים היא תעשייה קטנה יותר, ומוצר ניהול תיקים תחום יותר - מבחינת אורך חיי תיק ההשקעות וסוגי הנכסים המנוהלים. לא פחות חשוב - בניהול תיקים ללקוח יש הרבה יותר מידע על הרכב התיק והתשובות לעומת החיסכון הפנסיוני שלו, ואז יש יותר נתיבי בקרה לאתר טעויות שנובעות, למשל, מניהול השקעות מבוססות AI לא מבוקר דיו. אז מה קורה עם הטמעת AI בתהליכי ניהול ההשקעות בפנסיה, שהם פחות ברי עקיבה על ידי הלקוח?

חלקם יהיו פשוטים יחסית - יש רגולציה שכוללת כללים טכניים מגבולות כמותיות על התיק - ואז קל לאתר כשלים. אבל רוב התיק הוא תיק חופשי מבחינת סוגי נכסים וההחלטות על ההשקעה בהם, כשעל כל התהליך חלה חובת נאמנות כללית. מאיר לוין דיבר קודם על חובות נאמנות כלליות כאלה, שאתה לא בדיוק יודע איך תהיה אכיפה שלהן, ולכן לא ברור מה הציפיה לגבי הטמעת AI בתהליכי

השלכות ה-AI על הסקטור הפיננסי על רקע דוח
הרגולטורים הפיננסיים: כיצד יראו השירותים בעתיד
ומה תהיה ההשפעה על השחקנים השונים?

אפליה ועל נתונים בהם מותר ואסור להשתמש ואני מבין את מה שהרגולטורים אומרים שהגופים אחראים ליישם את הכללים האלה גם כשמכניסים AI לתהליכים - אבל יש הבדל גדול מהניסיון שלי עם כלי ה-AI באיזה שלב מונעים את השימוש בהם... ככל שמונעים אותם כבר בשלב של נתוני קלט אז די מעקרים את הכוח של ה-AI... זה הבדל שם שמייים וארץ. מניח שאלו דברים שיתחדדו בקרוב במסגרת המרוץ של הגופים הפיננסיים לעבר ה-AI בשורה התחתונה, אני חושב שבאמת היה לנו דיון משמעותי וחשוב על מהפכה בהתהוות - ממש בתחילתה. אני חושב ששמענו לא מעט מהגופים ואני לא מופתע שכל גוף לוקח את זה לכיוון אחר, ברמת דאגה ודחיפות אחרות, כאשר במקביל צריך לשמור על "עיניים על הכדור" כדי לא לפספס את המצב הנוכחי וזה לא פשוט. זה מובן, כי יש פה הרבה אי וודאות ודני ימין השווה את זה להשלכות על האנושות של גילוי אמריקה או על גילוי חיים במאדים... וזה ברור לי שהגופים גם לא יכולים להיות חשופים לגמרי, כל אחד שומר על האינטימיות שלו, על היתרונות התחרותיים שלו והכל בסדר. דבר אחד בטוח - כל דירקטוריון והנהלה חייבים בימים אלה להיות בפקוס על הנושא האסטרטגי הזה ולהכריח את עצמם לחשוב אחרת בראיה של הדור הצעיר. תודה רבה.

תביעות ותמיכה אקטוארית טובים ומותאמים יותר ובזמני תגובה מהירים יותר כאשר תמהיל כח העבודה יהפוך היברידי תוך שילוב סוכני AI עם כח העבודה האנושי ושינוי מסוים בתמהיל המשרות. בטווח זמן הארוך ובשילוב גם עם מחשוב קוונטי נראה שינויים במודלים עסקיים, במודלי הפצה ובטעמי הציבור. לאור זאת ומכון שהתועלות העתידיות עשויות להיות משמעותיות נדרשת רגולציה מאפשרת כמובן תוך התייחסות לסיכונים הייחודיים שמודלי AI מביאים עמם אבל יש לאפשר לגופים ניהול סיכונים פנימי בהתאם לתאבון הסיכון של כל גוף, תוך קביעת ובניית סט בקורות בהתאם לסיווג הסיכון של יוזמות AI מתוך הבנה שכל אחד ממקטעי הפעילות שרלוונטי בטווח הנראה לעין למודלי AI נתון מלכתחילה לרגולציה קיימת ללא תלות בשיטת ההפעלה. אמיר ברנע

מילה אחת. למה קוראים לזה בינה? היכן כאן הבינה? האם היא תחליף טלפון לבנק, דבר עם היועצת שלך, האם מגע אישי כבר לא יתקיים יותר, טלפון לחברת הביטוח, להתייעץ עם הסוכן, הסוכן לחברת הביטוח, כל הדברים האלה שהם לב הפעילות, הממשק בין לקוח לגוף פיננסי. האם כל אלה ישתנו? האם השאיפה לתגובה אנושית בהחלטות פיננסיות היא אנכרוניזם?

שלומי שוב

דברי הסיכום שלי בדיוק מתחברים לדברים של אמיר, כי כאן לדעתי נעוצה הבעיה במחשבות ובדיונים של הדירקטוריונים היום. קשה לנו להבין את זה אבל הצעירים היום, שהם הילדים או במקרים רבים תלוי בגיל הנכדים שלנו, מעדיפים בכלל לא לדבר טלפונית עם נציגי שירות, שלא לדבר על לא להגיע פיזית לסניף.. מעדיפים שהכל ייסגר דרך האפליקציה - מה שנקרא "ללא מגע יד אדם"... ודירקטוריונים היום חייבים להיכנס לראש הזה כי אחרת יפספסו את הרכבת.. כלומר את החשיבה האסטרטגית על העתיד. נקודה קריטית שעלתה כאן לדעתי היא הנושא הרגולטורי של היכולת של הגופים הפיננסיים להזרים לרובוטי ה-AI מידע רגיש שנמצא ברשותם ויכול להוביל למשל לתמחור וחיתום הרבה יותר נכון ומדויק בחברות ביטוח אבל גם יש לו פוטנציאל להוביל לאפליה. כלומר, השאלה היא עד כמה מונעים מראש שימוש במידע ולא נותנים שיקול דעת/אחריות לגופים עצמם שלא לבצע אפליה? אני מבין שכעקרון כבר כיום קיימות מגבלות מסוימות על



FVF

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

**"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי בישראל:
דיון בהמלצות הביניים של הוועדה שהקימה רשות
ניירות ערך"**

תאריך המפגש: 5 בפברואר 2026

נושא המפגש: "השינויים המוצעים בדיווח התקופתי בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה שהקימה רשות ניירות ערך"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחצו כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחצו כאן](#)

צוות מקצועי: דניאל אלביליה, טוהר זיני, ניר פלד, דותן פרידמן

שלומי שוב

תפיסה קשוח גם של החברות אבל לא רק - גם של הרגולציה! אז קודם כל כדי שגישת ההנהלה תהיה אפקטיבית חייבים לעגן אותה - ואפשר ללמוד כאן מה- IFRS שמאמץ בשני בעשורים האחרונים את גישת ההנהלה - כך למשל ב-IFRS 8 שהוא אולי התקן החשבונאי המשמעותי והרגיש ביותר-מגזרי הפעילות והדיווח עליהם נקבעים על בסיס הדיווח ל- CODM לצורכי קבלת החלטות. דוגמה נוספת היא IFRS 18 החדש, שעסקנו בו בשנה שעברה בפורום, ועושה מהפכה בדיווח על התוצאות, אשר קובע את מדי הנון גאפ, ה-MPMs, שידווחו בדוחות הכספיים לפי המצגת למשקיעים. אני קורא לגישה הזאת "האח הגדול". זה אומר שחייבים עוגן וחייבים גם מסגרת מינימום של מידע. אני הצעתי בזמנו לעגן את הדיווח בדוח התקופתי על בסיס הדיווחים של הנהלה ובכלל זה סמנכ"ל הכספים לדירקטוריון, כמובן בכפוף לענייני סודיות. תחשבו על הדוח התקופתי של הבנקים שהוא רווי במלל, טבלאות בלי סוף ונתונים לא רלבנטיים - הרי סמנכ"ל הכספים של הבנק יודע מן הסתם לזקק לבורד שלו את העיקר.. אותו דבר צריך להיות גם לגבי ה-KPIs. אם לא נגדיר דיווח מינימלי של KPIs ענפיים, השוק יישאר עם מצגות שיוקיות במקום מדדים בני השוואה. חייבים כאן סטנדרטיזציה לגבי אותם מדדים שחשובים למשקיעים, כמו שהרשות עשתה לגבי ה-FFO בנדל"ן המניב. אני חושב למשל שבחברות SaaS צריך שתהיה סטנדרטיזציה של

בוקר טוב, אנחנו עוסקים הבוקר במסקנות הביניים של ועדת חמדני - זה נושא קריטי לשוק ההון. עברתי על דוח הביניים ואני חייב להגיד שלדעתי יש עוד מה לעבוד עליו כי אנחנו חושבים שהוועדה צריכה לעשות באמת שינוי קונספט - ובדיוק בגלל שזה דוח ביניים יש מה לשפר לקראת הדוח הסופי וזה הזמן לכך. הכי חשוב זה שלא נפספס את האתגר הגדול שלפנינו - זה לא ארגון מחדש של הפרקים ושינוי סמנטיקה ואפילו לא הסלוגן של "קיצור הדוחות" אלא ממש שינוי קונספט - מעבר מתפיסה של ציות פורמלי לתפיסה של דיווח ניהולי-עסקי אמיתי למשקיעים. לפני כ-7 שנים קיימנו כאן בפורום דיון משמעותי על דוח ברנע והמסקנה הייתה גישת ההנהלה אבל לא כסיסמא וזה עוד היה לפני שידענו מה זה AI שרק מחדד את החשיבות של כך.

אני חושב שכולם מסכימים איתי סביב השולחן שמצב הדברים היום הוא שיש לנו בעיה של "ביצה ותרנגולת", מרבית החברות (ויש לכך כמובן יוצאים מהכלל, צריך תמיד להיזהר מהכללות) מדווחות בשביל לדווח - כלומר בכדי לצאת ידי חובה והמשקיעים כפועל יוצא מדלגים על הדיווח הזה וזה כמובן מעגל שוטים שמזין את עצמו.. בקיצור זה יותר משחק של יועצים משפטיים. ותכף אגיד לכם מה אני חושב שצריך לקרות כדי לשבור את המעגל הזה - זה שינוי

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

מדברת על כך ש"אינפלציה דיווח" לא נעצרה מאז, בלשון המעטה. אגב, הרשות חזרה על נושא קיצור הדוחות גם כעת במכתב שיצא לתאגידים לפני שבועיים לגבי דוחות 2025 ותורשו לי להמר שגם כאן לא נראה שינוי מהותי.

למה זה קורה? כי המשפטיזציה שולטת ולכולם זה נוח. עורכי הדין מיעצים להכניס הכל כדי לא לקחת סיכונים ומבחינת המנהלים זה סבבה להטביע את המשקיעים בתוך ים של חומר כשאינן באמת רצון לדווח על הדברים הרגילים. להפך - אני זוכר אפילו שלפני כמה שנים אחד ממנהלי החברות הכי גדולות במשק אמר לי שהוא הכניס מידע רגיש מסוים בתוך בליל של דברים כדי שלא ישימו לב. כאן בדיוק נמצאת הבעיה! זה מעגל השוטים.

עשינו באמצעות הצוות המקצועי של הפורום בדיקה של מספרי עמודים בין הדוחות בישראל למנפיקים מקומיים בארה"ב. גילינו תופעה מעניינת - שלא רק שהדוח התקופתי בישראל הרבה יותר ארוך בכל הסקטורים (וזה עוד מבלי שנטרלו את הדיווח על גורמי הסיכון שיכולים להגיע שם ל- 50-60 עמודים), אלא גם הדוחות הכספיים עצמם ארוכים משמעותית יותר. זה מרמז שמדובר בבעיה שורשית של תפיסה הדיווח שגם קיימת בדוחות הכספיים, הרי לא קיימים הבדלים כה עצומים בין היקפי הגילוי בין ה-USGAAP ל-IFRS. ומזכיר לכם שיו"ר ה-SEC אטקינס היה כאן לפני כמה שבועות ודיבר על זה שהוא רוצה לקצר את הדיווחים.

אגב, אחת הבעיות היא כנראה הדוחות לדוגמה של המשרדים הגדולים שזה ב-IFRS משהו כמו 100 עמודים בפונט קטן יחסית וגורמות לכולם לעשות "העתק הדבק" של גילויים וביאורים וכו... אגב, ממה שאני זוכר המשרדים לא מפרסמים ב-USGAAP דוחות לדוגמה בגלל נושא אי התלות ומחשש מתביעות - ואולי גם זה גם יכול לתת לנו רמז למקורות הבעיה.

ולא פחות חשוב הוא נושא שהוועדה לא התייחסה אליו בדוח הביניים והוא התזמון של המידע. האמריקאים עשו לפני יותר מ- 20 שנה קיצור לדד ליין של החברות הגדולות בדוחות השנתיים והרבעוניים ל- 60 ו- 40 יום בהתאמה. נטפליקס ומטא כבר פרסמו בינואר את ה- K 10 של 2025. לפני כעשור היה מהלך כזה בישראל שהתחיל עם הבנקים אבל לצערי נעצר מסיבות לא ענייניות. דוחות חמשת הבנקים הגדולים ל-2015 פורסמו ב-23-29 בפברואר 2016, והדוחות לרבעון השלישי ל-2016 פורסמו ב-14-17 בנובמבר.

אין סיבה שהחברות הגדולות לא יקצרו את הדד ליין. תחשבו על העולם הטכנולוגי של היום שלא לדבר על מהפכת ה-AI לא סביר

ה-ARR שהוא קריטי למשקיעים וזה לא סותר אם החברה רוצה להוסיף עוד יחס ניהולי או התאמה כמובן בגבולו של שקיפות ועקביות אבל לא במקום. או למשל מכירות של חנויות זהות Same Store Sales בקמעונאות, או למשל כשמדברים על חברות ביטוח אזי צריך ליצור סטנדרטיזציה של הרווח החיתומי שזה המספר הכי קריטי למשקיעים כיום תחת IFRS 17 וכו. אחרת לא ניתן להשוות ביצועים.

פשוט צריך לעבור ענף ענף ולעשות סדר. רק תחשבו כמה תחום האנרגיה פרוץ היום וכמה צריך לעשות שם סדר. אני חושב שמהלך כזה גם יביא לכאן משקיעים זרים וישים את שוק ההון שלנו במקום אחר.

אבל זה לא מספיק - המעבר בין סיסמאות לשינוי קונספט מחייב אכיפה. שינוי אמיתי בתפיסת הדיווח צריך גם להגיע מהצד של הרשות - כי הרבה יותר קשה לאכוף את גישת ההנהלה וזה אתגר שהרשות צריכה לקחת על עצמה. גם אם זה אומר להחזיר דוחות עמוסי מידע שלא נוגעים בעיקר. תסתכלו למשל על הקושי באכיפה של IFRS 8 וזה תקן קריטי כי הוא פותח את הפעילות והמספרים לדוח התקופתי. אפרופו הדיון שלנו היום. המצב כיום בארץ בנושא לא מושלם בלשון המעטה, בין היתר בקמעונאות.

אין מה לעשות, יש קשר חזק בין רגישות למנהלים לבין רלבנטיות למשקיעים - ובאמת בביאור על מגזרי הפעילות - שכאמור נערך לפי גישת ההנהלה, רואים את זה הכי חזק והחברות פועלות על מנת לצמצם ככל הניתן את החשיפה שלהם - וגם שם האכיפה של הרשות היא הדבר המרכזי. ממש רואים מגמות באיכות הדיווח על מגזרים לפי מדיניות האכיפה והפרסונות המטפלות בכל ברשות בנושא על פני השנים...

יש כאן אתגר אכיפתי שצריך לעמוד בו וזה לא קל. הכי קל לרגולציה זה לאכוף תקינה מבוססת כללים. אתם יודעים בשבוע הבא יש מבחן לסטודנטים שלי שמרכיבים את הצוות המקצועי של הפורום - זה עם חומר פתוח אבל אני ממש מגביל אותם במילים של כל תשובה וגם הבדיקה מענישה על תשובות גנריות ומתגמלת על אותנטיות ויצירתיות.

זה לא פשוט גם לנו כסגל אבל אין מה לעשות חייבים רגולציה ואכיפה גם בגישת הנהלה.

שימו לב שעד כה כל העניין של קיצור הדוחות וחזרתיות שמדברים עליו עכשיו שוב לא הצליח - חד משמעית. פרויקט קיצור הדוחות של הרשות שיצא לדרך בשנת 2012 נכשל בתכלס. הוועדה עצמה

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

פסגה בין אסף חמדני - יו"ר הוועדה הנוכחי לאמיר ברנע יו"ר הוועדה הקודם אז נראה לי שאי אפשר היה לכתוב תסריט מעניין מזה.. יש לנו גם הצעה לפתרון קבע בנושא דוחות הסולו, שכללנו בנייר העמדה שצירפנו לכם אתמול.

אמיר ברנע

רק למען הרקורד, הזכרת את הוועדה שקדמה לוועדת חמדני. אני רוצה לציין שמבחינה מקצועית חלק ניכר מדו"ח הוועדה היא נעשה על ידי דוקטור אייל סולגניק ואביבה בן משה שניהם אם אני לא טועה עבדו אז ברשות ניירות ערך. והתרומה שלהם לדו"ח הוועדה היא הייתה קריטית. אני מודה לחברי וועדת חמדני, הם עשו עבודה יסודית, מקיפה, שכללה בחינה ביקורתית של כל סעיף בהוראות הגילוי, מנקודת ראות של מהותיות, מניעת כפילות, קיצור דו"חות, פורמט מסודר, עם פרקים מובחנים, עם הגיון פנימי. פירוק מגזרים ומדדי ביצוע, KPI, אומדן גילוי שהוא נגיש לטכנולוגיה, דבר שחשוב לאלגוריתמים ובינה מלאכותית. הוועדה אימצה את הגישה ששלומי דיבר עליה, נקודת המוצא של ההנהלה, עם דרישה שתאפשר השוואה רוחבית בין החברות. למעשה נושא זה נסגר, בהשוואת האינפורמציה בדו"ח התקופתי, עם אינפורמציה שהייתה בתשקיף. תיאור עסקי החברה בתשקיף, הוא אב טיפוס של היקף האינפורמציה שצריך להיות בדו"ח התקופתי. לפנינו רק דו"ח ביניים של ועדת חמדני שמשקף רק חלקית את המלצות הוועדה. ואני שואל את השאלה הפשוטה הבאה, מה פירוש נקודת המוצא של ההנהלה? להבנתי, נקודת המוצא של ההנהלה פירושה עקביות בין המידע שמועבר למשקיעים בדו"ח, לבין המידע שמשרת את ההנהלה בהחלטותיה. כמובן תוך שמירה על מהותיות והגנה על סודיות מסחרית. זה תחת העיקרון של העקביות, מה לדעתי יש לכלול בדו"ח ואיננו. ראשית התייחסות לתחזיות, לצפי. למיטב ידיעתי, תחזיות וצפי הן בלב פעילות דירקטוריון והנהלה. ההפתעה היא שאם תחזיות הן בלב פעילות ההנהלה, למה אין כלום בדו"ח הנוכחי שמתייחס לנושא התחזיות. חוץ ממשפט אחד בעמוד 47, עמוד אחד מתוך 119 עמודי הוועדה כן? הוא כותב שאין חובה לפרסם, אך יש לעודד לספק תחזיות, עמוד 47 בשורה למעלה. זאת אומרת, אלמנט מרכזי בעבודת הנהלה ועבודת דירקטוריון, שזה יצירת תחזיות, תוכנית אסטרטגית ותוכנית עבודה שעקבית עם תכנית אסטרטגית, אין פה. עכשיו, תוכנית עבודה וניתוח, אני

שהמשקיעים ייכחו כל כך הרבה זמן, שלא לדבר על בעיית מידע הפנים. גם רואי החשבון יודעים לעשות ביקורת כלשהם רוצים מהר מאד ואנחנו רואים שהם דה-פקטו גם אם לא אומרים את זה רשמית בודקים את המספרים של הדיווחים של הדואליות בינואר על הרווחים השנתיים כדי שלא יהיו סטיות בדוחות הסופיים - מה גם שזה גם יעזור לקדם את הטכנולוגיה אתל רואי החשבון וזה חשוב. הוועדה הזאת צריכה לדעתי לקחת החלטות היסטוריות אמיצות! זה בדיוק הזמן ולא להיות במוד השגרתי והמרצה של "חלוקת טופינים" לחברות... בהקשר הזה אני חושב שגם ההמלצה של הוועדה לעניין הדיווחים המידיים פועלת בכיוון ההפוך! ותכף נדבר על זה גם אם זה לא פופולארי.

בשורה התחתונה, רק אם נצא מהדיון הזה עם ההבנה שגישת ההנהלה היא לא הקלה - אלא דרישה לחשוף את מה שבאמת חשוב להנהלה - נצליח לשבור על מעגל השוטים הקיים היום. זה לא רק עניין של דוח קצר זה עניין של דיווח כדיאלוג ולא ככיסוי בשביל לצאת ידי חובה. כן - דיווח רלבנטי צריך לגעת בדברים הכי רגישים לפי החשיבה הניהולית - פשוט לספר את הסיפור - איך החברה מתנהלת עסקית לפי העוגן שדיברנו עליו!

מי שמכיר אותי יודע שמבחינתי עקרון העל של החשבונאות הוא להסתכל למשקיעים בעיניים ולראות אם דיווחנו להם נכון על העסקה או האירוע. לצורך כך, חשוב שיהיה מנגנון אחריות מידתי שיאפשר להנהלות לתת מידע חשוב מבלי הפחד מתביעות - ורד פיליבוסקי ראשת תחום ניירות ערך במכון הפניקס לחקר שוק ההון שהכינה את נייר המדיניות מטעם המכון תתייחס לכך בהמשך. במסגרת נייר המדיניות אנחנו גם רואים שלא לבטח את הדוחות הסולו שהם קריטיים לבעלי החוב וגם חשובים במקרים רבים למחזיקי המניות והצענו פתרון קבע בנושא.

כאינדיקציה חזקה, כל עוד נמשיך למצוא את עצמנו כשעורכי דין ויועצים כותבים את הדיווח ולא המנהלים עצמם לא עשינו כלום - ובהקשר הזה, אסף, בלי לפגוע באף אחד בבקשה - אני ממליץ שאת הדוח הסופי של הוועדה יכתבו בעיקר מי שהם לא עורכי דין.. יש לנו כאן היום את אחד מהדיונים המעניינים והחשובים שהיו לנו - נמצאים פה - יו"רים, מנכ"לים וסמנכ"לי כספים מצד אחד ונציגי שוק ההון מהצד השני וכמובן גם נציגי רשות ניירות ערך בראשות היו"ר ספי זינגר וראש מחלקת תאגידים אמיר הלמר.

תודה שהגעתם לשמוע את דעתנו ואני חושב שזה בדיוק ההזדמנות לשפר את הדברים לקראת הדוח הסופי. ובכלל יש לנו כאן מפגש

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

השוק, עם כל הצדדים של השוק, עם כל המגוון של השוק, מתוך הבנה שזו הדרך הנכונה לייצר את אותה שותפות שדיברתי עליה. כלומר, ראייה שמסתכלת על כל השחקנים וכל השותפים בדו"חות החברות. והבחירה הזאת גם משפיעה על המסקנות של הוועדה. התפיסה הזו באה לידי ביטוי גם במסקנות הדוח. אני רוצה לדבר על שני עקרונות על. העיקרון הראשון שנמצא לכל אורך דו"ח הוועדה, הוא רעיון המעבר מפורמליסטיקה למהות, כלומר מיקוד במה נדרש למשקיעים בדו"חות. בבסיס הדיווחים, הם הדרך שבה החברה מתקשרת עם המשקיעים שלה. תפקיד הרגולציה הוא לייצר סטנדרטיזציה, ולהרחיב במקומות מסוימים את חובות הדיווח. אבל אסור לשכוח שהדיווחים נועדו ביסודם לשרת את המשקיעים, לא את הרגולציה. צריך להגיד ביושר, שמסיבות שונות, לפעמים העיקרון הפשוט הזה קצת התעמעם.. זהו אחד מעקרונות העל של הוועדה - חיפוש ומיקוד הדיווחים במהות שנדרשת למשקיעים.. ההמלצות של הוועדה הם צעד חיוני לשם כך אך לא צעד מספיק. השינוי הזה לא יכול לקרות רק מרגולציה, או רק מחקיקה. הוא חייב להיות מלווה גם בפרקטיקה הפיקוחית.

זאת הכוונה שלנו. המיקוד במהות ובעיקר יכולין גם את העבודה הפיקוחית השוטפת כך שזו תתמקד פחות בפורמליסטיקה ויותר בשאלה המהותית האם המידע שניתן למשקיעים הוא המידע הרלוונטי? האם יש פה את המידע שהמשקיעים צריכים כדי לקבל החלטות השקעה מושכלות?

העקרון השני שאני רוצה לדבר עליו בדו"ח באופן כללי הוא התבססות על הדין האמריקאי. גם בהקשר הזה, הדבר משקף תפיסה רגולטורית יותר רחבה של התאמת הרגולציה הישראלית לסטנדרטים המקובלים בעולם.

אנחנו לא מעט זמן מדברים על הנושא, קראנו לזה: "מיישרים קו עם העולם". המטרה היא לייצר סטנדרטיזציה של רגולציה בישראל, שתדמה לשווקים הגלובליים, מתוך תפיסה שאנחנו צריכים להיות חלק מהשווקים הגלובליים, מתוך תפיסה שהכלכלה הישראלית יכולה וצריכה להיות שחקן באקוסיסטם הגלובלי. התפקיד שלנו כרגולטור בהקשר הזה הוא לבנות את הרגולציה הישראלית כך שתהיה יותר מכוונת, יותר מוסדרת ויותר תואמת לרגולציה המקובלת בשווקים המובילים בעולם. זה לא אומר שבכל נקודה נהיה זהים. אנחנו צריכים לבחון כל נושא לגופו ולעשות את ההתאמות הנדרשות למשק הישראלי ולמאפיינים הייחודיים שלו אבל זה בהחלט אומר שזה קו המחשבה שלנו, וזו נקודת המוצא

אומר תראו, אני מצטער, אני יושב בדירקטוריון ואני רואה, המעקב אחרי תוכנית עבודה וניתוח הסטיות בין ביצוע ובין תוכנית העבודה במהלך חודש, רבעון ושנה, הוא בלב פעילות ההנהלה והדירקטוריון. כל הבקרה מתמקדת בנושא הזה, זה איננו. קראתי את הדו"ח, ולא מצאתי התייחסות לשאלה הזאת, בוא נאמר אפילו אם יש נניח התפתחות עסקית, שבעיני ההנהלה יש לה משמעות לגבי העתיד. אז יכול להיות שיהיה איזה דיווח מידי מקוצר, אבל איך הדבר הזה יבוא לידי ביטוי בדו"ח? איפה? איפה ביקשתם? איפה ההתייחסות לזה? כלומר, לדעתי היעדר הנושא הזה מביא לתקוות שווא. לדוח שמגשר בין פעילות ההנהלה עם הדיווח למשקיעים. זאת אומרת, אני מחפש את הקשר בין הצעות הוועדה לדיווח למשקיעים, ובין פעולת ההנהלה והבורד. לפי דעתי הקשר הוא בלב העניין. האם יש קשר? ובמיוחד הרי דרך הפעולה של ההנהלה והבורד, היא צופה פני עתיד. והדו"ח הוא היסטורי. כל הדו"ח המוצע פה עם התיקונים שלו הוא היסטורי. אני לא נכנס לשאלה של הדיווחים המידיים, אני רק רוצה לסיים ולהדגיש שמה שנקבע לפני 20 שנה ויותר, ודאי שדורש ריענון מאסיבי. והוועדה עושה אותו ביסודיות, מתייחסת באמת לאלמנטים שאמרתי קודם, אבל אני בספק, אם דו"ח הביניים באמת מגשר בין דיווח למשקיעים ובין פעולת ההנהלה בלשון אמיתית הוא לא מגשר.

ספי זינגר

בוקר טוב ושלוש לכולם, תודה על ההזמנה, תמיד משמח להגיע לפה והיום במיוחד, בין ברנע לחמדני, זה ממש מעבר בין דורי. אני לא רוצה לדבר על ההמלצות עצמן - כי בעיקר באנו לפה לשמוע - אני כן רוצה לדבר קצת יותר מלמעלה על מה שהוביל אותנו, ועל מספר נקודות שמבחינתי הם ציונים חשובים בעבודה של הוועדה. שלושה שותפים באדם, אביו, אימו והקדוש ברוך הוא. בפראפרזה, גם לעולם הדיווחים יש שלושה שותפים, המשקיעים, החברה והרגולטור. אני רוצה לדבר על השותפות הזאת בכמה רבדים. קודם כל, מבחינת הרכב הוועדה, הוועדה הוקמה כוועדה ציבורית שמשפת את כל השחקנים ולא בכדי. אם אתם מכירים קצת איך נראות וועדות ממשלתיות או וועדות ציבוריות בשנים האחרונות, רובן, לא כוללות את השוק, נותנים לשוק להופיע בפני הוועדה, אבל הוועדות עצמן בדרך כלל לא מחברות את השוק. בוועדה הזו כוונה תחילה, בחרנו לא לעשות כך. בחרנו לעשות וועדה, עם כל

“השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך”

או הפחתת היקף הדיווחים. שלישית, זה חשוב גם במבט צופה פני עתיד. בדו"ח לדוגמה יש לא מעט אמירות בקשר ל-AI, אבל אין המלצה אופרטיבית בקשר לזה, כי אנחנו בעולם מתפתח, זה עולם שאנחנו לא יודעים בדיוק להגיד לאן הוא יגיע אבל בהחלט יכול להיות שבגלל AI, או בגלל התפתחות טכנולוגית חדשה אחרת שאנחנו לא מכירים, בעוד שנתיים או שלוש, יהיה צורך בשינויים נוספים. דוגמה נוספת, נושא קיצור הדו"ח אולי יהיה פחות רלוונטי בעולם שאנשים כבר מפסיקים לקרוא, הדרך שבה זה מוגש, הדרך שבה דברים נקראים, כל הדברים האלה יכולים לעבור שינויים מאוד מאוד משמעותיים וגם מאוד מהירים. ובשביל שאנחנו נהיה רלוונטיים ובשביל שאנחנו נוכל להתאים את עצמנו לא פעם ב-20 שנה וגם לא פעם ב-10 שנים, אלא כשיש באמת צורך בזה, והצורך הוא הרבה יותר דחוף, חייבת להיות גמישות בקביעת הרגולציה. אנחנו מנהלים את הדיון הזה כבר תקופה מול התעשייה. החשש שלהם הוא מעודף כוח לרגולטור. אני יכול להבין את החששות אבל חשוב להבין שהמחיר לתעשייה מהיעדר גמישות הוא הרבה יותר גבוה מהחשש מזה שיהיה עודף כוח לרגולטור. זה לא אומר שצריך לתת כוח בלתי מוגבל, יש תהליכי היועצות, תהליכי שיתוף ציבור. הם היום גם מפותחים ואפשר לחשוב איך משכללים אותם עוד יותר. אבל בסוף גמישות רגולטורית היא אינטרס של התעשייה לא פחות מכך שזה אינטרס של הרגולטור. אם יש לקח רוחבי שצריך לקחת מהדו"ח הזה - זה הלקח. תהליך יצירת הרגולציה צריך להיות עם יכולת להתאים את עצמו למציאות לא בקצבים של 20 שנה אלא בקצבים הרבה הרבה יותר מהירים.

שלומי שוב

תודה, ספי. אני רק מסתכל על הדוגמה המביכה של הפיגור שלנו בעשרות שנים בנושא ה-XBRL ומתבייש שבעידן הטכנולוגי של היום אנחנו עדיין בעולמות של PDF. והרשות ניסתה, זה לא שלא ניסתה, אבל לא היה לה את הכוח להעביר את זה לאור העלויות מבחינת החברות המדווחות.

אסף חמדני

ראשית, אני מודה לשלומי ולאמיר על ההזמנה. אני מסתכל על אמיר וחושב לעצמי אם עוד 25 שנה יביאו אותי לדון בוועדה, מה

שלנו ביצירת רגולציה חדשה.

יש לעיקרון הזה גם מחירים. לפעמים אנחנו פחות אוהבים את הרגולציה המקובלת בעולם. אבל אם מסתכלים על התמונה הרחבה, חשוב להבין שלכל סטיה יש מחיר בהיבט הסטנדרטיזציה עם השווקים הגלובליים. זה העיקרון המוביל, והעיקרון המוביל הזה, עליו אנחנו משתדלים לשמור, כמובן מתוך התאמות למציאות, מתוך התאמות לסטנדרט הישראלי, לפרקטיקות שבישראל אבל זה הכיוון שמנחה אותנו.

אני רוצה להוסיף גם נושא נוסף במבט צופה פני עתיד. דיברתי על זה גם בכנס שהיה לא מזמן עם יו"ר רשות ניירות ערך האמריקאי. אחת המסקנות המשמעותיות מהדו"ח הזה, זה החשיבות של יכולת קביעת הכללים, מה שנקרא: Rule making power. לרשות ניירות ערך. הדו"ח הזה בעיניי הוא דוגמה מצוינת לצורך האקוטי הזה בשלושה מובנים.

ראשית, עצם העובדה שעברו 20 שנה מאז דו"ח ברנע ועד לדו"ח הזה. זו תקופה הרבה יותר מדי ארוכה בשביל התיקונים האלה. העולם משתנה הרבה יותר מהר מאשר מקצבים של 20 שנה. הסיבה העיקרית לקיפאון הארוך הזה היא העובדה שתהליכי החקיקה הם ארוכים ומורכבים. כך בכלל וכך במיוחד בתחומי האחריות של הרשות בהם מדובר בנושאים מורכבים וטכניים שקשה לקבל לגביהם קשב מהדרג הפוליטי. חשוב גם להגיד שלא מדובר בהחלטות ערכיות או החלטות מדיניות רוחבית שבהם חשוב פיקוח ואישור של הדרג הנבחר. אנחנו מדברים על נושאים טכניים/מקצועיים שמקובל להסדיר בהוראות רגולטור, גם בישראל וגם בעולם. הסיבה היחידה שברשות כל תיקון דורש תקנות היא שאריות היסטוריות של מבנה רגולציה שנכון היה לשנות השבעים והשמונים. הוא אינו מתאים לרגולציה פיננסית מודרנית והתוצאה היא סטגנציה.

שנית, זה חשוב גם להפחתת רגולציה עודפת. רגולציה, בדרך כלל בנויה בשכבות שנבנות אחת על גבי השנייה. הניסיון מראה שרגולציה ממוקדת יותר ביצירת שכבות נוספות ופחות בבחינה מחודשת של ה-"מלאי" של הרגולציה הקיימת. ככל שהתהליך של קביעת רגולציה יהיה יותר גמיש, יותר מהיר, היכולת שלנו כרגולטור לעשות את זה, תהיה הרבה יותר גבוהה וכך גם הלגיטימיות של הדרישה מאיתנו לעשות את זה גם היא תהיה יותר גבוהה. אם לנו יש 'סלוטים' קטנים מאוד של חקיקה, אז מטבע הדברים ב'סלוטים' האלו ננסה יותר לצמצם סיכונים, ופחות להתמקד בצמצום עמודים

”השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך”

מצד שני ברור שאין הצדקה לחייב חברות לדווח על תחזיות. אין מדינה בעולם שמחייבת תחזיות. אז לא נגענו בהיבט הזה, ולכן זה מופיע רק בעמוד, לפעמים אתה לא כותב משהו, כי אתה חושב אם אני לא משנה את המצב הקיים, אז אין טעם להרחיב. אבל מי שיקרא את סעיף המטרות של דו"ח ההנהלה, יראה שאנחנו גם לקחנו בהמלצה את הנוסחה האמריקאית לאיך כן מנסים בכל זאת לעשות אופטימיזציה בין זה שלא מחייבים תחזיות, לבין התפתחויות ידועות שהנהלה כבר יודעת עליהם וכן הלאה. חשבנו על הדברים שעלו כאן, אבל בסוף באנו ואמרנו אנחנו לא רוצים להיות המדינה הראשונה, לא שמחייבת תחזיות, לא שבאה ואומרת אם ההנהלה מציגה לדיקטוריון אז אנחנו נקבע עכשיו כלל משפטי, שמשיקף את זה, זו לא הדרך שבה מיישמים רגולטורית גישת הנהלה בעולם. ויש לי גם תחושה, שלומי, שלמרות כל הדיונים פה, אתה קצת נאיבי לגבי עורכי דין. החשש הוא שההצעות לקבוע כללים נרחבים יותר לגבי יישום גישת הנהלה, לרבות דרישה שכל מדד שיוצג לדיקטוריון יהיה חייב בדיווח, רק יגבירו את המעורבות של עורכי הדין בדיווח.

שלומי שוב

אמרת שאני גם לא עושה הכללות

אסף חמדני

ואני אסיים רק במשפט אחד. הדבר הכי חשוב הוא להדגיש שזה דו"ח ביניים, ואנחנו מאוד שמחים לקבל אינפוט גם היום, וגם כמובן בכתב. תודה רבה.

שלומי שוב

תודה אסף, אנחנו נשמע גם את הצד של החברות, גם את הצד של שוק ההון.

יוסי זינגר

קודם כל תודה, וברכה על היוזמה לוועדה ואני חושב שבסוף האתגר זה היישום.

אני אחשוב. אני לא יודע אם הייתי שמח או לא. עוד מעט גם אראה לכם שלפעמים אתה מאוד מעריך עבודה של מישהו ואז הוא נוזף בך על זה שבעצם לא שינית שום דבר ממה שהוא כתב לפני 25 שנה על מידע צופה פני עתיד. אני רוצה לברך את שלומי על הקמת מכון הפניקס. המכון החדש והקהל שנמצא כאן היום רק מעידים על האיות של העבודה. אני אתייחס בקצרה כי המטרה המרכזית שלנו היא לקבל הערות, אני מודה לחברי הוועדה, וגם לסגל הרשות שעשה עבודה באמת מאוד אינטנסיבית. לספי, עוד לא החלטתי אם אני מודה או לא, על הכבוד להיות יו"ר הוועדה, ייקח עוד זמן. תראו, הוועדה כמו ששמתם לב, עבדה בשני צירים בעצם. יש לנו הרבה מאוד המלצות קונקרטיות, שזה נובע מכך שאם כבר מתכנסת וועדה אחרי הרבה מאוד שנים, אז זו הזדמנות לעשות קצת סדר. אבל מה שאני אדבר עליו בקצרה הם הדברים שניסו לעשות יותר ברמה הקונספטואלית, לא לקצר את הדיווחות, אלא איך להפוך אותם להיות יותר רלוונטיים. ואני רוצה לומר משהו שהוא סוג של תשובה גם לשלומי וגם לאמיר, בואו נעבור רגע לעולם אחר, כן? אנחנו כבר יודעים היום שחלק מבעיות יוקר המחיה בישראל נובעות מכך שהיו הרבה אנשים שהיו להם רעיונות מצוינים על איך לעשות תקינה למזגנים, למשל, ואיך לעשות תקינה בכל מיני הקשרים אחרים וכן הלאה. לכל אחד אני מניח הייתה מחשבה מאוד סדורה של למה זה הדבר הנכון ולמה כולם טועים ואנחנו צודקים אבל בסופו של דבר, כמערכת, אני חושב שאנחנו לומדים היום שהתועלת (של תקינה מקומית) לא הצדיקה את העלות. וזה מביא אותנו לפער בין העולם האקדמי לעולם של מדינה כמו ישראל, כשהיא עושה רגולציה. אני יכול לחשוב שיש לי מודל מדהים לאיך צריכים להיראות דיני ניירות ערך, ובשיעור הבא בקורס מבוא לדיני ניירות ערך אולי באמת אדבר על המודל שלי. אבל לא בטוח שבתור יו"ר ועדה הייתי ממליץ לספי לנסות את המודל הזה עכשיו פה בישראל. יכול להיות שצריך לכתוב מאמר אקדמי בנושא הזה, אבל לא בטוח שזה רלוונטי לרגולציה. אני חושב שזה מתחבר לשתי נקודות, במענה מאוד מהיר, לדברים ששלומי ואמיר אמרו. ראשית, לא כל הדוח מבוסס על גישת הנהלה רק החלק שעוסק בדו"ח ההנהלה שמדבר על איך צריך להראות דו"ח ההנהלה. אנחנו לוקחים את ההתייחסות לגישת הנהלה לא במובן החשבונאי אלא ההשראה היא המודל של ה-SEC לדו"ח הנהלה, שמגדיר באופן שונה את גישת הנהלה. לעניין תחזיות, הביקורות היחידות ששמענו על דו"ח ברנע, היה שהם לא נתנו מספיק הקלות כדי לעודד תחזיות.

