

תכנית חשבונאות



כורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

סיכום פעילות השנה האקדמית תשע"ו



דבר מייסדי הפורום

בימים אלה אנו מסכמים שנה אקדמית חמישית לפעילותו של 'פורום שווי הוגן', במסגרת תכנית חשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה. התחלנו את הדיונים השנה עם נושא ביטול הדוחות הרבעונים לתאגידים הקטנים, בעקבות המגמה להקל את הנטל הרגולטורי הדיווחי. הדיון העלה את החשש הכבד מפגיעה במשקיעים והפיכת החברות הקטנות יותר בבורסה למוקצות עוד יותר ידי על ידי המשקיעים המוסדיים וזאת על רקע מחזורי המסחר הדלים יחסית בהן.



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

כנושא ליבה של הפורום, ערכנו השנה דיון מחודש בשאלת הפער שבין הערכות השווי לבין מחיר הבורסה, והתמקדנו בנושא הזהות של "משתתף שוק" (Market Participant). מדובר בדיון בסיסי אמנם אך חשוב, שנוגע גם להקשר הדיווחי גרידא וגם להליך אישור עסקאות בעלי עניין - לרבות במקרים של מיזוג משולש הופכי שהפכו להיות נפוצים בשנים האחרונות. מהדיון עלו מסקנות חשובות - לרבות שינוי בפרקטיקה שנכנסה לתוקף בשנים האחרונות בהקשר של פרמיית השליטה. בהמשך להקשר הדיווחי, עסקו השנה בלקחים החשובים של פרשת אורבנקורפ - חברת קנדית שהנפיקה אג"ח בישראל והתפוגגה חודשים ספורים לאחר פרסום התשקיף מבלי שהספיקה לפרסם דוחות כספיים כלל לאחר התשקיף.



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

חלק מרכזי מהדיונים השנה עסק בנושאי הרגולציה הפיננסית והשלכותיה על חברות הביטוח וקרנות הפנסיה: החל מהשינויים הצפויים באסטרטגיה הניהולית של חברות הביטוח בעקבות הכניסה הצפויה לתוקף של "סולבנסי 2" ועד השפעת מבול הרפורמות המוצעות, לרבות בנושא האג"ח המיועדות וקרן ברירת מחדל, על המודל העסקי והמימוני של קרנות הפנסיה. בזווית הבנקאית - עסק הפורום בנושא התמחור והשלכות פרמיית הסיכון באג"ח COCO, מכשיר פיננסי חדש בין התחייבויות להון בשמי שוק ההון הישראלי, אותו החלו הבנקים להנפיק השנה לצורך עמידה בכללי הלימות ההון החדשים שלהם ("באזל 3"). כמו כן, הפורום עסק השנה בחוק שכר הבכירים במגזר הפיננסי והשלכות על ניהול הבנקים והגופים הפיננסים בכלל וכן השלכות הרוחב.

דבר מייסדי הפורום – המשך

במסגרת מפגש כגרה מיוחד בחופשת הקיץ האקדמית בתום עונת הדיונים, ערכנו דיון דחוף בנושא הצעת החוק הממשלתית לשינוי דרמטי של דיני חדלות הפירעון אשר נמצאת על שולחן הכנסת, לרבות ביטולו של המבחן המאזני. הדיון שהתקיים בהשתתפות כבוד הנשיא השופט, איתן אורנשטיין, ונציגי משרד המשפטים והכנסת, יצר בהתאם לרוח הפורום שיח פורה בין הראיה המשפטית לבין הגישה הכלכלית/חשבונאית. שיח אשר הוביל למסקנות חשובות שבכוחן להשפיע על מהלך החקיקה, שלו משמעויות כבדות משקל על ההתנהלות העסקית במשק בעתיד.

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

אנו רוצים להודות למשתתפי הפורום על שנה נוספת של פעילות פורייה ועל דיוני עומק מרתקים וכן לגב' רקפת שני ולעו"ד יעל אלגרט זילבר שסייעו בארגון הפורום. כמו כן, אנו רוצים להביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום שמורכב מבוגריה המצטיינים של התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה: עמרי כהן, לידור רוזנצוויג ורעות קליינמן. כמו כן, אנו רוצים להודות לעמרי כהן שסייע בעריכת סיכום הפעילות השנתית של הפורום.

תוכן עניינים

ע"מ

4	סיכום מפגש נובמבר 2015: "ביטול הדוחות הרבעוניים לתאגידים קטנים: הקלה ברגולציה או פגיעה במשקיעים?"
15	סיכום מפגש דצמבר 2015: "סולבנסי 2: השינויים הצפויים באסטרטגיה הניהולית של חברות הביטוח"
25	סיכום מפגש ינואר 2016: "בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג"ח COCO - תמחור והשלכות"
39	סיכום מפגש פברואר 2016: "קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות המוצעות על המודל המימוני והעסקי"
60	סיכום מפגש אפריל 2015: "מיהו 'משתתף שוק' (Market Participant)? דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין מחיר הבורסה"
72	סיכום מפגש מאי 2016: "חוק שכר הבכירים - היום שאחרי: ניהול הגופים הפיננסיים והשלכות הרוחב"
89	סיכום מפגש יוני 2016: "פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון וההשלכות על המשך הנפקות האג"ח של חברות הנדל"ן האמריקאיות"
111	סיכום מפגש יולי 2016: "ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה המוצעת בדיני חדלות הפירעון: האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן על נושים ארוכי טווח?"
132	לינקים לדיונים קודמים בין השנים תשע"ב - תשע"ה

השתתפו בדיונים בשנה האקדמית תשע"ו
טופס הצטרפות



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"ביטול הדוחות הרבעוניים
לתאגידים קטנים:
הקלה ברגולציה או פגיעה
במשקיעים?"

תאריך המפגש: 2 בנובמבר 2015.

נושא המפגש: "ביטול הדוחות הרבעוניים לתאגידים קטנים: הקלה ברגולציה או פגיעה במשקיעים?"

חומר רקע למפגש: הצעה למדרג רגולציה בחינת האפשרות - לביטול חובת פרסום דוח רבעוני על ידי תאגידים קטנים (הצעת רשות ניירות ערך, אוגוסט 2015).

אורחים שנוכחו בדיון: דוד טרגין (רשות ניירות ערך), אילן פלסו (מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות), רו"ח צבי איציק (מנכ"ל קבוצת נץ), רו"ח תמר רובינשטיין (מנכ"לית נאו סיטי), ערן יעקובי (מנכ"ל רוסאריי ייעוץ), רו"ח קרן טבה (בנק לאומי).

נוכחים: פרופ' אמיר ברנע, רו"ח שלומי שוב, רו"ח לילי איילון, אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), רו"ח רני שחם, מאיר סלייטר (ראש מחלקת המחקר, בנק ירושלים), איציק מאיסי, רן כהן (EY), עמירם גיל (הבינתחומי הרצליה), פרופ' דן סגל (הבינתחומי הרצליה), פרופ' דן אלנטון (המסלול האקדמי המכללה למנהל), אלכס וולקוב (Deloitte), פרופ' יורם עדן (סגן נשיא, המסלול האקדמי המכללה למנהל), אבי בראור, זאב נהרי, קרן בנגלס שנער (פיקוח על הבנקים), דגנית דניאל (כונס הנכסים הרשמי), אסף סגל (CFO כלל ביוטכנולוגיה), עו"ד רם יולוס, ד"ר עידו באום (המסלול האקדמי המכללה למנהל), רו"ח דקלה מושקוביץ (חשבונאות ראשית, אגף שוק ההון, משרד האוצר).

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

"ביטול הדוחות הרבעוניים לתאגידים קטנים:
הקלה ברגולציה או פגיעה במשקיעים?"

שלומי שוב

כשהיא קושרת זאת לאפשרות ליצור רשימות מסחר שונות. ההצעה מתמודדת בעיקר עם השיקולים של עלות-תועלת. בנייר כל הזמן מדובר על כך שרוצים להקל על המנהלים בתאגידים הקטנים כך שיתעסקו יותר בעסקים ופחות בדיווחים - ואנחנו נשמע בהמשך בעניין הזה את דעתם של המנהלים הרלוונטיים.

כידוע, המודל הדיווחי האמריקאי והקנדי הם מודלים של דוחות רבעוניים מלאים, והמודל האירופאי הוא חצי שנתי ולכן ההצעה מתבססת על המודל האירופאי. הנייר של הרשות כולל גם סקירת ספרות אקדמית שתומכת לכאורה בביטול ואנחנו נעסוק גם בכך בהמשך.

אני חושב שלא ניתן להתעלם מהנושא של הניהול הפנימי של הפירמות וגם בתאגידים קטנים אני חושב שניהול נכון של פירמות מוביל לכך שבדיווחים הפנימיים נמצאים הנתונים לא רק ברמה רבעונית אלא גם חודשית. זה מתקשר גם לחיבור החזק והחשוב בין חשבונאות לעסקים. החשבונאות מאוד קשורה לעסק עצמו והרבה פעמים דרך הדיווחים הפנימיים בפירמה ההתנהלות היא יותר נכונה ויותר אחראית. תחשבו למשל שבדורי בניה שתיאורטית נכנסת לקטגוריה של תאגיד קטן, האומדנים היו נבדקים רק אחת לחצי שנה ולא אחת לשלושה חודשים. במצב כזה הפיגור במידע למשקיעים, אך גם בהתנהלות עצמה היה הרבה יותר משמעותי כתוצאה מאי סקירת אומדני העלויות. המסגרת החשבונאית מכניסה את הדיווחים הפנימיים בפירמות לסד סגור וברור שלא ניתן לברוח ממנו גם אם למנהלים בשטח יש אינטרס כזה או אחר. זה כמוהו לא אמור למנוע אבל אין ספק החשבונאות גם עוזרת לבקר.

נקודה מעניינת שהרשות גם מתייחסת אליה בנייר שלה היא הסבב הראשון של ההקלות לתאגידים קטנים שהיה ב-2012 שבו הנושא הזה נבחן ועלה לדיון מאוד מעמיק ונפסל. אני התרשמתי שהסיבה העיקרית לפסילה אז היתה שהגיעו למסקנה שיש כמות יחסית מאוד גדולה של חברות קטנות בישראל. לצורך כך, אף חושב יחס של כמות חברות ציבוריות קטנות ביחס לאוכלוסיה בישראל והיחס היה לאין שיעור גבוה מאשר במדינות אחרות בעולם המערבי.

ההצעה באה ומדברת על דוח דגשים רבעוניים, שלא בדיוק

בוקר טוב לכולם, אנחנו מתחילים שנה אקדמית חמישית של פעילות פורום שווי הוגן. הנושא לדיון הראשון שלנו השנה עוסק בהצעת החלטה של רשות ניירות בנשא ביטול של דוחות רבעוניים לתאגידים קטנים.

כל מי שמגיע מתחום החשבונאות יודע כמה הדוחות הרבעוניים הם מידע חשוב שיש לו משמעות רבה. אני אפילו רואה את ההחלטה בנושא כהחלטה עם משמעות היסטורית. מדובר על תאגידים ששווי השוק נמוך מ-300 מיליון ש"ח ויתרת האג"ח נמוכה מ-200 מיליון ש"ח, שלא נמצאים בת"א-100 וביתר-50. רק להבין סדרי גודל, הרשות בנייר שלה אומרת שמדובר בין 60 ל-70 אחוז מהתאגידים בבורסה. הרציונל העיקרי של ההצעה נוגע לרוח המנשבת כיום, שזאת רוח של הקלות ברגולציה.

הדוחות הרבעוניים משקפים איזון שמבצעת החשבונאות, וזהו מאמץ מאד גדול מבחינתה. לחשבונאות מאוד חשוב נושא התזמון של הדוחות - עד כדי כך שהיא מוכנה להתפשר בדוחות הרבעוניים גם במידע של איכות הדיווח. החשבונאות מוכנה לקבל את העובדה שעבור תזמון אנחנו מוכנים להתפשר באיכות האומדנים, ולכן איכות האומדנים ברבעונים היא הגדרתית לא כמו בדוחות השנתיים. אני מדבר על האומדנים בדוחות עצמם ולא על ההבדל שנובע מסקירת רואי החשבון במקום ביקורת. בדוחות הרבעוניים של חברת נדל"ן מניב למשל, לא מתבצע באופן אוטומטי שערך של כל הנכסים או למשל בחברה שיש לה התחייבות אקטוארית, הרי שלמרות שבדוח השנתי מתבצעת הערכה אקטוארית מלאה, הרי שבדוחות הרבעוניים לא מתבצעים בהכרח כל הניו-אנסים שמתבצעת בשנתי. כמו שאתם יודעים מדובר בדוחות שהם במתכונת מצומצמת מתוך תפיסה שמסמכים שלנגד עיני המשקיעים עומדים גם הדוחות השנתיים. ולכן כמות הגילויים שלהם היא מאוד מצומצמת.

למעשה ההצעה של הרשות יוצרת דיפרנציאציה בין תדירות הדיווח של תאגידים קטנים לבין יתר התאגידים בבורסה

אני מזכיר שבשנה שעברה היה לנו כאן דיון לא פשוט בנושא שימוש במידע פנים ובסופו של דבר עם כל ההסתבכות שלנו הגענו למסקנה שלדוחות הכספיים ולעיתוי הפרסום שלהם יש משמעות אדירה שלא ניתן להחליף אותה באמת בשיקול דעת כלשהו.

דן סגל

אני מסכים לגמרי עם אמיר, המוטיבציה והסיבה מאחורי הרעיון לא ברורים לחלוטין. לא ברור מה העלויות שתחסכנה, מה החברות שהתלוננו, כמה חברות התלוננו, מה שאלו אותן וכדומה. אני רוצה להתייחס בכמה מילים לנושא האקדמי. במסמך של הרשות הם מציינים שני מאמרים אקדמיים שמהווים תימוכין להצעה. המאמרים האלו הם מאמרים של Kraft, ועוד מאמר על סינגפור. חשוב לציין שהמאמרים האלו עדיין לא פורסמו ונמצאים בשלב הביקורת ולכן יש להתייחס אליהם בזהירות. מעבר לכך, המאמרים האלו עוסקים בהחלת דיווח רבעוני ולא בהפסקתו. כלומר, מה שהם בודקים נניח בסינגפור, זה מה הייתה תגובת השוק לכך שהם החליטו להחיל דיווח רבעוני על חברות מעבר לגודל מסוים. אי אפשר להשוות החלת דיווח רבעוני להפסקת דיווח רבעוני, מאחר שניח לצורך העניין בסינגפור יכול להיות שהיו מנגנוני שוק אחרים בהם משקיעים קיבלו את המידע מחוץ לדוחות כספיים. הממצאים שעולים מהמאמר בסינגפור לא בהכרח ניתנים להשוואה או לייחוס במשק הישראלי גם בגלל שסינגפור שונה מהותית מישראל.

בנוסף, אם אנחנו מסתכלים על המחקר האקדמי, ישנם עשרות מאמרים אקדמיים שפורסמו בכתבי עת מובילים אשר מראים שהרווח הרבעוני הוא מקור אינפורמציה חשוב ביותר למשקיעים – הוא משפיע על מחיר המניה ומשפיע גם על נזילות (נפח המסחר בשוק).

מעבר לעניין של רלבנטיות הרווח הרבעוני, ישנם שני מאמרים שהתייחסו באופן ישיר לאינפורמטיביות של הדוח הרבעוני עצמו. מאמר של Paul Griffin משנת 2003 עוסק באינפורמטיביות של הדוחות הרבעוניים ומראה את הממצאים הבאים:

ישנה תגובת שוק לפרסום הדוחות הרבעוניים עצמם, הנקודה הזאת חשובה כי בארה"ב בניגוד לארץ, מפרסמים את הרווח הרבעוני עוד לפני פרסום הדוחות. החברות יוצאות עם הודעת הרווח ורק לאחר מספר שבועות מפרסמים את הדוח עצמו. עצם העובדה שיש תגובת שוק לדוח עצמו מעידה שהמידע בדוח עצמו חשוב אף מעבר לשורת הרווח אשר, שוב, ידועה בזמן פרסום הדוח.

תגובת השוק לדוחות הרבעוניים גדולה יותר עבור חברות

ברור מה זה אבל זה איזשהו דוח שיכלול את סקירת פעילות ברבעון. בגדול בנייר מסתמכים על המודל האירופאי. באופן כללי אני לא חושב אישית שצריך לוותר על דוח של IFRS, כל דוח שהוא דוח אחר מסט סדור הוא מתכונת לבעיות, זה אפילו מגביר את האחריות של מנהלים, כי יצטרכו להחליט בדוח סקירה כזה מה נכנס ולא נכנס. המנהלים יכולים להיות חשופים לתביעות.

ממה שאני מבין משיחה עם נשיא לשכת רואי חשבון, רו"ח יזהר קנה, שהוא גם חבר בפורום שלנו והיה אמור להגיע היום אך נבצר ממנו מלהגיע ברגע האחרון, היא שלדעתנו (שאינה בהכרח דעת הלשכה) – שיטת הדיווח לפיה יהיה גם דוח מלא מבוקר, גם דוח ביניים תמציתי סקור, וגם רמת דיווח נוספת לא יכולה לעבוד במציאות הישראלית וזה רק יבלבל את הציבור. יזהר לא רואה בעיה עם העובדה ששכבה עבה של חברות ציבוריות לא תידרשנה לדוחות רבעוניים בכלל. עצם הכנת הדוחות הוא הדבר שצורך את הזמן ולא הסקירה של אותם דוחות.

כפי שאמרתי אני פחות מסכים עם זה. לדעתי, התכיפות יותר חשובה מהיותו של המידע סקור ואם הדבר חוסך עלויות, עדיף מבחינתי לוותר על הסקירה מאשר על הדיווח. אגב, לפני שמתחילים מהלך כל כך משמעותי על רוב החברות בבורסה, אפשר אולי להתחיל עם חברות סטארט אפ, ביומד, שלדים בורסאיים, שאין להם ממש הכנסות, ואולי נלמד משהו מהניסיון.

אמיר ברנע

כמה נקודות בקצרה: נקודה ראשונה: מה חוסך הביטול? הרי ממילא מכינים דוחות לצורך חברות אם וממילא יידרש דיווח רבעוני מילולי שמתבסס על נתונים חשבונאיים. אני מניח שלחלק גדול מהחברות יש חברות אם שתדרשנה דוחות. אני לא מאמין שבנקים יסתפקו בדוחות חצי שנתיים ויצטרכו להכין להם דוחות רבעוניים, חסר ניתוח של החיסכון הממשי. נקודה שנייה: מהניסיון שלי כדירקטור ידוע לי שחלק מהותי מעבודת הדירקטוריון קשור לאישור דוחות כספיים בו נסקר הפער בין התכנית העסקית והביצוע בפועל. ברגע שמוותרים על דוחות רבעוניים יפגע הפיקוח הדירקטוריוני על חברות ציבוריות משום שהדיון על הדוחות הוא הדיון העיקרי של דירקטוריון במהלך הרבעון.

נקודה שלישית: קשורה למידע פנים. בסך הכול יגדל הפער בין מידע פנים למידע חוץ. ייוצר פער של חודשים בין האירועים לדיווחים עליהם. זה נחשב לבעיה כי הדוחות הרבעוניים מספקים אינפורמציה רלוונטית שחלקה ידוע לאנשי פנים בזמן אמת.

"ביטול הדוחות הרבעוניים לתאגידים קטנים:
הקלה ברגולציה או פגיעה במשקיעים?"

לכן, יהיו לכך השלכות רוחביות על הבורסה באופן כללי ובכללן ירידה נוספת ברמת הנזילות, הנפקות וכמו שאמר אמר - כר נרחב לספקולנטים דרך מסחר במידע פנים. אני חושב שבסופו של דבר השינוי יביא לתוצאה הפוכה לחלוטין מזו המקווה ובמקום לפתור את הבעיה רק יחריף את הבעיה.

שלומי שוב

אגב, אני חושב שאנשי שוק ההון יאששו את זה, שגם פה בישראל אנחנו רואים מחזורי מסחר יותר גבוהים סביב דוחות כספיים, ולכן מבחינת הבראת הבורסה ומחזורי המסחר בה, הפסקת הדוחות הרבעוניים דווקא עלולה לעבוד בכיוון ההפוך.

ערן יעקובי

אני בא מחברה שכל תפקידה וייעודה זה לעשות אנליזה ומחקר, אני חי בתוך מנהלי השקעות ותפקידנו להנגיש את המידע שמפורסם בדוחות הכספיים לכלל המוסדיים. הפחד שלי זה שאי דיווח רבעוני יהפוך את אותה רשימה להיות כמו בורסת האם שמבחינתנו זה בית קברות. אנחנו רואים גם את החברות נאסד"ק, גם את London stock exchange וגם את תל אביב, והם מבחינתנו במקום בעייתי, חוסר אדיר במידע ולכן גם יש שם פחות אנליזות.

כמות המלל שמופיעה בדוחות הרבעוניים, לא משנה אם זאת חברה קטנה או גדולה, היא ענקית ואנחנו לא מגיעים אליה ולא רוצים להגיע אליה ולכן המון פעמים יותר נוח לי לסקר חברות דואליות ואני רואה גם את המגמה אצל המוסדיים ויש כמה סיבות למה הכסף יוצא החוצה. אבל ברגע שהוא יצא החוצה הרבה יותר קל להם, גם בגלל הקדמת הדיווח, אם חברה סיימה רבעון בספטמבר אז עד אמצע נובמבר כבר כל הדוחות בחוץ. דבר נוסף זה שאנחנו אפילו לא קוראים את הדוחות המלאים שמתפרסמים כמה שבועות אחרי זה. אם חברות הסלולר מדווחות דואלית, מספיק לקרוא את ה- Press Release שיוצא חודש אחרי סיום הרבעון וזה מספיק טוב

קטנות וחברות עם שיעורי החזקה נמוכים של משקיעים מוסדיים. הממצא הזה הוא קריטי מאחר והוא מראה שהדוחות הרבעוניים חשובים במיוחד לחברות שלגביהן יש בעיית א-סימטריה באינפורמציה אפריורית. במילים אחרות, אותן חברות שמלכתחילה יש אצלן בעיות א-סימטריה באינפורמציה הן אלו החברות שלגביהן הדוח הרבעוני חשוב ביותר משום שהוא מקטין את הא-סימטריה באינפורמציה. כלומר, לדוחות הרבעוניים חשיבות במיוחד אצל אותן חברות שלגביהן הרשות שוקלת את הפסקת הדיווח הרבעוני.

מראים ממצאים דומים גם לגבי חברות דוחות רבעונים מצומצמים. בארה"ב יש חברות (Small Business) SB שהן אותן חברות שמציגות דוחות רבעוניים מצומצמים, גם לגביהן יש תגובת שוק לפרסום הדוחות.

דרך אגב, עקב חשיבות המידע, בארה"ב מכירים בחשיבות הדיווח הרבעוני ולכן צמצמו את זמן פרסום הדוח ממועד תום הרבעון.

המאמר השני שפורסם זה מאמר שלי שמסתכל באופן דומה גם הוא על הדוח הרבעוני אבל מראה את הדברים הבאים: המידע הגלום בדוח - גם לגבי התזרים וגם לגבי רווחי הצבירה חשוב למשקיעים, והנקודה הזאת חשובה. גם כאשר הדוחות לא מבוקרים עדיין לאותם רווחי הצבירה, אותו אלמנט שחשוף לניהול רווחים, יש חשיבות מבחינתם של משקיעים.

מעבר לכך, המחקר מראה שהמידע בדוחות הרבעונים משפיע גם על הערכת הסיכון של הפירמה. זאת אומרת לא רק על חיזוי תזרים מזומנים עתידי כי אם גם על רמת הסיכון של הפירמה.

ושוב, בדומה למאמר של Griffin אנחנו מראים שמידת האינפורמטיביות של הדוחות הכספיים קשורה קשר ישיר למידת הא-סימטריה באינפורמציה, ככל שיש א-סימטריה גבוהה יותר כך לדוחות הרבעוניים חשיבות גבוהה יותר.

ולכן להערכתנו, ביטול הדיווח רבעוני צפוי לגרום לפגיעה משמעותית בציבור המשקיעים דרך הגדלת בעיית הא-סימטריה. כתוצאה מכך צפוי שהנזילות הנמוכה ממילא תקטן, מה שיגרום לעליה במחיר ההון של החברות הקטנות. מעבר

מבחינת אנליזה. אולי צריך לאמץ את הפרקטיקה האמריקאית קצת יותר.

צריך להקדים את הזמנים כי לקבל דוחות שלושה חודשים אחרי שנגמר הרבעון זה בעייתי. והייתי מוריד את כמות המלל שנמצאת שם, אני מבין את החשבונאות ומבין את גברת כהן מחדרה ומוסדיים, יש שם כמות מלל שאולי אותה אפשר לחסוך ברבעוניים 1 ו-3, ולא רק לחברות קטנות אלא לכלל החברות. לא הייתי מוותר על דוחות סולו גם לא לחברות קטנות כי כמעריכי שווי הם מאוד חשובים.

כאנליסט זה מה שחשוב לי לראות, אסור להפוך את זה לבית קברות. צריך לזכור גם שלבטל את הדוחות האלה אנחנו נעלים הרבה הזדמנויות גם למוסדיים לבעלי המניות לעשות עסקאות - אם עוברת חצי שנה בין אירוע לאירוע אז אי אפשר לעשות עסקאות.

אילן פלטו

קודם כל לשאלה מה קרה מ-2012 לעומת היום - אנחנו הגשנו את הדרישה הזאת כבר ב-2012. כל אלה שמהללים את הדיווח הרבעוני והחשיבות שלו לבורסה ולמשקיעים, צריך לזכור מהצד השני כל הזמן מה שקורה בבורסה. היום חברות פרטיות לא רוצות להיות ציבוריות וחברות ציבוריות מחפשות כל דרך לברוח מהבורסה. זה לא איום עתידי, זאת עובדה שקיימת היום. אחת הסיבות זה נושא הדיווחים - העומס של הדיווחים, העלות שלו, המשמעות שלו ואי אפשר להתעלם מהעובדה הזאת. אפשר להישאר ברמת המחקר האקדמי והחשיבות, גם אני יכול להבין את החשיבות של הדוחות הרבעוניים ואת הסכנות של המידע פנים אבל צריך להסתכל בסופו של דבר על התמונה הכוללת ולהבין מה קורה היום בבורסה ומה קורה לחברות הציבוריות.

הטיעונים למה זה חשוב לרדת לפעמיים בשנה כתובים במסמך של הרשות, הם נתונים את כל ההצדקות.

לגבי הנקודה שהעלת - לנסות בחברות סטארט-אפ, אם אתה רוצה לראות איך זה עובד אתה לא צריך לנסות חברות סטארט-אפ, תלך לראות מה קורה באירופה. זה כבר עובד.

אני במקרה הייתי בעבר דירקטור גם בחברה שנסחרת באנגליה ודיווחה פעמיים וזה עולם אחר. בסקרים שעשינו בקרב חברות ציבוריות הגענו להבנה ומשמעות שאם תאסוף את כל ההצעות להקלות שמדובר עליהן ודובר עליהן בעבר החל מה-SOX הכל דברים שהציעו, כולם ללא יוצא מן הכלל אמרו שאם מצליחים להגיע להקלה הזאת אפשר לוותר על כל ההקלות האחרות.

זה פשוט עולם אחר בחיים של חברה ציבורית לעבור לדיווח חצי שנתי, זה מקל בצורה משמעותית וזה יכול אולי להתחיל לעשות איזשהו שינוי בבורסה הישראלית. תמיד נתתי את

הדוגמא של אסם שהיא חברה בישראל ומדווחת ארבע פעמים בשנה וחברת האם שלה נסטלה, מדווחת פעמיים בשנה.

אנחנו צריכים תמיד לזכור שיש גם את כל מוסד הדיווחים המידיים, שאם קורה משהו בחברה אתה מקבל דיווח במידי, אתה לא צריך לחכות לסוף הרבעון וגם לא חודש או חודשיים מתום הרבעון. זה לא שהמשקיע נשאר ללא מידע מהדיווח השנתי עד הדיווח החצי שנתי. אם קורה משהו מהותי בחברה הוא מקבל דיווח ויודע. הכל מסגרת האיזונים בין נושא המידע פנים לנושא העומס על החברות.

עמדת איגוד החברות הציבוריות שצריך להחיל את זה על כל החברות בישראל לא רק על החברות הקטנות והבינוניות, כמו באירופה להחיל את זה על כולם כדי לא לעשות הבחנה בין החברות. צריך לזכור שהחברות הגדולות באמת הן בדרך כלל חברות דואליות כמו טבע ושהיא נסחרת בנאסד"ק היא מקבלת פטור מעצם היותה משקיע זר בארה"ב ובעצם היא חייבת פורמאלית רק בדוח אחד שנתי.

לגבי השאלה מה כן יהיה ברבעון, שזה לא נושא סגור ורשות ניירות ערך השאירו את זה לדיון, יש כל מיני אלטרנטיבות. יש אלטרנטיבה כמו שאנחנו רוצים שלא יהיה שום דיווח, אלטרנטיבה שניה זה Press Release כמו בחברות דואליות. אלטרנטיבה שלישית זה דו"ח הנהלה - דוח מילולי שלא כולל בתוכו נתונים כמותיים אלא רק איכותיים. הם לא הכריעו בעניין הזה, אחרי שהרשות תשמע את הציבור הם יכריעו.

אנחנו מכירים את הרגולטור, אתה מתחיל ב-Press Release וצריך לקבוע מה יהיה ב-Press Release ובעצם לא עשית ממש הקלה, זה נשאר דיי דומה ולפעמים זה יותר בעייתי מאשר הדוחות. ולכן, אנחנו נתנגד ל-Press Release. אם כבר איזה שהוא דיווח אז להסתפק בדיווח איכותי במלל ולא בדיווח כמותי.

שלומי שוב

אם יהיה דיווח כמותי של דוחות כספיים אבל יפטרו מהצורך מסקירת רואה חשבון, יצמצמו את כמות הגילויים, את דוח הדירקטוריון וכו'?

אילן פלטו

מבחינת החיסכון אתה לא משיג הרבה כי יש אחריות על הפרסום, אתה חייב לקחת אחריות על הפרסום. זה עדיין דיווח ואז כל נושא משרה ברגע שזאת אחריות שלו צריך להשקיע את המאמץ הנדרש כדי שהמידע עצמו יהיה מידע מתאים. ולכן תגמור את הסיבוב כמו שהתחלת ולא הרווחת שום דבר. אני אומר שוב, צריך להסתכל מה קורה באירופה, זה עובד ועובד טוב. יש החלטה של האיחוד שאומרת להחיל את זה

"ביטול הדוחות הרבעוניים לתאגידים קטנים:
הקלה ברגולציה או פגיעה במשקיעים?"

מיידית בשווי שלהן, ואף משקיע מוסדי לא יתקרב לחברות האלה. אני לא בטוח שהם מתקרבים לחלק מהן היום. חברה שנכללת באחד ממדדי הבורסה גם אם זה ביתר-150 מגיעים אליה. חברה שלא נסחרת באף מדד, ויש הרבה מאוד חברות כאלה, בקושי מגיעים אליה. זאת בעיה שאי אפשר לטאטא מתחת לשטיח. מה החברות האלה עושות בבורסה? זה לא בריא למשקיעים, לא בריא לחברות האלה, ושני הדברים האלה צריכים להיות ביחד. גם לבטל את חובת הדיווח הרבעוני וגם לא להעביר אותן לרשימה מקבילה זה לא יעלה על הדעת. אני גם מכיר את השוק של תביעות נגזרות וייצוגיות. הדוחות רבעוניים מתנפחים בין היתר גם בגלל כל תעשיית התביעות. בואו נסתכל כמה תביעות ייצוגיות הוגשו בגלל זה שבדוחות רבעוניים היו חסרים פרטים מהותיים.

צבי איציק

הקבוצה שלנו מונה 4 חברות ציבוריות. במסגרת הדיון כאן, אני בעצם ארצה להתייחס למכלול של כל הארבעה. אני לא חושב שכתוצאה מזה שיצמצמו את חובת הדיווחים הרבעוניים, לפי המתכונת המוצעת, החברות תחסכנה משהו, אולי בשוליים. אני לא מסכים לחלוטין עם מה שנאמר פה זה על פי החברות שאני מייצג אותן.

אני חושב שכן חשוב להיות בפורמט דיווח אחיד של כלל החברות שנסחרות בבורסה, חברה שלא רוצה להיסחר שלא תסחר. העלויות הן כבדות מאוד אבל לא נגרמות כתוצאה מעוד שני דוחות רבעוניים. המערכת הדיווחית שקיימת בחברות היא מערכת היודעת לתת מענה לפרסום של דוחות רבעוניים ואני לא רואה חסכון, אם בכלל, בצמצום דיווח כזה או אחר, להפך, זה רק יעמיס על המערכת שתצטרך לסגל לעצמה סטנדרט דיווח נוסף לעומת מה שקיים היום. אנחנו נאלץ לייצר פורמט נוסף, שגם אליו צריך להסתגל וגם לזה יש תשומות נדרשות לטובת העניין.

אני כן חושב שלחברות חשוב שמשקיעים מוסדיים יסתכלו עליהן, גם אם הם לא משקיעים בהן היום. בטווח הארוך המטרה של החברה זה לצמוח ולשאוף להגיע להסחר ולהכלל

על ככל הבורסות באירופה. עדיין לא כולם החילו, חלק אימצו וחלק עדיין לא. בצרפת אתה רואה שגם אימצו את זה, זה תהליך שהולך נכון יותר בחשיבה של נושאי המשרה לטווח ארוך ופחות לטווח קצר. יש את השאלה לגבי רשימת מסחר נפרדת שזה גם סוגיה לא סגורה. אנחנו מאוד חוששים מהנושא הזה של רשימת מסחר נפרדת משום שהתיוג שיכול ליפול על החברות עלול להיות תיוג לא של חברה שמדווחת פעמיים במקום ארבע אלא של חברה פחות טובה.

שלומי שוב

הם אומרים שתאגיד שיבחר את ההקלה יסחר ברשימה נפרדת, ותאגיד אחר שלא יבחר בהקלה יישאר "בליגת העל".

אילן פלטר

הניסיון שיש לנו בבורסה לא כל כך טוב בעניין הרשימה הנפרדת. הותיקים זוכרים את "הרשימה המקבילה" שבעצם היה לה תיוג של רשימת זבל ולא היה לה שם טוב עד שהיא בוטלה. אנחנו מאוד חוששים מהעניין הזה של רשימה נפרדת שתהפוך לתיוג וכמובן מתנגדים לזה. להערכתנו רשימה נפרדת תהפוך את ההצעה ללא רלבנטית.

ערן יעקובי

אני מסכים שלא צריכה להיות רשימה נפרדת אבל המוסדיים יעשו רשימה נפרדת בעצמם ולא ישקיעו שם.

יורם עדן

בתור אדם שיושב בועדת השקעות של קרן פנסיה גדולה אני חושב שבהצעה של הרשות יש איזון. אומרים לחברות אתן לא יכולות להחזיק את המקל משני קצותיו. אני מסכים שחברות שתחסרנה ברשימה הנפרדת תהיה ירידה

באחד מהמדדים בבורסה ולגופים המוסדיים שכן ישקיעו בהן. נעדר פה מכל הדיון חברות שמנפיקות אגרות חוב ששם הסיפור יותר אקוטי מבחינת המידע שמחזיקי אגרות החוב אמורים לקבל. הפער במידע הזה של חצי שנה יכול להיות מאוד משמעותי ולכן אני חושב שקשה מאוד לוותר על דוח רבעוני לחברות שהן חברות אג"ח גם אם האג"ח הוא רק 200 מיליון ש"ח, עדיין זה סדרות שעשויות להיות מהותיות במיוחד לחברות קטנות עם רמת סיכון וחשיפה הרבה יותר גדולות מחברות גדולות.

גם אם מחליטים לכיוון של צמצום אני חושב שזה צריך להיות אחיד לכלל החברות, אחרת ממש מחריגים את החברות הקטנות והסיכוי שלהן לפרוץ את תקרת הזכוכית הזאת הוא סיכוי שהולך ומצטמצם. התהליך לדעתי שיתרחש שם זה מחיקה של הרבה מאוד חברות, שהן היום על הגבול, ומחליטות האם יש מקום להישאר בבורסה או אין מקום, ברגע שתהיה "רשימת משנה" והן תהיינה מתווגות אז משקיעים יאבדו את העניין בהן והן ימצאו את דרכן מהר מאוד מחוץ לבורסה.

אמיר ברנע

בממשק של החברה מול הבנקים האם לא צריך דוחות? הבנקים מסתפקים בדוח חצי שנתי?

קרן טבה

כמובן גם המוסדיים וגם הבנקים מעמידים הלוואות כנגד קובננטים שמן הסתם בודקים אותם על בסיס רבעוני לרוב. אני רוצה להתחבר למה שנאמר בהקשר שיש יתרון גם לחברות, אם חברות יפרסמו דוח פחות טוב יהיה להן תמריץ לרבעון הבא. הרבה פעמים חברות לא רוצות לחכות חצי שנה כדי להראות שיפור.

אבי לוי

אנחנו מסתכלים פה בכל הנושא של הדיווח דרך חברות שנסחרות בבורסה במניות והזכירו שיש שוק הרבה יותר גדול שזה שוק האג"ח.

אני לא חושב שצריך לעשות הבחנה בין רשימה א' לרשימה ב'. באופן גורף צריך להקטין את רמת הדיווח. רמת הדיווח היא עמוסה מידי (מבחינה כמותית). דוח ברנע מוגזם, הוא עמוס מידי, לא קוראים אותו הוא יותר מבלבל מאשר נותן אינפורמציה, זה ספר. אם האנליסט צריך לקרוא כל רבעון 20-30 ספרים כאלה הוא לא מסוגל. זה טוב בשביל כאלה שרוצים להגיש תביעות ייצוגיות.

אם אתם רוצים להקל תקלו באופן גורף על הכמות ולא רק על המינון.

בנושא של אג"ח, אני רוצה להתייחס לחברות אג"ח שהן אך ורק אג"ח והמניות לא נסחרות כלל. חברה שהיא לא ציבורית שלוקחת האשראי נניח מגופים מוסדיים - יש לי חברת בת שלא נסחרת בבורסה ואני הולך ומנפיק אג"ח למוסדיים וישתתפו בזה פסגות, הראל ואם הבנקים רוצים גם, או אם אני לוקח הלוואה מבנק, הבנק לא מבקש ממני כחברה פרטית דוחות ברנע, לא מבקש ממני גם דוחות רבעוניים, הוא מבקש ממני דוח חצי שנתי.

והוא לא מבקש ממני לשנות את הדירקטוריון שלי שיהיו בו דח"צים. אם אני מדבר על המוסדיים שזה 99% משוק האג"ח, ריקי כהן לא משקיעה באג"ח ישירות אלא מושקעת דרך פסגות. מה הדרישות של פסגות, של הראל, של מגדל, של כלל כשאני כחברה פרטית מנפיק להם.

את אותן דרישות של אותם אלה שמוכנים לתת לי את הכסף כחברה פרטית, תאפשר לי לעשות את זה כחברה נסחרת בבורסה. אין שום סיבה שפסגות שמסקיעה בחברה שהיא לא נסחרת בבורסה ומבקשת הערכת שמאי חצי שנתי ומאזן חצי שנתי. הוא לא ביקש ברנע, לא ביקש ממני להחליף את הדירקטוריון ולשים דח"צים והוא שם את הכסף שלי אצלו.

אז אני בא ואומר, אם אנחנו רוצים באמת להגדיל את השוק הזה ושתהיה סחירות צריך לבטל את הסעיף בחוק הריכוזיות על הנושא של חברת אג"ח שהיא שכבה, אין הגיון בדבר הזה. חברת אג"ח זה לקיחת הלוואה. זה לא שכבה ולא פירמידה, זאת חברה שלקחה הלוואה - היא לא הלכה לבנק, היא לקחה הלוואה בפסגות.

מאיר סלייטר

כל דיווח, ודאי כספי עיתי, הוא חשוב ובוודאי רבעוני לנו כמשקיעים זה דבר מאוד חשוב לראות. יש חברות שהכל זורם והכל בסדר אז הדוח הרבעוני שוטף ואנחנו כביכול לא מקבלים עליו איזשהו מידע, אבל כשיש ביאורים קריטיים כמו חברות שהן על הסף ולא חסרות חברות כאלה, חשוב מאוד לקבל את המידע ברמה הרבעונית. אני מסכים שההיקף מאוד גדול, יש לי על שולחן ספרים של חברות שעדיין מדפיסות ובסוף משתמשים בהם כשרפרף וכחות לקרוא.

יש איפה לצמצם גם בברנע, הרבה מאוד בביאורים של הדוחות עצמם שכל שנה מוסיפים עוד משהו. אני מסכים עם עניין ההיקף וכחות המינון, יותר חשוב לטפל בהיקף מאשר במינון. ומבחינת ההקלה אם אתה צריך לדווח פחות היקף אז אתה יכול לצמצם כך שתהיה הקלה גם כספית וגם מערכתית. מבחינת מינון, בכל מקרה המידע קיים והמערכת עובדת.

"ביטול הדוחות הרבעוניים לתאגידים קטנים:
הקלה ברגולציה או פגיעה במשקיעים?"

יכולת פירעון מפני שמימוש הבטוחות מאוד פרובלמטי בתקופות משבר. יכולת פירעון נקבעת על בסיס תזרימי ולא על בסיס של בטוחות. ידוע לי שבמסגרת סיווג אשראי בנקאי מושם דגש עיקרי על תזרים ולא על נכסים מגבים.

לילי איילון

אבל יש להם גם בטוחות, זה לא הפחית להם לרגע את הצורך לבקש בטוחות.

אמיר ברנע

למיטב ידעתי, אשראי מסווג כבעייתי אם אין יכולת תזרימית להחזיר אותו. איך בנק יכול לעבוד עם תזרים בפיגור של 8 חודשים?

אבי לוי

חברות פרטיות נותנות דיווח שנתי אחד. בחודש מאי הם אומרים "בנק ישראל יסווג אותך אז תביא לי אישור רואה חשבון שזה בהכנה ואני אתן לך דחייה לאוגוסט". זאת אומרת, חברה פרטית מגישה דוח אחד בלבד באוגוסט שנה אחרי זה והבנק בסדר עם זה.

דן סגל

החברה משרתת את החוב וזה האינדיקציה מבחינת הבנק. אנחנו לא מדברים רק על חברות אג"ח, זה יכול להיות גם חברת אקוויטי ושם אין חוב לשרת.

צבי איציק

לדעתי קשה מאוד להשוות בין אג"ח נסחר לבין הלוואה בנקאית, אלו שני מכשירים פיננסיים זהים (נטילת חוב) אבל

שלומי שוב

הרבה פעמים כשאתה מדווח על כמות קטנה יותר של מידע, זה דווקא דורש יותר מאמץ. כולנו יודעים שכאשר אתה כותב קצר ונאלץ לתמצת אתה עובד על כך יותר קשה כי לכל מילה יש משקל ולא ניתן להדביק כל מיני טקסטים משפטיים טכניים.

צבי איציק

ההצעה של צמצום דוחות לפעמיים בשנה - אני לא רואה חיסכון משמעותי בתשומות לחברות. אני כן מסכים עם מה שנאמר פה קודם שאם מסתכלים על המטריה בכללותה, על הרגולציה, על כמות הדיווחים הכללית - יש הרבה מה לצמצם וזה כן עשוי להביא לצמצום בתשומות.

מאיר סלייטר

זה העניין. קודם המידע הוא מאוד חשוב, מידע רבעוני הוא חשוב מאוד וההיקף פשוט עצום. גם כשאני מקבל ספר ענק יש עמודים מאוד ספציפיים שאני הולך וקורא אותם ויש עמודים שפעם בשלוש-ארבע שנים אני מסתכל לראות ששום דבר לא השתנה.

אמיר ברנע

בנקים מסתפקים בחצי שנתי?

לילי איילון

הבטוחות שבנקים מקבלים הן אחרות.

אמיר ברנע

מאז משבר 2008 למדנו שלבטוחות יש משקל משני בהערכת

Press Release סביר להניח שאם המנהל יצטרך להוציא או איזשהו דוח, גם אם הוא לא יהיה מורכב הוא יבוא לרואה החשבון שלו בשביל לקבל ממנו את האישור.

רני שחם

אני הייתי ממליץ לו ללכת לרואה החשבון שלו ולהבין שהוא יושב על קרקע בטוחה כי זה לא כל כך טריוויאלי לפרסם **IFRS**.

שלומי שוב

התחושה שלי שזה לא רק שלא יצמצם אלא רק יכביד יותר כי ברגע שזה לא דוח לפי מתכונת ברורה גם אין תשובות. אתה תמיד תחשוש מזה.

אילן פלטו

אתה מצדיק את הנקודה שאם יעשו משהו אחר זה בסוף יגרום נזק יותר מתועלת ואני מסכים איתך.

זאב נהרי

בבנקים הדוח הרבעוני הוא בדיוק כמו בשנתי, אמנם הוא רק סקור אבל אין כללים שונים על הרבעוני לעומת השנתי. יש לי הרגשה שבתקופה האחרונה על רקע הירידה במסחר בבורסה יש איזושהי רוח שצריך לעשות הקלות. הדוח הכספי לטעמי, עם כל התלונות, נותן תמונה טובה וסגורה ויש לו יתרון אחד על פני כל דבר אחר – כל אחד מאיתנו בעסקים שלו מקבל נתונים ברמה היומית אבל לציבור ניתן פעם בחצי שנה.

היתרון של הדוח הכספי זה שיש בו רק חובה וזכות והוא תמיד מאוזן. בניהול היומי אתה מקבל נתונים חד צדדיים – אתה יודע כמה יש לך חייבים, אתה יודע פיגורים, אתה יודע כמה תקציב הוצאות אבל אתה לא רואה את המערכת הסגורה, עצם זה שפעם ברבעון אתה עושה את הדוח הכספי אתה רואה את כל התמונה הסגורה של המערכת מתגלים דברים. אילו הרשות היתה סבורה שהדוח הכספי הוא לא כל כך חשוב ומספיק פעמיים בשנה, אז לא צריך דוח נפרד ולא צריך רשימה נפרדת, עצם זה שרוצים **highlights** אני מבטיח לכם שישבו עכשיו המהנדסים ויכתבו מסמך מה זה **highlights**, אתם תראו שקבלו כמעט דוח רבעוני. ישבו אנשי המקצוע ויבואו עורכי הדין ויגידו שפה תיקח סיכון כזה ויש מידע צופה פני עתיד, ונקבל משהו חדש ואז יצטרכו ללמוד את כל הסיפור החדש. עצם זה שאתה עושה את זה אחת לרבעון גם היקף העבודה של רואי החשבון בסוף השנה הוא הרבה יותר מצומצם. כשלא

המשמעויות שלהם הן שונות לחלוטין. באג"ח – היום מחזיק החוב זה פסגות ומחר מחזיק החוב זה הראל ויש מסחר במכשיר הזה ולא ניתן יהיה לנייד את החוב הזה בלי שיהיו דוחות אותנטיים.

אילן פלטו

חברות היום מעדיפות לשלם מחיר הון יותר גבוה ולהישאר בפרטי ולא ללכת לציבורי. אחת ההלוואות הגדולות היום במשק למימון כביש 6 נעשית בפרטי ולא בציבורי והלוואה הזאת עם מח"מ ענק, הלכתי ושאלתי למה אתם מוכנים לשלם מחיר גבוה ולא לעשות ציבורי? הם אמרו שלא רוצים את הציבורי.

אסף סגל

מדברים על הבעיה והפתרון. אני חושב שהפתרון צריך להיות מערכתי ובעיקר בין כל המערכות. יש פה שני שחקנים מאוד משמעותיים שזה הרשות והבורסה והם עובדים בשני תהליכים שלא בטוח מסונכרנים. קחו את המדדים, ההצעה של הרשות מדברת על מדד נפרד והבורסה מבחינתה רוצה לעשות רפורמה במדדים של בטוח שאחד מדבר עם השני. אנחנו מסתכלים נקודתית מנקודת המצב שקיימת היום, ודן אמר את זה שהחלה זה לא כמו ביטול. האם היינו מנהלים את אותו דיון אם לא היה דוחות רבעוניים והיינו רוצים להחיל אותם? אני לא בטוח שההצעה הזאת היתה עולה על הפרק במצב היום. צריך להסתכל מה המצב הנקי ומה התרומה הכוללת של הדוחות הרבעוניים. אני חושב שהרבה פעמים לניו-אנסים ולדוח ברנע ולמלל יש לפעמים משמעות לא קטנה ולפעמים כדאי לקרוא לא רק את **Press Release** או את הרווח והפסד. כמעריך שווי אני יכול להגיד שהרבה פעמים דווקא המידע הנוסף זה, והעבודה הקשה של מעריכי שווי זה להוציא את המושך מן התבן, ולראות איפה המגמות, איפה נקודות הפיתול של הפירמה ולפעמים דווקא זה נבלע בדברים אחרים ולא ברווח והפסד.

רני שחם

אני לא חושב שהבעיה היא רואי החשבון ותעריפי שכר הטרחה. חברה צריכה לספק לעצמה את הנתונים. אז אם רוצים לעשות שינוי משמעותי זה ללכת לדגם האירופאי ולא חלקי. אם מחליטים שכן אז זה הכיוון, ואם מחליטים שלא אז זה לא השינוי המשמעותי.

שלומי שוב

"ביטול הדוחות הרבעוניים לתאגידים קטנים:
הקלה ברגולציה או פגיעה במשקיעים?"

תאמינו לי אני מכיר את דוח ברנע, שהתנפח בצורה לא סבירה. בואו נשב ונראה אולי אפשר להקל שם. אפשר להושיב ועדה ברשות ניירות ערך שתצמצם את הדוח, תמקד אותו, תיצור לו **highlights**. צריך תמצות של הדוח. אבל לבטל דוחות רבעוניים הוא אקט לא סביר שמשותק ולא מסייע.

אילן פלטו

אם היינו ייחודים בנושא הזה אולי היה אפשר להבהיר מהאיומים שאתה מתאר, אבל זה קורה בעולם. המגמה בעולם כן תלך בכיוון הזה. זה קורה באירופה, באיזה מדינה באירופה קרו כל הדברים שאמרת?
יש דיווחים מיידיים על כל אירוע מהותי.

ערן יעקובי

אם היא לא תדווח חצי שנה המוסדיים הגדולים ייהנו מזה כי הם יותר נגישים לחברה, אתם נותנים להם יתרון ואתה מעלים מידע מהציבור וגם מהמוסדיים עצמם.

צבי איציק

גופים מוסדיים יוזמים פגישות עם החברות ובמהלך פגישות אלו יש עדכונים שוטפים, בלי קשר לדוחות הכספיים ובמתכונת המוצעת, עשוי להיווצר פער אדיר בין מה שאתה מציג לגוף מוסדי ולבין מה שפורסם בציבור. נכון להיום גופים יוזמים פגישות עם החברות, מציגים להם מצגות שבדרך כלל זה נשען על דוחות כספיים ואם יהיה פער של חצי שנה, אז תציג למשקיע המוסדי מידע שהוא לא רלוונטי? שאתה יודע בעצמך שהמידע הוא כבר לא רלוונטי. אני מדבר גם על חברות קטנות ובינוניות.

נקודה נוספת: ההיבט של השימוש בתשקיפי מדף שהדוחות לא פורסמו. מה היכולת של חברה שיש לה תשקיפי מדף לעשות שימוש כשהדוח לא קיים.

היו דוחות רבעוניים והיינו עושים את זה פעם בשנה אז היה הרבה יותר קשה לארגן את הנתונים. לאבי כנראה יש יחס מיוחד במערכת הבנקאית וכנראה בצדק, אבל אני לא חושב שתבוא באוגוסט לבנק ותגיד לו שאתה רוצה אשראי ותיתן לו דוח של דצמבר והם יתנו לך. הבנקים מבקשים כל מיני דוחות. לטעמי, אם צריך לעשות משהו זה לקצץ. לא יכול להיות שהדוח הכספי של הבנקים הגדולים 500-600 עמודים, הדוח הרבעוני מתקרב ל- 300 וכלל שיש עוד רגולציה לטעמי זה לא גילוי נאות.

לעניות דעתי, המפקח לא יאמץ את העניין הזה. גם לגבי בנקים קטנים ולדעתי בצדק. מה שצריך לעשות זה לקצץ בצורה משמעותית את היקף החומר המדווח על מנת הגילוי יהיה נאות.

אמיר ברנע

יש שני נושאים עליהם ברצוני להרחיב - קודם כל נושא הפיקוח הדירקטוריוני, אני אומר לכם, שלניסיוני כינוס הדירקטוריון לדוח הרבעוני הוא כמעט הכינוס העיקרי הרלבנטי של הדירקטוריון במהלך הרבעון. אפשר שהדירקטוריון יתכנס אבל הגיבוש של עבודת הדירקטוריון הוא מול מסמך והמסמך המהותי הוא הדוח או טיוטת הדוח הכספי.