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

החשבונאית שלנו כמו שאמרתי, שגם בהיבט הזה של מערכי שווי כותבים הערכת שווי ב-90% מהמקרים אף אחד לא מבין מה כתוב שם, אז אנחנו דורשים מהם סוג של סטנדרטיזציה ויתרה מזאת אנחנו גם מתרגמים את זה לרובד השלישי שהוא מצגת משקיעים, שכולל גם תזרימי מזומנים של הנכסים הנמדדים, ואני חושב שבהיבט הזה הגענו לרמה שהיא מספקת. עכשיו אני אגע באבנים הגדולות ואני ארוץ קדימה.

אחד זה מיקוד בעיקר הבנה בין עיקר לטפל וביטול כפילויות. אני חושב שאנחנו מתחילים בתמצית מנהלים, בדו"ח הדירקטוריון עם מידע פיננסי מאוד רלוונטי גם ברמת הקרן וגם ברמת ההשקעות, שזה מדבר גם על תשואות, גם על תזרימי מזומנים, אח"כ ההשקעות, גם התמהיל, מה מניב, מה בהקמה, מה ביזום. זה חשוב, דיברת על אנרגיה, השוק היום מתמחר נכסי יזום בסכומים עצומים והוא יכול לעשות את זה ככה והוא יכול לראות הערכה של תזרימי מזומנים. ואחר כך יורדים לפירוט של כל השקעה והשקעה, גם ברמה של התיאור האיכותי וגם ברמה של התוצאות. ולמעשה בעצם נותנים למשקיע את האפשרות להבין מה אנחנו עושים.

דבר שני זה הנושא של המטרות, מה אנחנו רוצים להגיד בדו"ח ההנהלה, אז אחד זה שיקוף למשקיעים על מצב הפורטפוליו שלנו, שזה גם תוצאות בפועל וגם תחזית לתוצאות של כל השקעה והשקעה, בטח לגבי השנה קדימה. ואם יש תחזיות לטווחים יותר ארוכים והם כולם נמצאים גם בהערכות השווי, אז אם מישהו רואה את תזרימי מזומנים הוא מסתכל עליו קדימה. שתיים, שיקוף האסטרטגיה של הקרן ביחס לפורטפוליו, ושלוש זה למעשה לקחת את עיקרי הנתונים הרלוונטיים ולעשות על בסיסם אנליזה מאוד ברורה בצורה יעילה וגם ברמה המקצועית.

שלוש זה היבט אסטרטגי, זאת אומרת, מה אנחנו הולכים לעשות בשנים הבאות בהקשר להשקעות, כולל אסטרטגיית יציאה מהשקעות, אסטרטגיית כניסה לתחומים נוספים וכיו"ב. מה תפיסת ההפעלה שלנו. כך שאני חושב שבהיבט הזה המשקיעים יודעים מה אנחנו הולכים לעשות ובמה אנחנו עוסקים.

ארבע זה נושא של תחזיות, אני חושב שהתחזיות הן סופר חשובות, הן ניתנות גם ברמת הקרן בפרמטרים של תזרימי מזומנים שעולים בקרן, שנוצרים על ידי הנכסים, ותזרימים שמחולקים על ידי הקרן למשקיעים כדיבידנד ואני חושב שבהיבט הזה המטרה היא בעיקר להוריד את אי הוודאות בהסתכלות קדימה.

הנקודה החמישית ומבחינתנו היא האבן הכי בסיסית זה הערך.

הקמת ג'נריישן קפיטל שהיא קרן התשתיות הנסחרת הראשונה והגדולה בארץ, יחד עם שותפי ארז בלשה, הייתה על בסיס העיקרון של חיבור של נכסי תשתיות לשוק ההון. אני חושב שבהיבט הזה אחת הנקודות הראשונות שמבחינתנו הייתה כעיקרון יסוד בתהליכים כאלה הייתה השקיפות והבהירות, ובטח כמי שמנהל כסף של אחרים, של משקיעים, אז המידע ביחס לפורטפוליו של ההשקעות שלנו אמור להיות מוצג בצורה הטובה ביותר גם ברמה המתודולוגית, גם ברמה של הרלוונטיות, גם ברמת העומק וגם בבהירות של הנתונים. צריך לזכור שאנחנו "ישות השקעה" (מבחינה חשבונאית), אז אנחנו מדווחים אחרת מחברה עסקית ולכן מבחינתנו האתגר אפילו גדול יותר - איך להקנות לשוק את המידע הכי מדויק ורלוונטי כך שיוכל להבין את מצב העסקים של הקרן וכדי שיוכל גם לבצע בעצמו אנליזה וניתוח. אני חושב שבכלל בתור מי שמארגן את האקסיומות שלו, זה היה לנו ברור כבר במועד התשי"ף שנרחיב את רמת הגילוי, ואין ספק שתקנות ניירות ערך הן בסדר, אבל בהיבט הזה הם לא יתנו לנו את התמונה המלאה והיא לי העונג לעבוד עם ניצן בהיבט הזה.

כבר בכתיבת התשי"ף אנחנו בנינו פורמט דיווח וגם הצגה מאוד ברורה, גם משוכללת, גם מטייבת, ואני חושב שהדבר הכי חשוב בהיבט הזה, זה שיצרנו קשב וקשר מאוד ברור עם השוק - לכל פרמטר שהשוק ביקש אנחנו התייחסנו כבר בדו"ח הבא. המפתח הוא לייצר דו"ח שיהפוך להיות כלי חי. בהקשר הזה אין ספק שלאנליסטים ולמשקיעים בשוק יש מבחינתנו מה שנקרא השפעה איזה מידע הם רוצים לראות.

ואני אגיד בהקשר הזה, מי שכותב את הדו"ח, זה לא עורכי דין, זו ההנהלה של הקרן, מי שעובר עליו אחר כך הם עורכי הדין שבוחנים אם אמרנו משהו מיותר. אני תכף אתייחס להיבטים שקשורים לתחזיות בצורה מאוד מפורטת, אבל שוב אדגיש שמי שכותב את הדו"ח זה צוות פנימי שלנו. אני חושב שבהיבט הזה הדגשנו את המאמץ בשלושה רבדים. אחד דו"ח דירקטוריון, או דו"ח הנהלה למעשה, שהוא דו"ח כלכלי עסקי, הוא לא דו"ח חשבונאי לחלוטין. אמנם, הוא מסתמך על נתונים חשבונאיים, אבל הוא דו"ח כלכלי פרופר. אמנם אנחנו לא "זורן באפט", אבל אנחנו פעם בשנה גם נותנים מכתב מפורט לבעלי המניות שמציג מה אנחנו עושים, מה נעשה השנה, לאן פנינו מועדות ואיך זה מתחבר לשנה הקודמת. הסתכלתי כהכנה לדו"ח השנתי הקרוב, שנה שעברה זה היה מכתב של שבעה עמודים. השני, הערכות שווי, שזו צורת המדידה

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

מהתייחסות ההנהלה לסיכון.

יוסי זינגר

קרן השקעות שהיא סקטוראלית היא באנרגיה ותשתיות, אז המשקיע שקונה את הקרן הזאת הוא מסתכל על סיכון ייחודי בסקטור מסוים. מהעבר השני, הנקודה שאתה מעלה היא רלוונטית לגבי הפיזור וכמה מהנכסים שלנו הם פעילים, כמה הם בהקמה וכמה הם בייזום ששם התמהיל מקבל משמעות בניהול הסיכונים.

שלומי שוב

ניצן, איך את מהזוית שהייתה לך גם זוית כיועצת משפטית של בנק גדול וכחברת וועדה - האם את חושבת שהדוח שלכם כרגע, דו"ח הביניים, משנה את המצב?

ניצן סנדור

בדיוק, שאלת כמה שאלות מחוברות, איך את רואה את המצב, האם הדו"ח משנה את המצב? אני רוצה להתייחס לחלק מהדברים שיוסי אמר, כי אני חושבת גם שהם משתלבים באופן שבו אני רואה את המצב. אקדים ואומר, אני יועצת משפטית של אחד הבנקים, אני חברת הוועדה, אך הדברים שאומר עכשיו, דווקא מייצגים את הניסיון המצטבר שלי מלא מעט שנים כיועצת משפטית חיצונית בעולמות שוק ההון ודיני ניירות ערך. ליוויתי הרבה מאוד חברות בכל מיני סוגים ומינים, היו לי הרבה אינטראקציות גם עם רשות ניירות ערך וגם עם השוק. יוסי, לצערי, הוא לא דוגמה מייצגת של רוב החברות שנסחרות בבורסה מכמה סיבות. א' כי יוסי הוא פדנט, ואיכות הגילוי למשקיעים חשובה לו מאוד. מעבר לכך, הייתה לו את הפריבילגיה של להקים משהו מאפס וקרן ייחודית שבאמת אפשר היה לחשוב, ממש מסקראצ', על איך צריך להיראות מודל הגילוי שלה, מודל גילוי שדווקא אינו סטנדרטי. גם כי הוא חברה שמבנה האחזקות בו הוא מאוד מאוד מבוזר והאינטראקציה עם המשקיעים, היא מאוד חשובה. זאת אומרת, יכול להיות שההיזון החוזר מהמשקיעים - מה המשקיע רוצה לדעת - הוא חשוב יותר לקרן השקעות כזו מאשר לחלק מהחברות במשק, ואני חושבת שגם בגלל רמת המעורבות המאוד גדולה של ההנהלה שם באמת בעריכת הדו"חות. לצערי

בסוף כשאתה נמדד כישורת השקעה, אנשים רוצים להבין, איך הדו"חות הכספיים שלך נבנים. בהקשר הזה אני חושב שזו נקודה שהוועדה הבאה שתעמוד בראשה צריכה לעשות, כי בסוף אין סטנדרטיזציה של מערכי שווי ואני בא מהעולם הזה. סך הכל, לכן אני, קשה איתי יותר אבל אני חושב שאין סטנדרטיזציה של מערכי שווי, איך הם מציגים הערכת שווי כמצורפים לדו"חות הכספיים, זה חלק מהדיווח וזאת נקודה חשובה מאוד.

שלומי שוב

הבעיה הזאת קיימת ולכן אני אומר שיש פה משהו שורשי שהוא נמצא גם בדו"ח התקופתי, גם בדו"חות כספיים וגם בהערכות השווי. הרבה מלל מיותר ומעט נגיעה בדברים הקריטיים באמת.

יוסי זינגר

אני רק אסיים בזה שהדו"ח שלנו שנפרסם אותו בדו"ח השנתי של 25, אנחנו רוצים להעלות אותו עוד רמה, בשלוש נקודות. אחת זה הרבה יותר מידע תפעולי על הנכסים, גם ביחס להשקעות וגם לפורטפוליו. שתיים, היבטים שקשורים לניהול הסיכונים הכולל שלנו איך אנחנו מתמודדים איתם. הרבה מאוד סיכונים שקרו נניח לאור המלחמה בטח בנכסים שהיו בהקמה ושלוש על היבטים של אסטרטגיה.

אמיר ברנע

אתה עושה אגב הבחנה בין סיכון שיטתי לסיכון לא שיטתי?

יוסי זינגר

כן, לגמרי.

אמיר ברנע

אם מדברים על נקודת ראות ההנהלה, יש אי התאמה בין נקודת ראות ההנהלה ונקודת ראות המשקיע. למשל המשקיע יש לו תיק מפוזר, או תיק מעורב, התייחסות הסיכון שלו שונה לגמרי

”השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך”

שהמידע נמצא בדו"ח. כלומר, אני אגיע אליו בהמשך ולכן כן צריך לנסות להגיע לדו"ח הנהלה שהוא כמה שיותר טוב וכמה שיותר אומר את הדברים שקרו ברבעון. לגבי התחזיות, אני מודה שאני פחות לחוץ על תחזיות קדימה אלא יותר אוהב לדעת מה שהיה. כלומר, שיהיה ברור מה שהיה. יש לי רעיון לועדה: אני חושב שאחד הדברים שאולי חסר זה מה קרה מהדו"ח האחרון. כלומר, שיהיה ברור, ושהנהלה תצטרך בישיבה שלה לפני הדו"חות, להגיד מה קרה לעומת הדו"חות הקודמים או הדו"ח הקודם, לפי דעתי צריך להגיד את זה ולדעתי צריך לכתוב את זה. ולגבי התחזיות, אני לא מאמין גדול בתחזיות של הנהלה, כי הן יהיו בדרך כלל שמרניות, וכשהיה פחות טוב גם נספיק לשמוע אותן.

ניצן סנדר

ותרחישים?

אלון גלזר

כן, אבל אז נחזור לפתרון בית הספר עם כל התרחיש האפשריים ולא נקבל יותר מדי דברים.

שלומי שוב

אלון, מבחינתך המצב הקיים הוא טוב?

אלון גלזר

הוא לא רע בכלל. אני חושב שהדו"חות שלנו הם בדרך כלל יותר טובים רואים בהשוואה לעולם, אני חושב שהגענו מדו"ח ברנע לעכשיו במצב לא רע. אני חושב שאנחנו מקבלים את המידע, אני חושב גם אמרתי, אני לא אוהב שחלק מהמידע החשוב נמצא בביאורים, אבל אני רוצה שהמידע יהיה בדו"חות מצד שני, אז אני חושב שנוכל הרעיון להתמקד בדו"ח הנהלה שיגיד כמה שיותר ויהיה איכותי וברור ככל הניתן.

זה לא המצב בחלק מהחברות, והתופעה שתיארתם של עורכי דין שעורכים דו"חות, היא תופעה יחסית נפוצה. אני חושבת שחלק מזה נובע גם ממודל האחריות בשוק. אחת השאלות שהוועדה גם פתחה כשאלה פתוחה לציבור היא סוגיית מודל האחריות האזרחית. בסופו של יום, אני זוכרת עוד מימי כעורכת דין, חלק מהרפורמות שרשות ניירות ערך לאורך השנים ניסתה לקדם של מיקוד ומהותיות וכו', נפלו בין היתר בגלל שכשעורכי הדין שקלו משני הצדדים מה עדיף לומר יותר ולא לקחת את הסיכון שאחר כך יגידו שהחסרת משהו או באמת לדייק, לחדד ולמקד. אז אני חושבת שההרבה מאוד מקומות ההמלצה הטבעית, גם שלנו כעורכי דין הייתה, עדיף שיהיה שם. וזו הייתה אחת הבעיות.

שאלת האם הוועדה עושה מהפכה? אני לא חושבת שהוועדה הזו עשתה מהפכה. בניגוד לכותרות בעיתון, אני לא חושבת שזו גם הייתה הגדרת פונקציית המטרה שלה. אני חושבת שהמטרה העיקרית של הוועדה הייתה להביא להיום את עולם גילוי ולמצוא את המקומות שבהם יש כשלים שצריך לטפל בהם. ולטפל בנקודות הכאב העיקריות. לא חושבת שהוועדה עשתה מהפכה בעולמות האלה אני חושבת שיש עוד, זאת אומרת חלק מהנושאים הפתוחים שהוועדה השאירה, גם להתייחסות הציבור, יכול להיות שעשויים לעשות שינוי. אני כן חושבת שנוכל שאולי גם הצד החשבונאי יתייחס, אני חושבת שגם בהיבטים החשבונאיים יש שם כמה המלצות שעושות שינוי.

אלון גלזר

אז קודם כל תודה על ההזמנה ואני חייב להגיד שאני לא מהמתנגדים למסקנות הוועדה, אני חושב שבסך הכל אני גם חושב שלאורך השנים הרשות עושה עבודה טובה בנושא הדוחות. היא שואלת, היא מזמינה אותנו לשלחנות עגולים, לשמוע מה אנחנו חושבים, הטבלאות ומה שיש בדוחות זה הרבה בזכות פגישות שלנו איתם ואני חושב שזה טוב. ואני מסכים, עם מה שניצן אמרה, שאי אפשר להגיע לרמת הדיווח שיוסי זינגר עושה. זה נהדר שיש חברות שמדווחות ככה, והן יזכו לאהבת המשקיעים ויהיו אולי שוות יותר, אבל אי אפשר להגיע לזה. כלומר, אי אפשר לעשות את זה באמת. לגבי קיצור הדוחות, אני חושב שטוב שיש הרבה מידע בדוחות וכל עוד דו"ח ההנהלה/דירקטוריון טוב אין לי בעיה שהדוחות יישארו ארוכים. כשאני פותח דו"ח אני הולך לדו"ח דירקטוריון, אבל אני אוהב

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

אגרסיבית. חברות שמפרסמות פרמטרים לא מחמיאים על יעילות עצמן מתכננות כנראה תהליך הבראה והתייעלות. לרוב אפשר לזהות דו"חות של הנהלות מקצועיות לעומת הנהלות של בעלי שליטה.

לפיכך, צריך שילוב. יש חשיבות גם לסובייקטיביות של מהותיות אבל גם לפורמליסטיקה של נתונים שחייבים להופיע באופן אחיד. אני לא חושב שניתן להגדיר בתקנות דו"חות שלא יידרשו פרשנות. הוספת KPI^o רלוונטים ואחידים לפי סקטור ללא ספק ישפרו את היכולת לנתח את הקיים ואת העתיד. אציין גם שהצעת הוועדה לריכוז הנתונים לפי הקשר - מימון, ממשל תאגידי וכו' מבורכות ותעזור ליעילות הניתוח.

עודד ורד

אני עודד ורד, מנהל המחקר של הפניקס, 12 שנה בערך כבר. בדרך כלל אני אוהב להיות בסוף להגיד שאני מסכים עם הדוברים, אבל אני לא מסכים עם שניהם יחסית, אני חושב שהעובדה של הוועדה היא מבורכת. גם מאוד אהבנו את העובדה שהיינו גם מעורבים בתהליך וחלק מהדברים שביקשנו באמת גם התקבלו, לפחות בדו"ח הביניים. אני המבחן שלי תמיד כאנליסט, הוא האם אני לוחץ על page down במהירות או האם אני מרפרף באיטיות עם החץ ומה אני מכניס למודל ומה לא, מה משפיע על האנליזה שלי בקבלת ההחלטות. אני חושב שזה צריך להיות הפוקוס. אני חושב שהמגמה הזאת באמת של צמצום והתמקדות היא חשובה והיא קריטית, דיברתם קודם על הבנקים, נפגשנו במקרה בשבועיים האחרונים עם שני מנכ"לים של בנקים גדולים, בסוף הדיון שעה וחצי או שעתיים הוא על הטבלאות, על הפרמטרים המרכזיים, וזה הדברים לדעתי שצריכים להיות בדו"ח ההנהלה, עליהם צריך להיות הפוקוס וזה מה שחשוב בדו"חות. לגבי תחזיות אני חושב שזה מאוד חשוב, אי אפשר לחייב אבל יש פה מגמה מבורכת ואני חושב שגם הוועדה הזאת צריכה לעודד את זה, רואים שהרבה מאוד חברות התחילו לתת תחזיות, הבנקים נותנים כבר תחזיות ארוכות טווח, הפניקס הייתה חברת הביטוח הראשונה שנתנה תחזית והרוב הולכות אחריה ואפשר לראות שזה רק עושה טוב לדעתי למניה. למניות של כל החברות שמפרסמות, צריך לעשות את זה בצורה נכונה ואחראית כמובן אבל כל חברה שנתנה לדעתי תחזיות בשוק זה רק עשה לה טוב לאחר כמובן שהיא עומדת בהם. זהו, אני חושב שבסופו

שלומי שוב

בואו נשמע עוד את שוק ההון.

עומר וונש

אני עומר וונש, מנהל המחקר בחברת כלל. הציפיות שלנו מהדו"חות הפורמליים די נמוכה. הדו"חות מספרים את מה שכבר קרה באופן סביר ולא ממוקד. למזלנו, כגוף מוסדי גדול יש לנו את הפריבילגיה והזמן להיפגש עם ההנהלות וכך להבין איך הן מפרשות את הנתונים וגוזרות אסטרטגיה לעתיד.

שלומי שוב

בקיצור אנחנו סתם פה. כן?

עומר וונש

לא. אפשר וצריך לשפר את הדו"חות. שיפורי הוועדה מבורכים ואם ימליצו על חיוב פרסום של KPI^s לפי סקטור הפעילות זה אפילו יהיה טוב יותר. יש תחומים שלמים שכל חברה מפרסמת נתונים באופן שלא באמת מאפשר השוואה בין הביצועים. חיוב פרסום נוסחת FFO אחידה ונוסחת התשואה הנגזרת לנכסים בחברות הנדל"ן המניב שידרגו את הדו"חות ואת יכולת ההשוואה בינהן ותוספות ההנהלה לאיזה נוסחה משקפת טוב יותר (כדוגמת FFO ריאלי) אפילו מוסיפות.

ברור שקשה להגדיר בתקנות מהותיות ותמציתיות. להנהלות יש אג'נדה ולכן אנליסטים נדרשים לפרש את מה שנכתב/ נאמר, וגם את ה-למה זה נכתב/ נאמר. דהיינו, אנחנו מתייחסים לדו"חות החברה כחלק מתקשורת שמנסה לנהל את הציפיות שלנו. הדו"חות הם חלק מתקשורת כוללת של מסרים לגבי איך ההנהלה מבינה את המצב הקיים ומה היא מתכננת לעשות כדי לנצל את ההזדמנויות.

בסופו של דבר, להנהלות יש אג'נדה והדו"חות מבחינתן נועדו לייצר ציפיות משקיעים שיתמכו באג'נדה. ברור לי שחברות לא ממונפות פחות אגרסיביות בתחזיות התזרים ובהערכת שווי הנכסים. חברות שמפרטות על הזדמנויות בשוק כנראה יפנו לאסטרטגיית צמיחה

”השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך”

עודד ורד

יש הבדל בין בנקים ששם דרך אגב אני חושב שהדיווח הוא באמת בכמה רמות מעל, לבין חברות תפעוליות שלפעמים הדו"ח שלהן הוא באמת מצומצם וללא פירוטים אמיתיים, אין בו ערך מוסף. הרבה פעמים חברות מסתפקות בהסברים לקוניים ושם אני חושב שגם צריכים להתמקד. דוחות איכותיים, עם KPI, הסברי הנהלה, תחזיות ודיון אמיתי בתוצאות. זה היעד המרכזי בעיניי כמשקיע.

לירן לובלין

לירן לובלין מנהל מחלקת המחקר ב-IBI גם בגלל שהוא יושב לידי אני מסכים אתו, אבל לא רק. אני רוצה רגע לדבר על זה מהצד, העלית את הבנקים למרות שזה לא אותו רגולטור אבל אני חושב שזו דוגמה מאוד טובה, אני אולי במובן הזה קצת סוטה כי אני קורא את כל הטבלאות.

כדי שדוח הוועדה יוביל לשיפור אמיתי באיכות הדיווח וימנע הפיכה של הדוחות לטקסטים טכניים-פורמליים בלבד, יש לשים דגש על מספר נקודות חשובות.

ראשית, יש לקבוע סטנדרטיזציה ושוויון במידע באמצעות שפה דיווחית אחידה שתבטיח לכלל ציבור המשקיעים גישה נוחה פשוטה ונוחה לנתוני הליבה של החברה. המטרה היא שמידע מהותי להבנת הפעילות העסקית, שחלקו מונגש כיום באופן וולונטרי דרך מצגות משקיעים, יוטמע כחלק בלתי נפרד מהדיווח הרשמי, כך שיווצר בסיס נתונים פתוח, מובנה ושקוף לכל משקיע באותה מידה.

שנית, יש להגדיר מראש קביעת מדדי מינימום ו-KPIs תפעוליים ופיננסיים הרלוונטיים לכל סקטור בנפרד. זאת כדי למנוע מצב שבו צמצום המלל בדוחות יוביל לאובדן מידע מהותי, ולהבטיח שהדיווח יישאר בעל ערך כלכלי ותפעולי ולא יצטמצם לדיווח לקוני שנועד רק לצורך עמידה בדרישות הרגולציה.

אני חושב שהגדרת סטנדרט המינימום והמדדים הסקטוריאליים היא הדרך היחידה לייצר בסיס השוואה אחיד ואמיתי בין חברות באותו תחום, מה שיגביר את היכולת לבצע ניתוח רוחבי מהימן ויגביר ואת אמון המשקיעים.

של דבר השיח הזה הוא נכון הוא חשוב לשמוע את המשקיעים, רוב ההערות באמת אני חושב שהן בכיוון הנכון, לצמצם את הדו"ח שיהיה ניהולי, עם מספרים, שייתן לנו באמת ערך מוסף, זה הכל.

שלומי שוב

עודד אבל כשאתה לוקח היום ליד דו"ח תקופתי של בנק, הוא עומד בהגדרות שאתה מתאר?

עודד ורד

זה מה שאני אומר, שבסופו של דבר אם נוכל לזקק אותו, מ-700 או 600 עמודים שמקשים על הקורא הסביר, לדוח ניהולי איכותי, עם פוקוס על הפרמטרים המשמעותיים, KPI מרכזיים וניתוח איכותי אמיתי של הנהלה והסברים לתוצאות ולא מלל חסר ערך כלכלי שנועד רק לצאת לידי חובה

גם בטבלאות אפשר להגדיל ולהקטין, אבל בסופו של דבר נלך לפרמטרים, שמי שיפתח לנו את המצגת של אחד הבנקים ויראה באמת מה הפרמטרים החשובים, על מה מתבסס השיח, זה מה שחשוב לי בסופו של דבר וכשאנחנו קוראים את הדו"חות האלה עכשיו, גם דו"ח רבעוני של בנק הוא 200 עמודים היום. בסופו של דבר, תוך חמש דקות, אם אתה יודע לזקק את זה לטבלאות, הנכונות, הרלוונטיות, צמיחה באשראי לפי מגזרים, מרווחי אשראי, דברים שחשובים באמת לנו כמשקיע, אז זה בסופו של דבר 90% מהדברים, על ה-10% האחרים, אני אומר לדעתי ותקנו אותי אחרים, לא קוראים, מרפרפים במקרה הטוב אם בכלל.

ניצן סנדור

הדו"ח של הוועדה לא משפיע כל כך על הבנקים שכפופים למשטר גילוי אחר.

שלומי שוב

אנחנו מדברים על העיקרון

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

לירן לובלין

כן.

עומר וונש

לגמרי.

אלון גלזר

לא בטוח.

אמיר הלמר

אני מנהל מחלקת תאגידים ברשות לניירות ערך. כמה נקודות בעיקר ההצבעה שערכת עכשיו לגבי הגילוי הענפי, אז אני חייב לציין שכאילו כל מי שהצביע בעד, זה מאוחר מדי, כי יש כבר גילוי ענפי. דו"ח ועדת ברנע, בא לטפל בהיבטי גילוי כלליים של חברות ציבוריות ומתייחס בעיקר לסוג מסוים של חברות שהגילוי מתאים להם חברות תעשייתיות. אני כבר מעל 20 שנה ברשות וכבר מתקופות קודמות הבנו שהגילוי צריך להתבצע בצורה ענפית ולשם כך צריך ייצר סטנדרטים. הדרך לייצר את הסטנדרטים עד השנים האחרונות, נעשתה באמצעות כלים שונים שהיו לנו. זה די מתחבר למה שהי"ר ספי אמר, השתמשנו בכלים שהיו לנו, פעם אחת עשינו את זה בחקיקה, התחום הגז ונפט, בכל שאר המקרים זה נעשה או בטיטות של תקנות או בפרסומים כאלה ואחרים, אבל זה תמיד היה בעבודה מול השוק. זאת אומרת אנחנו יושבים מפתחים את הגילוי הענפי יחד עם השוק ולאט לאט אנחנו מעדכנים את זה תוך כדי תנועה.

במקביל לעבודה של הוועדה, שכמובן לא יכולנו להכניס לתוך העבודה של הוועדה, אנו פועלים לייצר גילוי ענפי. תחשבו על זה, זו הייתה ועדה שלא נגמרת לעולם. בסופו של דבר, אם היינו לוקחים כל ענף וענף ויורדים לרזולוציה של מה הגילוי הענפי דורש. וגם אין מספיק, עם כל הכבוד, אין מספיק מקצועיות בתוך הוועדה. כשאנחנו רוצים לייצר גילוי, לנדל"ן יזמי לצורך העניין. אז התהליך נעשה כמובן עם האנליסטים הרלוונטיים, עם משקיעים ועם החברות עצמן.

שלומי שוב

אצל הבנקים זה גם נובע מעניינים אחרים - לטעמי סטנדרטיזציה מוגזמת שיש לה חסרונות - צריך גם לתת חופש ולמצוא את האיזון הנכון... אבל רגע, אסף אתה מתחבר למה שהצעתי עם ביצוע של סטנדרטיזציה עסקית פר ענף.

אסף חמדני

אני רוצה רק לחדד, אנחנו לא נגענו בגילוי הענפי וזה לא אומר שאנחנו לא תומכים בגילוי הענפי. ההמלצות שלנו הן כאילו ברירת מחדל, לסקטורים שבהם אין גילוי ענפי. כן? בהנחה שיש גילוי ענפי, אז יש גילוי ענפי.

לירן לובלין

לגבי תחזיות, אני מאוד מאוד מסכים עם מה שעודד אמר, ואני חושב שהנהלות היום, אני בטוח שיש להם יעדים פנימיים, לא קמים בבוקר ומגלים מחדש את העסק כל יום. אין שום סיבה שדברים כאלה לא יצאו יותר ויותר החוצה, ואם בנקים וחברות ביטוח הצליחו לעשות את זה. אנחנו רואים כבר את בזק כחברה מדווחת ומדייקת תחזיות על שנת 2029, זה הסטנדרט בעולם, זו השקיפות שלנו כמשקיעים, שלנו כאנליסטים. זה יהיה מהלך מבורך, כמובן שזה וולונטרי, אבל... אם נמצאים פה נציגים של חברות, אז ניתן רק לברך שהמהלך הזה יימשך.

שלומי שוב

אז אני רגע רוצה לחדד, אתם בעד סטנדרטיזציה של KPI כמו שהצעתי נכון?

אסף חמדני

כן, לגמרי.

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

ניצן סנדור

באופן טבעי יש.

אמיר הלמר

אז אני בא ומסביר, דרך הגילוי הענפי בעבודה מול החברות, שזה מישור נוסף, אנחנו ניצור את אותם KPI'S סטנדרטים שצריכים להיכנס וגם הם יכנסו מן הסתם בניתוח ההנהלה, אבל אנחנו גם רוצים לראות, מה ההנהלות חושבות שהדבר הנכון להציג. ודרך זה אנחנו גם נלמד.

אמיר ברנע

כנראה טעיתי. חשבתי לתומי, שכל הרעיון פה הוא צמצום הפער בין גישת ההנהלה, או דיווח לפי גישת ההנהלה ובין המשקיע. למשל, אם ניצן שעובדת בבנק לאומי, ובנק לאומי רוצה להשקיע 10% בחברה, האם הוא יסתפק בדו"חות הכספיים של החברה, דו"ח הדירקטוריון שמוגש לו, או שהוא יבקש אינפורמציה. עכשיו, כל הרעיון הוא צמצום הפער. נכון שלא נגיע לפער אפס, מכיוון שיש סודות מסחריים, שאני מבין שחברה לא מפרסמת. אבל לצמצם את הפער, זה כל הרעיון. הרעיון האם משקיע בשוק ההון, מקבל אינפורמציה רלוונטית, מהותית, שמסייעת לו בהחלטה, האם להחזיק את המניה הזאת, למכור אותה, להשקיע בה, או לבנות תיק שכולל אותה. אלה השאלות. והשאלה שניצן צריכה לשאול את עצמה, בנק לאומי יגיד לך, אם אנחנו רוצים להשקיע 10% בחברה, אנחנו באים לחברה, מקבלים חומר ואז את שואלת את עצמך, קיים פער מהותי בין האינפורמציה שהחברה הזאת דיווחה בדו"חות, ובין האינפורמציה שאת דורשת לאותה השקעה בחברה. ולכן כל הרעיון לפי דעתי הוא, להקטין את הפער, ולדעתי הוועדה, לפחות בדו"ח הביניים, לא עושה את זה מספיק. נכון שהיא מצמצמת, נכון שהיא מקצרת, נכון שהיא מבליטה את המהותי, הכול נכון, אבל אני שוב אומר, בעיניי הנקודה המרכזית פה, זה התייחסות לעתיד. כשאתה קונה חברה. שיעור ראשון בתורת המימון, חלה התייחסות לעתיד. איזה אינפורמציה יש בדו"ח, שמסייעת לי לבנות צפי? זאת השאלה. ואני לצערי, לא מצאתי בכל הדו"ח הארוך הזה, הכוונה בכיוון הזה. גם, אגב, בדו"ח המקורי מלפני 20 שנה לא היה כך. אבל לפחות,

אני רק יכול להגיד לכם שבמקביל לעבודה הזאת של הוועדה, שהיא סופר חשובה, לקחנו על עצמנו לעשות את זה עד מחצית השנה, ואני מקווה שנעשה את זה עוד לפני זה, אנחנו הולכים לפרסם מדריך גילוי ענפי חדש, מפורט. זה מדריך גילוי שמכסה אחוזים ניכרים מהחברות בבורסה. השבוע ישבנו עם 30 חברות נדל"ן יזמי להציג ולדבר על הטבלאות, על ההיבטים הרלוונטיים, וזה חלק מהתהליך הנכון. אנחנו עושים את זה גם באנגליה המתחדשת שדיברת. חלק מהדברים האלה והטבלאות הם בעצם לייצר את הסטנדרט של אותם KPI'S שהרי אנחנו לא ממציאים את הדברים, אנחנו שומעים מה מעניין את ההנהלות, מה הם בוחנים וזה מה שאמור לזרום לתוך אותו גילוי ענפי.

שלומי שוב

אז תהיה סטנדרטיזציה של KPI'S?

אמיר הלמר

בסוף לדעתי ברור שיהיה איזשהו סטנדרט. האם אתה כופה את הסטנדרט מראש ובא ואומר זה הסטנדרט

שלומי שוב

כאמירה עקרונית של הוועדה, שבכל ענף צריך להיות מינימום מסוים של KPI'S?

אמיר הלמר

האמירה היא שאנחנו מצפים בדו"ח ההנהלה לראות, את אותם KPI'S שהנהלה באותו ענף, חושבים שזה הדבר הנכון.

שלומי שוב

אבל השאלה אם תהיה סטנדרטיזציה? בואו היום גם ב-NOI יש טריקים ושטיקים של כל מיני חברות ולא באמת ניתן להשוות אותם..

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

שאתם עושים עכשיו. כי אם אתם מכניסים את שאלת היחסים בין ההנהלה לדירקטוריון לשיח של הדיווח, התוצאה תהיה ירידה ברמת השקיפות בין הנהלות לדירקטוריונים. תיזהרו מזה כמו מאש. בסופו של דבר, הגוף המפקח המרכזי, הוא לא רשות ניירות ערך ולא הפרזנטציות לשוק ההון, הגוף המפקח המרכזי על פעילות החברה הוא דירקטוריון. ואם אתם תמשיכו עם האמירות האלה, שכל הזמן אנחנו נשווה במה שהנהלה הביאה לדירקטוריון ומה שהחברה מדווחת החוצה, ההנהלות יפחדו להיות פתוחות עם הדירקטוריון. תעזבו את זה. השאלה אם משהו חייב דיווח לציבור, צריכה לעמוד בפני עצמה, בשום אופן אל תערבבו את זה עם העבודה בין הנהלה לדירקטוריון, כי פה אתם שופכים את המים עם התינוק.

אמיר ברנע

אבל הם בעצמם בדו"ח שלהם, מדברים על דו"ח ההנהלה שחתום על ידי יו"ר הדירקטוריון, אני מבולבל, מי אחראי על הדבר הזה?

אבי ורטהים

זה לא הבלבול הראשון בנושא הזה. אתה לא רוצה להיכנס איתי לשאלה של...

שלומי שוב

אבי לפי מה שאתה אומר גם לצורך ה-INFR58, שאתה יודע שמדבר על ה-COD, מקבל החלטות התפעוליות הראשי כן? שככה אנחנו פותחים את המגזרים שבואו פתיחת מגזרי דיווח, כולנו מבינים שזה דבר הכי רגיש שיש. אז לכאורה לפי זה הוא גם משנה את ההתנהגות שלו רק בשביל למנוע חשיפה, אתה צודק שהחשש הזה קיים, אבל אני לא חושב שזה

אבי ורטהים

לא אני לא אמרתי מילה כשאתם אמרתם בבדיקת הנושא של הענפי או של המגזרים, צריך ללכת לאיך שהנהלה עובדת. לא אמרתי מילה על זה. אני אומר מילה, כאשר אתם אומרים, אני נכנס לשאלה מה היא מדווחת לדירקטוריון. שם אל תיכנסו לזה, בגלל

בדו"ח הוא כתוב, שהבעיה קיימת ודורשת תיקון.

שלומי שוב

אמיר, יש לי שאלה אליך - כשאתה מסתכל על דוח תקופתי של חברות ביטוח. אתה רואה אותו עומד בקריטריונים שאתה מתאר או רוצה לראות?

אמיר ברנע

לעניות דעתי ואני לא מכיר את כל חברות הביטוח, ישנו פער בין הדיווח בדו"ח הכספי שמוגש למשקיעים ובין דרך העבודה של ההנהלה והבורד. ההנהלה והבורד יושבים על תכנית עבודה, איפה יש התייחסות לתוכנית העבודה פה? מילה עליה. התוכנית העבודה זה מכשיר ניהולי בסיסי בפעולת הבורד. אבל חלק ניכר מישיבות הבורד זה מעקב אחרי תוכנית העבודה, אחרי כיוון ההתפתחות של החברה, התואל, השנים הבאות. בתוכנית האסטרטגית למספר שנים, עזבו את זה, לשנה הקרובה, איפה? אז בחנתי את השאלה הזאת, האם באמת מוגשמת בדו"ח גישת הנהלה?

אבי ורטהים

אבי ורטהים יו"ר אלוני חץ מה שנקרא כל אחד והסטיות שלו. קצת לרקע בשנייה אחת. השוק אמר את דברו בעניין גישת הנהלה ואני חושב שבגלל זה כולנו כאן. עליית קרנן של הפרזנטציות על פני הדו"חות. מזה מתחיל כל האירוע הזה. ולכן אני חושב שצריך להסתכל גם, גם לגישתך אמיר, על מה השוק שזה דרך הדו"ח, מה השוק רוצה לראות בפרזנטציות ששם הוא מקבל את זה, כי זה דו"ח שיש כל הזמן בין החברות לבין האנליסטים ובעצם הדרך שלנו לא לתת למוסדי מידע פנים, זה פשוט לכלול את הפרזנטציה, שם אנחנו יכולים להיות קצת יותר גמישים. זה שהפכו את זה לנושא בר דיווח גם הוריד מאיתנו את כל החשש בפרזנטציות, כי גם אותן אנחנו מדווחים. אז זה בקשר לשאלה מאיפה באנו לכאן. אני ביקשתי לדבר בגלל נושא אחר שעלה כבר בנייר שפרסמתם, ועולה כל פעם בשיח פה ואני רוצה לחדד אותו. יש פה כל הזמן את המשחק הזה בין הנהלה לדירקטוריון, הנהלה לדירקטוריון, אז אני רוצה לייצג את הדירקטוריון פה סביב השולחן. תיזהרו ממה

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

אבי ורטהים

ברור חבר'ה זה לא, שוק פרוץ, אם אתם רוצים לדווח על FFO בוא נחליט מה זה הדבר הזה, וגם אם יש לכם גישה אחרת בואו נוודא שיהיה גם מכנה משותף שתדווחו עליו.

ורד פיליכובסקי

ורד פיליכובסקי, ראשת תחום דיני ניירות ערך במכון הפניקס שוק ההון ושותפה במחלקת שוק ההון בפניקס. אני חושבת שיש פה הסכמה די רחבה לנושא הזה של מעבר לגישת הנהלה, לדו"ח שהוא קריא וברור ומדויק יותר וממוקד יותר והשאלה שכולנו שאלנו את עצמנו גם כשקראנו את הדו"ח, זה איך הופכים את המלצות ועדת חמדני מעמדת קיצור דו"חות של 2012 למשהו שקורה בפועל. בסוף עורכי הדין כותבים את הדו"ח, ואגב דווקא אני חושבת שזה יותר חמור בדו"ח ברנע מאשר בדו"ח הדירקטוריון, לפחות היום בדו"ח הדירקטוריון הכל נשאר ריק והחברה ממלאת. זאת אומרת אנחנו כעורכי הדין כותבים איזשהו בסיס ואת ההסברים הנהלה מוסיפה, ודווקא הברנע הוא ממש שכפול, גנרי, ומלא בשכבות גיאולוגיות. כל אחד מאיתנו מגיע למשפט שברור שלא צריך אותו, אבל בשאלה אם להוריד אותו או לא להוריד אותו, אין שום הפסד בלהשאיר אותו. אז השאלה היא באמת איך עוברים משלב המסר שכולם מסכימים אותו למשהו שמיישם. אני מתחברת מאוד למה שאמיר וספי אמרו, כנראה השוק הוא השחקן הכי חשוב, שאנחנו לא מדברים עליו כרגע, כי אנחנו מדברים על הצד של הרגולציה, אבל ברור שבחברות שבהן השוק דורש את זה, אז הן יודעות גם לדווח. ברמת הרגולציה, אני חושבת שגם מה שכתבנו בנייר, זה שגם הברנע צריך לעבור לבסיס שהוא יותר על בסיס עקרונות ולא על בסיס רשימה, שהיא פשוט הסיבה לכך שגם אם אין שם משהו חשוב, הוא נשאר בכל זאת. הרשימה הזאת צריכה להפוך לרשימה של עקרונות ומטרות, ומה הרעיון בפרק כמו ההצעה לפרק של דו"ח הנהלה. לכל פרק יש את המטרה שלו, אבל בסוף הכל צריך להיות לפי מה שהנהלה רואה. וזה מתחבר לנושא שעלה בכל הפורומים השונים שדנו בדו"ח של הוועדה - רמת האחריות. אני חושבת שזה לא שרמת האחריות צריכה לרדת. רמת האחריות על רשלנות היא צריכה להישאר. זה נכון. השאלה היא זו הרשלנות הזו. ברגע שיש רשימת פריטים גם ברשות ניירות

שאתם תפריעו לשקיפות בין הנהלה לדירקטוריון.

רק עוד מילה אחת גם בקשר לפרמטרים KPI. אני רוצה שנסתכל שנייה מה קרה לתולדות ה-FFO בדיווחי חברות הנדל"ן, ואני חושב שזה עונה על התהליך ה-FFO נכנס לשיח הרבה הרבה לפני שהוא עלה לדיווחים והרבה לפני שהתפתחה גישת הרשות ואחרי זה גם ההנחיה על פרסום ההבדלים בין גישת הרשות לגישת הנהלה. אבל זה סוג השיח, והוא בא דרך המצגות. הניסיון לכפות KPI'S הוא טעות. השוק מדבר, ואם השוק רוצה טבלה, היא תהיה. היא תבוא דרך המצגות ואז תבוא רשות ניירות ערך, בעבודה יפה ומוצדקת בעיניי, ותגיד שמע, יש פה איזה KPI, אבל כל אחד מודד את ה-KPI בצורה אחרת, בוא נעשה סדר עם זה. שזה מה שעשו עם ה-FFO. זאת הדרך הטבעית והנכונה.

שלומי שוב

אתה בעד מה שהם עשו עם ה-FFO?

אבי ורטהים

לגמרי.

שלומי שוב

כן? יש לכם פה אמירה רצינית.

אבי ורטהים

אתה יכול לא לאהוב עמדה מקצועית כלשהי בשאלה איך מודדים, אבל ככל שניתן לך לתת גם את גישתך, לא יכול להתווכח עם זה, מה גם שאכן מדידה אחידה היא שאכן מאפשרת יכולת השוואה.

שלומי שוב

לא, לא חייבים להסכים אבל ברמה העקרונית

”השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך”

של הנהלות ומעריכי שווי. התופעה הזאת זולגת ובאה גם לידי ביטוי בתופעת הרווח ההזדמנותי בעבודות PPA, כפי שמודגם במחקר שנמצא כרגע בעבודה, של יורם עדן, שלומי ושלי, בדבר שכיחות הרווח ההזדמנותי בעסקאות רכישה שמדווחות לציבור. עניין שלישי הוא היעדר רמה אחידה, גילוי מלא ודיווח מתודולוגי בדבר ההנחות והמידע הרלוונטי של העבודות המפורסמות. מאז 2006, כל עבודת הערכת שווי שמפורסמת במאיה נאספת, מקוטלגת ומנותחת על ידי ועל ידי צוות המשרד שלי- ואני יכול להגיד לכם שיש פערים לעיתים דרמטיים ומשמעותיים מאוד באיכות, בגילוי ובהיקף המידע המפורסם לציבור. מכיוון שכולנו מבינים ששווי הוגן הוא אירוע מזויר בדו"חות כספיים תחת IFRS, אני משוכנע שחשוב מאד להגדיל את הכלים הרגולטוריים והדיווחיים, שדרכם משמעת השוק תוכל לסייע בצמצום התופעות שמניתי.

שלומי שוב

עמיר, אתה רוצה להתייחס לנושא של הדיווחים המידיים על ההצעה של הוועדה בנושא של הדיווחים המידיים?

עמיר ליכט

פרופסור עמיר ליכט, אוניברסיטת רייכמן. כמה דברים טריוויאליים, כמובן, אולי הדבר הכי פחות טריוויאלי שצריך לפתוח בו זה תודה רבה על העבודה שהושקעה בדו"ח הזה, בדו"ח הביניים, המון המון עבודה גם של הצוות שמאחור ורואים את זה, וגם של חברי הוועדה עצמם, 20 שנה זה באמת, 20 שנה פלוס, זה באמת פרק זמן מופרז. אז גמישות רגולטורית היא חיונית בהקשר הזה. אני אשתדל לומר משהו לא טריוויאלי, כמובן שהמידע שצריך להיות מגולה צריך להיות מידע מהותי ועם כל ההגדרות, מה שחשוב למשקיעים, נקודת המבט של הדין, היא נקודת המבט של המשקיע הסביר, אבל החלק של הגילוי של אירועים צופים פני עתיד ובייחוד ההמלצה כן או לא לדווח או להפסיק לדווח על משאים ומתנים, אלא רק בנקודה שמגיעים להסכמה עקרונית, היא, על זה אני רוצה לדבר. היא דילמה קלאסית. כלומר, תמיד יש את הדילמה בין להיצמד למשהו חד וברור, ולהגיד אוקיי, זה כבר קרה, אז אנחנו כבר חייבים לדווח. או להתחבט ולהתלבט עם דברים שהם לא בהכרח עשויים להתגשם, ואם זה אירוע מאוד מאוד גדול אז הדילמה היא חדה

ערך לפעמים העמדה היא שאם משהו כתוב כפריט גילוי, אז יש איזושהי חזקה שהוא כנראה מהותי. אם לא התייחסת אליו, אז הרבה יותר קשה להגיד בדיעבד שהוא לא היה מהותי. אז יש מחיר לזה שנשארת רשימה. הצד השני של זה, היא שכל העמדות של הרשות, ולא רק של הגילוי הענפי, אלא כל העמדות כמו עמדות אשראי בר דיווח, עמדה של הערכות שווי מהותיות, ואפילו שאלה ותשובה קטנה של הרשות, זה כמו חוק מבחינת החברות. זאת אומרת בהתנהלות של החברות ושל עורכי הדין, ברגע שמפורסמת עמדה של הרשות, זה כמו תקנות חדשות. כשזה כתוב בתקנות אי אפשר לשנות את זה. כשזה כתוב בעמדות זה מתעדכן כל הזמן. אתמול הרשות הוציאה עדכון לשאלה ותשובה מספר 10 בתוך עמדה של עשרה עמודים. אז זה משהו שהוא מאוד מאוד דינמי, ומבחינת החברות הוא חשוב, הן צריכות את זה, צריכות את הוודאות הזאת, וצריכות לדעת מה מהותי ומה לא. ברמת האחריות זה חייב להשפיע גם בדיעבד כשהיו הפרות ויהיה צריך לבדוק האם מידע היה מהותי או לא. העמדות של הרשות בוודאי יכולות לשרטט את הגבולות האלה גם כשזה מגיע לבתי משפט. הכלי הכי חשוב לדעתי שיש לרשות, חוץ ממדיניות אכיפה ואכיפה במקרים של כשל, זה כלי הפיקוח. מתן היתרים לתשקיפים, ובדיקת דו"חות עם כל הסמכות לתקן דו"חות. כשיש היתר לתשקיף, אז א', אפשר להשתמש בזה והרשות עושה בזה שימוש לייצור הסטנדרטיזציה הזאת כבר היום. למשל כשנותנים היתר לחברה אחת באנגריה מתחדשת, התשקיף הבא של מתחרה יראה אותו דבר. וגם ברמת הגיבוי, כי אם חברה כותבת תשקיף ומקבלת היתר, זה נותן לה גם גיבוי באיזושהו אופן לזה שמידע שהיא לא כללה, שזה מה שאנחנו קצת מחפשים, הוא בסדר, זאת אומרת זה בסדר שהורדנו אותו, ולכן אני חושבת שברמת האחריות לא צריך פה להוריד את הרף של האחריות, אלא להגדיר את האחריות בצורה יותר טובה. ולרשות יש הרבה כלים לעזור בזה.

אלי אלעל

אני חושב שהנושא של שווי הוגן כפי שבא לידי ביטוי בדו"חות כספיים הוא סופר מהותי. כולנו מכירים הרבה מאוד דו"חות כספיים, שמרכיב השווי ההוגן בהם מאוד משמעותי. מחקרים שונים, כולל מחקר שלי בהנחיית כורש גליל ואילנית גביוס מאוניברסיטת בן גוריון, מראים הטיה סיסטמטית מובהקת של אופטימיות יתר, בתחזיות

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

שלומי שוב

תגיד עמיר, וכל ההתפתחות של המידע, במיוחד עם כל הטכנולוגיה של היום והחשש מבעיות של מידע פנים, לא עובד בכיוון הפוך להמלצה הזאת של הוועדה?

עמיר ליכט

אני לא חושב שקרה משהו רלוונטי. מידע פנים הוא צרה צרורה, אי אפשר להעלים אותו, תמיד יהיה פער. אני חושב שההערה של אבי ורטהיים היא הערה מאוד נכונה. לא לחשוף, יותר מידי או אולי אפילו לתת חיסיון הגנה ממש לתקשורת פתוחה בין ההנהלה לבין הדירקטוריון, כי אחרת קשה להתלבט ביחד, זאת אומרת זה מעקר את תהליך העבודה הכי קריטי ביחסים בין הדירקטוריון לבין ההנהלה ואז גם ברגע שיש לך חיסיון על התקשורת מהסוג הזה, בהגדרה יהיה מידע פנים, אי אפשר להעלים את זה. אפשר לטפל במצבים שהם הפרות חמורות במיוחד עם מודל משפטי שהוא יותר תובעני, אבל אני לא חושב שאפשר להעלים את התופעה הזאת, זה בהגדרה, שוק ההון בנוי על א-סימטריות במידע תמיד.

ארז ברק

אני יועץ ההצבעה לגופים מוסדיים, בעיקר לאלטשולר שחם. אני רוצה להציג איזושהי זווית נוספת. הגילוי שנדרש מהחברות הוא גילוי לא רק לצורך קבלת החלטות השקעה, אלא גם לקבלת החלטות הצבעה, בין ועדת ברנע לוועדת חמדני הנוכחית, הייתה באמצע ועדת חמדני, שדיברה על הגברת המעורבות של הגופים המוסדיים. הוועדה הנוכחית התייחסה חלקית לגילוי שנדרש מהתאגידים כדי לאפשר לבעלי המניות להצביע כמו שצריך. ואני חושב שצריכים להגביר את ההתייחסות של הוועדה לנושא הזה. אני רק אתן אני דוגמה קטנה אחת: בדו"ח של הוועדה מוצג בגאווה שתאריך מינוי המבקר הפנימי זה חשוב, אבל למשל היא לא נותנת דעתה למה לא לתת גילוי לתאריך מינוי המבקר החיצוני. אז לוועדה, אני חושב שאתם עדיין צריכים להגדיר או להאיר את הנושא הזה שהגילוי הוא גם גילוי לטובת מי שהולך להצביע.

במיוחד. הוועדה ממליצה להפוך כיוון או להפוך את העמדה וללכת על המוכח על העובדה ההיסטורית במקום על התחזית שיש לה איזושהי תוחלת של להתממש וגם לא להתממש, וכאן אני מציע לוועדה לפחות להתעמת עם העיקרון שלה, בואו נעשה מה שטוב לאמריקה. כלומר, באמת לחשוב שאנחנו הרבה הרבה יותר טובים מהאמריקאים, זה, בהקשר של ניהול שוק הון ורגולציה של שוק ההון, זאת עמדה מאתגרת, ובית המשפט העליון בארצות הברית כבר לפני 40 שנה, אמר צריך לגלות, או סליחה, הוא אמר אסור לשקר, בקשר לאירוע עתידי, לגבי משא ומתן. והגילוי הוא וולונטרי, הוא חוסה תחת הגנות של חופ מבטחים או דברים מהסוג הזה. אבל, הנקודה של המהותיות מתי מידע מתחיל להיות כזה שאסור לשקר ואסור להסתיר פרטים לגבי, כאשר מתבקש, כאשר ההקשר של הגילוי מבקש לתת מידע מלא, בית המשפט העליון האמריקאי אומר אנחנו מודעים לזה שזה יותר קשה ושה יותר עמום ושה חשוף לכל מיני הטיות אבל קשה זה לא תירוץ, זאת השורה התחתונה של הפסיקה, ואני חושב שהיא נכונה, היא אמיצה, היא מביטה למציאות בעיניים, והיא אומרת נכון, זה מידע שהוא חשוב לשוק, חשוב להנהלה לדעת שהיא צריכה לדווח גם, שאסור לה לשקר גם במצבים האלה, ולמרות שזה יותר קשה ליישום, השוק מעוניין בזה, המשקיעים מעוניינים בזה, טוב להנהלות לדעת, שזאת מערכת היחסים עם השוק, ואני הייתי, הייתי אומר, תחשבו פעמיים על זה...

אסף חמדני

אז אתה בעד מודל ה- No comment האמריקאי, זה מה שאתה אומר, כי זה הרי המצב האמריקאי היום כמו שאתה מציג אותו. שזה דווקא הוועדה התלבטה לגבי. אז אתה חושב שצריך, כמו שאמרת, ללכת עד הסוף ולאמץ את ה- No comment.

עמיר ליכט

אני חושב, שאני אגיד ככה, אני חושב שכל עמדה היא לגיטימית. אני לגמרי מבין את העמדה שאומרת, בואו נלך על הברור, על המוכח, על אבן דרך, זה לגיטימי. אבל זה קצת קל. וזה לא מה שהשוק רוצה, וזה לא גם מה שבית משפט עליון בארצות הברית, בתקופה טובה שלו, אוקיי? בתקופה טובה שלו, אמר, זה קשה אבל קשה זה לא תירוץ

“השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך”

יותר את הצורך בסנכרון והקשר בין כל חלקי הדיווח, וזה כמובן יוצר דוח יותר מובן. מלבד גישת ההנהלה שהודגשה בלא מעט מקומות, כל הזמן הדגשנו גם את נושא המהותיות. זאת אומרת, דווקא כדי להימנע מרשימות מחייבות של דרישות, ומתן כלים על מנת שלא ירגישו הכרח או שיהיה חשש שלא לספק את מלוא הדרישות. אבל לא עצרנו רק פה, בהסתכלות מלמעלה, שכן עשינו גם חלוקה לתתי וועדות, שכל תת וועדה ירדה דווקא לרמת הפרטים, מלמטה למעלה. בהקשר הזה עשינו שינויים בהרבה מקומות, אי אפשר כעת להיכנס לפרטים בפורום כזה, אבל דווקא ברמת הפרטים, טיפלו שינוי או הורדנו לא מעט דרישות, וגם בהיבטים החשבונאיים: אפילו בנושא הערכות השווי - נאמרו פה מקודם הרבה אמירות על כך שלא קוראים את כל הערכת השווי המלאה המצורפת (שכוללת סקירת שוק וכו'), ומרוב פרטים בה לא רואים באמת מה חשוב, אז המלצנו להדגיש ולספק את הנתונים שבאמת חשובים. זה שינוי שעשוי בצורה משמעותית לקצר את הדוחות, שכן אם נסתכל על דו"חות רבעוניים וגם דו"חות תקופתיים שנתיים, הערכות השווי תופסות הרבה מאוד עמודים, ובהחלט אפשר למקד את המשקיע בתחזיות, בהנחות ובדברים שבאמת חשובים. דוגמאות נוספות זה הפחתת שנת השוואה בהצגת פרופורמה, שינוי כללי צירוף כלולות ועוד. הייתה פה הרבה נכונות גם מצד הרשות להוריד דרישות, משיקולי עלות תועלת, ולמצוא את האיזון הזה בין המידע שבאמת נחוץ למשקיעים ולמשתמשים האחרים. אני ברמה האישית חושבת שהדוח כן יכול לעשות שינוי מהותי ביחס לקיים, ככל שיאומץ בצורה הנכונה על ידי חברות, לרבות הטיפול בפרטים הקטנים והורדת כפילויות, זה יעשה את האיזון וימקד את המשתמש במידע היותר רלוונטי. ומשפט אחרון, לגבי מה שנאמר קודם לכן על אורך הדוחות בארץ לעומת בארה"ב, אם נשווה במונחי דו"ח ארוך / דו"ח קצר, קיים מחקר שהשווה בין דו"חות של חברות בארצות הברית, זאת אומרת תחת אותה רגולציה של ה-SEC וכמובן באותה שפה, אך שערוכים לפי IFRS לבין כאלה שערוכים לפי GAAPUS - מקור ה"בעיה" היא בין היתר בתקינה (ה-IFRS מול GAAPUS), דוחות בתקינה אמריקאית הרבה יותר קצרים עם דרישות גילוי מצומצמות יותר.

שלומי שוב

אני חושב שזה נובע מהדו"חות לדוגמה.

נבו ברנר

דבר ראשון - בתור חבר וועדה דווקא יותר מעניין אותי להקשיב. דבר שני - אני יודע שלא נהוג פה בכנסים למחוא כפיים, אבל ממש הייתי קרוב לזה, בקש למה שאבי וורטהיים אמר. צריך לזכור, בכל הרעיונות שעולים פה, שלרגולציה יש גם כח לעשות גם נזק. מספר דוגמאות: רצו להעלות את שכר טרחת רואה חשבון, הוסיפו דרישת גילוי, דווקא ירד שכר הטרחה. רצו לטפל בשכר בכירים, הוסיפו דרישת גילוי, דווקא עלה שכר הטרחה. לכן את הרעיונות האלה שלוקחים את גישת ההנהלה לקיצון - למשל שכל מה שמסורים לדיקטוריון או כל מדד שמציגים לדיקטוריון צריך בהכרח לגלות לציבור, צריך לשקול אותם בשום שכל ולזכור - שדבר כזה יכול לעשות נזק גדול אבל כאמור, אבי כבר אמר את זה, אז אני ממשיך הלאה. אגב לגבי תחזיות, זה נכון, בשוק האמריקאי זה מאוד מקובל, אבל זה בא מהשוק ולא מהרגולטור. עכשיו, אם מישהו מכיר משהו מגוף מוסדי אז בבקשה - שישכנע אותם לדרוש, ואז ככל הנראה גם בשוק הישראלי זה יקרה.

יעל גירסי

קודם כל אני רוצה להדגיש את התהליך שהוועדה עברה, כי אני חושבת שזה תהליך מאוד חשוב שהיווה בסיס למסקנות הוועדה. הוועדה שמעה גורמים שונים בשוק, גם בדרך של קבלת מכתבים וגם בדרך של פגישות פיזיות. במקביל נעשתה עבודת רקע מאוד עמוקה ומסודרת ביחס לדין המשווה, גם בארצות הברית וגם במקומות אחרים בעולם. ובהיבט הזה, לאחר דיונים שקיימנו, עשינו בחירה ממוקדת מה כן לאמץ ומה לא, ולא הלכנו עד הסוף גם לא מול הדין האמריקאי (אפשר לראות כיום את הבעיות שקיימות שם, וגם ה-SEC מתכוון לבחון מחדש את הרגולציה).

לעניין מסקנות הוועדה - אני רוצה גם להדגיש שדובר פה רבות על העיקרון העליון של גישת ההנהלה וזה מאוד חשוב, ומפה באמת התחלנו. וזה עושה סוג של יישור קו בין כל החלקים השונים בדו"ח התקופתי, וגם הופך אותם ליותר עקביים וכאלו ש"מדברים" אחד עם השני, חלקי הדיווח השונים מול הדו"חות הכספיים וגם להיפך. הדבר עוד יותר יתחדד אחרי אימוץ IFRS 18, חלק מהנתונים שכיום נחוץ לדו"חות הכספיים, אפרופו KPI's וכל מיני מדדים אחרים (קבוצה חלקית של נון גאפ) ייכנסו לדו"חות הכספיים. זה מחזק

”השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך”

שצריך לקחת גם את העניין הזה ולחשוב לאן אנחנו רוצים להגיע, כי בסופו של דבר אנחנו רוצים עוד חברות ישראליות ואולי אחרות שייסחרו כאן. דבר נוסף זה לגבי הנושא הזה של הרגולציה וקיצור הדוחות. בסוף 2009, לפני סוף התפקיד שלי ברשות ניירות ערך, הילה זונדר עשתה עבודה מדהימה, שהגשתי לזוהר גושן שהיה יושב ראש הרשות דאז, בוא נחזיר חזרה את הנושא של התמצית לדיווח הכספי. נאפשר לחברה לכתוב תמצית, של עשרה עד חמישה עשר עמודים, של הדוח הכספי השנתי. כי, כמו שספי אמר וגם ורד ואחרים פה אמרו, אמרתי לזוהר - קיצור דוחות לא יהיה. רגולטורים, הכלי המרכזי שלהם זה רגולציה. אתה לא יכול לצפות מרגולטורים, ועורכי דין ברשות ובשוק, שיציעו לך לקצץ בכלי שהוא מקור עבודתם. אבל, אמרתי, אולי אם ניתן משהו כמו תמצית, אולי הזנב יכשכש בכלב, ובסופו של דבר התמצית תהיה הדבר החשוב ששוק ההון יסתכל עליו, ואז הדו"חות הכספיים ירגישו נטל אחריות פחות, ואז אולי הם יתקצרו. הרעיון הזה בסוף נפל וגם הדוחות לא קוצרו. חזרה להיות: אז קודם כל התפיסה של גישת הנהלה היא מאוד בריאה. לגבי המתח שבין סטנדרטיזציה מול גישת הנהלה - אני לא חושב שזה אפס אחד. זאת אומרת, לדעתי צריך לקבוע איזה סטנדרט שהוא בנצ'מרק, אבל גם לאפשר לכל גוף להחליט שהוא סטה מהבנצ'מרק. אני חושב שה-NON GAP היה אחד הדברים הטובים ביותר שנעשו לחשבונאות. ואז אני מגיע לנקודה החמישית והאחרונה בדברים שלי, שאני חושב שזה אלמנט שאי אפשר להתעלם ממנו, וזה רואי החשבון. מה תהיה האחריות של רואה החשבון למידע המוצג לפי גישת הנהלה ולא לפי תקן בדו"חות השנתיים, שהופך ותופס חשיבות הולכת וגדלה. בהקשר הזה, אנחנו גם צריכים לחשוב בכלל על כל הנושא של הפיקוח על רואי החשבון, שאני חושב שזו גם משימה קריטית וחשובה שרשות ניירות ערך נדרשת אליה.

שלומי שוב

PCAOB ישראלי היה צריך להתרחש כבר מזמן - וזה מביש שאנחנו המדינה היחידה בעולם המערבי שלא עשתה את השינוי הזה.

יעל גרסי

אז גם בזה צריך לטפל, אבל זה יותר עניין של אכיפה ובחינת מהותיות בכל חברה.

שלומי שוב

זה לא להאמין, נותנים דו"ח לדוגמה אז כולם, קודם כל מעתיקים אותו בקופי פייסט..

משה ברקת

יש המון דברים לומר, אבל אני אעלה 5 נקודות מאוד בתמצית, שלוש מהן זה התייחסות לכמה דברים שספי אמר. אז קודם כל הדבר הראשון, אני לא חושב שבימים האלה מחפשים מהפכות - נעשתה עבודה עם בסיס מקצועי שזה דבר מרענן. עבודה חשובה, בריאה, מקצועית מאוד של רשות ניירות ערך והוועדה שאסף עומד בראשה. אז בלי קשר להערה כאן או שם, נעשתה פה עבודה ברמה המקצועית הכי גבוהה, אז אין מה לדבר, וגם זה דבר מאוד מרענן שלא נעשה המון שנים. כל הנושא הענפי, אמיר, אני מרענן את זיכרונו, זה משהו כמו 18, 16-18 שנה, זה לא יותר מ-20 שנה. אבל זה טוב שעושים את זה. אני רוצה להתייחס לכמה דברים שספי אמר. ראשית, רול מייקינג פאוור, סופר חשוב לעגן את זה. נכון, דה פקטו, לרשות ניירות ערך יש גם רול מייקינג פאוור, אבל צריך לעגן את זה, חד משמעית. זה דבר סופר חשוב, ולא ניתן להשאיר את זה לגורמים שאין להם קשר לעבודה המקצועית של הרשות, לרבות ההבנה שלהם והיכולת שלהם באמת לעשות צעדים שיטיבו עם השוק. אז זה דבר אחד חשוב. דבר שני, שאמר ספי, זה החיבור לעולם ופה אני קצת מתחבר לעמיר ליכט. אנחנו נוטים כל הזמן להמציא את הגלגל ואני לא בטוח שאנחנו חייבים תמיד להמציא את הגלגל. אני חושב שהניסיון האמריקאי הוא ניסיון חשוב ורלוונטי. יותר מזה, איך אנחנו חיים עדיין, עשרות שנים כבר, עם מצב שיש שני סוגי חברות: האחד, חברות דואליות, כולל טבע להזכיר לכם שהייתה בתיקי הפנסיה של כולנו, שנהנות מרגולציה מקלה בצורה בלתי רגילה, ומולן חברות ישראליות, כולל מלנוקס, למשל, שלא הייתה דואלית, ונאלצה בנסיבות מסוימות לעזוב את הבורסה בגלל רגולציה שלדעתי מחמירה החמרת יתר. אני חושב

"השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך"

צבי וינר

ענפי). כאן יחולו ההמלצות של הדוח והציפייה היא שאם לגישת ההנהלה יש KPI שחשובים להבנת החברה, זה מודל אמריקאי שמשם לקחנו את זה, היא צריכה לגלות. דבר שני, ולא פחות חשוב, שהוחל גם על KPI'S מחוץ לגילוי הענפי וגם על חברות כאלה, זה כל נושא השקיפות, שלא דיברנו עליו כאן, אבל גם הוא עלה בצורה משמעותית מהמשקיעים. זאת אומרת, שגם במקומות שאין חובה לדווח מדדים ואין סטנדרטיזציה, היום לא תמיד ברור לקורא הדוחות אם אני רוצה בעצמי לשחזר את ה-KPI שהחברה עשתה כדי להשוות בין ענפים, לא ברור לי איך אני עושה את זה בדיוק, ולכן הדרך לחשוב על זה באמת, זה שיהיה לנו פה כמה רבדים, יהיה את הרובד של הגילוי הענפי שהוא מחוץ לדו"ח של הוועדה, ויהיה את הרובד, הדיפולט תקרא לו, של שיקול דעת להנהלה ושקיפות. כמה שהרובד הזה גדול או קטן, זה תלוי בכמה עבודה אמיר הלמר והצוות שלו יעשו בתחום הגילוי הענפי. שתי נקודות ואז אני אסיים. אני חושב שכל הנושא של המתח בין משמעת שוק לרגולציה, הוא סופר חשוב. אנחנו דיברנו על זה קצת בנושא המצגות, ובמהלך דיוני הוועדה גם התפרסמה עמדת מנהל מחלקת תאגידים וזה דבר מבורך. בסוף גם כל נושא התחזיות הוא עניין של משמעת שוק. כמו שאמר ספי, המטרה שלנו היא לתת את הרובד של הרגולציה שהוא הנדרש לבין הדיווח הוולנטרי. גם לעודד חלק מהדברים בלי להרוס אותם. ודבר נוסף להערות של ורד: זה גם נושא חשוב ונשמח לקבל הערות בנושא הזה. אני מסכים שסעיף מטרות, שהוא כבר משהו יותר משפטי אולי, הוא חשוב מאד, כי בסוף בטווח הארוך זה מה שינחה את סגל הרשות. אנחנו כתבנו סעיף מטרות מסודר בדו"ח הנהלה, אבל לא במקומות אחרים. אבל הצעות קונסטרוקטיביות לסעיף המטרות בפרק של הברנע תקבלנה בברכה. תודה רבה לכולם.

ספי זינגר

אז קודם כל באמת, שוב פעם, תודה רבה על הדיון הזה, אני חושב שהיה דיון, לפחות מבחינתי, מרתק ומעניין מאוד, וגם חשוב. אני אתייחס בכמה נקודות קטנות. אחד, בהמשך למה שגם משה אמר, וועדה כשאנחנו מקימים אותה, זה לא בגלל שיש כשל בשוק. שלומי אמר, רגע, למה צריך את הוועדה? הרי הכול בסדר. אני לא חושב שזאת הסתכלות נכונה, בסופו של דבר, משטר הגילוי היום בישראל טוב, אבל זה שהוא טוב לא אומר שלא צריך לשפר אותו,

לצערי הרב, הדיווח הכספי בישראל הפך ממידע כלכלי אחיד שעוזר למשקיעים, למסמך משפטי מורכב ומסורבל שמטרתו למנוע טענות סרק (הרבה פעמים ללא הצלחה). זו תוצאה ישירה של משפטיזציה יתר של שוק ההון, גידול של רגולציה, תביעות ייצוגיות ונגזרות. לא מעט חברות בוחרות להישאר פרטיות ולא ציבוריות בגלל העלויות הכרוכות, הנטל הרגולטורי והצורך בדיווחים וחשיפות מיותרות. רצוי היה לפצל את הדיווחים למסלול כלכלי ומסלול משפטי, ולדאוג לסטנדרטיזציה של אופי המדידה והדיווח בהתאם לתחום ולחשיפה. יצא לי יותר מפעם אחת לכתוב חוות דעת שמסבירות את ההבדלים ההכרחיים בין מהות כלכלית לרשימה פורמלית של כלל הסיכונים, אפילו הקטנים ביותר, שעלולים מתישהו להתממש (וכל מי שלא ציין אותם מראש עלול לקבל תביעת ענק). לדעתי, דיווח כלכלי צריך להיות מבוסס עקרונות, ולא מבוסס כללים נוקשים כמו שהוא היום. שינויים בכיוון הזה יאפשרו שקיפות טובה יותר והבנת תהליכים כלכליים מבלי מסך מיותר של אזהרות אסון משפטיות (שיכולות להיות בדף נפרד בדומה לתרופות שאנחנו קונים היום בבתי מרקחת). לדוגמה, לרוב מכשירי החשמל שאנחנו קונים היום מצורפים שני מסמכים, אחד כתוב באותיות רגילות עם איורים, ומסביר איך מפעילים את המכשיר, והשני באותיות קטנטנות ומסביר איך המכשיר עלול לפגוע, להתפוצץ, לגרום נזק ולשרוף את הבית אם מפעילים אותו לא נכון. זו אנלוגיה טובה בעיניי לדיווח של חברות ציבוריות, שאמור להתחלק לחלק המהותי והחלק המשפטי.

אסף חמדני

קודם כל תודה רבה על ההערות, אני אתן סיכום שהוא מוכוון במטרה לקבל עוד הערות, כדי למקד את הדברים. אז אני רוצה לדבר שנייה על ה-KPI. תראו, זה לא כתוב ככה בדו"ח אבל זאת הדרך לחשוב על זה. יש סקטורים שכבר יש בהם מספיק ניסיון והרשות קובעת בהם גילוי ענפי, וזה בסדר, זה מחוץ לדו"ח. דרך אגב, אחד מהדברים שעלו בדיונים הוא שמשקיעים אוהבים את הגילוי הענפי. הדו"ח מדבר על הרובד שעוד לא הגיע לגילוי ענפי. לדוגמא, מחר מקימים חברה, פאונדיישן מודל ישראלית, החברה היחידה בישראל שעושה את זה ואין ניסיון בתחום (ולכן אין גילוי

”השינויים המוצעים בדיווח התקופתי
בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה
שהקימה רשות ניירות ערך”

עתידי. ולכן אין מנוס לפי דעתי לכלול בדו"ח הסופי, של ועדת חמדי
התייחסות ספציפית לנושא הצפי.

ניצן סנדור

אתם כבר חשבתם על זה, זה כבר היה בעקבות ההמלצות בדו"ח
של ועדת ברנע, תיקנו את חוק ניירות ערך לעניין הגנת מידע צופה
פני עתיד.

שלומי שוב

ברשותכם אגיד את מילות הסיכום שלי. אני חושב שהכוונות כאן
טובות אבל ככל שזה יהיה גם הדוח הסופי אני לא חושב שבמקרה
הטוב לא יהיה כאן באמת שינוי בפרקטיקה. ראינו שגם חברי הוועדה
עצמם, ניצן כעת ושמעתי גם את נבו אומר את זה בכנס אחר,
שהם לא רואים שיהיה שינוי מהותי בעקבות ההמלצות. המונח
”גישת הנהלה” הוא מונח יפה ומודרני אבל אם לא נכניס לו תוכן
ומשמעות וגם מגבלות, לרבות בהקשר של סטנדרטיזציה ענפית
ושיפור התזמון של המידע, אנחנו עוד עלולים למצוא את עצמנו
במצב הפוך של ניצול ומצב דברים אפילו פחות טוב מהמצב כיום.
בגישת הנהלה חייב להיות עקרון ששואפים אליו. אי אפשר לברוח
מההחלטות הקשות לרבות בנושא שיפור התזמון של המידע (ולא
להפך..). בכל מקרה, אי אפשר לדעתי להשוות את עצמנו לארה”ב
כי שם יש בשוק ההון באמת משמעת שוק - בואו נכיר בזה שכאן
חייבים את הרגולציה...

אני כל הזמן שומע מהגופים המוסדיים וגם שמענו את זה היום
בדיון, שהמידע בדוחות לא מספיק להם והם מקבלים מידע ישירות
מנהלי הכספים של החברות. אני גם יכול להגיד לכם שחלק
מהגופים המוסדיים לא הרגישו בנוח לדבר על זה בדיון והם אומרים
לי את הדברים בשיחות פנימיות. מה לעשות אי אפשר להתעלם
מבעיית הריכוזיות שיש בשוק ההון הישראלי, אבל אני חושב זה
הסממן הכי חזק לבעיה כי למשקיע רגיל שהוא לא גוף מוסדי גדול
וחזק אין יכולת לגשת למנהלי הכספים ולקבל את המידע הדרוש
לו..

תודה רבה לכולם.

שלא צריך לחשוב עליו מחדש, שלא צריך אחרי 20 שנה להסתכל
על מה נעשה ומה לא נעשה. זה שהמצב לא קטסטרופה, לא אומר
שאנחנו לא צריכים לעלות קומה. נקודה שנייה, קשורה למה שאמיר
אמר וגם אתה הזכרת, KPI הוזכר פה ה-FFO גם פה חשוב להבין,
בסופו של דבר הרשות, אנחנו הרגולטור, הדרישות והצרכים של
המשקיעים צריכים להגיע קודם כל מהשוק. תפקידנו לעשות
סטנדרטיזציה ולהתערב איפה שהשוק לא נותן מענה מספק ויש
צורך בכפייה רגולטורית. אבל המסלול הטבעי הוא שהצרכים יגיעו
מהשוק, מהמשקיעים. זאת היא דרך המלך להתפתחות הגילוי.
וכך אנו עובדים גם בנושא הגילוי הענפי. גם התהליך שקרה בקשר
ל-FFO הוא גם דוגמה טובה לזה.

אסיים בתודות. קודם כל תודה לחברי הוועדה, לאסף יושב ראש
הוועדה שהסכים, והתחיל פה פרק נוסף באסדרה. ולכל חברי
הוועדה אני חושב שכולם נמצאים פה ועשו באמת עבודה יוצאת
דופן, הקדישו הזמן ומחשבה כדי להוציא תוצר מפואר. תודה
מיוחדת גם לסגל הרשות, מאחורי הדוח הזה נעשתה עבודה יסודית
ועמוקה מאוד של הסגל ובלוחות זמנים מהירים מאוד. אני רוצה
להודות גם לפורום שהזמין אותנו, ולכולכם שהשתתפתם בדיון
החשוב הזה.

שלומי שוב

אנחנו רוצים לסכם

אמיר ברנע

אין לי מה להוסיף אני חושב שהדברים עלו. קודם כל מצטרף
להערכה שנשמעה כאן על עבודת הוועדה. באמת הוועדה עברה
סעיף סעיף ותיקנה. אני מקווה שהמוצר שיצא, יהיה מוצר קצר יותר,
ענייני יותר, מהותי יותר ויבליט באמת את האלמנטים שהנהלה
עובדת בהם. הספקות שהיו לי זה רק בהתייחסות למה שאני
יודע, מה הנהלה עושה ומה הדירקטוריון עושה, והקונסיסטנטיות
שחסרה לי קצת בין הדיווח לציבור ובין עיקר עבודת הדירקטוריון
והנהלה. ואולי אפשר למצוא איזושהי דרך שכפופה כמובן לגילוי
סודות מסחריים, לשפר את הדיווח באופן שייתן ביטוי שישקף שווי.
לשקף שווי זה מוכרח הדיווח להיות צופה פני עתיד. שווי הוא צופה
פני עתיד. העבר יכול לעזור לאמידה הזאת. הוא לא במקום צפי



פורום שווי הוגן | FVF FAIR VALUE FORUM

"ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל"

תאריך המפגש: 4 במאי 2026

נושא המפגש: "ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל"

קישור לחומר הרקע למפגש: [חומר רקע](#) | [טיוטת חוק סיוע לנטולי הלוואות לדיור](#) | [מצגת פרופ' אבי שמחון](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחצו כאן](#)

צוות מקצועי: דניאל אלביליה, טוהר זיני, ניר פלד, דותן פרידמן

שלומי שוב

במסלולים בריבית משתנה. כלומר לווים שבחרו במסלולים בריבית קבועה (ושילמו על זה כמובן) או כאלה שמיחזרו את המשכנתא אינם נהנים מהסבסוד. תחשבו רק על סיטואציה שהמדינה היתה עכשיו מפצה את אלה שהפסידו משער החליפין של הדולר... אין לזה סוף

אחד הנימוקים המרכזיים להצעה הוא הרצון "להחזיר" לציבור חלק מהרווחים הגבוהים של הבנקים, אשר עומדת בשיח הציבורי בשנים האחרונות. בהקשר זה, ניתוח שפרסמנו במכון הפניקס לחקר שוק ההון מעלה כי העלייה ברווחיות הבנקים מאז 2022 נובעת בעיקר מהתרחבות המרווח מפיקדונות, על רקע "גלגול" חלקי של הריבית על פיקדונות הציבור. כלומר, מדובר ברווחיות שמקורה בעיקר בגורמים מחזוריים ולא בשיפור ובהתייעלות משמעותית בפעילות הבנקאית.

במקביל, מצאנו גם שהשפעת הריבית אינה אחידה בין מגזרי הפעילות: משקי בית ועסקים קטנים ספגו חלק גדול יותר מההתייקרות נטו, בעוד שמגזרים בעלי כוח מיקוח גבוה יותר, כגון עסקים גדולים, הושפעו במידה מתונה יותר.

אבל צריך להבין שמדובר בהעברת הכנסה מהבנקים אל קבוצת לווים ספציפית - השאלה האם היא לא יוצרת עיוותים וחוסר הוגנות בין כאלה ששוכרים ולקחו הלוואות אחרות כמו הלוואה לכל מטרה וכאלה שקנו, בין כאלה שקנו בעבר ורוכשים חדשים, כאלה שמיחזרו

בוקר טוב, אנחנו עוסקים היום בהצעת החוק הממשלתית לסבסוד משכנתאות שעלתה לאחרונה ואמורה להגיע בקרוב לדיון של ועדת שרים לחקיקה וכל זאת גם על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל. ההצעה לסבסוד משכנתאות קיימות מיועדת לכאורה להקל על נטל משקי הבית בלהתמודד עם העלייה בהחזרי המשכנתאות שנרשמה בעקבות העלייה בסביבת הריבית מאז 2022. ההצעה כוללת מתן סבסוד כספי ללווים שרכשו דירה יחידה לפני תום 2022 בשווי שאינו עולה על פי שניים ממחיר דירה ממוצע. חישוב המענק יתבצע לפי נוסחה הקושרת בין גובה העלייה בהחזר החודשי לבין שווי הדירה בעת רכישתה. שיעור הסיוע המירבי יוגבל ל- 75% מהעלייה הריאלית בלבד והיא מתקבעת. הסבסוד צפוי להינתן כמענק חודשי ישיר מהמדינה.

לפי הצעת החוק המעודכנת ששלחנו לעיונכם אתמול, העלות התקציבית השנתית ב- 2026 היא 1 מיליארד שקל וב- 2027 חצי מיליארד וזה יורד משמעותית ב- 2028 וכך הלאה. כלומר זה יוצא פחות מה- 3 מיליארד שהמדינה צפויה לגבות מהבנקים בגין רווחי היתר במסגרת הפשרה שהתקבלה לאחרונה.

אי אפשר להתעלם מכך שההצעה מתקנת בדיעבד תוצאה של החלטות מימון עבר. בפועל, ההצעה מיטיבה בעיקר עם לווים שבחרו

"ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל"

שחיקה בתזרימי המזומנים של החברות, אשר הפכו לשליליים - מניח שראיתם את הגרף שצירפנו בחומר הרקע - כשהנתון הכי מלחיץ לדעתי זה שבעוד הרווח התפעולי המצרפי של 35 היזמים הציבוריים ב- 2025 היה כמעט 6 מיליארד שקל, התזרים השלילי מפעילות שוטפת הגיע למינוס 7.6 מיליארד שקל שזה פער דרמטי שמחייב תשומת לב.