הנקודה השנייה קשורה למידע פנים. היה לי הכבוד להופיע במשפטים בהם נידון מידע פנים ואחריות חברות לגבי מועדי פרסום מידע פנים אשר אם חל באיחור יצר עילה לתביעות. פרסום מידע בעייתי משחרר חברה מאחריות. פרסום מידע רבעוני הוא מקור דיווחי חשוב. אז מה יהיה עכשיו? האם הדיווחים המידיים יחליפו את פרסום הדוח? דירקטור יהיה חשוף לתביעה שתאמר שידע משהו שהמשקיעים לא ידעו. לא ברור לי למה דווקא בנקודה זאת הרשות מקילה על רצף דיווחי אשר כמו שאומר יורם עדן ובצדק תביא לסיווג מוסדי של כל החברות בקטגוריה זו כחברות שאסור לגעת בהן. מי יודע אם לא תהיה אפילו הוראת רגולציה בנושא זה של המפקח על שוק ההון.

אני חושב שזה כן עלה כחוט השני בין כל הדוברים שלמעשה כולם מבינים שיש בעיה בדיווחים בשוק ההון בארץ, אבל זה לא בהכרח עניין התדירות ויותר נובע מהקונספט הזה של לדחוף כמה שיותר מידע גולמי לתוך הדוחות ולהעמיס את המשקיעים במידע, ולגרום לזה שלמעשה הדוחות מאבדים את האפקטיביות שלהם. כמו שזאב אמר זה לא בגדר גילוי נאות. זה שאתה מעמיס את הכל, בן אם מתוך מחד ובין אם מתוך רגולציה, גורם לזה שהדיווח הוא לא דיווח נאות.

אני חושב שהחלק הכי קשה פה הוא להתמודד עם העניין הזה של קיצור הדוחות. צריך לשבת ולחשוב איפה צריך בסופו של דבר גם מבחינת החברה יהיה יותר קשה, כי כשאומרים לך להגיש את זה בצורה מצומצמת זה יותר קשה מאשר לדחוף את כל החומר בבת אחת. אני חושב שבגלל זה אנחנו כל הזמן מקבלים פתרונות כאלה, כמו שהיה לנו דיון לפני שנה-שנתיים שהיתה הצעה להוריד את הדוחות סולו. בסופו של דבר אני חושב שגם הדוחות סולו צריכים להישאר, גם הדוחות הרבעוניים צריכים להישאר אבל צריכה להשתנות הקונספציה של עומס הדיווח- זאת ההתמודדות הקשה.

אני לא רוצה לדבר על הנייר. נגעתם ברוב הנקודות המרכזיות, העלתם את השאלות הפתוחות שבאמת אנחנו ורוצים לשמוע לעניין התוכן של הדוח הרבעוני שיהיה או שלא יהיה. בשביל להכין את הנייר נפגשנו עם הרבה מאוד מהשוק. אני פה בשביל לשמוע וכמובן כל מה שלא בהיר נצטרך לחדד את הדברים כשמתגלגלים קדימה ונשמח לקבל הערות.

תמר רובינשטיין

אני מסכימה עם מה שנאמר. אני רוצה להגיד שמהמסבר האחרון נוצר משבר אמון בין הציבור לבין הבורסה בין אם זה המשקיעים ובין אם זה החברות. צריך להיות תהליך לבנות מחדש את האמון הזה. כיום לחברות קטנות אין שימוש בשוק ההון.

שלומי שוב

תמר, את נכנסת להגדרת תאגיד קטן. בהנחה שההצעה הזו תתקבל ויציעו לך את האפשרות שלא לפרסם דוח לרבעון 1 ו-3, האם תבחרי בכך?

תמר רובינשטיין

אני חושבת שזה לא טוב. גם היום אין לנו שימוש בשוק ההון שמצדיק עלויות של חברה ציבורית וזה רק ילך וירע את המצב לחברות בסדר גודל שלנו. להוריד את הדוחות הרבעוניים זה לא טוב, מה שכן צריך לצמצם את הפירוט.

שלומי שוב

אני ברשותכם אסכם את התובנות שלי מהדיון. נושא הרשימות - ממה שאני מבין פה מהחברות החלוקה הזאת לרשימות מעקרת מתוכן את ההקלה, גורמת לזה שיהיו חברות "ליגת העל" ותהיה ליגה נוספת. אז גם תהיה דאגה גדולה למה שקורה בתוך החברות הנמצאות בתוך הליגה הנוספת, בין היתר, במובנים של ממשל תאגידי לקוי. חוץ מזה, אני לא הצלחתי להבין מה הייחודיות, למה תכיפות הדיווח בשוק ההון הישראלי צריכה להיות שונה בין תאגיד קטן לגדול. נהפוך הוא, גם בהיבטי ממשל תאגידי וההתנהלות הפנימית של הפירמה הינו מצפים לסיטואציה אולי הפוכה ושלפחות לא תהיה פחותה יותר בתאגידים קטנים. ובכלל זה נראה שאם רוצים להבריא את הבורסה ולשפר את מחזורי המסחר שלה, דווקא אסור לפגוע בתדירות הדיווח ולהגדיל את בעיית הא-

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"סולבנסי 2: השינויים הצפויים באסטרטגיה הניהולית של חברות הביטוח"

תאריך המפגש: 7 בדצמבר 2015.

נושא המפגש: "סולבנסי 2: השינויים הצפויים באסטרטגיה הניהולית של חברות הביטוח".

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש דצמבר 2015.

אורחים שנכחו בדיון: ענת לוין (משנה למנכ"ל, כלל ביטוח), שלמה אליהו (בעל השליטה, מגדל אחזקות), יוחנן דינו (יו"ר מגדל ביטוח), ערן צ'רינסקי (מנכ"ל מגדל אחזקות), עופר ברנדט (משנה למנכ"ל, כלל ביטוח), יצחק בן מנחם (מנהל סיכונים, מגדל), רו"ח רונית זלמן מלאך (מנהלת כספים, כלל ביטוח), מגי בראום (סגנית בכירה לממונה על שוק ההון, משרד האוצר), רמי לוי (משרד האוצר), עמית נתנאל (הפניקס), עמית גל (מנהל מחלקת סיכונים ביטוחיים וסולבנסי 2, כלל ביטוח), עו"ד מני נאמן (היועץ המשפטי, הפניקס), מיכל לשם (מבקר פנים, מגדל אחזקות), אדווה ענבר (מנהלת סיכונים ראשית, הראל).

נוכחים: פרופ' אמיר ברנע, רו"ח שלומי שוב, רקפת שני, פרופ' עודד שריג (הבינתחומי הרצליה), פרופ' יורם עדן (סגן נשיא, המסלול האקדמי המכללה למנהל), רו"ח דקלה מושקוביץ (חשבונאית ראשית, משרד האוצר), אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), רו"ח דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), רו"ח זיו כהן (רשות ני"ע), רו"ח יקי גולד (רשות ני"ע), יזהר קנה (נשיא לשכת רואי החשבון), עו"ד נטלי ג'קובס (הרצוג פוקס נאמן), עו"ד נטע דורפמן-רבי (הרצוג פוקס נאמן), רו"ח קרן בריג (כלל ביטוח), רו"ח משה שחף (EY), רו"ח אלי על-אל, פרופ' צבי וינר (האוניברסיטה העברית), רו"ח טל כהן (כלל ביטוח), פרופ' דן וייס (אוניברסיטת תל אביב), רו"ח רני שחם, ד"ר בעז ים, רו"ח משה גדנסקי, רו"ח משה אטיאס, דגנית דניאל (כונס הנכסים הרשמי), אלון גלזר (לידר ושות'), אבי בר-אור (בר אור ושות'), רו"ח יניב זיו (BDO), איליה גרינשפון (עובד גובי ושות'), רו"ח אמיר סוראיה.

צוות מקצועי: עמרי כהן, לידור רוזנצוויג ורעות קליינמן.

האחרונה כשחלק מחברות הביטוח בישראל נמצאות בהליכים מתקדמים של מכירת שליטה. אם נסתכל על הנתונים של חברת הפניקס לדוגמה, שווי שוק מעוגל נכון לאתמול היה 2.3 מיליארד ש"ח, ההון החשבונאי בדוחות הכספיים נכון ל-30 בספטמבר 3.9 מיליארד ש"ח, משמע מכפיל הון של כ-60%. ה-EV נכון לדצמבר 2014 הוא 6.3 מיליון ש"ח (ועוד הוא לא כולל את כל הנכסים) והסינים רוכשים את החברה לפי שווי כולל של 3.5 מיליארד ש"ח. מדובר בהבעת אי אמון דרמטית של השוק בעת עסקת רכישת שליטה. זה כבר הרבה מעבר לרק לפער מול הרישומים הדיוחיים. לנגד עינינו יש תמונה מזוהה, השוק לא מביע אמון, לא ב-EV ולא בהון ומדובר בתופעה רוחבית.

צריך עוד להוסיף לכך שהרגולציה הולכת וסוגרת על חברות הביטוח. רק אם מסתכלים על השבוע האחרון, הוא התחיל בהזלת תעריפי ביטוח רכב חובה, והסתיים אתמול בנידול של ביטוחי חיים ועוד באמצע - אולי הציבור עוד לא יודע - אבל מדברים על כך שיתכן ותהיה הארכה בתוחלת החיים בדוחות הכספיים של הרבעון הרביעי הקרוב - ויכולות להיות לכך השלכות משמעותיות על הדוחות השנתיים הקרובים של חברות הביטוח. מצב הדברים הזה רק יכול עוד להחמיר את הפערים הקיימים אל מול מחיר השוק.

כשאנחנו בוחנים את הסולבנסי, השפעתו רלוונטית יותר על ענפים עם זנב ארוך: ביטוחי חיים, אבדן כושר עובדה, סיעוד וכו' ואילו הענפים עם הזנב הקצר, למשל האלמנטרי, פחות רלוונטיים. ניתן לראות זאת בבירור בתוצאות הסימולציה האחרונה לפי נתוני דצמבר 2014 שפורסמה בדוחות האחרונים: מצד אחד של הסקאלה נמצאת מגדל שהיא מוטת ביטוחי חיים ולכן מושפעת הכי הרבה, מהצד השני של הסקאלה נמצאת מנורה שהיא חברה אלמנטרית בעיקרה ולכן מושפעת הכי פחות. מגדל פרסמה כי יש לה חוסר של 4.5 מיליארד ש"ח בהון בהתחשב בהוראות מעבר ו-6 מיליארד ש"ח ללא הוראות מעבר והפניקס חוסר של חצי מיליארד ש"ח. הסולבנסי מתמחר סיכונים לפי מודל סטטיסטי, סיכונים שלא היו קיימים קודם בדרישות ההון כנגד רווחיות הפוליסות. למעשה ישנו גידול בדרישות ההון ואנו רואים חסר גדול בהון על פי דיווחי החברות. הצעדים שהחברות מדברות עליהם לגישור הפער זה גיוס הון, שינוי תמהיל השקעות, הכנסה של מבטחי משנה וייקור מוצרי הביטוח החדשים. ההשפעות של הסולבנסי הן רבות ורחבות ובמסגרת חומר הרקע שהכנו כללנו לא מעט שאלות שמתעוררות בעקבות כך, אבל אני בכל זאת רוצה למקד את הדיון בכמה נושאים שאותם אני רואה לפחות כמאוד משמעותיים:

1. פוליסות משתתפות ברווחים - מושפעות מהסולבנסי דרך דמי הניהול הלא קבועים ולכן יש השפעה על תמהיל ההשקעות בפוליסות אלה. עולה שאלת moral hazard,

בוקר טוב וחג שמח, הנושא שנעסוק בו היום הוא דירקטיבת "Solvency II" בדגש על הנדבך הראשון. משרד האוצר למעשה אימץ את הדירקטיבה האירופית והיא עתידה להיכנס לתוקף בישראל בסוף שנת 2016. מדובר על שינוי דרמטי, מהפכה עצומה בכל מה שקשור לחברות הביטוח ובראש ובראשונה בראיה העסקית שלהן ובאופן ניהולן, כבר החל מתמחר מוצרי הביטוח השונים וייקור פוליסות עם זנב ארוך בכדי לשקף את דרישות ריתוק ההון החדשות בגינן. גם אופן ההתייחסות של המשקיעים בשוק ההון לחברות הביטוח צריך להשתנות לאור שינוי אופי הרווחיות וצמצומה כתוצאה מהפחתת סיכונים ושימוש גובר במבטחי משנה וההשלכות המשמעותיות על חלוקות דיבידנדים בעתיד. אבל זה הרבה מעבר לכך: מדובר לא רק על חברות הביטוח אלא גם על השלכות מאקרו כלל משקיות, בין היתר, כתוצאה מהמעבר מדירוג מקומי לדירוג גלובלי. צפויים שינויים בתמהיל ההשקעות של חברות הביטוח לפחות בנוסטרו ואם לא יותר מכך. אני, למשל, מתקשה לראות חברות ביטוח שנוכח דרישות ההון החדשות ישקיעו באג"ח קונצרני או פרוייקטי תשתית ארוכי טווח, אלא אם יהיו התאמות לדירקטיבה שתעשה על ידי משרד האוצר ואני מניח שתהינה. אימוץ הדירקטיבה בישראל גם יוצר כל מיני עיוותים מצחיקים בהתייחסות להשקעות. כך למשל, השקעה באג"ח ממשלת ישראל לא מצריכה דרישת הון אך אג"ח קונצרני בינ"ל בדירוג טוב מאג"ח ממשלת ישראל דורשת הון. יש כאן במידה מסוימת סוג של הלאמת כספי הציבור.

הסולבנסי בבסיסו, בנדבך הראשון, דרישות ההון הכמותיות, מסתכל על המאזן הכלכלי של חברות הביטוח ומכמת הון ליבה רעיוני כנגד דרישות ההון כאשר הכול מבוסס על סטטיסטיקות והערכות אקטואריות. ההסתכלות הזו על הון ליבה היא בכלל לא טריוויאלית, שהרי אנו רגילים שהון ליבה הוא משהו מאד מוחשי וכאן, רק לצורך המחשה, במקרה של ביטולים או נידוד כתוצאה מתחרות ההון הזה יכול להתפוגג. לכן מתבססים על סטטיסטיקה של ביטולים אך זה עדיין משהו מאד רעיוני. צריך לציין שבמקביל ה-IFRS עובד על PHASE II של IFRS 4 שצפוי להיכנס לתוקף אמנם רק עוד כמה שנים אבל יכניס את התפיסה הכלכלית הזו בהתאמות מסוימות, כבר לתוך הדוחות הכספיים. תפישה זו דומה במהותה לערך הגלום (EV) שאנו מכירים כיום ועל רקע כל זה, לא ניתן להתעלם ממצאות קיימת בשוק ההון שנידונה בעבר במסגרת הפורום, לפיה שווי השוק של מניות חברות הביטוח נמוך משמעותית מהון העצמי ועוד יותר משמעותית מהנתון שהן מפרסמות על הערך הגלום. המצב החמיר לדעתי בשנה

"סולבנסי 2: השינויים הצפויים באסטרטגיה
הניהולית של חברות הביטוח"

מאוד חשוב ליישם את הדירקטיבה בצורה טובה ונכונה, אנחנו נמצאים שנה טרם היישום בישראל, במהלך השנה יש לבחון את המודל לעומק בדומה לנעשה באירופה. כשמסתכלים על ניהול סיכונים, השאיפה היא לדחוף לסיכונים נכונים בכדי לקבל תוצאה טובה יותר, אם המודל ידחוף לסיכונים לא נכונים, לא רק שלא נקבל את התוצאה הטובה שהמודל רוצה אלא נקבל תוצאה הפוכה. צריך לראות מה קיים בחו"ל, למשל המודל הפנימי. בחו"ל מאפשרים בנייה של מודל פנימי, מאושר רגולטורית, המתאים לאופי העסק בכדי לשקף את הסיכונים האמתיים בעוד בארץ אין את אותה גמישות. למרות שברור לי שפיקוח על כל מודל בנפרד מצריך משאבים רבים יש חשיבות עליונה לגמישות והתאמה למודל העסקי של החברות השונות. לדוגמה, אם מסתכלים על חברה עם הרבה ביטוח חיים, יש בישראל הרבה פוליסות שכבר לא נמכרות כמו פוליסות מבטיחות תשואה ופוליסות עם מקדם מובטח, על פניו מדובר במשהו שדורש הרבה הון אבל זה לא נכון להכליל אותם בסולבנסי היות והם משקפים עבר ולא עתיד ולכן יש לקחת אותם בפרופורציה הנכונה. באירופה נותנים למקרים אלו תקופות מעבר גדולות יותר וראוי שכן יעשה גם בישראל.

להערכתי, השוק הישראלי ידע להתמודד עם השינויים אבל לא בהכרח בצורה הטובה ביותר מבחינה כלכלית. התמודדות דרך ביטוחי משנה וגיוס הון לא בהכרח יעילה כלכלית, הגדלת תקופת המעבר תשפר את היעילות הכלכלית של התמודדות החברות ותעזור להתמודד טוב יותר עם מקרים מיוחדים כמו ביטוחים שמכירתן הופסקה.

הרעיון המרכזי של סולבנסי כאמור הוא טוב מאוד, צריך לתמחר מוצרים אל מול סיכונים אך בעת היישום יש להתאים אותו למשק הישראלי. התאמות אלה מקובלות מאוד בארצות אחרות באירופה.

ענת לוין

אין ספק שנושא עיוות ההשקעות הוא נושא גדול,

יש אינטרס לחברת הביטוח לשנות את תמהיל ההשקעות לתמהיל שאולי לא עולה בקנה אחד עם אינטרס המשקיעים. למרות שמדובר בוועדות השקעה שונות וחומות נוספות ברור שיש את אותה ההנהלה ואת אותו בעל שליטה בכמה כובעים. אני מאד מודאג מזה. זה מזכיר לי ממש את הבעיה של בעלי שליטה בעיתון שאומרים שהם לא מתערבים בשיקולי המערכת ואנחנו רואים מה קורה.

2. מגבלות על דיבידנדים – כיום כשההון המוכר עולה על 115% נמצאים ב"מסלול הירוק". עולה השאלה מה היעד המתאים בהתאם לדרישת הסולבנסי?

3. הון משני ושלישוני – כיום אנחנו יודעים שכ-60% מכוסה על ההון הראשוני והיתר, כתבי ההתחייבות הנדחים, בהון משני ושלישוני. ע"פ הסולבנסי היחס יכול להשתנות ל-50:50, דבר אשר יטיב עם החברות אך יש לזכור שמדובר בכתבי התחייבות ללא מנגנוני ספיגה. עולה השאלה האם חברות הביטוח צריכות לשקול אג"ח עם מנגנון ספיגת הפסדים.

אמיר ברנע

בהמשך לדברים של שלומי, אני רוצה להפנות את הדיון לחברות עצמן. לאחר הסימולציות שנעשו והעבודה המעמיקה שנערכה, מהן ההשלכות שיהיו לסולבנסי 2 על ניהול חברות ביטוח בישראל?

ערן צ'רינסקי

ראשית תודה על הפורום, אני רואה חשיבות גדולה בהכנסת מודל משטר כושר פרעון, שיקח בחשבון את רמות הסיכון השונות, דבר שיכניס רציונליזציה בהחלטות לטווח ארוך. החזון בעולם היה שיהיה מסד נתונים אחיד אשר ישמש גם את התקן הבינ"ל החדש בביטוח, גם את ה-EV וגם את הסולבנסי, אך בעוד התקן הבינ"ל החדש בביטוח מתעכב ייחל יישום הסולבנסי באירופה ובישראל.

כשמסתכלים על הסולבנסי יש האומרים שמדובר בדירקטיבה פוליטית אירופאית שמטרתה להשפיע על אופן השקעות חברות הביטוח, תראו לדוגמה את האבסורד הנוצר בישראל, מצד אחד רוצים לעבור לדירוגים בינ"ל אבל באותה נשימה אג"ח ממשלת ישראל מדורגת AAA. הדירקטיבה תגרום ליציאת השקעות לחו"ל ובכך גם תחשוף אותנו לתנודתיות המט"ח בגלל שהתשואה למשקיעים בסופו של יום ניתנת בשקלים. ע"כ נדרש גידור וכך המערכת קונסת את עצמה פעמיים. אכן המטרה היא שהסיכונים יוצגו נכון אך גם שהגמלה תהיה צמודה ותותאם לכח הקנייה של המשק הישראלי. האם בגין תיאום זה הגיוני שירותק הון הרי דווקא הפיזור הבינלאומי מוריד סיכון?

נושא נוסף הוא אי יציבות הדרישות, הביקורת על הנושא הזה היא לא רק מקומית אלא קיימת גם באירופה, כשנכנסים להשקעה מסוימת לא ממש יודעים את דרישת ההון בגינה, אלא רק בדיעבד ותלוי תרחיש משתנה.

יתרה מזו, צריך להסתכל על כלל השחקנים המושפעים, אל מול פעילות של בתי ההשקעות לדוגמה אשר לא מחויבים לדירקטיבת באזל או סולבנסי ועל בנקאות הצל שמתפתחת פה, מדובר על חברות לא מפוקחות. אף אחד לא הסתכל על מכלול השחקנים בשוק ושאל איך ישפיעו אחד על השני וכנגזרת על הפעילות הכלכלית פיננסית במשק.

בנושא העמיתים, מדובר בוויכוח ארוך שנים עם האוצר, לדירקטוריון חובת פיקוח על ועדות ההשקעה, אם לא מבטלים את החובה הזאת מעמידים אותו במצב לא אפשרי של חובות מנוגדות בנושא ההון, חובתו כלפי העמיתים וחובתו כלפי החברה. כל עוד הממשל התאגידי הקיים לא משתנה אין זה הגיוני לדרוש מדירקטורים ליישם את שני תפקידיו, מדובר בסתירה.

עוד שריג

ענת לקחה את זה לכיוון הנכון, ל"מה יהיה ביום אחר", עניין קרדינלי. המחשבה צריכה להיות "כיצד יראה שיווי המשקל בסוף". אני חושב שסולבנסי בעייתי מאוד: הוא נועד לנהל סיכונים בצורה טובה ולא להגדיל הון, ניתן לראות זאת מעצם קיומם של נדבכים 2 ו-3. אם היו מדברים רק על הון, לא היה בהם צורך. נתחיל בבעיה בסיסית וטכנית, יש דיווח לבעלי מניות ולרגולטור ויש מדידה כלכלית והם שונים ולא מסונכרנים נכון להיום. אז מה ינוהל?

בעיה נוספת מהותית לניהול היא שסולבנסי עובד על תרחישים וקורלציות. לכן, אם אני רוצה להכניס מוצר חדש או לקוח מהותי חדש, אין לי דרך לדעת כמה הון הוא דורש, כי לא ניתן לדעת את זה מבלי לבנות תרחישים שלמים.

בנוסף, ישנם הפרמטרים המכוונים לאירועים הצפויים

להתרחש אחת ל-200 שנה, כאשר לא באמת יודעים את ההסתברות לאירועים אלו. לדוגמה משנים את שיעור התחלואה ב-35% ואת שיעור התמותה ב-20%. האם זה סביר שפעם ב-200 שנה שיעור התחלואה עולה ב-35% בשנה ושיעור התמותה יורד ב-20% בשנה? אם נמשיך לדון בפרמטרים, קבעו כי פרמיית הסיכון היא 6%, אני עוסק במימון למעלה מ-30 שנה ולראשונה נתקלתי באופן החישוב כמו בסולבנסי. הקביעה נעשתה לפני כמה שנים כשהריביות היו 5%-4%. היום הריביות הן שליליות, אבל אף אחד לא בדק אם צריך לשנות את הפרמיה. באירופה קבעו את הפרמטרים ובישראל לא עצרו לבדוק אותם.

לסיכום דברי, הבעיות העיקריות של הדירקטיבה הן שהמודל מורכב וקשה ליישום מבחינה ניהולית והפרמטרים לא נבדקו לעומקם. המדינה היחידה הדומה לישראל מבחינת שוק הביטוח היא גרמניה, חברות ביטוח החיים הגרמניות אינן עומדות בדרישות סולבנסי. לכן האירופאים הפרידו בין ההון הנדרש לשמירה על כושר פירעון (SCR) לבין ההון המינימלי (MCR). שלילת רישיון על פי דירקטיבת סולבנסי תעשה רק אם לא עומדים בהון המינימלי (MCR). ביישום בארץ נקבע שההון הנדרש וההון המינימלי זהים, כלומר שלילת רישיון מיידית אם לא עומדים ב-SCR.

אני לא יכול להתעלם מהתפקיד הקודם שלי, כשהייתי בתפקיד חשבתי שצריך ללכת למודל האמריקאי שמבוסס על פרמטרים אך הסבירו לי כי עקב רציפות שלטונית של קודמי בתפקיד לא ניתן להתחיל מאפס. אחד הדברים שהתרחשו בזמן שהייתי בתפקיד זה ה-Solvency-i, לדעתי, צריך להמשיך עם יישום סולבנסי, אך חובה להתאים אותו לישראל. במקום לעשות מודל פנימי לכל לחברה וחברה, צריך לעשות מודל סולבנסי ישראלי, ולא לאמץ את הדירקטיבה האירופית כלשונה.

שלומי שוב

ממה שאני מבין מעודד, הוא מדבר על הבחנה בין nice to have לבין must have, יש דברים שחייבים לקחת כפי שהם אך צריך גם לאפשר גמישות מקומית והתאמות. אני חייב להגיד שהדיון פה מזכיר לי את הדיון שהיה בזמנו על החלת ה-IFRS, יש שאלה אם אתה לוקח מודל כמו שהוא או עושה התאמות. גם היום ה-IFRS יהיה טוב יותר עם עוד כמה שינויים אבל קשה לשים את הגבול ולקבוע מינון נכון בין התאמה ופגיעה באחידות. ברור שלסולבנסי יש השלכות ריאליות אדירות ו-IFRS הוא לכאורה רישומי בלבד אך יש הרבה קווי דימיון בין שתי המהפכות הללו.

ערן צ'רנינסקי

"סולבנסי 2: השינויים הצפויים באסטרטגיה
הניהולית של חברות הביטוח"

שלומי שוב

ברמה הפרוצדורלית, ממה שאנחנו מבינים, הסולבנסי צריך להיות מיושם דרך תקנות המאפשרות בוועדת הכספים. הליך החקיקה בביטוח שונה מהליך החקיקה בבנקאות, בבנקאות יש את נוהל בנקאות תקין והכל נעשה ברמת חוזרים ואילו באגף שוק ההון חלק מההוראות זה ברמת תקנות וחלק חוזרים. ממה שידוע לנו חלק מהדברים יצטרכו אישורים וכרגע עוד אין לוח זמנים.

יש פה מצב מאוד מוזר שבו לשלושה רגולטורים שונים לגופים פיננסיים יש סמכויות שונות בתכלית: המפקח על הבנקים יש סמכות מלאה להוציא הנחיות ללא אישור הכנסת, בעוד רשות ני"ע חייבת לעבור אישור של ועדת כספים ואילו אגף שוק ההון הוא בין לבין.

עודד שריג

המודל העסקי של בנקים וביטוח שונה לגמרי, ולכן אין פלא שהרגולציה שלהם שונה. המודל העסקי של הבנקים זה מקורות נזילים ושימושים לא נזילים והחשש הוא ריצה לבנק. בביטוח זה בדיוק הפוך, המקורות לא נזילים והשימושים נזילים.

אמיר ברנע

עודד צודק, מדובר בעסקים שונים מבחינת נזילות אבל הבעיה והעיקרון זהים, ההון בא לשרת את אותה מטרה שמירה על זכויות מפקידים/מבוטחים ומניעת כשל שלו השלכות רוחביות.

ערן צ'רניסקי

ההון משרת את אותה מטרה אבל החשש הוא שונה לגמרי

באירופה לא קיים מודל אחיד, המודל האירופאי קובע שיש להתאים את המודל לכל מדינה ולכל חברה לפי אופי פעילותה, האימוץ שונה בין צרפת, שווייץ, גרמניה וכו' וגם שונה בין חברות ביטוח באותה מדינה. מהות הדיסקטיבה האירופית היא אימוץ מקומי ולכן יחד עם האימוץ יש חובה לבצע התאמה מקומית של הרגולציה והדרישות.

אמיר ברנע

האם יש רגישות רבה לפריסת העסקים של חברות הביטוח, כלומר האם דרישות ההון נגזרת גם מרמת ההתמחות של חברת הביטוח?

ערן צ'רניסקי

ודאי שיש לכך השפעה. כאשר עסקי חברת הביטוח מפוזרים יותר, הקורלציה מקבלת משקל גדול יותר וכתוצאה מכך בדר"כ דרישות ההון יורדות.

שלמה אליהו

אין תחליף לחברות ביטוח, גם לא בית השקעות. חברת ביטוח זה עולם ומלואו, היא מוכרת סיכון ובתמורה לתת בטחון. כל תקן שיבחרו ליישם מחייב חקיקה, לפי הבנתי הממונה על חוק הביטוח הוא שר האוצר ולכן אם יש דרישת הון חדשה היא צריכה להיות מאושרת על ידי ועדת הכספים של הכנסת. הפרסום סביב הדיסקטיבה יצר נזק מהותי לחברות הביטוח ולא הזכיר כי מדובר בהליך ארוך ומחייב חקיקה.

אין ויכוח על חשיבותה של דרישת ההון החדשה וכי ההון הקיים בחברות הביטוח ביחס לכספים המנוהלים הוא קטן ויש להגדילו אך בעבר כאשר נכנסו דרישות הון חדשות הן נפרסו על פני תקופה רחבה וזה צריך להיות המקרה גם הפעם.

ולכן ההתחייבות לכרית הון שונה, בבנקאות החשש הוא לדרישת זילות מיידית ובביטוח מדובר על התחייבויות לשנים קדימה.

יורם עדן

מה שאותי מטריד בסיפור הזה זה שמדברים על הסתברות לפשיטת רגל של 0.5% באופק של שנה. אם נסתכל על המשבר של 2008, חברות הביטוח דיווחו על הפסדים גבוהים בגלל הפסדים שהוכרו בהשקעות ולא הפסדי ביטוח. עולה השאלה האם באמת בדקו את תרחישי הקצה של שוק ההון, השפעת תרחישים אלו היא מהותית, יותר מכל תרחישי הביטוח שהוגדו בהסתברות של אחת ל-200. ב-2008, בזמן שהיו לכל הבנקים וחברות הביטוח תרחישי קיצון, אף תרחיש לא עבד ומזה צריך לחשוש, הסיכונים הפיננסיים הרבה יותר גבוהים הביטוחים.

עמית גל

בהמשך לדברים שנאמרו ע"י עודד שריג, ומעבר לשאלות לעניין מבנה המודל שיקבע והתאמתו לבחינת מבנה המאזן וחישוב דרישת ההון, עלינו להסתכל על היום שאחרי, איך המשטר הזה עובד באופן שוטף, איך מקבלים החלטות עסקיות וקובעים מדיניות.

מעבר לעניין מורכבות המודל ואם התרחישים בו נכונים, יש לזכור שהמטרה העיקרית של סולבנסי 2 בכללותה היא להביא לקבלת החלטות יעילה ומבוססת סיכונים. עלול להיווצר מצב שבגלל הפרמטרים שנקבעו במודל אנחנו נחטיא את המטרה שהיא קבלת החלטות מבוססת סיכונים. אם למשל המרת הדירוגים המוצעת לא מתבססת על כיוול נכון, אנחנו עלולים להביא למצב שחברות ישקיעו בנכסים שלא לפי שיקול כלכלי של תשואה מול סיכון ותהיה פגיעה ביעילות הקצאת המשאבים במשק. דוגמה נוספת, מצד מוצרי הביטוח, אם נניח שתרחיש התחלואה כפי שנקבע בדירקטיבה הוא קיצוני מדי מנקודת ראותה של חברת הביטוח עצמה ייתכן ותתקבל החלטה שלא לשווק מוצרים מסוימים ותהיה פגיעה בזמינותם.

נושא מהותי נוסף לעניין התנהלות חברות הביטוח תחת המשטר החדש הוא עניין התנודתיות, נושא שספק אם הובן במלואו גם באירופה למרות השימוש במודלים פנימיים ולמרות יותר ניסיון בביצוע מבחנים כמותיים. מורכבות המודל יוצרת קושי למדל את התנודתיות של יחס ההון ולקבוע מדיניות לניהול שלו. הדוגמה שממחישה זאת בצורה הטובה ביותר זה רגישות לשינויים בריבית. ראינו את זה גם בדיווחים של חברות באירופה וגם בשוק הביטוח המקומי,

שינויים בשיעורי הריבית יכולים להיות בעלי השפעה של מהותית על יחס ההון של החברות. הקושי בניהול של התנודתיות הזו מתעצם בגלל התלות במודלים אקטואריים שתוצאותיהם מחושבות בעיכוב. בנוסף, השפעת הריבית על המודל הכלכלי היא לעיתים גם בסתירה לחשבונאות הקיימת או אפילו לא בהכרח בהתאמה מלאה לחשבונאות תחת IFRS4. תחת אילוצים אלו, ואילוצים אחרים, קשה לחברת ביטוח לקבוע מהי נקודת האופטימום הנכונה. גם לו חברת ביטוח היתה רוצה לנטרל את הרגישות הזאת עשוי להתעורר קושי לבצע זאת באמצעות שוק ההון ונגזרים, בין היתר בגלל הבדלים בין סולבנסי לבין החשבונאות, בגלל זמינות הגידורים ומכיוון שחלק גדול מהתנודתיות נובע מתוצאות של מודלים.

ענת לוין

בסופו של יום המפקחים הפיננסיים צריכים לשבת ביחד ולהחליט איך הם רוצים לראות את המשק הפיננסי הישראלי, בנקים וחברות ביטוח ביחד. כמו שנאמר פה, בנקים הם ארוכים בנכסים וקצרים בהתחייבויות, ביטוח הוא ארוך בהתחייבויות וקצר בנכסים, בנקים רוצים למכור CPI, חברות ביטוח רוצות לקנות CPI. בעולם מושלם צריך לבנות מערכת אחת אשר תהיה מבוססת גם על עקרונות באזל וגם על עקרונות הסולבנסי, מישהו צריך לשבת ולראות איך המודלים מתחברים ליצירת מערכת יציבה ובתיאום למשק המקומי. צריך לזכור שכל העסק עוד יתסבך כאשר באזל 3 זילות ייכנס בשנה הקרובה, אנחנו נראה פה את התספורת הגדולה ביותר שנראתה דווקא בפיקדונות הבנקים, ברגע שזה ייכנס העמיתים ייקנסו דה פאקטו על הפקדת פיקדונות בבנקים וההשפעה המוניטרית עוד יותר תסתבך.

אמיר ברנע

ועדת הריכוזיות אסרה על שיתוף פעולה בין בנקים וחברות ביטוח, למשל בעניין הבעלות. אם אני מבין נכון את טוענת כי עקב השוני בין מבנה הנכסים וההתחייבויות של השניים דווקא שיתוף פעולה פיננסי יפחית מהותית את הסיכון.

ענת לוין

אני לאו דווקא מדברת על עניין הבעלות אלא יותר על המכשירים הפיננסיים שצריכים לדעת לעבוד אחד מול השני, במקרה זה הסיכון צריך לקבל התייחסות שונה ממה שהוא מקבל היום, צריך להיות רצון למגר את בנקאות הצל כך שהכול יהיה תחת מוסדות מפקחים.

"סולבנסי 2: השינויים הצפויים באסטרטגיה
הניהולית של חברות הביטוח"

אתה לא רוצה שיהיה ביטוח צל כמו שיש בנקאות צל. אחת הבעיות שאנו רואים לאחר יישום באזל זה שהנזילות בשווקים יורדת. הנזילות של הנכסים הכי יציבים בעולם כמעט ונעלמה, אם תסתכלו ניתן לראות שאג"ח גרמני שנחשב לאחד הנכסים הכי בטוחים בעולם יורד 8% בשבוע כי באזל גרם לכך שהנזילות בעשיית שוק יצאה מהמערכת. כתיבת סולבנסי ובאזל הסתמכה על נזילות מסוימת ועל ההנחה שנכסים לא מסוכנים הם גם הנזילים ביותר ועל פי הנחה זו נבנו התרחישים. בנוסף אם לא נתאם נכון את הסולבנסי לישראל עלול להיווצר ביטוח צל מאותו סיכון של אי נזילות.

ערן צ'רניסקי

אם אנחנו אומרים שהשווי של קרנות הפנסיה עולה על הסיכונים ולכן אין דרישות הון בגין אז חברות הביטוח שמשיקיעות בקרנות הפנסיה כמוצר משלים לא נהנות משווי ההחזקה בקרנות הפנסיה. לעומת זאת, אם הסיכונים של קרנות הפנסיה עולים על שווים, אזי נוצר מצב אבסורדי של הטלת דרישות הון רטרואקטיביות על מה שנמכר לפני 40 - 30 שנה ולעומת זאת אין דרישות הון על מכירות הפנסיה שמהוות תחליף לחלק מביטוחי החיים.

רונית זלמן מלאך

דובר הרבה על התאמה לשוק המקומי, אין ספק שזה משהו נדרש ולא ניתן להתעלם ממנו, אם נסתכל על אירופה יש הוראת מעבר נקודתיות, למשל הוראות מעבר בגרמניה בנושא הריבית בצד חישוב ההון הקיים. בארץ יש חשיפה על אג"ח שהונפק ותלוי בעמידה בתקנות ההון. אם חברה לא תעמוד בדרישות ההון החדשות עלולים להיות מופעלים טריגרים בהון המשני שהונפק לציבור, סוגיה זו צריכה לבוא לידי ביטוי בהוראות המעבר. כנ"ל לגבי הנושא של מעבר לדירוג בינלאומי, מדובר באירועים מקומיים שאין להם מקביל באירופה ולכן הם צריכים לקבל משקל נכבד

שלומי שוב

אני מתחבר לדבריה של ענת, צריכה להיות רגולציה פיננסית אחת שמסתכלת על המכלול ועל כל הממשקים בין הגופים. יש כאן השלכות מאקרו כלכליות חשובות.

ערן צ'רניסקי

צריך להבין שלא מדובר פה בשינוי מינורי והרגישות היא רבה. כל החלטה שמקבלים היא בעלת השפעה משקית על הקצאת משאבים, השקעות כספים ועל יציבות חברות הביטוח ולכן ראוי שיעשה משהו מותאם למשק שלנו ולסביבה הכלכלית בה אנו מצויים.

אבי בר-אור

המציאות היא שהרגולציה על הבנקים זה עולם אחר מהביטוח. דובר פה על התאמה למשק הישראלי וממשק רגולטורי, אם נסתכל על הבנקים, לפי הנחיות בנק ישראל הם מהווים את התחייבות הפנסיוניות של העובדים לפי אג"ח מדינת ישראל עם תוספת מרווח אמריקאי, זה אוטופיה שתכנס רגולציה אחידה.

משה שחף

בהמשך למה שאמרה ענת לוין לעניין בתי ההשקעות ואי החלת הדירקטיבה עליהם. אנחנו צריכים לזכור שיש עוד גופים מוסדיים משמעותיים בשוק שהוראות הדירקטיבה לא יחולו עליו, כל קרנות הפנסיה וקופות הגמל. פוליסות משתתפות ברווחים שלא מבטיחות קצבה וקרנות פנסיה הם כיום מוצרים דומים באופיים ובסיכון שבהם אך כללי הסולבנסי לגביהם שונים בתכלית.

ענת לוין

בהוראות מעבר. בעניין ההשפעות הכלכליות ואופן הניהול, יש עוד הרבה מה ללמוד ולהבין בכדי להגיע לאחידות, איך מחשבים, כיצד מיישמים, אחת לכמה זמן מיישמים, איך להתאים את המערכות וכו'.

שלומי שוב

האם תהיו מוכנים לשפר את התמהיל של הון ראשוני ומשני תמורת מחיר של אג"ח COCO לדוגמה שידרוש הוצאות ריבית גבוהות יותר?

רונית זלמן מלאך

חברה שמנפיקה הון ראשוני לגורמים שהם לא הבעלים שלה נכנסת לסכנה של דילול לצד פגיעה במוניטין. בנוגע לשיקולים של כל חברה, כל אחת עם השיקולים שלה ושל בעליה. המורכבות רק מדגישה את הצורך בקביעה ברורה לדרישת ההון. אנחנו שנה לפני יישום ושוק ההון צריך יותר זמן, צריך לדעת את קשת האפשרויות ובכך להיערך נכון ולדעת להתנהל נכון.

אלון גלזר

אם משווים את עולם הביטוח לעולם הבנקאות אז עולם הביטוח קשה בהרבה להבנה. מהראייה שלי הסולבנסי מסבך עוד יותר את העולם הזה ויכול להיווצר מצב שבו נוצרים עיוותים כלכליים. הכיוון של הרגולטור לצמצום הסיכונים הוא חיובי אבל הדרך של יצירת מבנה הון מורכב לא בטוח הנכונה ביותר. בהתייחס לעניין התמחור, בעיניי הוא רווי יתר על המידה בהנחות אקטואריות ומסובך מדי ובכך פוגע בניהול השוטף.

שלומי שוב

איך ניתן להסביר את הסתירה בין המחיר שהסינים משלמים על רכישת הפניקס לבין תג המחיר שלה?

יניב זיו

אין קשר בין מה שהסינים משלמים לבין האופן בו אנו רואים את חברות הביטוח. הסינים רואים לנגד עיניהם את הפעילות של חברת הביטוח וכיצד ניתן ליישם זאת בסין, מה שמעניין אותם זה לקבל את הידע. בסין כל שוק הביטוח למעמד הביניים ברמה מאוד נמוכה עד לא קיימת ולכן הם רוכשים ידע.

אלון גלזר

לסינים יש כסף והם פשוט מחפשים במה להשקיע בסביבת הריביות הנוכחית.

לגבי אג"ח COCO, לטעמי הוא מכשיר נהדר לשימוש בחברות הביטוח, בניגוד למפקח על הבנקים שיפחד להשתמש במכשיר זה כי ברגע שהוא מאותת שהבנקים בבעיה תהיה ריצה אל הבנק בחברות הביטוח הסיפור הוא שונה ופחות מהותי ולא תהיה השפעה על הפוליסות. למרות סיכון המוניטין שיכול להיות אין חשש לריצה אל חברות הביטוח.

שלומי שוב

אני רוצה להעלות שוב את הנושא של ניגוד עניינים בין הגוף המנהל והעמיתים לעניין הפוליסות המשתתפות. השאלה היא איך בונים חומות סיניות (תרתי משמע) והאם זה בכלל אפשרי?

איציק בן מנחם

היום אין דרישת הון בגין הסיכונים הפיננסיים בפוליסות המשתתפות. בפוליסות המשתתפות הישנות שנמכרו עד שנת 2003 יש דמי ניהול משתנים של 15% מהרווח ובגלל שמדובר בתיק בעל משקל גדול בכל החברות אז הרגישות לתרחישים פיננסיים שונים היא רבה. מכאן נובעת הבעיה שאתה העלית לפיה הדירקטוריון הוא בעל שני כובעים מנוגדים.

ענת לוין

דירקטור לא יוכל לקבל החלטה, יש לו חובה כלפי בעלי המניות לנהל את ההון בצורה אופטימלית וחובה לפקח על ניהול כספי עמיתי החברה בנאמנות בין השאר באמצעות הגדרת הסיכון, מדובר בכובע כפול שלא ניתן לחיות איתו וזה נושא שמחייב פתרון מצד הפיקוח. עד אז אני ממליצה לא להיות דירקטור בחברת ביטוח.

שלמה אליהו

אנחנו עושים מזבוב פיל, אני בכל שנותיי במגדל לא מכיר את וועדת ההשקעות ולא מעביר להם הנחיות. מדובר בוועדות ציבוריות עם דח"צים ועם חומות הפרדה מבעל השליטה. אין לבעל שליטה בחברה השפעה על וועדות השקעה, אין לו ידע להבין או להשפיע על החלטותיהן או יכולת לדעת את שיקוליהן.

"סולבנסי 2: השינויים הצפויים באסטרטגיה
הניהולית של חברות הביטוח"

שלומי שוב

אולי אתה לא מכיר אותם אבל הם בטח מכירים אותך...

אמיר ברנע

אולי הבעיה היא לא ברמת בעל השליטה אלא ברמת ההנהלה שמתמרצת על ידי בונסים שקשורים לרווחיות המדווחת. הרי ועדות ההשקעות יודעת מה האינטרס של ההנהלה. אני רוצה לשאול שאלה בנושא אחר, האם בתמחור מוצרי הביטוח לשנה הקרובה נלקח הסולבנסי בחשבון? איך מתמחרים את הסיכונים בפוליסות החדשות טרם כניסת ההוראות לתוקפן והאם הפקוח מתנה אישור פוליסות חדשות בעמידה בתנאי סולבנסי כפי שיחולו בעתיד?

עופר ברנדט

אי אפשר לדבר על תמחור בפורום מסוג זה. ברצוני לחדד את העניין הרגולטורי בסולבנסי. מה שיוצר את דרישת ההון זה המוצרים שנמכרו לאורך השנים ועל פיהם ובהתאם לתרחישים שונים נעשים החישובים. מצד שני, תחת אותו עקרון אנחנו מסתמכים על ההכנסות העתידיות של אותן פוליסות לגיבוי אותה דרישת הון. החיצים והכותרות תמיד מופנים לחברות הביטוח ולבנקים ומציגים אותנו כ"גונבים מהלקוחות". באופן קבוע יש מתקפה על רווחיות חברות הביטוח בעוד דרישות ההון נשארות זהות או גדלות וישנה התעלמות מהקשר שבין דרישת ההון אל מול ההכנסות העתידיות. אם נבחן את הרגולטור הבנקאי הרי ששם ראשית הדיון הוא יציבות הבנקים ורק אח"כ מדברים על דמי הניהול, אין זה המקרה בחברות הביטוח. ניתן לראות דוגמה חיה לכך בנושא הניוד שפירושו הורדת דמי הניהול בתיקים קיימים. דוגמה נוספת היא המודל הציליאני אשר עתיד להגדיל הוצאות ומשאבים על פוליסות קיימות ובכך להקטין הכנסות. כל אלו הם קצה הקרחון בשינויים הצפויים

ענת לוין

צריך לדבר גם על הקשר בין הדירקטיבות השונות בתוך הפיקוח עצמו. למשל המעבר לאג"ח בינלאומיים אל מול סולבנסי שמעלה את דרישות ההון על גידור המט"ח. צריך להחליט כיצד הדירקטיבות משתלבות ביניהן ולא לבחון כל אחת בנפרד.

אמיר ברנע

לסיכום, אני שמח על נוכחות נציגי הרגולטור בפורום זה. אציין שמלכתחילה הסיכום היה שנציגי האוצר יאזינו ולא ייקחו חלק פעיל בדיון. אני מניח שהדברים שעלו פה כבר נשמעו בעבר. הבעיה העיקרית, כפי שאני רואה, היא להמנע מיישום גלובלי חפז של הדירקטיבה האירופאית. נדרשות התאמות שמתייחסות בעיקר למוצרי ביטוח פיננסיים ותיקים. נדרש הליך אימוץ הדרגתי כאשר עם חלוף הזמן תופחת השפעת המוצרים הוותיקים על דרישות ההון. יש לבחון בהירות את השלכות תקנות הסולבנסי על תיק ההשקעות של חברות ביטוח שכולל היום השקעות באגרות חוב ישראליות קונצרניות שקיים חשש שיוחלפו בהשקעות בחו"ל או בהשקעות באג"ח ממשלתיות תוך ניגוד עניינים בין חברת הביטוח לעמיתה.

שלמה אליהו

בעבר לא היה מקרה שיצאו תקנות בלי תיאום עם חברות

הביטוח. לצערי כיום זה לא קורה, שינוי כזה משמעותי חייב להיעשות בתיאום עם הענף ועם האיגוד. אי אפשר להוציא גזרה לשוק בלי שהוא יודע כיצד לטפל בה ואיך לנהלה. נקודה נוספת, עלתה פה ההשוואה בין הבנקים לחברות הביטוח, חברות הביטוח באופן שבו הן מנהלות ובזכות מבטחי המשנה כמעט לא חשופות לסיכונים.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"בין התחייבות להון:
פרמיית הסיכון באג"ח
COCO - תמחור והשלכות"

תאריך המפגש: 4 בינואר 2016.

נושא המפגש: "בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג"ח COCO - תמחור והשלכות".

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש ינואר 2016.

אורחים שנכחו בדיון: רונית הראל (מנכ"לית מעלות), אמיר הסל (משנה למנכ"ל הראל), הילה קונפורטי (משנה למנכ"ל ומנהלת הסיכונים הראשית, כלל ביטוח), יהושע נגיד (מחלקת סולבנס, הממונה על שוק ההון, משרד האוצר), נחמן ניצן (ראש חטיבת החשבונאי הראשי, הבנק הבינלאומי), שרון גור (סגנית ראש החטיבה הפיננסית, בנק לאומי), אייל סדובסקי (בנק לאומי), נעמי שפירר (בנק הפועלים), ערן צימרמן (בנק הפועלים), שי נבו (לאומי פרטנרס), אריאל כינורי (בנק הפועלים), מיכל גור כגן (מעלות), איתי רושקוביץ (גיזה, מלווה את בנק לאומי בהנפקה).

נוכחים: פרופ' אמיר ברנע, רו"ח שלומי שוב, רקפת שני, לילי איילון, דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), גיא טביביאן (Deloitte), אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), יוסי רייטן (לשכת השמאים), רני שחם, יניב זיו (BDO), פרופ' צבי וינר (האוניברסיטה העברית), נדב שטיינברג (בנק ישראל), רו"ח אורן פרנקל (סמנכ"ל כספים, אלוני חץ), מאיר סלייטר (בנק ירושלים), אלון גלזר (לידר), פניני שמואלי, יניב אבדי (בטא פיננס), רו"ח איתי גוטליב (EY), רו"ח אפרים דרור, רו"ח זיו כהן (רשות ניירות ערך), רו"ח יעקב יודקוביץ (רשות ניירות ערך), רו"ח ואדים פו רטנוי, ד"ר טל מופקדי, עו"ד נטלי ג'ייקובס (הרצוג פוקס נאמן), עדי סקופ (IBI), זאב נהרי (יו"ר בנק ירושלים), רו"ח דני ויטאן (KPMG), רו"ח טלי רובינזון (KPMG), קרן בנגלס שער (המפקח על הבנקים), דן אבנון (מנכ"ל הרמטיק).

צוות מקצועי: לידור רוזנצוויג, עמרי כהן ורעות קליינמן.

סובייקטיבי (התערבות המפקח). רק לצורך המחשה, באג"ח להמרה זה להפך - כי החברה המנפיקה כותבת אופציית CALL ופה המשקיע הוא זה שכותב לחברה המנפיקה את ה-PUT. מה גם שבאג"ח להמרה מדובר באופציה קלאסית. מבחינה חשבונאית מדובר במכשיר חדש בעולם אשר החשבונאות הגלובלית נדרשה להתמודד איתו בשנים האחרונות. בגדול עולות שאלות בשני מישורים: מישור אחד - האם מדובר במכשיר מורכב כמו אג"ח להמרה שחשבונאית אנחנו באים ואומרים שיש מרכיב של התחייבות ומרכיב של הון. צריך לזכור שבניגוד לאג"ח להמרה, הנגזר כאן הוא הפוך ולכן הפרדה כזאת אמורה להוביל לרישום של התחייבות גדולה יותר אשר תוביל להוצאות ריבית אפקטיבית נמוכות יותר בעתיד על פני תקופת האג"ח. במידה והתשובה לשאלה הראשונה היא שלא צריך להפריד ולכן צריך לטפל במישור ההתחייבותי בלבד, עולה שאלה שניה והיא האם צריך להפריד את הנגזר הכלכלי הזה מהחוזר המארח שלו (אג"ח הסטרייט) לצורך המדידה בדוחות.

קיימים דיונים של עשרות עמודים, הן במסודות התקינה הגלובליים והן מחוץ להם, בשאלות הללו, כלומר, איך לטפל חשבונאית באג"ח COCO. מה שמצחק הוא שבסופו של דבר, כנראה שכולם כ"כ הסתבכו עד שהטיפול המסתמן הוא הטיפול הכי פשוט של פעם - עלות מופחתת ללא הפרדה כלשהי של נגזר. כלומר, הריבית הנוספת המשולמת למשקיעים כפיצוי עבור הנגזר תירשם כחלק אינטגרלי מהוצאות הריבית של האג"ח כאילו היה מדובר באג"ח רגיל. כעקרון לפי התקינה האמריקאית הטיפול יהיה בדרך כלל פשוט כמו אג"ח רגיל לפי עלות מופחתת - ולכן אני מניח שבנק לאומי ובנק המזרחי, שמיישמים את התקינה האמריקאית כמו יתר הבנקים בישראל, יטפלו בזה כאג"ח רגיל. מה שכן צריך להגיד שלפי התקינה האמריקאית קיימת אפשרות לחברה לייעד מכשיר פיננסי לשווי הוגן דרך רווח והפסד אבל צריך לבחור זאת ב-day1 ואין אפשרות לשנות זאת. ממה שאני זוכר, המפקח על הבנקים בישראל מתיר ליישם זאת רק אם המכשיר סחיר ורק באישור מראש שלו. לפחות לגבי המכשיר של בנק לאומי שאמור להיות סחיר, הדבר לכאורה יכול להיות רלוונטי. אם ירשו לבנק לטפל פה לפי שווי הוגן לרווח והפסד אז נוצרה סיטואציה מעניינת ברגעי משבר כי יש פה כרית ביטחון חשבונאית שנוצרת מעצם זה שהשווי של האופציה עולה - מה שמקטין את שווי ההתחייבות (מחיר האג"ח COCO בבורסה) דבר שמגדיל את ההון ליבה. הקוריוז הוא שזה יכול להוביל למעין מנגנון ריפוי עצמי - כלומר, יכול להיות שזה מה שיעזור לבנק בסופו של דבר לא להגיע לטריגר. מבחינת ה-IFRS הסיפור קצת יותר מורכב, למרות שגם שם כנראה לא נדרש להפריד חשבונאית את הנגזר המשופץ המרכזי ואנחנו נדון בזה

על סדר היום שלנו נמצא הבוקר אג"ח COCO. מכשירי ה-COCO הם תולדה של באזל 3 שהפיק את לקחי המשבר הפיננסי העולמי של 2008. המגמה היא חיזוק האיתנות של הבנקים, קודם כל באמצעות גידול בהון הליבה (tier1) אך גם בהקשחה דרמטית של ההתייחסות להון המשני. בעקבות השינוי אין כבר מספר רבדים של הון משני ויש רובד אחד שלו (tier2). הדרישה לחיזוק ההון המשני היא מהות ה-COCO. ה-COCO זה אג"ח שהוא אג"ח רגיל שבנוסף התנאי הנוסף מדבר על הגעה לטריגר מוגדר מראש בין אם כיחס הלימות הון ובין אם בהחלטת פיקוח, החלטת רגולטור. הוא כולל מנגנון של ספיגת הפסדים - בין אם באמצעות המרה למניות ובין אם באמצעות מחיקת הקרן. ישנן וריאציות שונות, לא כל COCO דומה ל-COCO אחר. בגדול, מבחינת כללי ההלימות - כאשר הטריגר הוא על 5% כפי שראינו עכשיו בבנק מזרחי ובנק לאומי מתכנן, זה tier2, ואם הכל יצליח אז יהיו לנו גם COCO עם טריגר של 7% ואז זה כבר יכנס ל-tier1.

ממש בימים האלה רואים בישראל שני מכשירים חלוצים בתחום הזה - אנחנו רואים את בנק המזרחי שהנפיק אג"ח COCO עם מחיקה של קרן. ניסו להנפיק במיליארד ש"ח הצליחו לגייס כ-400 מיליון ש"ח. האג"ח של מזרחי יש בו ניואנסים שהם חשובים בהקשר של ההצלחות של ההנפקות האלה. זה אג"ח לא סחיר. לפי הבורסה עדיין לא ניתן לסחור במכשיר שבעקבות הטריגר יש מחיקה. אי הסחירות מייצרת מכשול השקעה מבחינת הגופים המוסדיים. לעומת זאת, בנק לאומי מתכנן להנפיק אג"ח COCO עם מנגנון אחר - שאם הטריגר מתממש יש המרה למניות. זה לא אמור לפגוע בבעיית הסחירות והאג"ח הזה אמור להיות סחיר.

למרות ששני המכשירים הם אג"ח COCO הרי שיש להם מנגנוני ספיגת הפסדים שונים (אשר משנים במידה מסוימת את ההפסד בהינתן הגעה לטריגר - LGD). לכל מנגנון יש גם את ההשפעה שלו, שהרי מנגנון שהוא בהמרה למניות יכול להביא לדילול. בבנק המזרחי לדוגמה שבו קיים גרעין שליטה יכולה להיות לדילול כזה משמעות. בבנק לאומי זה פחות מעניין כי אין גרעין שליטה והמניות מפוזרות.

כשאנחנו מסתכלים מבחינה כלכלית ולפני שמסתכלים חשבונאית על המכשיר הזה יש לנו מכשיר פיננסי מורכב - יש כאן חוזה מארח שהוא אג"ח רגיל וחבוי פה למעשה גם נגזר פיננסי. מדובר כלכלית בנגזר משופץ שמתארח ב-COCO שהוא למעשה נכס מהצד של מנפיק ה-COCO. הנגזר הוא מעין אופציית PUT, אבל זה לא בדיוק אופציה קלאסית כי המימוש שלה לא נתון להחלטתו של אחד מהצדדים לחוזה אלא נתון לתנאי אובייקטיבי (יחס הלימות הון) ולתנאי

"בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג"ח
COCO – תמחור והשלכות"

באירופה יש ניסיון, היו שם מחיקות לא מעטות של אג"חים במשבר והניסיון באירופה מראה שהמרווחים הם מרווחים משמעותיים וממה שאנחנו מתרשמים מדברים פה בארץ על מרווחים מזעריים.

אולי זה תלוי בתחושות הכלל משקיות של הלאמת הבנקים בשעת פקודה ושהכול חסר סיכון. מהניסיון שהיה באירופה, אנחנו רואים שהרגולטורים "אכלו" את האג"חים הנחותים והם הלכו למשלם המיסים לפני שהם פגעו באג"ח סיניור. זה היה קו פרשת המים וזאת לדעתי הנקודה הכי חשובה כאן כמדברים על תמחור. כלומר, היכן יהיה קו פרשת המים של הרגולטור הישראלי בשעת פקודה? מתי הוא יכניס את היד לכיס של משלם המיסים לפני ש"אכל" מהאג"ח? הניסיון האירופאי אומר שהוא יכניס את היד לכיס רק אחרי שהוא ימחק את כל האג"חים הנחותים שבראשם כעת נמצא ה-COCO. אגב, אני מבין שבאירופה חוקקו חוק/תקנה שאומרת שאם יקרה בעתיד מצב שמכניסים יד לכיס של משלם המיסים אז צריך לעשות גם תספורת מוגבלת לאג"ח הסיניור. בישראל אין עדיין אפילו את זה.

השאלה המרכזית היא היכן אנחנו צריכים להיות בתמחור ביחס למרווחים הנצפים באירופה הן לאור המדיניות הצפויה של הרגולטור ב"שעת פקודה" והן לאור הבדלים אפשריים באיתנות הנוכחית של הבנקים. כמובן שצריך לצאת מהשוואה של תפוחים לתפוחים, כלומר, tier 2 ל- tier 2. שאלה נוספת היא ההבחנה בין בנקים לחברות ביטוח. כרגע ה-COCO שלנו הוא בבנקים והשאלה אם זה גם יגיע לחברות הביטוח. זה עסק שהוא אחר מעסק שהוא בנקאי, זה עסק הרבה יותר מסובך אבל חברת הביטוח יכולה לצמצם את הסיכונים שלה. זה מודל שהוא מודל סטטיסטי והיא יכולה בעזרת מבטחי משנה לצמצם את הסיכון.

שי נבו

אתם יודעים בכמה נסגר מזרחי? 3.25%. יותר גבוה מאח. 325 נקודות מהמשלה, הנחות של מזרחי הוא בחצי אחוז – 60 נקודות spread.

בהמשך. אגב מבחינת מס, יש סיכוי גבוה שמס הכנסה ילך עם החשבונאות וכיכר בזה כהתחייבות, גם אם הבנקים ישלמו ריבית שהיא יותר גבוהה זה יוכר להם כהוצאה.

העניין המרכזי של הדיון שלנו הבוקר הוא נושא תמחור אג"ח ה-COCO. אין ספק שיש פה עניין מורכב ביותר מבחינת הבנת המכשיר והתמחור שלו ונוצרים פה לכאורה כל התנאים המקדמיים הקלאסיים לכשל מערכתי. הסיפור מדאיג אותי, יש את החשש הזה שכולם אומרים שהכול בסדר ויש אינטרס של כל המערכות להרגיע. מבחינת בנק ישראל המכשיר מייצר סיטואציה נוחה כי "בעת פקודה" הוא יקל עליו שלא להכניס את היד לכיס של משלמי המיסים כך שאין ספק שמבחינת הרגולטור יש כאן אינטרס ברור. גם מבחינת הבנקים יש אינטרס לגייס את הכסף במחיר שהוא זול ככל הניתן ולהרגיע את כולם תוך כדי.

איך מתמחרים נכון את הסיכון של האג"ח הזה? איפה יהיה קו פרשת המים? איך מודדים את ה-probability של ה-default? עד מתי נכון להגיד שלא מציאותי כניסה לטריגרים? אם אני מסתכל על בנק לאומי, אז הוא נמצא ביחס הלימות הון כמעט כפליים מאשר מיחס הטריגר. מצד שני הבנקים נסחרים היום במחירי שוק משמעותית מתחת להון העצמי. זה יכול להיות שזה אומר משהו על איך שהשוק רואה את הנכסים. במצב של מיתון ואבטלה אני לא יודע אם הפסד 4%-5% מנכסי הבנק הוא הפסד לא מציאותי. בואו נניח שאיכשהו ניתן לתמחר את נושא הטריגר של הלימות ההון שהוא אובייקטיבי אבל איך מתמחרים טריגר סובייקטיבי כמו החלטת מפקח? וישנה שאלה עד כמה ה-COCO הוא הון בתחפושת של חוב. אנחנו מבינים שבנקודות הזמן הזו שהבנקים נסחרים מתחת להון שלהם קשה להם עד בלתי אפשרי להנפיק מניות. אם הייתי משקיע הייתי מעדיף לכאורה היום לקנות את מניות הבנקים מאשר את האג"ח COCO שלהם, שהרי ברכישת המניות שלהם יש לי לפחות את האפסייד.

אני במיוחד מודאג מההשוואה לאירופה, כלומר, למרווחים שאנו רואים כיום באירופה של האג"ח COCO ביחס לאג"ח הבכיר לאור המרווחים המסתמנים. אנחנו לא המצאנו את זה,

ה-COCO שמונפקים בעולם שייכים לשתי משפחות - Additional tier1 ו-tier2. בארץ כמוכן הפיקוח בכלל לא העמיד יעדים של Additional tier1 וכל המכשירים שיונפקו יהיו של הון רובד 2. התמחור של שתי המשפחות האלה שונה לגמרי. מכשירי הון רובד 1 נוסף מכשירים ללא זמן פירעון, הטריגר שונה ולכן כל התמחור מערבב שני מכשירים שונים וקשה מאוד להשוות.

אמיר ברנע

שרון צודקת לגבי ההבחנה בין רובד 1 לרובד 2. אם מדובר ברובד 1 שמחייב אג"ח צמיתה וטריגר גבוה של 7% הלימות הון מדובר על מכשיר הוני כמעט טהור. ברובד 2 זה סיפור אחר. במסגרת המרחב בין הון עצמי לבין חוב, רובד 1 אולי קרוב להון עצמי ורובד 2 אולי קרוב לחוב. השימוש ב-COCO נבחן בשני אספקטים: אספקט הרגולציה - האם המכשיר משרת את מטרת הרגולציה? אין זה רק עניין העלות למשל המיסים במצב משברי אלא ההשפעה הרחבתית שיש למשבר בשוק ההון על המשק. האם המכשיר ממתן השפעה רוחבית בשוק ההון? האם המכשיר עומד בפני עצמו או שהוא חלק ממערך שכולל ביטוח פיקדונות. האם בנק ישראל חושב שדרך הלימות ההון הוא פותר את בעיית המשבר הרוחבי? ומה ההשלכות על הבנקים? למשל מה משמעות הודעה של בנק שהגענו או שמתקרבים לטריגר? האם תתחיל ריצה על הבנק? האספקט השני הוא נושא התמחור - איך מתמחרים נייר כזה. באה מעלות וקבעה שני notch פער בדירוג בין COCO רובד 2 ובין חוב בכיר. אם נבחן את טבלת דירוג מעלות נראה משהו כמו פער רבע עד חצי אחוז ל-notch. כלומר מעלות מעריכה פער של חצי אחוז עד אחוז ל-COCO רובד 2. האם סביר? מוצע לנו מודל האופציות כמכשיר תיאורטי להערכת COCO. מודל האופציות הכוונה למודל מרטון משנת 1974, מודל מקובל לתמחור סיכון באגרות חוב. נלקח במודל בחשבון משך זמן הפירעון כך שלא ברור איך ייושם לרובד 1 כשמדובר באג"ח צמית אבל אלה שאלות טכניות. מה המשתנה המקרי על הציר האופקי? באופציה רגילה זה מחיר המניה. בהערכת חוב, זה שווי נכסי החברה למועד הפירעון. כאן זה יהיה ההון העצמי של הבנק. זאת שאלה כי לכאורה הטריגר הוא במונחים של הלימות ההון אבל הלימות הון נגזרת מהשתנות שווי הנכסים. כמה צריכים הנכסים להשתנות כדי שנגיע ל-5% הלימות הון שזה מחצית מהלימות ההון tier1 שהיא נניח 10%. האם בגלל המינוף הגבוה של המערכת הבנקאית מספיק שינוי בשווי נכסים של 5%? שינוי של 5% בשווי הנכסים משפיע ב-50% על ההון העצמי. נכון שהנכסים של הבנק הם לא רק אשראי,

חלקם נכסים סחירים, חלקם מזומנים. אבל האם ההשתנות של הנכסים ב-5% היא השתנות כל כך מרחיקה לכת? אומנם לא בחנתי הפעלה של מודל מרטון לקביעת התמחור הראוי אבל להערכתי התוצאה יותר קרובה למספרים באירופה מאשר בתמחור כאן בו מדובר על בערך חצי אחוז פער בין COCO לאג"ח בכירה.

שרון גור

יחס הלימות ההון מוחשב כהון של הבנקים חלקי נכסי הסיכון. לכאורה כדי שנרד במחצית ביחס הלימות ההון שלנו, אנחנו צריכים או לאבד חצי מההון שלנו או להכפיל את הנכסים שלנו.

אמיר ברנע

כדי שנגיע למחצית מההון, כמה צריכים הנכסים לרדת? 5%! את צודקת בזה שיש מורכבות כי הנכסים לא הומוגניים. האשראי מהווה שני שליש מהנכסים כשליש הם נכסים פיננסיים. שנית, יש בעיה של מיסוי שמקזזת את הירידה. שלישית, יש דינמיקה של תיקון תוך כדי תנועה. זה לא הליך שהוא מעבדתי שמשתנה מקרי זז באופן לא מבוקר. אם למשל תהיה ירידה חדה בנכסי הבנקים תחולנה פעולות מתקנות. כל הדברים האלה אינם במודל האופציות. המעורבות המתקנת איננה חלק מהמודל ולכן הפעלת המודל בעייתית.

איתי רושקוביץ

דיברתם על מרווחים של tier1 ו-tier2. צריך לדעת שבעולם היו עד היום 285 הנפקות, יותר מ-80% מההנפקות היו ב-tier1 ויש לכך שתי סיבות: סיבה ראשונה היא שהבנקים בעולם צריכים להדליק ורובד אחד נוסף במפורש זה כתוב ביחסי הלימות ההון שלהם. שתיים ולא פחות חשוב זה שיחס רובד 1 נוסף לעומת רובד 2 עומד כנגד יחס המינוף. מכיוון שרוב הבנקים בעולם ובטח הבנקים הגדולים שהם ממונפים ויש להם פעילויות נגזרים גבוהות צריכים את רובד 1 נוסף כדי לשפר את יחס המינוף וזה יותר זול מלהנפיק הון ליבה. בישראל שני הדברים האלה לא מתקיימים. אף אחד לא צריך את זה במפורשות ביחסי הלימות ההון - זה לא קבוע בחוק בבנק ישראל. ויחס המינוף לא מצריך הנפקה של רובד 1 נוסף. בנק לאומי לדוגמא נדרש ל-6% ונמצא יותר קרוב ל-7%, זה spread מאוד משמעותי לא מצריך הנפקה של רובד 1 נוסף. כשאנחנו מסתכלים על עולם המרווחים צריך להסתכל רק על רובד 2, ובמקרה של לאומי צריך להסתכל על תת-קטגוריה מאוד קטנה שהיא רובד 2 המרה למניות. המרווחים ברובד 2 בעולם אומנם נמצאים בערך 300 נקודות מהממשלתי. אבל אם

"בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג"ח
COCO - תמחור והשלכות"

איתי רושקוביץ

זה נכון וגם צריך לזכור שכנגד האשראי הזה יש ביטחונות. גם אם אני מחליט לסווג חוב כחוב פגום אבל הוא מובטח היטב אני לא לוקח את ההפסד לספרים. צריך להבין את אופי תיק הנכסים של הבנק. הבנק מחזיק גם הרבה נכסים חסרי סיכון לדוגמת אג"ח ממשלתיות שמוחזקות כנגד כרית הנזילות.

עוד דבר שחשוב לנו לחדד - tier2 זה הון gone-concern-capital ויש כאן קצת בלבול בין קורה לבעלי המניות כשמגיעים ל-PONV, קודם כל, יחסי ההון של בנק ישראל לא בנויים כמקשה אחת. אם בנק ישראל היה רוצה 9% הון ליבה היה קובע זאת במפורש בהוראות בבאזל 3. הוראות באזל 3 בנויות מכריות, מעל יחס הון הליבה של 4.5% המינימאלי יושבת כרית שימור הון של 2.5%. הסנקציות כנגד כרית שימור ההון אומרות שאם אתה יורד לתוך הכרית מוגבלות חלוקות הדיבידנדים והבונוסים. ברור שבפרקטיקה בנק ישראל יעצור זאת לפני אבל הנקודה שהיא שבנק ישראל לא אומר שב-9% הוא עוצר ועכשיו יש PONV. זה לא מכשיר לחידוש הון זה מכשיר שאמור להגיע קרוב ל-default ולכן, אם תיקח את יחס הלימות ההון המינימאלי של 9% הון ליבה ותוריד 2.5% כרית שימור הון תגיע למסקנה שה-PONV האמיתי נמצא באזור אולי של 6.5%. זה באמת הנקודה שבה בנק ישראל יכול לכוון ל-PONV כי אחרת יש כרית שימור הון. ולא סתם מבחני הקיצור מכוונים ל-6.5%. לחשוב שבנק יהיה ב-5.4% ויתלבטו מה לעשות זאת מחשבה יותר רחוקה.

נקודה אחרונה לגבי המניות, לא היה עד היום אף אירוע בעולם מחיקה של COCO ולא המרה של COCO למניות. היו באירופה הרבה מחיקות לאחרונה של subordinated, היו ארבעה בנקים איטלקיים שמחקו, ב'נובו-בנקו' בפורטוגל מחקו חוב בכיר אפילו. מה שמשותף לכל הדברים האלה זה שהאקוויטי נמחק. מי שחושב שבנק יכול להגיע לאזור ה-6% ואז יכריזו PONV ומי שיספוג את ההפסדים יהיה ה-COCO שיומר למניות ויזרם לממשלתי פנימה והאקוויטי כל מה שיקרה לו יהיה דילול זה לא הפרקטיקה בעולם.

מסתכלים על ההנפקות המאוד בודדות של חבד 2 של בנקים שהנפיקה עם המרה למניות, רואים מרווחים של פחות, של בערך 250 נקודות. מלכתחילה כל האוכלוסייה הרלוונטית להשוואה זה בנקים שמנפיקים חבד 2 של COCO שזה קרדיט סוויס, UBS וברקליס. לא תראו עוד בנקים מובילים שהנפיקו חבד 2.

בהשוואה לסיכון צריך להביא בחשבון שפרופיל הסיכון של בנקים בישראל פחות מסוכן בהשוואה לבנקים באירופה. כאן משתמשים בגישה סטנדרטית של הלימות הון ולכן כשאתם משווים יחס הלימות הון של 9.5% בבנק לאומי ל-12%-11% בבנקים בחו"ל אתם לא משווים תפוח לתפוח. אם תסתכלו על צפיפות נכסי הסיכון, תראו שבנק לאומי לדוגמה מקצה בגישה הסטנדרטית 75% נכסי סיכון למאזן והבנקים באירופה אנחנו רואים 40%-30%-25%. אם שנינו היינו עוברים לגישה סטנדרטית, הלימות ההון של בנק לאומי היתה נראית הרבה יותר טובה בהשוואה לבנקים הזרים.

כמו כן, הפרופיל המאזני בישראל הרבה פחות מסוכן. לדוגמה נכסי הסיכון שוק בבנק לאומי עומדים על 2% בלבד. אם נשווה זאת לבנקים גדולים באירופה מדובר על 15%-10%, זה חשיפה להפסד ממסחר שיקרב מאוד לטריגר. גם אם נסתכל על התנהגות של הון רגולטורי, גם ב-2008 תחילת 2009 ההון הרגולטורי כמעט לא זז. ההון הרגולטורי כשלעצמו הרבה פחות רגיש לשינויים מאשר שווי השוק של המניות. אם נסתכל על סיטי, סיטי ירד ב-99% במהלך המשבר וההון הרגולטורי שלו נשאר מעל 8%. מעבר לכך, בנקים במשבר ב-2008 ההון שלהם עלה בהשוואה לבנקים שלא היו במשבר וזה משקף שההון הרגולטורי לא מגיב כל כך במהירות למשבר. אם מישוהו מצפה לתהליך של jump to default מ-10% ל-6% הדברים האלה לא קורים בפרקטיקה.

אמיר ברנע

אתה אומר שהחשבונאות לא מעדכנת את שווי תיק האשראי כמו שהשוק מעדכן?

אתה ציינת את העובדה שהבנקים נסחרים ב-0.8 על ההון כנקודה שמצביעה על סיכון שגלום בשוק ושלא מתומחר ב-COCO, אני לנקודה הזאת לחלוטין לא מסכים. כי מה שרואים בייחוד בארץ ככל שבנק ישראל מגדיל את דרישות ההון ומייצר לבנקים עוד ועוד כריות, התופעה שהוא גורם זה הורדה של התשואה להון וירידה של הסיכון בחוב ותופעות האלה דווקא עקביות ויכולות במידה רבה להסביר מחירי מניות נמוכים וסיכון חוב יורד. לא הייתי אומר שמהיחס שהמניות נסחרות על ההון שצריך להשליך על סיכון. לגבי תמחור באופן כללי - העולם היום הוא עולם שבו חוב מתומחר יותר ביוקר מאקוויטי, לבטח מי שהולך על כל מודל מסורתי של תמחור צריך להעדיף אקוויטי על חוב. אין ספק שה-COCO נמצא בתחום שבין חוב להון. מודל מרטון מאוד קשה ליישום פרקטי כי אנחנו לא יכולים לדעת מהו שווי הנכסים - אם לוקחים את שווי המניות אז אם השוק יודע שהאפשרות שיש דילול אזי זה פרוקסי טוב לחשב את שווי הנכסים של החברה בהתבסס על שווי שווי המניות הסחיר ועוד שווי החוב.

ניסינו לתמחר את הסיכון ב-COCO כאופציית PUT על מניות הבנק. התוצאה שיצאה הפתיעה אותי אבל מסתבר שכדי להגיע לפרמיות, דומות למחיר שצוטט קודם ל-COCO של בנק מזרחי, נגיד 3% מרווח סיכון לשנה, אם הטריגר הוא ירידה של מעל 50% במניה, צריך להעלות את סטיות התקן כדי להגיע ל- 3% מרווח לאזור ה- 65% ולהניח דיבידנד של 5%. ציפיתי לקבל שהשוק לא מתמחר פרמיית סיכון מספיקה ויצאו פרמטרים מאוד קיצוניים כלומר לפי מודל לא מדויק זה, המרווח שהשוק דרש ממזרחי, אפילו גדול מדי. מה שאני רוצה להגיד זה שקשה להשתמש במודל האופציות ולבטח הוא לא יודע לתמחר מה תהיה ההחלטה הסוביקטיבית של בנק ישראל לגבי אירוע אי קיימות.

אמיר ברנע

אתה מציג את סטית התקן הגבוהה הנדרשת ל-3% בתור אבסורד. היום סטיית התקן של מניות הבנקים היא כ-25% כלומר 65% הוא חריג. מכאן שאתה מצדיק את הגישה של מעלות של פער של שני notch בלבד.

אמיר הסל

אני אומר שמודל האופציות לא מדויק, אבל התוצאה שקיבלתי לפיו מצביעה דווקא שהתמחור הוא יותר מהוגן. בהיעדר מודל, אנחנו צריכים ללכת לפרמטרים יחסיים ותחושות. התמחור צריך להיות בין עלות החוב של הבנקים

לבין התשואה על ההון של הבנקים. כמו שצוין באירופה, COCO של בנקים דומים נסחרים ב-3%-2.5% מרווח מעל ממשלתי. זה מחיר שוק של שוק גדול ומשוכלל ושהוא זמין לנו ואנחנו משקיעים בו. אני לא מבין למה התמחור בשוק הישראלי צריך להיות שונה מאוד משם.

אנחנו לקחנו בנקים שדומים במאפיינים לבנקים הישראליים. אולי אפילו ניתן להגיד שלבנקים הישראליים יש פרמטרים מיוחדים שמקטינים יחסית את הסיכון ביחס לבנקים האירופאיים האלה, מצד שני הם יותר קטנים, ויש בהם גם חשיפה לסיכונים של מדינת ישראל שהוא סיכון שאנחנו כבר מאד חשופים לו. שורה תחתונה אני לא חושב שהמרווח של ה-COCO בישראל צריך להיות שונה באופן משמעותי מבנקים דומים באירופה. אני כן רואה תופעה שאותם שלושה ניירות שיש שהם פרוקסי ל-tier1 נסחרים במרווחים יותר נמוכים. אני חושב שהם לא מתמחרים בצורה נאותה אבל צריך לזכור שיש אחד שהוא שנה לפדיון ונשאר רק עם 2 ניירות והם לא benchmark מייצג.

כשאני מסתכל על המכשיר הזה ומשווה אותו נגיד לחברה מדורגת ב-AA ה-PD הרבה יותר נמוך, זאת אומרת ההסתברות שגייע לקריסה הרבה יותר נמוכה, מצד שני אם קורה לנו אירוע זה 0 או 1 וה-COCO יכול להימחק. אם כבר נגיע לשם אז ההפסד הוא הרבה יותר גבוה מאשר באג"ח אחר של חברה. זה קצת מזכיר לי רצועת ביניים ב-CDO שההסתברות שהרצועות הנחותות עד אליך יאכלו נמוכה אבל אם הגיעו אליך, נחתכת לחלוטין.

מיכל גור

חשוב לציין את הסמנטיקה של הדירוג שלוקח בחשבון רק PD ולא recovery.

אמיר הסל

לכן אני אומר שאין ספק שמדובר במכשיר מסוכן, אין ספק שהוא צריך להיסחר בפרמיה משמעותית מעל ניירות אחרים של הבנק ולתמחור מכיוון שאין לי כלים הייתי לוקח את האזור של הניירות הבינלאומיים כ-benchmark הכי טוב.

שלומי שוב

יש פה גופים מוסדיים, ה-solvency מאוד מחמיר עם השקעות, צריך לראות איך השקעה ב-COCO מסווגות לעניין ה-solvency, האם רואים אותה כמניות? האם היא דורשת הכי הרבה שכבות הון, אני מניח שזה גם משהו שנכנס לתוך השיקולים של הגופים המוסדיים מהצד של המשקיע.

"בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג"ח
COCO - תמחור והשלכות"

ישקיעו ב- COCO בזמן הנראה לעין.

נטלי גייקובס

מדברים על הערכות שווי אבל צריך לזכור שה- COCO נולדו מהרצון לבטח מפני אי ודאות רגולטורית ומפני שינויים דרמטיים בהון. מה שאנחנו עושים זה שלוקחים קבוצת משקיעים אומרים שאתם תיקחו את הסיכון של שינויים בהון ושינויים ברגולציה. וזה נוגע לשם של ה- COCO - Contingent, אתם יודעים להעריך את השווי של השינויים ברגולציה? הרגולטורים בחו"ל אחרי המשבר לא ידעו לעשות את זה. מה יותר קל לעשות מאשר להגיד שאנחנו יודעים כמה משלמי המיסים שילמו במשבר שהיה אז בוא ניקח את הסיכון הזה ממשלמי המיסים, נעביר אותו לקבוצה ועכשיו צריך לשאול את עצמו האם הקבוצה הזאת מספיק מתוחכמת להבין את האי ודאות ובפורום שווי הוגן כזה לדבר על השווי הנכון של הסיכון הזה. מהזווית המשפטית מטריד אותי שאני מייצגת מוסדיים שמשקיעים או בנקים שכותבים את זה התשובה נמצאת בפרטים. תסתכל על מזרחי ועל לאומי, יש שוני, זה נייר עם אותו שם אבל המהות יכולה להיות שונה בצורה דרמטית. מדברים על tier1 ו- tier2. התחלנו בארץ מ- tier2 אבל כשגוף מוסדי משקיע ב- Contingent Securities יש גם tier1 ויש גם tier2 וצריך להבין את הסיכונים של המכשיר הזה. לא דומה הויתור על הקרן להמרה למניות.

שרון גור

בגלל הקושי בתמחור הרבה פעמים אנחנו מסתמכים על השוואה לאירופה לאיזה משפחה קטנה של מכשירים דומים ואני רוצה להמחיש כמה השוואה הזאת בעייתית כשאנחנו מדברים על עולם של IRB מול עולם של סטנדרטי. קחו משכנתא בישראל, משכנתא בישראל משוכללת לצורכי הלימות הון ב- 65% ואני צריכה להחזיק עוד אחוז מהון כלומר

אמיר הסל

מהכספים שחברות הביטוח מנהלות הנוסטרו הוא בסביבות 20%.

מה שאני יכול להגיד זה שלא הצלחנו לקבל למרות ניסיונות רבים את התשובה איך צריך להיות מסווג COCO כהשקעה מבחינת solvency2. ההתייחסות היחידה ששמענו זה מודלים ספציפיים של חברות ביטוח שמותר להם לפי רגולטור האירופאי לשים מודל ספציפי ואז הם שמו איזה מודל אופציות אבל זה לא מותר לחברות הביטוח בארץ ולכן אין תשובה כרגע.

אמיר ברנע

יש לך שתי חברות ביטוח, אחת מנפיקה tier2 והשנייה משקיעה בזה. האם נוצר במערכת הון עצמי? הרי אפשר לעשות החלפות בלי סוף.

הילה קונפורטי

יש התייחסות ב-solvency, יש קיזוז מההשקעה במכשירי הון של גופים פינוסים אחרים אבל רק כשה בשיעור משמעותי מההון של החברה שמשקיעים בה ומההון בחברה שמשקיעה. זה לא הולך על השקעות שהן בעלות אופי פינוסי. הכלל הוא שכל עוד יש זה לוח סילוקין אתה יכול להתייחס לזה כאג"ח, והשאלה היא האם אתה יודע מה לוח הסילוקין. כל עוד לא היה הטריגר אתה חושב שאתה יודע מה לוח הסילוקין.

אמיר הסל

בנקים שמשקיעים ב- COCO של בנקים אחרים צריכים לשים 100% הון ויש מגבלות חמורות כבר היום על השקעה של חברות ביטוח בחברות ביטוח כך שחברות ביטוח לא יוכלו להשקיע אחד בשני ולייצר הון. אני חושב שבחוסר הודאות הרגולטורית סביר להניח הנוסטרו של חברות ביטוח לא

בערך 75%. כמה בסקנדינביה? 8%-7%. באירופה 30%-15%. אז כשאנחנו מדברים על הבדלים בגישות זה מאוד משמעותי ליציבות הבנקים. וכשאנחנו משווים את התמחור של מכשירים זה מאוד משמעותי. גם העובדה שבנקים באירופה יכולים להחזיק מודלים פנימיים כדי לתקף את הסיכונים שלהם ואנחנו לא.

אמיר ברנע

באופן פרדוקסאלי דווקא הכנסת מכשירים כאלה מקטינה את דרגות החופש של הרגולטור, הוא לא יכול ישר לתת הלימות הון כי הוא יודע מה השלכה שלה על הניירות האלה ועל הסיכון הרוחבי של הבנקים.

שרון גור

אני מסכימה שהוא יכול אבל אני חושבת שהוא לא ירצה. אני רוצה להזכיר לכם שהפיקוח בישראל מנהל את הסיכון של הבנקים לא בהלימות ההון של היום אלא בהלימות ההון של יום אחרי המשבר החמור ביותר שיקרה. ההנחיה לבנקים להחזיק הלימות הון גבוהה מ-9% או 10% אבל הפיקוח גם אומר לנו לנתח סט של תרחישי קיצון חמורים- מגפות, מלחמות, משברים עולמיים, ותחת התרחיש החמור ביותר הבנקים צריכים להראות לו היום שהם מחזיקים הלימות הון של 6.5%. הוא אומר לנו שתחת התרחיש החמור ביותר שמדבר על 50% ירידה בשוק ההון, 12.5% אבטלה, 25% פגיעה בשערי המטבע, תחת המשבר החמור ביותר כל הבנקים מחזיקים היום מספיק הון כדי להיות מעל ה-6.5% האלה. זאת אומרת שהפיקוח בניתוח שלו של ה-PD של המערכת הבנקאית לא חושב שסביר שהמערכת הבנקאית תגיע אפילו בקירוב ל-5%. לכן אני חושבת שיכול להיות שהוא יעשה שינויים רגולטורים אבל הוא לא יעשה שינויים שיביאו את המערכת למקום שבו הוא יצטרך להפעיל את הטריגר הסובייקטיבי.

שי נבו

בנק מזרחי הנפיק בפסח 2007, טרום המשבר. אג"ח באזל 2, עכשיו המשקיעים בגלל ההנפקות של מזרחי ולאומי נכנסו וקראו את תנאי השטר הזה. השטר הזה הוא COCO לכל דבר ועניין, הטריגר שלו הוא ב-6%. יש לו שיקול דעת של הדירקטוריון לא לשלם ריבית, אם הבנק מפסיד כסף הוא מומר למניות. זה תלוי בשיקול דעת של הדירקטוריון ולא של הפיקוח. זה מתומחר במרווח של 125 נקודות מעל אג"ח ממשלתי. הסדרה היא כמעט 2 מיליארד שקלים, זה לא איזה אג"ח של 30 מיליון שקל. יש בו מסחר גדול. ברור שזה עיוות. מזרחי הנפיק

עכשיו ב-325 נקודות נייר פחות מסוכן לכאורה. התפיסה של השוק היא שהסיכון בבנקים הרבה יותר נמוך.

אלון גלזר

לבנק הפועלים יש מוצרים היברידים. אחד התנאים היה שאם מפסידיים שישה רבעונים רצופים הבנק מפסיק לשלם ריבית. מה שקרה שבמשבר של 2008 היה לו הפסד אחד ענקי ברבעון ואז פתאום הגיעו למסקנה שאם נספור שישה רבעונים אנחנו בדרך להפסד במשך שישה רבעונים רצופים ואז צריך להפסיק לשלם ריבית, אוטומטית הורדת דירוג ובנק ישראל אמר תמשיכו לשלם, כדי שלא תהיה ריצה אל הבנק. כל הזמן אומרים שהרגולטור לא יעשה שום דבר כדי לא להפעיל את המכשירים האלה, על מנת למנוע פגיעה ביציבות וריצה אל הבנק, אבל תחשבו מה יהיה כשהיו 10 מיליארד של COCO לכל בנק גדול. ואז בנק ישראל יגיד יש לבנק הון עצמי של 30 מיליארד שקל, עכשיו נגיד פתאום יש משבר דיור והוא אומר לפני שנגיע באמת למשבר אמיתי אז במקום שיהיה 30 מיליארד אני אהפוך ל-40 מיליארד ואז דווקא השיקול של בנק ישראל הופך להיות מאוד חשוב בנק ישראל עשוי להגיד ובצדק שאלה מוצרים שהם לא באמת אג"חים (כלומר הקו של בנק ישראל יהיה בין ה-COCO לכל החוב האחר של הבנק), וכדי להציל את הבנק אני אפעיל את ה-COCO עוד לפני, כשהלימות ההון תהיה 9%-8% ולא אחכה ל-6%. בעצם יש פיתוי לרגולטור להפעיל את ה-COCO, עוד לפני שנגיע למשבר ולהפסדים גבוהים

אמיר ברנע

האם כשאתם קובעים את פער הדירוג בין האגרות חוב האלה לאגרות חוב בכירות של בנקים בארץ, האם השיקול שונה מאשר קביעת הפער באירופה? האם יש התייחסות ספציפית לנתונים הישראליים שהועלו פה אשר משנים את פרופיל הסיכון של המערכת?

מיכל גור

לגבי היציבות של הבנקים זה נכנס בדירוג המנפיק. כשאנחנו קובעים את הדירוג של הניירות הספציפיים קובעים דירוג של השטרות השונים ביחס לחוב הבכיר מי משקף יותר סיכון. אחת הסוגיות הכי חשובות זה לקחת בחשבון שאנחנו עובדים פה בסקאלה מקומית ולא בסקאלה גלובלית. ולכן אם תחשוב על הקונספט הגלובלי של אותם דירוגים ilAA זה יכול להתרגם גם מקבוצת הדירוג BB שמשמעותה non-investment grade בסקלה גלובלית, זוהי סוגיה שהיא רוחבית לא רק

"בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג"ח
COCO - תמחור והשלכות"

אמיר ברנע

הפער בערך בין רבע אחוז לחצי אחוז ל- notch. כלומר, בערך חצי אחוז עד אחוז בפער בתשואה בין אג"ח רגילה של בנק לאומי לבין הנייר הזה.

שלומי שוב

את לוקחת גם בחשבון שבמקרה של טריגר האג"ח האחות נהנית מההמרה הזאת כי יש לה את הכרית בטחון של האחות שלה?

מיכל גור

זה בא לידי ביטוי אם נותנים משקל הוני למכשיר הזה, או ע"י מתן תמיכה לחוסן הפיננסי העצמאי (Stand Alone Credit Profile) בגין הון סופג הפסדים (Additional Loss Absorbing Capital), אשר משמש כרית נוספת לחוב הבכיר ולא נלקח כחלק מההון עבור הערכת הדירוג העצמאית. כרית זו בעצם החליפה את תמיכת המדינה שנהגנו לתת לדירוגי הבנקים בעולם לפני עולם הסדרת ספיגת ההפסדים של בנקים בקשיים (BRRD) ע"י הממשלות, בעקבות לקחי המשבר הפיננסי ב- 2008. שני גורמים אלו, יחד או לחוד, אכן יכולים לשפר/לתמוך את דירוג החוב הבכיר (זהה לדירוג מנפיק).

אמיר ברנע

אני רוצה להזכיר לך כי אחד הלקחים מהמשבר של שנת 2008 היה שלבנק שמחזיק ביטחון ראשון לא היה בעבר אכפת שמנפיקים ביטחון שני, להפך, מצבו של הבנק כמלווה משתפר. הנפקה שהיא נחותה לחוב הבנקאי לכאורה משפרת את מצב המלווה הבכיר. ראו במשבר שלנחות יש זכות להביא את הלווה ל- default דווקא בסיטואציה המשברית שאז זה פוגע בביטחון הבסיסי. כלומר, נלמד לקח ב- 2008 שהנפקה

ל- COCO אלא גם לתמחור האג"חים המדורגים בסקלה מקומית.

זה לא תרגום חד ערכי, יכול להיות שיש לך 3-4 notch בסקאלה הגלובלית וזה נותן לך notch או שני notch פחות מרווח בסקלה המקומית. כי ההמרה היא לא חד ערכית. יכול להיות שאתה יורד 3 דרגות בגלובלי וכשאתה ממיר למקומי זה נותן לך רק פער של שניים בגלל הטכניקה של ההמרה.

אמיר ברנע

כשאתם קובעים את הפער בין senior debt לבין ה- COCO מה השיקולים ומה ההתייחסות?

מיכל גור

אנחנו לוקחים את הדירוג של הבנק אחרי שאנחנו מנקים ממנו את תמיכת המדינה, מסתכלים על ה- stand alone, מורידים את הסיכון ל- default זאת אומרת לדחיית קופון או להמרה של קרן או למחיקה של קרן שבדרך כלל זה notch אחד או שניים. מגיעים לאיזשהו דירוג גלובלי אחרי שהורדנו את השני notch האלה. מתייחסים גם לסיווג הרגולטורי של המכשיר כהון רובד או רובד 2. רובדו נקנס בעוד notch, אז זה יכול להגיע אפילו לשלושה notch. אחרי שניקינו את סיכון ה- default על הסקאלה הגלובלית, ממירים את התוצאה לסקאלה מקומית ואז מורידים עוד notch על נחיתות חוזית, כי אנחנו חושבים שהנחיתות החוזית צריכה להיעשות על סקאלה מקומית.

הפער בדרך כלל אמור להיות בערך שלושה או ארבעה notch, בסולם דירוג גלובלי. בבנק לאומי מתקבל פער של שני notches בין היתר בגין המעבר לסולם דירוג מקומי. דירוג המכשיר לוקח בחשבון notch אחד על נחיתות חוזית ו- notch אחד על המרה מנדטורית למניות בקרות הטריגר.

בביטחון שני פוגעת בביטחון הראשון ולא משפרת אותו. האם אי תשלום רובד 2 קורא ל- default או לא קורא? מה קורא לאי תשלום?

איתי רושקוביץ

ברובד 2 זה הרבה יותר קרוב ל- default מאשר אירוע תיאורטי. אתה לא יכול למחוק רובד 2 בנקודת הלימות הון גבוהה. אין תרחיש סביר שבו הבנק נמצא בהלימות הון גבוהה, הרגולטור יחליט שהוא יקצה יותר הון כנגד איזה סיכון ואז הוא אומר שהגענו לאי קיימות, מעצם זה שאני מקצה הון כנגד הסיכון כיסיתי אותו בהון. זה תרחיש מאוד לא סביר והוא גם לא הוגן כלפי הבנק והמשקיעים.

אמיר ברנע

ברמה הפורמאלית מתי יש אירוע default?

איתי רושקוביץ

אירוע default רובד 2 נמצא בנקודה של הלימות הון מאוד נמוכה שלהערכתנו נמצאת באזור ה-6.5% שבו רגולטור חושב שהלימות הון כל כך נמוכה שהבנק הוא לא בר-קיימא. זה לא default של חברה ששווי ההתחייבויות גבוה משווי הנכסים, עדיין הבנק סולבנטי מבחינה של יכולת פירעון אבל הנקודה פה היא שבגישה בבאזל 2 מנגנון ספיגת ההפסדים היה כזה שספיגת ההפסדים לא היתה על בסיס עסק חי או על בסיס מצב שהבנק כבר לא עסק חי כי המטרה היתה להגן על בעלי הפיקדונות. זה לא המצב היום, הרעיון הוא שהבנק יגיע למצב עמוק בתוך PONV, הוא יהיה סולבנטי מבחינת יכול פירעון אבל לא בר-קיימא מבחינה רגולטורית ואז ימחקו את המכשירים, ימירו אותם למניות. אנחנו לא אומרים ש- PONV זה מצב של default, זה default רגולטורי ובואו נתמחר בנקודה הנכונה. 6.5% זה מאוד רחוק מהמצב הקיים.

מיכל גור

באופן כללי, מבחינה דירוגית כשמכשיר מומר הוא נכנס לדיפולט. הבנק לא נכנס לדיפולט אלא הנייר בדיפולט, מכיוון שאי התשלום/מחיקה/המרה היא בהתאם לתנאי המכשיר.

איתי רושקוביץ

בעולם senior debt היום הוא לא בהכרח default פורמאלי. תסתכלו מה שקרה בפורטוגל בשבוע האחרון, יש את נובו-

בנק, לקחו 5 סדרות של חוב בכיר של משקיעים מוסדיים, העבירו אותם לבנק הרע והכריזו שהם יקבלו את ה- recovery מהנכסים של הבנק הרע. חוב בכיר פעם ראשונה סופג הפסדים. שינו את החוזה רטרואקטיבית. הרעיון הכללי הוא שבנקים לא צריכים להחזיק רק הון רגולטורי, בנקים מחזיקים, לפי כללי ה-18%, FSP מנכסי הסיכון בחוב סופג הפסדים. כלל אצבע שליש מהכרית הזו יהיה בחוב בכיר. והגישה שהולכים ליישם בכל אירופה זו הגישה הגרמנית שאומרת בוא נכפה רטרואקטיבית על אג"חים בכירים שיהיה להם מנגנון ספיגת הפסדים. לכן ההבדלים בין COCO לבין אג"ח בכיר של בנקים אירופאים מאוד מטושטשים.

אמיר ברנע

כשמודליאני ומילר כתבו את המאמר המפורסם שלהם בשנות ה-50 של המאה שעברה הם דיברו על עלות גבוהה מאוד לפשיטת רגל, אז אמרו למה אין מכשיר פיננסי שנקרא לו income bond שהוא כאילו אג"ח מהאספקט היתרונות של המינוף, אבל איננו מביא למצב של פשיטת רגל פורמאלית ולכן מונע את העלות של פשיטת רגל. ממש COCO למה זה לא התפתח? ואז אמר מרטון מילר את המשפט הבא: "כי יש להם ריח של מוות".

יניב אבדי

כשיש שיקול דעת ב- COCO המשקיעים דורשים תשואה גבוהה יותר. לגבי המכשיר הספציפי בבנק לאומי צריך לזכור שיש שם אופציה מיוחדת - אופציית פירעון מוקדם שזאת זכות עודפת שיש לבנק על פני המשקיעים.

שרון גור

ה- COCOs כשהם מונפקים משרתים את ההון שלנו עד לחמש השנים האחרונות שלהם שבהן הם מופחתים ב-20% לשנה. כמעט כל הבנקים בעולם כשמנפיקים מנפיקים ככה. כלומר, בחמש השנים הראשונות משרתים את ההון ב-100% ובתום 5 שנים קוראים למכשיר ואז מוציאים סדרה אחרת במקומה כדי שוב לשרת ב-100%.

שלומי שוב

אבל בגלל שהאופציה שלכם אז כשהמוסדיים ואנשי המימון מתמחרים הם צריכים לתמחר לפי 10 שנים.

"בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג"ח
COCO - תמחור והשלכות"

גם באירופה אין גילוי, הלימות ההון שם אבסולוטית הרבה יותר גבוהה אבל חישוב נכסי הסיכון שונה לגמרי. במשכנתאות כשהתחיל הנושא של באזל 2 משקל הסיכון היה 35%. כתוצאה מבעיה כלכלית משקית שבנק ישראל רצה להלחם או לבלום את התפתחות הלוואות לדיור התחיל להכביד. מ-35% זה הלך וגדל והיום בממוצע למשכנתאות זה 60% או משהו כזה. עשינו חישוב אצלנו בכמה שינוי הרגולציה הפחית את הלימות ההון וזה בין אחוז לשני אחוז.

אמיר ברנע

אתה מכניס לחוזים פיננסים את נושא הלימות ההון ושם מופיע תנאי הטריגר במונחים של הלימות ההון. ואתה אומר שהלימות ההון לא רק שהיא תלויה ברגולטור אלא גם המספרים האמיתיים כלל לא מדווחים.

זאב נהרי

הלימות ההון הכוללת שכל בנק חישב לעצמו לא שקופה וכשהציבור משווה את יחסי הלימות הון בין שני בנקים ומקבל את אותו מספר אבסולוטי זה לא אותו דבר. אם מחר אחד הבנקים עושה שינוי בפרדיגמה העסקית ועובר יותר לליווי בניה, כתוצאה מכך הריכוזיות שלו גדלה והוא צריך יותר הון בנדבך 2, בנדבך 1 לא קרה שום דבר. קחו את נושא הסייבר, אתה צריך להקצות הון עבור סיכון הסייבר. מחר חס ושולם קורה משהו אני בטוח שבנק ישראל יגיד הקצתם רק 5 מיליון? צריך עשרות מיליונים בשביל הדבר הזה.

שרון גור

זאב צודק שאנחנו לא משקפים את ניתוח התרחישים לציבור אבל בדוחות הבנקים נדרשו להציג יעד דיפרנציאלי - מעל 9% או 10% כמה הם מתכוונים להחזיק הון כדי לעמוד בכל הסיכונים שהם חושבים שעומדים מולם. כמובן שהדיאלוג הזה

אמיר הסל

צריכות להיות נסיבות מאוד קיצוניות שהוא לא יפדה. רוב הניירות בחו"ל יש להם כאלה תנאים ויש להם הסתברויות שונות למקרה שיקראו להם או לא יקראו. היום ניירות ותיקים למשל הפכו ללא יעילים מבחינת הון כי כיום רק ה-COCO מחליף את כל האחרים אז כולם נסחרים בהסתברות מאוד גבוהה שהם יפדו. בהיתן עולם חצי נורמאלי רוב הסיכויים שהניירות האלה יפדו. בתמחור שמנו 10 שנים, אני הולך לשמרנות אבל אתה צריך להניח שה-duration יהיה יותר קצר.

זאב נהרי

בנק ישראל יכול לשנות את כללי המשחק. אל תשכחו שהמטרה העיקרית זה יציבות המערכת הבנקאית. אשראי הצרכני היום הוא במשקל 75%. ברגע שיראו שיש התפתחות יותר מידי מדאיגה יכולים להחליט שזה 100%. כמו כן, יש דברים שלא בשליטה. מחר הריבית עולה, תיק הזמין למכירה חוטף בהון בלי שאף אחד עושה משהו. בבנק לאומי ב-2009 ברובד 2 היתה קרן ההון השלילית קרוב ל-3 מיליארד ש"ח ומזל שאז זה לא היה חלק מהלימות ההון. לעשות הערכה של מכשיר זה מסובך מה גם שלא הכל פרוס. כשמשווים הלימות הון היום בין שני בנקים ושניהם בערך 9%, זה ממש לא אותו דבר, כל הלימות ההון היא על נדבך אחד בלבד. בבנק לאומי על סיכוני שוק אין כמעט הקצאת הון, כי כל הקצאת ההון בגין סיכוני שוק זה בנדבך 2. אין גילוי על הלימות ההון המלאה. יש גילוי על יחס הלימות הון נדבך 1 בלבד. אני מניח שאם אתה לוקח בנק כמו מזרחי לעומת לאומי ופועלים, אני בטוח שבנדבך 2 לבנק לאומי ופועלים יש מיליארדים של הון שהם צריכים ובנק מזרחי פחות כי אין לו ריכוזיות נדל"ן וכו'. אין גילוי בדוחות הכספיים לא רק בישראל. ציבור המשקיעים לא יודע. סומכים על זה שהמפקח על הבנקים הוא קובע לכל אחד מהבנקים איזה מספר שנותן ביטוי גם לזה. אבל זה לא שקוף ואנחנו לא יודעים מה עומד מאחורי זה - למה בבנק א' זה ככה ובבנק ב' זה אחרת.

עם בנק ישראל על היעד הדיפרנציאלי של הבנקים זה מסמך ה- ICAAP שיוצא עם פריסה של כל הסיכונים שעומדים בפני אותו בנק כולל התרחישים, כולל הכריות, כולל הריכוזיות, כולל כל הסוגים של הנושאים שיכולים להשפיע על הלימות ההון של אותו בנק. במסגרת הדיאלוג הזה באמת הוחלט מהו היעד הדיפרנציאלי של כל אחד מהבנקים.

ערן צימרמן

לדעתי, חוסר הודאות הרגולטורית הוא בכיוון של הרחקת האופציות מהכסף. כלומר רוב השינויים הרגולטורים בתקופה האחרונה הם העלאה של דרישות ההון. אם בנק היום ב-10% דרישת הלימות הון, והטריגר הוא 5% ומחר בנק ישראל יעלה את זה ל-11% כאשר הבנק יהיה ב-11% האופציה תהיה יותר רחוקה מהכסף מאשר היום. גם אם השקלולים משתנים עדיין בכל שינויים שבהם בנק ישראל נהיה יותר שמרני, אולי יש תקופת מעבר קצרה אבל בתום השינוי האופציה של המכשירים האלה מתרחקת מהכסף.

זאב נהרי

כשאתה נוגע בטריגר ה-COCO הופך ל-tier1 אוטומטית. בתרחיש קיצון ה-COCO הוא tier1. בתרחיש קיצון ה-CO הוא בעצם tier1.

שלומי שוב

בואו נדבר קצת על חשבונאות. מבחינת ה-IFRS, עולה השאלה ראשית האם זה מכשיר מורכב? ושנית, במידה ולא, האם צריך להפריד בו נגזר משובץ? אם מסתכלים על האג"ח של לאומי, ב-COCO של מזרחי ברור שאין מכשיר מורכב כי זה מחיקה, אבל באג"ח של לאומי יש מספר משתנה של מניות אז לפי הכללים של IFRS אם זה מספר משתנה אז זה לא יכול להיות הון. השאלה היא האם חשבונאית צריך להפריד את הנגזר משובץ. ובכלל עולה שאלה מהו הנגזר המשובץ כי תתכן כאן יותר מווריאציה אחת. אם אתה מפריד את הנגזר המשובץ מהחוזת המארח, החוזת המארח מטופל לפי עלות מופחתת והנגזר המשובץ צריך להימדד כל רבעון לפי שווי הון.

עולה שאלה האם בכלל זה נגזר שצריך להפריד אותו, האם זה בכלל עומד בהגדרת נגזר. בהגדרת נגזר אם נכס הבסיס שלו הוא משתנה לא פיננסי שתלוי באחד הצדדים לחוזה לא צריך להפריד אותו. כעקרון, הגישה הפרקטית הרווחת היום היא לראות ביחס הלימות הון כמשתנה לא פיננסי גם כשמדובר בבנק שמאזנו מורכב בעיקר ממכשירים פיננסיים ולכן למרות

שמבחינה כלכלית אין ספק שיש כאן נגזר שצריך לתמחר אותו הרי שלא צריך להפריד אותו כנראה מבחינה חשבונאית.