על רקע ההאטה בפעילות, החברות בענף אימצו בהיקף נרחב פרקטיקות של הטבות מימון. הנתונים שלנו מראים כי כ-40% מהעסקאות בשוק החופשי בשנת 2025 כללו הטבות מימון, כאשר שווי ההטבה נאמד בכ-12%-13% ממחיר הדירה, כאשר שווי ההטבה הוא גדול יותר במרכז. מה שמעיד כי המחיר אפקטיבי נמוך יותר.

דיברנו על זה בשנה עברה שיש כאן רשימה ארוכה של אינטרסים למה לא מורידים מחירים, לרבות מהזווית הבנקאית, אבל יש כאן בעיה גדולה גם עם מדד מחירי הדירות החדשות של הלמס שלא מביא את ההטבה בחישוב לפחות לפי מה שאני יודע למרות שקיוויתי שהצלחנו בדיון לפני שנה להזיז משהו - נרצה לשמוע על כך עוד מעט מדורון מהלמס שהיה אז בדיון.

אנחנו יודעים שבנק ישראל מתנגד להצעה באופן נחרץ, ואף מגדיר אותה ככזו ש"חסרת היגיון כלכלי" ובעלת פוטנציאל נזק משמעותי ויוסי סעדון תכף ירחיב על כך. יש כאן גם את הזווית של הקבלנים היזמים והמערכת הבנקאית וכמובן שגם נשמע גם אותם. אבי שמחון יגיע עוד מעט ויצטרף לדיון.

אמיר ברנע

בוקר טוב, אני אתייחס בקצרה, שמענו את שלומי, קראנו את חומר הרקע, קראנו את תגובת בנק ישראל. מתבקשת השאלה פשוטה, האם משהו צריך את החוק הזה? האם בזה מתעסק הייעוץ הכלכלי לראש הממשלה בעיתוי הנוכחי?

הרי אם העלאת הריבית, כמו אם מצב המלחמה, פוגעים בחלוקת ההכנסה במשק, אפשר לגבש הסדרים רחבים כמו קצבאות, העלאת סף מס הכנסה, שיעבירו הכנסה לנפגעים, אולי במימון מס יסף, אם יש לו מקום, על רווחים חריגים, לכל הרוחב. כאן הותרה אוכלוסייה מאוד ספציפית, שנפגעה מהשינוי בריבית. רק מקבלי משכנתאות, אשר על פי מגבלות שווי הדירות, סביר שיהיה בה ייצוג חרדי משמעותי.

וכאלה שלא ועוד. לפי הניתוח שעשינו במכון מי שהכי נפגע מבעיית התמסורת בריבית זה לווים שאין ברשותם דירה ומשלמים על הלוואות ריבית גבוהה מהפריים, ביניהם עסקים קטנים...

ראיתם את ההצעה, כמה מורכבות ובירוקרטיה היא מכניסה, וגם יש כאן היבט של סובסידיה בעלת "אמירה ערכית" לגבי רכישת דירה, שיכולות להיות לה השלכות על הקצאת משאבים ואולי גם השפעה על מחירי הדירות. יש כאן גם מסביב לשולחן גם פרופ' ומרצים לכלכלה שנשמח עוד מעט לשמוע את דעתם.

הדיון הציבורי סביב ההצעה מתמקד בעיקר בצד הביקוש - כלומר, בנטל על לוקחי המשכנתאות, אבל אנחנו רוצים היום לבחון את ההצעה בהקשר רחב יותר, תוך התייחסות למצבו של ענף הנדל"ן היזמי ולפרקטיקות המימון שהתפתחו בו בשנים האחרונות.

ברקע הדברים אי אפשר להתעלם מכך ששוק הדיור בישראל נמצא בשנים האחרונות בסביבה מאתגרת, המאופיינת בעלייה בסביבת הריבית, האטה בפעילות ועלייה באי ודאות המאקרו כלכלית והביטחוני. זה גם נושא שעסקו בו בפורום בהרחבה בשנה שעברה. דיברנו בין היתר על כך שמבנה העסקאות החדש של ה-20 וה-80 דומה לאופציה וראינו שהנושא התחדד בשנה האחרונה גם לאור ההתערבות של הפיקוח על הבנקים ואפילו חלק מהעסקאות הפכו להיות מטעמים שיווקיים אופציות גם מבחינה משפטית ואולי זאת מגמה נכונה, רק שימו לב שמבחינת ההכרה בהכנסה בדוחות הכספיים זה שונה בתכלית.

אנחנו רואים גם שהנתונים מצביעים על עלייה בביטולים של חוזי רכישת דירה שזה מאתגר את הדוחות הכספיים של יזמי הבניה, לרבות בהקשר לצורך ביצירת הפרשות לביטולים חוזיים. לפי ה-IFRS ביטול של חוזה (ודי אפילו בעצם האפשרות של לקוח לבטל) דורש "הפיכה" של ההכנסות שהוכרו עד כה.

מעבר לכך, שימו לב שמצב דברים של ביטול בהסכמה של חוזים ככל שמדובר בשוק מחירים יורד, עלול לערער את מודל ההכרה בהכנסה שעומד בבסיס הדוחות הכספיים של הקבלנים היזמים בישראל.

בהקשר זה, ממצאי ניתוח נוסף שפרסמנו לאחרונה במכון הפניקס לחקר שוק ההון מצביעים על שינוי מהותי בדינמיקה של ענף הנדל"ן היזמי. שינוי זה כולל האטה משמעותית בקצב המכירות לצד הצטברות מלאי דירות, ירידה ביכולת הנזילות ועלייה בתלות במקורות מימון חיצוניים ומעבר ממודל פעילות המבוסס על תקבולים ממכירות למודל הנשען על גיוסי חוב. אנחנו ממש רואים

“ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל”

אבי שמחון

טוב, נתחיל מהסוף. מאחר שחוזרים על השקר הזה שוב ושוב, כאילו הוא אמת, “נותנים לחרדים”, בסימולציות שאנחנו עשינו, החרדים יקבלו 17 אחוזים. אם הייתי מקשיב לביקורת של ידידי המלומד מבנק ישראל, ד”ר סעדון, הם היו מקבלים יותר. כי מה הוא אומר? אתם רוצים לעזור לאנשים, תעזרו לעניים. מי זה עניים? ערבים וחרדים בעיקר. או בואו נגיד את זה כך, השכיחות של ערבים וחרדים בקרב עניים היא מאוד מאוד גבוהה. אבל באופן מאוד מאוד מכון, המתווה שאנחנו הנחנו על השולחן, נועד לעזור בעיקר למעמד הביניים. לא במובן של המהפכה הצרפתית, פרקליטים, עורכי דין ורואה חשבון, אלא מעמד הביניים זה אלה שנמצאים בעשירונים 4 עד 7, ואנחנו נאפיין אותם. אבל אני רוצה רגע להתחיל, דבר ראשון אני רוצה להגיד לך (אמיר ברנע) שאתה אמרת משהו שנשמעת מודאג, אני נראה לי נשמע מאוד מעודד. אני עכשיו הולך למשהו אחר שדיברת עליו, עוד יותר חשוב לתוכנית הזאת, מה שהוא קורא שם בדוחות הכספיים של החברות היזמיות, אני מצפה שזה יוביל לירידת מחירים סוף כל סוף במחירי הנדל”ן. עד היום הם עוצרים את זה, הם מצליחים למצוא כל מיני דרכים להימנע ולהתחמק מהורדת מחירים.

אמיר ברנע

מה הקשר?

אבי שמחון

מאחר שאתה העלית את זה, אני רציתי להגיד על מה שאתה אמרת, זה שאני מקווה שמה שאנחנו רואים בדוחות הכספיים של אותן חברות, זה בעצם יחייב אותן להתחיל להיפטר מהמלאים המטורפים שיש להן היום, של דירות לא מכורות, וזה יביא לירידת מחירים בשוק הנדל”ן, משהו שאנחנו מייחלים לו הרבה מאוד זמן, גם אם זה יגרום לקשיים בחלק מהחברות במשק, אולי אפילו בבנקים.

האוכלוסייה המאוד ספציפית שנפגעה מהשינוי בריבית, הם מקבלי משכנתאות בריבית משתנה. מולם אוכלוסיה מאוד ספציפית, בעלי מניות הבנקים, שנהנתה מהשינוי בריבית. אבל גם אחרים נפגעו מהשינוי בריבית, הרי גם אחרים הרוויחו מהשינוי בריבית, אבל כאן זה לכאורה קל לאיתור, ולחישוב זכאות, לכן כנראה יש פה גם איזשהו רקע פוליטי.

אני מפנה את תשומת לב היועץ הכלכלי, שיושב פה על ידינו, השנה גם חל תיסוף חד בשקל, אתם יודעים את זה? היה תיסוף חד בשקל. יבואנים הרוויחו, נניח יבואני רכב. האם לשקול מס ייסף על היבואנים ולסבסד רוכשים של מכונית ממוצעת שממומנת בתשלומים לזמן ארוך. הרי במקרה התיסוף חלו אותם מרכיבי אירוע. שינוי מאקרו חד פעמי. פתאומי. שם הריבית, כאן שער החליפין. איתור מי נהנה? שם בנקים, כאן יבואנים. איתור מי נפגע? שם מקבלי משכנתאות, כאן רוכשי רכב. איתור אוכלוסייה נפגעת פנויה? שם יש לנו דירה ממוצעת, וכאן לפי רכב ממוצע.

אגב, יש לי שאלה, מהי דירה ממוצעת ומה נקרא רכב ממוצע, שהם חלק מהצעת החוק, כאשר כולנו יודעים שדירה ורכב זה לא מוצר הומוגני, לכן אי אפשר לחשב לו ממוצע. טוב, אלה דברים ברורים. לא אציג את השאלה מי נהנה, אבל הושקעה כאן עבודה להראות שרווח הבנקים בה משינוי הריבית, כלומר, המפקידים היו המקור ולא התייעלות, האם זה מצדיק מס ייסף? האם הסימטריה, היא סבסוד? שאם הריבית תיפול, האם הסימטריה להטלת מס ייסף הוא סבסוד ייסף? זאת אומרת, לא ברור למה הולכת המעורבות החלקית כאן ומה השפעתה על השוק ועל הקצאת מקורות.

לכן אני חושב שההצעה הזאת לא נראית כהצעה שראויה, סלח לי אבי, לדין מעמיק, יש פה איזה פתרון פוליטי, איזה גישה שבאה לתת פתרון, אולי קשורה לשנת הבחירות הנוכחית. מעבר לזה, רק נזקים. לכן, גישת בנק ישראל בגדול, מקובלת עלינו. כמובן, לבנק ישראל ישנה בעיה, שמצד אחד הוא צודק ומראה לנו גם את העיוותים, מה שאתה הראית (אבי שמחון) בהצעה שלך. אבל מצד שני, אותו בנק ישראל תומך, למשל בעקבות המלחמה, בכל מיני פתרונות, גם בשנת 2023, גם בשנת 2025, וגם אותם היה אפשר לבקר באותה צורה, כי גם כל ההתאמות שניתנו לאוכלוסיות ספציפיות, ואפשר היה להתווכח, אם הם ניתנו בצורה הוגנת גלובלית. אני חושב שההצעה שמונחת לפנינו היא מאוד מאוד בעייתית. ואבי שמחון שאני מכיר הרבה שנים שיזם ועומד מאחוריה, קצת ציער אותי.

”ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל”

לא הולכת לממשלה, התמורה הולכת לבנקים. לבנקים ובעצם לבעלי המניות של הבנקים.

כלומר, עליית הריבית יש לה שני אפקטים, יש את אפקט התחלופה שאנחנו רוצים, אפקט התחלופה אומר כדאי לך יותר לחסוך מאשר לצרוך עכשיו, זאת הרי המטרה. אבל לעליית הריבית יש גם את אפקט ההכנסה, יש אנשים שמרוויחים, המלווים, ויש אנשים שמפסידים, הלווים. ואפקט ההכנסה, יש לו השפעה, אפקט של מס. אז בעצם עליית הריבית היא סוג של מס על הלווים. רק מה? בניגוד למיסים הרגילים שאותם לוקחת הממשלה, את המס הזה לוקחים הבנקים, בעלי המניות.

עדי פוזנר

קודם כל המלווים.

אבי שמחון

אנחנו יכולים להמשיך ולגלגל את זה עוד הרבה רמות קדימה, אבל בוא נעשה את זה בארבע עיניים. נשאר ברמה הזאת. עכשיו, בעצם, העלאת הריבית, יש לה השפעה על חלוקת ההכנסות, דרך אפקט ההכנסה. כי אפקט התחלופה, שוב, זה מה שאנחנו רוצים, שאנשים יחסכו יותר כדי להקטין ביקושים. זה האפקט הקלאסי.

אבל יש התעלמות מאפקט ההכנסה, אפקט ההכנסה שגורם להעברת כסף, מאוכלוסייה אחת לאוכלוסייה אחרת, בעלי המניות. אז הרבה פעמים אומרים לי, כן, אבל אתה יודע מי מחזיק את המניות? קופות הגמל וקרנות הפנסיה. אתה (אמיר ברנע) ודאי יודע כמה ממניות הבנקים מוחזקות על ידי קופות הגמל וקרנות הפנסיה, האחרים אולי לא יודעים, אני אספר להם, 19%.

81% לא מוחזקים על ידי קופות הגמל וקרנות הפנסיה, וגם קופות הגמל וקרנות הפנסיה לא מוחזקות באופן אחיד על ידי כולם. ולכן יש פה העברת כסף מאוכלוסייה אחת לאוכלוסייה שנייה. שינוי הריבית מעביר כסף ומשנה את חלוקת ההכנסות במשק.

עכשיו, בואו נסתכל על זה (המצגת), באיזה סכומים, אנחנו פה מראים רק את הנטו, אחרי מיסים, הרווחים של הבנקים אחרי מיסים. אז עדי, אם אתה מודאג שתהיה ירידת מחירי נדל”ן באזורים ושהבנקים יפשוטו רגל, הם לא ייכנסו למצוקה. זה הרווחים שלהם

עדי פוזנר

ואז הממשלה תעזור לבנקים, כי יהיה להם הפסד חד פעמי.

אבי שמחון

לבנקים לא יעזרו.

עדי פוזנר

אם פתאום יש רווח יתר צריך להתערב? אם יש רווח יתר זה בסדר?

אבי שמחון

אז אני מבטיח לך, לבנקים לא יצטרכו לעזור. עשו סטריס פרס לבנקים, אני לא חושב שאני מוציא פה אינפורמציה חסויה, ולא משנה איזה רעידות אדמה ופצצות אטום ומה שיקרה פה, הם תמיד ירוויחו.

עדי פוזנר

אני לא מתכוון אם הם יפשוטו רגל, אני מתכוון שאם בכל פעם הגישה היא שכל פעם שבעלי המניות מרוויחים רווח לא צפוי, ריינפול, אז לוקחים להם מס רווחי יתר, אז באופן סימטרי ההגינות מחייבת שבכל פעם שיהיה הפסד לא צפוי שמקטין את הרווח שלהם צריך לעזור להם. אם זה כל פעם שקורה משהו חד פעמי. כמובן שכל זו טענה למה לא מוצדק למסות רווח לא צפוי.

אבי שמחון

בוא נסתכל על המצגת.

תכף אנחנו נראה שהייתה עלייה מטורפת ברווחי הבנק. עכשיו, עדי, דווקא זה מתאים בשיחה איתך, כי אני בדרכ כלל כשאני רוצה לחשוב על דברים קצת מעבר למה שכתוב בספר הלימוד של שנה א, אני הולך לעדי.

מה זה בעצם העלאת ריבית? העלאת ריבית זה סוג של מס. זה לוקח כסף מהרבה מאוד אנשים, רק שבניגוד למס רגיל, התמורה

“ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל”

מירב הראל

זה יוצא מהרווחים העודפים של הבנקים, לא מכספי ציבור.

אבי שמחון

אני אומר שוב, זה כסף, אין ריח ואין צל. את מבינה את הנקודה. אני רציתי בהצעת החוק הזאת לפתור, לוקחים כסף מהבנקים, מעבירים. אמרו לי היועצים המשפטיים, לא, לא, אם אתה תעשה את זה, אז יגידו לך שאתה מתערב בחוזים, זה נשמע לי שטות, אבל מאחר שלא רציתי להכשיל את ההצעה הזאת, אז בהצעת החוק עצמה, אין קישור אחד לאחד.

בואו נסתכל רגע, דבר ראשון, מאחר שאני תלוי בנתונים של בנק ישראל, אז מה שנראה לכם פה זה נתוני בנק ישראל, מה שד"ר סעדון נתן לי. אנחנו עכשיו מסתכלים רק על המשקי בית שלקחו משכנתא בין 2016 ל-2022. מתוכם, יש מעל 120 משקי בית, שהעלייה החודשית שהם ספגו בעקבות עליית הריבית היא 1,600 שקל ומעלה.

כפי שאתם יכולים לראות, הרבה מאוד משקי בית, ספגו עלייה מאוד מאוד חדה בתשלומי המשכנתא שלהם. זה הנתון הראשון. עכשיו, שוב, עוד נתון על מידת הפגיעה, אני מסתכל על סך משקי הבית, 36% מכל משקי הבית ספגו פגיעה של 5% ומעלה בהכנסה הפנויה שלהם.

שמסתכלים רק על משקי בית, שההכנסה שלהם נטו היא מתחת 15 אלף שנים, ספקו עלייה של 5% ומעלה מההכנסה הפנויה. אז אכן מכה קשה להרבה מאוד משקי בית.

מאחר שידעתי שיהיה הקשקוש הזה על החרדים, אז ביקשתי מהצוות שלי שייכנס, זו עבודה לא פשוטה, שייכנס לסקר ההכנסות ששם יש את האפיון של חרדי, לא חרדי וכן הלאה. אז ככה, מתוך שיעור משקי הבית שיקבלו, שיהנו מההצעת החוק הזאת, או מהחוק אם הוא יעבור, 12 אחוז חרדים. נכון להיום 14 אחוז מהאוכלוסייה הם חרדים, אז זה מתחת למשקל שלהם, אבל אם אנחנו מסתכלים על כמה כסף הם יקבלו, זה 17 אחוז.

זאת אומרת, הם יקבלו פחות או יותר את חלקם באוכלוסייה. ושוב, אני בכוונה בניתי את ההצעה באופן כזה, שמי שיהנה בעיקר, זה מעמד הביניים. עכשיו, אמרת משהו על פוליטיקה. אז אפשר להגיד, אתה יודע, כל עוד יש מספרים, אני מראה מספרים. האם

נטו.

הרווחים שלהם נטו, השנה, באזור ה-32 מיליארד שקלים. הם לא התייעלו. הבנקים לא התייעלו, הם לא יעילים, זה קרטל. הנה אני אומר את זה פה על השולחן, אני מוקלט.

הרווחים האלה הם לא תולדה של משהו שהבנקים עשו שהם פתאום עלו 10 מיליארד שקלים לפני עשור, ל-32 מיליארד שקלים 2025.

עכשיו, בנק ישראל, מסיבות שאני לא לגמרי מבין אותן, הורה לבנקים להחזיר בשנתיים נדמה לי 25-24, 3 מיליארד שקלים. הוציא המפקח על הבנקים, מכתב לבנקים, בו אמר, אנא תחזירו ללקוחות שלכם 3 מיליארד שקלים על פני שנתיים. מה ההבדל בין מה שהוא עשה למה שאנחנו עושים? שהוא אמר לבנקים תעשו את זה על פי שיקול הדעת שלכם, ואנחנו אומרים, אנחנו לא נעשה את זה על פי שיקול הדעת שלכם, אנחנו נעשה את זה על פי קריטריונים אחרים.

הקריטריונים שאנחנו בחרנו לעשות זה אותה תוכנית לסיוע במשכנתאות.

מירב הראל

אפשר לשאול שאלה? אנחנו מדברים על להעביר בעצם כסף מרווחי הבנקים או מכספי הציבור חזרה ללוקחי המשכנתאות? כי הבנקים גם מקבלים עמלה בדרך, זאת אומרת, האם אנחנו לוקחים מהרווחים העודפים של הבנקים ומחזירים לאותו מגזר שאנחנו מדברים עליו? או שאנחנו לוקחים מכספי הציבור, כספי המיסים, מעבירים אותם לאנשים שבסקר, והבנקים דווקא לוקחים עמלה.

אבי שמחון

אז אני אספר לכם, השני מיליארד זה על פני שנה, זה כנראה לא יכנס לתוקף השנה זה היה בערך 800 מיליון שקל. שר האוצר החליט לגבות מהבנקים מס נוסף (מס מיוחד על רווחי בנקים) של 3.5 מיליארד. עכשיו את יכולה להגיד, רגע, 3.5 מיליארד אפשר להשתמש בהם לעשות משהו אחר. אבל מנקודת המבט שלי, 800 מיליון מתוך שלושה וחצי מיליארד, זה לדבר הזה.

“ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל”

לכם, אם למשק הבית גם מעל גיל 35 וגם יש לפחות שני ילדים, אז במקרה הזה מעל 80 אחוז הם בעלים של דירה. זאת אומרת, בעלי דירות זה לא איזו אוכלוסייה מובחנת ספציפית, זה רוב האנשים בשלב מסוים של חייהם. הרוב הבאמת מכריע של האנשים, בשלב מסוים של חייהם, יש דירה בבעלותם, ולרובם גם יש משכנתא. אז זאת האוכלוסייה. נעבור רגע לשקף הבא. אין פה את העובדים. מה שאנחנו עוד מצאנו, זה שמבין בעלי המשכנתא, אני לא זוכר בדיוק את הפרטים, נדמה לי משהו כמו 77 אחוז ממשקי הבית שיש להם משכנתא, שני בני הזוג עובדים. שני בני הזוג עובדים. זאת אומרת, מה האוכלוסייה שאנחנו מכוונים אליה?

האוכלוסייה שתהנה הכי הרבה מהסיוע זה אנשים, זה משפחות, ששני בני הזוג עובדים והם בשנות ה-30 לחייהם. כי אז זה בדיוק אלה שלקחו בעשור האחרון משכנתא, עדיין לא שילמו את רוב הקרן. זאת אוכלוסיית היעד. עכשיו, יש כאלה צעירים יותר, יש כאלה מבוגרים יותר, יש גם כאלה שרק בן זוג אחד עובד. אבל אוכלוסיית היעד, ואני מבקש שתקשיב היטב, ואפשר לבדוק את זה בנתונים, ולא להגיד דברים סתם, כי קראת בעיתון.

ואדים פורטנוי

קבלת הסבסוד מותנית בעבודה?

אבי שמחון

לא, היא לא מותנית. קבלת הסבסוד מותנית, במחיר הדירה שנקנתה בזמן הקנייה. כי תראו, בסוף בשביל לעשות את זה מאוד מאוד פשוט, או הכי פשוט שאפשר מבחינה תפעולית, אנחנו לוקחים את הנתונים שיש לבנק. מה יש לבנק? יש לבנק את המחיר של הדירה בעת הקנייה. עכשיו אנחנו משווים את המחיר בעת הקנייה, למחיר הממוצע של דירה באותה שנה, אז אם הוא קנה את הדירה ב-2019 22 מיליון שקלים, אנחנו מסתכלים מה היה המחיר הממוצע של דירה בשנת 2019, נגיד 1.8 מיליון, עכשיו, השיא של הסיוע הוא למי שקנה דירה במחיר הממוצע. בגלל זה החרדים שהם קונים דירות במחיר נמוך מהממוצע, הם לא מקבלים כל כך הרבה. השיא הוא במחיר הממוצע, ואחרי זה הוא יורד ליניארית והוא מתאפס עבור מי שקנה דירה במחיר כפול מהמחיר הממוצע. כן?

המוטיבציה שלי היא פוליטית או לא? זה, אפשר להגיד הכל. זה לא מספרים, ואפשר להגיד הכל. לכן אני לא כועס, אני לא כועס, כשאומרים לי, המניעים שלך הם פוליטיים. בסדר. אתה חושב ככה, זכותך. אני כועס שאומרים דברים שניתן לבחון אותם בנתונים, והם רחוקים מאוד מהמציאות. עכשיו, בהקשר הזה אני גם רוצה להגיד לכם. שאני על העניין הזה באופן מאוד מאוד אינטנסיבי מתחילת 2023. והיה לפחות עשרה דיונים עם ראש הממשלה ועם שר האוצר. ראש הממשלה תמך בתחילת 2023, שר האוצר אמר אני אבחן, שר האוצר היה קצת יותר מסויג. ביולי '23 שר האוצר אמר, אתם יודעים מה? השתכנעתי שיש פה בעיה קשה, הוא שלח אותי לדבר עם ראש אגף תקציבים ועם החשב הכללי.

כמובן שבשבוע אחרי זה הייתה כותרת גדולה בדה מרקר, שאבי שמחון מנסה לעזור לחרדים. זה היה ב-23, באמצע '23, הרבה הרבה לפני הבחירות. אז, עוד לא היו בחירות, אז אמרו, הוא מנסה לעזור לחרדים. מי הוציא את הכותרת? ראש אגף תקציבים מיד פנה לעיתונאית הבית, מירב ארלוזורוב, ואמר לה שאבי שמחון רוצה לקדם את הדבר הזה. בינתיים באה המלחמה וההצעה נעצרה. ולכן לקח הרבה מאוד זמן עד שהצלחתי להחזיר אותה לשולחן. למה? כי בעקבות המלחמה באמת לא ידענו מה הולך לקרות להוצאות הממשלה. אני חששתי ב-2024, שאולי העלייה בהוצאות הממשלה תהיה כזאת שבאמת, אם נעשה את התוכנית הזאת, אם נממש את התוכנית הזאת, הפגיעה המאקרו כלכלית תהיה כזאת שהיא לא שווה את הסיוע. בינתיים השתכנעתי, לקראת סוף '24, שזה לא המצב, ולקראת סוף '24 חזרנו לדיונים מאוד אינטנסיביים בנושא.

רק תסתכלו על המאפיינים של מי שיהנה מההצעה החוק הזאת. כשאנחנו מסתכלים על משקי בית שראש משק הבית מעל גיל 35, כי הרבה פעמים אומרים לי, באוצר בבנק ישראל אומרים לי, לא, לא, יש המון שוכרים, מה עם השוכרים? הנקודה היא שבגילאים 20 עד 30, רוב האנשים שוכרים, יש המון משקי בית, כן? שתי הבנות שלי, ששוכרות בית בתל אביב או דירת שותפים בתל אביב, הן שני משקי בית על פי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. ולכן, אם מסתכלים על מספר משקי הבית ששוכרים לעומת מספר משקי הבית שקנו ויש להם משכנתא, זה גורם לעיוות גדול. לכן אני מסתכל על אנשים שהם בגיל 35 ומעלה, ומשקי הבית. כשראש משק הבית מעל גיל 35, אז 77 אחוז יש דירה בבעלותם. רק 18 אחוז שוכרים. רק 18 אחוז שוכרים. ואם אתם מסתכלים, שלומי מסתיר, אז אני אספר

"ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל"

לרכוש דירה כלל.

שרירותיות ביישום - בעיה שאין לה פתרון נקי. החוק יוצר קווי גבול שרירותיים: לווים עם ריבית משתנה כל חמש שנים עלולים ליפול פנימה או מחוצה לחוק לפי המועד המדויק שבו "נפתח" עוגן הריבית שלהם. הבדל של ימים ספורים קובע זכאות - עיוות שהחוק אינו מסוגל לפתור באמת.

תזכיר שרחוק מלהיות מוכן לחקיקה. בנק ישראל, משרד האוצר ומשרד המשפטים משקיעים שעות רבות של ישיבות מול המועצה הלאומית לכלכלה בניסיון לגבש את החוק. כמעט אחרי כל ישיבה החוק מתעדכן באופן מהותי - בכל פעם מתגלים פגמים נוספים, חורים ביישום וסוגיות של חוסר צדק שלא זוהו קודם לכן או שנוצרו. התזכיר כפי שהופץ אינו מוכן לחקיקה, וככל שהעבודה מעמיקה - מתגלים בו עוד ועוד כשלים שפוספסו בסבבים הקודמים. מדובר באחד החוקים הבעייתיים ביותר שנתקלנו בהם.

הפגמים מדברים בעד עצמם - אין צורך בפוליטיקה. חבל למקד את הטיעונים נגד החוק בעניינים פוליטיים. לחוק הזה, שעלותו מוערכת במיליארדי שקלים, יש מספיק פגמים מהותיים - כלכליים, יישומיים ועקרוניים - מכדי שנאבד את הקשב של הציבור על ויכוחים מגזריים או פוליטיים. אפשר להסביר היטב מדוע אין להעביר את החוק הזה, מבלי להיכנס לאזורים שמסיתים את השיח מהעיקר.

שלומי שוב

אני רוצה לשמוע את נציגות האוצר, מורן.

מורן משה חנציס

תודה שלומי. מורן משה חנציס, סגנית הכלכלן הראשי באוצר. אולי אני אתחיל בלהגיד משהו שאמור להיות מובן מאליו, אבל אני אחדד אותו בכל זאת. החלטת הממשלה הזו עברה חרף התנגדות גורמי המקצוע באוצר, והיא עברה ולכן אנחנו מחויבים להחלטת הממשלה.

יש עדיין סוגיות שהדין לגביהן לא מוצה, בעיקר העמדת מקור תקציבי, ועד שלא יועמד מקור, ההתנגדות שלנו עומדת בעינה, אבל ההחלטה על היבטיה המקצועיים עברה ואנחנו מחויבים לה. אבל אני רוצה כן להציג, את עיקרי ההתנגדות שהבענו לפני שההחלטה עברה, והם הוצגו גם למועצה הלאומית לכלכלה וגם

אז השיא הוא במחיר דירה ממוצע, 0 במחיר כפול, זה יורד לינארית.

שלומי שוב

אז בואו נתחיל עם בנק ישראל. יוסי, בבקשה.

יוסי סעדון

הלווים היו מודעים לסיכון - לא הייתה כאן הפתעה. אחד הנימוקים המרכזיים לחוק הוא שציבור הלווים "הופתע" מעליית הריבית. אלא שהמציאות שונה. כשלווה ניגש לקחת משכנתא, הוא רואה לפניו מסלול בריבית קבועה של 4% לצד מסלול בריבית משתנה של 1% - כל אדם בר דעת שואל את עצמו מה הפער הזה. התשובה ברורה: מי ששילם 4% שילם פרמיית ביטוח על יציבות; מי שבחר ב-1% ידע שהתשלום עלול להשתנות. המודעות לסיכון הייתה כבר ביום חתימת העסקה.

333 יועצי משכנתאות מאשרים: הלווים ידעו. בסקר בלתי פורמלי שהופץ בקבוצות ווטסאפ של יועצי משכנתאות, השתתפו למעלה מ-333 יועצים. הרוב המוחלט של היועצים העידו כי הלווים שלוו ידעו היטב מה המשמעות של ריבית משתנה, וכי היו מודעים לסיכוי שהתשלום החודשי שלהם יעלה. הטענה בדבר "הפתעה" אינה עומדת במבחן המציאות.

סיכון מוסרי (Moral Hazard) - מסר מסוכן לשוק. פיצוי לווים שהסיכון שנטלו התממש שולח מסר מעוות לציבור כולו: "שווה לקחת סיכון - המדינה תכסה אותך". זהו סיכון מוסרי קלאסי שעלול לפגוע ביסודות כללי המשחק של שוק האשראי כולו.

הנתמכים הם דווקא האוכלוסייה החזקה. מתוך 3.2 מיליון לווים בישראל, 1.4 מיליון הם לווים משכנתאות - ונתוני מאגר האשראי מלמדים שאלה דווקא הלווים החזקים ביותר: כושר ההחזר שלהם גבוה יותר ושיעורי הכשל שלהם הנמוכים ביותר. גם גופים חוץ-בנקאיים מדרגים לקוח עם משכנתא כלווה טוב יותר מלכתחילה. אם המטרה היא לסייע למי שבאמת זקוק - הכתובת אינה כאן.

רוכשי הדירות צברו עושר. סימולציה שהשוותה שני משקי בית זהים - אחד שרכש דירה לפני מרץ 2022 ואחד ששוכר - מראה שמשק הבית שרכש דירה צבר עושר של כ-200 אלף שקלים יותר מהשוכר, הודות לעליית ערך הנכס. החוק, למעשה, מסייע למי שכבר נהנה מרווח הוני משמעותי - ומתעלם ממי שלא הצליח

“ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל”

מורן משה חנציס

אני אגיד שוב, מאמצי הממשלה הם להוריד את מחירי הדיור, המכניזם שתיארת עכשיו הוא אחת מהדרכים להוריד את מחירי הדיור. להחזיר לשוק דירות, שנטלי ההלוואות לרכישתם מונפו מעבר ליכולת שלהם, שלא הפנימו את סיכון עליית הריבית. אני אגיד שריבית שעולה ביחס לריבית הממוצעת בתקופה שבה אנחנו קובעים את תכולת החוק הזה, לא הייתה ברבור שחור. היינו כבר בתקופה של ריבית גבוהה יותר, משקי הבית היו צריכים להפנים את האפשרות שהריבית תעלה ואנחנו מלמדים אותם עכשיו שהם לא צריכים להפנים, אנחנו מלמדים אותם עכשיו שהם צריכים להגדיל את תיאבון הסיכון שלהם אולי באופן פרמננטי ואנחנו מעוותים פה ביסוד את יעילות שוק המשכנתאות.

אבל אני רוצה לחזור לנקודה שאמרתי לגבי היעדרו של מקור, וזאת הסיבה שבגינה ההתנגדות שלנו עדיין עומדת בעינה. הצעת החוק הזו קובעת בהוראת שעה מנגנון לחמש שנים, מדובר בהתחייבות פיסקלית כבדה מאוד עבור הממשלה. היא עשויה להתפרש כסטייה מהמשמעת הפיסקלית, בתקופה שבה המשק, משווע ליציבות במדיניות הפיסקלית, לאחריות במדיניות הפיסקלית. רק לפני חודש, הגדילה הממשלה את מוגבלת ההוצאה ואת יעד הגירעון על רקע המלחמה. אנחנו מדברים פה על פריצת מסגרת שיכולה להיות ממומנת על ידי הכספים שנגבו מהבנקים בהיטל החד פעמי הזה, נכנסו לתקציב המדינה, זו הדרך שבה הם מוחזרים לציבור. אז עכשיו לצבוע מתוך כסף שכבר אושר בתקציב המדינה, לצבוע 800 מיליון שקל, בהכרח המשמעות תהיה או להסיט מהכספים שהרגע אושרו, או להעלות מיסים, או חלילה לפרוץ שוב את מסגרת הגירעון, לטובת מטרה שהיא לא מגדילה צמיחה, לא משרתת את המאמץ המלחמתי, והדבר הזה הוא כאמור פוגע במשמעת הפיסקלית שהמשק כל כך משווע לה. הדבר הזה עלול לערער את אמון השווקים, במדיניות הכלכלית של הממשלה ויש פה איזה כדור שלג שעלול להתגלגל, עלייה שוב של פרמיית הסיכון, התייקרות של החוב הממשלתי ואפילו התייקרות של עלויות הגיוס של המגזר העסקי. יש הסכמה רחבה שהממשלה צריכה להתערב במקומות שבהם יש כשל שוק. ואז אני שואלת מהו כשל השוק שאנחנו באים לתת לו כאן מענה? אבי, הצגת את העלייה, בגובה ההחזר של משקי הבית, אבל בנק ישראל הציג נתונים לגבי הגידול בהכנסה של משקי הבית. עוד לפני שאנחנו מדברים על השווי של הנכסים שלהם

הוצגו לממשלה. ואני אשתדל לא לחזור על הדברים שנאמרו כאן, אבל יש מן המשותף בעמדה שיוסי הציג למקורות להתנגדות שלנו. אבל אני אגיד בראש ובראשונה שהחלטה הזאת פוגעת במאמצי הממשלה, ארוכי השנים להורדת מחירי הדיור. הבסיס של הדברים, עליית הריבית, אמורה לייקר לנטלי המשכנתאות את ההלוואה להפעיל לחצים על מכירת הנכסים ולהפעיל לחצים כלפי מטה על מחירי הדיור, ואנחנו מונעים את הדבר הזה, ולכן מונעים את ירידת מחירי הדיור. זה בראש ובראשונה. מעבר לזה, אנחנו מלמדים את הציבור להגדיל את תיאבון הסיכון שלו. אנחנו קונסים ניהול סיכונים אחראי ומפצים או מעודדים נטילת סיכונים, זה עלול להוביל למינוף יתר של משקי הבית ומכאן להמשך, עליות של מחירי הדיור. אז זה בראש ובראשונה נוגד את מאמצי הממשלה להורדת מחירי הדיור. יוסי דיבר על Moral Hazard, יהיה כמעט לא רציונלי מצד משקי הבית, להניח שמדובר בצעד חד פעמי.

אבי שמחון

מורן, איך זה מונע את ירידת מחירי הדירות?

מורן משה חנציס

אז אני אחזור שוב. כשהריבית עולה... כשהריבית מתייקרת ומשקי הבית מתקשים לעמוד בנטל הוצאות המשכנתא, יש כאלה שיבחרו לעשות את המהלך של מכירת הנכסים שלהם. צמצום, מעבר לשכירות.

אבי שמחון

זאת אומרת, אני רק רוצה שאנשים יבינו מה את אומרת. את אומרת, אם לא נסייע להם, יהיו כאלה שיאלצו למכור את הדירה כי הם קנו בית, שהם עכשיו לא יכולים לעמוד בתשלומים, ואז הם יגדילו את היצע הדירות על ידי זה שהם ימכרו את הדירות. יכול להיות שזה נכון, אבל את מבינה שזה מנוגד תכלית הניגוד למדיניות הממשלה הזאת, הזאת שקדמה לה, הזאת שקדמה לה, משחר ההיסטוריה. הממשלה לא רוצה להביא אנשים למצב שבו הם נאלצים למכור את הבית שלהם.

“ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל”

הממשלה ולדבר על כל הפרטים המקצועיים וכולי, היא אמרה שצריך גם לדבר על מקור. אז רק לעניין הסדר של האם זה כן יהיה מהרווחים, לא יהיה מהרווחים כרגע, כמו שאבי אמר, אין לכסף ריח, הכסף נכנס כרגע לפול של תקציב המדינה, ובתקציב המדינה, נכון להיום, ובסדרי העדיפויות שהכנסת הצביעה עליה בסוף מרץ, אין מקור לדבר הזה. ואני אגיד רגע ברמה המקצועית, זה שהממשלה עכשיו תקבל החלטה להסיט משאבים מהתקציב הנוכחי, כלומר תבצע הרחבה פיסקלית, שרגע שוב, אני אפילו לא אכנס להצדקות שלה, אבל הרחבה פיסקלית שלא מעודדת צמיחה ולא תומכת מלחמה בעולם שבו אנחנו יודעים שיש הוצאות מלחמה שעוד נצטרך בשבילם לייצר מקורות, אנחנו מאוד חוששים מזה ברמת ההוצאה התקציבית.

לעניין הדיור, אני רגע אחזור לתכליות של החוק. בדברי ההסבר שהמועצה הלאומית כתבו, דיברו על שתי תכליות לחוק, ואבי כמוכן תתקן אותי. אחד - דיברו על זה שלא רוצים לעודד אנשים למכור את הדירה שלהם, ושתיים, באמת שההכנסה הפנויה של משקי הבית הצעירים העובדים ירדה וצריך, ואנחנו רוצים לתת לזה מענה. קודם כל בנתונים, דיברת על, בוא נדבר על נתונים ולא על אידאולוגיה, בנתונים לא רואים עלייה במכירות יד שנייה, נראה לי, כולם פה רואים את הגרפים של הצניחה המטורפת בשלוש שנים האחרונות במכירות בכלל, אבל ספציפית במכירות יד שנייה. כלומר, זה לא שאנחנו רואים אנשים שרצים למכור את הדירות שלהם שכבר קיימות, להיפך, אנשים מחזיקים בדירות שלהם. אה, ויותר מזה הם גם עומדים בפירעון ההלוואה, אין לנו עלייה ב-DEFAULT, אין עלייה בדחיות, הייתה את הדחייה הרי עם המלחמה. לא רואים עלייה לא בפגיורים ולא ב-DEFAULT במשכנתאות.

אני יכולה להגיד עוד משפט אחד, רק לעניין הנתונים שהוצגו לאיזה אוכלוסייה מכוון, ורגע אני רוצה לחדד. כשמדברים על מעל גיל 35, לא דיברנו על איזה גיל מלמעלה, אם מסתכלים על שיעור השוכרים בגילאי 35 עד 45, אנחנו מדברים על כמעט חצי, נתוני למ"ס.

אבי שמחון

מה חצי?