דני ויטאן

בנושא של IFRS השאלה היא תיאורטית כי בארץ לא ישתמשו בזה. יהיו גופים אולי ציבוריים שישקיעו באג"ח הזה ואם גוף שישקיע באג"ח הזה יסווג אותו בתיק הזמין למכירה הוא יצטרך להתמודד עם שאלה של הפרדה של נגזר אם הוא לא ייעד אותו לשווי הון דרך רווח והפסד. לגבי המשתנה הספציפי אתה צודק יש משתנה ספציפי ששייך למנפיק אבל זה לא המשתנה היחיד שמשפיע על השווי. יש פה שני 'אנדר-ליינס' בהמרה למניות. משתנה אחד שהוא לא פיננסי ויש משתנה נוסף שהוא כן פיננסי - שווי המניות. יש עוד משתנה שזה שווי נכס הבסיס כי זה לא מחיר המרה קבוע, זה המחיר של אגרת החוב שצריך לוותר עליו כדי לקבל את המניות וזה משתנה פיננסי נוסף. זה לא כמו אופציה רגילה שיש מחיר מימוש קבוע, פה מחיר המימוש זה הויתור על מכשיר החוב.

גיא טביביאן

בפרקטיקה באירופה לקחו פרשנות של משתנה לא פיננסי של אחד הצדדים לעסקה והתעלמו כאן מנגזר במכשירים האלה שהבסיס הוא מכשיר התחייבותי שיש קרן שחייבים לשלם וריבית. ורק בקורות אותו אירוע יש המרה למניות. במקרה הזה אני חושב שהטיפול הנכון יותר הוא כן להפריד נגזר משובץ וב-IFRS יש אפשרות לייעד את כל המכשיר לשווי הון ולא להפריד את הנגזר המשובץ ואז התוצאה שיוצאת היא שהנגזר הזה הוא נכס במנפיקה וככל שמתקרבים לאירוע השווי שלו עולה.

שלומי שוב

אם אני משקיע ב-COCO של לאומי שמיישם IFRS לדוגמא חברות ביטוח בנוסטרו אז הכי פשוט לי זה לייעד הכל לשווי הון לרווח והפסד.

דני ויטאן

היבט נוסף שחשוב להבין לגבי ייעוד לשווי הון דרך רווח והפסד בצד של מנפיק החוב הוא מה שקרה בתקופת המשבר הפיננסי ב-2008 כאשר שווי שוק של הרבה נכסים נפלו בעוד שמוסדות פיננסיים שיעדו התחייבויות לשווי הון דרך רווח והפסד הראו רוחים עצומים מירידת שווי של חובות, שלא רק הגדילה את

"בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג"ח
COCO - תמחור והשלכות"

למסקנה כל עוד יש אפשרות להימנע מתשלום מזומן אפשר להגיע למסקנה שזה הון ויש כאלה מכשירים באירופה שהם מסווגים כהון, לא הון עצמי אבל הון. בארה"ב, בתקינה האמריקאית, ברגע שקראת למכשיר DEBT בהגדרה הוא לא יכול להיות הון. האמריקאים עשו את ה-COCO בצורה אחרת כדי שהוא ייחשב כ- tier1 כהנפקה של מניות בכורה עם אפשרות המרה למניות רגילות בתרחישים מסוימים. ואז מכשירים שהם בנויים בצורה כזו כן יכולים להפך להון גם תחת תקינה אמריקאית.

הילה קונפורטי

אנחנו משקיעים פוטנציאלים במכשירים כאלה ומנפיקים פוטנציאלים של מכשירים כאלה אז כמובן שמבחינת ניהול ההון אני אשמח להנפיק את המכשירים האלה ושמישהו יקנה אותם בכפוף להבנה שלי של המשמעות שהיא בעיני המרכזית של השפעה מוניטין של נגיעה בטריגר. כי אם הרעיון שיהיה לי מכשיר שמשקיעים מתוחכמים שמבינים אותו החליטו לקנות אותו ובנגיעה בטריגר יגדיל לי את ההון אז אני בטח שמחה על זה. אבל השאלה אם זה הסיפור שיהיה, האם הנגיעה בטריגר תגדיל לי את ההון ומשם אני אמשך את עסקיי כרגיל או שזה יצור מפולת של ירידות דירוגים, קרוס-דיפולט, פגיעה מוניטין בביזנס, צריך להבין לפני שנכנסים לשם. בכובע של משקיע כמובן חשוב לי שהסיכונים יוערכו נכון, שהתמחור יהיה נכון ושתהיה הקורלציה עם דברים אחרים שיש בתיק. הדבר שמטריד בהשקעה במכשירים מהסוג הזה זה שהם בדיוק בקורלציה עם כל השאר ואז אם זה לא מוסיף לי פיזור לתיק זה בעייתי וזה גם צריך לבוא לידי ביטוי מבחינתי.

מאיר סלייטר

יש לנו ניירות של שלושה בנקים שכבר הנפיקו ניירות שלא קוראים להם COCO אבל לפי ההוראות של ה-COCO הם אותה רמת הון. כל הניירות שכבר יש היום, שטרי הון

ההון אלא גם הגדילה את הרווח ברווח והפסד. ב- IFRS 9 קבעו שכל השינוי בשווי שמיחוס לסיכון האשראי ייזקף להון אבל לא דרך רווח והפסד אלא דרך ה- OCI וגם האמריקאים יפרסמו בחודש הקרוב תיקון דומה שיעביר את השינויים בשווי דרך ה- OCI.

שלומי שוב

אני חושב שמדובר בשינוי מבורך של האמריקאים. טוב שהם מוכנים לוותר קצת על האגו וללכת אחרי ה- IFRS. אני דווקא חושב שזה רק יכול לחזק את האינטרס של הבנקים לבחור בכך.

איתי גוטליב

המכשיר הזה ה- COCO שאולי מסורתית לא צריך להפריד אותו, בראיה של חברות אמריקאיות מייצר את הבעיות הכי גדולות. מכשיר דומה קיים בארה"ב החל משנות ה-2000. התקנות החשבונאיות נובעות מכך שהחשבונאות האמריקאית, ה- FASB, אמר שההפרדה למרכיב הנגזר אני מיישם אותו לראשונה באג"ח מסוג של COCO. אם אני מגיע לרמה של נגזר והרמה של הנגזר דומה ל- IFRS מבחינת ה- fixed for fixed, יש לי דרכים בארה"ב לאפשר התאמות למחירים שלא ייחשבו ל- fixed for fixed. כמו כן, באג"ח COCO יש תרחישים של המרה ועולה שאלה אם אני מתייחס לזה כמרכיב המרה אחד או כארבעה תרחישים עם 4 אופציות בפנים שזה יכול להגיע למסקנה שיש לי נגזר משובץ שמוצג בשווי הון או שלא. למכשירים האלה יש מרכיב שנקרא may call provision שמאפשר במצבים מסוימים המרה מוקדמת במחיר שהוא שונה מהמרה רגילה. זאת שאלה חשבונאית איך אני מתייחס, האם זה הופך את זה לנגזר וגורם שיעבור הכל דרך רווח והפסד. ולכן אני אומר שהמכשירים האלה הם מייצרי תקלות הכי גדולים בתקינה האמריקאית. נקודה נוספת, כל מה שהוא tier1 תחת IFRS יכול להגיע

של פועלים ודיסקונט חלקם הם רובד 1 וחלקם הם רובד 2. אלה שהם רובד 1 הם נחותים מה-COCO והם נסחרים בעד מרווח של 1.5%-1.8%, יש נייר אחד של דיסקונט שכשהוא הונפק בשיא המשבר הוא הונפק ב- 9% ריבית והוא בנוסטר שלהם. היום המרווחים במרדף אחרי התשואה של המוסדיים והציבור נסחרים במרווחים מאוד נמוכים של עד 1.8%. גם תהיה משמעות שהנייר של מזרחי לא סחיר והנייר של לאומי כן סחיר. כי במצב הנוכחי המרדף אחרי תשואה עשוי להביא את הניירות למרווחים מאוד נמוכים שלא ישקפו בכלל אפילו לא את ה-3% הזה של מזרחי, יהיו שם מרווחים להערכתי נמוכים. וכשאנשים יבינו שהניירות שהם מחזיקים של פועלים ודיסקונט הם דומים לניירות האלה של ה-COCO אז צריכה להיות איזושהי קורלציה שלא נמצאת היום. מבחינת התמחור אני מעריך שיהיה תמחור יתר כמו של כל שוק החוב שלא מתומחר באופן קורלטיבי לשוק האקוויטי. יהיה מרדף אחרי תשואות והתשואות ירדו.

שלומי שוב

צבי, מה הסיכום שלך לדיון?

צבי וינר

יש לי רק הצעה אחת לרשות נירות ערך - על התשקיף של הדברים האלה, על דף הכריכה בכותרת שירשמו "אל תדאג יהיה בסדר".

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"קרנות הפנסיה: השפעת
הרפורמות המוצעות על
המודל המימוני והעסקי"

תאריך המפגש: 29 בפברואר 2016.

נושא המפגש: "קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות המוצעות על המודל המימוני והעסקי".

חומר רקע למפגש: חומר רקע מפגש פברואר 2016.

אורחים שנכחו בדיון: הראל שרעבי (סגן בכיר לממונה על שוק ההון, חיסכון פנסיוני, יהודה בן אסאייג (מנכ"ל, מנורה מבטחים), בוריס פבלוב (מחלקת הפנסיה, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר), בני שיזף (משנה למנכ"ל, הפניקס), אלון אלפרט (מנורה מבטחים), ישעיהו אורזיצר (אקטואר ראשי, מנורה מבטחים), הילה קונפורטי (מנהלת סיכונים ראשית, כלל ביטוח), אריק פרץ (סמנכ"ל כספים, מיטב דש השקעות), טדי לין (מנכ"ל מיטב דש גמל ופנסיה), יונל כהן (איילון), קרן היינהורן (כלל ביטוח), רועי מימון (פורום החוסכים לפנסיה), מני נאמן (יועץ משפטי, הפניקס).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, יורם עדן (המסלול האקדמי, המכללה למנהל), דגנית דניאל (כנ"ר), צור פניגשטיין (PWC), דב ספיר (המוסד לתקינה), לילי אילון, ואדים פורטנוי, זיו כהן (רשות ני"ע), יקי גולד (רשות ני"ע), אבי בראור (אקטואר), נדב שטיינברג (בנק ישראל), מאיה הרן רוזן (בנק ישראל), רון מלכא, איציק מאיסי, עמנואל אבנר (דירקטור, מומחה פיננסי), מנחם שוורץ, עומר פומרברג (אנליסט, מדרוג), אבי בן נון (ראש צוות בכיר, מדרוג), נטלי ג'ייקובס (הרצוג פוקס נאמן), בעז ים (הבינתחומי הרצליה), אסתרי גלעז-רן (המרכז האקדמי פרס), צבי וינר (האוניברסיטה העברית).

צוות מקצועי: רעות קליינמן, לידור רזנצוויג ועמרי כהן.

אג"ח ממשלתי רגיל, נקבל תשואה לפני דמי ניהול של 3.74%. כלומר, המהלך החדש אמנם פוגע במקצת בפנסיונרים אך עדיין מעביר את עיקר הבעיה לצעירים. זה כמו "סבתא בישלה דייסה" במהדורת הפנסיה - לצעיר לא נשאר כלום. במצב הזה אני לא בטוח שלא כדאי לאנשים לנייד את קופות הגמל לפנסיה.

מעבר לכך, לא בטוח שה- 60% של היום יהיו גם 60% מחר. כמו שאני רואה את הסיטואציה הזו אני לא בטוח שלא כדאי לכל מיני חבר'ה של ביטוחי מנהלים משנת 2001 וצפוניה לעבור לפנסיה ולקחת את ה- 60%, לנייד את זה לגילאים המבוגרים וליהנות מה- 60% של פנסיה כי יש פה אמירה חזקה של המדינה אם אתה בגיל המתאים תעבור לקרן הפנסיה.

אמיר ברנע

מדללים את הצעירים לגמרי אם יכנסו המבוגרים.

שלומי שוב

יש פה סיטואציה שלכאורה באה לפתור את הבעיה הקיימת אבל אני לא יודע עד כמה היא פתרון, כי היא סוג של "Shifting" כזה. אני מניח שה- Shifting הזה יהיה חלק מהדיון פה היום, עד כמה הוא חלק מהפתרון. אנחנו בחשבונאות מכירים את המונח הזה "Shifting" כלהעביר מצד לצד. וגם אז אני לא בטוח שכל מרכיב הסבסוד בגובה 25% שקיים היום נעלם. אם אנחנו עושים חישוב בסיסי שגם אם נגיע ל- 60%, אז 60% כפול 4.86% פלוס 40% כפול תשואה של אג"ח ממשלתית זה בערך נותן 3.74%. זה יורד מהמצב היום שעל 70% מקבלים תשואה מובטחת של 4% ועל 30% מקבלים תשואה של 4.86%. בכל מקרה, חשוב להבהיר שאילולא המידה של האג"ח המיועדות היתה לפי עלות מופחתת לא ניתן היה לכאורה לבצע את השינוי - שהרי אם המדידה שלהן היתה לפי שווי הוגן כמו שיתר הנכסים של הקרן - אז אם עכשיו המדינה באה ולוקחת את האג"ח המיועדות היה נוצר הפסד לצעירים. זה מעלה לדעתי שאלות מעניינות על סוגיית המדידה ועל המהות של הסבסוד של המדינה לעמיתים כיום - האם הוא מובטח מראש או מתמשך כך שבכל רגע נתון המדינה יכולה לקחת אותו.

אמיר ברנע

נדמה לי שריכוז המיועדות בגילים מבוגרים נובע מחשש האוצר מיחס המרה של 4%. היה ניסיון של עודד שריג לשנות את יחס ההמרה לריבית השוק. אפשר שכל הסיפור הזה של דחיית המיועדות לגילאים מבוגרים נובע מאותו חשש של האוצר לבוא ולהגיד לאנשים 'חברים, יחס המרה בגיל 67 על פי ריבית

נושא הפנסיה הוא נושא חשוב מאין כמוהו, קודם כל מבחינת חברתית אך יש לו גם השלכות רבות על שוק ההון ואנחנו בד"כ לא מקדישים לו תשומת לב מספקת. אנחנו רוצים לדבר היום על מבול הרפורמות בתחום וכיצד הן הולכות להשפיע.

לצורך הדיון נתרכז בכמה מהרפורמות המשמעותיות שעומדות בקנה כמו למשל, קרן ברירת המחדל. נושא מאוד מעניין שגם יעמוד במרכז הדיון הוא נושא האג"ח המיועדות. כמו שאנו יודעים, הייתה פה הרפורמה המוצעת של הסט האג"ח המיועדות. הרקע שלה הוא הבטחת תשואה של 4% שיצרה מצב מאוד בעייתי לאור התשואות היום. היא למעשה יצרה מרכיב של סבסוד. כשמסתכלים על הדוחות של קרן הפנסיה עצמה, יש לה את הנכסים של העמיתים שמוצגים כולם לפי שווי הוגן, למעט האג"ח המיועדות, שהן לא מוצגות לפי שווי הוגן אלא לפי עלות מופחתת וזה אומר שמרכיב הסובסידיה שבהן לא מקבל ביטוי בדף שמקבלים העמיתים לגבי הזכויות שלהם. למעשה, במצב שנוצר ברגע שמובטחת תשואה של 4% נוצר מצב של סבסוד של הפנסיונרים. למעשה, כל מי שיוצא לפנסיה, בגדול, לפי חישובים בסיסיים של הפער בין 4% תשואה מובטחת לבין אג"ח ממשלתי ארוך טווח, אם אנחנו מכפילים במח"מ של 12 זה נותן בערך 25% מרכיב של סבסוד, שגדל ככל שהאדם פורש מוקדם יותר.

יש פה מצב מעניין, שהסיטואציה יוצרת עידוד לאנשים לפרוש בגיל מוקדם יותר, אני לא יודע עד כמה זה עומד באינטרסים של המדינה. לשם המחשה, אם העמית צבר מיליון ש"ח במהלך תקופת העבודה שלו, ביום שהוא פורש ה- PV הוא 1.25 מיליון ש"ח וכמובן שזה על חשבון העמיתים, מאחר שאנחנו מדברים על מערכת סגורה. ברמה החשבונאית יש כאן מצב מוזר, כי עד ליום הפרישה ההתחייבות כלפיו רשומות לפי מיליון ש"ח וביום הפרישה זה קופץ ל- 1.25 מיליון ש"ח וזה נכנס לתוך הגרעון האקטוארי שמוקצה על יתר העמיתים. זו סיטואציה מאוד מוזרה עבורנו החשבונאיים כי אם למישהו יש זכות לקחת את הכסף אז ההתחייבות היתה צריכה לייצג את זה מראש.

כיום מרכיב האג"ח המיועדות לכולם הוא 30%. כשאנחנו מדברים על הרפורמה המוצעת באג"ח המיועדות, אנחנו מדברים על מעבר לעד 60% לפנסיונרים, 30% מגיל 50 ומעלה (שזה סוג של דור ביניים) והשאר לחבר'ה הצעירים.

ניתן לראות זאת גם כך מבחינת היוצאים לפנסיה - במצב כיום, אם נתעלם מדמי הניהול, בגין 70% מקבלים ריבית תחשיבית של 4% ובגין 30% של האג"ח המיועדות מקבלים ריבית של 4.86%. כלומר, ערך הריבית המשוקלל, אם נתעלם מניכוי דמי הניהול, הוא 4.26%. לאחר השינוי, אם נביא בחשבון שבגין 60% יקבלו אג"ח מיועדות ובגין 40% ניקח תשואה של

"קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות
המוצעות על המודל המימוני והעסקי"

ובגין הגמל. עם כל השינויים ואי הודאות עולה השאלה, כיצד מצדיקים את המוניטין שקיים? להערכתי, אנחנו נמשיך לראות בדוחות הקרובים מגמה של ירידת ערך מוניטין.

יהודה בן אסאייג

בוקר טוב לכולם. כדי לעשות סדר, אני הולך להתמקד בדבריי בשלושה מהלכים רגולטוריים מאוד משמעותיים, שהם חלק ממהלך הרבה יותר גדול של "מפל" רגולטורי שנחת על הענף בשנה האחרונה.

הראשון, הקצאת אג"ח מיועדות" למען ההגיינות, הוא עוד לא מהלך רגולטורי, הוא בשלב זה סיכום ההמלצות של ועדת באב"ד שישבה ודנה בנושא. הוא עוד לא יצא בצורה של הנחיות רגולטוריות אבל הכיוון ברור ואני אצביע על עיקרי הנושאים הקשורים בו, מה קדם לו ולכן זה הולך להגיע.

הנושא השני שאני הולך לדבר עליו הוא "קרן ברירת המחדל". טיוטת חוזר זה עושה מהפך, לטעמי, בענף הפנסיוני. היא משנה לגמרי את סדרי הכוחות, משנה לגמרי את מבנה הענף הזה ויש לה השלכות מאוד משמעותיות למי שבוחן זאת- איך יראה הענף הזה בשנים הבאות.

השלישי הוא רפורמת "איחוד חשבונות" ו"עקוב אחריי". הולך להיות מהלך מאוד גדול, שמתחיל כבר בימים אלה, של איחוד חשבונות מוקפאים לחשבון פעיל אחד. אין יותר שובל פנסיוני שנשך אחרי אלו שמחליפים מקום עבודה, הכול מתרכז במקום אחד ובלוח זמנים דחוס מאוד ויש לזה משמעויות גדולות, אם נביא גם בחשבון שבמהלך השנה הזו 25 מיליארד ש"ח יצטרכו להיסחר מחדש בשוק ההון, בצורה כזו או אחרת. אלוהים יודע איך נוכל להתמודד עם האתגר הזה אבל הפיקוח לטעמנו רץ מהר מידי קדימה וחשוב שמהלך כזה ייעשה בהירות ומתינות..

אתאר בקצרה את האבולוציה של התחום הפנסיוני בארץ. אם הייתי בוחן את הדור המבוגר- הם נהנו מפנסיה מאוד מסודרת, חלקם מפנסיה תקציבית, חלקם מפנסיית זכויות אחרות. בואו נאמר שיש או יהיו להם חיים די מסודרים

שתהיה בגיל 67 שבמונחי היום פירושו פנסיה מוקטנת'.

סכום הפנסיה והתנודה בו מושפעת בין היתר משני מימדים נפרדים: מימד של קיבוע הריבית ומימד של גובה הריבית ופה הבעיה היא הגובה- אני יכול להעריך את האג"ח המיועדות בערך שוק ולקבע אותה. נניח שאני מרכז את האג"ח המיועדות על בסיס שווי שוק ואחר כך, מבטיח פנסיה שלא תלויה בשינויי הריבית, את זה אני יכול לעשות זאת על ידי קיבוע הריבית, אבל קיבוע הריבית לא אומר שצריך לתת 4%. כל נושא הסבסוד הצולב נובע משימוש במקדם המרה של 4%. קחו בחשבון שאפשרות זרימה של הרבה מאוד מבוגרים לקרנות הפנסיה לקראת גיל 55-60, ואז מדוללות לגמרי זכויות הצעירים ויהיה לחץ על האוצר להגדיל את אחוז אג"ח המיועדות מ- 30% ליותר, כי התברר פתאום שלצעירים יש ירידה בסכום הצבור של הפנסיה.

שלומי שוב

המצב החדש שנוצר מכניס לדילמות אדירות את מנהלי הקרנות והדירקטוריונים שלהם- האם מוכנים לקבל עמיתים מבוגרים. כי למעשה כל עמית מבוגר שהם מכניסים מדלל צעירים. יש פה שאלות כבדות משקל.

חשוב לצורך הדיון ברפורמות העיקריות שנבחין בין שלוש רמות של השפעת הרפורמות:

- מישור קרן הפנסיה עצמה - העמיתים, דמי הניהול שלהם וכדומה. כאן הסוגיה של האג"ח המיועדות דרמטית.
- מישור חברות הניהול - חברות הניהול לא מאחדות את הנכסים של העמיתים שנמצאים בקרן הפנסיה עצמה, אלא רושמות את ההוצאות שלהן ואת ההכנסות מדמי הניהול. עולה שאלה מה תהיה ההשפעה על חברות הניהול במיוחד לאור רפורמת ברירת המחדל.

- מישור חברות הביטוח - חברות הניהול מתאחדות בדוחות הכספיים של החברות שמחזיקות בהן שזה בדרך כלל חברות הביטוח. כמו שאנחנו יודעים, לחברות הביטוח יש סכומים של מאות מיליוני שקלים של מוניטין שנוצרו להן בגין הפנסיה

מההיבט הזה. העתיד הפנסיוני היה די מוגדר ומסודר בעזרת נוסחאות ותקנונים כאלה ואחרים והם ידעו, פחות או יותר, לאן מגיע העתיד הפנסיוני הכלכלי שלהם.

הדור השני, הדור החדש של הקרנות החדשות החל משנת 1995, מה שנקרא 'הפנסיה הצוברת'. זו פנסיה של "מה שחשכת זה מה שיש לך ועם זה אתה צריך להסתדר". עדיין יש מספר הטבות משמעותיות למי שחוסך בחיסכון הפנסיוני הזה, כמו: אג"ח מיועדות (שנדבר עליהן בהמשך), נושא דחיית המס, היכולת לרכוש בצורה מרוכזת כיסויים ביטוחיים וליהנות מתעריף מחלל שכוון בהם ודמי ניהול שהם הרבה יותר זולים מאשר באפיקים הפנסיונים הביטוחיים האחרים.

מה כורכת בתוכה הרפורמה הזו? הרקע הוא אותה הטבה מפורסמת שהזכרתי קודם – הנפקת 30% אג"ח ייעודיות ("ערד") והסיבה העיקרית שהנושא התעורר היא הירידה הדרמטית בשיעורי הריבית בארץ ובעולם. הנושא לא היה עולה כלל לדיון אם סביבת הריבית הייתה נשארת כמו שהייתה לפני 15-20 שנה סביב 4%-5%. אגב, היו תקופות שקרנות פנסיה עתרו נגד האוצר על הצורך הכפוי לרכוש את האג"ח המיועדות כיוון שבשוק ההון ניתן היה להשיג אג"חים בתשואות יותר טובות. זה, אגב, צריך להביא למחשבה שמי שבונה עכשיו את הרפורמה צריך להעריך שאנו עשויים, לא יודע באיזו הסתברות, לחזור מצב דומה שבו הריבית במשק עשויה להיות גם יותר גבוהה מריבית באג"ח המיועדות.

נכון לשנים האחרונות קיים פער בין הריבית במשק לבין אותה ריבית תחשיבית שהאוצר מחייב לחשב לפיה את התשואה העתידית של העמיתים בקרנות הפנסיה. לפי הפרמטר הזה אנחנו מחשבים את גודל הקצבה העתידית שכל עמית יהיה זכאי לה כשיגיע לגיל הפרישה. זה, אגב, גם קורה בכל דוח שנשלח לעמית אחת לשנה – הוא מקבל שם הערכה של מה תהיה הצבירה שלו עד לתום החיסכון הפנסיוני שלו ולפי אותה ריבית שמעריכה את התשואה העתידית מחשבים לו את הקצבה כאשר מהווים את הכול בשיעור הריבית הנוכחית שהיא נמוכה בהרבה. הפער הזה יוצר את מה שישעיהו האקטואר של מבטחים קורא לו, ואני לא אוהב את המונח הזה, "מעין גרעון אקטוארי בקרנות הפנסיה". אנחנו מבטיחים לעמיתים ויוצרים ציפיות לתשואה עתידית של 4%, ואנחנו עושים את זה לא רק בחישוב הקצבאות העתידיות שלהם אלא גם בחישוב תעריפי ה-Risk לכל נושא הכיסויים הביטוחיים שיש בקרן הפנסיה. כשאנחנו מחשבים למשל קצבה שנשלם למי שחלילה וחס נקלע לאי כושר עבודה, או לאלמנה וליתומים כתוצאה מכיסוי השארים שקיים בקרן גם זה מחושב לפי אותה ריבית תחשיבית. הפער הזה יוצר "גרעון" במירכאות, כיוון שקרן פנסיה חדשה תמיד מתאימה את הזכויות לנכסים הקיימים בסופו של דבר – אנחנו תמיד נדאג שערך הזכויות יהיה שווה לערך הנכסים בקרן, זה מנגנון האיזון. אבל בפועל

אנחנו יודעים שקיימת זכות של הבטחה וציפייה שלא ממש יכולה להתקיים. זאת הסיבה שאנחנו נמנעים כרגע מלצרף אלינו עמיתים מבוגרים לקראת פרישה. יש כאלה שחסכו כל החיים בקופות גמל, צברו מיליון או שני מיליון ש"ח, והם מבקשים לקבל קצבה דרך קרן פנסיה. אז בצר לנו אנו אומרים להם 'שלא ניתן לקבלם'. למה? כי באותו רגע שנקבל את אותם מיליון או שני מיליון ש"ח ונהפוך אותם לקצבה לאותו עמית, אנו נאלץ להשתמש באותה נוסחה שהאוצר וריבית תחשיבית שמביאה בחשבון תשואה של 4% כשבפועל התשואות בשוק ההון נמוכות בהרבה ואז נוצר פער כספי גדול בין 20% ל-30%, כמו ששלומי הזכיר בדבריו קודם, שמי שמסבסד אותו הם העמיתים הצעירים.

האוצר ניסה בעבר להתמודד עם האתגר הזה – כיצד לצמצם את הפער הנוצר. לצורך זה, אגב, פרופ' עודד שריג המפקח בקדנציה הקודמת ניסה במהלך חד להוריד את אותה ריבית תחשיבית וליישר אותה עם הריבית בשוק ההון – ליצור מנגנון התאמה לפיו לא תהיה יותר ריבית תחשיבית מקובעת של 4%, אלא היא תותאם באופן שוטף למה שקורה בשוק. הבעיה הייתה פוליטית – והיה קשה לפוליטיקאים לקבל את ההצעה שמשמעותה הייתה הפחתת הקצבה לדור הפורשים הנכחי, למרות הפגיעה הקיימת בצעירים שמסבסדים את אותה הטבה למבוגרים. לצערי היה עירוב של השאלה לגבי מידת המעורבות והסבסוד של המדינה את החיסכון הפנסיוני עם השאלה כיצד מנהלים נכון במסגרת הנכחית הקיימת את החיסכון הפנסיוני.

מי שניסה לחלץ את זה אחר כך היו אנשי הפיקוח ברפורמה קצת מסורבלת. שבה ניסו ליישר את הפער הזה באופן מדורג לאורך השנים. יצאה טיוטת חוזר. היא הייתה מסוכנת במובן הזה שהיא השלימה עם בתחילת הדרך הפער וניסתה להביא את קרנות הפנסיה לצמצם באופן מדורג אחת לתקופה את הפער בין הקצבה המחושבת לקצבה שאפשר להביא בפועל. אבל כדי לתת לקרנות אפשרות שלא לצמצם את הפער על ידי הפחתת הקצבה היה ניסיון לעודד להשיג תשואה מתאימה – גבוהה יותר בכספי הפנסיונרים כך שלא יצטרכו להקטין את הקצבה. במילים פשוטות, לכו תסכנו יותר את הכסף של הפנסיונרים, קחו סיכון גדול בהשקעות האלה ואולי התשואה תהיה מספיק גבוהה ולא תצטרכו להקטין את הפער הזה. המשמעות היא להכניס את ניהול כספי הפנסיונרים לתחרות גדולה מאוד על תשואה ובעתות משבר הייתה מביאה לקטסטרופה, בזה אין ספק.

מה שהצוות של באב"ד ניסה לבחון במהלך הרפורמה שלו זה גם את יעילות הנפקת הערדים בכל מה שנקרא "יחס התחלופה" – היחס בין השכר האחרון של לבין שיעור הקצבה שתקבל, פחות או יותר. ככל שהיחס הזה קרוב ל-1 המשמעות היא שאתה מאוד קרוב לשכר שלך ורמת החיים שלך תישאר

"קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות
המוצעות על המודל המימוני והעסקי"

אמיר ברנע

הגרעון מוגבל ל- 3% אתה לא יכול ליצור גרעון- אז כמה יכולים להיות הפערים בגרעון?

ישעיהו אוריזצר

אם תיקח 60% לפי 4.86% ו-40% לפי 3% אתה מגיע בערך ל-4.1% והיום הריבית שהאוצר הנחה את הקרנות לפי 4% ל-30%, יש לנו 4.24%, כך שאם ניתן 60% אג"ח ייעודיות בריבית של 4.86% אנחנו די קרובים לריבית שהיום כל התקנות מבוססות על ריבית של 4.26%, בניכוי 0.5% דמי ניהול זה 3.74%.

אמיר ברנע

כן, אבל הסכום שצברת יהיה הרבה יותר קטן. אתה צודק לגבי יחס ההמרה אבל אתה טועה לגבי הדינמיקה של הצבירה כי אם אין לי 4.8% כשאני צעיר אז החיסכון שלי יפגע.

יורם עדן

יש פה איזה באג שאני לא מבין- נגיד שאני מקים קרן חדשה, סגורה ומגיעים אליה רק עמיתים צעירים- אז יש 30%?

יהודה בן אסאייג

תלוי מתי אתה מקים את הקרן.

יורם עדן

עכשיו.

באותה הרמה. במונחים פנסיוניים מקובל שאם היחס הזה מגיע לרמה של 75%-70% זה נחשב לטוב. היום, כשאנחנו בוחנים את הצעירים שחוסכים בקרנות הפנסיה, אם מגיעים ביחס התחלופה ל- 50%-40% זה כבר נחשב להישג, כי יש הרבה מאוד אלמנטים בדרך שמונעים מהם מלצבור או להגיע לצבירה שתביא את יחס התחלופה ליחס תחלופה סביר. צוות באב"ד בחן גם אפשרות לנסות למצוא חלופה אחרת, פתרון מימוני אחר דרך, קיבוע הריבית- במכשירים פיננסיים אחרים לא כל כך הצליחו.

בסופו של דבר הם המליצו לשנות את הקצאת האג"ח המיועדות. לפנסיונרים ניתן, מסך ההקצאה במשק או מכל קרן (נדבר על זה בהמשך), 60% מהערדים, עד 30% ילכו לבני 50 ומעלה ולא להשתתף לגיל 50 היתרה, שעם השנים תלך ותפחת. הרעיון הוא שלכל קרן נקצה את אותם 30%. המדינה לא רוצה להקצות יותר ערדים.

אמיר ברנע

אינני מבין, איך החלוקה עוזרת ליחס התחלופה?

יהודה בן אסאייג

הרעיון הוא שהצעירים יכולים להרשות לעצמם להשקיע במניות ובאפיקים תנודתיים אחרים והמבוגרים לא ולכן הם תקועים בריבית ממשלתית אפסית.

בני שיזף

זה לא עוזר לשכבה העליונה כי זו ממילא קבלה סבסוד, זה בסך הכול בא להחליף את הסבסוד של הצעירים. במה זה משפיע על יחס התחלופה? זה ישפיע על הגרעון האקטוארי ואז צעיר שנמצא בקרן שהגרעון האקטוארי שלה נמוך יותר יהיה לו יחס תחלופה יותר גבוה בהנחה שלא ימשוך פיצויים במהלך הדרך.

שוב, זה עדיין עוד לא חוזר, אלו המלצות ועדה. אם הקרן החדשה תמשיך לקבל את ה- 30% אג"ח מיועדות, כולן ילכו לצעירים.

יורם עדן

אוקי, אבל אם היא קרן סגורה, הצעירים יתבגרו ואי אפשר יהיה לתת להם 50%-1-60%. אני תקוע על 30%.

יהודה בן אסאייג

אחד מהחסרונות היא התייחסות הועדה לכל קרן בנפרד. אתה תראה שבהמלצות שלנו ל- 30% צריך להתייחס ברמת המאקרו לכלל המדינה. זה באג שקרה כנראה מחוסר תשומת לב, מחוסר הבנת הנושא ברמה התפעולית שלה.

צבי וינר

מה הבעיה שהאג"ח המיועדות יהיו אישיות? שלכל בנאדם בהתאם לגיל שלו ופרמטרים אחרים, משרד האוצר יקצה - יחידות ואתם המנהלים תנהלו רק את החלק הסחיר?

יהודה בן אסאייג

זה אפשרי, אבל זה גם קושי תפעולי אדיר. היום הקרנות מנוהלות כ-"Pool". להתחיל לנהל את הפנסיה כפנסיה אישית מול כל עמית זה שינוי תפיסתי, זה שינוי תפעולי של מנגנון ייחוס הזכויות של הקרן. זה אפשרי אבל זה דורש מיכון אדיר. אגב, אולי לא יהיה מנוס וזה יהיה הפתרון בסוף.

סך הערדים הולך להישאר 30%, לא תהיה חריגה מההקצאה הזו. בחנו והמליצו להאריך את תקופת הפדיון של הערדים, אין לזה כל כך משמעות כי זה מתגלגל כל הזמן.

מה היתרונות של ההצעה הזו? שבאמת כאשר אתה מגיע לגיל הפרישה, הגרעון שנוצר בין התשואה העתידית שאתה מחשב לבין התשואה המובטחת לך דרך הערדים - הפער הזה קטן. הוא עדיין לא נסגר לגמרי, עדיין נשאר איזשהו פער, אבל הוא קטן. הדבר השני, תהיה יותר יציבות פיננסית, פחות תנודתיות בכל הקשור לניוד ההשקעות של הכסף שלנו, יהיו פחות רכיבים בשוק ההון, פחות סבירות לתנודתיות שיכולה להפיל את שוק ההון ולכן היציבות תתקיים. הצעה מנסה לפתור את הבעיה, ותזכרו את מה שעודד שריג ניסה לעשות, מבלי שתהיה הפחתה של הפנסיה ב-"Day one", כי אתה פשוט מעלה את התשואה הצפויה לפנסיונרים, לא תצטרך להקטין

את מה שהיה.

והדבר האחרון הוא שניתן להפחית את הנחת התשואה החופשית שבבסיס חישוב המקדם מ- 4% ל- 3% כמעט מבלי לפגוע במקדם לפרישה. נשמר פה העיקרון שנותן יותר הגנה למבוגרים והצעירים יכולים להיות חלק ממשחק סיכון יותר גבוה בהשקעות יותר מסוכנות ועם זה לנסות להשיג את התשואה הנדרשת.

איפה החסרונות? -עדיין לא נפתרת "הבעיה האקטוארית" של הקרן כולה, מפני שהפער לא לגמרי מצטמצם בין התשואה העתידית המחושבת לבין התשואה שניתנת על ידי הקרן. עם השנים כמות הערדים לצעירים תלך ותפחת. בשנת 2043/4 היא תרד כמעט לאפס.

ומה יקרה ביום שאחרי- העמיתים המבוגרים יותר יצטרכו להקטין את כמות הערדים.

אמיר ברנע

אבל אתה מניח שאין כניסה של מבוגרים לקרנות, כי אם יש כניסה מבחוץ זה יגמר בשנה הבאה. אם עמיתי קופות הגמל יכנסו וקרנות הפנסיה, אפס מיועדות לצעירים יחול לא בשנת 2044 אלא בשנת 2017!

יהודה בן אסאייג

זו הנחה שמרנית. אם תהיה נהירה של עמיתי קופות הגמל, יש בקופות הגמל מיליארדי ש"ח, שעשויים לעבור לקרנות הפנסיה כדי לקבל קצבה. זה יקשה מאוד.

שלומי שוב

אבל למה שלא יעשו את זה אם המדינה נותנת להם 60%?

יורם עדן

אנשים לא כל כך מהר יעברו דבר שנותן הבטחה הונית לקצבה.

שלומי שוב

מישהו בדק אם הקצבה המובטחת עם המקדם המובטח בביטוחי המנהלים לא יוצאת יותר משתלמת פה בתחשיב?

בני שיזף

לא צריך ללכת רק לביטוח מנהלים יש את תיקון 190, כסף פנוי או כסף שהוא פטור ימשך כפטור ויופקד בתיקון 190 בקרנות

"קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות
המוצעות על המודל המימוני והעסקי"

- הקושי התפעולי הגדול בניהול אישי של אחוזי הערדים, כפי שדיברנו עליו.
- שאלות לדיון, ואני מזכיר, מדובר בהמלצות ועדה, זו עוד לא חקיקה ולכן מדובר בשאלות רקע:
- עוד לא ברור איך תיעשה חלוקת איגרות החוב המיועדות – האם החלוקה תיעשה ברמת המאקרו או ברמת הקרן? איך החלוקה הזו תשפיע על תמהיל החוסכים בכל קרן? ואיך צריך להיווצר הניהול של קרן הפנסיה לאור ניגודי העניינים בין העמיתים בתוך הקרן בין הגילאים השונים?
- האם יתכן מצב בו שני עמיתים עם אותם מאפיינים ייהנו משיעור שונה של אג"ח מיועדות בגלל תמהיל גיל החוסכים בקרן שלהם?
- האם הקרנות יכולות לסרב לקבל חוסכים עם אופציית פרישה מידית לנוכח הדילול בשיעור האג"ח המיועדות שיונפקו לחוסכים הצעירים?
- האם ריכוז איגרות החוב המיועדות בחשבונות מקבלי הקצבה נועד ליציבות או גם לתשואה?

אמיר ברנע

זאת שאלת מפתח כי את היציבות אפשר להשיג דרך הערכת האג"ח המיועדות במחירי שוק. ברגע שאני מעריך אותן במחירי שוק אני יוצר את היציבות מבלי לשנות את התשואה ואז אני לא צריך סבסוד צולב. הלא, אם אני רוצה להשיג ריבית קבועה אז אני יכול להשיג אותה באג"ח מיועדות עם הערכה נכונה של השווי שלהן, אבל אם אתה רוצה גם את היציבות וגם את התשואה אז אין ברירה ונוצרים כל העיוותים שדיברנו עליהם.

יהודה בן אסאייג

- המשך שאלות לדיון:
- כיצד לסגור את הפער בריבית לגבי העמיתים הפורשים לזקנה (לפי נתוני הריבית להיום הקצאה של 60% אג"ח ייעודי

הפנסיה. התוצאה שאתה תקבל זה לא רק ה- 200 מיליארד שיש בקופות הגמל- כל אדם מבוגר שיש לו כסף, זה המקום להחזיק את הכסף בו.

יהודה בן אסאייג

חסרונות נוספים:

- יכולה להיווצר סוג של אפליה בין העמיתים, במיוחד עם התשואות בשוק ההון ימשיכו להיות מאוד רחוקות מתשואת האג"ח המיועדות. הצעירים בנחיתות די גדולה מול המבוגרים בנושא הזה והשאלה היא, האם זה יעבור מבחן משפטי.

בני שיזף

יהודה, רק הערה למה שצבי אמר. חברות הביטוח מנהלות את האג"ח המיועדות ברמה של ת.ז., של פוליסה. זו לא בעיה כל כך גדולה לעשות את זה. אני דווקא כן חושב שזה פתרון נכון גם בהקצאה שווה בין המכשירים.

יהודה בן אסאייג

אבל בני, אתה מכיר בדיוק את ההבדל בין עלויות המיכון בין ניהול פוליסות הביטוח לבין המיכון לקרנות הפנסיה. אגב, מנגנון ייחוס אישי של השקעות בקרנות פנסיה הולך לייקר דרמטית את עלויות המיכון. כדי לאפשר את זה, יש לזה משמעויות כספיות מאוד גדולות.

עוד חסרונות:

- אפליה בין קרנות. לא יעלה על הדעת שההקצאה תהיה לפי קרן ולא ברמה הגלובאלית, במאקרו, מפני שזה יגרום לתנועות ארביטריז' בין הקרנות. עמיתים צעירים ירצו לעבור לקרנות שבהן ניתן לקבל את התשואה היותר גבוהה והיותר אטרקטיבית מבחינת התשואה. עמיתים בגיל פרישה ירצו לקבל כמה שיותר מהר את הקצבה שלהם, אם באמת יוכלו לקבל את הקצאת המיועדות שמובטחת להם.

בני שיזף

יש עוד סוגיה אחת, יהודה – סך היקף האג"ח המיועדות – הרי כל הזמן מדברים, לפחות בחשב הכללי, שלא רוצים להגדיל את ההנפקה של האג"ח המיועדות. אחת הדוגמאות להגדלה בלתי מבוקרת זה הנושא של ביטול ביטוחי המנהלים והעברה של כל השוק לפנסיה. התוצאה היא שאם החלוקה פעם הייתה 50-50, ההקצאה הייתה 30% מ-50, זאת אומרת 15% מהשוק הפנסיוני, הגעת למצב של כמעט 30% כמעט פי 2. גם פה, אם לא תעצור את הזרימה לקרנות הפנסיה, אם לא תייצר איזשהם חסמים שלא מאפשרים להיקף לגדול, היקף האג"ח המיועדות שהממשלה מנפיקה יגדל משמעותית.

אמיר ברנע

או שלצעירים לא יהיה כלום.

שלומי שוב

גם וגם.

בני שיזף

זה 30% מהכסף בקרן, אם יזרמו כספים חדשים והיקף הכספים בקרנות יגדל, לא תהיה לך ברירה.

אמיר ברנע

אלא אם ירדו מה- 30%.

בני שיזף

ואז יצטרכו לרדת מה- 30% ואז גם צעיר, שכל חייו לא קיבל אג"ח מיועדות, יגיע לגיל הפרישה ולא יקבל אותן.

יהודה בן אסאייג

בני, שתי הערות בעניין הזה: האחת, יש תקרה להפרשות לקרן פנסיה שנהנית מהאג"ח המיועדות, אז גם הפקדות לפי תיקון 190 לא יכולות להיכנס חזרה לפנסיה, מפני שיש הגבלה לכספים שיכולים להיות מופקדים.

בני שיזף

לא יכולים לנייד אליך כסף מקופת גמל או מביטוח מנהלים? יושבים פה שורה שלמה של מומחים שיחשבו איך למצוא דרך. בוא, אתה מייצר מוטיבציה למצוא משהו ואחר כך אתה אומר 'אני מקווה שזה לא יקרה'.

יהודה בן אסאייג

נעבור עכשיו לנושא השני. כפי שאמרתי אנחנו נמצאים תחת שטף רגולטורי לא קטן והדבר השני שנתמודד אתו היום הוא ההצעה ליצור קרן ברירת מחדל ברמה הממלכתית, כאשר מי שיבחר את הקרן יהיה הפיקוח. ניסינו לתמצת את טיוטת החוזר שנשלחה לכמה נקודות עיקריות, כאשר הנקודה המרכזית היא שהולך להתבצע מכרז לקרן ברירת מחדל שתהפוך להיות קרן ברירת המחדל של כל המשק הישראלי, למעט אלה שבחרו קרן אחרת. הרעיון הוא שכל מי שלא נהנה מתנאים טובים כלשהם, ויש פלחים מסוימים שלא נהנו מהטבות שאפשר לקבל בתהליך תחרותי בכניסה לקרן פנסיה, יוכל ליהנות מההטבות האלה ובעיקר מההוזלות בדמי הניהול, דרך קרן ברירת המחדל הזו. מדובר פה במהפכה בהרבה היבטים מפני שמדובר פה בסוג מסוים של החזרת המדינה לקבלת אחריות על חלק ניכר מהחיסכון הפנסיוני. ברגע שאתה מצביע על הקרן שהופכת להיות קרן ברירת המחדל לכל מי שלא בוחר משהו אחר אז יש פה סוג של קביעה – זו הקרן.

. נותנים יתרון לקרנות קטנות, יתרון די משמעותי בהליך המכרזי כדי לזכות בו. כל המכרז מתבטא בפרמטר אחד על פיו תבחר הקרן – והוא שיעור דמי הניהול. הקרן הזולה ביותר תבחר ולא משנה מה האיכויות שלה.

יורם עדן

מהנכסים או מההפקדות?

יהודה בן אסאייג

משני הדברים. יורם שאל את השאלה מפני שדמי ניהול בקרן פנסיה הם גם על ההפקדות וגם על הצבירה. התקרה, אני מזכיר לכולם, היא 6% על ההפקדות ו-0.5% על הצבירה, בפועל הממוצע הוא כבר פחות מחצי. הסתכלתי על היעדים לשנת 2016 של האוצר בנושא הפחות דמי הניהול, ונראה שהענף כבר הגיע לממוצע דמי הניהול שהוצבו כיעד. אני מדבר על חוברת היעדים המסודרת שהאוצר פרסם.

אמיר ברנע

ההתחרות היא על דמי הניהול משני הסוגים או רק על דמי הניהול מהצבירה?

"קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות
המוצעות על המודל המימוני והעסקי"

יורם עדן

אבל השקף הזה לא רלוונטי, כל הקרנות מחוץ למשחק. לפי
הטייטה הגדולות יוצאות.

יהודה בן אסאייג

בחלק מהמקרים כן, הגדולות בנחיתות.
נסכם בקצרה את החסרונות שעולים מהחוזר הזה:
- דמי ניהול כקריטריון יחיד - קשה לקבל את הדבר הזה
כאלמנט בלעדי לבחירת קרן פנסיה ברירת מחדל.
- תשואה נמוכה בקרן שתיבחר במכרז הממשלתי יכולה
לגרום לנזק משמעותי לחסכון לעמית לעומת קרן אחרת שבה
דמי הניהול יותר גבוהים אך כך גם התשואות.
- התעלמות מגודל הקרן חושף את העמיתים לסיכונים
דמוגרפיים לא מבטלים, שביטוח משנה יכול לכל היותר
רק להקטין אך לא לבטל. בקרן פנסיה האלמנט הביטוחי
המשמעותי הזול שניתן לעמיתים תלוי בגודל הקואופרטיב
שנמצא בתוך הכיסוי הביטוחי הזה, בגודל הקרן. בקרן קטנה,
דרמה ביטוחית פוגעת אנושות בצבירה, בתשואה ובקצבה של
עמיתי הקרן. מדובר פה רק על תשואה דמוגרפית.

הראל שרעבי

בפועל ברוב הקרנות הקטנות יש לך ביטוח משנה שלוקח את
רוב הסיכון הזה.

יהודה בן אסאייג

ביטוח משנה הוא ביטוח מאוד מיוחד. יש לו מחיר והוא יקר
מאוד, והוא יכול שלא לחזור על עצמו בשנה הבאה אחרי אירוע
קטסטרופלי ומשמעותי. לך תידיין עם מבטח משנה אחרי שנה
קשה לגבי התעריף בשנה הבאה. יש בכך כמה בעיות ביטוחיות
מאוד קשות.

יהודה בן אסאייג

משני הסוגים. אבל הסלקציה הראשונה היא על דמי הניהול
מהצבירה.

הדבר השני שהוצע בחוזר הוא שמאפשרים לכל מעסיק לבחור
את קרן ברירת המחדל שלו ובלבד שיבחר אותה בהליך מכרזי
מאוד מפורט, כפי שהפיקוח מנחה אותו:
-הוא צריך להיות לפחות אחת לחמש שנים.
-כל העובדים של אותו מעסיק שלא בחרו בעצמם קרן פנסיה
ינותבו לקרן הזו.

המכרז כולל שלושה קריטריונים, לא רק דמי הניהול. יהיו
גם מדד השירות שהפיקוח מפרסם ותשואות מסלול ברירת
המחדל.

מעבר לסוגיות הדרמטיות של מעורבות ביחסי העבודה במשק
- שהרי חלק גדול מהחיסכון הפנסיוני במדינה נבחר על ידי
האיגודים המקצועיים (אותם הסיטו החוצה לגמרי, לפחות
בטייטה), המעסיקים נאלצים היום להיכנס למנגנון אחר
של בחירת קרן פנסיה - אין פה שום משקל לרמת השירות,
לרמת היכולת לטפל ולתת שירות קבלת קהל פנים מול פנים,
שזה אחד האלמנטים המאוד נחשבים בענף הזה (אני משאיר
פריסה ארצית של סניפים רק כדי לעמוד בתנאים שחלק
מהמעסיקים בארץ רוצים שהעובדים שלהם יקבלו), אין שום
משקל לגורמים אחרים איכותיים.

דרך אגב, הטענה העיקרית שלנו מול הפיקוח בעניין הזה היא
שמדובר בעניין כל כך מהותי שהוא לא יכול לבוא בטייטת
חוזר. נדרש כאן דיון ציבורי, פרלמנטרי יותר מקיף. אנחנו
נמצאים בסוג של שיח בעניין הזה מול הפיקוח.

רק כדוגמה, בואו נניח שהקרן שנבחרה היא 'הלמן אלדובי'
לפני חמש שנים. האם דמי הניהול, גבוהים ככל שיהיו,
שקובעת 'אלטשולר שחם', לא שווים את הפער בתשואה בין
שתי הקרנות האלה? באמת אפשר לבחור קרן רק על בסיס
של דמי ניהול עם כאלה פערים בתשואות בין הקרנות? גם אם
אני מוריד את הקרן העליונה והתחתונה בתשואות, אז עדיין
קיים פער בין 32.5%-1-39.9% בין הקרנות.

אז מה עדיף? בוא נזכיר את המכרז של הסוהרים, מכרז שבסופו של דבר משיתים את כל הסיכונים המיוחדים של סקטורים מסוימים על העמיתים הקיימים, כי קרן פנסיה גדולה אין לה ביטוח משנה ולא מעניין אותה אז היא משיתה את זה על הלקוחות הקיימים. בואו נבין שלביטוח משנה יש חסרונות ויש לו גם המון יתרונות בוודאי בכל הקשור לסיכון סיכונים של לקוחות חדשים על לקוחות קיימים בקרן הפנסיה רצייתי להתייחס גם לעוד שתי נקודות. האחת, סיכון השירות- אתה אמרת שהשירות הוא לא פרמטר, קח את מדד השירות שקבע אותו משרד האוצר, הקרנות הקטנות נמצאות ראשונות, הגדולות אחרונות.

הילה קונפורטי

זה כשהן קטנות, השאלה האם זה יהיה השירות גם כשהן תהיינה גדולות?

אריק פרץ

הילה, למיטב זכרוני כל בתי ההשקעות מנהלים מאות אלפי לקוחות ואני לא רואה את ההבדל הגדול בין השירות ללקוחות של קרן פנסיה לבין זה של קופת גמל. הנקודה השנייה, התשואה הדמוגרפית- כמו שאמר הראל, תסתכלו בפרספקטיבה של כל הקרנות, תראו שדווקא התשואה של הקרנות עם ביטוח המשנה: 'איילון', 'מיטב דש', ו'פסגות' גבוהה יותר מאשר של הגדולות. אז גם הטענה של סיכון דמוגרפי נמוך יותר בקרנות הגדולות לא נתמכת במציאות.

יהודה בן אסאייג

אספר לך סיפור אישי. נכנסתי לתפקיד לפני קצת יותר מחמש שנים בשלהי אירוע מאוד קשה, אסון הכרמל. באסון הזה הלכו לעולמם קבוצה גדולה של עובדי שב"ס. רובם היו מבטחים ב'מבטחים'. אני זוכר את ההתארגנות שהייתה לקראת האירוע הזה. רצינו להקל עליהם מאוד את כל התהליך שקשור בהגשת התביעה ובקבלת הקצבה לאלמנות והיתומים. אירוע כזה שעלה לקרן עשרות רבות של מיליונים "דגדג" את 'מבטחים' בפחות מפרומיל. לו זה היה נופל על קרן אחרת מבין אלו שמתחת לארבע הגדולות זה היה יכול למוטט חלק מהן. זה ללמדך מה זה אירוע דרמטי. חסרונות נוספים שעולים:

-המדינה חוזרת לקחת אחריות על ניהול הפנסיה של כל מי

שצורך לקרן ברירת המחדל שתיבחר במכרז הממשלתי.