שעלה, ולמעשה מה שקרה בשנים האחרונות זה שההכנסה של משקי הבית עלתה בקצב גבוה יותר מהעלייה בהוצאות המשכנתא ולכן לא ברור באיזה כשל אנחנו באים לטפל. משקי הבית האלה, נטו, נהיו עשירים יותר, ואני לא אחזור על האמירה שהאוכלוסייה שתקבל את הסיוע היא באופן כללי חזקה יותר.

רק חצי נקודה אחרונה, אנחנו מתערבים פה באופן חריג ובמישרין בהחלטה של בנק ישראל לגבי מדיניות הריבית. הממשלה כן, עושה ועשתה צעדים בעבר שמתערבים בעקפיין במדיניות המוניטרית. אבל מדובר פה בהתערבות חריגה וישירה, הדבר הזה עלול לפגוע בתפיסת העצמאות של בנק ישראל וזה כשלעצמו יוצר סיכונים לרבות שינוי בתפיסת הסיכון של מדינת ישראל מה שעלול, לעכב הורדות ריבית נוספות או אפילו לגרור עליית ריבית נוספת. לדבר הזה, יש פוטנציאל לפגיעה רחבה ומאוד משמעותית על המשק הישראלי.

תמר צ'ין

אני מתחברת לכל מה שגם בנק ישראל וגם מורן מהכלכלן הראשי אמרו, אנחנו גם משתדלים את העמדות שלנו להוציא כמה שיותר מסונכרן וביחד, אנחנו גורמי המקצוע בכל האגפים במשרד האוצר עומדים ביחד אל מול ההצעה. אז אני לא אחזור על הניתוח הכלכלי והסיכון ל-Moral Hazard וכל הדברים שהם בסוף בליבה של הבעייתיות מבחינתנו בחוק, אני אתייחס טיפה רק לכמה שאלות תהליכיות שעלו תוך כדי שאבי דיבר. דבר ראשון, תקציב המדינה לשנת 26 עבר בסוף מרץ, והוא כולל בתוכו, כלומר הוא מחשיב בתוכו לעניין הכנסות המדינה גם את ההסדר שצוין פה לעניין גבייה מרווחי הבנקים. יעד הגירעון שנקבע, לוקח בחשבון כבר את ההכנסות האלה בתוך היעד. מעבר לזה אני אגיד שחלק, מהשפה ששר האוצר דיבר בה על מנת להצדיק את הדבר הזה, היה גם מימון הוצאות המלחמה, שמאז צריך להגיד גם גדלו משמעותית, מאז סוף מרץ, התחזית בתקציב נוכחי הייתה שהמלחמה תיגמר בגדול במרץ, היו שם עוד כמה שבועות, מי יודע מה יקרה בשבועות הקרובים. כך שמצב ההוצאות של מדינת ישראל, כמו שמורן אמרה, לפחות בתחזית לשנים הקרובות, לא מעודד ברמת המאקרו, והכסף שנמצא היום בתקציב לא לוקח בחשבון את ההוצאה על מענקים לנוטלי משכנתאות. אז זה רגע ברמת התהליך, גם הממשלה, כשהיא אמרה שוועדת השרים צריכה לדון בהחלטה

”ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל”

תמר צ'ין

יקבלו את הכסף הזה, הם בעצם לא יקבלו והכל בסדר. אז יש פה שתי אפשרויות שרק אחת נכונה: או שצריך להאמין שהחוק הזה יעזור ללווים כפי שהוא מתימר אבל יעלה עשרות מיליארדים, או שצריך להאמין שהתקציב שלו יהיה 1.75 מיליארד בסך הכל אבל יקטין את ההחזר פחות משנה אחת. שני הדברים לא חיים יחד.

אבי שמחון

עדי, החוק הזה יעזור ב-1.75 מיליארד שקל. עכשיו הנוסחה זה לא קונץ פטנט, זה פשוט נשחק עם האינפלציה. אנחנו אומרים - אם המשכנתא שלך הייתה עולה בקצב האינפלציה, אנחנו לא משווים רק את העלייה במשכנתא, אלא אנחנו מסתכלים על העלייה במשכנתא ושואלים אם המשכנתא שלך הייתה עולה בקצב האינפלציה, הפער בין זה לבין מה שזה בפועל עלה.

עדי פוזנר

אבי, אז יש פה 400 אלף משפחות, שאם תיקח 1.75 לחלק 400 אלף משפחות, זה בערך 4,000 שקל למשפחה. כשאתה מציג את הגרף הזה, זה נראה כאילו הדבר הזה יציל אנשים שהחזר שלהם לאורך חיי המשכנתא עלה ב-2000 אלף שקל. אז זה נשמע כמו משהו מאוד מאוד גדול, אם אני הייתי אחד ממקבלי המשכנתאות ולא מבין בנוסחאות (שלקח לי הרבה זמן להצליח לפענח את הנוסחה הזאת) אבל אם הייתי מקבל משכנתאות ששומע שאבי והליכוד עושים כזה חוק, הייתי אומר ואו אני הולך לקבל הרבה מאוד כסף, את כל ה-1,600 שקל שאני משלם יותר, 75 אחוז מזה אני אקבל במשך כל שנה, ההחזר הנוסף שלי ירד ב-1,200 שקל, וואו, אני מצביע ליכוד, באמת אני מצביע ליכוד.

אז החוק הזה נשמע כאילו הוא הולך לתת לנו המון המון כסף, אז או שמאמינים לו, או שהנוסחה נכונה. רגע, רגע, יש לי עוד כמה דברים.

הדבר השני זה באמת, רגע, אמרת לעזור לעשירונים 4 עד 7, ואמרת אפילו רוב האנשים האלה, במשק הבית, שניים עובדים שם, אז יאללה, אפשר לעזור להם, לא בדרכים כאלה, אלא כמו שהורידו מיסים בדיוק לקבוצה הזאת, אפשר להוריד עוד את המיסים לקבוצה שאנשים עובדים ואז נרוויח גם את ה-deadweight loss, את הנטל העודף שנוצר על ידי המיסים. אם באמת המטרה,

אנשים בגיל 35 עד 45, בין 40 ל-50 אחוז, תלוי באיזה נתון אתה מסתכל, ממשקי בית שוכרים דירה ולא קנו דירה. שוכרים. ואם מסתכלים על 45 עד 55, אנחנו 30 אחוז. כך שלטעון שאנחנו באוכלוסייה זניחה מתחת לגיל 55, אני לא אגדיר מהו צעיר, זניח בטח לא. ואני אגיד יותר מזה, שאם אנחנו מכוונים לאוכלוסייה עובדת צעירה, אז הדרך לעשות את זה היא מה שקרה החודש, שזה להתעסק במיסוי של עבודה ולא בהחזרים ישירים בלי קשר לעבודה.

עדי פוזנר

אבי, אתה חבר שלי ואני אגיד דברים שלא בטוח תאהב, אז אל תכעס עליי. אז אני אתחיל ככה, אבי הראה גרף עמודות שבאמת היו גם בהסבר להצעת החוק, על מספר המשפחות שהולכות ליהנות מהחוק הזה, משהו כמו 200 אלף, שעלות ההחזר החודשי שלהם עלה ב-1,600 שקל לחודש, 120 אלף משפחות שזה בין 800 ל-1,600, ועוד ועוד. אז באמת, כשמסתכלים על הדבר הזה, זה נראה באמת שהולכים לעזור להמון משפחות בהרבה מאוד כסף. ובאמת לקחתי את המספרים האלה ועשיתי איזה back of the envelope ויוצא שגם אם לוקחים בחשבון שזה פחות כי לחלק דירה מעל הממוצעת, וזה רק 75 אחוז, זה יוצא כמעט 2 מיליארד שקל בשנה.

עכשיו, 2 מיליארד שקל לשנה, ההלוואה לדיור לא יורדת באופן מיידי - התשלומים נמשכים הרבה מאוד שנים, אז אנחנו מדברים על 2 מיליארד כפול איזה 20 שנה. אגלה לכם סוד, 2 מיליארד כפול הרבה שנים, זה לא 1.75 מיליארד שמתוארת עלות החוק.

עכשיו, לפני שהגעת, תמר מהאוצר הסבירה שיש איזושהי נוסחה עם המדד שבעצם גורמת שההחזרים מאוד ירדו. אז יש שתי אפשרויות, או שהמשפחות האלה באמת יקבלו החזר של 75 אחוז ממה שהן עומדות לשלם, במשך הרבה מאוד שנים, ואז זה 2 מיליארד לשנה. או שיש פה איזה תחמון, שבעצם הדבר הזה יעלה תוך שנתיים: בשנה הראשונה 26, במשך חצי שנה, הם יקבלו באמת לפי 2 מיליארד. ושנה אחרי זה, זה כבר כמעט יעלה לחצי מיליארד בשנה שלמה, שנה אחרי זה 200 מיליון, ואחרי זה 24 מיליון, מיד זה יעלה. אז יש איזו נוסחה כזאת שדואגת שאם חשבנו שהמשפחות האלה

"ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל"

הלא אחידה של הריבית בין מגזרי פעילות. מסקנות אלו נוגעות למנגנון התמסורת ולהבדלים בין מגזרים, ולכן אינן תלויות באופן מהותי בבחירת נקודת ייחוס ספציפית או בתקופת בסיס מוקדמות יותר.

שלומי שוב

בואו נשמע גם את הצד של היזמים. יש לנו פה את נדב ברזילי, שהוא בוגר שלנו.

נדב ברזילי

אז אני תלמיד של שלומי מלפני 15 שנה, למדתי ממנו המון, ותודה על ההזמנה. היום אנחנו יזמים בונים, בנינו כבר, מסרנו מעל 1,000 יחידות, בונים בעיקר בפריפריה. אז ככה, אני אגיד את זה מכמה כיוונים. קודם כל, אני מאמין באמת שהכוונות שלו (אבי) היו מאוד טובות, אבל אני בעיניים שלי, לא סובסידיות ולא הגרלות, זה דבר שצריך לדבר עליו בכלל במדינת ישראל, למה? כי זה כמו לגלגל המזל, וחלק מרוויחים וחלק לא. וזה לא משהו שאפשר להתנהל מולו בצורה מושכלת לאורך זמן. אני חושב שלגבי, הדבר היחיד שבעשירי שנה האחרונות, אין לי פרספקטיבה ארוכת שנים, אבל יש לי צפי, אני מקווה, לעוד הרבה שנים בתחום. הדבר היחיד שבעשירי שנה האחרונות שהצליח להוריד את מחירי הדיור, זה שהוציאו עכשיו 4,000 יחידות בשדה דב. ראינו את המחירים בשדה דב יורדים וראינו את המחירים בתל אביב יורדים, וראינו את כל ההשפעה במעגלים מסביב. רק היצע של דירות יוריד את מחירי הדיור, כל דבר אחר זה להעביר מפה לשם, תוציאו דירות לשוק, תתכננו, לא מספיק מתכננים, קבינט הדיור לא התכנס לדעתי מה 07/10/2023, תוציאו כמות של דירות לשוק.

אבי שמחון

הוא התכנס כמה וכמה פעמים, אני אומר את זה כי אני מרכז את זה.

נדב ברזילי

מעולה, תוציאו דירות לשוק, מחירי הדירות ירדו, כל דבר אחר זה

זה לעזור לקבוצת האוכלוסייה הזאת, ולא רק אם הם לקחו הימור שלא הצליח, שכן הצליח, והם שייכים לקבוצה הזאת. רוצים לעזור לקבוצה ששניים עובדים שם, אז יאללה, בוא נלך על הקבוצה הזאת באופן ישיר. למה בצורה כל כך מעוקמת, אני שואל...

דבר שלישי זה רווחי הבנקים. אני עצוב מאוד על העיסוק הזה ברווחי הבנקים. זה נכון שהבנקים מרוויחים הרבה, אבל הסיפור שמראה את זה, שמנסה להוכיח שזה בגלל ניצול של הלקוחות ולא בגלל התייעלות, התחיל בהצגה מגמתית של האוצר שניסה לשכנע למה צריך מס רווחי יתר, וממשיך בניתוח שהצטערתי שמכון הפניקס, שהקמתם עשה ניתוח לא נכון, ולא בודק את הניתוח של האוצר שמשווה את הדברים לשנת 2014. בשנת 2014 הריבית הייתה אפס. כשהריבית היא אפס, הבנקים לא יכולים להרוויח על פיקדונות שזה חלק לגיטימי מהרוויחים שלהם. רווח הוגן. כשבנק מלווה כסף למישהו, הוא לוקח מרווח. כשהוא מקבל פיקדון ממישהו, הוא מקבל מרווח. אבל במצב החריג שריבית בנק ישראל הייתה 0, בפיקדונות הבנקים לא יכולים לקבל כלום. אז 2014 הייתה שנה מיוחדת. האוצר בחר להתחיל את ההשוואה מ-2014 באופן מגמתי, לא מ-2011 כשהריבית הייתה 3.5 אחוז, לא מ-2006 כשהריבית הייתה 6 אחוז, לא מראים את הדבר הזה, מתחילים משנת אפס שהיא לא סבירה, שהריבית הייתה אפס. בנקים זכאים להרוויח משהו על פיקדונות. הם נותנים שירות לאנשים, בייחוד לאנשים שבאים להפקיד פיקדון קטן.

איתי קדמי

ביחס להערה בדבר נקודת הייחוס (תקופת ריבית אפס), אנו מסכימים כי סביבת ריבית זו אינה מייצגת שיווי משקל "נורמלי" של פעילות בנקאית, וכי חלק מהעלייה ברווחיות בשנים האחרונות משקף חזרה לסביבת ריבית גבוהה יותר.

עם זאת, יש לציין כי ניתוח מפורט של מקורות הרווח - ובפרט פירוק לפי מגזרי פעילות וגודל עסק וכן בחינת תמסורת הריבית בין מגזרים - מבוסס על נתונים ציבוריים ברמת פירוט שאינה זמינה לתקופות מוקדמות יותר, ובפרט לתחילת העשור הקודם. מגבלה זו אינה מאפשרת ביצוע השוואה אחידה לאורך מחזורי ריבית שונים. מעבר לכך, מוקד הניתוח במסמך אינו ברמת הרווחיות, אלא בהרכב ובמנגנוני ההיווצרות שלה. בהקשר זה, הממצאים מצביעים שעיקר הגידול ברווחיות נובע מהתרחבות מרווח הפיקדונות ומהתמסורת

“ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל”

רוני עפר

אני נמצא כאן כמייצג של הגמלאים, אני מבקש פיצוי על השינוי הפתאומי שהיה בייסוס של הדולר, כולנו שהשקענו ב-S&P ובחולל נפגענו מאוד ברמה של 18% ירידה בשווי הפנסיות שלנו וזה היה אירוע פתאומי ואני לא רואה ולא מבין מדוע אנחנו לא נקבל גם כן פיצוי כמו שמקבלים בעלי הדירות, אמנם אנחנו בשנים קודמות הרווחנו הרבה מאוד כאשר ה-S&P עלה אבל אני לא חושב שצריך לקחת את זה בחשבון, זה לא שייך, בשנה האחרונה הפסדנו 18%, אני מבקש לקבל פיצוי על הפסדים אלו בדומה לבעלי הדירות.

אבי שמחון

אני חושב שאתה ענית לשאלה של עצמך, אמנם השנה הרווחת הרבה פחות ממה שציפית, דרך אגב לדעתי אתה הרווחת, אבל בשנים הקודמות אתה הרווחת הרבה. זה לא אותו דבר.

רוני עפר

גם בעלי הדירות הרוויחו, וחלקם הרוויחו הרבה. כמובן, שההצעה לפצות את הגמלאים נאמרה בצחוק, אני לא בוכה על ההפסדים מהייסוס. אבל אני חושב שלא צריך לפצות את הגמלאים שהפסידו ולא את נוטלי המשכנתאות.

אבי שמחון

אני חושב שהיית צריך למצוא דוגמה יותר טובה.

אלון גלזר

אני מסכים עם אבי בדבר אחד, הנושא שבנק ישראל נתן לבנקים אפשרות לתת הטבות לבחירתם של הבנקים, הפך את זה למשהו לא הגיוני, הבנקים הפכו את זה למבצעי שיווק ולא באמת למתן הטבות לציבור. אבל מה שאבי עושה זה אותו דבר, כלומר בסופו של דבר, הוא נותן הטבות לקבוצה עליה החליט, ואשר לדעתי, היא לא זכאית להטבות.

אני חושב שזה לא נכון מוסרית, זה לא נכון לאוכלוסיות החלשות, זה

להעביר, אם רוצים לעזור גם לשוכרים וגם לאנשים שקונים דירה כדי להבטיח לעצמם פנסיה כדי שהמדינה לא תיאלץ לעזור להם בפנסיה כי לא יהיה להם כסף, תחזירו את המס רכישה ל-5% או לפחות - למה? כל הכסף של הישראלים יוצא כרגע ליוון ולקפריסין, המדינה לא יודעת כמה כסף יוצא החוצה, פעם אחרונה שבדקתי, וזה מספרים לא מאומתים כי המדינה לא יודעת ולא יכולה לדעת כמה כסף יוצא, וזה לעולם לא יחזור לישראל, זה 40 מיליארד שקל בשנה שישראלים קונים בחו"ל נדל"ן. כי המס רכישה מברח אותם, עכשיו אם אדם קונה עם מס רכישה של 8% זה מעלה את מחירי השכירות, אנחנו רואים את מחירי השכירות מטפסים כי זה בסוף משפיע על הכל. יש לי עוד 3 נק'. אם רוצים לעזור צריך לבחור מטרה שרוצים לשפר אותה ולדעתי זה פיזור ישראל לפרופריה, למה? כי שם מחירי הדירות יותר זולים ושם אפשר בדחיפה של 2 מיליארד שקל לשפר את התשתיות והחינוך, ולעשות קורסים של AI, ולשפר את הפרופריה ואנשים יעברו לפרופריה מתוך בחירה וגם יהיה להם יותר זול וגם איכות חיים יותר גבוהה. אם רוצים לעזור לאנשים לקנות בפרופריה אפשר לתת מענק מותנה בזה שאנשים קונים כדי לגור שם ולא להשקעה לתקופה מסוימת. לגבי הבנקים, הצעה שלי, אם הבנקים מרוויחים יותר מיד, אפשר לעשות מעל רווח מסוים מס נוסף ואפשר לחייב אותם לתת ריבית על כסף בעו"ש שיש שם מיליארדים רבים שאנשים לא מקבלים עליהם ריבית, אפשר לעשות ריבית בנק ישראל מינוס אחוז וחצי או בנק ישראל מינוס אחוז, לחייב לשלם על הכסף בעובר ושב. נקודה אחרונה, יזמים אם הם לא מוכרים דירות או כל מה שיפריע למכירת דירות, זה גורם להם לא לבנות, למה? כי הבנק מחייב אותך למכור 30%-20% בפרסיסיל. היום, פרויקטים רבים במדינת ישראל, ויש לי חברים רבים שהם יזמים שבונים עשרות אלפי יחידות, לא פותחים פרויקטים כי אם לא מוכרים את הפרסיסיל, לא יוצאים לדרך. מה פרויקטים עם היתר בנייה בישראל כרגע, לא יוצאים לדרך. מה שישפיע על ההיצע מה שישפיע על מחירי השכירות, מה שישפיע על מחירי המכירה, צריך לדחוף את היזמים, כמובן 15% זה רווח יזמי ראוי, זה גם מה שהבנקים דורשים, לא צריך יותר אבל גם לא צריך פחות מזה כי יש סיכונים בדרך. צריך לדחוף את היזמים לבנות ואם הם לא ימכרו הם לא יבנו.

"ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל"

שירן תמר אזולאי

אני רק רוצה להזכיר נקודה אחת לטובת הציבור, בשנת 2021 גם בנק ישראל, גם הבנקים וגם הציבור לא שיערו, כמו רוב העולם שהריבית תעלה כל כך מהר ל-4.5%, יש דבר שאירע אשר השפיע על הרבה לווים במשכנתאות, גם בהיבט של מחזורים וגם על לווים חדשים, והוא עדכון ברגולציה, במסגרתו בנק ישראל העלה את המקסימום שאפשר לקחת בפריים משתנה משליש לשני שליש מתמיהל המשכנתה, ולאחר מכן לווים רבים נהרו ומיחזרו ל-50% משתנה או לשני שליש, כי לא שיערו שהריבית תעלה כל כך הרבה ל-4.5% בזמן קצר, אחרי עשור שהיא הייתה אפס. אני רק רוצה להזכיר שזה כן השפיע מאוד על אפקט ההפתעה, הלווים לא הביאו בחשבון עלייה כזו משמעותית בהחזר החודשי. קודם דובר על אפקט ההשפעה וצורך של הלווים לנהל סיכונים וזה נכון, אך יחד עם זאת, אף אחד לא ציפה לעלייה כזו וזה השפיע מאוד על אפקט ההפתעה.

ואדים פורטנוי

מאחר ואני לא עובד המדינה, אני כן רוצה לומר 2 מילים על פוליטיקה. אני לא מבין למה אתם כל כך מתכחשים לזה. מתקבלות לאחרונה החלטות שההטבות הגלומות בהן מתחלקות באופן לא שיוויוני ואף מקרי למדי. למשל, ראינו את העלאת פטור ממע"מ על יבוא אישי של שר האוצר המיטיבה רק עם מי שקונה בחו"ל.. גם ההחלטה של סבסוד משכנתא תיטיב עם מי שלקח סיכון לא מחושב, קנה דירה לא יקרה יחסית ועשה את זה בתקופה שלפני העלאת ריבית. כל זה קורה בשנת בחירות במקרה או לא במקרה. למה אתם לא אומרים תראו, זאת התפיסה הפוליטית שלנו כמו שהתפיסה הפוליטית שלנו זה לחלק כספים קואליציוניים גם בתקופת המלחמה, אנחנו מקדמים הצעת חוק לפיה זכאי להטבה מי שקנה דירה בפריפריה בלבד כי השווי שנקבע לא תופס את כל גוש דן למעט אולי ישוב או שניים. למה להעמיד פנים כאילו שזה לא פוליטי? הצגת את ההצעה כהצעה מקצועית וכלכלית בעוד שבדין הזה התברר שיש אוכלוסייה ערבית שכמעט לא נוטלת משכנתאות ולכן לא תזכה להטבות ויש אוכלוסייה חרדית שמקבלת קצת יותר מאחרים כי אין התנייה של עבודה או שירות כתנאי להטבה. ואם אנחנו מניחים את המפה של הדירות הזולות, יחסית, מחדרה צפונה

לא נכון לשוכרים, ולכן כנראה שיש איזה אינטרס, או פופוליסטי או משהו אחר. אני חושב שאם היו רוצים לקחת מהבנקים כסף ולחלק אותו למה שצריך, זו לא הדרך, זו דרך ממש לא נכונה. אני דרך אגב כן קצת בעד המס יסף שמטילים על הבנקים, המדינה עומדת מאחורי הבנקים ובסופו של דבר המדינה תעזור ותציל את הבנקים ביום פקודה ולא תציל את הגופים האחרים. ולכן אני חי בשלום עם המס העודף על הבנקים אבל, לא לחלק אותו לאוכלוסיות שבוחרים. לגבי הנתון של 17%, שזה לכאורה השיעור שיינתן לחרדים מתוך ההטבה שתינתן, היה מעניין לראות באמת איך הוא נראה, כי זה נראה שיש מטרות פופוליסטיות.

שלומי שוב

אגב, יש נתון מקביל שחושב בבנק ישראל?

יוסי סעדון

לא, זה מאוד בעייתי, מאוד קשה לזהות חרדים במאגר האשראי.

אלון גלזר

ועוד נתון אחד מהמערכת, בינתיים הפרשות להפסדי אשראי, 0 עגול.

תמר צ'ין

יש נתונים משלימים, שיעור החרדים שלוקחים משכנתא הוא סביב ה-42%-40%, שיעור הלווים באוכלוסייה הכללית הוא סביב ה-30% ושיעור הלווים באוכלוסייה הערבית הוא סביב ה-5%. כך שלדעתי אני חושבת שאם מדברים על חלוקה לאוכלוסיות אני רגע באמת מסכימה עם יוסי, ברמה המקצועית יש אוכלוסייה במדינת שלא תהנה בכלל מהצעד וזו האוכלוסייה הערבית, זאת אומרת אתה כבר ממוקד על 80% מהאוכלוסייה ולא ל-100%, ובתוך ה-80% המקום של האוכלוסייה החרדית אל מול האוכלוסייה האחרת, אי אפשר להתעלם מזה שהם לווים יותר, אני לא אכנס למניעים ואני גם לא חושבת שזה מניע, יש מספיק דברים אחרים שאפשר לדבר עליהם.

“ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו של שוק הדיור בישראל”

שלומי שוב

מקריא את ההודעה: “במימד הסיוע למשקי הבית, יש ערך רב לתכנית המעניקה הקלה בתנאים ביחס לשגרה כתחליף שכר לעובדים שנאלצו להיעדר מעבודתם בשל המלחמה, זאת כדי למנוע פגיעה בהכנסותיהם שעלולה לגרור פגיעה בצריכה הפרטית ובעקבותיה פגיעה בפעילות העסקית במשק”.

אבי שמחון

הנגיד בעצם נותן עצה לממשלה, דרך אגב, לא תמצאו אף נגיד בעולם שנותן עצות דרך התקשורת לממשלה ואתם יודעים מה גם לא דרך התקשורת, אין כזה דבר.

אמיר ברנע

הדברים נאמרו פה, מדובר על הצעה מאוד בעייתית עם כל הכבוד, שלא ברורה המטרה שלה. אני לא רוצה להזכיר חרדים כי שמענו כבר צעקות. חבל לי שזו התגובה. שאלה בפני עצמה אם הסבסוד ראוי או לא ראוי, למה מוטל רק על הבנקים ולא על חברות אחרות? אם יש עוד עודפים תקציביים, יש דרך לחלק אותם, בצורה הגיונית. פה נדחפים למשהו מסובך ולא ברור אם הוא מכוון רק לאוכלוסייה מסוימת. חברים לדעתי אם ההצעה הזו לא תתבצע וטיפול, אני לפחות, אשמח.

שלומי שוב

טוב אז כמה מילים שלי לסיכום, אני לא נכנס לעניין של הנתונים של הרכיב של האוכלוסייה החרדית בהצעה - אם זה 17% כמו שאבי הציג או אחוז גדול יותר ואני גם לא חושב שצריך להיכנס לעניינים פוליטיים, במיוחד לא בפורום שלנו שהוא פורום אקדמי-מקצועי שכבר יותר מ-15 שנה דן בענייניות, גם בנושאים רגישים מאד ורווי אינטרסים. אבל גם בלי להיכנס לפוליטיקה, אני חושב שההצעה הזו היא לא נכונה מכל בחינה והתרשמתי שזאת היתה גם הדעה של הרוב המוחלט של המשתתפים בדיון היום. אני מסכים עם הדברים שנאמרו כאן שאם רוצים לעזור לאוכלוסיות החלשות צריך לעשות זאת בדרך ברורה ונכונה. ואני גם רוצה להגיד מילה טובה,

ומאשקלון דרומה, על מפת ההצבעה לליכוד, יכול להיות שנראה חפיפה ביניהן? אולי זה לא מקרי?

אבי לוי

יכול להיות שזה נכון ויכול להיות שזה לא נכון, אני גם מדבר מקריאה בעיתונים ומתחושת בטן, אז יכול להיות שזה לא מדויק, אבל אני רואה פה טמטום בהתגלמותו, אני לא יכול לקרוא לזה משהו אחר חוץ מאשר שוחד בחירות. עכשיו גם אם אתה כבר עושה שוחד בחירות תעשה אותו חכם, כמו שכל דבר שהממשלה הזו עושה היא עושה אותו עקום, כי למי אתה נותן את השוחד הזה? אתה אומר 17% חרדים? קשה לי להאמין שזה רק 17%, אני לא ראיתי תחשיב של גוף אחר שבחן את זה, אני מניח שזה הרבה יותר חרדים שבכל מקרה הם מצביעים ביבי והיתר מדובר בפריפריה שלא חשוב מה שתעשו ואתם עושים ומכים בהם כל הזמן, הם מצביעים ויציגו ביבי, אז אם שוחד בחירות לפחות תדע למי לתת.

מירב הראל

שלום, מירב הראל, ראש תחום פה במכון הפניקס, במטבעות דיגיטליים דווקא אבל עם רקע של 15 שנה בבנק לאומי ועד בדיקטוריון של בית ההשקעות אקסלנס. יש לי שאלה אליך אבי רק כדי להבין, הרי עלו פה רעיונות שאם רוצים לבוא ולהיטיב עם מעמד הביניים אפשר גם לעשות את זה על ידי זה שבאים ומפחיתים את מס ההכנסה שלהם לאותם מגזרים שרוצים באמת לטרגט, מה היה השיקול בעצם לא לעשות את זה בשיטה הזאת אלא לעבור לשיטה הזאת בעצם מה שאני מבינה מבנק ישראל היא באה ומשנה את כללי המשחק מבחינת מאקרו כלכלה וכל ההשלכות הנוספות שדיברו עליהן מבנק ישראל, אז מה השיקול שם בעצם?

אבי שמחון

אני פה בלי משקפיים אז אני אבקש משלומי להקריא מההודעה האחרונה של נגיד בנק ישראל.

"ההצעה לסבסוד משכנתאות על רקע מצבו
של שוק הדיור בישראל"

היו כאן היום הציגים בכירים של גופי המדינה - בנק ישראל ומשרד
האוצר על אגפיו, שהציגו את עמדה ברורה, אמיצה. ראוי להערכה.

אבי שמחון

למה אמיצה? אתה חושב שיוסי סעדון מקבל כותרות שליליות בדה
מרקר, אין פה שום דבר אמיץ.

שלומי שוב

אני מאמין שזו דעתם והם באו ואמרו אותה.

אבי שמחון

לא שללתי את האפשרות הזו.

שלומי שוב

ואנחנו מעריכים אנשים שבאים ואומרים את דעתם. תודה רבה
לכולם.



FVF פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

תאריך המפגש: 15 ביוני 2026

נושא המפגש: "האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

קישור לחומר הרקע למפגש: [חומר רקע](#) [מצגת חגי שריבר](#) [מצגת צביקה אקשטין](#) [מצגת גיא לקן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחצו כאן](#)

צוות מקצועי: דניאל אלביליה, טוהר זיני, ניר פלד, דותן פרידמן

שלומי שוב

משמעותית על שוק המט"ח. נייר מדיניות שפרסמנו בשבוע שעבר במכון הפניקס מצביע על כך שמכל שקל שולי המופקד למכשירי החסכון המוסדיים מופנות להשקעות בחו"ל 54 אגורות. דינמיקה זו מייצרת לחצי ייסוף כבדים על השקל, כאשר עליות שערים חדות בשווקים הגלובליים מאלצות את המוסדיים למכור דולרים לצורכי איזון התיק. ועוד מעט נראה מספר גרפים מעניינים בנושא. כמו שראינו, בנק ישראל ביצע התערבות מינורית יחסית במסחר באמצעות רכישת דולרים, במטרה לעצור את התחזקות השקל. השאלה היא האם צעד זה מהווה שינוי מדיניות מוניטרית של בנק ישראל והאם הוא רואה בעיה מובנית בהשקעות של המוסדיים ו/או אלה שמתבצעות על ידי הציבור דרכם או רק התערבות נקודתית בגלל תקלה, או משהו כזה, בשוק כמו שנאמר על ידם. אגב אנקדוטה חשבונאית מעניינת היא שירידת שער החליפין של הדולר מובילה להפסדים משמעותיים בדוחות של בנק ישראל ושימו לב שזה הפסד "שלא נספר" כלומר לא מביאים אותו בחשבון לכל כיוון בתקציב המדינה. שזה קצת מלאכותי שהסתכלות היא לא כוללת. זה נכון שתקציב המדינה הוא על בסיס מזומן ולא על בסיס צבירה, אבל זה מובא בחשבון גם במועד המימוש (אם יהיה כזה...) התחזקות השקל מול הדולר מציבה אתגר מורכב בפני קובעי המדיניות. מצד אחד, שקל חזק תורם לירידה במחירי המוצרים המיובאים, מפחית לחצים אינפלציוניים ומסייע בשמירה על יציבות

בוקר טוב, אנחנו עוסקים היום בנושא של סביבת שער החליפין החדשה של הדולר - גם מבחינת הסיבות לתופעה, גם בהיבט של ההשלכות המשקיות וגם בשאלה האם בראיית מאקרו, כלומר המדינה - רגולטורים, משרד האוצר ובנק ישראל - כל אחד בתחומו, צריכים לעשות משהו. יש כאן סוגיה רחבה מאד שמקשרת בין שוק ההון, שוק המט"ח, הפעילות הריאלית במשק וגביית המס - לא מדברים על זה הרבה אבל תחשבו איזו פגיעה זאת מבחינת הכנסות המדינה למשל לאור מיסי חברות ההייטק שמתורגמים לשקלים ומיסי היבוא. בקיצור יש כאן מידניות מוניטריות, פיסקאליות, רגולציה פיננסית ועוד - ממש הכל קשור להכל. ואין ספק שיש כאן תופעה מיוחדת בישראל ביחס לעולם, כלומר יש תיסוף מקומי חריג, ולכן אנחנו גם דנים בה.

אם בעבר הושפע שער החליפין בעיקר מפעילותם של יצואנים, יבואנים ומשקיעים זרים, כיום גם החלטות ההשקעה והגידור של הגופים המוסדיים מהוות גורם משמעותי בביקוש ובהיצע של מטבע חוץ - ועסקנו בכך בשנה שעברה בפורום.

מאחר והיקף הנכסים המנוהלים על ידי המוסדיים הוא עצום וחצה את רף ה-3.4 טריליון שקל, גם שינויים מתונים יחסית במדיניות ההשקעה או במדיניות הגידור עשויים להיות בעלי השפעה

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

או להקצות השקעות חדשות לאתרי פעילות חלופיים. אף שמדובר בהחלטות המושפעות ממגוון רחב של גורמים, ובהם איכות כוח האדם, היציבות העסקית והסביבה הטכנולוגית, לשער החליפין תפקיד חשוב בקביעת העלות היחסית של הפעילות המקומית. צריך לזכור שענף ההייטק בישראל אחראי לחלק משמעותי מהיצוא, מההשקעות הזרות, מהכנסות המדינה ממסים ומהצמיחה במשק. יתרה מכך, השפעתו של ענף ההייטק חורגת הרבה מעבר לחברות הטכנולוגיה עצמן ומשפיעה על שוק העבודה, על שוק הנדל"ן, על ענפי השירותים העסקיים ועל פעילותם של אלפי ספקים ונותני שירותים. לפיכך, השפעות שער החליפין אינן מוגבלות לחברות הטכנולוגיה בלבד, אלא עשויות לחלחל בהדרגה למגוון רחב של ענפים ופעילויות כלכליות.

שימו לב איך הכל מתקשר להכל ולכן גם החלטנו לקיים את הדיון היום. זאת סוגיה בעלת השלכות רחבות על המדיניות המוניטרית, על כושר התחרות של ענפי הייצוא, על מיקומו של השקעות בינלאומיות ועל קצב הצמיחה ארוך הטווח של המשק הישראלי. וכן גם על הכנסות המדינה ממיסי ההייטק - בין אם זה חברות ובין אם זה עובדים. ככל שהיקף ההשקעות של הגופים המוסדיים בחו"ל ימשיך לגדול, וככל שחלק גדול יותר מההיסכון הפנסיוני של הציבור הישראלי יופנה לשווקים זרים, כך צפוי הקשר בין שוק ההון, שוק המט"ח והפעילות הריאלית במשק להפוך לחשוב יותר בקבלת ההחלטות.

לאחרונה עלו מגוון של הצעות "יצירתיות" לפתרון, לרבות באמצעות סיוע לחברות ההייטק ולרבות בהקשר של אופן המיסוי. אני פחות אוהב צעדים שמטפלים בסימפטום ולא בבעיה - אבל כן חושב והבעתי את דעתי לא פעם בעבר שהגיע הזמן לסגור את העיוות לפיו חברות ישראליות שמטבע הפעילות שלהן הוא דולר ממוסות בשקלים, כל עוד הן לא נכנסות לתחולת ה"תקנות הדולריות". כמו אלבית למשל. המס צריך ללכת אחרי הכלכלה וכאן החשבונאות בדיוק משקפת את הכלכלה. אז יכול להיות שכעת זאת הזדמנות לתקן עיוות היסטורי.

יש לנו כאן היום מסביב לשולחן נקודות מבט שונות שתכף נראה אותן לרבות נציגים של גופי הרגולציה השונים. אני מניח שיעלו כאן בדיון היום לא מעט הצעות ודעות, לרבות האם נדרשת בכלל התערבות רגולטורית, ונשמח לשמוע אותן אבל הכל כמובן מתחיל בזיהוי הבעיה.

המחירים.

מצד שני, הוא מקשה על ענפי הייצוא ועל חברות הפועלות בסביבה עסקית גלובלית. במציאות זו נדרש בנק ישראל לאזן בין מטרות שונות ולעיתים אף מנוגדות: שמירה על יציבות המחירים, תמיכה בפעילות הכלכלית ושמירה על כושר התחרות של המשק הישראלי. אין ספק שההשפעה המשמעותית ביותר של סביבת שער החליפין הנוכחית מורגשת בענף ההייטק הישראלי שיש לו השפעה חריגה על הכלכלה שלנו. ענף זה פועל במידה רבה במונחים דולריים: מרבית הכנסות החברות, גיוסי ההון והשקעות ההון סיכון נקובים בדולרים, בעוד שחלק ניכר מהוצאותיהן, ובראשן עלויות השכר, נקוב בשקלים. כתוצאה מכך, התחזקות השקל מגדילה את עלות הייצור במונחי דולר ומקטינה את הערך השקלי של ההכנסות המתקבלות מחו"ל. במקרים רבים, משמעות הדבר היא שחברות נדרשות להקצות חלק גדול יותר מההתקציב לצורך מימון אותה פעילות, גם כאשר היקף הפעילות העסקית עצמו אינו משתנה. השפעה זו בולטת במיוחד בקרב חברות סטארט-אפ וחברות צמיחה, אשר מממנות את פעילותן באמצעות הון שגויס ממשקיעים זרים. כאשר שער החליפין יורד, הערך השקלי של ההון שגויס נשחק, בעוד שעלויות השכר והתפעול ממשיכות להיות משולמות בשקלים.

ניתן לראות זאת היטב במשקפיים חשבונאיות - לאור העובדה שמטבע הפעילות של חברות אלה הוא הדולר ומאחר והן פועלות בישראל ומבוססות במידה רבה על כוח אדם, יש עליה משמעותית בהוצאות השכר שמובילה לשחיקה משמעותית מאד של הרווח התפעולי.

צריך מצד אחד להיזהר כדי לא ל"הפיל" על שער החליפין את כל האשמה למצב הנוכחי של חברות ההייטק ולגל הפיטורים, אבל מצד שני גם לזכור את שהמשרבים הגדולים מגיעים "מסערה מושלמת" כלומר כאשר מספר גורמים בעלי השפעה שלילית מגיעים ביחד.

האתגר בולט גם בקרב חברות טכנולוגיה בינלאומיות המפעילות מרכזי מחקר ופיתוח בישראל. החלטותיהן של חברות אלו מתקבלות על בסיס השוואה גלובלית בין אתרי פעילות במדינות שונות. כאשר עלות ההעסקה בישראל עולה במונחי דולר, היתרון היחסי של ישראל עלול להישחק בהשוואה למוקדי פעילות חלופיים באירופה, באסיה ובמדינות נוספות. במצב כזה, חברות עשויות להאט גיוסים בישראל, להעביר חלק מהפעילות למדינות אחרות

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

אמיר ברנע

מהפעילות שלהם בחוץ לארץ, אז זה יותר אינדוגני. אנחנו נמנעים מלבחון איך מתנהגים משתנים מאקרו חיצוניים. כלומר, האם הם קובעים או נקבעים על פי פעילות מוסדית.

לפני שנים, כמו ששלומי אמר, שערי החליפין נקבעו על ידי הסקטור הריאלי. יבוא, יצוא אולי השקעות חוץ. כיום שערי החליפין נקבעים, לפחות במידה מסוימת, על פי פעילות פיננסית טהורה, ולא דווקא על ידי פעילות ריאלית, יבוא ויצוא וכו'. אם באמת קובע שוק ההון, משקיעים מוסדיים שמנהלים 3.4 טריליון ש"ח, הם אלה שמשפיעים על שיע"ח לפנינו בעיה מאקרו כלכלית שמצדיקה דיון נפרד.

מה אומר מקדם מתאם שלילי? הוא יש לך תיק של חול, נניח תיק חול 100%. הסיכון השקלי בתיק הזה יופחת אם הוא חשוף להשפעה מטבעית. כלומר, נטרול ההשפעה המטבעית דווקא מגדיל את סיכון התיק השקלי. כלומר, חשיפה מטבעית מקטינה סיכון תיק שנמדד בשקלים.

כאמור נאמד מקדם מתאם שלילי של מינוס חצי, בין תשואות שוק המניות הישראלי שנמדדת ממדדי שוק ישראלי, ובין שער חליפין. זה אומר שנטרול חשיפה מטבעית, פוגע בסיכון של התיק. הוא לא מועיל לו. בנוסף קיימת גם עלות לניטרול חשיפה מטבעית.

לפי התורה הכלכלית שוואדי נשמע עליה עוד מעט, שער החליפין העתידי, שהוא האמצעי העיקרי שבו מנטרלים את המט"ח בתיק, נקבע על פי הפרשי ריבית ושער החליפין הנוכחי. אבל בשביל עסקה עתידית צריך פרטנר. יכול להיות, שכתוצאה מחיפוש פרטנר, שחשיפה שקלית לא נוחה לו, אולי בנק בינלאומי, הרי בנק ישראל לא עושה את זה עבורנו, אלא גופים מסחריים, האם אין כאן פרמיה? כלומר, לניטרול חשיפה מטבעית יש עלות במונחי תשואה. עכשיו, כמה העלות הזו? לפי נתונים שהוזכרו כאן אני לא סומך עליהם במאה אחוז, אבל בסדר גודל מדובר על בין 0.8% ל-1% עלות של החשיפה, ואם היקף החשיפה הוא נניח 20% או 30%, מדובר להפסד של רבע אחוז תשואה, שזה משמעותי מבחינת התשואה השנתית.

אז השאלות הן בעצם שתיים. שאלה ראשונה, אני מציע לבדוק טוב בתיק ספציפי, האם יש צורך בפעילות שמקטינה או מפחיתה סיכון מטבעי. התשובה היא לא טריוויאלית. ניקח תיק ספציפי, ונבדוק מה משמעות החשיפה המטבעית בתיק הזה. נושא שני, הזה אפקט התחרות בין המוסדיים, יתכן שיש לנו פה כשל שוק, כי אם המוסדיים מתחרים ביניהם על תשואות הזמן הקצר ויש ניוד של כספים בהיקפים גדולים, ממוסדי למוסדי, על פי תשואות של

בהמשך לשלומי, אלמנט מרכזי בדיון היום הוא השפעת פעילות פיננסית על שער החליפין. מוצגות ותוצגנה השלכות של נטרול סיכון מטבעי שמחייבות מכירת מטח בסיטואציה ששוק ההון עולה ורכישת מטח אם שוק ההון העולמי יורד. מה השפעת פעילות מוסדית זו על שער השקל האם נדרשת פעילות ממלכתית במדינת ישראל לנטרול הפעילות הזו.

ההתייחסות שלי היא מצומצמת, ואני אתייחס רק לאופטימיזציה של ניהול תיקים כאשר כלול בהם מרכיב מרכזי או חשוב של השקעה בחוץ לארץ. כלומר, מה השלכות החשיפה המטבעית על ניהול תיקים, כאשר מצד אחד, התשואה שלהם נמדדת בשקלים, הסיכון שלהם נמדד בשקלים וקיימת תחרות בענף. כלומר מה השלכות החשיפה המטבעית לניהול תיקים כאלה.

הגישה שלי נגזרת מתורת המימון, יחסי תשואה סיכון למשקיע ישראלי שמודד את רכושו בשקלים. ההנחה היא שהשקעה מוסדית היא השקעת שוק, ולכן רלוונטי מדד שארפ שהוא מודד הפרפורמנס המקובל, בו מקדם הסיכון הוא סטיית תקן של התשואה, ולא הסיכון השיטתי.

כבר במפתח הדברים אדגיש שהמסקנות שלי תהיינה כלליות, אולי כלליות מדי ופחות רלוונטיות לגבי תיקים ספציפיים. שימוש במדעי שוק, שוק ההון הישראלי לעומת שוק ההון הזר, שנשמע עליו עוד מעט בכל המצגות שיוצגו, יכול להטעות. הוא יכול להטעות מכיוון שהרגישות של תיקים ישראליים למט"ח או לשער המטבע, תלויה בתיק ספציפי. האם תיק מניות ישראלי שכולל השקעות במגזר הפיננסי, נניח בנקים ביטוח, דומה במקדמי המתאם לשער החליפין לתיק מניות טכנולוגיות? הרי יכול להיות שונה לגמרי. האם תיק מניות שמייצג נדל"ן בארץ, דומה במקדמי המתאם, לתיק מניות מייצג ביטחון למשל? התשובה היא כמובן שלילית, אבל הדגש היום הוא על הקשר בין השקעה במדדי חו"ל, לשער החליפין, כאשר תשואת התיק, כמו שאמרתי, וסיכנו נמדד בשקלים.

הנתונים שיש לנו הם מהשנתיים האחרונות יתכן שנדרשת תקופה יותר מוקדמת אך יש בעיה עם השפעת הקורונה על פי הנתונים נאמד מקדם מתאם שלילי בין תשואת השוק האמריקאי לשער החליפין. המקדם שמצאו הוא בערך מינוס חצי.

כמובן, השאלה הראשונה היא, האם הקשר הוא אינדוגני או אקסוגני? כי אם פעילות המוסדיים משפיעה על שער החליפין, והיא נגזרת

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

צביקה אקשטיין

לא. זה ריבית ארוכה נומינלית אני משווה.

אז אנחנו בעולם מאוד מוזר לגבי ההתנהגות של אזרחי ישראל לגבי הסיכונים שלהם יחסית לחו"ל ושל השוק העולמי יחסית לחול. זה נקודה מרכזית שאני רוצה להבהיר אותה, ואנחנו בריביות, זאת שאלה, דרך אגב, האם זו ריבית ארוכת הטווח של ישראל וארצות הברית? כי אנחנו צריכים לחשוב מהי ריבית ארוכת הטווח של הבנק המרכזי של ישראל. היא לא שונה הרבה מארצות הברית, יעד אינפלציה של 2%, היא צריכה להיות קצת גבוהה, אם יש רמת סיכון יותר גבוהה. אבל סדרי הגודל של הריבית הארוכה, בוא נגיד ככה, הפד אומר 3%, יש כאלה אומרים 4%. אנחנו בבעיה וגם בפד לא יודעים, יש פתאום נגיד חדש, אנחנו בעולם מאוד יוצא דופן עם אי ודאות רבה.

עכשיו אני ממביט על הגרף של יצוא ויבוא באחוז תמ"ג. זה הגרף הכי חשוב לצערי אין לי אותו הולך אחורה עד 2000. זה הפנדמנטלס, זה הייצוא והייבוא כאחוזי תל"ג. דבר ראשון, אנחנו רואים שבממוצע, הייצוא גדול מהיבוא, דרך אגב מ-2004. דבר שני, בתהליך, יש לנו ירידה בפתיחות המשק, הייצוא קטן והייבוא קטן כאחוז מהתמ"ג.

הפער ביניהם מתמשך בהיקף של עודף של 3-5 אחוזי תמ"ג. כלומר, הפעילות של המוצרים הבלתי סחירים היא אחרת. דרך אגב, כשמתכלים על האינפלציה, אם הסתכלתם בהחלטת הריבית האחרונה, האינפלציה של מוצרים מיובאים היא 0.3%, האינפלציה של מוצרים מקומיים היא 2.8%, וזה בעולם שבו הדיור לא עולה כל כך הרבה. זו גם הדילמה של בנק ישראל. התחזקות השקל היא המקור לאינפלציה של כ-2% מאחר ובמוצרים המיובאים היא רק 0.3% בשנה אחרונה.

אנחנו רואים עוד כאן, מהקורונה 2020, הייצוא תפס עוד פער מהיבוא, ועכשיו במלחמה עוד יותר. ואיזה ייצוא יורד? כל הייצוא שהוא לא הייטק. חלקו של ההייטק ביצוא, גדל, מגיע עכשיו ל-57%. אז אם הייצוא לא גדל באחוזים, אז מה קורה? כל היתר נעלמים. אבל המרווח הזה, זה מה שמשלמים אלה שמחזיקים נכסים דולרים בחו"ל, כששער החליפין לא משתנה, זה שיווי משקל ברמה יומית.

הבעיה המרכזית, היא למה היבוא לא גדל כששער החליפין יורד? דקה אחת נעשה הצצה על שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, הוא מתחיל פה ב-90, ותראו איפה הוא. זה על כל המדינות, על כל היבוא בעולם, משוקלל. הדולר הוא יחסית יציב. דרך אגב, שער החליפין

חודש, חודשיים, אחרונים במקרה הטוב, המוסדיים כמעט נאלצים לבצע ניטרול חשיפה מטבעית, והשאלה אם זה לטובת המשקיעים נשארת פתוחה.

אלה שתי שאלות שאני מקווה שהדיון היום יתרום לתשובות להן, כלומר, גם השאלה, האם חשיפה מטבעית היא רצויה לתיק נתון. וגם השאלה, האם ההתחרות בין המשקיעים המוסדיים שהיא על תשואות הזמן הקצר, באמת תורמת לסיכון של התיק כל עוד נמדד שארפ על פי סטיית תקן של התיק בשקלים שנמדדת לאורך זמן.

משה ברקת

אמיר, הערה קטנה, אתה מודד את ההפסד ברבעי אחוז, אז כדי שאנשים יבינו יותר, מדובר על 8 מיליארד שקל הפסד לחוסכים בשנה.

צביקה אקשטיין

(מוצגת מצגת) זה ישראל, אנחנו מדברים מ-2008, רואים ב-2008 שהריבית הארוכה בישראל הייתה משמעותית, גם לפני כן, גבוהה מארצות הברית. ואנחנו בתהליך שהוא תהליך עולמי של ירידת ריבית ארוכה. יש לנו כמובן את המשבר הגדול כאן ב-2008, והריביות יורדות, ועכשיו אחרי האינפלציה הן גבוהות, והדבר הדרמטי בעצם, היום, שהריבית הארוכה בישראל היא כ-3.7% וזו בארה"ב היא 4.6%.

זה הבדל ענק, וזה בעצם יוצא דופן, אנחנו בנקודת זמן ובתהליך יוצא דופן, אנחנו גם במלחמה, יוצאת דופן. אני לא רוצה לתאר את המלחמה כי המילה שנשתמש תהיה פוליטית, אבל אנחנו במלחמה שהזירות לא נסגרו. אתמול בערב לא ידעתם אם אתם פה בבוקר. זה יוצא דופן שעם סיכונים כאלה, רמת הסיכון שרואים המוסדיים, היא באחוז נמוך מארצות הברית, כאשר מוכרים אגרות חוב של ישראל למוסדיים אחרים בחו"ל שלא שוכרים בהם, זה אחוז מעל CDS של ישראל הוא סדר גודל של 80 עכשיו, שוק מוזר.

אבי לוי

רגע, אבל התשואה בישראל זה צמוד מדד.

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

בנוסף, יש לנו אנשים עשירים במשק שמשקיעים בחו"ל, והם חשופים לדולרים, אז המטבע נשאר בשיווי משקל. מה קרה בזמן האחרון? אני לא יודע. לא ראיתי אף מחקר שהראה בדיוק מה קרה. הניחוש שכולם אומרים, שפתאום כולם התחילו להתאהב במשק הישראלי, ולהשקיע בשקלים, ולהוריד חשיפה דולרית. האם זה זמני או קבוע? אני לא יודע.

אז תראו, בשנה האחרונה שוק המניות הישראלי עלה ב-50%, שוק המניות בארצות הברית עלה ב-27%. זו שנה לא נורמליות. במוצא שוק המניות בארצות הברית עולה ב-10%-8%. יש לנו את ה-AI, עכשיו, כנראה שהקופות הורידו את החשיפה למט"ח בכל הצורות. דרך אגב, שער החליפין יורד דולר לא זז, זה הכל בשנה האחרונה. לפני שנה שער החליפין היה 3.62, ב-2010, איך החזקנו? הסברתי לכם, היו השקעות בחו"ל, חשיפות דולרים, שסגרו את זה. ההמשך שלנו, שיהיה לנו המשך של עודף כזה, האם השוק יכול לקיים עודף כזה? כל עוד שהחשיפה של המוסדיים היא סדר גודל של 20%, או קצת יותר, ראינו שהם נמוכים, והאנשים הפרטיים משקיעים בדולרים, אז יהיה שיווי משקל, האם נחזור פחות או יותר לשיווי משקל של שער החליפין מלפני יוני 2025? קשה לנבא בשוק זה אבל לא בלתי סביר. ב-2011 דרך אגב הגענו ל-3.1 שח לדולר והשער עלה ל-3.6. זאת אומרת היה לנו כבר תהליך כזה.

יש שלוש בעיות שצריכות לפתור במשק:

אחת, עד כמה שאני יודע, אנשים פרטיים שמחזיקים נכס בשקלים, מנקים להם מהתשואה את האינפלציה, ולכן הם משלמים מס על תשואה ריאלית. אם הם חשופים לדולר, לא מנקים להם את האינפלציה.

עזבו שער חליפין, מדבר אינפלציה בישראל. יש הבדל, לא אינפלציה בארצות הברית. בוא נניח שעברנו שנה, שבה האינפלציה בישראל ובארצות הברית היא 2%, שזה הממוצע, זה הצפי שלה, גם בישראל ובארצות הברית. וששער החליפין קבוע, אז אני בתוחלת מפסיד את המס על האינפלציה, זו בעיה במיסוי. הנגיד אומר את זה, וצריכים לשנות. דיברתי גם עם האוצר, וצריכים לשנות.

הבעיה השנייה, הפונדמנטלית, של היבוא, חייבים לטפל בה, זה לא לפורום הזה, אבל זו בעיה ריאלית, משמעותית למשק.

אני אגיד שתי מילים על בנק ישראל, הייתי שם כשהחלטנו להתערב, והייתי בעד ההתערבות, לא כולם היו בעד, אבל נקטנו בראייה רטרופוסקטיבית, התערבנו מאסיבית בשנים 2009-2011 בו בזמן גם העלינו את הריבית. בדיעבד, יש תמימות דעים, אני אגיד אפילו

האפקטיבי יותר מושפע מהיורו מאשר מהדולר, ההייטק מושפע מהדולר.

מה שאני מנסה לומר, זה שיש לנו שער חליפין אפקטיבי מהעולם יורד, והיבוא לא גדל. משק בעייתי. למה?

הביקוש למזון גדל, האוכלוסייה גדלה, כמות המזון המיובאת קטנה, כי לא נותנים פה, ואסור להביא. יש מגבלות, יש מכסים, יש המון מכסים. יש המון מגבלות על פעילות של נותני שירות בישראל, מהנדסים, רואי חשבון, אנחנו מדינה סגורה. אנחנו מדינה שכל החיים שלה עד 2004 פחדה מבעיית גירעון במאזן המסחרי. אנחנו בבעיה סטרוקטורלית, שיש לנו ענף ההייטק שמחזיק את המשק.

שתי מילים על ההייטק, קודם כל, ההייטק הוא מאוד מפוזר. אין מדינה קטנה כמונו שיש לה הייטק כל כך מפוזר. ביטחון 12% מההייטק, מבחינת עובדים, סטארטאפים 9%-8% מההייטק ומרכזי R&D שהם בערך 25% מההייטק. מרכזי ה-R&D הם בדולרים עובדים, דרך אגב, הם משלמים גם בשקלים הכי הרבה. אם שער החליפין ירד ב-15%, הם יכולים להוריד את השכר ב-15%. לאן החברה ילכו? אתה יודע, הבעיה מספר 1 במלחמה, כן? ילכו לחו"ל? יתכן וזו הבעיה המרכזית. הם מרוויחים 2.5 כפול מהממוצע במשק. כלומר, כשאומרים ההייטק ייפגע, אני אגיד התעשייה הביטחונית לא תיפגע, בהייטק יש רווחיות גדולה.

למה אין יבוא? לא מייבאים מזון, ולא בונים מספיק בתים, ולא בונים מספיק רכבות, ולא משקיעים מספיק במשק, ויש המון מגבלות על יבוא. מי פותר את הבעיה הסטרוקטורלית הזו? המוסדיים.

תראו, בשקף זה מוצג החשבון השוטף, יש לי אותו 95, אבל אנחנו בעודף (כיום). הממוצע זה באחוזי תל"ג, 3.5% תל"ג. הדולר מסתובב עד לפני שנה, היה בממוצע 3.6 שקלים לדולר. מה שקרה, שמלפני שנה, יש לנו תהליך משמעותי של תיסוף שהגיע בחודש האחרון ל-2.8 ועכשיו כ-2.9. לדולר. אני חושב שקודם כל צריך להכיר שאנחנו בתקופה, של שוק הון מוזר.

השאלה מי שילם את העודף במאזן התשלומים לאורך כל העשור לפני יוני 2025. למזלנו, כספי הפנסיה הם גורם דומיננטי, אבל לא רק. ישראלים משקיעים בחו"ל יותר מאשר אחרים משקיעים בישראל, כבר הרבה שנים. אבל המוסדיים הצטרפו בסדרי גודל ב-2008, הם חוסכים, הם מקבלים זרם של 17 אחוז מהשכר, בערך 10 אחוז מהתמ"ג, כל שנה. אם הם משקיעים, הם צריכים 3.5% מהתמ"ג. זאת אומרת, אם הם משקיעים שליש חשוף דולרי, אין לנו בעיה. אם הם משקיעים 20%, שזה נדמה לי הנתון שהצגתם.

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

הנכסים המאוד משמעותיים. אם נסתכל רגע על התקופה האחרונה, שנת 2025, אנחנו רואים איזושהי ירידה בשיעור החשיפה של הגופים המוסדיים לחו"ל ונשאלת השאלה למה? יכולות להיות מגוון סיבות, האם מדובר בהחלטה אקטיבית של הגופים, האם אלה טעמי חוסכים, או פשוט מדובר על שערות, זאת אומרת היחס בין ה-S&P לבין תל אביב. אני כבר אגיד שקשה לענות על השאלה הזאת, אז אני אתן פה איזושהי אינדיקציה. אם אנחנו מסתכלים על הקו הכתום, שיעור החשיפה לחו"ל בשנת 2025, אל מול מדד ה-S&P במונחים שקליים, זאת אומרת שיעור התיק, אנחנו רואים שה-S&P לא ירד, אבל עדיין האלוקציה קטנה בשנה הזאת. ונשאלת השאלה למה? נסתכל על מסלולי S&P שמנוהלים על ידי הגופים המוסדיים, פה אתם רואים רק את הפנסיה ואתם רואים את המשיכות מהמסלולים משנת 2024 עד שנת 2025. ראינו משיכות מאוד משמעותיות של חוסכים מאותם מסלולי S&P בהשוואה ליתר המסלולים, ששם דווקא ראינו ירידה במשיכות על פני זמן.

אני אגיד שבמונחים אבסולוטיים זה לא יכול להסביר את כל הירידה באלוקציה, אבל זה עוד גורם שיכול לבוא ולהשפיע על המרות הדולרים ועל האלוקציה של הגופים המוסדיים, ואין למנהלי ההשקעות שום השפעה על הנושא הזה. מדובר אך ורק בטעמי חוסכים.

אם נסתכל אולי במבט צופה פני עתיד, מה הנטייה השולית של הגופים המוסדיים להשקיע בנכסים זרים, אז הסתכלנו מצד אחד על ההפקדות לפנסיה, ומצד שני על השינויים בשיעורי החשיפה, וכמו ששלומי ציין לפני, קיבלנו מתאם של 0.54. זאת אומרת, על כל שקל חדש של הפקדות שמגיע לגופים המוסדיים, אנחנו מקבלים 54 אגורות שיוצאות באופן מיידי לחו"ל.

איך הגופים המוסדיים משקיעים בחו"ל? אני חושב שהתבונה המעניינת, שאותי עניינה, בראשונה, זה שהם נחשפים בעיקר לנכסי אקוויטי, אנחנו כמעט ולא רואים נכסי חוב, רוב החשיפה לנכסי אקוויטי וקרוב ל-40% מהחשיפה מתבצעת על ידי מגזרים עתידיים, חוזים עתידיים על מדדי מניות. ושוב אני מתחבר לסיפור של דרישות המרג'ינס שיכולות להשתנות כתלות בביצועי מדדי המניות הזרים, וגם הם ישפיעו בתורם על שער החליפין שקל דולר.

אם משווים את הגופים המוסדיים הישראליים לגופים המוסדיים ב-OECD, רואים שעל פני זמן מגמת הגידול בחשיפה לחו"ל מאוד מאוד דומה. הגופים המוסדיים לא התנהגו בצורה חריגה בהשוואה

בן ברננקי כתב על זה פוסט בהקשר הזה, שזו הייתה התערבות לא נכונה, וגם הפסקנו אותה באיזושהי צורה והוצאנו הודעה שבנק ישראל צריך להתערב כאשר התנועות בשער החליפין הן לא תואמות את הפנדמנטלס. אני אגיד שההתנהלות האחרונה של שער החליפין נראית לא תואמת את הפנדמנטלס. לכן הייתה הצדקה לבנק ישראל להתערב, אולי גם היום. אבל באופן עקרוני, התערבות בשער החליפין זה קוונטיטיבי איזינג (Quantitative Easing - הרחבה כמותית), ואתה עושה את זה כשהריבית היא אפס, וזה מה שעשו ב-2020.

לכן, אם השוק ילך לצלילה וזה יתאים את מה שקורה בשוק, בנק ישראל יתערב רק בתזוזות חדות למטה, הוא לא ימנע את המגמה. הנזק של זה למשק הישראלי עשוי להיות דרמטי לענף ההייטק הישראלי, הכנסות ממיסים ישירים זה בערך 25-30% של הכנסות המיסים בישראל. הכנסות מרווחיות זה בערך 10% מהמיסים, אבל היתר הוא שיש להם הכנסות מאוד גבוהות, הם משלמים מע"מ בסדרי גודל מאוד גבוהים, וזה עשוי לפגוע ברצון שלהם להיות בישראל שזה הדבר הכי נורא שיכול להיות.

גיא לקן

אני אנסה לקצר, כמו ששלומי אמר, הוצאנו בשבוע שעבר נייר מדיניות שעוסק בהשקעות המוסדיים בחו"ל. אז אני אתן רקע, אדבר על הדברים של שלומי ושל אמיר, אנחנו בכלל מדברים על הגופים המוסדיים בהקשר של שער החליפין, בגלל הגידול המאוד מאוד מסיבי בנכסים המנוהלים על פני זמן, נכון להיום, אנחנו מדברים על קרוב ל-3.4 טריליון שקלים ובמקביל ראינו גם גידול מאוד דרמטי באלוקציה, בצפיפה שלהם לחו"ל, דבר שהפך אותם לשחקנים מאוד משמעותיים, גם בשווקים המקומיים וגם בשוק המט"ח.

אפשר לראות פה (מצגת) תמונת מצב על פני זמן, הקו הירוק הוא שיעור החשיפה לחו"ל, שכמו שאפשר לראות עולה בקצב מאוד מהיר על פני זמן. הקו הכתום שיעור החשיפה למט"ח, והפער ביניהם הוא אומדן הגידול. אז אם אנחנו מסתכלים על תחילת שנת 2026, אנחנו מדברים על שיעורי חשיפה לחו"ל של כ-40% ופחות או יותר 50% מתוך החשיפה הזאת מגודרת.

עכשיו, כמו ששלומי ואמיר ציינו לפני, לפעילות שלהם גם בשוק הספוט, וגם בהשלמות המרג'ינס על החוזים העתידיים והגידורים, עשויה להיות השפעה מאוד דרמטית על שער החליפין, בגלל היקפי

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

בבוקר ואומר ה-S&P אתמול עלה 0.3 בואו נמכור עכשיו דולרים ב-0.08 או משהו כזה, זה לא עובד ככה אצל המוסדיים. כשיש באמת כזאת תנועה קיצונית, אין ברירה, צריך לנהל את המלאי. אגב, גם כשהשקל היום התחזק בבוקר, זה לא שהמוסדיים קמו בשבע בבוקר, רצו ומכרו את כל הדולרים, השוק כבר יודע את זה והתמסורת מתבצעת בלעדיו.

בשוליים, וחשוב לדעת את זה, אנחנו קונים דולרים. זה בשוליים, ולא בשוליים אנחנו תמיד נאמנים ללקוחות שלנו, לחוסכים, ואנחנו נפעל בדרך שהכי טובה לחוסכים שלנו. אני אגלה לכם סוד, אנחנו טובים כמוסדיים בלנתח אג"חים, בלנתח מניות, בלנתח סקטורים, בלנתח אולי גיאוגרפיות. בלנסות לחזות איפה יהיה הדולר שקל בעוד שבוע או חודש או חודש וחצי בשוק כל כך עמוק ונזיל ששער הספוט אמור לשקף ולהכניס מתוכו את הכל, אנחנו לא יותר טובים כנראה מאף אחד אחר, ובגלל זה לא על זה מתחרים פחות או יותר ויש איזשהו איזון.

אני ביליתי לא מעט מהקריירה שלי בהשקעות בחו"ל, אני הסתובבתי בעולם, פגשתי מנהלים של קרנות פנסיה ועוד, שאלתי אותם מה שיעור החשיפה הנכון למט"ח? אין תשובה לדבר הזה. בסוף התחרות קובעת את זה ולא על זה נלחמים. אז זה דבר אחד שחשוב לדעת.

אמיר ברנע

אבל אתה חושב שהעובדה שאתם מקטינים את החשיפה למט"ח - מה זה עושה לסיכון השקלי?

חגי שרייבר

אל תסתכל על זה שאני מקטין. אני כל חודש קונה דולרים בשביל להשקיע בחו"ל. כשיש חודשיים כל כך קיצוניים, יש לי מלאי של נכסים בחו"ל, שהם דולרים או מט"חים, השווי שלהם בעצם עולה מאוד במונחים דולריים, ואם אני לא אמכור דולרים, אז החשיפה המט"חית שלי תעלה.

אם 50 אחוז מהנכסים שלנו במסלולים כלליים הם מט"חים, בסדר? וה-S&P והנסד"ק שזה רוב החשיפה עולים 25 אחוז, אם אני לא אעשה כלום, אז שיעור החשיפה שלי יעלה בערך 55 אחוז.

לגופים המוסדיים ב-OECD, אבל אנחנו עדיין רואים שהם נמצאים בתת אלוקציה, הם משקיעים פחות בחו"ל ביחס לגופים המוסדיים ב-OECD, זה השקעות מחוץ למדינה.

נדבר רגע על תשואות, האם אותה חשיפה לחו"ל תורמת לביצועים של הגופים המוסדיים? אז אם נלך רגע לתיאוריה, מדובר בגיוון בינלאומי ואני לא צריך לבוא ולהסביר יותר מדי, אבל גם כשמתחברים לנתונים ומסתכלים על שיעור החשיפה הממוצע לחו"ל במסלולי ההשקעה השונים אל מול התשואה של אותם מסלולי ההשקעה, אז א' רואים תשואה גבוהה יותר, יש פה נתונים של 20 שנה, של תשואות של 20 שנה ושיעורי חשיפה לחו"ל של כל אחד מהמסלולים. גם כשמתכלים על מדד שארפ, רואים שהחשיפה לחו"ל מתואמת עם מדד שארפ גבוה יותר. זאת אומרת, לא רק תשואה גבוהה יותר, אלא גם סטיית תקן נמוכה יותר באותם המסלולים החשופים יותר לחו"ל, וגם עשינו איזשהו פילוח לפי מכשירי השקעה שונים, רואים השפעה גם של החשיפה הכוללת לחו"ל, גם תוך חלוקה למכשירים לא סחירים - קרנות השקעה אל מול מניות סחירות. תודה.

חגי שרייבר

בחודש וחצי האחרונים, אנחנו כמוסדיים כולנו עומדים תחת מתקפה, גם קצת מכוונת נראה לי, ומאשימים אותנו בכל מה שקורה בשוק המט"ח. אבל אני רוצה לדבר על כמה נקודות שאולי טיפה ישימו את הדברים בפרופורציות.

הדבר הראשון כמו שנאמר, אנחנו בנטו קונים דולרים, אנחנו לא מוכרים דולרים, אנחנו כל חודש קונים דולרים. אם 54 אגורות מכל שקל מושקעים בחו"ל, ובסופו של דבר בנטו אנחנו חשופים סביב 20%, בסוף קנינו דולרים. אז אנחנו בצד של הטובים, לא של הרעים, גם בתקופות האלה.

מה קרה פה ונגעו בזה גם, אפריל ומאי היו חודשיים קיצוניים בצורה חריגה. חריגה מבחינת העלייה של ה-S&P שעלה 16% והנאסד"ק שעלה 27%, תודה אגב למתן שטרית, הכלכלן שלנו, שהכין את השקפים, זה בערך העלייה השלישית בקיצוניות שלה, הדו-חודשית, ב-20 שנה האחרונות.

אז אין מה לעשות, צריך לטפל גם במלאי, כי בשוליים כל חודש אנחנו קונים דולרים, ואם השוק עולה בקצב הרגיל שלו, נקרא לזה, 8% לשנה, לא עושים כל יום איזשהן התאמות, לא קם מישהו

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

תראו את העוצמה הזאת שהיא ייחודית לחודשיים האלו. אי אפשר עכשיו, הכל התנקז לחודשיים האלו, הנסדק, ה-S&P אולי סימנים של סיום המלחמה.

לא הכל זה שיקול דעת שלנו, בסדר? בסוף יושבים מנהלי השקעות והחליטו עכשיו למכור דולרים. תראו מה קורה בעצם מאמצע 2025, גם נגעו בזה, אבל פה אני חושב שגרפים יותר טובים, לגבי מסלולי ה-S&P500. מאמצע 2025, אוקיי? זו לא החלטה שלי, זו החלטה שלכם.

סוכן הביטוח יושב איתכם, לא יושב איתכם, לא משנה. אבל אתם החלטתם, לא אני החלטתי, ללכת ולמכור S&P500 ולקנות מסלולי מניות ישראל. זה לא אני החלטתי בכלל, זה אתם. עכשיו מה קורה? כשאתם מעבירים 2-3 מיליארד שקל כל חודש, מ-S&P 500 למסלול כללי, אני צריך ללכת למכור דולר, דולר פה, ואני קונה רבע דולר שם. זה לא אני, זה אתם החלטתם, שכנעו אתכם, השתכנעתם, לא יודע איך, אבל דרך אגב, אנחנו מסתכלים במראה האחורית, כמו בהרבה מקרים, אבל אנחנו פה רק מבצעים, זה שינוי בטעמים של החוסך, לא בשינוי בטעמים שלנו. כמוסדיים, אנחנו מבצעים, העברתם אצלנו ממסלול כזה למסלול כזה, ואנחנו חייבים למכור את הדולרים, עוד שנייה בשקף הבא תראו אולי את העוצמה.

תראו מה קרה מתחילת הרפורמה המשפטית, ועד אמצע 2025 כמו שאמרתי. היקף הכספים שמנוהלים במסלולי S&P500 עלו 20 מיליארד שקל, 220 מיליארד שקל, מה זה? זה קניית דולרים. תראו מה קורה מאמצע שנה שעברה, המלאי הזה מתחיל לרדת, ובעצם הדבר הזה אומר פה מכירה של דולר. גם היו עליות, אבל מכירה של דולרים יותר מ-20 מיליארד שקל שיש פה.

עדי פוזנר

כאשר אתם לא מגדילים את החשיפה, רק שומרים אותה קבועה, אז בעצם השקל יתחזק. צריך שכל הזמן תגדילו את החשיפה כדי לכסות את הפער השנתי של 3.5% תוצר שראינו.

חגי שרייבר

כן, אבל בוא ניקח רגע את המסלול הכללי שבו אני מחליט במה להשקיע ואותם 50, 60 אגורות, יוצאות לחו"ל שם, כי אין מספיק

אמיר ברנע

מהי חשיפה אופטימלית?

חגי שרייבר

אין אופטימליות.

אמיר ברנע

האם אתה מנתח את זה במונחי תשואה סיכון?

חגי שרייבר

כל מנהלי הסיכונים יגידו לך שתוספת מסוימת עד גבול מסוים בחשיפה מטחית, גם בנוסטרואים, בסולבנסים וגם כספי עמיתים, עד שיעור מסוים, היא משרתת את מצבך, היא תורמת לך לפיזור, היא מגינה עליך מפני, בוא נקרא לזה משברים גיאופוליטיים וכן הלאה. אז עד איזושהי רמה זה עוזר לך. איפה זה מתחיל להיות יותר מדי? לא יודע להגיד, באמת לא יודע להגיד, האם זה 17, 22, 24, לא יודע.

אייל הירדני

יש עוד מדינה שפגשת שמחייבת לפי החוק להפריש לחיסכון כ-20 אחוז מהמשכורת? ללא קשר לגיל, גם חייל משוחרר בגיל 21 שעוד אין לו כסף לפרנס את עצמו, חייב להפריש אחוז גבוה מהמשכורת שלו לחיסכון.

חגי שרייבר

אגב, החוסך הממוצע לדעתי בישראל היום, העובד הממוצע הוא בערך 47.8, יש פה אנשים שאולי יודעים את המספרים יותר טוב ממני. זה בערך השלב שאתה מגיע לשיא ההשתכרות. אז ישראל, גם הדמוגרפיה ולא רק הרגולציה, היא תורמת לעוצמה של כניסת הכספים. ההתחזקות של השקל מול הדולר - אגב, זה הרכיב של השקל ספציפית, אוקיי? וזה הרכיב של הדולר מול הסל בעולם.

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

הסיכון הייתה עולה, אולי הדולר היה עולה. זו נקודה למחשבה לגבי בנק ישראל. אני רוצה רגע לדבר על משרד האוצר. לא מדברים על משרד האוצר, אנחנו אוהבים אותם, הם חברים שלנו והכל בסדר, אבל תראו מה קרה. מדינת ישראל - סך החוב הממשלתי שלה בערך 1.5 טריליון שקל. מדינת ישראל מגייסת כספים לחו"ל, הרוב בדולר, גם קצת ביורו. אבל הרוב, הרוב, בדולר. זה 200 מיליארד שקל. 210 מיליארד שקל בחו"ל. עכשיו, מה מדינת ישראל מגדרת? רק את הקופון הקבוע ואולי את התשלום הקרן הקרוב, אני לא יודע בדיוק.

זה כל הפער בין החשיפה הנומיןלית לחשיפה נטו אחרי גידור של מדינת ישראל. בעצם, משרד האוצר, בין אם זה מתכוון, בין אם לא, בין אם הוא מודע, ובין אם לא, לקח פוזיציה על הדולר, גייס התחייבויות בדולר, עשה שורט, לא גידר את זה חזרה, הלך שורט על הדולר. לקח פוזיציה, שהיא תכלס פוזיציה ספקולנטית לדעת.

צביקה אקשטיין

חלק מזה זה מדיניות על הרקע של מה שאני דיברתי. רצוי לא לתת לשקל להיות חזק מדי.

חגי שרייבר

לא, להיפך. הם מגייסים דולר, מה הם עושים עם הדולר? הם מוכרים אותו והם לא קונים אותו Forward. הם גייסו, נסעו לנו יורק, גייסו, אכלו, שתו, גייסו דולרים, מכרו אותם. נו, אז מה הם עשו? עשו שורט דולר. עכשיו מה קרה, בין אם במודע או לא מודע? עשו אחלה עסקה, בואו לא נאשים אותם. עשו אחלה דיל. הלכו שורט 3.5. על 200 מיליארד שקל ובניגוד לבנק ישראל, הם הרוויחו. מה זה הרוויחו? הרוויחו. התחייבות, למה זה כן לדעתי, שלומי, תעזור לי פה בחשבונאות, אבל אם רושמים את ההתחייבות הזאת, שמדינת ישראל, במונחי שקלים, הנמיכו את ההתחייבות, שהם בנו את ההתחייבות לפי 3.5. מה הוא יעשה? הוא יכול למכור את הכל עכשיו לשקל ולקנות אותו פורוורד לעוד שנה שנתיים שהוא צריך להחזיר את זה. יהנה מהבייסס ויהיה מגודר על המצב.

נכסים פיננסים בישראל להשקעה, ואנחנו חייבים לפזר את הנכסים לחו"ל, אבל לא חייבים לפזר את כל חשיפת המט"ח לחו"ל. זו כבר החלטה לא שלנו, אלא של הפרטיים.

צביקה אקשטיין

אפשר עזירה על המבנה של התיק הכללי?

חגי שרייבר

מבנה התיק הכללי, פחות או יותר מה שאמרו פה, זה בערך 50 אחוז חו"ל, 50 אחוז ישראל. ובערך גם 50 אחוז סיכון אקוויטי, זה עלה אפילו במסלולי פנסיה הצעירים, זה כמעט נושק 60 אחוז סיכון אקוויטי, כל השאר סיכון של חוב קונצרני, אלטרנטיבי.

צביקה אקשטיין

אתם מחליטים עליו?

חגי שרייבר

כן, במסלול הכללי כן.

אמיר ברנע

כל השינוי המאסיבי הזה, יצר לכם איזושהי בעיית נזילות?

חגי שרייבר

לא, אני אולי אגע בנזילות, דיברנו על זה פה בפורום הקודם על הבייסס בבנק ישראל. אני דווקא רציתי להניח היום לבנק ישראל ולהאשים מישהו אחר. בואו נעבור עוד שקף אחד - משרד האוצר. אנחנו מדברים הרבה על בנק ישראל - לבנק ישראל יש 230-240 מיליארד דולר על המאזן. אגב, שמעתי פעם הצעה, ומישהו אמר, יש לנו 230 מיליארד דולר על המאזן של בנק ישראל, זה מסגנל חוזק ועוצמה, ואם יש חוזק ועוצמה, אז השקל מתחזק. אם מחר בנק ישראל, היתרות שלו היו עומדות על 50 מיליארד, אולי פרמיית

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

חגי שרייבר

הוא שורט דולר, בימי חירום הדולר עולה.

טל ישראלי

טוב, אני אגיד תודה לחגי על הפניית האש. אנחנו היינו יותר קולגיאליים וניסינו למשוך את האש מכאן. תודה רבה. אני אגיד רגע כמה דברים כלליים. בדרך כלל כשרואים איזושהי תוצאה מאוד חריגה בשוק, השאלה הראשונה שאנחנו שואלים היא שאלת הפנדמנטלס. מה לא עובד בשוק? איפה יש בעיות? ואני חושבת שזו שאלה מקדימה שאנחנו צריכים לשאול בדיון הזה, האם יש בעיה עם שער הדולר? האם זו באמת בעיה? ברור לי שנקודתית כרגע יש בעיה בשווקים, יש בעיה בעיקר בשוק השירותים, בהייטק, בכל השטחים שמייצאים שירותים, אנחנו רואים שיש בעיה נקודתית היום. אבל האם שער הדולר הוא בעיה כשהוא מגיע לשיעור כזה או כזה? זו שאלה שצריך לשאול רגע מהותית לפני שאנחנו רצים לאיך פותרים את זה. כשמסתכלים על השאלה הזאת, נכון להסתכל על הפנדמנטלס, האם הם עובדים? ואני חושבת שאני אתייחס לזה רגע מכובע רכזת צוות פיננסים באגף תקציבים, תסלחו לי על ההפרדה המבנית, אבל תרשו לי רגע להגיד מילה על הגופים המוסדיים, בניגוד לחגי, אני לא זורקת את אף אחד מתחת לגלגלים.

אז באמת כשאנחנו מסתכלים רגע על ההתנהגות של השוק, אנחנו רואים שוק מוסדי שמתנהל בצורה מצוינת כדי להגן על תשואות העמיתים. אני ארחיק לכת ואגיד, אם ננסה לבחון את כל אחד מהפרמטרים בנפרד, אנחנו רואים שפשוט השוק מגיב לתנודות שקיימות בו, וככה השוק צריך להגיב.

אם מסתכלים, כמו שגם חגי ניתח, חלואקסוגניים לפעילות המוסדית שהשפיעו על מידת התנודתיות של השער: קפיצת התשואות בנאסדק, והשינוי של הטעמים של הציבור שבאופן אקטיבי הקטינו בבת אחת את החשיפה למט"ח בחודשים האחרונים אחרי מספר שנים של מגמה הפוכה, בעצם אנחנו רואים שהגופים המוסדיים מגיבים לתנודות שיש בשוק ובעצם מתנהלים כמו שהייתי רוצה שהם ינהלו את הפנסיות שלנו ואת הכסף של הציבור, זו אחריות מאוד גדולה. עכשיו, הדבר היחיד שככה אנחנו נשארו עם מחשבות עליו, זו סוגיית הניידות, עודף ניידות או הצורך לייצר מודלים שהם

צביקה אקשטיין

הוא לא מחזיר את זה.

חגי שרייבר

בטח שהוא מחזיר את זה. מתישהו הוא מחזיר את זה.

צביקה אקשטיין

הוא מגלגל את זה קדימה.

חגי שרייבר

כולם מגלגלים, גם אנחנו מגלגלים. מה זה מגלגלים? אם משרד האוצר חושב שהדולר, שהשקל חזק מדי, שזה פוגע ביצואנים, פוגע בכלכלה, יש לו אחלה שורט, לא לצאת ולסגור, להרוויח 20 אחוז, בצדק. יש לו בערך 40 מיליארד דולר שורט.

צביקה אקשטיין

תבחין בין מלאי שיושב, ובין הזרם שהוא צריך לממן את הוצאות הממשלה.