- האם נכון לתת העדפה מתקנת לקרנות קטנות במכרז קרן ברירת המחדל הממשלתי? אתה רוצה לשנות את מבנה הענף, האם זו הדרך?

בני שיזף

ומה זה יעשה לכל הקרנות הקטנות האחרות? הרי בסוף תהיה אחת שתזכה, והיא תעיף את כל האחרות?

אריק פרץ

מדובר על חמש שנים, בני, לא צריך להגזים. ההסדר הזה הוא דרך אינטליגנטית לטפל בשתי בעיות: בעיה אחת היא סוגית דמי הניהול של אותם פלחים שיהודה דיבר עליהם. והבעיה השנייה היא הריכוזיות שקיימת בשוק הפנסיה. אמרת קודם שיש קרנות קטנות עם תשואה פנומנלית, כמו 'אלטשולר שחם' ובכל זאת הן לא מתרוממות. יש גם קרנות שמציעות את דמי הניהול הכי נמוכים והן בכל אופן לא מתרוממות. מה זה אומר לנו? שלא תשואה ולא דמי הניהול, שאלו הם בדרך כלל הפרמטרים המרכזיים רלוונטיים בשוק הזה. גם לא מדובר במערך השייווק. מה שקובע זה למעשה החיבור שיש לקרנות הגדולות, עם עולם המעסיקים ולכן האוצר, בדרך מאוד אינטליגנטית, אמר 'אני מטפל בצורה מאוד מידתית (אחת לחמש שנים) עם העדפות כאלה ואחרות'. אם עכשיו, לצורך העניין, 'מיטב דש' לא תזכה- אין בעיה, חמש שנים אחרי זה יהיה שוב מכרז.

בני שיזף

יהודה, אני רוצה להוסיף נתון שתומך בך, 70% מבעלי השכר הנמוך, של פחות מ- 5,000 ש"ח, שבקרן שלי, כשאני פחות מחובר לעולם המעסיקים, מקבלים הטבות בדמי ניהול. הם קיבלו את זה בגלל החיבור לעולם המעסיקים. זאת אומרת, רוב אותה אוכלוסייה שאתה רוצה להגן עליה ברובה המכריע, לפחות אצלי, כבר מוגנת.

יהודה בן אסאייג

לסיכום העניין הזה, אם המטרה של הרפורמה הזו היא להיטיב עם אותו פלח שלא נהנה מהטבות בדמי ניהול הרי שמדובר, לטעמי, בטעות מפני שאותו פלח ברובו הוא הרבה יותר נמוך ממה שמוצג בפועל. שכחתם את ערוצי ההפצה בדרך, הם אלה שלוקחים את הפלח הנוסף בדמי הניהול שאתם לא רואים בתהליך שבין הצרכן הסופי ליצרן. אם רוצים לשנות את מבנה

"קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות
המוצעות על המודל המימוני והעסקי"

כלל האוצר מתנגד למנגנון של opt-out, זה רק מלמד שבסוף הכול עניין של פוזיציה. כי כשהאוצר עושה מהלך אז פתאום ה - opt-out זו דרך לגיטימית לקבל הסכמה. אבל למשל מי שמבוטח בביטוח חיים קבוצתי עשרות שנים ורוצים להשיג את ההסכמה שלו אז ה - opt-out זו לא דרך לגיטימית. יש פה חוסר עקביות. אולי אדם רוצה לפזר סיכונים?

יהודה בן אסאייג

תזכרו את שני השלבים האלה -
השלב הראשון, שהוא נכון מאוד לטעמי, זה שעמית חדש שמצטרף או עמית מנייד, לצורך העניין גם מישהו שמחליף מקום עבודה - כל השווא של מצטרף.

אמיר ברנע

ההעברה היא בניירות ערך או במזומן?

יהודה בן אסאייג

העברה היא במזומן.
היקף החיסכון הלא-פעיל של עמיתים בקרנות פנסיה חדשות הוא כ- 25 מיליארד ש"ח, אנחנו מעריכים ש- 4/5 או 3/4 מזה יצטרך להתנייד בין הקרנות וכל זאת במהלך של פחות משנה.

אמיר ברנע

יהודה, יכול להיות שיש חשבון לא פעיל בקרן שיש לך בה גם חשבון פעיל?

יהודה בן אסאייג

לא.

הענף ו"לחלק את הקלפים מחדש" בענף הפנסיה בין היצרנים השונים, יש דרכים אחרות לעשות את זה, למה בדרך של מכרז מסוג כזה? אמרו את זה אגב כל הנציגים הפרלמנטריים ונציגי הארגונים הגדולים במשק. גם אם המטרה היא צודקת לא זו הדרך, אפשר בדרכים אחרות לתקן את זה.

הדבר האחרון שאני רוצה להציג זה רגולציית "איחוד חשבונות" "עקוב אחריי". פה אני מודה, הפיקוח עושה מהלך מאוד משמעותי וגם נכון, אלא שקצת אצה לו הדרך מפני שהרפורמה מדברת על שני דברים:

מה- 1 בינואר 2017 כל מצטרף לקרן הפנסיה הולך לקבל את כל השווא הפנסיוני שהותיר אחריו לקרן הפעילה האחרונה שבה הוא מתחיל לפעול. דהיינו, איחוד של כל השווא הפנסיוני שלך במקום אחד - לרכז אותו ביחד. אז המונח "חשבונות מוקפאים" ילך ויקטן, והוא יישאר אולי למה שאנחנו פעם היינו קוראים "אבטלה מבנית" - אצל אילו שלא מצאו עבודה עם הפרשה פנסיוני קבועה.

החלק השני, והוא הבעייתי לטעמי, זה שבו אנחנו לוקחים את כל ה- "Pool" הקיים, אותה הוראת שעה, ואנחנו נצטרך כבר בחודשים הקרובים להתארגן לזה - להעביר לפיקוח את כל נתוני העמיתים מהפעיל ומהמוקפא. אנחנו נצטרך להודיע לעמיתים על המהלך הזה, עמית שלא יסכים שנשלח את פרטיו לפיקוח יוסר מהרשימה. בסוף ייווצר מאגר מאוד גדול של עמיתים וכספים והפיקוח ינחה אותנו את מי ולאן להעביר. כדי לרכז ולטפל ב- "Pool" הקיים של החשבונות המוקפאים.

אמיר ברנע

לפי איזה קריטריון?

יהודה בן אסאייג

החשבון הפעיל האחרון שבו נמצא העמית.

מני נאמן?

אני חושב ששווה לציין פה עוד עובדה מאוד מעניינת, בדרך

זאת אומרת שזה רק בין קרנות. אז למרות שחלקה של 'מבטחים' בשוק הוא כזה גבוה עדיין יש בשוק סכום כזה גדול שיתנייד בין קרנות?

יהודה בן אסאייג

מה זה גבוה? 'מבטחים' היום כבר לא כל כך גדולה. כל קרן תדע כמה יצא ממנה אבל לא יודעת כמה בדיוק יכנס מקרנות אחרות. הרי יהיה פה ניווד הדדי.

אמיר ברנע

יהיו קיזוזים במסלוקה, לא?

יהודה בן אסאייג

שאלה טובה! עוד לא התייחסו לעניין קיזוזים. קצת חסרונות-

- גילינו שלא נכון לאחד חשבונות בכל המקרים. נניח שיש לי חשבון מוקפא בקרן א' ואני פעיל בקרן ב', אם קורה לי משהו והלכתי לעולמי, האלמנות והיתומים יוכלו לקבל מהקרן הפעילה את קצבת השארים ויוכלו ליהנות מכל הסכום ההוני שנותר בקרן הלא פעילה כסכום הוני חד-פעמי. זה לא יקרה אם הסכום הלא פעיל מתאחד עם החשבון הפעיל.

טדי לין

אבל למי שיש לו קצבה מינימלית- הוא יוכל להוון את היתרה. ואם אין לו קצבה מינימלית אז ראוי שכל הכספים יהיו ביחד ויביאו לקבלת קצבה מינימלית. אתה הלא רוצה הרי שתהיה להם קצבה מינימלית כי אחרת לא יהיה להם ממה להתקיים. אם הם לא מגיעים לארבעת אלפים ש"ח אז בשביל מה הם ימשכו הונו? ואם יש להם מעל הם יוכלו למשוך יותר.

יהודה בן אסאייג

טדי, תעשה את ההבחנה בין שני המצבים שתיארתי כרגע- המצב שבו אתה מרכז את כל החשבונות לחשבון אחד הוא נחות בתוצאה מהמצב שבו השארת חשבון פעיל בנפרד מחשבון מוקפא.

טדי לין

כיום רוב האנשים שיש להם חשבונות לא פעילים משלמים את המקסימום של 0.5 כי אף אחד לא נותן להם הטבה. זאת עובדה, כל העמיתים הלא פעילים שנמצאים לאורך כל ההיסטוריה בקרנות הגדולות בעצם לא זוכים לשום הטבה. במקומות אחרים הם כן זוכים להטבה ובסופו של דבר אתה פוגע להם בפנסיה. לאורך 30 שנות חסכון משלמים מקסימום אתה פוגע להם בפנסיה. אתה יודע שאין להם יחס המרה גבוה, נכון? אז אתה פוגע בהם פעמיים.

יהודה בן אסאייג

המשך החסרונות:

- הלו"ז- אם יש דבר שמאוד מטריד אותנו זה נושא הלו"ז. אין לי טענות כלפי עצם המהלך, הנחיצות והנכונות שלו, אבל הדחיסות בזמנים מאוד בעייתית.
- הכבדה נוספת ומשמעותית על מערכי התפעול של החברות המנהלות, שגם כך נמצאים בשיא הפעילות מתחילת שנת 2016 בשל העלייה לאוויר של ממשק מעסיקים. מה- 1 בינואר כל מערכי התפעול בחשבון הפנסיוני במדינה ישראל צריכים להעביר הכול לממשק אחיד- עוברים לדיאלוג אחיד. לכן יושבים אצלי צוותים של מאות אנשים ועוסקים בעבודת נמלים- מדובר על העברת מיליוני נתונים, ופרטים מאוד קטנים וחשובים לגבי כל עמית. מדובר במהלך דרמטי, אפילו הראל יסכים איתי שמדובר בשינוי מאוד גדול בתעשייה. מערכי התפעול קורסים ואנחנו צריכים לדחוס בלו"ז בהול גם דבר כזה. זאת הביקורת העיקרית שלי על הרפורמה הזאת. שאלות שעולות-

- הנזלת הנכסים- אנחנו עושים הנזלה כל כך גדולה של נכסים וצריך להעביר אותה בצורה מסודרת מבלי לגרום לתקלות ולכשלים בשוק ההון המצומצם שלנו. איך מתמודדים עם מצב כזה?

- יש ביקורת תקשורתית מאוד גדולה ולא הוגנת על דמי הניהול שאנו גובים. הלחץ עלינו להוריד אותם הוא ענק ואנחנו באמת בתחרות מאוד קשה אחד עם השני. מי שעוקב אחרי התפתחות דמי הניהול בשוק יודע שלגבי כל מה שקשור לרמת הריכוזיות והתחרותיות בענף הזה, אני חושב שזה אחד הענפים הבולטים ביותר ביכולת התחרות שהוא מגלה. לא צריך לגעת בו כדי לאזן או לשנות את מבנה הענף. ההשוואה שעושים בינינו לבין הסלולר היא השוואה מעוותת עד כדי כך שכשאתה מסתכל על מאזני החברות, לא שאני רוצה להראות מסכן, אבל שיעורי המרווח קטנים אצלנו ללא שיעור בהשוואה לכל ענף אחר שנתנו כדוגמה בהשוואות שעשו אלינו. והשאלה שעולה היא, האם ניווד החשבונות בשוק הזה זה מה שיעשה אותו יותר יעיל, יותר נכון, יותר טוב? ואילו עלויות יחסכו פה לעמית מהמהלך הזה?

"קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות
המוצעות על המודל המימוני והעסקי"

הראל שרעבי

הנקודה השנייה, שנגררת מהנקודה הראשונה, היא שבכל פעם שתחליף מקום עבודה אז, ככל הנראה, תחליף גם קרן פנסיה. כי ב- 90% מהמקרים כשאתה מחליף מקום עבודה למעסיק, שקרן הפנסיה שלו היא לא קרן הפנסיה שבה היית במקום העבודה הקודם, אז שוב חוסר המערבות שלך כחוסך ולעיתים גם העובדה שלא תמיד המעסיק שואל אותך 'האם יש לך או אין לך חסכון פנסיוני קודם? מה אתה רוצה? האם לצרף או לצרף?', אלא פשוט אומר 'תפתח קרן פנסיה חדשה' - זה מוליד את תופעת החשבונות הלא פעילים. חוסר המערבות של החוסך לא פועל לטובתו.

ככל הנראה לא נצליח לשנות את העובדה שהחוסך לא מגלה מעורבות בטווח של חודשים ספורים וכנראה גם לא שנים, זה תהליך שייקח עוד זמן והוא קשור לשינוי תרבותי וחינוך שוק בהקשר של חינוך פיננסי. אז השאלה הנשאלת היא, האם חוסר המעורבות משרת או לא משרת את החוסכים? זה מתחבר לשאלה שבני העלה תוך כדי לגבי חוסר העקביות ב-opt-out, בסופו של דבר לנו חשוב, מתוך ההבנה שיש חוסר מעורבות וחוסר אקטיביות, שחוסר האקטיביות ישרת את החוסכים במקום שבו הוא יכול לשרת אותם. אין לנו בעיה עם opt-out ולא עם opt-in, אין קדושה באף אחד מהם. השאלה בסופו של דבר היא, את מי התהליך הזה משרת? לנו חשוב שבכל מקום שבו יש פאסיביות של החוסכים התהליך יתנהל, עד כמה שניתן, לטובתם. אין לנו ציפייה שהעסק יעבוד בדיוק בהתאם למאפיינים של כל חוסך, כי זה בלתי אפשרי בתהליך שאתה לא מגלה מעורבות. אבל בשאלת הממוצע או הרוב, בסופו של דבר, התהליכים האלה יעברו לשם. הדברים שעלו פה נובעים מפוזיציות. עד היום חוסר המעורבות של אותם חוסכים לא פעל לטובתם ובמקרה של החשבונות הלא פעילים זה מאוד בוטה וגם בשאלה של בחירת קופת גמל בחלק מהמקרים זה בוטה אם כי על פחות אוכלוסייה. זה ברור לכולם שהיווצרות החשבונות הלא פעילים היא לא לטובת החוסך. המקרים הספורדיים האלה שאפשר לספור אותם על יד אחת או שתיים של אדם שבחר ספציפית שהחשבון הלא פעיל שלו ימשיך להתנהל כשהוא פותח חשבון אחר - זה לא רוב המקרים. רוב

כל השאלות שעולות פה הן שאלות שנמצאות עכשיו בדיון, כי אנחנו בשלבים של טיטוטות בכל אחד מהנושאים האלה. יהודה הציג את הדברים באופן כללי נכון, אבל מנקודת מבט מאוד מסוימת ולגיטימית למקום שבו הוא נמצא. יש פה, אני מניח, קולות נוספים ששונים קצת מהדברים שיהודה אמר וגם אותם אני כמובן אשמח לשמוע. אני רוצה לעבור רגע על הנושאים מנקודת המבט שלנו.

אני אתחיל מנושא בחירת קופות הגמל ונושא עקוב אחרי דווקא, כי יש שם אג'נדה מאוד ברורה שלנו ובאג'נדה המיועדות זו רגולציה מסוג אחר עם מעורבות שונה גם בהיבט התקציבי של המדינה. הסיפור של בחירת קופת גמל והסיפור של עקוב אחריי מגיעים מתפישת עולם מאוד ברורה. עולם החיסכון הפנסיוני, וכנראה שעולם הפנסיה באופן מובהק יותר משאר עולם החיסכון הפנסיוני, מאופיין בכך שהחוסכים בתוכו לא מגלים מעורבות אקטיבית בקבלת ההחלטות שמשליכות על החיסכון שלהם ועל אופן התנהלות החיסכון שלהם. המקום שבו זה בא לידי ביטוי בצורה הכי מובהקת והכי משמעותית הוא שאלת בחירת קופת הגמל, שמקבלת ביטוי בשני האופנים שבאים לידי ביטוי בהצעות הללו:

האחד הוא העובדה שרוב החוסכים לא בוחרים את קופת הגמל שלהם. האמת צריכה להיאמר ומנהלי קרנות הפנסיה מכירים את זה בוודאי יותר טוב מאתנו, וכל אחד מאתנו מכיר את זה כנראה מהסובבים אותנו, רוב העמיתים בקרנות הפנסיה לא בחרו את הקרן שבה הם רוצים להיות כבחירה אקטיבית מתוך החלטה מושכלת, אלא צורפו אליה, אני אגיד בצורה קטגורית, בהתאם למקום העבודה שבו הם עובדים. אם בעבר הכרנו את קרן פועלי הבניין שאם היית פועל בניין היית עובר אליה, וקרן לפועלים חקלאיים וקרן לעובדי הדסה וקרן לעובדי אגד וכדומה, אז היום זה קורה, אמנם לא במאפיין של הקרן אלא בעובדה שאם אתה מוסיף למעסיק מסוים אז בקרוב ל- 90% מהמקרים אתה כנראה תלך לקרן הפנסיה שהוא בחר עבורך.

החשבוניות האלה נפתחים כתוצאה מחוסר מעורבות ולא כי אדם החליט שהוא רוצה שכשהוא ימות האלמנה שלו תקבל גם מכה וגם משם. אנחנו בטוחים שאותם אלה שעשו את המהלך במודע ובמושכל, כשיקבלו את המכתב שאומר להם שהחשבון הזה עומד להתאחד ירימו דגל ויגידו שהם עשו זאת במודע ושהם רוצים שזה יישאר ככה. בגלל זה מודיעים להם פעמיים. אבל לגבי כל השאר ברור שהסיפור הזה לא נוצר מרצונם והוא לא פועל לטובתם – זה חד משמעי. המטרה בכל החקיקה הזאת שהעסק יפעל לטובתם. זה נכון גם בהקשר של המצטרפים משנת 2017 וצפונה והוא נכון גם לגבי כל "המלאי" הקיים. העובדה שעד היום לכולם היה נוח להתעלם מהסיפור הזה של מעבר בין עבודות ופתיחת חשבוניות ולתת ל- 25 מיליארד ש"ח האלה להמשיך לשכב שם – אני לא יודע להסביר לעצמנו למה זה לטובת החוסכים. ולגבי שאלת מעורבות היתר שלנו – 'איך אנחנו מחליטים עבור הבן אדם, להעביר לו כסף ממקום למקום?' אני חי בשקט איתה כי כשצירפו אותנו אף אחד לא שאל אותנו אם הוא רוצה להיות בקרן הזו, אז גם כשאני מעביר אותנו עכשיו אני חי בשקט שלא שאלתי אותנו, בטח אם אני עושה את זה לטובתו.

אני חוזר לקו שמנחה אותנו המטרה שלנו בשתי ההסדרות הללו היא לוודא שחוסר המעורבות של החוסכים לא פועלת לרעתם, ובמקום שמישהו אחר מקבל עבורם החלטות אז שהתוצאות של אותן החלטות יפעלו לטובת החוסכים, בין אם בעקוב אחריי ובין אם בבחירת קופת הגמל.

בהקשר של המרכיב השני, החוזר מתייחס למצבים שמעסיק או איגוד עובדים בוחר עובדי קופת גמל. כמישהו אחר בוחר עבור החוסך את החיסכון הפנסיוני שלו והחוסך הוא לקוח הקצה הנושא בהשלכות של אותה בחירה, לנו כרגולציה חשוב לוודא שאותה בחירה נעשית בצורה נכיה, תחרותית, משיקולים שהם אך ורק לטובת החוסך.

עדיין מדובר בטיטה. אנחנו מוכנים לשמוע עוד שיקולים אבל ברור שלא נכניס שיקולים שירוקנו את המטרה מתוכן. אנחנו רוצים גם פרמטרים שנוכל לבקר אותם, אם נאפשר כל מיני פרמטרים שניתן לסובב אותם בדרכים כאלה ואחרות אז הוצאתי את כל ההסדרה ממשמעותה וזו לא היתה המטרה.

אני אתייחס עכשיו לשאלת האג"ח המיועדות – גם פה אני חושב שיש תמימות דעים לגבי המטרה והמוצדקות שלה. אני בכוונה לא רוצה שתובן ממני איזושהי מחויבות אין סופית של מדינת ישראל לאג"ח המיועדות, זה לא התפקיד שלי ואני גם לא חושב שמישהו ייקח על עצמו כזאת מחויבות, לדבר הזה השלכות לא קטנות בהקשר של ניהול החוב. אבל כל עוד המכשיר הזה קיים בעולם החיסכון הפנסיוני אז לנו כאגף שוק ההון, ולשמחתנו משרד האוצר בכללותו קיבל את העמדה הזו, היה חשוב להשתמש במכשיר הזה, עד כמה שניתן, להשיג מטרות שהן תכלית החיסכון הפנסיוני. וכשבחנו את

תפקיד האג"ח המיועדות בתוך החיסכון הפנסיוני התשובה שהתקבלה מבחינתנו הייתה חד משמעית – המטרה של האג"ח המיועדות זה בעיקר עניין הודאות ופחות שאלת סבסוד התשואה. התכלית המרכזית שאנחנו היינו רוצים ליצוק מתוך האג"ח המיועדות זה נושא הוודאות. שאלנו את עצמנו 'איפה אדם צריך הכי הרבה ודאות בתקופת החיים שלו? איפה זה הכי משמעותי' והתשובה ברורה – בשלב הפנסיה או קרוב לפנסיה. כשהוא חוסך הוא לא צריך את זה, אין שום משמעות לתודותיו, אלא אם כן הוא מושך את הכסף הזה כל הזמן אבל זו לא המטרה של החיסכון הפנסיוני. בסופו של דבר הסטה של האג"ח המיועדות משלב החיים המוקדם לשלב החיים המאוחר הוא דבר נכון. אני בכוונה לא אומר הסטה מצעירים למבוגרים כי כל אחד מאתנו יהיה יום אחד מבוגר ולכן לא לוקחים ממישהו אחד ונותנים למישהו אחר אלא לוקחים משלב מסוים בחייו של אדם ונותנים לו בשלב אחר בחייו.

שלומי שוב

תהיה "נהירה לקלפיות" של הפנסיונרים. מה תעשה?! אני לא יודע איך האקטוארים יחשבו, הרי ה- 60% לא מובטח.

הראל שרעבי

להערכתנו יש מספיק סיבות כלכלית שלא יובילו לנהירה של עמיתים מבוגרים ממוצרים אחרים לתוך קרנות הפנסיה בשנים הקרובות. אדם לא יוותר על כסף הונו רק בשביל לקבל קצבה כי יש לו 4.86%. מי מאתנו שקרוב לגיל הרלוונטי שישאל את עצמו את השאלה והוא יגיע למסקנה שהוא לא יוותר על מיליון ש"ח שהוא יכול לשים עליהם את היד בכל עת וייקח קצבה, ולכן כסף לא יעבור מקופות הגמל לקרנות הפנסיה. לביטוחי המנהלים יש יתרונות אחרים, בין אם זה הבטחת תשואה בפוליסות הרלוונטיות ובין אם זה מקדם מובטח בפוליסות הרלוונטיות בגילאים של השנים הקרובות – לאדם בן 40 יש מקדם מובטח לא מאוד משמעותי ולכן יכול להיות שעבור לפנסיה אבל זה לא מה שאנחנו מדברים עליו... אנשים מבוגרים, ככל הנראה, לא יעברו ממוצרי חיסכון פנסיוניים אחרים לקרנות הפנסיה ולכן לא נראה "נהירה לקלפיות" בהקשר הזה, והעולם של קרנות הפנסיה ימשיך להתקיים כפי שאנחנו מכירים אותו.

שלומי שוב

מישהו עשה בדיקת כדאיות?

הראל שרעבי

"קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות
המוצעות על המודל המימוני והעסקי"

אמיר ברנע

אם אתה אומר שמה שמעניין אותנו זה ודאות הקצבה ולא גובה הריבית, אז הרי לגבי אדם שפורש שהחיסכון שלו כבר נתון ואין לו הפרשות נוספות, אפשר להשיג את קיבוע הריבית בהרבה מאוד דרכים בלי קשר לנושא הזה של ה-4%. אם אתה אומר שאין לכם בעיה לרדת מיחס המרה של 4%, תאמין לי שאת נושא קיבוע הריבית אפשר לפתור.

הראל שרעבי

לא אמרתי את זה. דיברתי על האג"ח המיועדות. שוב, האג"ח המיועדות בקרנות הפנסיה החדשות (ואני שם את הוותיקות בצד כי שם העסק חשבונאית מתנהל אחרת וכל הדיון הזה לא רלוונטי שם) מחושבות לפי עלות מתואמת, זאת אומרת שערכה לא תלוי בתנודתיות של השוק ולכן הערך שלה הוא קבוע. למה זה נעשה ככה? זו שאלה אחרת שאני לא נכנס אליה, זה לא רק עניין חשבונאי.

שלומי שוב

אבל מזל שזה נעשה ככה כי אחרת אם היית עושה את ההסטה היית לוקח להם ממש ערך מתוך הנכסים.

הראל שרעבי

בכל אופן, ברגולציה הקיימת של עלות מתואמת על אג"ח מיועדת, האג"ח הזה הוא נכס יציב וודאי ולכן נכון לתת אותו לאדם בשנות חייו המאוחרות.

שלומי שוב

אבל אתה יודע שהגדרה של שווי הוגן היא אחרת, היא לא העלות המתואמת. כי הגדרה של שווי הוגן הייתה מביאה בחשבון את ההטבה הזו.

עשו וזה מה שבדיקת הכדאיות שלנו מעלה.

צבי וינר

אם המטרה היא ודאות למה אתם עושים את זה בריבית קבועה שמישהו קבע בתור מספר ולא לפי ריבית שוק?

הראל שרעבי

לגבי שאלת הריבית הקבועה - סיפור האג"ח המיועדות נמצא על השולחן לא יום ולא יומיים, הוא מתגלגל על שולחני כבר כמה שנים ולא קורה עם זה כלום. ואחת הסיבות שעכשיו זה נראה קרוב יותר מתמיד היא שהצוות במשרד האוצר שעסק בנושא הזה קיבל על עצמו שהדיון בנושא הזה לא יהיה דיון אקדמי. לא יהיה דיון של 'מה האוטופיה? מה הכי טוב שאפשר לעשות בעולם?' כי האמנו שבסופו של דבר, בטח כמשרד שהמטרה שלו היא ליישם דברים ולא לחקור אותם, צריך לשאול 'מה אפשר ליישם?'. הבנו שאת סיפור האג"ח המיועדות ניתן למשוך להרבה קצוות ולשאלות אחרות ולגיטימיות כמו: האם הריבית שנקובה בהן היא הריבית הנכונה? האם בכלל להשתמש באג"ח המיועדות? אבל אם רוצים להוביל את התהליך להשגת מטרה וליישום אז צריך לקדם את הדיון. והדיון קודם לשימוש במכשיר הנתון הזה עם הריבית הנקובה עליו בהתאם לרגולציה הקיימת עם יכולת ההגמשה שלנו ביחס אליה. ולכן, למרות שהדיון על 4.86% כן או לא, או אם אפשר להוריד ל-4% ולהגדיל או להעלות ל-6% ולהקטין וכדומה הוא דיון לגיטימי, להבנתנו הוא לא יוביל ליישום של שום דבר. ולנו היה חשוב בתהליך הזה להוביל למקום טוב יותר מהמצב הנתון היום. האם זה המקום הכי טוב שאפשר להגיע אליו? שאלה מצוינות. אבל בצורה חד משמעית, התהליך הזה מוביל למציאות טובה הרבה יותר מהמציאות שאנו חיים בה כיום בהקשר של הודאות בביטחון הפנסיוני. תמיד אפשר לשפר אבל צריך לראות איך השאלות האלה לא מעבירות אותנו מעולם ישים לעולם תיאורטי.

אני שואל את השאלה שוב, אתה נשאר עם 4% יחס המרה או לא?

הראל שרעבי

זה לא נושא שעלה עכשיו.

בקרנות הפנסיה החדשות מקדם ההמרה מחושב כיום לפי הנחת תשואה של 4%, המאזן האקטוארי מחושב לפי הנחת ריבית חסרת סיכון וזה יוצר פער במועד הפרישה של האדם שמביא לגירעון שמסיבות כאלה ואחרות מושת על כל הקרן. זו בעיה שמונחת לפתחינו כבר הרבה זמן. אני יכול להגיד, עם היד על הלב, שסיפור האג"ח המיועדות לא נולד משם אלא היה קיים הרבה לפני כן, אבל הוא היווה תמריץ כי בסופו של דבר הדברים משליכים האחד על השני.

אריק פרץ

אז בסופו של דבר התשובה האמיתית המקצועית היא שיש ריבית בגיל 67 של 1.5%, יתכבד החוסך ויחשב את המאזן והזכויות שלו לפי 1.5%. דא עקא, שפוליטית-ציבורית אי אפשר להעביר את זה, לא דרך חיים כן, לא בעיתונים.

יונל כהן

אני חולק על דבר אחד – אני לא חושב שזה בכלל במגרש הפוליטי. חובת הנאמנות של הדירקטוריון בקרן פנסיה, בשונה מכל החברות, היא חובת נאמנות כפולה הן לבעלי המניות לפי חוק, והן כלפי העמיתים.

חישוב לפי ההנחיות של האוצר הוא שאלה משפטיות, אפילו האוצר לא התמודד עם מכתבים שהוא קיבל רשמית מדירקטוריון שאומר 'מה פתאום אתה קובע לנו באיזה ריבית לחשב את הפנסיה?!'. זו סוגיה משפטית שאני משוכנע שתגיע בסופו של דבר מהצעירים שיגידו 'מה פתאום לקחתם לנו מהתשואה כדי לא להתמודד פוליטית?!'. אני חושב שמי שמסתכל על החובה לעשות מאזן אקטוארי ולחשב תשואות ותשואות דמוגרפיות, שזה התפקיד של הדירקטוריון, הוא חי תחת הנחיה של האוצר והוא לא מגובה עם מחר הוא יחטוף תביעה.

אמיר ברנע

יהודה העלה כמה נקודות, למשל קליטת אנשים בגילאים מבוגרים בקרנות פנסיה – הוא אומר שישנו היום סירוב לקבל

אותם בגלל הדילול. הבעיה הזו מונחת לפתחך, מה הפתרון שאתם מציעים למבוגרים שעוברים?

יונל כהן

אבל הבעיה הזו הייתה גם בשנות 2003, ירדו מ-70% ל-30%. קרנות הפנסיה, יהודה, גם אז המשיכו לקלוט ולא אמרו 'למה מדללים?'.

אמיר ברנע

אבל אז לא היה פער ריבית כזה.

הראל שרעבי

שאלת חובת הנאמנות עלתה בהקשר של האג"ח המיועדות, לזה יונל התכוון, ושם אני מסכים לגמרי – בסוף מדינה כמדינה, ולדעתי גם בג"צ נתן דעתו לעניין הזה, יכולה להגיד שהיא מפסיקה לסבסד או מסבסדת חלקית או מקטינה את הסבסוד. זו זכות של מדינה להגיד וזה מה שהיא עושה, או צפויה לעשות בהקשר לאג"ח המיועדות. החברה המנהלת זה לא שיקול שלה, בהקשר הזה היא תפעל לפי שיקוליה העסקיים וחובות הנאמנות האחרות שלה כלפי העמיתים.

בהקשר של המקדם, למיטב הבנתי, כשכתבו את החוזר שממנו נובע אותו סבסוד של הצעירים את המבוגרים, אף אחד לא חשב על הסיטואציה הזו בכלל. כתבו את החוזר הזה בסביבת ריביות אחרת. לדעתי לא ששמו לב שזה מה שקורה. רק בשלב שבו הריביות ירדו והמשיכו להישאר שם תקופה מסוימת הנושא הזה צץ והגיע לפתחנו. הוא מטריד אותנו בעיקר מההיבט שזה מהווה חסם נידו והופך אנשים לקראת פרישה ללקוחות שבויים. עולה גם סוגיה ערכית בשאלת הסבסוד, כלומר, האם זה לגיטימי שחוסך צעיר יסבסד את החוסך המבוגר, אני לא נותן על זה תשובה. אני יכול להזדהות עם תשובה מסוימת יותר או פחות, אבל התוצאה שאנחנו לא יכולים לחיות איתה היא העובדה שאדם לקראת פרישה, בשיא כוחו הפנסיוני, קרי בשיא יכולת המיקוח שלו מול הגוף המנהל על דמי הניהול, הוא לקוח שבוי כי הוא לא יכול להתנייד מקרן לקרן. זו סיטואציה בלתי נסבלת, שמובילה לזה שאנחנו לא רואים הנחות בדמי ניהול אצל פנסיונרים למרות שלכאורה כבר היינו צריכים ליראות כאלה. וזו בעיקר המוטיבציה שלנו לפתור את בעיית המקדם.

אריק פרץ

הראל, הכוונה טובה אבל זה לא ישים.

"קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות
המוצעות על המודל המימוני והעסקי"

למה שאני לא אקבל מבוגרים? כי זה יוצר סבסוד צולב.

הראל שרעבי

אנחנו לא רואים בעובדה שקרן מקבלת אדם מבוגר אליה בהקשר של האג"ח המיועדות כפגיעה בחובת הנאמנות, כי המדינה קובעת כללים לגיטימיים לסבסוד שהיא נותנת באמצעות האג"ח המיועדות. המדינה החליטה למעשה שהיא לא נותנת אג"ח מיועדת לאנשים עד גיל 60, מתפישה כזו או אחרת. לחברה המנהלת אין "Say" בהקשר הזה. זה בעולם יחסי מדינה-אזרח. זאת החלטה לגיטימית לגמרי להחליט שאני מסבסד קבוצת אוכלוסייה משיקולים, שאגב אפשר ללכת עליהם לבג"צ. החברה המנהלת, לדעתנו, לא יכולה שלא לקבל אדם משיקולים של אפליה מטעמי גיל.

שלומי שוב

לדעתי, זה מתקיים היום עוד לפני כל הרפורמה הזאת. אלון אלפרט?
אתה אומר באותה נשימה 'למדינה מותר לאפלות ולחברות אסור'. זה צריך להיות בדיוק הפוך.
הסבסוד שקיים כבר היום גם הוא מעמיד את הדירקטוריונים בסיטואציה מאוד בעייתית. כבר היום הדירקטורים נמצאים בדילמה מטורפת, לדעתי, כי אם הם מקבלים חברה מבוגרים אז הם למעשה פוגעים בעמיתים שלהם. יש פה בעיה.

יהודה בן אסאייג

האקזקוטיבה צריכה לקחת אחריות ולא להפלות. כלומר, אני לא אקבל עמיתים מבוגרים כדי לא לפגוע בעמיתים הקיימים. כמנהל הקרן אני שומר את הנאמנות שלי לעמיתים הקיימים.

הראל שרעבי

בהקשר של המקדם אני יכול להבין לגמרי את מה שיהודה

הראל שרעבי

אני לא רואה נציגים של קרנות שמנהלות את ההשקעות אחרת.

יהודה בן אסאייג

אולי התשובה שלך היא שזה מגדיל את רמת הודאות בתחום הפנסיוני.

אריק פרץ

לא, החלופה של אותו חוסך היא ללכת ל'מבטחים' ולקבל את ה-4%. אז גם אם אני מייצר עקום ריבית בריבית יותר נמוכה אך ריאלית ונכונה כלכלית תמיד האלטרנטיבה של החוסך הזה ללכת לקרן פנסיה אחרת ששם דירקטוריון קרן הפנסיה החליט שהוא רוצה להישאר עם ריבית של 4% למרות שהיא "על הקרח" - ככה חוסך מקבל החלטות ולכן לא מספיק שאני אייצר עקום ריבית "נכון כלכלית" אלא יש צורך שכל השוק יתנהג כמוני ולכן הטיפול חייב להיות מערכתי ברמת שוק.

אמיר ברנע

האם קרן חייבת לקבל כל מצטרף? אני חושב שאם השינוי הזה של האג"ח המיועדות יעבור, אני מקים עכשיו קרן פנסיה לצעירים ולא מקבל אנשים מעל גיל 40, כך בעצם אני מבטיח שלצעירים יש 30% אג"ח מיועדות. האם מותר לי לא קבל אנשים מבוגרים?

הראל שרעבי

לא.

אמיר ברנע

אומר. חברה מנהלת שמקבלת עמית מבוגר פוגעת בנכסים, בקניין של החוסכים הצעירים שלה. המנגנון של חלוקת אגרות החוב המיועדות אומר ל'חוסכים פחות ולפנסיונרים יותר' – וככל שיש יותר פנסיונרים אז לחוסכים יש פחות – זה נגזר הגדרתית מהמודלים, וזה לא משנה באיזה מנגנון תפעולי נבחר, בין אם לפי תעודת זהות או לפי משהו אחר.

בסופו של דבר הסבסוד שגלום באג"ח מיועדת הוא לא זכות מוקנה. המדינה לא חייבת לאף חוסך להמשיך ולתת לו את סבסוד הגלום באג"ח המיועדות מכאן ועד מותו. היא יכולה להחליט שממחר אין יותר – הוא לא יהיה זכאי יותר לסבסוד של האג"ח המיועדות. כשחברה מנהלת בעולם העתידי של האג"ח המיועדות תקבל עמית מבוגר המשמעות שהיא גוזרת על החוסך הצעיר את המצב בו את הסבסוד, שהוא יכול היה לקבל בעתיד מהאג"ח המיועדות אלמלא היה פה המבוגר, הוא לא יקבל. אבל זו לא החלטה של החברה המנהלת אלא זו החלטה של המדינה שקיבלה בכובעה כגורם מתקצב.

בני שיזף

עמית בקרן פנסיה שרובה צעירים יקבל 28%-30% אג"ח מיועדות גם אחרי השינוי. הוא יבוא ויגיד לי 'אני מבקש לא לפגוע בזכות המידית שלי בתקופה הזאת לקבל ריבית גבוהה על 30% מהנכסים שלי'.

הראל שרעבי

אבל אין לו זכות כזאת.

בני שיזף

אבל היום יש לו.

הראל שרעבי

מותר למדינה לשנות את המנגנון, נכון? אז אין לא זכות.

בני שיזף

אז המדינה שינתה את המנגנון, אך מכיוון שהוא נכנס לקרן של צעירים, היום כל שקל שהעמית משקיע הוא 28% על האג"ח המיועדות, כי עדיין אין לי מבוגרים בקרן. מחר אקבל אדם מבוגר עם המון כסף לקרן. וכך היו לעמית הצעיר 28% על השקל הקודם, ועל השקל הבא יהיו לו רק 20% אג"ח מיועדות. אומר לי אותו חוסך צעיר 'מצטער מאוד, אתה לא משרת את האינטרסים שלי, אני מבקש שלא תקבל חוסכים מבוגרים'.

אם המדינה הייתה הולכת לפי גיל ותעודת זהות, והייתה אומרת 'אתה בן 60 ואתה זכאי ל-50%, אתה בן 40 זכאי ל-X% וכך הלאה, היא גם הייתה פותרת את הבעיה וגם מונעת את בעיית הזליגה של הכסף.

למה אני חושב שלא השפעת על שיעור הנפקת האג"ח המיועדות בכלל? כי בסופו של דבר יש ארביטרז', ואני חושב שטעית בחישובים שעשית.

צבי וינר

ככה יצרתם בעיה מלאכותית. לו הייתם נותנים אג"ח מיועדות אישית, לפי תעודת זהות, ולא דרך קבוצה זה היה פותר את רוב הבעיות. יהודה אמר שקשה להתמודד עם זה מבחינה מערכתית. תיקחו קובץ אקסל עם 8 מיליון שורות, ותתנו לכל אחד לפי מה שאתם חושבים שמה מגיע לו, ותשחררו את הקרנות מהעול הזה.

יורם עדן

בשנות ה-70 היו מלוות חובה אישיים. לכל שכיר במשק, לפי מספר תעודת זהות ותיק הניכויים של המעביד, היו מלוות חובה כפונקציה של המשכורת שלו. אז אם היה אפשר לעשות זאת בשנות ה-70, אי אפשר לעשות את זה בשנת 2016?

הילה קונפורטי

שתי הערות: האחת, יש פה התעלמות מוחלטת בדיון על המודל של החיסכון בפנסיה וההגעה לשיעור התחלופה, מהאלמנטים האחרים שמשפיעים עליו פרט לתשואה. כל הדיון פה ממוקד בתשואה וכשמחליטים על סבסוד בין-דורי, ואומר הראל שזו שאלה ערכית, צריך לדבר גם על שאר הרכיבים. כי מה שמשפיע על שיעור התחלופה זה בין השאר: הרציפות בתעסוקה, התפתחות השכר לאורך תקופת ההעסקה ושיעורי ההפרשה וכמובן שמה שישפיע בסוף זה מקדם ההמרה שמבטא את אריכות החיים. כל אלה פועלים לרעת הצעירים. זאת אומרת, שיש לנו צעירים שנכנסים לשוק עבודה הרבה פחות ודאי, עם פחות רציפות בתעסוקה, התפתחות השכר שלהם הרבה פחות טובה מאשר ראינו בעבר והם יחיו הרבה יותר שנים. הפנסיונרים של היום גם נהנו מתשואות מדהימות בתקופת הצבירה שלהם, נהנו מהתפתחות שכר שהצעירים יכולים רק לחלום עליה ומרציפות בתעסוקה. אז לקחת מהצעירים ולהעביר לפנסיונרים מבחינה ערכית יש כאן בעיה וזו התעלמות מהמודל. כי התשואה זה רק רכיב אחד וגם הוא אולי פועל לרעת הצעירים. מה עם שאר הרכיבים? הרי כולם פועלים לרעת הצעירים. לכן לומר 'אנחנו דואגים לפנסיונרים'

"קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות
המוצעות על המודל המימוני והעסקי"

מה השאלה?! עוד לא יצא חוזר.

אריק פרץ

הייתי באגף בשנת 2003 כשפרסמנו מכרז למכירות קרנות הפנסיה החדשות לחברות הביטוח. 'מבטחים' הגיעה ל'מנורה', כיוון שאסרנו על 'מגדל' ועל 'כלל', במסגרת מכתב משותף של הממונה על שוק ההון לא חוק, לא תקנות אפילו לא חוזר. אז אפשר לדון בעניין הפורמלי- 'האם זה חקיקה או האם זה חוזר'. אך בסוף הדיון הוא מהותי, האם אנחנו רוצים מעורבות של הממשלה בריכוזיות שקיימת בשוק החיסכון הפנסיוני ואיך הוא יראה עוד 5-10 שנים?

יונל כהן

קודם כל, זה פורום שווי הוגן אז אני רוצה להזכיר להראל שעל פי הנחיית משרד האוצר, הם גרמו לאפליה נגד קרנות הפנסיה, משום שבקרנות הוותיקות יש מאות מיליארדי ש"ח באג"ח המיועדות והן כן משערות אותן.

הראל שרעבי

אבל מסיבה אחרת.

יונל כהן

אם היו משערים את זה כדי שהמאזן יהיה אמיתי אז הבעיה הייתה נעלמת לגמרי מכל הכיוונים. היית מנפיק אג"ח למי שאתה רוצה וזה היה חלק מהתשובה. דבר שני, כשהמדינה הוציאה פנסיית חובה וההון העצמי שנדרש כדי להקים קרן פנסיה הוא 10 מיליון ש"ח או 100 מיליון ש"ח, הרווחיות בסוף תגיע לנורמלית. ולכן הרווחיות של קרנות הפנסיה תרד, וככל שדמי הניהול ימשיכו לתחרות, המדינה תצליח להוריד את דמי הניהול, כי אין סיכון על בעלי קרנות הפנסיה: הרי השיווק הוא חובה לפי חוק, האג"ח

זו אמירה בעייתית. אין פה נציג הדורות הבאים, כנראה, אז אף אחד לא צועק את צעקתם. אבל אין פה שום הגיון. הצעירים נמצאים במצב הרבה יותר גרוע מבחינת החיסכון הפנסיוני שלהם.

יהודה בן אסאייג

לפי סקר שעשינו בין גיל 20 עד כמעט גיל 40 אין שום עניין לבני הדורות האלה להיכנס לנבכי הנושא הפנסיוני. זה מתחיל בשלבים יותר מאוחרים בחיים.

הילה קונפורטי

זה לא אומר שלא צריך לדאוג לאינטרסים שלהם. ההערה השנייה היא לעניין החיבור שבין הדיונים פה על מודל של אג"ח מיועדות ברמת תעודות זהות והסיפור של עקוב אחרי. כל דרישות התפעוליות האלה, שהן אולי מוצדקות כשלעצמן, כרוכות בעלויות מאוד כבדות ובו זמנית הניסיון של הממשלה להפחית את דמי הניהול בדרך של התחרות בקרנות הפנסיה באמצעות קרן ברירת מחדל שאין לה הוצאות שיווק וכדומה. לדעתי, זו אחת ההתערבויות הממשלתיות האגרסיביות ביותר שראיתי בהסדרת מחירים והתעלמות מוחלטת מהמודל העסקי. אני חושבת שיש פה איזה חוסר הלימה- אתם רוצים כל מיני שינויים תפעוליים שכרוכים בעלויות אז אתם לא יכולים באופן כל כך אגרסיבי להוריד את צד ההכנסות. צריך להתייחס לבעיה הזאת.

יהודה בן אסאייג

אתה באמת חושב שרפורמה כזאת המקום שלה הוא בטיטות חוזר ולא בדיון יותר מקיף ציבורי פרלמנטרי, משהו קצת יותר דרמטי מהחוזר?

הראל שרעבי

אבל האם הבעיה היא מול שוק ההון או בממשק מול העמית?

יהודה בן אסאייג

מאיפה בעיית הריכוזיות מטרידה אותך? האם אין מספיק גופים פעילים בשוק ההון? האם אין מספיק שחקנים? האם דמי ניהול לא יורדים מספיק מהר? רמת התפעול או היצירתיות בפעילות לא גדלה? איפה זה מטריד? על איזה סרגל אתה בודק? רמת מחירים? הרי כל הנתונים הנחשבים כולל נתוני ההכנסות והרווחיות מצביעים על שוק תחרותי דיו.

טדי לין

אני חושב שלפי מה שהראל אומר, התחרות נמדדת לגבי עמית הקצה שלא מאוגד ושאינו לו ארגון שדואג לו- מה התחרות שיש ברמה שלו? אילו דמי ניהול הוא מקבל?

יהודה בן אסאייג

זו שכבה אחת קטנה שניתן לטפל בה ורק בה במספר דרכים אחרות.

אמיר ברנע

האם העלות של קרן הפנסיה בטיפול בעמית שהוא לא חלק מקבוצה, אלא עמית בודד, לא גבוהה בהרבה מעלות הטיפול של עמית מתוך קבוצה? עלות ההפצה, למשל- איך מגיעים אליו? דרך סוכן ביטוח?

טדי לין

אני אתן לך דוגמה. אנחנו השארנו פנסיה דיגיטאלית. היום כל אזרח בישראל, לא חשוב כמה הוא מרוויח ולאיזה מעסיק או ארגון עובדים הוא שייך, יכול להיכנס לאתר האינטרנט (לשים בגוגל פנסיה דיגיטאלית) ולקבל דמי ניהול אחידים שזה שליש מהמקסימום, שזה מה שמשלמים עמיתי קצה של מעסיקים מאוד גדולים שיש להם כל מיני הסדרים פנסיוניים. אלא שבפועל אחרי כמה שנים שזה פועל זה לא מתרומם כי לרוב במעסיקים הגדולים יש מנהל הסדר פנסיוני בשליטת חברת הביטוח והחיבור הזה גורם לכך שרוב העמיתים משלמים את המקסימום.

בני שיזף

יש פה אשליה שלנו כאנשי מקצוע אסור ללכת בעקבותיה-

המיועדות עוזרות להיות אטרקטיבי ובסוף יישארו 4-5 קרנות. אני לא מסכים שצריך להיות פה פיזור, אבל הרווחיות חייבת להיות רווחיות נורמלית. כמה זה רווחיות נורמלית? 10% תשואה להון? זה אומר שקרנות הפנסיה יצטרכו להוריד רווחיות מאוד גדולה על ידי הורדת דמי ניהול. אין הצדקה אחרת. אנחנו צריכים להתאמץ, להיות כמו 'ביטוח ישיר'. אתה רוצה לעשות תשואה גבוהה להון? בתחרות. לא דרך מצב שהמדינה אומרת לך 'קח קליינט ועכשיו תרוויח עליו מעל הנורמלי'. אני מאוד אוהב תחרות, זה לא נוח מה שאני הולך להגיד כי אני עם אינטרס פה, אבל גם כשניהלתי קבוצה מאוד גדולה אמרתי שהרווחיות בתקופת הפנסיה של 0.5% שגובים מקליינטים שבויים היא לא הגיונית. דמי ניהול ירדו וכבר רואים את זה עכשיו במרכז של קופת חולים מכבי שבו קבעו מקסימום 0.3% למי שרוצה להשתתף וכולם השתתפו.

אמיר ברנע

אתה דיברת על הריכוזיות. האם הריכוזיות מטרידה מהאספקט של הפעילות מול שוק ההון או באספקט של הממשק מול העמית? אם מטרידה הריכוזיות מול שוק ההון מפני שאתה מרכז כוח, אז מה עם 'עמיתים'? 'עמיתים' היא קרן אחת, שגם בה יש נאמר 30% אג"ח מיועדות והיא בעצם גוף של 200 מיליארד ש"ח. החלטת שוק הון של 'עמיתים' יכולה לזעזע את כל שוק ההון.

אריק פרי

שאלה מצוינת. רפורמת בכר קבעה מגבלה מקסימלית לשחקן של נתח שוק של 15%. צריך להבין מה המדינה עשתה- היא לקחה את כל המוצרים האחרים: את קופות הגמל שמה בצד, את ביטוחי המנהלים שמה בצד, את פוליסות הקצבה שמה בצד. כיום, יש רק מוצר אחד. בעוד 5-6 שנים אנחנו לא נראה 250 מיליארד ש"ח, אנחנו נראה 400-500 מיליארד ש"ח כי זה רק הולך וגדל. נשארו עם מוצר אחד ותהיינה פה 4 קרנות. אפילו 'הפניקס', שחקנית חמישית, לא תהיה כזאת משמעותית. האם אתה רוצה שיהיו לך טריליון ש"ח בארבעה גופים? אם אתה רוצה, אז איך רק לפני 10 שנים אמרת 15% זה המקסימום לשחקן אחד, כי זה לפחות שבעה? דבר שני, 'עמיתים' זה 250 מיליארד ש"ח, את מי זה מעניין בדיוק? את אף אחד- למה? כי בגדול זה "Run-off", זה עסק שהולך ומתמעט כל הזמן. לעומת זאת, 'מבטחים', 'מקפת' ו'עתודות' הן שחקניות שגדלות כל הזמן.

אמיר ברנע

"קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות
המוצעות על המודל המימוני והעסקי"

אמיר ברנע

אתה מתבסס על "ההצלחה הגדולה" של המדינה לנהל
השקעות?

רועי מימרן

היא יכולה אפילו להוציא את הניהול לקרנות הפנסיה אבל כך
היא לא צריכה לתת סובסידיה. היא אפילו יכולה להגדיל את
כמות האג"ח המיועדות ולתת גם פתרונות לקופות הגמל,
נושא שנמצא בבג"צ, ולהגדיל את הנפקת האג"ח המיועדות
לחוסכים המבוגרים שלא על חשבון הצעירים.

שלומי שוב

אנחנו רוצים לסיים. הדיון היה דיון חשוב, הבעיה שהמודל
של האג"ח המיועדות מפלה לרעה את הצעירים ואף אחד
לא שואל את דעתם, היא לא עניין טריוויאלי. נותרו גם הרבה
סוגיות פתוחות שקשורות לרפורמות המוצעות. בהקשר זה,
אני חושב שהועלה רעיון טוב עם הנושא של הסבסוד לפי
תעודת זהות ולא דווקא לפי קרן פנסיה שיש לו פוטנציאל
ליצור בעיות חברתיות לא פשוטות ששווה לשקול אותן.
תודה רבה לכולם.

עם כל הכבוד, לא מדברים באחוזים. לנהל קרן פנסיה עולה
כסף ולא אחוזים. ובסופו של דבר, אדם עם משכורת של 30
אלף ש"ח ו-0.5 מיליון ש"ח צבירה ב-1% ו-0.1% משלם
משמעותית הרבה יותר דמי ניהול, מאשר אדם עם משכורת
של 3 אלפים ש"ח וריבית צבירה של 6% ו-0.5%. ועל זה צריך
להסתכל נכונה. אתה רוצה שאדם עם 3 אלפים ש"ח משכורת
ישלם 1% ו-0.1% המשמעות היא שילך לביטוח לאומי, או
למוסד ממשלתי כלשהו שיכול לטפל בו.

רועי מימרן

אני מיצג ארגון צרכנים שקם בשנת 2010. בשנים הראשונות
היינו עסוקים בלהתריע על דברים שלדעתנו משרד האוצר לא
עושה והוא צריך לעשות. בשנתיים האחרונות משרד האוצר
דווקא כן עושה וכן יוזם ואז אנחנו הפכנו, בחלק מהמקרים,
למסבירים שלו, ובחלק אחר מהמקרים כשיש לנו ביקורת
זה בצורת "כן, אבל...". למשל, אנחנו חושבים שצריכה להיות
קרן ברירת מחדל אבל צריך להתחשב גם בתשואה ולא רק
בדמי הניהול כי התשואה משפיעה על מה שיהיה לחוסך נכון
להיום יותר מאשר הפערים בדמי הניהול. אנחנו ידענו לצעוק
על הפערים בדמי הניהול בשנים 2010-2011 אבל אז דובר על
קרנות גמל שגבו 2% לשנה מהצבירה, והיום אנחנו מדברים
בקרנות הפנסיה על מספרים קטנים בהרבה, ולדעתי דמי
הניהול היום זה לא הפרמטר המשמעותי ביותר בשוק.
אני רוצה להגיד מילה על המודל שהצענו בנושא האג"ח
המיועדות. אנחנו חושבים שכן צריך לחלק יותר לחוסכים
המבוגרים, אבל אנחנו הצענו מודל לפיו המדינה תיקח את
הכסף שהיא מגייסת מהאג"ח המיועדות ובמקום לבלוע את
הכסף הזה בתקציב המדינה, להקים איזושהי קרן השקעות
שהמדינה תנהל ותשקיע אותנו בנכסי אקוויטי לטווח הארוך
בארץ ובחו"ל ותבטיח לאותם מחזיקי האג"ח את אותם
4.8% צמוד שהיא נותנת גם היום, אבל במקום לתת כל שנה
סובסידיה היא בעצם תשקיע את הסך בעצמה. היא חושבת
את עצמה לאיזושהי סיכון. זה כמו Swope, היא מבטיחה
ריבית קבועה ומשיגה תשואה משתנה.



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"מיהו 'משתתף שוק' (Market Participant)? דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין מחיר הבורסה"

תאריך המפגש: 4 באפריל 2016.

נושא המפגש: "מיהו 'משתתף שוק' (Market Participant)? דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין מחיר הבורסה".

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש אפריל 2016.

אורחים שנכחו בדיון: עו"ד אודי סול (הרצוג פוקס נאמן), יבגני אוסטרובסקי (רשות ניירות ערך), שלומי וינר (רשות ניירות ערך).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אבי לוי (מליסרון), משה גדנסקי (נץ), מישל דהן (דיסקונט השקעות), דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), רקפת רמיגולסקי (הבינתחומי הרצליה), עדי סקופ (IBI), אורן פרנקל (אלוני חץ), רון מלכא (הבינתחומי הרצליה), ארנון רצקובסקי (EY), לילי איילון (רשות החברות הממשלתיות), ואדים פורטנוי, דגנית דניאל, אסתר גילעזרן (המרכז האקדמי פרס), איציק מאיסי (אלון ריבוע הכחול), נדב שטיינברג (בנק ישראל), רני שחם, גיל כץ (EY), נבו ברנר (תעשייה אווירית), אסף סגל (כלל ביוטכנולוגיה), סלע קולקר, איציק בן מנחם (מגדל), אורן רוזמן (Deloitte), חן שרייבר, אוהד עובד, אסף כהן (גיזה זיגנר) פרופ' עודד שריג (הבינתחומי הרצליה), פרופ' יורם עדן (המסלול האקדמי המכללה למנהל), אלון גלזר (לידר ושות'), גיל מור (PWC), רו"ח דני ויטאן (KPMG), רו"ח עינת שפרלינג (EY), רו"ח אלי אל-על, מאיר סלייטר (בנק ירושלים), שלי תשובה (Deloitte), נפתלי פריד (EY), גיא טביביאן (Deloitte), איתי גוטליב (EY), רועי שלם (הבינתחומי הרצליה), צור פניגשטיין (PWC).

צוות מקצועי: עמרי כהן, לידור רוזנצוויג ורעות קליינמן.

"מיהו 'משתתף שוק' (Market Participant)?
דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין
מחיר הבורסה"

שלומי שוב

הייתה סגורה ורק חיתכה לאישור המפקחת. בנוסף, גם אלון ריבוע הכחול פרסמה דוחות בשבוע האחרון ובהם ההשקעה בדור אלון מסווגת לפי IFRS 5 ונדרשה לאמוד את השווי ההוגן. אלון ריבוע כחול מודדת לפי הגישה הקודמת של רשות ני"ע, $P*Q$, ומכירה בהפסד של 630 מיליון ש"ח.

עולה כאן שאלה מעניינת של שינוי מדיניות, ככל שרואים את הערכת השווי כמודל מספיק מהימן ורלוונטי יותר הוא יוגדר כמדיניות עדיפה ובהתאם להחלטת הרשות אם וכאשר אלון הריבוע הכחול תצהיר שמבחינתה זאת מדיניות עדיפה היא יכולה לעבור למדיניות החדשה ובגלל שמדובר בשינוי מדיניות השינוי לא יוכר באותו רבעון אלא יידרש טיפול של תיקון למפרע.

שינוי עמדת הרשות, יחד עם יישום המדיניות שאנו רואים בשתי החברות הגדולות הללו הוא ה- Trigger Event לדיון הנוכחי והמשך לדיונים קודמים שהיו במסגרת הפורום. אנחנו רוצים לשלב בדיון גם את נושא הערכות השווי במיזוג משולש הופכי. הערכות השווי בתחום של מיזוג משולש הופכי הן משמעותיות ועולות כאן שאלות מעניינות, אחת העיקריות היא משתתף השוק לעניין השווי ההוגן. תקן IFRS 13 עוסק כולו במה זה שווי הוגן וכיצד הוא נקבע. אני לא חושב שבעולם המשפט או בתחומים אחרים יש תקן/הנחיות כל כך נרחבות בנושא הזה. בתקן יש את היררכיית השווי ההוגן שבבסיסה עדיפות לנתון אובייקטיבי המבוסס על השוק גם אם לכאורה הוא פחות משקף שווי הוגן בהשוואה לנתון שהוא סובייקטיבי. אם ניזכר בפסיקה של השופט דנציגר, ממה שזכור לי ההתייחסות שלו להנחת השוק היעיל היא שהיא לא בהכרח קיימת והמידע הוא א-סימטרי בין בעל השליטה והשוק. הנחות אלה משנות את ההיררכיה אך אם נשים אותן בצד וננטרל אותן לצורך הדיון עולות כאן שאלות מעניינות: כיצד ייקבע שווי ההוגן, האם צריך לקחת בחשבון את עניין הסינרגיה, מי זה משתתף השוק, האם נכון להסתכל על משקיע כמשתתף שוק, האם גורם אחד יוצר סינרגיה או מספר גורמים ועוד.

אנחנו מדברים היום על ליבת הערכות השווי - מנקודת המבט של מי צריך לבצע אותה? ה- Trigger Event המשמעותי שגרם לנו לפתוח את הנושא הזה לדיון חוזר הוא החלטת רשות ניירות ערך, שנציגה נוכחים בדיון, ששינתה את עמדתה לעניין החלטה שניתנה ב- 2014 במקרה של דסק"ש - שופרסל וקבעה כיצד יש לקבוע שווי הוגן במקרה בו יש מניות שליטה בחברה בת ציבורית. החלטת הרשות דאז קבעה כי המחיר יהיה לפי מחיר הבורסה, כלומר $P*Q$. כעת, בהחלטה החדשה שנובעת בעיקר מכך שה-IASB משך בחזרה את הצעת התקן שלו בנושא, הרשות קובעת כי מדובר בעניין של מדיניות חשבונאית. אם יחידת המדידה היא ההשקעה בכללותה, החברה יכולה לבחור מדיניות חשבונאית, האם למדוד את ההשקעה לפי מחיר הבורסה או להשתמש בהערכות שווי מבוססות DCF.

להחלטה הזו הייתה משמעות גדולה מאוד כפי שהשתקף בדוחות הכספיים של קבוצת דלק שהתפרסמו שבוע שעבר, ההשקעה בהפניקס שבסיס המדידה שלה במאזן הוא לפי IFRS 5 - שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה שנמוך מהערך בספרים ובמאזן. ליום 31.12.15 קבוצת דלק הציגה את הפניקס בשווי של 1.8 מיליארד ש"ח כששווי השוק לאותו מועד היה 1.13 מיליארד ש"ח והערכת השווי לפי DCF אומדת שווי של 2 מיליארד ש"ח. כלומר שווי השוק ביחס להערכת השווי הוא בערך כמחצית בהתאם לרף העליון בהערכה ושווי של 1.8 מיליארד ש"ח הוא לפי הרף התחתון הנקבע לפי העסקה עם הסינים שבסוף לא יצאה לפועל. כשאנחנו משווים את השווי של 1.13 ש"ח לעומת 1.8 מיליארד ש"ח מדובר על פער של כ- 700 מיליון ש"ח לפני מס. זאת דוגמה הממחישה את ההשפעה הדרמטית של החלטת הרשות. העסקה עם הסינים נמצאת על השולחן כבר תקופה ארוכה, כמו הערכת השווי שנעשתה בהתבסס על מידע ציבורי ועל בסיס שיטת ה- DCF. לכל אורך הזמן הזה מחיר השוק ממשיך להישאר נמוך למרות שהעסקה

אני חושב שההבחנה צריכה להיות בין גורם אחד למספר גורמים, כלומר מספיק שיש יותר מקונה פוטנציאלי אחד שהעסקה יוצרת להם סינרגיה בכדי לאמוד אותה לעניין שווי הוגן ברכישה. אם אני מעלה פה דוגמאות למיזוגים משולשים הופכיים שהיו בשנים האחרונות ורלוונטיים להקשר הזה: מגדל עם רכישת תיק הביטוח, יורוקום וחברת יס במכירת מניות בזק, אסם ונסטלה ובנק לאומי עם בנק ערבי ישראלי. בהחלטת ביניים של השופטת דניה קרת מאיר בעניין בנק לאומי ובנק ערבי ישראלי נאמר כי השווי ההוגן צריך להיקבע "רגע לפני המיזוג ולא רגע אחריו", הסתכלות שהיא Stand alone ללא המרכיב הסינרגטי. אפשר לשאול האם צריך באמת לשלול את מרכיב הסינרגיה של משתתף שוק פוטנציאלי שהרי אם בנק ערבי ישראלי היה מוצע למכירה סביר שמי שהיה ניגש למכרו הוא גורם בנקאי אחר שיש לו מרכיב סינרגטי. מקרה בנק ערבי ישראלי ממחיש טוב גם את עניין הסינרגיה או לחילופין מרכיב המיקוח, יכולת המיעוט להעלות את המחיר במקרה הזה.

כחלק מחומר הרקע צירפנו את ההבחנה שמבצע פרופ' דמודארן שבין ערך (Value) ומחיר (Price) ותכף נשמע את דעתכם בנושא. כחלק מהדיון ובשונה מהמציאות אפשר לנטרל כל מיני משתנים ולחדד את ההבחנה הזאת, למשל להשתמש בהנחת שוק יעיל. כמו כן, הזמנו לדיון את עו"ד אודי סול, הוא יספר על המיזוג המשולש ההופכי שהיה בכלל תעשיות. סיפור מעניין שהגיע לבית המשפט והעלה הצעת פתרון מעניינת לסוגיית הפער שבין שווי השוק והערכות השווי.

אמיר ברנע

לפני שנים כשלמדתי מימון נדחה על הסף כל פער בין ערך ושווי שוק ואומצה תורת השווקים היעילים. כיום מדברים על פער ואף נוקבים בסיבות: חלק מהסיבות האפשריות הן נזילות, מצבי רוח, רגולציה ועוד. ניתן לראות בספרות העדכנית התייחסות לפער כשמדובר בשווי, כאשר שווי מוגדר בצורה מאוד חדה כערך נוכחי של תזרים מזומנים. כלומר כל מה שאינו רלוונטי לתזרים המזומנים ולמחיר ההון שמהווה אותו כגון מצב רוח השוק, אפשרות לממש, נזילות וכו' אינם חלק מהשווי. מצב השוק אמנם נכנס להגדרת השווי דרך ריבית ההיוון ופרמיית הסיכון אבל ככלל ההגדרה היא חדה, כל מה שהוא לא תזרים ולא מרכיב במחיר היוון אינו חלק מהשווי.

בכדי לחדד את הסוגיה בואו נתמקד בעסקת הפניקס. בחוות דעת של פרופ' יורם עדן שהעריך שווי בר השבה למניות הפניקס ישנה התייחסות לנושא תוואי המכירה המאולץ. כידוע בהקשר של הפניקס וגם בהקשר של כלל ביטוח ישנו תוואי מכירה שהכתיב הרגולטור. עולה השאלה אם עצם קיומו

של תוואי מכירה יוצר פער בין שווי וערך. נניח לרגע כי מגדל והפניקס הן חברות זהות לגמרי, אבל במגדל בעל השליטה יכול להחזיק בחברה לדורי דורות ואילו בפניקס קיים תוואי מכירה. האם עובדה זו לבדה מצדיקה פער בשווי ניירות הערך בחברות המחזיקות?

בנוגע לעסקאות האחרות שהוזכרו כגון, עסקת בזק, עסקת בנק ערבי ישראלי, נושא הסינרגיה הוא דומיננטי. בעסקת בנק ערבי ישראלי השאלה הייתה חדה וברורה: האם העובדה שבנק לאומי מרוויח סכום כלשהו כתוצאה ממיזוג בנק ערבי היא חלק מהשווי ההוגן של בנק ערבי או שבנק ערבי נמדד בתור בנק עצמאי. אציין שהעסקה נסגרה לפי שווי של 2.5 מליארד ש"ח לבנק לעומת הון עצמי של 650 מליון והערכת שווי של מליארד ש"ח. כלומר בפועל כללה העסקה פרמיה שההצדקה הכלכלית לה מנקודת ראות לאומי היא הסינרגיה ואולי ההוצאה המשפטית. אדגיש כמובן שעקב האחזקה הקטנה של המיעוט הפערים בשווי נמדדים בעסקה רק בכמה מיליוני שקלים בלבד. מהו השווי ההוגן של מניות בנק ערבי כולל או לא כולל חלק מהסינרגיה?

אודי סול

מזר שבשנת 2016 עדיין יש ויכוחים לגבי חוקיותו של המיזוג המשולש ההופכי. מאז 2001 נעשו עשרות עסקאות מסוג זה ולטעמי אין דרך אחרת לעשות עסקת רכישה של חברות, ציבוריות גדולות אלא על ידי מיזוג משולש הופכי, בין היתר, עקב כלל ה-95% באופציית הצעת הרכש.

אנחנו צריכים להתמודד כל הזמן עם מצבים שבישראל נחשבים חדשניים ובעולם הם טריוויאליים. אני מדבר על עסקת כלל תעשיות. לן בלווטניק החזיק ב-49% מהמניות שנרכשו בזמנו מ-IDB ורצה לבצע רכישה של יתרת המניות, כלומר רכישה של 51% והפיכת החברה לפרטית. השאלה שעלתה היא כיצד לעשות זאת. ברור שאם היו משתמשים במנגנון הצעת הרכש, זה לא היה מצליח גם אם הוא היה מציע מחיר כפול ממה שהוצע מהסיבה הפשוטה שלא ניתן לאתר את כל בעלי המניות או את האחוז שצריך בכדי להגיע ל-95%. להזכירכם, כלל תעשיות הוקמה בשנת 1965 וככל הנראה תעודות מניה נמצאות בארצות שונות כך שלא ניתן לאתר את בעלי המניות ולא ניתן היה להשתמש בהצעת רכש.

אני חושב שמיזוג משולש הופכי היא שיטה יותר נכונה ובמקרה כמו כלל תעשיות, כאשר יש אילוצ, היא האפשרות המתאימה. כשגבישנו את העסקה נתקלנו בבעיות, הן בפן הטכני והן בפן הערכת השווי. שבועיים טרם תחילת העסקה פורסם פסק דין שהיה דרמטי בארה"ב, פס"ד MFW, אשר

"מיהו 'משתתף שוק' (Market Participant)?
דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין
מחיר הבורסה"

טווח מחירים כמתבקש, כל מחיר שייסגר בטווח הזה יהיה מקובל. מנגד, בישראל בוחנים את ההליך עצמו ומתערבים במחיר סגירת העסקה. בארה"ב התפקיד של מעריך השווי הוא לתת את המשקולות הנכונות בשיטת ה- "Football Field" ולהפעיל שיקול דעת בהחלטה מה רלוונטי לעסקה הספציפית מבחינת שיטת החישוב אך אסור להתחשב בסינרגיה. מה שבדקים הוא שווי החברה כעסק חי. בסעיף ספציפי בחוק של דלוור מצוין מפורשות שאסור להתחשב בסינרגיה. יש פס"ד אמריקאי חדש שקובע כי אין לקחת בחשבון כדאיות רכישה במחיר, לא סינרגיות חיוביות ולא שליליות. אנחנו רואים הרבה פעמים שמכריזים עסקת מיזוג והמנייה דווקא קורסת, זה סינרגיה שלילית לא ניקח בחשבון. יש מקרה שהיה בבית המשפט של דלוור בשנת 2015, סעד הערכה שהגיע עקב הצעת רכש עוינת. הצוות הניהולי של החברה התבקש להעריך שווי ע"פ DCF ועם הערכה זו לחפש רוכש אחר לחברה. שום רוכש אחר לא נמצא ולבסוף הם נאלצו להימכר למשתלט העוין. הוגשה תביעה לסעד הערכה לפיה לפי ה- DCF שהחברה עצמה עשתה ולפיה שווי החברה גבוה בהרבה מהמחיר בו נקנתה. ביהמ"ש קבע כי הוא אינו מאמין להערכת השווי שבוצעה על ידי החברה עצמה וכי סביר שהחברה ניפחה את שווייה והסתמכה על תחזיות אופטימיות כי יש לה אינטרס מובהק לעשות זאת. טענה דומה עלתה בכלל תעשיות, כשניהלו מו"מ עם בעל השליטה אז הוצגו טיעונים כי החברה שווה יותר בכדי להעלות מחיר. השורה התחתונה, סינרגיה, גם ע"פ החוק האמריקאי וגם ע"פ הפסיקה אינה צריכה להילקח בחשבון.

אמיר ברנע

האם לדעתך אי הכללת הסינרגיה היא מוצדקת? אם נחזור למקרה בנק ערבי, מדובר ב-4 משפחות המחזיקות רבע אחוז. אם לבנק לאומי המיזוג שווה X מיליוני שקלים, למה שארבעת המשפחות לא ייקחו בזה חלק? למה שלא ייהנו מזה ויסתפקו בשווי Stand alone? אם יש לי דירה שמסתירה לך את הנוף,

נתן מתווה כיצד לעשות עסקה מסוג זה וכיצד להגן על הדירקטוריון מפני תביעות. עסקת כלל תעשיות נבנתה על פי המודל של פסק דין זה, לקחנו את הפסיקה האמריקאית ואימצנו אותה. כחלק מהאימוץ הזה היינו צריכים מומחה בעל שם גם בארץ וגם בארה"ב ופנינו לפרופ' אריה בבצ'וק. מכשול נוסף היה פס"ד ששלומי הזכיר של השופט דנציגר וקובע כי בהתאם לנעשה בארה"ב, כשמוגשת תביעה לסעד הערכה בהצעת רכש ויש לבחון את השווי ההוגן יש לעשות זאת על ידי שימוש ב-DCF. ולכן, הלכנו לבדוק מה עושים בארה"ב. בבירורים שעשינו עלה שהשימוש ב-DCF כשיטה בלעדית אינו נכון ואינו תואם את הנעשה בארה"ב. כאשר מגיעים לסעד הערכה או רוצים לבדוק הוגנות עסקה וצריכים לאמוד שווי חברות נוהגים לפי הפסיקה. הפסיקה, כפי שהוזכרה במאמרו של בבצ'וק וצורפה כחומר רקע למפגש מגלה כי השופטים אינם מתיימרים להיות מומחי מימון וקובעים כי יקבלו כל שיטת הערכה המוכרת על ידי הקהילה הפיננסית והעסקית, לא רק DCF. לאחר הגילוי פנינו לגולדמן זקס בבקשה שיהיו הבנקאים בעסקה, ייתנו הערכת שווי וייעצו לוועדה המיוחדת המורכבת מהדירקטורים הבלתי תלויים ומנהלים את המו"מ עם בעל השליטה (תהליך המדמה מו"מ בין צדדים רחוקים). גולדמן זקס, המייעצים למרבית העסקאות הגדולות מהסוג הזה, סיפרו כי לצורך הערכת שווי לבחינת הוגנות העסקה משתמשים בשיטת ה- "Football Field" לפיה יש לשקלל שיטות שונות. שיטת ה- DCF היא בעלת משקל מהותי בחישוב אך אינה היחידה. פנינו לפרופ' בבצ'וק וביקשנו שיבדוק עשרות עסקאות שנעשו בשלוש השנים האחרונות וינתח סטטיסטית באילו מתודולוגיות השתמשו. הממצאים הראו כי מעריכי השווי או הבנקים השתמשו בתמהיל שיטות הנע בין שילוב של שתי שיטות עד שבע שיטות. בנוסף, התגלה כי הערכות השווי בעסקאות מיזוג משולש הופכי נותנות טווח לשווי החברה ולא מספר מדויק. למשל, בפס"ד MFW העסקה הייתה עסקה בה בעל השליטה רכש את מניות הציבור ב-39 והטווח של הערכת השווי היה בין 30 ל-45. בארה"ב הנוהג הוא כלל אי ההתערבות, אם הפרוצדורה יושמה נכון והתקבל

יורם עדן

אם מדובר בעסקת מיזוג משולש הופכי על הדירקטוריון לקחת את מכלול הנסיבות בחשבון ולקבל מחיר בהתאם. לעניין השווי, אני חולק על דעתך שלומי, ככל שמתעמקים ב-IFRS כך פחות ברורה הגדרת משתתף השוק. למשל, בנק ישראל הורה לבנק הפועלים למכור את בנק אוצר החייל וקבע שיהיו שלושה משתתפים, בנק מזרחי, בנק דיסקונט והבנק הבינלאומי. הבנק הבינלאומי הציע לקנות את אוצר החייל במכפיל הון של 185%, האם זה מחיר של משתתף שוק?

שלומי שוב

שאלת המחיר במקרה של בנק אוצר החייל רלוונטית למשתתפים האחרים במכרז. כשיש יותר ממועמד פוטנציאלי אחד אז הם כולם משתתפי שוק.

נפתלי פריד

לשאלת הערך ההוגן והסינרגיה, אני גם חושב שבחישוב הערך ההוגן אין מקום להכניס את הסינרגיה משתי סיבות. ראשית, מדובר בנכס לא של הקונה ולא של המוכר. שנית, מדובר בבעיית מדידה מאוד קשה. למרות זאת, יש מקומות בהם יש לקחת בחשבון את הסינרגיה. חישוב הערך ההוגן הוא בסיס למו"מ, או מה שאודי אמר קודם, סחיטה. כל צד למו"מ מנסה לגרום לצד השני לחתום על עסקה במחיר שנוח לו. פה נכנסת הסינרגיה, ככל שיש לקונה סינרגיה יותר גדולה כך הוא יהיה מוכן להעלות את המחיר מעבר לשווי ההוגן. בשלב זה עולה השאלה לא מהו השווי ההוגן אלא שאלת הכדאיות, בכמה כדאי לקונה לרכוש וכמה כדאי לו להוסיף מעל השווי ההוגן. מהצד השני יש את בעיית הדירקטורים, איך יצדיקו את ההוספה למחיר מעל השווי ההוגן. מהסיבות האלה שני הצדדים מעדיפים להגיע עם העסקה לבית המשפט ובסופו של דבר בית המשפט מאלץ אותם לסיים את המו"מ.

שלומי שוב

אתם נכנסים קצת יותר מדי להיבט המשפטי, אני רוצה להתמקד יותר בנושא של השווי ההוגן, בכל זאת הערכת שווי היא זו שעומדת בבסיס השווי ההוגן. גיא, בוא תרחיב קצת על עניין משתתף השוק וההסתכלות עליו ב-IFRS.

גיא טביביאן

אני מסכים עם יורם שההגדרה למשתתף שוק היא לא חד

למה שהמחיר ההוגן של הדירה לא ייקח בחשבון כמה שאתה מוכן לשלם עבור מיקומה הספציפי יחסית אליך? הרי אם תשווה את ערך הדירה שמסתירה את הנוף לערך דירה שהה תהיה מוכן לשלם יותר בשביל לרכוש את הדירה שמסתירה.

אודי סול

צריך להבחין בין היכולת "לסחוט" את בעל השליטה לבין הבדיקה האם המחיר הוא מחיר הוגן. מחזיקי המיעוט בבנק ערבי ישראלי יכולים למנוע את העסקה ובכך לפגוע בבנק לאומי. כשבאים לסעד הערכה, השאלה שניצבת בפני בית המשפט היא האם שולם מחיר הוגן. בשאלה זאת בית המשפט צריך להתעלם מהסינרגיה. יש פסיקה של השופטת רות רונן בדבר סעד הערכה. בא בעל השליטה שרכש את מניות המיעוט ואמר שצריך לעשות הנחה כי המניות אינן סחירות. מכיוון שלא ניתן למכור את המניות בשוק יש לבצע ניכיון למחיר שנקבע על ידי שימוש ב-DCF. מיטב הכלכלנים גידו שאם מניה לא סחירה מחירה יכול להיחתך בין 40%-70%. השופטת קבעה שאין להתחשב באי הסחירות, כלומר הכלל הזה של אי לקיחת הסינרגיה בחשבון פועל לשני הכיוונים, כמו שלא מתחשבים בסינרגיה חיובית ואז המיעוט נפגע גם לא מתחשבים בסינרגיה שלילית שהייתה פוגעת במיעוט. בעסקת כלל תעשיות הרוכש שילם בסוף עוד 40 מיליון ש"ח. הבנו שאנחנו נהיה תלויים בבית משפט. השופטים מסתמכים על חוכמה בדיעבד, אם בהערכת השווי נתנו שווי מסוים ומתברר 10-5 שנים אח"כ שהשווי שונה (גבוה יותר), למרות שהשופטים אומרים שאסור להסתכל על השווי, בדיעבד הם כן מסתכלים ולכן תמיד יש את החשש הזה.

יורם עדן

אני רוצה להעיר כמה הערות. בעמדת רשות ני"ע חלה חובה על הדירקטורים למצות את המו"מ. ללא קשר לשאלת השווי, אם יש עסקה עם בעל עניין ויש סיבות מיוחדות בעסקה אז חובה על הדירקטוריון להביא בחשבון את הנסיבות הללו וכך התמורה תהיה שונה מהשווי. בעסקת אסם סטלה, אם נסטלה היא בעלת השליטה ויש לה סיבות טובות מאוד לרכוש את אסם אז חובת הדירקטוריון של אסם למצות את המו"מ ולקבל מחיר טוב ללא קשר למחיר ה- Stand alone.

שלומי שוב

ומה אתה חושב על עניין הסינרגיה?

"מיהו 'משתתף שוק' (Market Participant)?
דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין
מחיר הבורסה"

Fair value היא עדיין רחוקה. בכל עסקה יש קונה ויש מוכר, בזווית המוכר, המיעוט שעכשיו צריך לקבל את ההחלטה בדירקטוריון, יש קושי לבוא ולהגיד שאנחנו שותפים לסינרגיה שאין לנו יכולים לתרום לסינרגיה. בראייה של הקונה, שבהרבה מהמקרים גם מבצע Fairness opinion הסינרגיה לרוב תיכלל. צריך להבין שחוות דעת הוגנות לא קובעת כי מחיר מסוים הוא ה - Fair value אלא קובעת כי העסקה היא הוגנת עבור אותו צד שמבצע אותה מבחינה פיננסית. לכן, מבחינת הקונה, יכולים להיות מצבים שהוא רואה סינרגיות ספציפיות ולכן הוא מוכן לשלם יותר ועדיין מדובר במחיר הוגן מבחינתו. גם אם זה לא Fair value עדיין עבור הרוכש הספציפי וחוות דעת ההוגנות בהקשר שלו יהיה מדובר במחיר המתקבל על הדעת.

אמיר ברנע

נניח שבדיקת ההוגנות נעשית ע"י כל אחד מהצדדים. במידה ולמוכר יש אילוצים, הוא חייב למכור במגבלת זמן מסוימת, האם בדיקת ההוגנות צריכה לקחת בחשבון את אילוצי המוכר? למשל בעסקת בזק ויס, היה חייב המוכר למכור בפרק זמן נתון ולמעשה בזק היה הרוכש הרלבנטי היחיד.

עינת שפרינג

אני לא אכנס ספציפית לעסקה הזו. אך בעסקאות שאני היית מעורבת בהם היו מקרים שיש הרבה מאוד חברות שיכולות להיכנס למו"מ ולרכוש ואשר היו יכולות להיות מוגדרות כמשתתפי שוק, אך לאחר המכרז לא היה רוכש אסטרטגי על השולחן, כולם נסוגו ונשארו רק משקיעים פיננסיים. השאלה מה הן האפשרויות? על פניו יתכן וההשפעות תלקחנה בחשבון אך השאלה היא שאלה משפטיות: האם נעשו מירב המאמצים לקבל עוד הצעות ולהשיג את המחיר המירבי.

אודי סול

משמעות ויש מקום לפרשנויות. גם בחיים האמיתיים, אם יש לי נכס שאני לא יודע לייצר ממנו רווחים בצורה הטובה ביותר מכיוון שאין לי פלטפורמה מתאימה או יכולת ואני אעשה DCF השווי שלו יהיה Stand alone 100. אם אני אוציא את הנכס למכרז ויהיו משתתפים שיציעו מחיר גבוה יותר, בדומה למקרה בנק אוצר החייל, אני חושב ששווי הסינרגיה הזאת הוא גם שווי שלי. יכול להיות שאם יש משתתף אחד במכרז אז זה לא מספיק אבל ברגע שיש שניים או יותר אז זה כן. יש לא מעט דוגמאות כאלה, בעקבות וועדת בכר מכרו את חברות ניהול קרנות הנאמנות וחברות הביטוח ומי שרכש נאלץ לשלם מחירים הכוללים סינרגיה. אם יש מספיק שחקנים, לא יודע לקבוע אם זה שניים, שלושה או ארבעה, שהם רלוונטיים לתהליך המכרז, בעיני זה משתתף שוק. הבעיה העיקרית ב-IFRS 13 היא דווקא העדפת אובייקטיביות לעניין היררכיית השווי ההוגן. אם יש לנו שוק פעיל צריך ללכת לשוק הפעיל כשלא תמיד הוא עדיף.

שלומי שוב

צודק. לצורך הדיון אני רוצה לשים את עניין ההיררכיה בצד כדי להתחדד בסוגיה הבסיסית של משתתף השוק, שימו לב כמה העניין לא חד משמעי בקרב חברי הדיון.

עינת שפרינג

ראשית, יש כאן ערבוב בין מושגים לעניין השווי ההוגן. ההגדרה החשבונאית ב-IFRS13 היא הגדרה חשבונאית ספציפית וחדשה יחסית. בארה"ב קיימת הבחנה בין Fair Value שמשמש לצרכים חשבונאיים לבין Fair Market Value שמשמש לצורכי מס ולעניין עסקאות. שנית, כשאנחנו מדברים על Fairness opinion אנחנו לא מדברים על הערכת שווי הוגן כהגדרתו בחשבונאות. מבחינת הסתכלות על עסקה זה אחרת לגמרי, יש מחיר על השולחן אשר נקבע במו"מ בין אם מתאים להערכת השווי ובין אם לא. הקשר בין זה לבין קביעת

יורם, ותקן אתי אם אני טועה, שאתה מסביר שם את הנושא של משתתף שוק.

יורם עדן

ברור שאם המפקחת על שוק ההון הייתה מחייבת למכור תוך שלושה חודשים ולא היא מוכרת כל חודש 5% השווי היה שונה, הייתה השפעה.

איתי גוטליב

בהקשר של משתתף שוק, בתקינה האמריקאית הוא מוגדר כמי שיש לו מספיק ידע ומומחיות באותו תחום שבו אנו פועלים וגם היה מוכן לשלם עלויות בדיקת נאותות בשביל להשיג את המידע ולבסוף לקנות את אותה חברה. כלומר ברגע שיש מכרז ממוצע הצעות משתתפי המכרז הוא בעצם משתתף השוק שעל בסיסו יש לקבוע את השווי ההוגן.

שלומי שוב

בעצם מעין מכרז רעיוני? אז אם ככה כן צריך להכניס את הסינרגיה.

איתי גוטליב

חד משמעית. בראיית התקינה האמריקאית משתתף השוק הוא לא אדם אקראי ללא זיקה כלשהי לחברה אלא מישהו מאותה תעשייה, בעל ידע ומומחיות ומעוניין לרכוש את החברה, בהגדרה זה משתתף שייחנה מסינרגיה כלשהי.

גיל מור

השאלה היא באיזה סינרגיה מדובר, יש שתי סינרגיות. יש סינרגיה של משתתף שוק שאותה יש לקחת בחשבון. באים ואומרים שעכשיו תצא למכרז וכל מי שייגש למכרז רואה את אותה סינרגיה ולכן אתה כמוכר יכול להרוויח ממנה.

שלומי שוב

אז כמה משתתפים צריך במכרז? אם יש רק משתתף אחד אתה כמוכר לא יכול ליהנות מהסינרגיה?

גיל מור

אחד זה לא מספיק, צריך לפחות שניים. במקרה בו יש לפחות

במקרה כמו שתיארת, שיש אילוצים, בית המשפט יגיד שלא מעניין אותו שיש הייתה יכולה למכור רק לבזק, השווי שייבדק הוא של יס כעסק חי Stand alone ואם יוכח שהיה ניצול הזדמנות בית המשפט יחייב את הרוכש לשלם יותר.

אלי אל על

יש הבדל בין שווי ומחיר, בין Value ו-Price, זה לא אותו דבר. כשאנחנו מדברים על התמורה בעסקה אנחנו רואים לנגד עינינו את ה-Price ולא בהכרח את ה-Value. בסוגיית ה-Value יש הבדל בין העולם החשבונאי והעולם המשפטי. כשאנחנו מדברים על Fair value חשבונאי יש רצף של כללים והנחות שגלומים בו ורק בהתקיימות הנחות אלה אנחנו מגיעים לשווי הוגן כהגדרתו בחשבונאות, בין היתר יש את הנושא של זהות הצדדים לעסקה ועצם היותה של העסקה עסקה ללא לחץ וללא תנאי כפייה. שווי הוגן בהגדרה אוסר להניח כפייה ולחץ, ודורש להניח תנאים רגילים לחלוטין מעצם ההגדרה החשבונאית. לצרכי המשפט ייתכן ויש הגדרות אחרות. לפעמים אותו שם משמש בעולמות תוכן שונים ונוצר ערבוב. שיטת ה-Football Field כפי שהוצגה פה היא אכן שיטה נפוצה בה משתמשים בארה"ב והיא מדברת במונחי Price, מבחינת העסקה יש כמה מספרי שווי על השולחן, יש את השווי מעיניו של הקונה, הגבול העליון שמבחינתו יש עסקה ויש את השווי מהצד של המוכר, עם הגבול התחתון שמבחינתו יש עסקה, ושווי הוגן אמור לעבור איפשהו בין שניהם. כשמדברים על שווי הוגן לצורך משפטי, או כשיש תנאים ספציפיים המקנים שווי תיאורטי כלשהו, נוכל להתחיל ממנו ונייצר ניכיון או פרמיה בהתאם לתנאים הספציפיים. בהקשר לדירקטורים, יתכן שמהם לא בהכרח מצופה להגיע לשווי ההוגן אלא לשווי המיטבי, ל-Price המיטבי. אין לבלבל בין שווי הוגן חשבונאי שהוא אירוע תיאורטי המתקיים תחת הנחות מאוד חזקות ולבין המחיר. השווי ההוגן החשבונאי יכול להיות רק אינדיקציה כלשה לעסקה, בדומה ל-Football Field.

שלומי שוב

אני מתעקש לחדד את הדיון לנושא משתתף שוק. אמיר טען שאם אתה מחויב למכור אז משתתף השוק הוא שונה מהמצב הרגיל. אם ניקח את אומדן השווי ההוגן של כלל ביטוח בדוחות IDB כיום אל מול אומדן השווי ההוגן של הפניקס בדוחות קבוצת דלק, הרי שלכאורה זה בדיוק העניין - מאחר ו-IDB מאולצת למכור בשוק היא לכאורה לא יכולה לסטות ממחיר השוק. כלומר, הנסיבות של המכירה משפיעות על זהות משתתף השוק ולכן גם על השווי ההוגן. אני קראתי בנייר של

"מיהו 'משתתף שוק' (Market Participant)?
דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין
מחיר הבורסה"

מתקיימים בכלל, וודאי שלא בכל עסקה, אבל הם מעיבים על עסקאות מסוג זה. באים ואומרים שמסייעים לדירקטוריון בבדיקת הוגנות או הערכת שווי ואנחנו לבסוף די מגבילים את אותה וועדה משום שהערכת שווי Stand alone איננה משקפת מה שניתן לקבל לו הצדדים היו באמת בלתי תלויים.

שלומי שוב

אני אנסח את זה בצורה חדה יותר, ככל שמה שגיל אמר נכון כך הבסיס של מיזוג משולש הופכי מתערער.

גיל מור

אם יש פה אשליה שהערכת השווי היא מדע מדויק זה לא נכון לחלוטין. זה לא מדע מדויק, במקרה הטוב מדובר במדע סביר ולכן אם מעריך השווי קבע מספר מסוים זה לא יהיה מחיר העסקה.

שלי תשובה

אני רוצה להתחבר לדיון בנוגע למספר המשתתפים ולדון בעסקת אסם נסטלה ששם יש משתתף שוק אחד ויחיד. הדיון על סינרגיות במקרה זה לא כולל את הסינרגיה שנסטלה יכולה לתת לאסם כי היא קיימת כבר במשך 15 שנה אלא על היכולת כחברה פרטית להעלות מחירים. זאת הסינרגיה היחידה הנמצאת על השולחן למרות טענת אסם שהיא אינה נכונה.

שלומי שוב

לדעתי קשה מאוד לתמחר את הערך הזה ולכן אני לא בטוח שהליך המיזוג המשולש ההופכי נכון במהות שלו. ממה שאני מבין נקודת המוצא של הטכניקה הזו היא הערכת השווי ולכן ככל שקיים קושי לתמחר את הרכיבים שנדרשים להיכלל בה, הרי שזה מפחית את הלגיטימיות של השימוש בטכניקה.

שני משתתפים שכנגד עיניהם יש סינרגיה מדובר בסינרגיה של משתתף שוק. כלומר גם מהצד של המוכר מתקיים מו"מ עם שניהם ושניהם יהיו מוכנים להעלות את המחיר.

הבעיה מתחילה שיש סינרגיה ספציפית. למשל הדוגמה שעלתה של הבניין שמסתיר את הנוף למישהו ספציפי. הסינרגיה של הנוף היא ספציפית לאותו אדם. אם היו לך שני שכנים שהבניין חוסם להם את הנוף היית יכול לתמחר את הסינרגיה הזאת, אחרת לא. בשורה התחתונה, כשאתה מתמחר באמצעות שני אנשים או יותר אתה מגיע למחיר שהכי משקף, לכן יש הבדל בין סינרגיה ספציפית שעליה לא משלמים ובין סינרגיה בקבוצה שממנה המוכר כן נהנה. אם היינו חיים בעולם תיאורטי לא היה צריך מו"מ ולא היה צריך דירקטוריון ולא עו"ד, היינו באים ואומרים שמעריך השווי קבע מספר מסוים ועליו אין עוררין. במציאות יש מו"מ שהוא הרבה יותר משמעותי מהערכת השווי ויש לחצים שונים. תסתכלו במקרה של דירות מגורים, מדובר בנכס פשוט יחסית ובסוף יש את הבסיס הרעיוני שהוא שווי כלשהו ויש מו"מ.

אני אעלה נקודה נוספת, הזכירו פה הרבה את עניין הדירקטורים ואחריותם למצות את המו"מ ולקבל מחיר גבוה, מן העבר השני קיים החשש שהעסקה תתפוצץ ואז יאשימו אותם ואף ייתכן שיהיו חשופים לתביעות.

אמיר ברנע

אם הבנתי נכון אתה עושה הפרדה בין השווי ההוגן הערכת השווי ובין ניהול מו"מ, אשר במקרה של עסקה עם בעל עניין נעשית דרך הוועדה של הדירקטורים הבלתי תלויים.

בעסקת רכישה מטעם בעלי השליטה מול המיעוט קובע החוק מנגנון של סעד הערכה. המיעוט מצביע ויכול לפנות לבית המשפט אם נאכפת עליו מכירה. מנגנון מיזוג משולש הופכי מעלה את החשש שאותה וועדה של דירקטורים חיצוניים שאמורה לייצג את המיעוט לא באמת מייצגת אותה, בעל השליטה הוא שמינה את הדירקטורים וסביר שירצו לעבוד מולו גם בעתיד. אני לא אומר שהחשש והחשד הללו

האמיתי, שינוי פרמטר אחד כמו צמיחה או היוון ומתקבלת תוצאה אחרת לגמרי. אם נסתכל למשל על ההנפקה של אל-על שלא היה למה להשוות אותה בשוק הישראלי, הערכות לגביה נעו בין 60 אג' ל- 4 ש, וזה טווח של חברה שניתן עוד להשוות אותה לחברות אחרות בעולם. אני חושב שזה נכון להכניס כמה שיותר את עניין משתתפי השוק, מתחרים וכו' בכדי לקבל תוצאה כמה שיותר משקפת מציאות. לגבי האמונה בשוק ההון, אני כמובן מאמין בשוק ההון, הוא משקלל הרבה פרמטרים בשביל לקבל שווי משקל.

אמיר ברנע

להכניס כ"כ הרבה פרמטרים זה למעשה להשתמש בשיטת ה - Football Field שהוצגה פה.

אלון גלזר

אני חושב שהשוק עושה את זה לבד, משתמש במשקולות בכדי להעריך שווי.

אודי סול

החלטת ביה"מ העליון שהשוק הוא לא שוק משוכלל זאת ההנחה המנחה, היא נותן עדיפות ל- DCF ושיטות אחרות.

אמיר ברנע

ביה"מ ש"ש נותן אפשרות גם להערכות אחרות ולא מחייב שימוש רק ב- DCF. ביה"מ ש"ש מחפש שיטה שמנותקת מנושא הסחירות ונושא השליטה.

אלון גלזר

אנחנו חיים בעולם שיש כל כך הרבה פרמטרים שמשפיעים ולכן גם סחירות וגם שליטה צריכים להילקח בחשבון, לכל פרמטר כזה צריך לתת משקל הולם.

אמיר ברנע

האם סחירות מסבירה את הפער בין מחיר שוק ושווי הוגן? למשל האם מחיר הון של חברה סחירה כאשר יתר הפרמטרים זהים, יהיה שונה בין חברה שמניותיה סחירות ובין חברה פרטית?

אני רוצה להתייחס להיבט אחר. מדובר פה על מקרים שבהם יש עסקה על השולחן ואלו המקרים הקלים יותר. הבעיה שלנו כחשבונאים היא בתאריך החתך בו אנו צריכים להעריך נכס בשווי הוגן ואין עסקה על השולחן. כאן אנחנו נכנסים לשאלה של מה הוא שווי הוגן. האם אני כשולט בחברה יכול להעריך חברה כ- Q*P רק כי IFRS מאפשר זאת, אני חושב שלא. אם אנחנו הולכים לתקינה מבוססת עקרונות אז צריך לראות מי זה משתתפי השוק שיקנו את כל חבילת המניות שברשותי, אותם המשתתפים הם לא הסוחרים בבורסה שקובעים את המחיר המצוטט. אנחנו בהחלט יכולים לקבוע, גם תחת ה- IFRS כי זה לא Q*P בגלל שמדובר על חבילת מניות בכללותה ולזה אין שוק מצוטט.

אלי אל-על

שווי לצרכי חשבונאות חייב להיות מספר כי אין מאזן בטווח, אבל שווי אפשרי בעסקה לעולם יהיה טווח.

מאיר סלייטר

אני מאמין גדול בשוק, כלומר שהמחירים אינם נובעים מסתם השערות והמחיר מגלם גם את הידע, גם את הסיכונים, הלחצים ודברים נוספים שהערכת השווי לא תמיד לוקחת בחשבון. המחיר כולל גם כל מיני הערכות לגבי שווי החזקות המיעוט בשוק ההון. הרבה פעמים יש פערים בשווי השוק מול הערכות השווי. הערכות השווי, גם הערכת השווי המקיפה של הפניקס, לא משקפת את המחיר הסופי שיתקבל בשוק ההון. בשוק ההון יתקבל שווי אחר שהוא פונקציה של הדיבידנדים שיתקבלו וכו'. מעבר לעובדה שלא ראינו קונים לכלל ולפניקס ועסקה שבסוף בוצעה לפי השווי הגבוה ביחס לשוק ההון, המחירים של חברות הביטוח נותרו לאורך זמן בטווח מסוים ואני חושב שזה מוצדק, שהטווח הזה באמת משקף את השווי שלהן.

שלומי שוב

לכאורה, במקרה של הפניקס אין בעיה של סינרגיה כפי שעלתה פה. הממשל התאגידי אמור להיות מצוין, בלי עניינים של פרמיית שליטה.

אלון גלזר

אני לא מאמין גדול ב- DCF, זאת שיטה להתחזקות אחר השווי

"מיהו 'משתתף שוק' (Market Participant)?
דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין
מחיר הבורסה"

שלא לעשות DCF על זה. אני יודע להעריך את השווי הכלכלי של המניות, אני לא יודע להעריך את השווי של ההנאה המופקת מעצם היותם בעלי מניות בבנק. את השווי הכלכלי אני כן יודע להעריך ולכן כשעושים עסקה מטרת הדירקטוריון היא להגיע לעסקה הטובה ביותר בהתחשב ב-Fairness, כלומר האם הם קיבלו יותר או פחות עקב הכפייה, האם נגרם להם נזק כלכלי.

אלון גלזר

האלמנט המרכזי לעניין השווי זה יכולת הכפייה של בית המשפט ולכן יש לקחת אותו בחשבון.

אלי אל על

צריך להבדיל בין ערך סנטימנטלי ובין ערך מטרדי. במקרה של כלל תעשיות הרוכש שילם עוד 40 מיליון ₪ על Nuisance Value. כשבנק לאומי רוצה לקנות את בנק ערבי יש מקום לטעון שהוא צריך לתת למיעוט ליהנות מהחלק המטרדי שהמיעוט גורם לו. ערך מטרדי זה סינרגיה, זה שונה מערך סנטימנטלי.

רועי שלם

אם נתחבר למה שעודד אמר, השאלה שעולה היא האם יש או אין היתכנות כלכלית לשמור על בנק ערבי כבנק קטן. היית מצפה שבהיעדר עסקה עם בנק לאומי המכירה תיעשה לבנק אחר. אני חושב שהראייה האוטופית היא למקסם את השווי של כלל בעלי המניות ואז זה לא דווקא מיזוג לתוך בנק לאומי הוא הנכון ביותר, במקרה של העסקה הזאת לא חיפשו בכלל אחר קונה אחר.

אמיר ברנע

אנחנו בדיון הזה חיפשנו תשובה לשאלה מה הוא Fairness opinion? קיבלנו תשובה מענת שאמרה שכמעריך שווי הערכה

אלי אל על

אם הייתה לך אפשרות לקנות מיעוט בחברה פרטית או מיעוט בחברה ציבורית, כאשר מלבד הבדל הסחירות החברות זהות לחלוטין, האם היית משלם אותו מחיר?

אמיר ברנע

ישנה טענה שאומרת כי מחיר ההון בחברה ציבורית יהיה נמוך יותר בגלל נזילות ההשקעה ובגלל ההגנות על המיעוט, כלומר השווי יהיה גבוה יותר.

עודד שריג

אנחנו נכנסים לכל מיני שיקולים נוספים ואני רוצה לפשט. האם התשובה לפדיון על איגרת חוב נסחרת זהה לחשבון סגור בבנק לאותה תקופה? ברור שלא, אין בכלל ספק.

יורם עדן

אתה יודע שיש שיקולים נוספים, היו תקופות שהעדיפו דווקא לרכוש את איגרות החוב הלא סחירות בכדי לא לשערך אותן.

עודד שריג

סעד הערכה נועד לפצות. לולא הפעולה הייתי מקבל את שווי החברה כ- Stand alone. אני חושב שמזה נגזרות חלק ניכר מהשאלות שעלו כאן. למשל שאלת הסינרגיה, אם לא הייתה מתרחשת העסקה האם הייתי נהנה מהסינרגיה, היחס לסינרגיה משתנה באם התשובה היא חיובית או שלילית. סעד הערכה נועד לפצות אותי על נזק שלכאורה קרה לי בפעולה שלא רציתי וכפו עליי לבצע.

אתה נכנס לשאלת מניעים אישיים של המשפחות והרצון שלהם להיות בעלי בנק, אני לא יודע להעריך מניעים מסוג זה ובטח

שלומי שוב

דני, מי זה משתתף שוק מבחינתך? אתה מסכים עם הקונספט של המכרז הרעיוני?

דני ויטאן

משתתף שוק מבחינתי לא יכול להיות גורם בודד. הקונספט של משתתף שוק זה בכמה אפשר למכור את החברה ללא תלות במחזיק ולכן לטעמי צריכים להיות לפחות שניים.

עדי סקופ

חברות הביטוח נסחרות בכמעט מחצית מהון העצמי כבר הרבה זמן. יש פה הנחה סמויה שאם זה חצי מההון זה זול. אם שווי השוק במקרה חברות הביטוח מייצג, אז מה זה אומר לגבי ההון העצמי בדוחות הכספיים? קיים פער של מיליארדי ש"ח בין ההון העצמי בספרים לשווי השוק בכל אחת מחמש חברות הביטוח הגדולות. אם שווי השוק אינו מייצג אז בהחלט ניתן לקבל שווי DCF ששונה באופן מהותי משווי השוק.

איציק בן מנחם

בתור אנליסט ביטוח לשעבר והיום יותר במטה של חברת הביטוח צריך להגיד ששווי השוק בנוי בעיקר ממה שמשתתפי השוק חושבים לגבי השנה - שנתיים הקרובות, הטווח הקצר. כשמגיע רכש המעוניין לקנות חבילת מניות הוא חושב לטווח ארוך ומחשב את הרווחים בהתאם ללא ההשפעה של שוק ההון בטווחים הקצרים. יש הבדל בין שווי שוק ובין שווי בעיני שחקן לטווח ארוך.

שלומי שוב

גם פער של 100%?

איציק בן מנחם

כן, יוכל להיות. יש מקומות ששווי שוק יכול להיות גבוה משווי לפי DCF ומנגד יש חברות שכ- Stand alone אין להם ערך גבוה. יש חברות קטנות לפיתוח מוצרים רפואיים שכ- Stand alone לא שוות הרבה ואולי אפילו לא רווחיות אבל אם חברה גדולה תרכוש אותן אז השווי יהיה שונה לחלוטין.

יבגני אוסטרובסקי

היא Stand alone ואחרי זה נכנס שלב המו"מ הכולל ניצול לחצים כאלו ואחרים, סינרגיות וכו'. ממה שמשתמע מדובר באחריות הדירקטורים כחלק מהמו"מ ולא באחריותנו ככותבים של ה- Fairness opinion. לפי מה שעודד אמר מעריך שווי בודק את העסקה כנגד החלופה שאין עסקה כלומר כ- Stand alone. עם זאת, שאנחנו לוקחים בחשבון את עניין משתתף השוק בבדיקת ההוגנות צריך לחפש את אותו משתתף שהיה מוכן לשלם על הסינרגיה. אם הסינרגיה היא לא של רכש בודד אפשר לתמחר אותה. האם זה חלק מהשווי ההוגן? האם העובדה שמעריך שווי לא יתייחס לסינרגיה הזאת היא פגם בעבודתו? האם העובדה שדירקטורים לא עשו מכרז רעיוני כפי שעלה פה הופך אותם חשופים לתביעות?