חגי שרייבר

מי אמר שצריך מלאי שהוא שורט דולר במדינת ישראל? מי אמר את זה? כמו שאני אמרתי לך, גם לי יש מלאי דולרים בלונג. אצלי אני יודע להגיד לך שזה ניהול סיכונים. שזה עוזר לי בזעזועים גיאופוליטיים, זה מגוון לי את התיק, אני חייב לקנות נכסים בחו"ל. למה משרד האוצר שכל התשלום שלו הוא בשקלים, למה הוא צריך להיות שורט דולר?

צביקה אקשטיין

סיבה יחידה, הוא רוצה להחזיק את השוק הזה חי על השקל לימי חירום.

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

המשקיעים בחו"ל. ונגיד בנוסף לזה שלא נעשה איזשהו שינוי מדיני בתחום הזה בשנה האחרונה, שיתכתב עם השינוי שראינו בשער החליפין.

חגי שרייבר

פשוט את הדולרים שאתה מקבל, למכור אותם ספוט, לקנות אותם פרוורד.

עומר כהן

זה בעולמות, שנייה. זה בעולמות אולי הצעת הפתרונות, למי שמתייחס לשער החליפין כבעיה, כמו שאמרנו, אנחנו לא בהכרח מתייחסים לזה כבעיה.

שלומי שוב

יכול להיות שיש בעיה זמנית.

אמיר ברנע

האם זו לא חלוקת עבודה בין בנק ישראל לאוצר?

טל ישראלי

יותר מזה, למשרד האוצר אסור להתערב במדיניות מוניטרית, זאת אחריות של בנק ישראל ה אחריות, ואני אומרת את זה לא כגלגול אחריות, אלא אני אומרת את זה באמת כי אנחנו לא מספיק מבינים בזה, כדי לבוא וואין לנו את הכלים או הסמכות לנהל מדיניות מוניטרית מקבילה.

עומר כהן

אתם ראייתם הרבה מכס כתבות על כל מיני דברים שאנחנו בוחנים. נגיד שהדברים הם באמת הרבה יותר בעולמות של דברים זמניים, ורצון לעזור לגשר, על התנועה הדרמטית שקרתה פה בשוק, אבל לגמרי לא דברים בעולמות הקבועים ולא שום רצון להתערב בשאר

קצרי טווח. אנחנו מוטרדים מהתדירות שבה הכספים מניידים בתוך השירותים. אנחנו רואים שזו מגמה שנגרמת באופן לא מפתיע בטווח של שנתיים אחרי צירוף לקרן פנסיה אחת מעבר לקרן שנייה. אנחנו שואלים את עצמנו האם יש פה איזושהי בעיה מבנית שגורמת להעדפת תשואות של טווח קצר, או פוגעת בתשואות החוסך. התופעה הזאת נובעת לפחות בחלקה מהעדפה של סוכנים לנייד אחרי שנתיים את הכסף, או לחילופין התופעה הזאת יכולה לנבוע גם מהצגת השוואה של התשואות בטווח קצר (חודשי) ולא בטווחים ארוכים יותר שמשקפים באופן טוב יותר תשואות חסכון ארוך טווח. יכול להיות ששם יש איזושהי בעיה, אבל זו בעיה, שוב, שלא גורמת לגובה שער הדולר להיות כמו שהוא אלא לקצב התנועה של השער. ולעניין ההצעה של חגי, אני רוצה לטעון, ואני אתן גם לעומר מצוות מאקרו להגיב, שבסוף ההצעה הזאת אולי תייצר איזושהי הקלה בטווח הזמן המיידי, בחודש חודשיים הקרובים, אבל בסוף זה לא פתרון טווח ארוך. זה לא פתרון שישנה את שוק באופן מהותי ויפתור את השער. מה שמחזיר אותנו לשאלה איתה פתחתי - האם זה השער שצריך להיות במדינת ישראל? ואם כל יסודות הפעילות הכלכלית בשוק עובדים כמו שצריך, מה הבעיה שזה השער? אבל אני כן אאפשר לצוות מאקרו להגיב מעבר.

שלומי שוב

עומר, גם אתה חושב שאין בעיה במצב הנוכחי?

עומר כהן

כן, אבל אני אגיד ככה מלמעלה, בהתחבר לדברים של טל, שאנחנו חושבים שבאמת לא בטוח שהשער הנוכחי משקף איזושהי בעיה משקית או בעיה מבנית בשוק המט"ח. אנחנו כן מבינים שהמצב הזה, ובעיקר המהירות שבה השינוי הזה קרה, יכול לייצר אתגרים מסוימים. בסקטורים, בייחוד בהייטק, שמאוד חשופים, יצואנים גדולים, שמאוד חשופים לשער המט"ח. כן חשוב לי להתייחס בקצרה, רגע גם, למה שחגי אמר באמת, שמדיניות ניהול החוב במשרד האוצר לא תופסת את עצמה כמנסה להשפיע על שער החליפין, וזה לא השיקולים שהם מנחים בקביעת החוב. גם צביקה התייחסת לזה שבאמת, הסיפור הזה של הנפקות שנתיות בחו"ל קשורות כשר הדוק לרצון של החשב הכללי לשמור על קשר עם

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

החלקים שנקבע בשוק.

אסף נחמני

שלום, אני אסף נחמני, מנהל חטיבת השקעות, רשות שוק ההון. אני אתייחס ממש בקטנה לגבי הדברים שנאמרו כאן. ראשית, אני חושב שהוצגה חצי מהתמונה, כדאי להסתכל לא רק על החשיפה והתנועות של המוסדיים, אלא גם על קרנות הנאמנות ומשקיעי הריטייל. תכף אני בטוח שרשות ני"ע יפרטו טיפה על זה, כי מגוון הקרנות שם, מגוון מסלולי ההשקעה הוא פשוט הרבה יותר רחב, ורואים בצורה הרבה יותר טובה את המשמעות של שינוי טעמי המשקיעים.

אנחנו ממש רואים בשנה האחרונה יציאה מסיבית מקרנות בחו"ל, למשל מקרנות מחקות נאסדק, קרנות מחקות S&P, ומעבר של כספים למדדי ישראל כאשר מה שהוצג כאן רק את החיסכון הפנסיוני. כשמוסיפים את הצד של קרנות נאמנות ומשקיעי הריטייל, זו בערך תנועה שהיא חזקה פי 2 ופי 3. זאת אומרת, מעבר לסוגיה המבנית של הגידורים, יש פשוט תנועת הון מאוד משמעותית בחצי שנה האחרונה של כספים מחו"ל בחזרה לארץ.

אם יגבילו את הגידורים בצורה כזאת או אחרת, ההשפעה לא בהכרח צפויה, יכול להיות שהתנועה הזאת תתחזק, משום שבסוף יש הרבה מאוד אפשרויות השקעה היום לעמיתים, וככל שפער התשואות יגדל, בין היתר כתוצאה מתנועות של מט"ח, וכתוצאה מפערי תשואה שנובעים מטח, אז יכול להיות שהעמיתים פשוט יגידו אני לא רוצה לסבול את התנודתיות הזאת של המטח, ויעברו בתנועת הון חזקה יותר לישראל.

עכשיו בהיבט הרגולטורי, אנחנו פרסמנו לגופים המוסדיים מסמך קווים מנחים שנוגע לניהול סיכונים נזילות מט"ח בשבוע שעבר, הייתה עבודת מטה סדורה, יחד עם רשות ניירות ערך ועם בנק ישראל בעקבות האירוע של הקורונה בשנת 2020, נעשתה עבודת מטה, ופורסם נייר שהוא נוגע באמת לניהול סיכונים נזילות מט"ח לטובת העמיתים והמבוטחים, מתוך הבנה שיש פה סיכון שצריך לתת לו מענה מבחינת ניהול הסיכונים של הגוף המוסדי. עכשיו, אני לא בטוח שזה המצב פה, כמו שצינו כאן, גם הגופים המוסדיים וגם משרד האוצר, גם רשות שוק ההון לא יודעת מה השער הנכון של המטבע. במבט על, אם מסתכלים על ה-20-30 שנה האחרונות, אנחנו רואים שהגופים המוסדיים אז היו בתוך מסגרת רגולציה

מצומצמת שנתנה להם מעט מאוד חופש פעולה בהשקעות, איפה הם יכולים להשקיע ולמה הם יכולים להיחשף, כאשר עם הזמן המסגרת הזאת הלכה ונפתחה והיום היא מאוד רחבה מתוך תפיסה עקרונית, שהרגולטור לא יודע לנהל השקעותומי שצריך לעשות את זה אלה המקצוענים מהגופים המנהלים והם עושים את זה בצורה הטובה ביותר, כאשר לנגד עיניהם טובת המבוטחים והעמיתים.

אמיר ברנע

האם שקלתם אפשרות, להקטין קצת את הנזילות ביכולת, במעבר, אצל כל מנהל, בין מסלולים, או בין מנהל למנהל?

אסף נחמני

אני לא חושב שאתם מבינים את העוצמה של הדברים שאתם רואים כאן. גם טעמי לקוחות וגם ערוצי הפצה, שבסופו של דבר צריכים להתייחס לפערים מאוד משמעותיים בתשואות. הרי מה קרה בעצם עם מסלולי S&P בין 2020 ל-2023 ו-2024?

מה שקרה עם מסלולי ה-S&P, זה שאנחנו רואים שהתשואה שלהם ברמה של שנה, שלוש שנים וחמש שנים, הייתה הכי גבוהה, ובין היתר בגלל זה ראינו תנועה משמעותית של לקוחות ושל ערוצי הפצה לכיוון מסלולי ה-S&P. עכשיו אנחנו רואים ההפך, אותן תשואות עבר יצאו מהמדידה, התשואות בארץ גבוהות יותר, ישנה השפעה של המט"ח על התשואה הכוללת, ועכשיו אנחנו רואים תנועה הפוכה. אם אנחנו נעשה את זה במקום מעבר יומי, מעבר שבועי, או חודשי, ללא ספק אנחנו נפגע בתחרות, ולא בהכרח תהיה השפעה של שע"ח או שיפור ביכולת של המוסדיים לנהל סיכונים נזילות.

שלומי שוב

יש צעדים אחרים שאתם שוקלים לעשות בימים אלה?

אסף נחמני

מתקיימים דיונים עם כל הגופים הרלוונטיים. שוב, בסוף זה נושא מאוד גדול, אני לא בטוח אם רשות שוק ההון, לאור תפקידיה, היא זו

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

שצריכה לתת מענה רוחבי בענין הזה.

טל ישראלי

יש משהו מקולקל שאתם צריכים לתקן?

אסף נחמני

ראשית, ברור שישנן בעיות, מן הסתם, כמו שציינתי את ענין הנזילות שהוצאנו את אותם קווים מנחים, אז אנחנו פועלים בשביל לתקן אותם.

אנחנו עושים את זה במסגרת הסמכויות שלנו או ביחד עם גורמים אחרים. יש הרבה בעיות בשוק שאנחנו פועלים לפתור ולשפר, למשל בנושא ההפצה, וללא ספק אפשר לעשות תיקונים שונים בשוק, אבל שוב, הכל מתוך תפיסה של להגן על העמיתים והמבוטחים.

שלומי שוב

זאת אומרת, לשאלתה של טל, אתה לא רואה משהו מקולקל כרגע.

אסף נחמני

לא בהיבט של המט"ח, אני לא חושב שיש פה מקום לרשות שוק ההון, כרשות שוק ההון, במסגרת האחריות שלה ותפקידיה שקבועים בחוק להתערב לבדה בשביל לעשות שינויים כלשהם בשוק המט"ח, כשאין אינדיקציה ברורה לפגיעה בחוסכים ובמבוטחים.

מרים שוורץ-זיו

נעים מאוד, אני מרים שוורץ-זיו, הכלכלנית הראשית ברשות ניירות ערך. אני אגיד כמה מילים. תודה רבה על המצגות של גיא וחגי, היו מועילות, הרבה דברים מעניינים. אני לא אחזור על הנתונים, אולי אתן עוד איזושהי זווית בהמשך למה שאסף אמר על הקרנות אצלנו. אנחנו רואים שבקרנות אצלנו, היו יצירות של כ-4.5 מיליארד שקלים בקרנות שהן מגודרות מט"ח, ובמקביל ראינו פדיונות של

כ-4 מיליארד שקלים בקרנות שלא מגודרות מט"ח. זה אמנם הרבה כסף, אבל מדובר רק בחצי אחוז מסך הנכסים שמנוהלים בקרנות. וזה כמובן בנוסף לכל מה שדובר פה שמושקע במסלולי S&P, שזה בדיפולט בדרך כלל לא מגודר. אז גם בקרנות יש אינדיקציה שיש מעבר לנכסים יותר מגודרים, וכמו שחגי אמר מקודם, אנחנו יודעים שבדרך כלל משקיעי הריטייל שהטעמים שלהם הם אלה שדוחפים את ההשקעות בקרנות, מסתכלים אחרוני, ואם הם נפגעו כתוצאה מכך שהם לא היו מגודרים, אז הם כמובן מגדרים קדימה.

אני אגיד גם, שדיברנו פה הרבה על הזווית של המוסדיים, איך הם מתאימים את הפורטפוליו שלהם בהינתן ששער החליפין השתנה. אבל אני רוצה להביא רגע את הזווית של החברות, שזה התחום שאנחנו מסתכלים עליו אצלנו. אנחנו עושים ניתוחים מגוונים, לבחון האם יש איזשהו סיכון מאוד משמעותי ברמת המאקרו.

אנחנו לא רואים משהו מאוד גדול. יחד עם זאת, אני כן אגיד שבוודאי ובוודאי שיש חברות שהן נפגעות מהתחזקות השקל. כלומר, כשמדברים על זה מהזווית של המוסדי, אז כן, המוסדי עושה את ההתאמות. אולי המוסדי יגדר קצת יותר, יתאים את האלוקציה של הפורטפוליו באיזו מדינה הוא משקיע, אבל כשמדברים על חברות, אז כן, מטבע הדברים יש חברות שנפגעות יותר מחברות אחרות.

אנחנו עושים ניתוחים פיננסיים, אם כייש נתונים מוגבלים. לדוגמה, בחנו את הקשר בין אחוז ההכנסות של החברות מחו"ל לתשואה עודפת, לא מצאנו קשר סטטיסטי מובהק, אבל זה לא אומר שלא קיים קשר כי יש דברים נוספים שצריכים להיכנס לתוך ניתוח כזה, כמו ההוצאות בחו"ל, ואין בדרך כלל נתונים מפורטים על העניין הזה.

יחד עם זאת, אני רוצה לחלוק איתכם ניתוח מעניין שעשינו. הסתכלנו על הדוחות הכספיים לשנת 2025, והסתכלנו מה החברות אמרו בנושא התחזקות השקל, האם ההתחזקות תעזור להם מבחינה עסקית או תפגע בהם מבחינה עסקית. אני מניחה שלא תופתעו לשמוע שבשנת 2024, 33 אחוז מהחברות אמרו שהתחזקות השקל פוגעת ברווחי החברה, וב-2025 כבר הייתה עלייה, והנתון הזה כבר עמד על 42 אחוז מהחברות. הסתכלנו גם איזה סקטורים נפגעו במיוחד, שוב, לפי מה שהם אומרים בדוחות הכספיים, וסקטור האנרגיה נמצא בראש החברות שאומר שהוא נפגע מהסיפור של התחזקות השקל, שוב, זה לא מפתיע. כי יש להן פעילות משמעותית בחו"ל, ואילו חברות המסחר והשירותים

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

צריכה להצליח גם בעבור העובדים שבישראל. אז לשם השוואה, בשנה האחרונה בהודו לא הייתה התייקרות דולרית. הייתה ירידת ערך מול הדולר של 10 אחוזים ברופי, זה בערך התקזז עם עליית השכר בהודו. ובקנדה בשנה האחרונה הייתה שחיקה נטו רק של 3% ביחס ל 25-30% בישראל. אלו הבדלים מאוד מאוד גדולים.

עכשיו מילה רגע על מה ששוחח פה, על מה שער הדולר הנכון לשהות בו, ללא קשר לשינויים שנתיים. בוא נבחן את מצב השכר הממוצע בהייטק כרגע במדינות השונות. בארצות הברית (בקליפורניה) העלויות לא נמוכות יותר - בממוצע 180 עד 230 אלף דולר למהנדס בכיר ממוצע, כשבישראל זה באזור ה 200 אלף. אבל מדינות אחרות בארה"ב נמוכות יותר. בקנדה השכר הממוצע 80 עד 120 אלף. ובהודו רק 60 עד 120 אלף לנותני שרות לחברות בינלאומיות. זאת אומרת, הרבה יותר זול - ויש שם המון אנשים רלוונטיים. אגב, פותחים שם מרכזי AI של החברות הכי גדולות בעולם. גם פה אנבידיה פותחת בצפון, וטוב שכך, אבל בכל העולם פותחים מרכזים. לכן, אבסולוטית, לא יחסית, הרבה יותר זול לשכור בחו"ל - וזה נהיה הרגע 30 אחוז יותר זול ביחס למה שהיה כאן קודם.

אני אגיד עוד מילה, אנחנו במקרה משלמים פה מס שקלי בישראל כי אנחנו במתכונת "קוסט פלוס" - זאת אומרת שמעבר להתייקרות כח האדם, תשלום המיסים בעארץ עלה - וזאת למרות שאנחנו לא מרוויחים.

לסיכום אומר את המובן מאליו - מדינת ישראל צריכה לעשות תכנון לטווח ארוך. טווח ארוך זה לא שנה. אנחנו צריכים להבין שההייטק קריטי. אני לא אוהב להשתמש בביטוי "הקטר של המשק" כי יש פה הרבה קטרים ואנחנו לא מיוחדים והדם של ההייטק לא יותר כחול משל אף ענף אחר. אבל זה סקטור מאוד חשוב והוא יכול, בשונה מסקטורים אחרים, להעסיק בקלות אנשים גם בחו"ל, וצריך להיזהר ממאוד מדליפת מוחות שינבע גם מתזוזת המועסקים וגם מעזיבת המעסיקים (יזמים וחברות). בהקשר הזה כמובן צריך להבין את האפקט המעגלי שזה ייצור, כי אם יהיו פה פחות עובדים וחברות יהיו פחות מיסים. ולבסוף, ברור לכולנו שיש לשימור ההייטק בישראל חשיבות ביטחונית וגיאופוליטית אדירה. קריטי שיהיה פה ענף הייטק חזק שייצא לחו"ל, שיוציא מציון תורה לעולם.

מובילים מבחינת החברות שאומרות שהתחזקות השקל תרמה לרווחיות שלהן.

אז אני חושבת שנכון, שוב, שדיברנו פה על הזווית של האלוקציה מהזווית של המוסדיים, אבל בסוף צריך לזכור שמאחורי המוסדיים, ומאחורי הבחירות של המוסדיים איפה להשקיע, נמצאות חברות. וצריך גם לחשוב על הדברים מהזווית של החברות. איך התחזקות השקל משפיעה על חברות, וגם אם יש אולי רק סקטורים מסוימים של חברות שמושפעים מהתחזקות השקל, גם עליהם צריך לחשוב. תודה.

שלומי שוב

רון יקותיאל, מנכ"ל קלטורה, נשמח גם לשמוע את הצד של החברות עצמן הרי כולנו מסתכלים רק על הנתונים החיצוניים, לא מבפנים.

רון יקותיאל

תודה רבה שלומי ובוקר טוב. שמי רון יקותיאל, מנכ"ל ויו"ר קלטורה, חברת הייטק ישראלית/אמריקאית בת 20.

דובר רבות פה על השפעת שינוי השער על ענף ההייטק שמהווה 57 אחוז מהייצוא. אני רק רוצה להוסיף עוד כמה מספרים לחדד את הבעיה. נראה לי שאני לא איש בשורה בלהציע פתרון שאחרים פה לא חשבו עליו.

אנחנו חברה אמריקאית עם חברת בת בישראל שבה עובדים כמחצית מעובדינו בעולם, והפעילות והעלויות הדולריות של הפעילות בישראל עלו בשנה האחרונה ב 25-30 אחוז.

חברות הייטק שהן בשלב הצמיחה, כמונו, בד"כ מייצרות שיעורי רווחיות נמוכים מ 25-30 אחוז, לכן דה-פקטו ההתייקרות הזאת מהווה את ההבדל בין רווח להפסד תפעולי בישראל.

עכשיו, יש לנו אלטרנטיבות. יש לנו עובדים מסביב לעולם, יש לנו עובדים בארצות הברית וקנדה, במזרח אירופה ובהודו. אני אגיד לך מילה רגע על ההבדל נטו שקרה במדינות האחרות, כי לא במקרה, רכשנו בחצי שנה האחרונה שתי חברות, האחת פעילה בקנדה והשנייה פעילה בהודו. אני אפתח ואומר שכולנו מאוד רוצים להגדיל את הפעילות בישראל. אני ואנחנו מאוד ציוניים והחברה מאוד מעוניינת בלתמוך ולדחוף את ההצלחה בישראל, אבל היא צריכה גם לשמור על עצמה והיא צריכה גם להצליח, אגב, היא

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

אייל הירדני

1. ההגנות המבוצעות על ידי המוסדיים בחלקם המשמעותי מהוות הגנה מפני חשיפה שהם עצמם יוצרים

2. משקים שהבורסות שלהם עולות ויש ביקוש של משקיעים להשקיע בהם - דווקא היית מצפה להשפעה של התחזקות המטבע שלהם ואנו למעשה מקבלים תופעה הפוכה ביחס לבורסות בארה"ב ולשער הדולר מול השקל

3. לא כל השקעה פיננסית במשק זר ראוייה לבצוע הגנה מטבעית בשל אפשרות לנזק כפול. לדוגמה העמדת הלואה בדולרים בארצות הברית וביצעת הגנת מטבע. יתכן מצב שבו גם ההלוואה לא תפרע כתוצאה מסיכון אשראי שהתממש וגם ייוצר הפסד כתוצאה משינוי שער חליפין

שלומי שוב

פתרון יש לך להציג?

אייל הירדני

בשורה התחתונה מה שקורה פה זה אני חושב שהמשק היחיד בעולם שמחייבים אנשים להשקיע בהיקפים מאד משמעותיים. אני חושב שהיקף החיסכון בישראל הוא בין פי 5 לפי 7 מהמקובל בארצות הברית, ומהמקובל באירופה. דבר שני, אין פה התפלגות גילאים בהקשר של המחויבות לחסוך. גרף החיסכון של אדם ממוצע מתחיל בדרך כלל בגילאים יותר מבוגרים, אנשים צעירים בדרך כלל לא יכולים לחסוך. מה שעשה פה המחוקק שמחייב אנשים לחסוך מגיל צעיר, דוחק אנשים להגדיל מצד שני את ההלוואות/משכנתאות. למעשהבן אדם בן ה-28 או ה-30 שגמר 200 ימי מילואים, לוקח משכנתא מצד אחד, וחייב לחסוך 20 אחוז מהמשכורת מצד שני. ברור שהשקעה בקרן אג"ח לא תוכל להניב תשואה העולה על עלויות המימון של ההלוואות/משכנתאות ולפיכך המשקיע עובר להשקעה בקרן מנייתית. זאת אומרת צעירים בעקיפין בישראל לוקחים אשראי על מנת להשקיע במניות. לסיכום:

1. סכום החיסכון של המשק הישראלי גבוה מאד.
2. אפשרויות ההשקעה במשק הישראלי מוגבלות ביחס להיקף החיסכון מה שיכול להוביל לניפוח ערך נכסים בישראל ובכל מקרה מחייב הסטת השקעות למשקים זרים.
3. הסטה למשקים זרים תוך ביצוע הגנות מטבע יוצרת מורכבות

אייל, מנכ"ל ומייסד של קבוצת לרדן, עוסק גם בתחומי הבנקאות, ההייטק, השקעות ונדל"ן. התחלתי את דרכי במשרד הביטחון. האמת שאני קצת מופתע מההתייחסות, כי יש פה איזושהי תחושת רוגע, כשאני חושב שהמצב היה צריך להיות טיפה יותר בוא נגיד מבהיל או יותר מעורר דיון לכייון של פתרון מהיר. אני חושב שאנחנו קצת מסתובבים סביב הבעיה. אני לא חושב שיש פה מחלוקת בשאלה, שיש קורלציה חד חד ערכית בין מה שקורה למדדים בארצות הברית, לבין מה שקורה לשער החליפין. פחות או יותר כל אחוז אחד של עלייה במדדים בארצות הברית, מוביל לירידה של 0.5%-0.6% בשער החליפין. והשאלה העקרונית שאנו צריכים לשאול היא, האם האם אנחנו רוצים לאפשר קשר כזה לאורך זמן. דרך אגב, ברור שיש מעבר מהשקעה ישירה דולרית ב-S&P להשקעה מוגנת. אנחנו יצרנו קורלציה בין עליית המדדים בארה"ב להחלשות הש"ח, לפיכך משקיע שמאמין בעליית המדדים בחו"ל בהגדרה יבחר בהשקעה מגודרת מטבע, מה שמחריף את הבעיה. זאת אומרת, אנחנו יצרנו את הבעיה ואנחנו מחריפים אותה וממשיכים להחריף אותה.

אני רוצה להתחבר למה שאמר מנכ"ל ומייסד קלטורה. ישראל משחקת בעולם נגד אחדים, אנחנו לא משחקים נגד עצמנו. ארצות הברית פועלת אגרסיבית ואקטיבית כדי לפגוע בשער החליפין של הדולר, כדי לעודד את הייצור ולעודד את הפעילות המקומית. היא מקשה על יזמות, אתם מכירים את זה לא פחות טוב ממני. למעשה השקל התחזק ביחס לכמעט כל המטבעות בעולם בשיעורים שהם קיצוניים מה שמקשה מאד על כושר התחרות של מדינת ישראל. לסיכום:

1. מנגנון ההגנות הקיים יוצר קורלציה משמעותית בין עליית הבורסות בארה"ב להתחזקות השקל
2. המנגנון האמור יוצר תמרוץ גם למשקיעים אופטימיים המעוניינים להשקיע בחו"ל לבצע השקעות תוך נטרול שער השפעת שער חליפין - מה שמחזק את הבעיה
3. מדינות העולם ובייחוד ארה"ב עושות מאמצים להחליש את שער המטבע שלהם על מנת להגביר את היתרון התחרותי
4. אנחנו מקבלים התחזקות מטבע משמעותית שיוצרת קושי משמעותי ארוך טווח למדינת ישראל כמו כן חשוב להדגיש שלוש נקודות:

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

השער.

עכשיו, מדברים הרבה באמת על זה שיש פה מצב מיוחד, שלא מדובר בשער מט"ח שמספר רק את הסיפור של הייבוא והייצוא, אלא בגלל תנודות בשווקי חו"ל, יש פעולות שהמוסדיים עושים, מזיזים מט"ח ומשפיעים על השער, וכתוצאה מזה השער אולי לא נותן את הסיגנל הנכון למשק. אז אם זה היה נכון ששער המט"ח לא נותן סיגנל נכון, וגורם למישהו להיות רופא במקום מתכנת, אף על פי שעדיף למשק שיהיה מתכנת, זו טעות בשער שצריך לתקן את זה.

אמיר ברנע

אבל איך נתקן את זה?

עדי פוזנר

הו, אני איתך אמיר. מה זה נקרא לתקן את זה? זה אומר שאם השקל עכשיו באופן מלאכותי חזק מדי, צריך למכור אותו. אם הוא חלש מדי, מישהו צריך לקנות אותו. אבל תשימו לב שהתערבות כזאת מרוויחה כסף. אז ספקולנטים אמורים לעשות את זה. אם עכשיו יש תקלה כזאת, ספקולנטים אמורים לעשות את זה, להרוויח כסף ולתקן את התקלה. שיהיה ברור - ספקולנט זו לא מילת גנאי. זה שחקן כמו קרן גידור או נוסטרו של בנק שמנצל שער שגוי כדי להרוויח תוך לקיחת סיכון, ועל הדרך מתקן את השער. אז אם אנחנו שואלים האם בנק ישראל צריך להתערב, צריך לשאול מה הבעיה בשוק שהשוק לא עושה בעצמו את התיקונים האלה. אז זאת השאלה, אבל זה לא באופן אוטומטי שאנחנו צריכים להגיד שצריך התערבות. רק אם יש סיבה לחשוב שהשוק לא מצליח בזה.

ודבר אחרון, כשאנחנו כל הזמן מדברים על המתאם הזה של 0.5, 0.6, בין שווקי חו"ל לשער המט"ח, אז אנחנו חושבים על זה לפעמים במובן המכני הזה, שהמוסדי מוכר דולרים וזה משנה את השער. אבל צריך לחשוב אם המתאם הזה לא מבטא משהו אמיתי. מה זה שהנאסד"ק עולה? הוא בעצם מספר לנו, ענף ההייטק בעולם, ולכן גם בישראל, צפוי להצליח בעתיד. הוא הולך להכניס לנו המון כסף, יהיה בעתיד יותר ייצוא. ולכן יכול להיות שהוא בעצם מספר לנו ששער השקל צריך להיות יותר חזק "באמת". אז זה לא מובן מאליה שזה רק משהו מכאני שצריך לתקן.

משמעותית בשער החליפין ולעיתים פגיעה בכומר התחרות של המשק הישראלי.

4. בשל ההיקפים המאד משמעותיים של החיסכון הצבור ושל החיסכון החודשי השוטף - הבעיות המפורטות לעיל הן משמעותיות מאד ולמעשה היקף החיסכון במשק ואופן הניהול שלו כיום מגלים סיכון שיש להתייחס אליו בהקדם האפשרי.

להערכת:

1. יש לבחון את החבות לחיסכון בגילאים מוקדמים ובכל מקרה לאפשר שימוש בחיסכון צבור על מנת לרכוש דירה ראשונה כחלופה או כהקטנת משכנתא.

2. יש לבחון את אלוקציות ההשקעה בישראל ביחס להשקעות בחו"ל.

3. יש לבחון הגבלה על היקף הגידור המטבעי בהשקעות המוסדיים במשקים זרים.

עדי פוזנר

אז קודם כל, אני רוצה שנבין מה זה שער חליפין. שער חליפין זה מחיר. מחיר נועד לתת סיגנלים למשק מה צריך לעשות. אז לדוגמה, אם המשק שלנו מאוד מוצלח בהייטק ולכן מייצר הרבה דברים עבור חו"ל, זה אומר שמגיע לנו ליהנות מהדברים שחו"ל מייצר ולהשתמש בהם בארץ, כלומר להגדיל את היבוא. אז איך הדבר הזה עובד? השקל מתחזק, ואז נהיה יותר משתלם נניח לסגור מפעל למלט בארץ ולהביא מלט מחו"ל, או שסטודנט שמתלבט עכשיו אם ללמוד תכנות או ללמוד רפואה, לא יגיד אני אוטומטית רוצה ללמוד תכנות - בגלל חולשת הדולר אולי יבחר ברפואה (מקצוע מקומי) וכך יהיו לנו יותר רופאים שמייצרים בריאות עבורנו. אז זאת המטרה של שער חליפין. ובמובן הזה, אם אנחנו רוצים לעשות התערבות שנוגעת בשער החליפין של טווח ארוך, אנחנו מונעים את ההתאמות של המשק, ונמשיך לייצא המון דברים לחו"ל, ולא נשתמש בדברים הטובים שחו"ל יכול לתת לנו. אז לכן התערבות באופן בסיסי היא דבר רע.

מה שכן, אני באמת חוזר לדברים שצביקה אמר, ביטול של התערבויות שבאופן מלאכותי מחזקות את השקל, זה בהחלט דבר נכון. התערבויות כאלה זה חסמי ייבוא, שלא מאפשרים לייבא. בטח צריך להפסיק את ההתערבויות האלה, ומיסוי מפלה נגד השקעות של פרטים בחו"ל. שתי התערבויות שמחזקות באופן מלאכותי את

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

בארץ, האם נשקלו ההשלכות מאקרו של יבוא מזון מחוץ לארץ?

עדי פוזנר

פתחת משהו חשוב עם הרבה אספקטים. אבל אני מענה מזווית אחת על זה. אם אני הולך 20 שנה אחורה האוכלוסייה פה גדלה אולי ב-60% והשטחים לייצור המזון בארץ ירדו ב-10%. אז אם אתה לא מייבא יותר מזון מחו"ל, זה אומר שהירקות יקרים והפירות יקרים, ומישהו עם הכנסה נמוכה צריך להקטין את הצריכה של הדברים האלה ולאכול ג'אנק פוד, שאולי מייבא מחו"ל. אז זאת אחת המשמעותיות של ההגנה על החקלאות הישראלית: מותר לייבא ג'אנק פוד, אבל אסור לייבא ירקות. מוזר, לא?

רון תומר

קודם כל אני רוצה להגיד מילה לגביי אני תעשיין, מי שלא יודע, הייתי נשיא איגוד התעשיינים עד לאחרונה, סקטור שמאוד נפגע, חשוב לי להגיד כמה דברים. קודם כל שער הדולר, מבחינתי זה פני הים. אני חושב שכל הניסיונות פה לבוא ולהגביל את המוסדיים ולנחות את החשכ"לית ולנהל לכולם איך הם מנהלים את השער, הם פשוט שגויים במקור. כי אם גובה פני הים צריך להיות גובה פני הים מסוים, זה יהיה גובה פני הים ואנחנו צריכים להתאים את עצמנו אליו. בסופו של יום, הבעיה העיקרית זה הגלים. וכולם דיברו על הדינמיקה ועל המהירות ומה שקרה. אתה יכול לטבוע בבירכה של חצי מטר, אם יגיעו לך גלים של שבעה מטר מעליך בהקשר הזה. ולכן אני אומר, כל הנקודה היא שצריך להבין שאנחנו באירוע שצריך למתן אותו, להתאים אליו, ואם חס וחלילה, במרכאות כפולות, תהיה פה נורמליזציה ושלוש, והדולר גם יגיע אולי 2.5 עם השקעות מהמזרח וכך הלאה, וצריך להתמודד עם זה. אבל הקצב, הוא מה שמשנה, ואנחנו כתעשייה יודעים להתאים למצב הזה, אבל לא יכולים לקצב שינוי כזה. לגבי ייבוא, תראו, סך הכל ישראל היא מדינה מאוד פתוחה לייבוא, שלא נטעה בכל הדברים, נכון? במזון יש דברים שצריך אולי לעשות, תוך שמירה גם על יכולת הייצור המקומית ועדיין אנחנו מדינה פתוחה לייבוא, אבל צביקה (אקשטיין) אם תפתח חזק מדי לייבוא, מה יקרה אם הדולר יתהפך עליך פתאום? אתה תגיע להיפר אינפלציה. ובניגוד לייבוא שאתה יכול להזמין עוד 20 מכוניות או לא להזמין 20 מכוניות נוספות, כשסגרת פה תעשייה,

אמיר ברנע

אותו מתאם שלילי מצאו גם בין שער החליפין לבין השוק בארץ.

עדי פוזנר

אבל השוק בארץ בדיוק הוא בחלקו הגדול חברות מייצאות. אז אם הוא עלה, זה גם אומר שיהיה לנו יותר ייצוא בעתיד. אז צריך לשים לב, רק לא אוטומטית להגיד שזה מכאני.

שלומי שוב

בשורה התחתונה, מה אתה אומר? אתה ממליץ להתערב או לא ממליץ להתערב?

עדי פוזנר

אני חושב שקודם כל הבסיס זה לא להתערב, ומתעורבים רק אם אתה נותן הסבר מאוד טוב למה לדוגמה ספקולנטים לא יודעים לתקן את התקלה הזאת. אחרת אתה פוגע בסיגנלים למשק וגורם לפעולות ריאליות שגויות במשק. זאת אומרת לפני שאתה מתערב אתה צריך לשאול את עצמך 10 פעמים למה הפעם השוק לא מתפקד טוב, למה בסיגנל שהמחיר נותן לשחקנים הריאליים הוא שגוי. רק אז זה מוצדק.

שלומי שוב

יש תקלה עכשיו?

עדי פוזנר

אני לא יודע להגיד, באמת אין לי תשובה. אבל מה שכן, אני מאוד חוזר על מה שצביקה אמר, יש התערבויות שמחזקות באופן מלאכותי את השקל, צריך להפסיק אותן.

אמיר ברנע

מה המשמעות של ההתערבויות האלה שמגינות על החקלאים

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

לפריפריה, שם מקבלים הטבות מוגדלות. כשהיצוא ייפגע, חברים, הראשונים שייפגעו זה הפריפריה. בפריפריה, התעשייה היצואנית היא מחזקת אותה בשכר גבוה, גבוה משמעותית השומר בקניין או מקפל חולצות בחנות. מי שמחזיק אותה זה אותם מפעלי ייצוא שם שמחזיקים משפחות שלמות. לכן תזכרו שאם ייצוא הסחורות ייפגע, הפערים החברתיים פה יגדלו ובסוף המדינה תצטרך להכניס את היד לכיס ולהביא כסף בצורה אחרת.

עכשיו, הפתרונות הם לא קלים. הפתרונות בסוף צריכים להיות איך אנחנו ממתנים את הגלים. אני לא רוצה פה להערים על החוקים של פני הים, זה בלתי אפשרי, בטח מדינה קטנה כמונו תפסיד. לכן כדי לפתור צריך לעשות כמה דברים – קודם כל לחשוב באמת על מדיניות מס שתעודד יותר אנשים להישאר בארץ אל מול חו"ל, גם לחברות ההייטק וכך הלאה, למרות שפה יש לי כוכבית גדולה, חוקי הפילאר.

הפילאר היום קצת מגביל אותנו בגמישות, ביכולת שלנו לתת הטבות מס, אבל איפה שאפשר, צריך לתת. משרד האוצר חוץ מלהאשים את בנק ישראל ולספר שיום אחד יהיו גם להם פתרונות וגם אז הוא מדבר רק על ההייטק, הוא שכח את כל אותה תעשייה של הפריפריה, שרובם גם מצביעי ממשלה קיימת, אבל לא משנה, לא נכניס פוליטיקה לחדר הזה. משרד האוצר דומ שתיקה כללי, ואני מצפה ממשרד האוצר כדי לעזור למתן את הגלים, לא לאורך טווח ארוך זמן, לתת פתרונות פיסקליים. מהם פתרונות פיסקליים? להוריד את ההוצאה השקלית אין אין מילה אחרת, להוריד הוצאה שקלית, לא לסבסד ייצוא אבל עדיין צריך להוריד הוצאה שקלית. כדי להחזיק פה עובדים, למשל, האוצר צריך לדעתי להכניס יד לכיס ולסקטורים שהם מוטי ייצוא להוריד את הביטוח לאומי ממעסיקים למשל, זה יכול לעזור, לא באופן קבוע, בהוראת שעה עד סוף 2027 כדי לתת לגלים להתמן ולהבין מה השער לאורך זמן, כ"כ צריך לתת תוכניות השקעה הרבה יותר נדיבות ואגרסיביות כדי להעלות את הפריז, שזה אחד הבעיות הקשות פה. שאפשר להגיד הכל זה עקום כלכלית, זה נחשב זה, אבל בסוף הכלכלה תנצח, וכשהיצואנים לא יהיו פה, להחזיר אותם לא נוכל, והכל, תזכרו עוד פעם, שהיא בסביבה גיאופוליטית קשה.

מילה על בנק ישראל, אני שש שנים עובד מול בנק ישראל, מהקורונה, ובנק ישראל לא סתם הגיע להר דולרים כזה, כי בנק ישראל היה קשוב כל השנים לבעיות היצואנים וההייטק, ובאמת יושב היום על הר דולרים, ואני יודע שאפשרות ההתערבות שלו היא

ומחר תהיה תלוי רק בייבוא, אני כבר לא מדבר על הגיאופוליטיקה, אז עליית הדולר פתאום, התחזקות הדולרים תקרה יום אחד, אבל אנחנו בסוף בעולם של גלים, תגיע מהר מאוד להיפר אינפלציה ולא תהיה לך שום שליטה למתן אותה כי לא תוכל להעלות ייצור מקומי. מה שכן צריך לזכור דבר אחד, שבנוסף לכל הפגיעה בייצוא, אנחנו נמצאים במצב גיאופוליטי מאוד קשה, וכל יצואן היום, בין אם של שירותי ההייטק, ובין אם של מוצרים, נפגע כבר היום בגלל המצב הגיאופוליטי של ישראל, וזה ביחד עם החלשות הדולר, זו תנועת מלקחיים קשה. עכשיו תזכרו דבר אחד, ההייטק הוא מאוד חשוב, ואני יודע מה הנזק הדרמטי של מרכזי הפיתוח או של יצואני ההייטק כולם אומרים מה הם מרווחים הרבה, הם יכולים לספוג את הירידה, אבל אתה לא נמצא בעולם אבסולוטי שאתה עדיין מרוויח הכל טוב, אתה בעולם בינלאומי, וכשאתה מנהל, ואני בקשר גם אחרי שפרשתי עם מנהלי מרכזי פיתוח פה, שמעסיקים אלפי מהנדסים וצריכים להגיש ביולי תקציב לחברת האם שעולה ב-20 ומשהו אחוז מבלי לשלם עוד השקל תוספת השכר, בסוף יהיה מי שיוריד את הגרזן על ישראל, למרות שהמרכז עדיין מרוויח, הוא יכול להרוויח יותר במקום אחר.

התעשייה האמיתית של המוצרים הפיסיים היא עדיין כ-45% מהייצוא הישראלי. שם הרווחיות היא לא מגיעה לרמות ההייטק, שם כבר היום מפסידים, ומדברים איתי יום יום תעשיינים שעומדים בפני שתי אפשרויות, להעלות מחירים שכנראה זה אומר לא לייצא, או להעביר את קווי הייצוא לחו"ל. עכשיו אתם לא תראו את זה מהרגע להרגע, מסתכלים על הייצוא הדולרי, אומרים הוא לא נפגע, ברור שהוא לא נפגע. יש לך הזמנות קדימה, זה החיים חברים, החיים עצמם. ייקח זמן, אבל אתה לא לוקח לקוחות חדשים. ובסוף גם מהקיימים לא תיקח הזמנות קיימות, וכשתגלו את זה, כבר יהיה מאוחר מדי. ואפרופו הכנסות ממיסים, זה ברור שלפחות 45% של ייצוא סחורות, זה ישתקף מהרגע להרגע.

עכשיו מדברים גם על מחירים בארץ, צריך לזכור שחברות הן דואליות כשהשוק ייצוא נפגע, אני גם יצואן וגם לשוק המקומי, אז למה שייצואן לא יוריד מחירים לשוק המקומי אם חומרי הגלם שלו ירדו? כי במקרים רבים הוא מדמם על הייצוא והיצואן צריך לאזן את זה. ולכן בסופו של יום כל הסיפור הזה הוא בעייתי. ועוד נקודה אחת לבעיות, כבר אני אדבר על פתרונות. ממשלת ישראל, בצדק רב, העבירה לפני הרבה זמן את חוק עידוד השקעות הון, ובעצם לקחה את כל היצואנים של סחורות ריאליות ודחפה אותם

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

לאחרונה הנזלנו אג"ח דולרי של ממשלת ישראל, עם משאבינו, על המסך כ-1.6 מיליארד דולר, עושה שוק, כדי שאנשים יקנו פה דולרים בבורסה, או חוב מדינת ישראל. שנותן חמישה אחוז דולרי, וואלה אנשים קונים. אז אם ינפיקו פה גלובעים, או יעשו פה רישום של כל הסדרות המט"ח, בבורסה בתל אביב, יקבל פה ביקוש, למוצרים דולרים, כי יש פה אנשים שרוצים דולרים ריבית ולא נגישים ל-OTC. אז יש פה פתרונות מהסוג הזה. יש גם אפשרות לנהל את הביטחונות ולעשות נגזרים על מדדים זרים, עם ביטחונות שינוהלו במסלקה של הבורסה בתל אביב, ויקטינו פה את התנודתיות, יש מה לעשות. אני לא זוכר שמישהו דפק אצלנו בדלת וביקש איך לעזור לו באירוע הזה.

נתנאל היימן

קראתי הבוקר עיתון, הרבה דברים עצבנו אותי, אף אחד לא עצבן אותי כמו התשובה של טל והנציג השני ממשרד האוצר היום. אני חשבתי באמת שאנחנו נדון פה על הפתרונות, לא חשבתי שיש לנו ויכוח על הבעיה. הבעיה קיימת. קודם כל מבחינת האם אנחנו נמצאים במצב חריג או לא. אז כן, הקצב הוא חריג, השער הריאלי האפקטיבי הוא חריג והיסטורי. אנחנו נמצאים במטבע הכי חזק בעולם, לא משנה איזה טווח את לוקחת שנה, שלוש שנים, חמש שנים, עשר שנים, ישראל המדינה הכי חזקה בעולם מבחינת שער מטבע. החשבון השוטף שלנו, כמו שנאמר, הוא באמת גבוה, הוא לא חריג. הוא לא מצדיק כזו תחזקות בשער החליפין, שאתה אומר זה מה שהופך את המשק הישראלי, זה מה שהופך את המשק הישראלי לכל כך חזק. מבחינת הפתרונות שעלו פה על הנושא של ייבוא. גם מבחינת ייבוא, אנחנו לא חריגים. נכון שאוהבים להשוות אותנו ל-OECD, אבל 27 מדינות מתוך OECD, זה מדינות שחברות באיחוד האירופי. שסוחרות אחת עם השנייה. כל סחר בין בלגיה להולנד, זה בדיוק כמו הסחר בין באר שבע לחיפה, והוא נספר בצורה אחרת. עכשיו, בוא נגיד שאנחנו צודקים שזה הפתרון הגאוני שלנו. הייבוא, וסך הכל אנחנו מדברים פה על החקלאות, חוץ מהחקלאות אין שום מכסים בישראל. תפתח את כל החקלאות, לא משנה מה זה יעשה לחקלאות, אבל תפתח את כל החקלאות, כמה זה יזיז את שער החליפין?

אז קודם כל בואו תכירו בבעיה, אתם לא יכולים להגיד שהמצב הנוכחי הוא מצב נורמלי. אם המטבע הוא מחיר, אז הוא מחיר

מוגבלת. ולכן כל מי שמצפה שבנק ישראל יעשה היום ניסים וירכוש לא 801 מיליון דולר, אלא 30 מיליארד דולר, צריך להבין איפה אנחנו מתחילים. אבל בנק ישראל, ופה אני שמח שהנגיד עשה שינוי לפני שבוע, ובסופו של יום חלק מהעניין שאתה משחק בשוק הוא גם להוריד את הוודאות. ושבנק ישראל אחרי אי הורדת הריבית, הורדת הריבית הקטנה האחרונה, נתן נאום שאני הולך להיות פסיכי ולא להתערב וכך הלאה, הוא טעה ואני שמח שהוא תיקן את זה, והוא צריך לתקן את זה, הוא צריך לעשות את זה חכם. כמו שאנחנו צה"ל, צבא קטן וחכם, התערבויות קטנות וחכמות, איפה שצריך, להגביר את האי ודאות הזאת של אותם אחרים, וזו התרומה שהוא יכול לתרום, וטוב שהוא עשה את זה.

יניב פגוט

כמה דברים אולי, נראה לי שאנחנו נלחמים פה בגרביטציה כלומר המגמה הבסיסית של הכוחות הפועלים בשוק המט"ח תומכים בהתחזקות רב שנתית של השקל. וכשאני אומר כוחות הטבע, אנשים לא מודעים לעובדה שנכנסים המון כספים של משקיעים זרים לבורסה. אני לא חושב שבבורסה היה אי פעם, יותר עניין ממשקיעים זרים ממה שאנחנו מוצאים היום. כל שקל שלישי של מסחר בבורסה כיום מקורו בממשקיעים זרים. למרות המלחמה הקשה, אנחנו בשיא של מחזורים יומיים של זרים, עוד קרנות שמגבירים חשיפה לישראל. כסף נכנס לפה, ולדעתי לא רחוק היום שכל שקל שני פה יהיה של משקיעים זרים, שייכנסו וישקיעו פה בשוק המקומי, ולכן כוחות הטבע זה שקל חזק, ומה שמצאו באוצר בכל האמור בכך שאין עיוותים בשוק המטבע לדעתי, עושים שכל עכשיו, איך נלחמים בגלים אותם הזכיר נציג התעשיינים קודן לכן, כלומר כיצד קונים זמן? אז בנק ישראל עשה את זה בעבר, התמלא בדולרים, אולי, יש גבול כבר, כמה דולרים אפשר להתמלא עם האירוע הזה. ויש פה כמה פתרונות אולי טכניים שאפשר לעשות, לקנות זמן. אבל כוחות הטבע הם שקל חזק, ומי שזורק 2.5, יזרוק מספר נמוך יותר, ואני אתן עוד, ויש דברים שניתן לעשות כדי לקנות זמן. למשל, פעם הנפיקו פה גלובעים.

האוצר לקח פה כסף בארץ, ומי שקנה גלובעים לא היו המשקיעים הזרים שקונים את הדולרים מבחוץ, אלא מי שקנה את הגלובעים היה המשקיעים המוסדיים פה בארץ, או הציבור הישראלי שדרך הבורסה ידע לקנות מכשירים מגובי דולר, ויצרנו פה ביקוש. אנחנו

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

המוסדיים תכף אני אתייחס, ואם השער יגיע ל-2.2 או השער יגיע ל-1.8, עדיין האוצר יאמר שהכל בסדר? מישהו חישב מה השער הנכון בשווי משקל?

בנק ישראל והאוצר לא יודעים מהו השער בשווי משקל, אז הספקולנטים, שבבוקר קונים ביטקוין שעולה 100 אלף ואומרים שיגיע למיליון, ובערב מוכרים ואומרים שיגיע אלף דולר, עליהם אנחנו מטילים את יהבנו שהם יודעים ויסכנו את הכסף שלהם על להמר האם השוק בשווי משקל או לא בשווי משקל, כאילו השקל דולר נסחר בשוק משוכלל? אני חושב שהאמירות האלה הן לא רציניות, וצריך לעשות תוכנית מגירה לאיך מתמודדים ומה ההשלכות על המשק הישראלי. זה נושא אחד, אבל אני רוצה לדבר על הבעיה שהיא בעצם העניין שנוגע למוסדיים, ואני אתן אנלוגיה. בואו תארו לעצמכם שמוסדי משקיע באגרת חוב ל-30 שנה. ויש לו צפי שהפרישות יהיו בטווח הזמן הזה, או שיהיו עוד פורשים. הוא צריך אג"ח ל-30 שנה, ויש לו את היכולת והכוונה להחזיק ל-30 שנה. אבל הרגולטור אומר לו, תעשה מארק טו מארקט. ובגלל שהוא עושה מארק טו מארקט, הוא יעשה עכשיו גידור ריבית על האג"ח הזה. זה הגיוני? מה שקורה פה, זה שוב, זה כמו תאונה שצופים שהיא תקרה מראש. הממשלה הוציאה את הפנסיה לשוק הפרטי. הממשלה יודעת שהשוק הישראלי לא יכול להכיל וזו עוד תאונה שתקרה, ויש בשוק עוד תאונה שהיום אדבר עליה עם רשות ניירות ערך. יש תאונות שברור שהן יקרו בשוק הישראלי, וצריך להיערך מראש ולתקן אותן.

אבל העניין הזה הוא לא היה הפתעה שהפנסיה תגיע, ואז ידין ענתבי שחרר ב-2008 את השוק להשקעות בחו"ל וזה נכון וברור. אבל יש לכך השלכות וברור מה יקרה. אנחנו מדברים על נתון ש--54 אחוז מהכסף החדש במערכת יוצא לחו"ל, כשאני הייתי מפקח דיברתי על זה, שזה יגיע ל-70 אחוז, ואנחנו נגיע לשם. פשוט צריך להבין מה עושים עם ההשלכות של זה. קודם כל בנק ישראל חייב להיות מוכן לפתוח את המכשירים שלו למוסדיים, לפתוח את הסוואפים מול המוסדיים, ובמקרה שיקרה תרחיש הפוך ממה שתאירתי קודם, לא תרחיש עליות בגלל שאנבידיה יוציאו צי"פ וכולי, אלא שיהיה משבר ב-WALL ST, ויהיה לנו עוד פעם מה שהיה בקורונה.

ואני מאוד התעקשתי במשבר שהיה בקורונה, ואם בנק ישראל לא היה פועל, אז גם האוצר היה מתערב, שר האוצר היה מתערב. אני מדבר על המצבים המשבריים. בנק ישראל פה, בין היתר, כדי לפעול במישור הזה, מכיוון שהכסף של הישראלים, מה לעשות,

טורפני כרגע. מחיר טורפני, מה שהוא עושה, הוא כרגע מוציא אנשים מאוד מאוד חשופים מהשוק, תוכנה, סטארטאפים, תעשייה, כל הסקטורים שדיברו פה. ברגע שהשער יחזור להיות "ריאלי", המודלים, הרבה מאוד חברות כבר לא יהיו פה, חברות שאנחנו מאוד רוצים שיהיו פה ויעסיקו פה אנשים. אז קודם כל זה לגבי הבעיה. מבחינת הפתרונות, חברה, אתם, עלו פה פתרונות. יש את הפתרונות הפיסקליים, כן עם החשכ"ל, לא עם החשכ"ל. הריבית בישראל, הריבית בישראל היא ריבית ריאלית מאוד מאוד גבוהה. הריבית לא צריכה כן לתמוך בשער החליפין או לא לתמוך בשער החליפין, הריבית צריכה להיות נכונה. וכרגע הריבית לא נכונה. למה היא לא נכונה? כי בנק ישראל באותה מצגת שהוא מסביר למה הוא לא מוריד ריבית, הוא אומר שהסיכון ירד. והריבית אמורה לשקף סיכון והיא לא משקפת את הסיכון כרגע, היא הרבה הרבה יותר גבוהה.

גם מבחינת המנגנונים של המוסדיים, אף אחד לא צריך להגביל את המוסדיים, חס ושלום. אבל צריך להכיר בבעיה, ואם יש פה פתרון שבנק ישראל יוכל לתת מענה למוסדיים, אם זה OTC, כל פתרון אחר, זה לא משנה, העיקר שיכירו בבעיה, אז כן, תעשו את הפתרונות האלה. וגם אצלכם, אתם לא יכולים להגיד, נראה לנו, אין בעיה, בסוף זה יסתדר. לא, תשבו, תראו איך אתם פותחים את הפתרונות האלה. אתם מציעים פתרונות, סתם דוגמה, פתרון קטן, תשלום מס בדולר. תוך 4 דקות כבר מישהו במשרד האוצר מדליף למה זה פתרון לא נכון, כי החבר שלו בקומה למעלה או למטה הציע את הפתרון הזה.

חברה, הבעיה היא רצינית, אנחנו נמצאים במצב חמור, התעשייה עברה קורונה, שלוש מלחמות, את כל התקופה האחרונה אף פעם לא קיבלנו כאלה תלונות וכאלה זעקות שבר כמו שאנחנו מקבלים משער החליפין.

משה ברקת

אני רוצה להתייחס לשני חלקים. אחד, התנהלות של מי שקופץ מקומה 20 ושואלים אותו בקומה 14 מה קורה, והוא אומר, עד כאן הכל בסדר, היא לא הגיונית. צריכה להיות תוכנית מגירה למצב שבו פתאום יש עוד קפיצה, ואף אחד לא יכול לנבא שזה לא יקרה. אנטרופיק הוציאה משהו, או אינבידיה הוציאה צי"פ חדש, ויש עוד קפיצה S&P. וברור מה המוסדיים יעשו, אני לא מאשים פה את

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

החיסכון הישראלי של רוב הציבור לא גבוה, ואני דואג לצעירים מבחינת החיסכון שלהם בפנסיה.

אמיר ברנע

שני דברים לסיום. אני מציע לכל מוסדי לבדוק האם נטרול חשיפה מטבעית הוא כל כך רצוי. הפתרון שמוצע כאן של בערך 40 אחוז חשיפה, 20 אחוז הגנה מטבעית. האם הוא נבדק? האם הוא אקטואלי? האם הוא רלוונטי לנתונים של עכשיו? אני מציג את זה בסיון שאלה, ודבר שני, התחרות בין המוסדיים לא יכולה להיות על כל חודש. האלמנט הזה של ניווד מיידי כאשר ניתן להגיב מיד וכאן מסייע ענף הייעוץ שמתוגמל על ניווד, האם זה רצוי לחוסך? אתה הזכרת, הרי מדובר פה על השקעות לטווח ארוך, תוכניות פנסיוניות לטווח ארוך, שהסיכון והתשואה שלהם צריכים להימדד לאורך זמן.

עדי פוזנר

אתה חושב שהשוק הולך חזר כל חודש?

אמיר ברנע

ההזזות האלה, בסכומים כל כך גדולים...

שלומי שוב

כמה מילות סיכום שלי, אבל לפני כן רק אגיד לאמיר, שהנושא של הגבלת הניוד, והיינו שם לא מעט, הוא לא פשוט במידה תחרותית וזה כנראה לא יקרה בעולם תחרותי מודרני. אבל דווקא ההצעה של ברקת שאני, שמעתי עליה פה לראשונה עכשיו, יכולה להיות מאד מעניינת. הרי היא היא מנטרלת למעשה את התנודות של הפרשי שער מתוך תפיסה שהמשיקעים לא מהמרים על שער חליפין (מה שנכון כלכלית), מה שיצמצם את את הטירוף הזה של ההמרות. זה באמת יכול להיות רעיון ששווה לשקול אותו.

אני חושב שבאמת היה לנו פה אחד הדיונים המעניינים והרחבים עם הרבה הסתעפויות וזוויות. הוצעו פה גם לא מעט הצעות מקוריות. אני כן חושב, ופה אני לא חושב שיש מישהו שחולק, שיש ייחודיות, יש מצב ייחודי במשק הישראלי של היקף כספי הפנסיה

חייב להיות בחו"ל. חייב להיות, מכיוון שהמדינה לא יכולה לערוב לפנסיה שלו. והוא חייב להשקיע כסף בחו"ל, ולכן המדינה צריכה, ובנק ישראל כחלק מהתפקידים שלו, חייב לטפל במישור הזה של התערבות במשברים מהסוג הזה, כפי שהיה בקורונה ולא מן הנמנע שיקרה שוב. עכשיו נדבר על הגידור. לגבי הגידור, אני אומר עוד פעם, מדובר בסכומים אדירים בכסף. עכשיו, שורש העניין נובע מזה שבעצם אומרים, התשואה של הישראלים זה שקלי, אבל זו תשואה של 30 שנה. ביקשת פתרונות שלומי, ויש לי פתרון שדווקא בא מעולם החשבונאות. כולנו יודעים מה עושים עם סביבה שמתנהגת דולרית, חברות אוטונומיות, יש לנו דבר שנקרא הפרשי תרגום. אני ב'21' הצגתי את הפתרון לוועדה המייעצת של ליברמן, שישבו שם יעקב פרנקל, ופרופסור אפי צדקה, וישב אלי יונס, וענת לויין וכולי. ואני אמרתי להם, חבר'ה, צריך לקחת את ההשקעות שהן דולריות, או ביוור, ההשקעות המטבעיות, ולחשב תשואה מטבעית, לא לחשב תשואה שקלית. עכשיו, כאשר אדם נותנים לו בסטימנט כמה אתה תקבל אם אתה עכשיו פודה, שיתנו לו סכום בשקלים כמובן, אבל בינתיים, אני מתמודד עם S&P בהשקעות חו"ל - מהאני מתמודד עם S&P שקלי? אני מתמודד עם S&P דולרי. הרעיון הוא פשוט לחשב תשואות במטבע. תשואות דולריות על השקעות דולריות ולא תשואות שקליות של המוסדיים ואז לא צריך לעשות את הגידורים המיותרים האלה, כי כל הגידורים נובעים מעניין המדידה הלא רלבנטית. אני חוזר לאנלוגיה של האג"ח 30 שנה, שמודדים אותם מארק טו מארקט, ואז צריך לעשות גידור ריבית כדי לא להיפגע בתשואות. אני חושב שזה שורש הבעיה.

שלומי שוב

אז מה אמרו לך כשליברמן היה שר האוצר?

משה ברקת

אני גם חשבתי שצריך לעשות מס הכנסה שלילי, אני גם חשבתי שאנשים שיש להם עשרה מיליון שקל בפנסיה, לא צריכים לקבל הטבות מס במקום לנסות לקצץ בפנסיה של יתר הציבור. אני לא מסכים לגמרי עם אייל, שאמר, וגם בנק ישראל אומר היום, שהפנסיה של הישראלים גבוהה מדי. לא רק שזה לא נכון, אלא שמצד שני, גם אומרים שביטוח לאומי הולך לפשוט רגל. רבותיי,

"האתגרים בסביבת שער החליפין הנוכחי
של הדולר: החל מהגופים המוסדיים, דרך
בנק ישראל ועד להשלכות על ההייטק"

ביחס לתוצר. אין לזה תקדים בעולם. ולכן אני גם פחות מתחבר
לעמדה שהובעה כאן על ידי נציגי משרד האוצר. ואנחנו לא יכולים
להתעלם ממנו. צריכה להיות רגישות מיוחדת של כל הרגולטורים
ומקבלי ההחלטות למצב הזה. חשובה הסתכלות כוללת ולא רק
נקודתית בראייה צרה.

אנחנו גם ראינו את בגרפים שהוצגו כאן - גם מה שצביקה הציג
שהתכתב עם הניתוח שעשינו במכון הפניקס שאנחנו רואים בשנה
האחרונה, את התנועה הזאת. זה בולט. אז כמובן זה לא נכון לשנות
את "גובה פני הים", אבל אולי כן צריך איזשהו "שובר גלים" לאור
הסיטואציה המיוחדת שנוצרה.
תודה רבה.

רשימת משתתפי פורום שווי הוגן לפי סדר
א-ב'

טל ישראל	דורון ישראלי	ארז מגדלי	אילן פלסו	נועם הויזליך
טל כהן	דורון סייג	ארי אחיעז	אילנית אדסמן	אבי בן נון
טל מופקדי	דורון שעובי	אריאל גנות	אילנית לנדסמן	אבי ורטהיים
טל מזרחי	דוריה גנות	אריאל פשין	אילנית מדמוני	אבי לוי
טלי ביקל	דורין אבריאן	אריאל קורנאלדי	אילת רגבים	אבי קמחי
יאיר אבידן	דייב לובסקי	בארי כספי	איציק בן מנחם	אבי שמחון
יאיר אוהיון	דליה טל	בועז בויום	איציק יוסף	אביב ברקוביץ
יאיר לפידות	דן אבנון	בועז דהרי	איציק שנידובסקי	אביבה בן משה
יאיר קפלן	דן גזיב	בוריס לייטוס	איתי דראי	אביבה וייס
יאירה פרנקל	דן וייס	בוריס ליפשיץ	איתי טיפריס	אביחי אביעד
יבגני אוסטרובסקי	דן עמירם	בני גבאי	איתי ינאי	אביטל וינבר צוהר
יבגניה קרמר	דנה לייב	ברוך סאונה	איתי מוקוטוב	אביטל מגידש
יהודה בן אסאייג	דני ויטאן	ברק בנסקי	איתי מקמל	אביעד בק
יהונתן ברזאני	דני ימין	גלי אהרון	איתי פלב	אבישי דינר
יואב אטיאס	דני פלדינג	גדי גנון	איתי קדמי	אברהם פרוכטמן
יואב מר	דניאל אפרתי	גדעון סיטרמן	אלה תמיר שלמה	אברמי וול
יובל באר אבן	דניאל פסרמן	גיא אטיאס	אלון בן צור	אדוה מדליון
יובל בן אברהם	דניאל שוויקה	גיא אליאס	אלון גלזר	אדוה אור
יובל ויינר	דניאלה אליגון	גיא אלמאסי	אלון קיפניס	אדם אבו שמיס
יובל זילברשטיין	דניאלה אמויב	גיא ברכה	אלי אלעל	אהוד מוריה
יובל נבות	דניאלה קטוב	גיא טביאן	אלי ביבי	אודי גרינברג
יובל נגר	דנית מאיר	גיא לקן	אלי ברדה	אודי לבקוביץ
יובל פלד	דקלה מושקוביץ	גיא נתן	אלי דניאל	אודי סול
יוגב בן זיו	דרור גד	גיא סבח	אלי לזרוב	אוסקר אבו ראזק
יוגב גרדוס	האני נחאס	גיא רוטקוף	אלי שמעוני	אופיר אייל
יונל כהן	הדר ברין וייס	גדי שלום בנדור	אלינור דמרי	אור הופר
יונתן הירשפלד	הדר וינר - שורץ	גיוארם	אלינור גלזר	אור קליינמן
יונתן ניומן	הדר ויסמונסקי	גיל כץ	אלכס זינגר	אורון כהן
יוסי זינגר	הדר נאות	גיל צרצ'י	אלעד ברמן	אורי גלאור
יוסי סעדון	הדר רצון	גל סטאל	אמיר ברנע	אורי כהן
יוסי רזניק	הילה קונפורטי	גל עמית	אמיר דוידוב	אורי סירקיס
יוסף רייטן	ואדים פורטנוי	גל פרידן	אמיר הלמר	אורי רודריגז
יורם גפן	ורד פיליכובסקי (פישר)	גל רישפי	אמיר הסל	אוריאל גורן
יורם עדן	ורד קירשנר	גלי כספרי	אמיר וסרמן	אורלי דותן
יותם עירוני	חגי שרייבר	גלי עטרון	אמיר סוראיה	אורן כהן
יניב אבאדי	חגית מעטוף	גלית ברודו	אנאבל סער	אורן פרנקל
יניב יוחנן	חובב אלסטר	גלעד אלגור	אסף חמדני	אורנה רוטמן
יניב פגוט	חיה שכטר	גלעד לוי	אסף נחמני	אחיעזר לוי
ינית וקנין	חיים פרידלנד	גלעד קייזר	אסף סגל	איה יופה
ינקי בר אליהו	חלי מירל	גנאדי גולדשטיין	אסף רז	איור קרומהולץ
יעל אנדרון	חן ליבליך	דביר ריבובסקי	אסתר גילעז-רן	אייל הירדני
יעל גרסי	חנן וקנין	דגנית דניאל	אפי סנדרוב	אייל רוף
יעל וייס	טובי פישבין	דוד ברוך	אפרת בנק-יוגב	אייל שמעוני
יעל לרנר פירסט	טוהר יצחקי	דוד גלעד	אפרת דרסלר	אייל שנהב
יעל מזוז הרפז	טל דביקו	דוד לוי	אפרת טולקובסקי	איילת בן עזר גלברד
יעל רגב	טל הפלינג	דולב בן אבי	ארז אסקל	איל שנהב
יפית יונסוף	טל הראל מתתיהו	דורון הרמן	ארז ברק	אילן גילדין
יפעת פלקון שניידר	טל חי ציון	דורון נזר	ארז לוי	אילן מויאל

רשימת משתתפי פורום שווי הוגן לפי סדר
א'-ב'

רן צדיקרי	צחי זנזורי	עודד הר אבן	מישל אוחיון	יצחק צ'יקורל
רן שחם	צחי פרץ	עודד ורד	מישל דהן	ירון בלומשטיין
רעות אלפיה	צחי שטיין	עודד שריג	מנאל אבו אלעסל	ירון כפרי
רפי קרימן	צליל גרנדש	עומר וונש	חוראני	יריב מדר
רקפת רמיגולסקי	צפריר הולצבלט	עומר כהן	מני נאמן	ישראל מימון
רקפת שני	קארין פורן בלום	עומרי יניב	מרים שוורץ	כפיר בטט
שיב מזרחי	קארן פורת	עופר ברנדט	מרק זק	כפיר קלדרון
שגית מנור	קובי קסטיאל	עופר הורביץ	משה אטיאס	לבנת קופרשטיין - דאש
שי אמסלם	קורל אבנר	עופר הורנשטיין	משה ברקת	לורן רבני
שי ברנוב	קותי גביש	עופר ינקוביץ	משה שחק	ליאור כגן
שי צסלר	קים שהם ניר	עופר קורן	מתן אמויאל	ליאור קוור
שי קודיש	קרן דנציגר	עידו מרום	נבו ברנר	ליאור קפילוטו
שי קומפל	קרן קיבוביץ	עידו צמח	נגה לקרץ	ליאורה נבון
שירה יצחקי	ראובן קידר	עידית מועלם	נדב ברזילי	ליאל שני אהרונוב
שירה שטרן	רבקה לפינר	עידן גל	נדב גיל	ליאת כהן-דוד
שירן מאור	רוחה לוי	עידן זיסר	נדב צפירי	ליאת מייסלר
שירן מאור אלקיים	רויטל פיאהה היכל	עיתן יוסוב	נועם בועז	ליאת נחום
שירן תמר - אזולאי	רולנד עם שלם	עיתן רום	נועם הויזליך	ליבנת עין-שי וילדר
שלומי ברטוב	רון בן מנחם	עירית מקוב ירושלמי	נורית גיל	לייזה חיימוביץ
שלומי וינר	רון הדסי	עירן פאר	נטלי גייקובס	לילי איילון
שלומי כהן	רון יקותיאל	עלי בוקשפן	נטע ורדי	לילך שמע זלוטקרילוב
שלומי שוב	רון קליין	עלי קלדרון	ניצן סנדור	לירן לאור
שלומית ווגמן	רון שוחטוביץ	עמיר ליכט	ניר גיאנה	לירן לובלין
שלי תשובה	רון תומר	עמיר ליכט	ניר גביש	לירן שאולוב
שמואל בן טובים	רוני גנוד	עמית ויטא	ניר דאש	מאי שמואל
שמואל האוזר	רוני טלמור	עמית לוי	ניר הלפרין	מאיה הרן-רוזן
שמואל וינשטיין	רוני כצנסלון	עמנואל אבנר	ניר יהודה	מאיה לגרבאום
שמואל שורץ	רוני עפר	עמרי רחום-טוויג	נרית כהן	מאיה נגר
שמוליק בן-טובים	רוני תירוש	ענבל פולק	נמרוד ספיר	מאיה רביע
שמוליק וינשטיין	רונית בודו	ענבר בהט	נעמה לוי	מאיה רפפורט
שני זיו נחום	רונית הראל	ענת מורד	נעמי שפירר	מאיר אהרונ
שרון בן יהודה	רון ברקוביץ	ענת פילצר סומך	נתנאל היימן	מאיר לוי
שרון זאורבך	רון וינגרד	עפרי אשל	סאמר חאג' יחיא	מוטי ציטרין
שרון חנס	רון זיסר	ערן גרנות	סבינה בירן	מורן אופיר
שרון רוזן	רון שטיין	ערן היימר	סיגל יששכר	מורן משה חנציס
שרון רייך	רועי גולן	ערן יעקובי	סיון נויפלד	מזי אוחיון
שרית פלבר	רועי דנמן	ערן לוי	ספי זינגר	מיה ספיבק שטיין
שרית פרלמוטר שוגרמן	רועי פרייליך	ערן פישמן	ספיר יהב	מיטל אנג'ל
תום גולדרייך	רועי קריב	ערן שלזינגר	עדי אבן	מיטל גראם-רוזן
תום טרילניק	רות פלאטו שגער	פבלו סלבין	עדי אייל	מיכאל אסולין
תום קוטלר	רחל סטפק	פרי וויילדס	עדי הוברמן מזוז	מיכאל דהן
תמי גוטליב	ריטה בעל-טכסא	צבי איציק	עדי סקופ	מיכאל לוי
תמיר פוליקר	רנית שפרוט	צבי סטפק	עדי פוזנר	מיכל אבטליון - ראשוני
תמר גלבוע	רם גב	צביקה אקשטיין	עדי צפדיה	מיכל גור-כגן
תמר צ'ין	רם לוי	צביקה בק	עדי רגב	מיכל רז
	רמי חלף	צביקה שכטר	עדי שחק	מיכל שריג כדורי
	רמי מאירסון	צור פניגשטיין	עדן פרג'ון	מיקי זכריה
	רן ברגמן	צחי ארצי	עודד ברוורמן	מירב הראל

רשימת דיונים משנים קודמות

תשפ"ה

■ מפגש נובמבר 2024: "תזכיר החוק החדש למיסוי רווחים לא מחולקים על רקע המצוקה התקציבית: השלכות על מיסוי חברות בישראל וחלופות"

■ מפגש דצמבר 2024: "המעבר של יזמי הבניה לעסקאות 20-80 (ויותר): החל מהשלכות על הנזילות, דרך שאלת קיומה של אופציה במהות (לרבות בהקשר זכות האכיפה) וכלה בהשפעה על מחירי הדירות"

■ מפגש נובמבר 2021: הרפורמה המוצעת באג"ח מיועדות: רציונל והשלכות תקציביות ואקטואריות

■ מפגש דצמבר 2021: "המלצות ועדת חודק - חשיבה מחדש במלאת עשור ליישומן"

■ מפגש ינואר 2025: "השקעות גופים מוסדיים בחו"ל באמצעות נגזרים והמחויבות לעמיתים: האם ניהול חשיפות המט"ח והגידור במיקרו עלול ליצור בעיית נזילות במאקרו?"

■ מפגש פברואר 2022: לקראת אימוץ המלצות ועדת יפה: האם המלצה על מעבר למסלול לניהול השקעות פאסיבי ולמודל דמי ניהול בשיטת "הכל כלול" ייטיבו עם הציבור?

■ מפגש אפריל 2022: קריפטו בשוק ההון: האם השקעה של חברות ציבוריות ושל גופים מוסדיים במטבעות קריפטוגרפיים היא לגיטימית?

■ מפגש מאי 2022: "הכניסה לתוקף של מודל הפסדי האשראי החזויים (CECL) בבנקים: יישום והשלכות על רווחיות הבנקים והתשואה להון"

■ מפגש פברואר 2025: "האם קיים פתרון בר קיימא לביטוח הסיעודי בישראל? בין תמחור כלכלי לבין הלאמה"

תשפ"ד

■ מפגש נובמבר 2020: "פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע מבנה השליטה בחברות הביטוח".

■ מפגש אפריל 2025: "הפערים במכשירי ההשקעה בשוק ההון על רקע המלצות משרד האוצר: ארביטרז' מיסוי או בעיית סוכנים"

■ מפגש דצמבר 2020: "מגמת ההשקעות החברתיות (ESG): הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי ואחריות דירקטוריונים"

■ מפגש ינואר 2021: "ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים"

■ מפגש אפריל 2025: "מהפכת הרווחיות התפעולית לפי IFRS 18: החל מקובננטים, דרך מדדי הביצוע הניהוליים ועד לניהול חשיפות מט"ח"

■ מפגש פברואר 2021: "מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים: עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים ורווחים"

■ מפגש מאי 2025: "המלצות הביניים להגברת התחרות במערכת הבנקאית למגזר הקמעונאי"

■ מפגש אפריל 2021: "חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקעמהתזכיר החדש לתיקון חוק החברות".

■ מפגש מאי 2025: "המלצות הביניים להגברת התחרות במערכת הבנקאית למגזר הקמעונאי"

■ מפגש מאי 2021: "מבול ההנפקות ודילמת מודל SPAC סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי בשוק ההון"

■ מפגש מאי 2025: "המלצות הביניים להגברת התחרות במערכת הבנקאית למגזר הקמעונאי"

■ מפגש יוני 2021: "בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל וההשלכות על המגזר הפיננסי"

■ מפגש נובמבר 2023: "השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה"

■ מפגש ינואר 2021: "ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים"

■ מפגש דצמבר 2023: "השלכות המלחמה על הערכות שווי בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו והשינויים בשוק הסחיר"

■ מפגש אפריל 2021: "חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקעמהתזכיר החדש לתיקון חוק החברות".

■ מפגש ינואר 2024: מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל לא הוגן בעקבות המלחמה?"

■ מפגש מאי 2021: "מבול ההנפקות ודילמת מודל SPAC סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי בשוק ההון"

■ מפגש פברואר 2024: "המעבר של חברות הביטוח לדיווח על פי IFRS 17: צפי השפעה, דילמות ניהוליות והשלכות על השוואה רוחבית בשוק ההון".

■ מפגש יוני 2021: "בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל וההשלכות על המגזר הפיננסי"

■ מפגש מרץ 2024: "קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת 'משקיע כשיר', דרך אופן שערור נכסיהן ועד לצורך בפיקוח על פעילותן"

■ מפגש ינואר 2020: "נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".

■ מפגש מאי 2024: "כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי עד לבנקאות פתוחה"

■ מפגש פברואר 2020: "אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".

■ מפגש מרץ 2024: "השלכות עליית הריבית על הערכות שווי, תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים פיננסיים"

■ מפגש אפריל 2020: "הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".

■ מפגש ינואר 2023: "קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות"

■ מפגש פברואר 2020: "אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".

■ מפגש מרץ 2023: "האילוץ בישראל ביטוח האחרונה: אתגרים והשלכות"

■ מפגש אפריל 2020: "הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".

■ מפגש מאי 2023: "כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם: האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן ההשלכות על הסקטור הפיננסי"

■ מפגש מאי 2020: "השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות לסיכומי דיון משנים קודמות לחץ כאן

■ מפגש מרץ 2023: "האילוץ בישראל ביטוח האחרונה: אתגרים והשלכות"

■ מפגש מאי 2023: "כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם: האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן ההשלכות על הסקטור הפיננסי"

למבחן הרווח".

■ מפגש דיון פברואר 2017: "רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?"

■ מפגש דיון ינואר 2017: "כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון הנפקת "שלונו גרופ".

■ מפגש דיון דצמבר 2016: "המלצות ועדת וינוגרד - מהו שיעור ההיוון הראוי בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות הכספיים של חברות הביטוח?"

■ מפגש דיון נובמבר 2016: "הבורסה בתל אביב על רקע הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל לשאלת השוק הפעיל".

תשע"ז

■ מפגש דיון יוני 2016: "ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה המוצעת בשיני חדלות הפירעון: האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן על נושים ארוכי טווח?"

■ מפגש דיון יוני 2016: "פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון וההשלכות על המשך הנפקות האג"ח של חברות הנדל"ן האמריקאיות"

■ מפגש דיון מאי 2016: "חוק שר הבכירים-היום שאחרי: ניהול הגופים הפיננסיים והשלכות הרווח"

■ 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"ח

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

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

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

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

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

חסר:

■ מפגש דיון נובמבר 2014: "מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטרד"

חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".

■ מפגש יולי 2020: "השתקפות משבר הקורונה בדוחות הבנקים: ניהול סיכונים פיננסיים וצפי לרווחיות."

תשע"ט

■ מפגש יוני 2019: "כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים."

■ מפגש מאי 2019: "הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל."

■ מפגש אפריל 2019: "מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?"

■ מפגש פברואר 2019: "מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות פירעון"

■ מפגש ינואר 2019: "השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח: מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית."

■ מפגש דצמבר 2018: "המעבר של חברות הביטוח לסולבנסי II: כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאזן הכלכלי החדש לבין מחיר השוק?"

■ מפגש נובמבר 2018: "הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?"

תשע"ח

■ מפגש דיון מאי 2018: "כיצד יוצאים מהמשבר במקצוע ראיית החשבון: החל ממתכונת בחינות המועצה ושכר המתמחים ועד למהפכת הביקורת."

■ מפגש דיון אפריל 2018: "עשור וחצי לדוח ברנע הדור הבא - חשיבה מחודשת ושאלת אחריות דירקטורים על נתוני חברות בנות וכלולות."

■ מפגש דיון פברואר 2018: "מתודולוגיית מחירוני הרכב והשלכותיה רחבות ההיקף על שוק הרכב ונגזרותיו: החל מביטוח ושווי השימוש, דרך דוחות כספיים ושווי בטחונות ועד לתנופת האשראי הצרכני."

■ מפגש דיון ינואר 2018: "הצורך באסדרת מידע כספי לא חשבונאי: החל מנון גאפ, דרך מידע פרפורמה ועד למטריקות ענפיות חדשניות."

■ מפגש דיון דצמבר 2017: "ההשלכות של כניסת החכירות התפעוליות לדוחות הכספיים: הערכות שווי, מינוף, והתנהגות עסקית ריאלית."

■ מפגש דיון נובמבר 2017: "תופעת ה-ICOs: האם מטבע דיגיטלי הוא נייר ערך במסגרת גיוס הון?"

תשע"ז

■ מפגש דיון יולי 2017: "כניסת מניות הבכורה לשוק ההון הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות."

■ מפגש דיון מאי 2017: "מהפכת הדיווח שנבלמה: האם החרגת הרשויות המקומיות מדיווח על בסיס צבירה מוצדקת?"

■ מפגש דיון אפריל 2017: "החמרה באחריות דירקטורים בחלוקת דיבידנד? השלכות פס"ד מלרג על יישום מבחן יכולת הפירעון והקשר

ההערכה ואחריות החותם".
■ מפגש דיון ינואר 2012: "מודל מרווח הוגן - שווי הוגן של נכסי חוב לא סחירים".
■ מפגש דיון דצמבר 2011: "היררכית שווי הוגן ושוק פעיל, תוך התמקדות בהצעת רכש כפויה ומיזוג משולש הופכי".
■ מפגש דיון נובמבר 2011: "הערכות שווי ופרמיות סיכון במבנה בעלות פירמידלי תוך בחינת האספקטים החשבונאיים, המימוניים והממשקים שביניהם".

הבנקאי במסחר בסיכונים אשראי"
■ 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 לביטולים: תועלת מול עלות".

תשע"ג

■ מפגש דיון יוני 2013: "פרמיית שליטה בעידן IFRS 13: מהי והאם היא בכלל קיימת?"
■ מפגש דיון מאי 2013: "חשבונאות וכלכלה: כיצד לבסס ומהו הקשר בין סולבנטיות, כושר פירעון והערות עסק ח"י".
■ 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 אפריל 2013: "הפרשה ו-Recovery של חובות פגומים במערכת הבנקאית: האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את הרוג'ולטוריות: 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