דני ויטאן

אני חושב שלגבי השאלה האם קיים פער בין שווי חבילת מניות ושווי מניות בודדות אז בהחלט במרבית המקרים הפער קיים. רואים שעסקאות מכירת שליטה נסגרות בפערים ממחיר השוק. אם מתסכלים על הכלל החשבונאי של מדידת שווי הוגן של חבילת מניות ולא מנייה בודדת השאלה החשבונאית המרכזית היא בכמה אני יכול למכור את החבילה למשתתף שוק, לאו דווקא לשחקן ספציפי בשוק אלא לאותו משתתף שוק שיקנה את חבילת המניות ולא את המניה הבודדת. לשאלה הזאת יכולות להיות הרבה מאוד תשובות כפי שראינו בדיון היום. גם לאחר שינוי עמדת רשות ני"ע ומתן האפשרות להסתכל על חבילת המניות בכללותה הקושי שקיים הוא כיצד לגשר ולהסביר את הפער בין מחיר השוק של המניה הבודדת - הפרמטר האובייקטיבי ושווי חבילת המניות. הפער כאמור עשוי לנובע האלמנטים שונים המיוחסים לחבילת מניות כגון סינרגיה, פרמיות שליטה, אלמנטים פסיכולוגיים, מניעים אישיים ועוד. כלומר לא ניתן להתעלם ממחיר השוק וצריך לגשר בין המחיר בשוק לאותו שווי הוגן שאנחנו מגיעים אליו.

שלומי שוב

איך אתה מגשר במקרה של הפניקס? במקרה של הפניקס יש ממשל תאגידי, יש מידע ציבורי נרחב.

דני ויטאן

במקרה של הפניקס יש יתרון מסוים לעובדה שהיו מספר הצעות של קונים פוטנציאלים. ההצעות לא הבשילו לכדי עסקה וזה מעלה סימני שאלה אך לפחות היו מספר הצעות שניתן היה להשתמש בהן.

"מיהו 'משתתף שוק' (Market Participant)?
דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין
מחיר הבורסה"

גיל מור

בסוף היום אני חושב שהחלטת הרשות הייתה נכונה. אם מסתכלים על העולם לא סתם הרגולטורים מאפשרים שתי גישות. אין היגיון חשבונאי וכלכלי שחברה תכיר ביום הרכישה במחיר השוק ויום למחרת תכיר בירידת ערך. אני חושב שאין סתירה עם IFRS 13.

צור פניגשטיין

משהו כללי, מדובר במושגים שונים וחשוב להבדיל בין שווי הוגן שהוא מונח חשבונאי שבעיניי שונה מהמונח הכלכלי שמלווה עסקאות והוא שווי שוק הוגן.

אמיר ברנע

בסקטור הביטוח מחירי השוק נמוכים בהרבה מההון העצמי ויש לקחת בחשבון הערכות אקטואריות בחישוב השווי ההוגן. אותו מצב בשווי הבנקים. יש פה שאלה טכנית איך לרשום את אותן החזקות. האלמנט השני זה הצעות הרכש על סוגיה השונים, עניין המיזוג המשולש ההופכי. חלוקת התפקידים בין הצדדים הפועלים בעסקאות מסוג זה היא בעייתית בגלל החשד שהזכרתי קודם.

שלומי שוב

לסיכום, בסקטור החשבונאי יש לנו בדיון הסכמה לעניין הסינרגיה והשימוש בקונספט של המכרז הרעיוני. אני חושב שהקושי העיקרי הוא מול עולם המשפט, יש פער גדול בהסתכלות שלא בטוח שניתן לגישור, לפחות בדיון הזה לא הצלחנו לגשר. החשש שלי הוא מעיוותים שנוצרים המערכת המשפטית כתוצאה מהפער הזה.

אני מודה לכם על הדברים המעניינים שעולים פה היום. אני לא יכול לייצג את עמדת הרשות (בנושאים שטרם נדונו) וכמובן גם בכוונתי שלא להתייחס למקרים ספציפיים. לדעתי האישית, לעניין הסינרגיה ב-IFRS 13, אם יש סינרגיה שמספר משתתפי שוק יכולים להרוויח ממנה - אז צריך לקחת אותה בחשבון במסגרת הערכת שווי הוגן לצרכי דוחות כספיים. האם יש לקחת בחשבון גם בבתי משפט (קרי, לצרכים משפטיים)? זאת שאלה אחרת ואני גם לא בטוח שזה אותו דבר בארה"ב (דלאוור) ובישראל. אני גם מבין את הנקודה שמו"מ בו הדירקטורים צריכים למקסם את התמורה לחברה יכול להוביל לתוצאה שבה החברה מקבלת תמורה שמגלמת גם סינרגיה "ייחודית". ב-IFRS 13 יש דוגמה של פטנט שנרכש ע"י חברה (שהיא לדוגמא מונופול) רק כדי למנוע תחרות ועולה השאלה מה השווי של אותו פטנט, האם זה השווי הנובע לחברה ממניעת התחרות או אולי מסתכלים על זה אחרת? IFRS 13 קובע בדוגמא שהשווי ההוגן נגזר ממה שמשתתף שוק אחר, שאינו המונופול, היה מפיך מהרכישה (למשל - להתחרות בחברה). אגב, גם כשיש מספר רב של רוכשים הם לא זהים באמת אחד לשני ומי שיקנה הוא מי שהתועלת הכלכלית השולית שלו מהעסקה היא הכי גבוהה.

שלומי שוב

אני חושב שהחשבונאים מסכימים באופן גורף ששווי הוגן במקרה שבו יש יותר מרוכש אחד כולל את הסינרגיה תחת רעיון המכרז הרעיוני.

יבגני אוסטרובסקי

עצם העובדה שהרשות גיבשה עמדה שכרגע ניתן לבחור מדיניות של Q*P או גישה אחרת עדיין לא אומר שצריך להתנתק מ-IFRS 13, כלומר זה עדיין כפוף לסבירות ולבדיקות סבירות.



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"חוק שכר הבכירים-היום שאחרי: ניהול הגופים הפיננסיים והשלכות הרוחב"

תאריך המפגש: 2 במאי 2016.

נושא המפגש: "חוק שכר הבכירים- היום שאחרי: ניהול הגופים הפיננסיים והשלכות הרוחב".

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש מאי 2016.

אורחים שנכחו בדיון: צבי סטפק (מיטב דש השקעות בע"מ), ענת גואטה וגל סטאל (אנטרופי), עו"ד פני רובין (גורניצקי ושות'), עו"ד דליה טל (מיתר ליקוורניק גבע לשם טל), עו"ד אברמי וול (פישר בכר חן וול אוריון), נירית איבי (יועצת למנכ"ל משרד האוצר), רוני טלמור (משרד המשפטים), שריה אורגד (הבורסה לניירות ערך).

נוכחים: גיא טביביאן (Deloitte), אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), רו"ח עדי סקופ, (אי.בי.אי.), רני שחם, פרופ' צביקה אקשטיין (הבינתחומי הרצליה), רו"ח דני ויטאן (KPMG), פרופ' שרון חנס (אוניברסיטת תל אביב), אילן פלטו (איגוד החברות הציבוריות), פרופ' עודד שריג (הבינתחומי הרצליה), פרופ' יורם עדן (המסלול האקדמי המכללה למנהל), פרופ' בני לאוטרבך (אוניברסיטת בר אילן), עו"ד נטלי ג'ייקובס (הרצוג פוקס נאמן), רו"ח שי קומפל (מנורה מבטחים), רו"ח ארנון רצ'קובסקי (אוניברסיטת חיפה), גיתית גור גרשגורן (רשות ניירות ערך), רו"ח אסף סגל (כלל תעשיות ביוטכנולוגיה), יוסי רייטן (לשכת השמאים), נדב עובד (עובד גובי), עינת שפרלינג (EY), אפרים דרור, דגנית דניאל, (כנ"ר), הדר נאות (פירט וילנסקי מזרחי כנעני עו"ד), פרופ' אמיר ברנע, רו"ח שלומי שוב (הבינתחומי הרצליה), גב' רקפת שני (ברנע ושות').

צוות מקצועי: עמרי כהן, רעות קליינמן ולידור רחנצוויג.

"חוק שכר הבכירים - היום שאחרי: ניהול
הגופים הפיננסיים והשלכות הרחב"

שלומי שוב

עולם המשפט לעולם החשבונאות. לא סתם אנחנו מתכנסים פה, תפקיד כל הפורום הזה הוא בין היתר ליצור את הקשר הזה. זה קצת מזכיר אפילו את חוק החברות עם הדיבידנדים שנשענים על החשבונאות. באופן כללי, ככל שירשמו הפרשות בחשבונאות אם אנחנו מדברים על מועד המעבר - כך למעשה הסכומים שנצברו לטובת כל מיני בכירים בעבר לא יכנסו לתוך התקרה וכמו שאנחנו יודעים זאת בעיה שעומדת על סדר היום לגבי נושא המעבר. זה לא הנושא העיקרי שלנו אבל אני מניח שהוא גם יעלה. החוק יוצר פוקוס אדיר על הנושא של ההפרשות החשבונאיות. כל אנשי החשבונאות פה נמצאים עכשיו בלא מעט שאלות שעולות על מתי לרשום את ההפרשה, עולות שאלות בסיסיות מבחינתנו אבל הן מתחדדות - מתי רשמים את מענקי ההסתגלות, מענקי פרישה, פיצויים של פרישה מוקדמת, אם זה בבנקים זה נושא של פנסיית הגישור, מענקי אי תחרות. בגדול השאלה המרכזית מבחינה חשבונאית זה עד כמה זה מיוחס לעבר או שצריך להירשם בעתיד, זה שאלות אמנם בסיסיות מבחינה חשבונאית אבל הן קריטיות וכשהזרקור נמצא על זה שכל שקל שנרשם כהפרשה הוא יוצא מהתחולה של החוק ואז הן הופכות להיות מאוד משמעותיות. מעבר לשאלות של המעבר, זה כל שדרת הניהול שקיימת היום במערכת הפיננסית, אני חושב שיש שתי סוגיות מרכזיות אם אנחנו מסתכלים קדימה על החוק שאותי מאוד מטרידות - איך החוק החדש הולך להיות יחד עם תיקון 20? כיצד יהיה מבנה התגמול? איך צריך לתגמל במערכת הפיננסית ביום שאחרי את המנהלים? איך יוצרים להם תמריצים? כי לכאורה הדבר המתבקש והטריטוריאלי הוא שאם קובעים לך תקרה אפקטיבית אז תרצה לקבל את הכל במזומן ומהר זאת אומרת כבר לא כל מיני מענקי הסתגלות וכל מיני הפרשות חשבונאיות ארוכות טווח והכי מדאיג - בלי תגמול משתנה בכלל. אבל לכאורה זה עומד בניגוד לאינטרס של הגוף, של הדירקטוריון, אני מזכיר לכם שהמערכת הבנקאית עומדת לפני אתגר של התייעלות ואיך מתמרצים במקרה הזה את המנהלים.

האם הרגולציה הפיננסית צריכה כעת לקבוע גם מרכיב מינימלי של תגמול משתנה ולא רק מרכיב מקסימלי כפי

בוקר טוב לכולם, אנחנו רוצים לדבר היום על חוק שכר הבכירים החדש בגופים הפיננסיים. חוק שקבעה הכנסת שנקבע במישור פוליטי אפשר להגיד תקדימי אולי שנוי במחלוקת, אבל אני חושב שאין מחלוקת על דבר אחד - לחוק הזה צפויות להיות השלכות דרמטיות על המערכת הפיננסית וכנראה גם מעבר לכך ולכן העלנו את הנושא על סדר היום. לפני מספר שנים נכנס תיקון 20 והעלנו את הנושא לדיון בזמנו, שהוא היה תיקון מעניין שהיו לו השלכות, עד כמה הצליח או עד כמה לא, זה שאלה שתעלה בין היתר בדיון היום.

ניואנס לגבי המערכת הבנקאית, אפרופו תיקון 20, דברים שלא כולם אולי שמו לב אליהם, הוצאתי מהדוח של בנק לאומי לשנת 2015, בנוסף לתגמול של המנהלים היה גם מענק מיוחד שהוא מבוסס על כל מיני פרויקטים, למעשה מענק איכותי שקבעה ועדת התגמול של הדירקטוריון שמגיע לבכירים עוד 8 מיליון ש"ח בגין שנת 2015, הבנק עשה הפרשה כללית של 8 מיליון ש"ח ללא זיהוי של סכום המענקים ולמי, כך שזה עוד לא נכלל בסכומים שהתפרסמו בתקשורת. אני מניח שה-8 מיליון הנוספים כבר לא ייצאו לפועל. זה נשמט מהעין הציבורית ולא ייצא לפועל אבל עולות שאלות עד כמה תיקון 20 השיג את מטרותיו. יש כאלה שטוענים שהרבה מהתוצאות של הבנקים היו תוצאות בעלות אופי חד-פעמי ועולות שאלות עד כמה תיקון 20 השיג את התפקיד שלו ובכלל האם ניתן לו מספיק זמן לכך.

מהזווית שלי זה חוק קצר לכאורה של 3-4 עמודים והעיקרון שלו נשמע פשוט לכאורה. אך לי לפחות לא היה קל להבין אותו. בחוק קיימות שתי תקרות שונות בתכלית. תקרה חוקית ותקרה מיסויית. התקרה החוקית נקבעת מראש והיא נקבעת על פי כללים חשבונאיים. התקרה המיסויית נקבעת בכלל בדיעבד והיא נקבעת לפי חוקי המס, להוציא חריג אחד של תשלום מבוסס מניות שזה גם ככה כנראה משהו שכבר לא נראה במערכות הפיננסיות.

התקרה החוקית היא התקרה הדרמטית והיא יוצרת קשר בין

שעשתה בעבר? השאלה המשמעותית השניה לדעתי היא ההשלכות הרוחביות של החוק הזה. החוק הזה עוסק אמנם רק במערכת הפיננסית אבל נראה לי שזה יהיה קצת מנותק לבוא ולהגיד שלא יהיה פה קשר והשלכות רחב על כל המערכת. אפילו בחברת כרטיסי אשראי שמוחזקת על ידי הבנקים ולא נמצאים בינתיים תחת תחולה של החוק החדש קשה לי להבין איך המנכ"ל של חברת כרטיסי אשראי יקבל תגמול שהוא לא הולם את המנכ"ל שממנה אותו שהוא המנכ"ל של הבנק הרלוונטי. יש כאן קביעה נורמטיבית שככל הנראה תשפיע לדעתי על כלל החברות הציבוריות במשק.

אמיר ברנע

נשאלת שאלה האם פרוש החקיקה שתיקון 20 נכשל? יש טענה שאומרת שאם כל הצעות ההנהלה מאושרות באסיפה הכללית הרי שקיים כשל בממשל תאגידי והוכחה שתיקון 20 לא אפקטיבי. הרי ברור לכולנו שאין זו הוכחה.

מבחינה מתודולוגית עצם העובדה שאפילו ב-100% מהמקרים חומר שהוגש לאסיפה אושר, אין זה אומר שתיקון 20 מיותר: הרי מראש מוגש חומר שמתאים למתכונת שתעבור באסיפה. הזמן קצר מאז שנחקק תיקון 20 ואנחנו לא יודעים אם התיקון הגביר את הקשר בין ביצוע לשכר, אם הוא יוצר או מקטין דיפרנציאציה בשכר? החוק החדש מתיימר לקבוע תקרה עוד לפני שיודעים מה התוצאות והאפקטיביות של תיקון 20 שעבר לפני מספר שנים מועט.

אני מניח שבהיות הענף הפיננסי ענף בולט, בעל תהודה ציבורית, הכוונה בתיק שבהשפעה רוחבית ישפיע על כל המשק ולפחות על החברות הציבוריות. אולי באמת בענף הזה היתה גם הגזמה בשכר שיצרה את העניין הציבורי דווקא בו. הרי לא ברור מדוע החוק עוסק רק בענף הזה? מדוע המסגור של הענף הזה יחסית לענפים אחרים? אפשר לחפש נימוקים מפה ועד הודעה חדשה למה דווקא הענף הפיננסי וקשה למצוא. האם לאור זה שהוא תחת רגולציה הרי גם ענפים אחרים הם תחת רגולציה והם פטורים, האם לאור זה שיש בו שימוש בכספים של אחרים הרי גם בענפים אחרים יש שימוש בכספים של אחרים. בקיצור אין הסבר כלכלי מסודר שמצדיק מתודולוגית את הצורך בחוק ואת מיסגור החוק בענף הפיננסי.

במרכז הבינתחומי ישנו חוקר שעוסק בנושא שכר של מנהלים. לצערנו נמנע ממנו להופיע בפורום היום מכיוון שהוא נמצא בחו"ל. שמו יניב גרינשטיין והוא ואחרים כתבו סדרת מאמרים בנושא הקשר בין תגמול לביצוע בחברות ניהוליות בארה"ב. להפתעתי הוא מוצא דווקא שקיים קשר ברור בין מתכונת הפיצוי והביצוע (מ-2007 נדרש דיווח בארה"ב על מתכונת קביעת השכר). התשובה שלו קודם היא כל שקיים קשר. מתכונת הפיצוי לא מקרית כי קיים קשר בין הביצוע לתגמול.

יש לו ניתוח איך נמדדת יכולת הביצוע. בדרך כלל הביצוע נמדד במדדים חשבונאיים, מחירי שוק, שיעורי צמיחה, יש תמיד מרכיב איכותי שמופעל אם המדדים הכמותיים אינם מצליחים למדוד נכון ביצוע בשנה מסוימת עקב תנאים ספציפיים שמדדים לא קולטים. מה שהוא מצא עקבי עם תורת קשירת חוזים בתנאי אי ודאות: שבחברות יציבות המדדים החשבונאיים משחקים תפקיד חשוב. בחברות צומחות, חברות היי-טק שיעורי צמיחה או מדדי שוק הם מהווים את המדדים הרלוונטיים לפיצוי מנהלים. מי שקורא את סדרת המאמרים שהוא כתב מתרשם שתיקון 20 הזה שיש דומה לו בארה"ב - אפקטיבי לפחות בארה"ב. לגבי הניסיון הישראלי לתיקון 20 התקופה קצרה מדי ואינה מאפשרת בדיקה שיטתית.

דליה טל

נאמר כבר הרבה ונכתב כבר הרבה על החוק ואני רציתי לדבר על נקודה אחת שהיא טעונה תיקון דחוף - זאת נקודת הרטרואקטיביות. אני חושבת שהחוק לא התכוון לפגוע בזכויות העובדים הרטרואקטיביות. אם בודקים את דברי הכנסת נמצא ציטוט מדברי פרופ' טרכטנברג המתייחסים עוד לתיקון הקודם שהוצע ע"י שלי יחימוביץ' האומר "אני בעד החוק, אבל תיזהרו לא לפגוע בזכויות העובדים" ואולם כוונה זו לא באה לכדי ביטוי בחוק כפי שחוקק ונוסחו עלול לפגוע בזכויות העובדים שהצטברו עד לכניסתו של החוק לתוקף ..

החוק קובע שתי מגבלות - מגבלה אחת זו מגבלת ה-2.5 מיליון ש"ח לשנה לפי ההוצאה החזויה לאותה שנה שתהיה לעלות השכר של העובד, לפי כללי חשבונאות מקובלים, החוק מתיר לעבור על מגבלה זו ובלבד שתינקט הפרוצדורה המיוחדת של אישור משולש ברוב מיוחד של המיעוט ואי הכרה כהוצאה למס בגין כל ההפרש שכהוא מוכפל.

המגבלה השניה שאותה לא ניתן לעבור והיא מוחלטת זה היחס של פי 35 מההוצאה החזויה בגין השכר הנמוך ביותר המשולם בתאגיד, (גם מגבלה זו מנוסחת לא מדויק כי אם שמתם לב בחוק כתוב "ההוצאה החזויה ששולמה לעובד". זה המקום הראשון שהחוק משתמש במילים ששולמה להבדיל מ"עלות"). המגבלה הזו הוספה ברגע האחרון בכנסת בלי שום דיון מוקדם והיא מוחלטת ואם עוברים עליה זו הפרה של החוק וכמובן אף אחד לא יעבור עליה. המגבלה השניה היא הבעייתית מבחינת הרטרואקטיביות.

על פי סעיף 6 לחוק, החוק קובע שיש לו תחולה לגבי התקשרויות שנעשות מיום פרסום החוק אבל סעיף קטן (ב) קובע שלגבי התקשרויות שנעשו לפני שנכנס החוק לתוקף יש לתקן תוך 6 חודשים מיום פירסום החוק ברשומות דהיינו עד 12 באוקטובר 2016.

"חוק שכר הבכירים - היום שאחרי: ניהול
הגופים הפיננסיים והשלכות הרחב"

שזכויותיו של העובד בגין העבר ואשר ההוצאה בגין עולה
על 2.5 מיליון ש"ח - נמחקו? התשובה לכך תלויה בפרשנות
מהי הוצאה חזויה? והאם יש הוצאה חזויה כאשר הורעו תנאי
העבודה לעובד והוא רשאי להתפטר בדין פטורים?

שלומי שוב

החשבונאות פה מאוד פשוטה, והיא באה ואומרת שכל
שהשליטה נמצאת אצל העובד, אם זאת החלטה שלו אז צריך
להכיר בכל גובה ההפרשה.
איך את מפרשת את המונח "חזויה"? הרי אני לא צופה עכשיו
לפטר את כל שדרת הניהול שלי.

דליה טל

התשובה לכך היא האם ההחלטה עברה לעובד (כפי שאמרת)
כפי שאפרט להלן: הפרשנות עלולה להיות לפי התוצאה: אם
באותה שנה שילמו לעובד יותר מ- 2.5 מיליון ש"ח - האם ניתן
לומר שלא הייתה הוצאה חזויה?

שלומי שוב

אבל את בודקת את זה מראש את לא בודקת בדיעבד את
המגבלה החוקית, אני טועה?

דליה טל

בעיקרון, אתה צודק. ואולם, אם אני הייתי עובד לא הייתי
לוקחת סיכון כזה שכל כספי הפנסיה שלי ישענו על פרשנות
משפטית-חשבונאית האם זאת הוצאה חזויה או לא הוצאה
חזויה, כאשר התוצאה חורגת במליוני שקלים מהתיקרה.

שלומי שוב

צביקה אקשטיין

האם לא ברור מהחוק שיש לו למעשה רק את מגבלה אחת
וזאת המגבלה השנייה? המגבלה הראשונה לא רלוונטית, כל
מי שמפעיל חברה משהו יהיה מועסק בשכר מינימום, אין
דבר כזה שלא. אז למה מדברים על שני גבולות? יש גבול אחד
סופי וזה החוק.

דליה טל

אכן, המחוקק קבע את התיקרה של פי 35 מעלות ההוצאה
החזויה לגבי השכר הנמוך ששולם בתאגיד, לרבות עובדי
הקבלן (לפי דרישת ח"כ יחימוביץ עוד בסיבוב הקודם של
החוק). בהנחה שמדובר בשכר מינימום לעובדי הקבלן,
התיקרה האפקטיבית היא כנראה של זו של המגבלה השנייה.

צביקה אקשטיין

כפי שאני הבנתי זאת היתה הפרשנות לחוק אז למה מדברים
על החלק השני? הוא לא רלוונטי.

דליה טל

ממשיכה בנקודה לגבי הרטרואקטיביות: השאלה הינה,
מה פרוש "הוצאה חזויה", לפי כללי חשבונאות מקובלים.
בפיטורי עובד, יש לעובד זכויות נוספות שלא תמיד הופרשו
בשופך וזאת מאחר שהיוזמה לפיטורים היא בידי המעביד,
לכן ההפרשה נעשתה על בסיס סטטיסטי בלבד. בהתבטאות
העובד מקבל 100% פיצויים ובפיטורים יש הסדרים של 250%,
300% וכו'. יש עובדים הזכאים גם לפנסיה מוקדמת שאינה
מופרשת לקופת"ג (פנסיה תקציבית), לכן בשנה שבה העובד
מפוטר תהיה הוצאה גדולה יותר מ- 2.5 מיליון ש"ח (כולל
משכורת ונלוות) עקב הזכויות שהעובד צבר ואשר לא הופרשה
בגין הפרשה מלאה. האם פירוש של דבר שהחוק גרם לכך

מה שדליה אומרת עכשיו זה הלך הרוח בשרדות הניהול בגופים האלה. הם כולם נמצאים בחרדה כי הכספים שהם צברו במהלך השנים נמצאים בסיכון.

דליה טל

חוזרת לשאלת "ההוצאה החזויה" אם מקבלים פרשנות מעורכי דין לדיני עבודה, (שדרך אגב גם הפרשנות הזאת בספק, שבגין החוק החדש יש אפשרות לעובד להתפטר בתנאי פיטורים כי הרעו לו את "הציפיות" הפרשנות תלויה כמובן גם בסוג החוזה, בקירבה של העובד לתיקרה וכו'). במקרה כזה התאגידים הבנקאיים אמורים לעשות הפרשות מלאות היום מאחר העובדים יכולים ביוזמתם להתפטר בתנאי פיטורין. ולכן בנקים או חברות הביטוח או חברות שוק ההון יעשו היום את מלוא ההפרשות. המפקחות על הבנקים אכן דרשה מהבנקים שישקלו את תוצאות החוק ויראו איך זה משפיע לעניין האומדנים וההפרשות שעשו עד היום. זאת אומרת שאם עד היום עשו הפרשות לפי הסטטיסטיקה, (קיבלו חוות דעת לעשות רבע מההפרשות היום, הם יעשו הפרשות מלאות, בגין כל העובדים שעלולים לעבור על התיקרה בהתפטרות שהינה כפיטורים.

שלומי שוב

אם הם עושים הפרשות מלאות הם בסדר עם החוק?

דליה טל

לכאורה, אך יש לחזק זאת ע"י חוות דעת חד משמעית מהיועץ המשפטי לממשלה, שאמורה להינתן לפני כניסת החוק לתוקף וגם אז קיים ספק.

דני ויטאן

צריך להבדיל בדיון החשבונאי בין חברות ביטוח לבין בנקים כי אנחנו נמצאים תחת שתי מערכות דיווח שונות, בביטוח אנחנו תחת IFRS וזה גם משליך על נושא של פיצויים ופיטורים שם יש מודל יותר ברור יותר ופשוט יותר מאשר המודל האמריקאי.

דני ויטאן

בבנקים הדיון יותר מורכב כי מערכת התקינה האמריקאית היא הרבה יותר מורכבת בנושא הזה, אגב יש מסמך טוב מאוד שבנק ישראל פרסם של שאלות ותשובות שנוגעים לחלק גדול מהנושאים שדליה דיברה עליהם - לגבי הפרשות לפיצויים

ומתי צריך לעשות הפרשות אקטואריות. זה היה לפני החוק אך מציג מסגרת שאפשר להתייחס אליה ויש מספר נושאים שאפשר להקיש מהם ולהתייחס אליהם.

דבר אחד שקיים למשל בתקינה האמריקאית שלא קיים בתקינה בינלאומית לגבי פיצויים, הוא שתחת ה IFRS תהיה הפרשה רק עם אירוע הפיטורים בפועל, בתקינה האמריקאית במקרים מסוימים צריך לעשות אמדן ותחזיות מראש לגבי הפיטורים שהבנק יזום ולהפריש מראש.

שלומי שוב

מה שאתה אומר מקל את המעבר.

דני ויטאן

עוד נושא שצריך לחשוב עליו וגם פה זה פרשנויות משפטיות ותלוי בחוזה העסקה ובמצב בכל בנק האם מתקיימת הרעת תנאים בעקבות פרסום החוק ולגבי איזה אוכלוסיות מתקיימת הרעת תנאים, בעוד שלגבי עובדים מסוימים שכבר עכשיו חוצים את הרף הקבוע בחוק יותר קל לטעון שמתקיימת לגביהם הרעת תנאים, הרי שלבי אחרים שרחוקים מהרף הנושא פחות ברור ותלוי גם בתקופת החוזים ובסוגים השונים של הסכמי העסקה.

הציפייה של אותם בנקים זה שלא כל השדרה הניהולית תעזוב מחר ואם אנחנו בעצם עושים הפרשות מלאות אז גם לתקופה הזאת של הרעת תנאים יש תוקף מסוים ולא בטוח שזה ישאר עד עולם. מה קורה אחר כך? גם פה יש שאלה.

שלומי שוב

ברגע שאתה מייצר את ההפרשה אז הסגירה שלה היא סוג של הכנסה.

דני ויטאן

המורכבות פה היא גדולה וגם יתכן ויידרש מהלך נוסף של הבנק מול העובדים, כחלק מאלמנט שימור שאם אותם עובדים יסכימו להישאר אז גם אם יעזבו בעוד שנתיים-שלוש עדיין תישאר להם הזכות לכל מה שנצבר להם עד היום.

דליה טל

כל הסוגיות האלה טעונות טיפול לא פרשני. כי כל פרשנות שתיתן, גם אם משרד המשפטים ייתן חוות דעת עדיין בית

"חוק שכר הבכירים – היום שאחרי: ניהול
הגופים הפיננסיים והשלכות הרחב"

צריך להשאיר את תיקון 20, כי כמו שנאמר וכתבתי על זה גם שלא עבר מספיק זמן לבחון את התוצאות, לא עשיתי שום מחקר כמותי על זה אבל אני משוכנע מתוך ההתנהלות היום-יומיות שאני רואה שלנו כגוף מוסדי ושל אחרים, גם אם אישרו 100% באספות הכלליות קדמו לזה הרבה מאוד תהליכים שלחצו את השכר כלפי מטה, לפחות זה מנע העלאה נוספת זה בוודאות. אני חושב שזה גורם גם ללחץ פיננסי על כל המערכת ואגב אין לי ספק שזה גם יחלחל גם לחברות הציבוריות האחרות בתחום הריאלי בלי שיהיה צורך בחוק. כיוון שברגע שתהיה תקרת שכר של 2.5 מיליון ש"ח נניח למנכ"לית של בנק, קשה לעלות על הדעת שגוף מוסדי יצביע בעד 5 מיליון ש"ח לאיזה מפעל תעשייתי כלשהו. כמובן יש חריגים, יש את החברות הבינלאומיות, הפארמה, טבע, ויש חברות היי-טק ששם קריטריונים אחרים וכו'.

קודם כל היה צריך לתת תיקון 20 הרבה יותר זמן כדי להבשיל וללמוד ממנו אבל אנחנו נמצאים בעולם פוליטי. צריך להסתכל על הדברים בצורה הכי רחבה – העולם הולך לקיצוניות, וזה לא רק ברגולציה, הרגולציה היא תוצאה של הקיצוניות, תראו מה קורה באירופה עם הימין הקיצוני, תראו מה קורה בארה"ב עם טרמפ מצד אחד וסנדרס מצד שני. יש תהליכי הקצנה, זה חלק מאותו תהליך לדעתי מה שאנחנו רואים זה פשוט הצ'ופצ'יק, והעובדה שהחוק הזה מתקבל בכנסת ברוב של 56 מול 0 זה כמו הבחירות של אסד בסוריה ודברים מהסוג הזה, זה דבר הזוי אבל שם אנחנו נמצאים ולא צריך להשלוח את עצמנו. זה מהלך מאוד קיצוני. אני מקווה מאוד שלא ירחיבו אותו על שאר החברות הריאליות בחקיקה, זה יקרה ממילא שלא בחקיקה לפחות לגבי חלק מהדברים כמו שאמרתי.

לגבי הנושא של שכר מול ביצועים, גם כאן לדעתי אין בכלל שאלה שהקשר הזה יתנתק לחלוטין, זה גם מנוגד או לא מנוגד להוראות המפקחת על הבנקים בנושא הזה.

כולם יתיישרו ל-2.5 מיליון ש"ח. יש סוגיה שלא יודע אם היא נבדקה, מה זה עלות השכר של העובד הנמוך ביותר זה עלות העסקה. האם זה שאני נותן לו מקום בחדר משלם שכר דירה או עושה לו פעילויות רווחה זה עלות העסקה?

משפט לא מחויב לחוות דעת. יכול לבוא בעל מניות של בנק או חברת ביטוח ולטעון נגד חוות הדעת ובית המשפט יקרא את החוק וייתן פרשנות אחרת. מדובר בזכויות עובדים ולכן אי אפשר לגעת בהן זכויות עובדים הן רגישות וצריכות להיות מובטחות ב-100%. הכנסת בחפזונה לא התייחסה לשאלת הרטרואקטיביות. קבעו את המגבלה הזאת מבלי לראות את ההשפעה של המגבלה הזאת על כל זכויות העבר. להלן אביא עוד דוגמאות שמוכיחות את הבעיות בתיקון זה:

אם הבנק מעלה משכורת לעובד ותיק יחולו כללים שונים בגלל הרטרואקטיביות, יתרה מכך אם הפרשנות המקילה לא תתקבל, לא יהיה ניתן להעלות את שכר לעובד גם אם הוא רחוק מהתיקרה בגלל זכויות העבר.

דני ויטאן

דיברנו הרבה על פיצויים ופיטורים, יש עוד נקודה שגם היא מאתגרת בעקבות החוק והיא המענקים ההונים למשל אופציות, מניות, IFRS לא מתייחס לסיטואציה כזו שלמעשה מכריחים חברה לבטל מענק. המודל הבסיסי ב-IFRS הוא שאם מבטלים מענק קיים אז התקן הרלוונטי אומר שצריך לקחת את ההוצאה שטרם נרשמה ולזקוף אותה מיידית לרווח והפסד, אבל לא כל כך מתאים למקרה הנדון.

צבי סטפק

אני כאן בשני כובעים כי אני גם משקיע מוסדי וגם חברה ציבורית. וגם לעובדים שלנו עשינו תוכנית אופציות לעובדים שיש להם ותק מעל שנה.

יש כמה היבטים וכתבתי גם על זה בגלובס לפני חודש מאמר גדול, לפני עשר שנים כתבתי לאן שכר הבכירים הולך והזהרתי מהתוצאות.

אני קודם כל בדעה, החוק הזה הוא כמעט היה על הקיר כמעט כמה שנים לצערי כיוון שהמגזר העסקי לא השכיל לרסן את עצמו והיום אנחנו כולנו משלמים את המחיר. אני בדעה שהיה

אנחנו נראה את כל עובדי הקבלן יוצאים לנופשים.

צבי סטפק

הקשר בין השכר לביצועים לגמרי ילך לאיבוד, איזה מנכ"ל ירצה לקחת מיליון וחצי שכר ועוד מיליון שהוא יקבל בתמריצים? אז כל נושא התגמול לפי ביצועים ילך לאיבוד.

שלומי שוב

איך הדירקטוריון יכול להרשות לעצמו שלא יהיה תמרוץ?

שרון חנס

אם נמשיך לדבר ככה אז המפקחת על הביטוח תגדיר הוראה 40% מהתגמול צריך להיות משתנה.

צבי סטפק

מה קורה בגופים פיננסים בתחום שלנו שהם לא ציבוריים? אותו בעלים, מנכ"ל, יו"ר יכול לקחת בתור דיבידנד, ייקח דיבידנד וישלם מס מופחת. החברות הפרטיות מהסוג שלנו, יש עוד בתי השקעות שהן פרטיות, והחברות הפרטיות ימשכו דיבידנד. החוק חל על החברות הציבוריות, הוא לא חל על החברות הפרטיות והחברות הפרטיות גם אם זה יחול עליהן אז הן ימשכו דיבידנד.

מה שברור שזה הורג את הבורסה ואם עוד לא עשו לה עדיין וידוא הריגה זה הוידוא. איזה חברה תרצה להיות ציבורית מעבר לכל הבעיות האחרות שיש עם הרגולציה שהולכים להגביל את שכר המנכ"ל שהוא הרבה פעמים בעלים בחברות פרטיות.

המסקנה שלי מכל זה שהנכון היה להמשיך עם תיקון 20, ללמוד מהניסיון ואז לעשות, אבל אנחנו נמצאם בזירה פוליטית.

אמיר ברנע

פיני רובין מדוע אתה בעד החוק? (בציניות)

פיני רובין

אני חושב שצריך לומר בקול צלול וברור שזוהי חקיקה אומללה שאין בה מתום על כל היבטיה, מא' עד ת'. אנחנו נדרשים לשאלת הרטרואקטיביות של הצבירה כיוון שהיא המקום

היחיד שיש בו מרחב פרשני המתקבל על הדעת כדי להקל על עצמנו בין בחוות דעת ובין באמירה של משרד המשפטים זה יכול לעזור. בדברים אחרים המצב הרבה יותר קשה. למשל התקרה החסימה והנוקשה של פי 35 אין בה מרווח פרשני ולכן קצת קשה לנו להתמודד איתה וזאת הסיבה שאנחנו מנסים לקבל איזשהו מזור דרך פרשנות של משפטים ביחס לרטרואקטיביות ולצבירה ואנחנו לא מבקשים מזור ביחס לפי 35 כיוון שהם לא יוכלו לתת לנו את המזור הזה.

אני רוצה לתת פרספקטיבה של האומללות של החוק הזה, אני רוצה לומר שבין תיקון 20 לבין החקיקה קרה עוד משהו בגופים הפיננסים וזוהי החקיקה שגם היא אומללה של המפקח על הבנקים והמפקחת על הביטוח לעניין שכר הבכירים, גם הוא הוציא חוזרים שמחייבים את אותם גופים, אז דובר על 3.5 מיליון ש"ח ולא על 2.5 מיליון ש"ח וכל מיני דברים שונים שעליהם נאבקנו מרות ובהצלחה מאוד צנועה אם ניתן לומר כך. ולא יבשה דיו מעל ההוראות של בנק ישראל ושל הפיקוח על הבנקים ובא המחוקק וטרף את הקלפים לא רק בתיקון מספר 20, הוא טרף את הקלפים גם להוראות של החוזרים עצמם וזאת איולת בפני עצמה.

דליה טל

ההוראה של בנק ישראל עוד לא נכנסה לתוקף. הוראות הפיקוח עד הבנקים נכנסות לתוקף בסוף השנה.

צביקה אקשטיין

האם זה לא נכון להגיד שזה החוק של התערבות הרגולטורית החמורה ביותר בכל נושא רגולציה על חברות?

אילן פלטו

לבטח הוא מתמודד על המקום הזה

פיני רובין

אני רוצה לומר שזה החוק האגרסיבי ביותר שישנו ואין כמותו ביחס לפולשנות לתחום סקטור הפרטי בשוק חופשי. אין חקיקה כזאת בישראל ואין חקיקה כזאת באף מקום בעולם, אולי בצפון קוריאה יש חקיקה כזו. היא יוצרת גם אפליה נוראית. היא יוצרת אפליה בין הסקטור הפיננסי לסקטור הריאלי. צריך להבין שאם ההיגיון ישים לגבי הגופים הפיננסים הוא ישים גם לגבי הגופים הריאליים. הוא גם יוצר אפליה מוזרות מאוד בין גופים פיננסיים גדולים לבין גופים פיננסיים קטנים. הוא מתערב בשכר של סניפים בחו"ל, אנשים בתחומים הפיננסיים יושבים

"חוק שכר הבכירים – היום שאחרי: ניהול
הגופים הפיננסיים והשלכות הרוחב"

אבי לוי

גם מכולת זה שירות ציבורי.

פיני רובין

כשאומרים לי שביום פקודה בנק ישראל נחלץ לטובת הבנקים.
ראשית הוא לא נחלץ כיוון שיש איזה עוגן משפטי, אבל העיקר
הוא שהוא לא נחלץ לטובת חברות הביטוח למשל.

צביקה אקשטיין

תדעו לכם שבפיקוח על הבנקים, ביום שבנק יצטרך הלוואה,
נזילות לא סולבנסי, הראשונים שעפים זה המנהלים. מי
שראשון עף מתוך המערכת בלי כל ההטבות של הפנסיה שלו.

פיני רובין

בנק ישראל אין לו שום אמירה לגבי ההטבות של הפנסיות או
לא פנסיות.

צביקה אקשטיין

ברגע שיש בעיית סולבנסי בנק ישראל יכול להכנס. למעשה
כל החלק הזה של האינסנטיב לא לקחת סיכונים יתר נעלם עם
החוק הזה בין היתר.

עודד שריג

אני רוצה לקחת את הדיון לא למה שקורה מחר אלא איך יראה
שיווי המשקל בטווח יותר ארוך. להערכתי יש היום בישראל
כמה עשרות אלפים שמרוויחים מעל התקרה שנקבעה. חלק
מהם עובדים במערכת הפיננסית, רובם לא. היום כשאדם
מוכשר בוחר איפה הוא רוצה לעבוד, ואלו שמרוויחים את

בחו"ל, מקבלים שכר ברמה של חו"ל ועכשיו צריך להוריד
להם את השכר. זה חוסר חשיבה משווע. בדיעבד אני חושב
שגם מחוללי החקיקה למיניהם במשרד האוצר וברשות ועדת
הכספים מבינים בדיעבד שהתוצאה איננה כזו שהם ציפו לה,
לא לילד הזה הם פיללו, מהסיבה הפשוטה שהם לא הבינו את
המשמעותיות ועכשיו קשה להחזיר את השד לבקבוק. אני לא
חושב שחקיקה תצליח בנושא הזה ועל כן כל הגופים הפיננסיים
היום לא מעודדים שינוי חקיקה משום שההנחה שלנו היא
שבשינוי חקיקה לא נצליח להעביר את התיקונים המיוחלים.
אנחנו מנסים להיבנות מקול קורא נבון, שפוי, אחראי של משרד
האוצר, של משרד המשפטים שיביע את דעתו. הבעת הדעה
הזאת תיצור שני דברים – ראשית היא תביא לראיה מסוימת
אצל נושאי המשרה הבכירים ששוקלים פרישה משמעותית,
אנשים שצברו פנסיה של 20-10 מיליון ש"ח לא רוצים לשים
את הכספים האלה על קרן הצבי או קרן המשפט ועל קרן חוות
הדעת שתתמוך בדעתם שרטוראקטיביות לא תהיה במדינת
ישראל. בחקיקה אפשר לעשות הכל אפילו רטרואקטיבית
אז אנחנו מנסים למנוע פרישה של נושאי המשרה הבכירים
והוותיקים שהם חשובים לסקטור הפיננסי. זה עלול לקרות
אלמלא תהיה קריאת כיוון מפויסת של הפרשנים המוסמכים.
והדבר השני, שהפרשנות שלהם יכולה גם לסייע בבית המשפט.
מישהו יקרא תגר גם על הפרשנות. אבל כשאנחנו מצטיידים
גם בפרשנות של הריבון יש לזה משקל יתר. גם בבית הדין
לעבודה יש לזה משקל משמעותי.

אני חושב שזה משפר את סיכוינו הקיימים היום שהם לא
רעים בכלל מבחינה משפטית להתמודד מול הרטרואקטיביות
והפגיעה לזכויות מוקנות. אלו זכויות מוקנות שנצברו. אנחנו
משפרים את סיכוינו בלמעלה מ-50% מהסיכויים הגבוהים
ממילא. הבעיה העיקרית היא הפלישה לסקטור הפרטי. מגזר
פרטי שמלווה בחקיקה שקובעת לו לכמה לשלם, תחילתה
בפיננסים, היא תעבור לתשתיות ואחר כך לציבורית ואחר
כך לפרטיות. ואם מישהו יגיד לי שבנקים זה שירות ציבורי,
וערכת דין וראיית חשבון זה לא שירות ציבורי? יש הרבה
שירותים ציבוריים.

השכר הגבוה, אנחנו יודעים ממחקרים בכלכלת עבודה, על אף שהמתאם לא 1, האחוזון העליון של מי שמרוויח הרבה כסף זה האחוזון העליון של האנשים המוכשרים. מה שאנחנו עושים בשיווי משקל הזה, זה מוציאים את האנשים הכי מוכשרים מהמערכת הפיננסית. זה מה שיהיה בשיווי משקל.

פיני רובין

בתנאי אחד, שהחיקה החדשה לא תקרין גם על הגופים הריאליים ותוריד גם שם את השכר.

שלומי שוב

ממה שאני הבנתי מהדעה הרווחת שכן יהיו השלכות רוחב.

עודד שריג

גם אם לצורך העניין אנחנו מחילים את זה על כל החברות הציבוריות, אז יש חברות פרטיות ויש מגזרים שלמים שלא כפופים לדבר הזה. ואיפה שזה יוחל, שיווי המשקל יהיה שבטוח הארוך אנשים טובים לא ילכו לשם. האנשים הטובים ילכו למקום שבו שהם יקבלו את הפיצוי שהם יכולים לקבל בצורה מיטבית. האם אנחנו חושבים שזה שאנחנו רוצים למערכת הפיננסית של מדינת ישראל? ולמערכת החברות הציבוריות של מדינת ישראל? להדיר ממנה את האנשים המוכשרים ביותר? כי זו התוצאה.

צריך לזכור עוד דבר אחד. אני ראיתי כבר הרבה שווקים שהיתה בהם רגולציה מחיר, אבל לא ראיתי אחד שצלח את זה בצורה טובה. במדינת ישראל אנחנו יכולים להסתכל על שוק המט"ח שהיתה בו הגבלת מחיר ועל שוק הנדל"ן שהיתה בו הגבלת מחיר. אני לא מכיר שוק שבו היתה התערבות רגולטורית לקביעת תקרת מחיר שצלח את ההתערבות הזו בצורה טובה. אני חושש ששוק הניהול של המנהלים הבכירים והמוכשרים גם פה לא יצלח את המהלך הזה בצורה טובה. הבעיה היא שאנחנו נראה את זה לא היום אלא בעוד 10-15 שנים ואז נבוא עם הסברים אחרים שיסבירו למה כל הדברים האלה קרו ולא מהסיבה שאנחנו רואים מול עינינו.

אברמי וול

שני דברים, בהמשך למה שצבי אמר על איך החוק עבר, אני חייב לומר שהאסוציאציה שלי למחרת בבוקר היתה הגמרא המפורסמת במסכת סנהדרין שבטח הרבה מכירים אותה – בית דין של 23 שהרשיע פה אחד אז גזר הדין שלו בטל כי ההנחה שאם לא נמצא שם אחד שמזכה כנראה שהם פעלו

משיקולים לא עניינים. זה כבר חכמנו עמדו על זה לפני הרבה שנים. זה בסנהדרין י"ז.

הדבר השני – מי נהנה מהחוק? מי נפגע אנחנו יודעים ודיברנו על זה. אבל מי נהנה מהחוק? ובעיני זה ההבדל המשמעותי בין החקיקה הזאת לבין תיקון 20. מה היה תיקון 20 שפתאום אנחנו מתגעגעים אליו? גם כשתיקון 20 עבר לא כולנו התלהבנו ממנו. תיקון 20 בא ואמר שיש בעיה של ממשל תאגידי שבעצם מסיטה עושר מבעלי המניות למנהלים. המנהלים מרוויחים יותר מידי ובעלי המניות נפגעים. אפילו לקחו את זה צעד נוסף והעבירו את זה לאישור רוב מהמיעוט שזה לא טריוויאלי כי כאילו קשרו את ידיו של בעל השליטה על בסיס איזה שהיא תזה שיש לו שיקולים זרים וכו'. הרעיון היה שבעלי המניות – נניח שהצלחת לשכנע אותם פה אחד – הם יכולים לתגמל את המנהל כמה שהם רוצים. אבל החוק הזה הולך בכיוון אחר לגמרי, הוא לא מאפשר לבעלי המניות לתגמל. אז למי הוא עוזר? האם הוא יפתור את בעיות השכר במשק? האם החוק הזה יגרום להעלאת השכר של הסקטורים הנמוכים? הוא לא יגרום. כל אחד שיעשה את המתמטיקה יראה את הכשל בטענה שהמכפלה של ה-35 תעלה את השכר של השכבות הנמוכות כדי שהמנהלים ירוויחו יותר. כל אחד שעושה את המתמטיקה ורואה על כמה אנשים זה משפיע למטה וגם אם תעלה למעלה אז תיכנס להשפעה של המיסוי שקונסת אותך בכפל קנס, זה לא יעזור וזה לא יעלה את השכר. אז העובדים למטה השכר שלהם לא ישתפר, למשק זה לא יטיב, לכאורה זה יטיב עם בעלי המניות כי מי הולך ליהנות מזה? אם אתה הולך להוריד את עלויות הניהול, יהנו לכאורה בעלי המניות שכבר היום נהנים מהעדפה של המחוקק, כי להיות בעל שליטה בבנק או בחברת ביטוח זה בסדר אבל להרוויח הרבה כמנהל זה לא בסדר. אז לכאורה הם הולכים ליהנות מהחוק. אבל האמת היא שגם הם לא הולכים ליהנות כי כשאתה יושב עם אנשים ששוקלים לקנות חברת ביטוח בישראל, אחד הדברים שהכי מטרידים אותם זה שלא יאפשרו להם לעשות תוכנית תגמול שבאמת מאפשרת למצות את הפוטנציאל ולתגמל את העובדים בזיקה להצלחה. את זה שמענו כבר ברגולציה הלא חקוקה, של ה-3.5 מיליון ש"ח של המפקחת על הביטוח וישבתי עם חברת ביטוח זרה אחרי החוק הזה, וכשאתה מספר להם על הרגולציה בישראל, הדבר שאולי הכי מזעזע אותם זה העובדה שלא יוכלו ליצור זיקה בין הצלחה של הארגון לתגמול של המנהלים. מה שאומר שבעצם אין תמריצים כלכליים ליצירת זהות אינטרסים בין בעלי המניות למנהלים. לכן אני חושב שזה חוק שיש לו נפגעים אבל אין לו מרוויחים.

יורם עדן

אני רוצה להצביע על כמה תופעות מעניינות. אחד אני חושב

"חוק שכר הבכירים – היום שאחרי: ניהול
הגופים הפיננסיים והשלכות הרחב"

אני חושב שהכללים הם די ברורים, החישוב הוא חישוב
אקטוארי שצופה את הכל, כמו שהרבה פעמים אנחנו לא
עושים הפרשה מלאה כי אנחנו אומרים שאולי חלק מהעובדים
יפרשו ולא יקבלו פיצוי פיטורין, ואני דווקא חושב שב-Q1
אם אני הייתי אחראי על הדוחות הכספיים של הבנקים הייתי
אומר להם תפרישו כאילו כל העובדים פוטרו.

פיני רובין

עצם ההפרשה לא נותנת לך הגנה מלאה.

שלומי שוב

למה היא לא נותנת לך הגנה מלאה?

שרון חנס

כי עומד בן אדם שיש לו זכאות של 7-8 מיליון ש"ח והוא מפחד
שהוא יפסיד את זה וה- upside שלו מאוד מוגבל, מובטח לו
70% פנסיית גישור אם הוא עוזב היום, והוא אומר לעצמו
שהוא כבר לעולם לא ירוויח יותר מ- 2.5 מיליון ויש לו המון
מה להפסיד אם אנחנו טועים בפרשנות והאנשים האלה מאוד
מפחדים.

שלומי שוב

אבל זה דוחות הכספיים של חברה ציבורית. אני מבין שקיים
סיכון קטן מבחינת הכיס האישי.

שרון חנס

מה זה סיכון קטן? תהיה תביעה נגזרת כי לאנשים יש מוטיבציה
לעשות את זה, זה מצטבר ל-40-30 מיליון שקל לפחות בבנק
גדול אז בוודאות כמעט תהיה תביעה נגזרת אז כששואלים

שיש הפרדה בין שווקים. אם אני מסתכל על המגזר הציבורי
בואו ניקח את חברת החשמל. מנכ"ל חברת החשמל אם נשים
אותו לפי השכר שהוא מקבל הוא יהיה בין מקום 2000 למקום
2500 במקבלי השכר וכל שני וחמישי הממונה על השכר מעיר
שהוא מקבל יותר מדי, המשכורת שלו לדעתי היא 60 אלף
שקל עלות מעביד. אני זוכר את הקטעים בבתי הזיקוק עוד
לפני הפיצול שהם היו עוד חברה ממשלתית, שניהם ביחד
היו הכוכבים, מנכ"ל בתי הזיקוק תמיד הופיע בדוח הממונה
על השכר כחריג, הוא קיבל 56 אלף שקל. אני לא חושב שהם
אנשים פחות מוכשרים מהאנשים של המערכת הפיננסית.

פיני רובין

אתה חושב שחברת החשמל מסוגלת לגייס את המנהל הכי
טוב שהיא חושבת לעצמה?

יורם עדן

אתה יכול לשאול גם את עודד שהלך להיות הממונה על בשוק
ההון בשכר נמוך.

פיני רובין

הוא עשה מילואים.

יורם עדן

לכן אני גם מעריך שכל עוד לא יגידו במפורש לא תהיה זליגה,
ואנחנו נראה באמת תופעות אבסורדיות של מנכ"לים של
חברות ציבוריות בינונית יקבלו יותר ממנכ"ל בנק.
דבר שני, אנחנו רואים שאין פרישה המונית. נכון שפרשו שני
בכירים אבל אין פרישה המונית. יכול להיות שגם אנשים
ידביקו לך תווית לא ראויה. זה לא כל כך נעים לפרוש עכשיו
ולחטוף את הזיכרון הזה.

אותי מה הפרשנות אני אומר כמו פני ואז כששואלים אותי אם תהיה תביעה נגזרת אני אומר שאני מצטער אבל כנראה שתהיה תביעה נגזרת זה אומר שהם ייצלו ויטוגנו במשך כמה שנים בתביעה הזאת זה מאוד לא נעים.

פיני רובין

המועד הרלוונטי הוא מועד ההתקשרות. מועד ההתקשרות הוא בתום חצי שנה מכניסת החוק לתוקפו, הוא לא בדוחות הכספיים הנוכחיים זה מאוד בעייתי הנושא הזה.

יוסי רייטן

אי אפשר לפנות לבית הדין לעבודה לפס"ד הצהרתי?

דליה טל

אפשרי בהחלט.

שרון חנס

בית הדין לעבודה זה מעולה לעובד אבל אם תהיה תביעה נגזרת היא לא תהיה לבית הדין לעבודה.

בני לאוטרבך

אני ראש הקתדרה לממשל תאגידי באוניברסיטת בר אילן, ומתעסק בעיקר בצד הכלכלי של ממשל תאגידי.

אני רוצה להפריך את הסברה הלא נכונה שאין קשר בארץ בין שכר לביצועים. לי יש את הנתונים בעשרים שנים האחרונות, ויש קשר מובהק בין שכר המנכ"לים של החברות הציבוריות לביצועי המניות של החברות אותן הם מנהלים. קשר זה אף הולך ומתחזק בשנים האחרונות.

דבר שני, אני חושב שתיקון 20 הצליח – יש ריסון בשכר הבכירים. השכר יורד. לא בטוח שזה כל כך טוב שהוא יורד כי צריך לתת בטה"כ את הפיצוי לכשרון, כלומר אסור לקטום את הכישרון. בכל מקרה, לא ברור לי מדוע צריך רגולציה נוספת, כאשר הרגולציה הקודמת כנראה מצליחה. אולי צריך לתקן ולעדכן את תיקון 20, אבל לא צריך רגולציה חדשה נוספת כמו שהשיתו עכשיו.

דבר שלישי, לפי דעתי, יש מקום לרגולציה של שכר בבנקים. לא במוסדות אחרים אלא בבנקים, כי מנהל בנק שמסתכן עלול לערער את המערכת. יש סיכון סיסטמי אם בנק מתמוטט, ולפי דעתי אחת הדרכים היותר חכמות להגביל את הסיכון של בנק זה דווקא לשלוט בשכר של המנכ"ל שלו.

אמיר ברנע

שכר שלא תלוי בתוצאות?

בני לאוטרבך

אני לא מאמין בשכר שלא תלוי בתוצאות. אבל, יש תמיד את הגבול לתמריצים. מה שקרה בארה"ב הוא שהגבילו את השכר למיליון דולר, ואז בחוכמתם הרבה הוציאו את השכר המשתנה תלוי הביצועים ממגבלת השכר. כתוצאה מכך, החברות התחילו לשלם בעיקר שכר תלוי ביצועים. זה דרבן את המנהלים של הבנקים לקחת סיכונים יותר גדולים שהשפיעו מאוד לרעה בעת המשבר הכלכלי העולמי של 2008. אני אומר שאם יש איזשהו עסק בו קיים היגיון רגולטורי בהגבלת תמריצים, עסק זה הוא הבנקים. אבל, יתכן, למשל, שבמקום רגולציה צריך לתת למנהלי הבנקים אגרות חוב של הבנק במקום חלק מהמניות שנותנים להם.

אמיר ברנע

אנטרופי דיווחה שהיא עומדת מאחורי החקיקה הזו ומגבה אותה והייתי שמח לשמוע מה העמדה של אנטרופי לגבי החוק הזה לאור כל הביקורת שנשמעה כאן.

ענת גואטה

זה מה שנקרא לעשות הבדל בין כותרות בעיתון לבין לקרוא את הדברים במקור. זאת אכן היתה הכותרת של דה-מרקר אבל הכותרת הייתה מצחיקה לדעתי. אנחנו פרסמנו מדיניות הצבעה ומה שכתבנו במדיניות ההצבעה בנושא של השכר זה שאנחנו מאמצים את הוראות החוק והחברות גם מאמצות את הוראות החוק, הם לא יגיעו לאסיפה הכללית בלי שיהיה להם אישור מהיועץ המשפטי שנושאים שעולים לדיון עומדים בהוראות החוק. מה שכן יש שאלה אחת תלויה ומשמעותית וזה מה קורה עם כל המגזרים האחרים שהם לא המגזר הפיננסי, ולגבי כל מה שקורה במגזרים האחרים – לי ברור שהשפעת הרוחב תקרה בטווח הארוך, צריך לזכור שמשקיעים מוסדיים הם מנהלי השקעות אשר פועלים באופן רציונאלי, בתיק השקעות מפוזר שיש בו גם מניות של המגזר הפיננסי וגם מניות של מגזרים אחרים אין היגיון למנהל השקעות שפועל באופן רציונאלי "לדפוק" את החברות שנמצאות במגזר הפיננסי על חשבון מגזרים אחרים. זה מייצר דיסוננס בקבלת החלטות מושכלת של ניהול השקעות. דבר נוסף יש לזכור את הבאנצ'מרק – תעשיית הבאנצ'מרק עד היום הכניסה לא מעט חברות מהמגזר הפיננסי כדי להצדיק שכר לחברות

"חוק שכר הבכירים – היום שאחרי: ניהול
הגופים הפיננסיים והשלכות הרחב"

ענת גואטה

היה לנו דיון מוקדם בעניין ואיך שהחוק כתוב כרגע, כל מה שלא מוערך כהוצאה חזויה במועד אישור ההחלטה ובדירקטוריון והאסיפה הכללית לכאורה הוא אפשרי. אבל פה עולה שאלה מה עושה הדירקטוריון שצריך לאשר בנוס שהיא תלויה תשובה להון למשל שכרגע הוא אמנם לא ריאלי והסיכוי להתממשות היעד הזה הוא קרוב לאפס וההוצאה החזויה היא גם נמוכה, איך הדירקטוריון מאשר תמריץ שהמנהלים ישיגו בסבירות נמוכה. מה הסיכוי שהוא יתבע ביום מסוים בעתיד במידה נניח שאותו תאגיד יכנס למערבולת של התממשות סיכונים? באופן תיאורטי האפשרות הזאת קיימת, איך מטפלים בדילמה הזו, זאת שאלה שאין לי תשובה עליה.

צביקה אקשטיין

היום ה-2.5 לא אפקטיבי ולא יהיה אפקטיבי ב-10 השנים הבאות.

דליה טל

ענת אומרת שבגלל שהחוק משתמש במילים הוצאה חזויה, ואם אתה נותן בונוס שתלוי ביעדים שהם לא חזויים היום שהתוחלת להתקיימותם היא לא גבוהה אתה לא צריך לעשות את ההפרשה הזאת. דה עקא שלפי רוח ההוראות של בנק ישראל (301), לקיחת סיכונים עתידיים שאינם ריאליים, אסורה.

צביקה אקשטיין

אני רוצה לשאול שאלה, אם אני מעל 2.5 יש לי רק מס יותר גדול?

פיני רובין

במדדים מובילים, יהיה מאוד מוזר אם החברות האלה יצאו החוצה באופן מלאכותי.

חוץ מזה, יש בשוק משקיעים מוסדיים שכבר מזמן אימצו תקרות שכר אשר בחלקן יותר נוקשות מהוראות החוק הנוכחיות ואנחנו רואים את זה בהצבעות תגמול שם ההמלצות של אנטרופי כבר לא מקבלות אחוזי תמיכה מאוד גבוהים ויש התפלגות יפה בתוצאות ההצבעה מה שמראה על איזושהי השפעת רוחב שזולגת. אנחנו בתור כלכלנים, בתור אנליסטים שמסתכלים על כל הנושא הזה של השכר מנקודת מבט מאוד כלכלית ואנליטית נצטרך ללמוד ולהטמיע את השפעות הרחב האלה בניתוחים ובהנחות הכלכליות שלנו. בצעד חריג יחסית ויוצא דופן, אנחנו החלטנו שלא ניישם תקרת שכר אחידה ולא יישמנו תקרת שכר עד לרגע שהמחוקק בה ועשה את זה ואנחנו לא נעשה את זה גם לגבי מגזרים אחרים. תוך שאנחנו יושבים בחדר ואני שומעת אתכם, אנחנו חייבים לזכור שכפי שבעולם המוסר יש את המושג הזה שנקרא קריאת השכמה, היו לנו כבר שלוש קריאות השכמה משמעותיות – היה את תיקון 16, היתה קריאת השכמה שניה עם תיקון 20 שהחברות באה והתמרדו שזה יוצר להן בלאגן ועכשיו באה הקריאה השלישית, ויכול להיות שאנחנו לקראת הרביעית ואני חושבת שאנחנו בתור יועצים, בתור אנשים שצריכים לקחת אחריות על מה שקורה במקום לעשות דיון על איך נלחמים מה שקורה כרגע צריך להסתכל על הדברים קצת יותר מלמעלה ולשאול את עצמנו מה אנחנו עושים עם כללי המשחק החדשים האלה שנוצרו ואיך אנחנו מנצחים איתם. בנוגע לזכויות העבר אני אני מאמינה שהמשפטנים ימצאו פתרון, זה נראה לי מאוד טריוויאלי וברור. בתנאים האלה אני חושבת שצריך לחשוב מה עושים כדי שהרכבת הזו תעצור כאן.

שלומי שוב

איך את רואה את התגמול המשתנה? נשמע פה דעה שהיתה הסכמה עליה שעכשיו ייקחו את ה-2.5 מיליון ש"ח במזומן ומהר ולמעשה לא יהיה לנו תגמול משתנה בכלל.

לא. זה היה לפני הדיון האחרון בועדת הכספים. עליה הוסיפו נדבך נוסף שאיננו קשור בכלל לנושא מיסים ואמרו שלא משנה מה אתה לא יכול לשלם שכר שהוא יותר מפי 35 מהשכר הנמוך בחברה.

צביקה אקשטיין

זה הבדל דרמטי בין החוק האמריקאי, בין חוק שנותר קו אחיד לכולם. לכן המשמעות של החוק היא דרמטית שונה בכל מקום אחר בעולם.

כלכלית אף אחד לא יכול לדעת מה החוק הזה יעשה. זה הופך את מדינת ישראל למדינה שבה אסור לאנשים לחלום. אסור לאנשים לחלום. ההיי-טק אצלנו מתקיים בין היתר בגלל שבכל השטחים האחרים לא נותנים לחלום. ואם גיתית ושמוליק עבדו להכניס חברות הייטק לבורסה – תשכחו מזה.

בתור רגולטור לשעבר, אני מוכן לומר חד משמעית, בתקופה שהייתי משנה לנגיד והנגיד היה סטנלי פישר, החוק הזה לא היה עובר. החוק הזה עבר בגלל חולשת הצוות המקצועי מתוך חוסר הבנה בסיסית של מה זה רגולציה. חוסר הבנה בסיסי ששכר המנהלים הוא עתיד. מי שמכיר את המודל הכלכלי, יש את ה- principal agent problem שזה הבעיה שכולכם מכירים, אבל יש גם את המודל של Sherwin Rosen שזה שכר ההיררכיה בתוך המערכת, אם אין היררכיה בתוך המערכת אין מערכת כלכלית. מי שמדבר על להביא תחרות בנקאית במדינת ישראל החוק הזה הרג את החלום הזה.

עודד שריג

יש משפט אחד שחוזרים עליו כל פעם: אחרי שילכו המנהלים האלה יבואו אחרים במקומם. גלומה במשפט הזה התפיסה השגויה שמי שהגיע לראש הפירמידה, הגיע לשם במקרה ולא מפני שהוא טוב.

צביקה אקשטיין

כדאי שתקראו את האבסטרקט ששלח אמיר על מאמרו של יניב גרינשטיין, הממצא המרכזי הוא שישנו talent. אני רוצה להגיד בתור כלכלן עבודה – לזהות את הטאלנט זה לא דבר קל אקונומטרית וזה לא רץ עם הנתון של הרבעון האחרון ושל הרבעון לפני כן. זה אחד הנושאים הכי קשים בתחום הכלכלי זה לזהות את הטאלנט. אבל אם אנחנו אומרים שהעתיד של מדינת ישראל בנושא של אי שוויון זה במקום לעזור לחלשים זה לתת פטישים ענקיים על החזקים והחולמים, אני חושב שהחוק הזה תהיה לו השפעה דרמטית שלילית על ההשקעות במשק, על פיתוח הסקטור העסקי במשק ואם המסר הזה לא

ייצא החוצה זה יהיה חמור מאוד. החוק הזה חייבים לשנות בו את המגבלה הבלתי ניתנת לחריגה. רוצים מס יותר גבוה על תשלום יותר גבוה למנהלים אין בעיה. דרך אגב, אני תמכתי בתיקון 20 אני חושב שהוא היה טוב, הוא הלך לפי קריטריונים בינלאומיים הוא הולך לכיוון נכון, הוא נתן לדירקטוריון אחריות והוא הגיע לשם בגלל שראש הממשלה הזה מנע את אותו חוק שהיה צריך אז לעבור. חייבים לבטל את תקרת המקסימום הזאת. צריך להיות מסע משמעותי של אנשים שאכפת להם משוק ההון הישראלי ומהשקעות במשק ומהתפתחות הסקטור העסקי כדי לשנות את הנושא של מה שקרה לחוק הזה ב-10 דקות האחרונות של ישיבת ועדת הכספים בלי שאף אחד מהאנשים שישבו בחדר הבין את מה שהוא עושה וגם לא ביקשו דקה אחת של מחשבה, לא הנגידה, לא המפקחת על ההון ולא רשות ני"ע. וזה שהקול שלהם לא נשמע זאת מכה קשה למשק הישראלי.

אמיר ברנע

אני מבין שבחוק ישנה התייחסות לנושא ההכרה בהוצאה למס ברמת החברה במתכונת מוזרה של כפילות שכאשר ישנה חריגה מה-2.5 מיליון ש"ח נמנעת הוצאה למס בגובה החריגה כפול שניים. הבעיה שלי היא האם יש חוקי מס דיפרנציאליים לפני ענפים? אם אני משלם 5 מיליון ש"ח משכורת בסקטור התקשורת אז הוצאה מוכרת. כמו שהעובד חייב במס המעביד מקבל את זה כהוצאה מוכרת כי ההוצאה נעשתה לצורך העבודה. אבל לעומת זאת בסקטור הפיננסי יש חוקי מס אחרים? אני לא מבין את הסיפור הזה. האם הדיפרנציאציה בחוקי המס היא קבילה או שהמס הוא אוניברסאלי?

עודד שריג

התשובה היא כן יש חקיקה דיפרנציאלית. בתחום הפיננסים יש חקיקה דיפרנציאלית. המס על הכסף הזה יוצא למעלה מ-100%. זה 36% כפול 2 פלוס המס על השכר האישי זה למעלה מ-100%.

פיני רובין

יש דוגמא מצטערת אחרת למגזר המיסויי הספציפי שהוא מס על הגז. המס על הגז שעבר גם את בג"ץ הפך להיות חוקתי, יש היום במדינת ישראל מס סקטוריאלי על גז.

אמיר ברנע

אבל זה מקביל לתמלוגים באיזושהי דרך.

"חוק שכר הבכירים – היום שאחרי: ניהול
הגופים הפיננסיים והשלכות הרחב"

פיני רובין

חוק רע כגזרת שמיים. היה שם מהלך מהיר ושטחי לחלוטין ללא הבנת עומק של ההשלכות. לא יודעים מה יהיה? תראו מי יושב כאן, זה המסר שאנחנו מוציאים לכספי הפנסיה, הביטוח ולמערכת הבנקאית? נחכה לראות מה המהלך הפוליטי הזה ומה יהיו ההשלכות? בקיצור, הקריאה היא שצריכים לעשות כלול, כל אחד במגרש שלו.

גל סטאל

בראית מאקרו אני לא מבין מה זה כל הקוטריה הזאת, בסוף החוק הזה עשה רק טוב למרות שאני הייתי נגד החוק ודעתי נגד החוק. מי שאשם שהחוק הזה יצא זה רק אתם. היה תיקון 20, נלחמו בו בחורמה ולא הבינו את הכיוון של השוק הפוליטי, כל החברות הציבוריות ניסו למצוא כל מיני דרכים לקחת שכר מפה ולקחת שכר כזה. התקשורת ניסתה להלחם בזה ובסוף אנחנו תמיד אמרנו שהיה ברור שהמחוקק יוריד פטיש 5 קילו על השוק הזה בלי להסתכל ימינה ושמאלה לא בצורה עדינה אלא בצורה גסה. וזה היה ברור שזה יגיע לשם וזה ברור שזה יגיע למגזרים הלא פיננסיים. השוק מבולבל, הגופים המוסדיים לא יודעים מה לעשות. הדח"צים שיושבים בועדות השקעה של גופים מוסדיים לא יודעים איך להצביע על השכר, באים ושואלים אותנו מה אנחנו צריכים לעשות, הדבר היחיד שהחוק עשה זה שכולם יודעים מה הכיוון.

נטלי ג'ייקובס

גם בסין כולם יודעים. אנחנו שמים את עצמנו יחד עם משטרים טוטליטריים וזה לא המקום.

שלומי שוב

עדי אתה מודאג ממה שיקרה למערכת הבנקאית בתור איש שוק ההון?

עדי סקוב

נטלי ג'ייקובס

דווקא כמשפטנים מה שחטר לנו כאן זה ה- checks and balances מול החקיקה הפוליטית. היה כאן מהלך פוליטי שניזון מכל מיני דעות פוליטיות, קרה מהר, קרה שטחי, ואת ההשלכות אנחנו קוראים עכשיו בעיתונים כל ההתפתחויות שהיו ויהיו. כמי שמייצגת בנקים וגופים מוסדיים, הדאגה היא שבעלי הניסיון והשיער הלבן ילכו מהמערכת דווקא בשעה שיש אתגרים רגולטורים מטרופים – הלימות הון, הלימות הון בחו"ל, באזל 3, באזל 4, סולבנסי 2, ואנחנו מתמודדים עם קשיים להם הנסיון והכישורן הם הנחוצים. כמי שמלווה מוסדיים, זאת הדאגה – שהשדרה הניהולית הולכת הביתה משיקולים לגיטימיים.

גברת כהן מחדרה שהכסף שלה יושב בפיקדונות בבנקים, היציבות של הבנקים חשובה לה והיא רוצה שמי שמנהל את הבנקים יהיה הטאלנט הכי טוב בארץ בתחום הבנקאות, ושלא ילך לעבוד בקרן גידור בחו"ל.

יש לנו מודלים בחו"ל וראינו איך התמודדו שם עם המשבר, מיעוטם של בעלי הניסיון הלך הביתה, כי אלו בדיוק האנשים שנכון שיישארו במערכת כאשר יש אתגרים. אתה לא רוצה שהאנשים הכי טובים האלה יתפטרו היום. איך אפשר לחשוב לטווח כל כך קצר ושטחי ואיפה כל ה- checks and balances?

מדובר פה רבות על הפיקוח על הבנקים, מדובר פה על הרגולטורים, אני מדברת על בתי המשפט, על המערכות המרסנות לכוח הפוליטי, עליהן לומדים בשיעורים הראשונים של משפטים, איך אתה מרסן מערכת חקיקה? כל אלה צריכים לעשות את העבודה שלהם. מאוד מפחיד אותי שאנחנו מקבלים

נהפוך הוא, אני חושב שבעלי מניות הבנקים ייהנו מזה. אם החוק יתקדם, ויעבור את בג"ץ כמו שהוא עכשיו, הנהלות הבנקים יוכלו למנף את העובדה שהבכירים מורידים 40%-60% משכרם, אם הם יצליחו להוריד אחוז אחד מהשכר הממוצע, זה יותר כסף מכל החסכון של המנהלים הבכירים.

שלומי שוב

זה יותר השפעה מיידית אבל מה עם ההשפעה ארוכת הטווח של תמרוץ המנהלים ושל הישגיות?

עדי סקוב

אני עדיין לא בטוח עד כמה זאת בעיה, נכון שתהיה פגיעה בתמרוץ אבל אני חושב שעדיין 2.5 מיליון ש"ח לאדם הממוצע זה הרבה.

פיני רובין

הוא לא צריך להיות אדם ממוצע אלא מוכשר

עדי סקוב

אני חושב שהכוונה הכללית של צמצום הפערים היא נכונה ערכית וחשובה, אך הליך החקיקה נעשה בחופזה ולא נתנו את הדעת על מספר נקודות חשובות. בגדול, אני חושב שיהיה אפשר למנף את המהלך ולהוריד את סך הוצאות השכר, כולם יודעים שבמערכת הבנקאית יש עודף עלויות מכביד מאוד. מתוך עשרות אלפי העובדים בבנקים יימצאו די והותר מוכשרים שיסכימו לעבוד בתקרת השכר החדשה.

אבי לוי

אני חושב שמי שתומך בחוק הזה לא צריך להחיל אותו רק על הסקטור הפיננסי, אם החוק הזה נכון אז בואו נחיל אותו על כל החברות הציבוריות במשק. אולם גם מצדדי החוק מבינים שאם נחיל אותו על כל החברות הציבוריות אזי הנזק שיגרם החוק יעלה בהרבה על התועלת. אז החילו את החוק על המגזר הפיננסי כי זה קל וזו אופנה לשנוא ולהכות במערכת הפיננסית. אם חשוב לך לייצר כישרונות וחשוב לך שהכישרונות יהיו במערכת הציבורית ושכל המשק ייהנה ושלא ילכו למערכת הפרטית אזי צריך לתגמל. אני חושב שחלק גדול מהמנהלים ברגע שתבוא ותגיד להם שאתה מוגבל - אין לך אופציות, אין לך תגמול ואם האנשים באמת חושבים שהם מוכשרים אזי הם עלולים לא להמשיך. המנהלים האלה עושים הרבה טוב לכלל

המשק, מי שמחזיק בחברות ציבוריות זה קופות גמל, קרנות נאמנות וכלל המשק. מנהלים טובים עושים טוב לכלל המשק, וצריכים להיות מתוגמלים בהתאם לתוצאות אחרת הם יקומו, ילכו ויקימו גוף פרטי קטן. אז נורא נחמד לי לנהל חברה כזו גדולה אבל אני גם מתוגמל, ואם אני לא אהיה מתוגמל אז עם כל הכבוד לחברה הציבורית הגדולה שאני מנהל וטוב לי ונעים לי ויש את התחושה שאתה מנהל משהו גדול ועוצמתי, אבל אין לי ספק שאם לא הייתי מתוגמל הייתי אומר תודה רבה והולך ומקים פרטי. אז בסדר, היה בא אחר במקומי וגם הוא לא היה מתוגמל ויבוא אחר במקומו וגם הוא לא יהיה מתוגמל. וכשהוא יחשוב שהוא באמת כשרון ובאמת מוצלח ולא מתוגמל גם הוא יקום ויעזוב ומה יקרה? כל מנהלי חברות ההיי-טק שזה טאלנט, זה כישרון, כל החברה שממציאים ומביאים את כל הרעיונות, עכשיו יש כתבות בערוץ 10 שהם הולכים לאירלנד וללונדון. מי מהם ירצה להצטרף למערכת החברות הציבוריות בישראל? החברה הטובה והמוכשרים האלה הם שמושכים את כל המשק למעלה. אם אתם חושבים שהחוק הזה יגרם שהשכר למטה יעלה? אזי טעות, לא יעלו את השכר למטה להפך השכר של הדרגים שמתחת ירד גם הוא. צריך לתגמל את המוכשרים, צריך לעודד את המוכשרים כמו שבספורט, צריך לתמוך ולעודד את הכישרונות, זה נכון לעשות ספורט לעם, אבל אם לא נדאג להכשיר את המוכשרים, המוצלחים והטובים ביותר לא יתפתח הספורט בישראל, תראו מה שקרה בטניס, ללא אנדי רם ומנסדורף הטניס לא היה נראה כמו שהוא כיום, איך היה נראה הכדורסל בישראל ללא טל ברודי ומיקי ברקוביץ. הם מושכים את הציבור למעלה ולא זה שתוריד את המשכורות לכולם. כי בסופו של דבר אנשים צריכים לדעת שהם מתוגמלים ולא מתוסכלים. היום הם נמצאים בחברות הציבוריות וטוב שהם בחברות ציבוריות.

שלומי שוב

שי אתה תלך להיי-טק לאור מה שאבי אומר?

שי קומפל

אני רחוק מהתקרה אז פחות רלוונטי אלי במישור האישי.

אמיר ברנע

ישנו עניין לשמר מנהלים לא רק בגלל הכישרון אלא גם למנוע דליפת סודות למתחרים. הרי אם המנהל ינוע מחברה לחברה ללא הפסד זכויות כי נעדרת תכנית תמרוץ שמקנה כדאיות להישאר בחברה לאורך זמן, אין אפשרות לשמר סודות מסחריים, אסטרטגיה וכד'.

"חוק שכר הבכירים – היום שאחרי: ניהול
הגופים הפיננסיים והשלכות הרוחב"

שלומי שוב

אתם חוששים מבריחה של מוחות מהסקטור הפיננסי?

שי קומפל

אני חושב שבענף הביטוח זה פחות קריטי מאשר בבנקים.
אפשר לספור על כך יד אחת את מי שהחוק רלוונטי אליהם.
יכול להיות שזה ישפיע בעיקר על מנכ"לים.

ארנון רצ'קובסקי

אני חושש מאוד. עד עכשיו דיברנו על המגזר הפיננסי, תהיה
פה זליגה ואין לי שום ספק שתהיה פה זליגה. הזליגה עלולה
להיות בשני מישורים. מישור אחד זה מקרין על החברות
הציבוריות גם אם לא תהיה חקיקה ואני לא בטוח שלא תהיה
חקיקה בכיוון הזה אין לי ספק שזה יקרין לחברות הציבוריות,
רשות לני"ע יוצאת מגדרה היום כדי לגייס חברות חדשות,
מי ילך לשם בכלל? החברות הפרטיות הטובות ילכו ללונדון.
הזליגה השניה קשורה למה שאמיר אמר, אין שיעורי מס
דיפרנציאלים זה רק שאלה של זמן שמס הכנסה יתאהב ברעיון
ויחיל על כל המשק ואני מאוד חושש שהדבר הזה יקרה.

אילן פלטר

אין ספק שהחוק הוא חוק אומלל גם במהות וגם בדרך שבו
הוא חוקק, על גבול החוסר חוקיות בדרך שבה הוא חוקק.
מדברים על הלקחים של תיקון 20, תיקון 20 במהות לא נועד
להקטין שכר, המהות היתה הדרך בה מאשרים את השכר
ובמהות הוא הצליח בצורה משמעותית. ההתנגדות העיקרית
שלנו לתיקון 20 היתה לרוב בקרב המיעוט, אבל לא לתהליך
של ועדת התגמול והעבודה המקצועית שלה.

אין לי ספק שיהיה לזה השלכות רוחב על החברות הציבוריות
גם אם לא יחוקק החוק שמרחיב את זה, כאשר השלכות הרוחב

העיקרית תהיה הקטנת המוטיבציה להיות חברה ציבורית
מעבר למצב היום. גם חברות חדשות שלא ירצו להגיע וגם
חברות קיימות שיגבירו את המוטיבציה שלהן להימחק
מהבורסה שקיימת כבר היום. אני מזכיר 30-40 חברות בשנה
נמחקות מהבורסה. 0-2 מגיעות לבורסה, המצב רק יילך
להחמיר. הכלכלה ממשיכה לפעול, אנשים ימשיכו להרוויח
אבל במסגרת הציבורית אלא במסגרות אחרות וזה הנזק
העיקרי שהחוק הזה יגרום מבחינת השלכות הרוחב שלו. אני
מקווה שיגיע יום שהוא יבוטל, אני לא יודע אם זה יהיה דרך
הבג"ץ או דרך דרכים אחרות אבל בסופו של דבר הוא יבוטל
כי זה חוק לא הגיוני, חוק מטופש ויוצר מצבים אבסורדים בין
פיננסיות ללא פיננסיות.

שלומי שוב

גל, עדיף להיות יועץ? יש לי חבר שהיה יועץ ועכשיו הוא מנכ"ל
של חברה ציבורית והוא אומר לי שכל השנים חיכה להיות
מנכ"ל של חברה ציבורית ועד שהגיעה הקדנציה שלו הוא
מקבל פחות מאשר היה יועץ.

גל עמית

אתה מקשיב פה לשיח וזה לא טוב אם מהפורום הזה ייצא רק
הקול של נטלי, מצד שני גל וענת ניסו להגיד שקורה משהו. יש
פה בעיה, אבי צודק ב-100%. גם אני התלבטתי אם להגיד או
לא להגיד כי אז יגידו שכתוב בעיתון שהוא מרוויח ככה וככה.
יש פה בעיה, כולנו חושבים שזה חוק הזוי. יכול להיות שאם
היו עושים 3.5 מיליון ש"ח ולא 2.5 מיליון ש"ח אז יכול להיות
שזה היה עובר, אבל אם לא יהיה פה מסר. אני גם יכול לראות
מקומות של ענפים שהניהול שלהם הרוויח 7-8 מיליון ש"ח
והיו אנשים מעולים שניהלו אותם גם ב-3.5 מיליון ש"ח.

שלומי שוב

יש גם דברים חיוביים לשיח הזה, להסתכלות על העובדים הזוטרים על עובדי הקבלן.

גל עמית

אנחנו השבעים והעשירים אם המסר ייצא רק מה שאת אמרת זה עוד פעם עורכי הדין צמרת מגנים על הלקוחות שלהם.

נטלי ג'ייקובס

כשמעבירים חוק כזה השיקולים הם שיקולי עומק וההשלכות לטווח ארוך ולטווח קצר, לא היה הדיון הזה.

גל עמית

צריך להבין את המלחמה הגדולה של הסוציאליסטים נגד הקפיטליסטים ולהפסיק לצאת מכל הוראה רגולטורים עם התקפות עליהם חסרות שחר ואמירות קיצוניות, וגם הפוך צריך להפסיק. זה מה שמלהיט את הרוחות וזה גורם רק להגדיל את הקצוות או מצד אחד שכר גבוה או מצד אחד רגולציה גדולה. צריך להפסיק לצעוק בצעקה כזאת גדולה.

צבי סטפק

השאלה היא, החוק הזה איזה בעיה הוא בא לפתור? האם הוא בא לפתור בעיה אמיתית של חוסר שוויון בחברה הישראלית או בעיה של נראות? ברור שהוא פותר בעיה של נראות ולא בעיה של אי שוויון כי בעיה של אי שוויון צריך לטפל בה בדרכים הרבה יותר מורכבות ואחת הדרכים המתבקשות לדעתי זה לעלות את שכר המינימום. אני לא נבהל מקריאות שבר של התעשיינים שחצי מהמפעלים יפשטו רגל, אמרו את זה גם כשעמיר פרץ הציע לעלות את השכר לפני עשור כמעט. הדרך הנכונה היא לעלות שכר מינימום וזה מה שעשינו אצלנו בחברה מזמן כבר.

סוגיית העובדים בבנקים- אני לא משפטן אבל יש דברים שהם כל כך מנוגדים לשכל הישר, אמנם בית משפט לא תמיד פוסק לפי השכל הישר, אבל קשה לי לראות מצב שזכויות של העובדים יפגעו אז אני רגוע בעניין הזה.

הדבר האחרון האופטימי שאני מוצא בדבר הזה, זה שהחוק הזה כל כך קיצוני שזה רק שאלה של זמן שהוא יבוטל. החיים לימדו אותי שכל רגולציה שהולכת לכיוון קיצוני מאוד בסוף לא רק שהיא לא חוזרת לאותו מקום שהיתה היא מטוטלת נעה לכיוון ההפוך וברגע שיתברר היקף הנזק לא יחזרו למצב קדם החוק אלא למצב עוד יותר קיצוני בכיוון השני, זה הדבר היחיד האופטימי שאני יכול להגיד.

אסף סגל

המטוטלת הזאת מאוד מסוכנת. היה כיוון אחד ועכשיו זה הולך לכיוון שני, התפקידים גם של המוסדיים ובעיקר של אנטרופי זה לדאוג לטובתה של החברה ולטובתם של בעלי המניות מקרב הציבור, בהתאמה ולא ליישר קו עם החוק הזה באותם סקטורים עליהם איננו חל. יישום החוק גם על תאגידים ריאליים משמעו אמירה מפורשת שהחוק טוב, אך להגיד שיש טאלנט מספיק טוב להרוויח 2.5 מיליון ש"ח בסקטור אחר זה למעשה לציין כי החוק איננו בהכרח לטובת החברה ובעלי מניותה. חשוב מאוד, בכל אותם מקרים עליהם החוק איננו חל, לפעול לקבלת החלטות מיטביות עבור החברה ובעלי מניותה הלכה למעשה ולא ליפול למשחק הפוליטי הפופוליסטי. עם זאת, חשוב לי לציין כי תפקידם של אילו שהזכרתי איננה להניח למטוטלת ליטות שוב לכיוון הקודם, אלא להוות שחקן מאזן בשוק ההון.

אמיר ברנע

אני מניח שבעתיד הנראה לעין נקנה שירותי ניהול או שירותים מקצועיים במיקור חוץ, על זה אין מגבלה. אם לא של המנהל הרי של צוות העובדים הבכיר: חשב, מנהל סיכונים, משווק ראשי וכו'.

פיני רובין

יש מגבלה כי מנכ"ל של בנק לא יכול להיות מיקור חוץ.

אמיר ברנע

תודה רבה לכולם.

כורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"פרשת אורבנקרופ:
הלכחים של שוק ההון
וההשלכות על המשך
הנפקת האג"ח של חברות
הנדל"ן האמריקאיות"

תאריך המפגש: 6 ביוני 2016.

נושא המפגש: "פרשת אורבנקרופ: הלכחים של שוק ההון וההשלכות על המשך הנפקות האג"ח של חברות הנדל"ן האמריקאיות".

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש יוני 2016.

אורחים שנכחו בדיון: דני ירדני (סמנכ"ל השקעות, אלטשולר שחם), ארנון שגב (עו"ד), ענת לוין (משנה למנכ"ל, כלל ביטוח), חן מדר, רם דגן (לאומי פרטנרס), רונן גלס (דיסקונט חיתום והנפקות), לירון הראל (ילין לפידות), רפי ליפא (Victory Consulting Group), אלי לוי (מנכ"ל, MORE קרנות נאמנות), ירון מוזס (פועלים אי.בי.אי), ערן קלינסקי (מנהל השקעות אג"ח, השקעות עמיתים, הפניקס), עו"ד איה יופה (גרוס חודק ושות'), איציק מורוביץ (EY), יניב סילן (IBI), עו"ד רות פרנצ'יק (הפניקס).

נוכחים: שלומי שוב, אמיר ברנע, רקפת שני, גל עמית (Victory Consulting Group), חופית גוטסדינר (BDO זיו האפט), דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), רונן מנשס (EY), אודי גרינברג (BDO), לילי אילון, דני ויטאן (KPMG), הדר נאות ודגנית דניאל (כנ"ר), עדי סקופ (IBI), נדב שטיינברג (בנק ישראל), נבו ברנר (תעשייה אווירית), דויד וליאנו (Deloitte), גיא טביביאן (Deloitte), עמנואל אבנר (definance), שי נבו (לאומי פרטנרס), עו"ד גיא גיסין (בעל התפקיד של חברת אורבנקרופ), יוסי בנאלטבט (המוסד לסקירת עמיתים), איתי גוטליב (EY), אלי אלעל, דן אבנון (מנכ"ל משותף, הרמטיק נאמנות), עופר עמיר (S&P מעלות), אייל עברון (S&P מעלות), נטלי ג'ייקובס (הרצוג פוקס נאמן), אמיר סוראיה (MGI), אבי זיגלמן (בנק מזרחי), אילן פלטו (איגוד החברות הציבוריות), רני שחם, רותי דהן-פורטנוי, חן שרייבר, משה גדנסקי (קבוצת נץ), שי קומפל (מנורה מבטחים), אפרת טולקובסקי (הבינתחומי הרצליה), חיים קידר (בן גוריון), עו"ד חן מדר.

צוות מקצועי: רעות קליימן, לידור רזנצוויג ועמרי כהן.

יודעים שבעסקי נדל"ן יש חשיבות לביצוע עסקאות על ידי אנשי עסקים מקומיים או לפחות שותף מקומי. על רקע זאת, עולה השאלה כיצד רואי החשבון רוכשים מיומנות ויכולת לבצע ביקורת שכוללת מן הסתם גם ביקורת על הערכות השווי. כשאנחנו מסתכלים על שוק ההון, גם אם ננטרל את הסיפור הנקודתי עכשיו של אקסטל, אנחנו רואים שהתשובות של האג"ח של החברות האמריקאיות גבוהות יותר בצורה משמעותית מהתשובות המקובלות. זאת אומרת ששוק ההון נותן להן מקדם סיכון נוסף. אני מניח שבדיון יעלה ממה נובע הסיכון הזה – מן הסתם יש פה גם עניין של חוסר היכרות עם בעלי השליטה.

מעל הכל, מרחפת השאלה עד כמה באמת אורבנקורפ היא מקרה חריג שאנחנו צריכים לשים אותו בצד ולהסתכל עליו כאיזושהי תאונה או האם צריכות להיות לו השלכות רחבתיות יותר על השוק. ובכלל אולי אנחנו צריכים לשאול את עצמנו על המודל הבסיסי, שכולנו גדלנו לתוכו, של אג"ח Corporate בחברות נדל"ן – הדינמיות הזאת בין חברת נדל"ן לחברת החזקה, אנחנו כולנו יודעים שזה עניין מאוד גבולי ובמידה מסוימת אתה יכול להתחיל לחברת נדל"ן ותוך כמה שנים להפוך להיות חברת החזקה. זה מה שנמצא אצלנו הבוקר על השולחן בדיון.

חשוב לציין, כדי שלא יובן אחרת, שאנחנו לא נמצאים פה היום באיזושהי ועדת חקירה של אורבנקורפ. אנחנו לוקחים את המקרה כבסיס לדיון איך צריך להתנהל קדימה ומה הולך וצריך להיות בעתיד. גל עמית, שעומד מאחורי חלק גדול מההנפקות הזרות, יציג איך הוא רואה את הדברים.

אמיר ברנע

אני מנוע מלהתייחס פרטנית לנושא אורבנקורפ משום שהגשתי חוות דעת בתביעה ייצוגית נגדה ונגד בעל השליטה בה.

גל עמית

אני אנסה לעשות את הפתיחה לא כ"התנצחות" ולא כה"אמריקאיות" יותר טובות מה"ישראליות", אלא להתאים אותה לפורום האקדמי שאנחנו נמצאים בו ולנסות להסתכל על זה כעל תופעה בשוק ההון הישראלי ולהתייחס לכל מיני סוגיות שעולות בהשוואה בין החברות הללו לחברות אחרות "רגילות". כמובן שאתייחס לאירוע אורבנקורפ והאם יש לזה בכלל משמעות.

הסיפור של ההנפקות של מה שאנחנו קוראים "חברות אמריקאיות" (מונח שאנחנו מנסים להוציא מהז'רגון כי אנחנו פשוט טוענים שאין דבר כזה. יש הרבה חברות שאנחנו קוראים להן "ישראליות" אבל הן אמריקאיות או אירופאיות וכו')

בוקר טוב, אנו רוצים לדבר היום על המשך ההנפקות של חברות הנדל"ן האמריקאיות, כשהרקע לדיון הוא פרשת אורבנקורפ. מדובר אמנם בחברה קנדית אך יש לפרשה הזאת השלכות כבדות משקל כשאנחנו רואים שההנפקות הזרות נעצרות, לפחות לעת עתה. מדובר בחברה שהתאדתה זמן קצר לאחר ההנפקה. ועולות מספר שאלות. אנחנו רוצים לקחת הדיון הזה ולהסתכל קדימה על ההשלכות – מה ניתן ללמוד מן הפרשה הזאת. יש גם ברקע את הסיפור של אקסטל, שהוא אמנם מגיע מכיוון אחר – מחירי דירות היוקרה ומהות עסקית אולי שונה שיש לה השלכות כבדות משקל על מהות האג"ח ואופיית תמחור. יש לנו פה על השולחן היום כמה דברים עיקריים: קודם כל, המודל המימוני של ההנפקות האלו. ההשוואה שלו למודל שאנחנו מכירים מהחברות שאנחנו קוראים להן "הישראליות" שמשקיעות בחו"ל. כמה באמת המודל הזה של חוב בנקאי ברמת כל נכס ואג"ח Corporate ברמת החברה הוא מודל נכון? מהי סביבת הסיכון? האם הפיזור בין הנכסים יכול לפצות על העובדה שמדובר פה למעשה בסוג של חברת החזקה? גם כשאנחנו מנטרלים את הנושא של "ישראלי" מול "זר" אז גם אם חברת נדל"ן ישראלית מנפיקה אג"ח ולא כל הנכסים שלה משועבדים, אז בהחלט יכול להיות מצב שעם השנים היא תגייס מימון בנקאי ותגיע למצב שהיא משעבדת את האחזקות שלה ואז למעשה אנחנו בסיטואציה של חברת החזקה שחוב – Corporate דומה ל-Mezzanine, אם אני מנטרל את נושא הפיזור. עולות כאן שאלות של ממשל תאגידי בגופים האלה אם אנחנו כבר עושים את ההשוואה לחברות נדל"ן החזקה ישראליות.

בעקבות פרשת אורבנקורפ, עולה למבחן גם הנושא של המודל המשפטי. יושב פה גיא גיסין שהוא בעל תפקיד בסיפור של אורבנקורפ ונשמע ממנו איך המודל המשפטי שהותווה אכן עובד בשעת מבחן.

אין ספק שיש פה השלכות גם לעניין הדירוג, דיברנו על זה בעבר בפורום, הפער, הארביטר' הזה בין סולם דירוג גלובלי לסולם דירוג מקומי – אין ספק שההנפקות האלו נהנות מהארביטראז' הזה, אבל זה כנראה לא העיקר, יש רוח גבית אבל היא כנראה לא הכול.

ההתרסקות הזו של אורבנקורפ מעלה שאלה בראייה יותר רחבה של שוק ההון, עד כמה המנגנונים שלנו בשוק ההון יכולים או יודעים לעצור בעלי שליטה שהם לכאורה נוכלים? זה נוגע לכל השרשרת: חתמים, חברות דירוג, ביקורת (ראיית חשבון) בדגש על נכסים שנמצאים בחו"ל. בין היתר נשאל גם את השאלה – איך עושים ביקורת? מה היכולת של רואה חשבון מבקר בישראל לבצע ביקורת על נכסים שנמצאים בחו"ל? הרי הדרישה המינימלית היא כי מעריך השווי יהיה מקומי וכן כולנו

"פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון
והשלכות על המשך הנפקות האג"ח של
חברות הנדל"ן האמריקאיות"

בינלאומית שמומן באג"חים בישראל לא עזר לשרידות שלהם. אז על רקע התופעה שמגייסים אג"חים לחברות ישראליות שמסקיעות בעצמן בחו"ל וראינו כמה מהלכים כאלה שנגמרו לא טוב כאמור, או שמצטרפות לשחקן זה, אמרנו לעצמנו "בוא נביא את השחקן הזה ונגייס לו אג"ח בישראל". ככה זה התחיל - רעיון פשוט. אבל כיוון שאנחנו אנשים לומדים, ונניח בצד את הציניות ("לחתמים וליועצים לא אכפת הם רק מקבלים עמלות"), ונבין שאנשים חוץ מלהרוויח כסף מנסים לעשות משהו חיובי לסביבה שהם נמצאים בה - אמרנו בואו נסתכל על אותן תופעות ולקיימים שיש לנו בשוק החוב הישראלי ונסה ללמוד ולשפר כי ממילא אנחנו יוצרים משהו חדש.

אני מחזיר אותנו צעד אחורה, לקחתי את ADO בתור דוגמה רק כדי להזכיר לנו מה זה אג"ח Corporate קלאסי בחברת נדל"ן. בחברות הישראליות היום כבר קשה למצוא את זה. שוק החוב הישראלי פינק אותן כבר כל כך הרבה שאתה כבר לא מוצא את המודלים הקלאסיים שהאג"ח יושב למעלה בשכבה דקה יחסית. אז מה זה חברת אג"ח קונצרניות מדורגות קלאסית בנדל"ן? יש לנו נכסים או חברות נכס זה לא משנה, ויש לנו חוב בנקאי ברמת הנכס. בהנחה שיש לי pool מאוד גדול של נכסים ו-LTV כולל סביר נשאר לי מקום לגייס אג"ח Corporate ברמת החברה למעלה. ADO זה מבנה קצת שונה בגלל החברה בלוקסנבורג אבל זה לא משנה את המהות. אם זו הייתה חברה ישראלית ככל הנראה לא הייתה לנו חברת חיץ ולא היו לנו חברות נכס - היו לנו את הקניונים או בנייני משרדים והיה לנו חוב בנקאי. החוב הבנקאי בשעבוד ראשון בעצם יוצר לנו "גן סגור" מסביב לנכס הנדל"ן ואז יש לנו את התזרים השיוירי שעולה למעלה והאקוויטי ברמת הנכסים שתומך באג"ח. משהו מאוד בסיסי. אני רק מזכיר מה זה אג"ח Corporate בנדל"ן - נכסים, בנקים ולמעלה ב-Corporate אג"ח. במודל הקלאסי חייבים שלמטה המנוף לא יהיה גדול מדי ושהאג"ח ב-Corporate יהיה בהיקף יחסית קטן. זה המודל הקלאסי הישן שאותו הכרנו לפני שהעולם קצת השתנה בישראל.

נחזור ל"אמריקאיות" - אחרי שהתחלנו עם אותו רעיון נחמד

התחיל בשנת 2007 עם חברה בשם דה לסר, חברה שעברה אתנו גם את המשבר של 2008 בהצלחה, בלי שקרה לה כלום חוץ מעליה זמנית בתשואות ביחד עם כל השוק. אחרי שסיימנו את ההנפקה הזאת התחלנו להתבונן ולחשוב מה בעצם עשינו. אני הרבה שנים בשוק וכמו רבים פה, מלווה הנפקות של אג"ח קונצרניות ועברתי את מזרח אירופה ואת ארה"ב ואת גרמניה ואתה חי ליד התופעה הזאת של אג"ח קונצרניות כתופעה רחבה ואז אתה עושה משהו קצת שונה אבל בעצם מאוד דומה וזה מעורר אותך לנתח לעומק את מהות המכשיר של האג"ח הקונצרני.

לצורך ההמחשה לקחתי פה דוגמה קטנה, ואני מעדיף להשתמש בדוגמאות של חברות חזקות וטובות כדי שלא יהיה פה מצב שאני אומר חס וחלילה משהו ניטרלי על חברה ספציפית שעשוי להתפרש באופן שלילי.

ביג, שחקן ה-shopping center הגדול בישראל, החליטו שיששראל קטנה עליהם וקיבלו החלטה אסטרטגית להיכנס לארה"ב, לכן, בתור אנשים אחראיים, הם אמרו 'אנחנו לא מספיק מבינים במרכזים מסחריים בארה"ב' וחברו לאחד הענקים האמריקאים בתחום המרכזים המסחריים שנקרא קימקו. מטבע הדברים, קימקו, עם כל הכבוד לביג ישראל, לקחו דמי ניהול וכל מיני תשלומים נוספים. אם אני אלך אחורה לאפריקה ישראל או לתשובה הרעיון דומה, ואני לא מדבר אחרי שהם בנו לעצמם מנגנון. הרעיון הפשוט שאתו התחלנו את ההנפקות של החברות האמריקאיות אמר: 'מה ההיגיון שכספי החיסכון טווח ארוך יועמד כהלוואות על המאזן של חברות ישראליות, על מנת שהן תלכנה ותשקענה אותו אצל שחקן זר?' עקרונית היה הרבה יותר טוב בדוגמה עם ביג שקימקו, אם אני מתעלם רגע מזה שלא מכירים אותם בארץ - נדבר על זה בהמשך, הייתה באה לפה ומגייסת אגרות חוב. ככה הכל התחיל בתור רעיון מאוד פשוט.

תסתכלו ותחשבו כמה נפילות היו לנו כבר של חברות ישראליות שהשקיעו בחו"ל: הקבוצה של מוטי זיסר, כלכלית, אפריקה, IDB שאני לא יודע אם נפלה בגלל זה או לא אבל בטח ההפסדים שלהם בוגאס והניסיון שלהם להשקיע בבנקאות

Corporate, נכון הם לא משתמשים בהן כל כך למימון. עוד יתרון שפה זה קטן ובארה"ב בשביל לעשות הנפקה של 100-300 מיליון דולר באג"ח זה לא מעניין וגם באירופה הנפקה של 50 מיליון דולר זה לא מעניין. אז יש את העניין של הגודל פה שאפשר לעשות יותר קטן. אבל העיקר - הם לא רגילים לחשיבה הזו של Corporate בנדל"ן לצרכי מימון. כל מה שבנאדם שרוצה למנף את ההחזקות שלו יכול לעשות זה לקחת הלוואה אישית וזה כמובן לא מעשי.

רותי דהן

גל, אבל מה זה "הם לא רגילים"? הרי בחברות נדל"ן מאוד גדולות יש את זה.

גל עמית

אבל רק ממש בגדולות וגם אז בגלל מיסוי זה לא ממש מעשי (חוץ במבנה של ריט).

רותי דהן

בסדר, אז זה לא עניין של הבנה זה רק עניין של גישה לשוק ההון. מי יכול לגשת לשוק ההון.

גל עמית

מה זה "גישה לשוק ההון"? יש לנו לקוחות ששווים מיליארדים ותאורטית הם יכולים אבל פרקטית שיטת המימון באג"ח לא קיימת. זה לא מעשי ללכת לשוק ההון האמריקאי. הם צריכים להעביר את ההחזקות לריט ויש לזה המון השלכות נוספות, כולל דילול דרמטי בשיעור ההחזקה בנכסים.

אמיר ברנע

אפשר להנפיק אג"ח מזנין בחברות למטה.

רפי ליפא

היה בניו יורק בבורסה תאגיד אחד שהוא לא ריט וזה פורסט-סיטי וזהו וגם הוא הפך לריט לאחרונה, כל השאר ריטים. זהו אומר שהספונסר צריך לרדת מתחת ל-50%.

גל עמית

תודה לאמיר! אמיר אמר הם יכולים לקחת מזנין בחברה למטה.

שבארה"ב, בוא ניקח שחקן מקומי וננפיק לו את האג"ח בישראל - התופעה האמתית שגילינו, שלמעט בחברות ענק, אין חוב Corporate בנדל"ן מניב בארה"ב. בהתחלה לא האמנו, אנחנו באים מישראל, טסים לניו יורק יושבים ליד וול סטריט וגילינו תופעה בלתי נתפשת נדל"ן בלי חוב Corporate. ברקע כל הכתבות האלה בעיתון שהם מגייסים פה ב-5% ובארצות הברית ב-12%, אתה מנסה לשכנע שההשוואה לא רלבנטית וכאילו מדבר אל הקיר... רבותיי, ככה מחזיקים נדל"ן בארה"ב, חוץ מריטים, בחברות ענק של מיליארדים, כולל מיליארדרים כולל שיכולים להיות מאות נכסים - ככה מחזיקים נדל"ן מניב בארה"ב: בנאדם, חברת נכס, חוב בנקאי וזהו. יש Corporate במובן התפעולי אבל אין מימון ב-Corporate. גילינו גן עדן. כשאתה בא לאמריקאים ומציג להם את הרעיון, הם חושבים שנפלת מהירח. ישבנו כבר עם כל כך הרבה אנשים, ישבנו עם אדם מהצוות של לואי רניירי, וכשהצגנו לו את המודל הוא אמר "אתם גאונים", הוא היה בהלם. לנו זה פשוט - אנחנו עובדים 30 שנה ככה ופתאום אמרנו לאמריקאים בואו נעשה שינוי קטן, בואו נקים לכם חברה, תעבירו את ההחזקות שלכם בחברות הנכס מתחת לחברה הזאת ושימו לב מה יצרנו - הנה ADO, הנה כלכלית, הנה עזריאלי, הנה ביג וכו'. זה בדיוק אותו דבר.

אמיר ברנע

האמריקאים התמימים התייחסו להון העצמי בחברות למעלה כאילו הוא הון עצמי אמיתי אך למעשה הוא מגבה חוב פרמידלי. יש לנו פטנט על מינוף פירמידלי שנראה כמו הון עצמי בכל חברה בנפרד.

גל עמית

דרך אגב אולי האמריקאים צודקים. אולי לא צריך אג"ח Corporate בנדל"ן בכלל. אני כל כך סקרן ביחס לשאלה למה המודל לא קיים בארה"ב, ישבתי עם האנשים של בלקסטון ועם מי שאתם לא רוצים לנסות להבין למה זה לא קיים ולא קיבלתי תשובה, אני שואל כל מי שנראה לי רציני 'אתה יודע להסביר לי למה אין?' הרי באירופה יש חברות נדל"ן מניב עם אג"ח ואף אחד לא ממש יודע לתת תשובה. הסבר אפשרי שהצעת לי לעצמי, אני הרי מלווה הרבה שנים חברות בניו יורק, והתשובה היחידה שהצלחתי למצוא היא, שלדעתי, פשוט היו שנים שהיו עולים בארה"ב ברמת המינוף ברכישה ל-95% מינוף ואחרי זה עולים ל-98% עם השתתפות ברווח לבנקים להשקעות. אז כנראה שהם פשוט היו עולים כל כך גבוה ברמת חברת הנכס שבכלל לא היה טעם לחשוב על מינוף למעלה. זה ההסבר היחיד שהצלחתי למצוא עד היום. לכן לא מקרי שמביאים חברות מאמריקה. באירופה יש החזקות כאלה של

"פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון
והשלכות על המשך הנפקות האג"ח של
חברות הנדל"ן האמריקאיות"

אני לא מדבר כרגע על המדינות הזרות בהן ממוקם הנדל"ן. אני מדבר על ישראל - BVI או לא BVI זה די מאחורינו לדעתי. צריך לזכור דבר אחד אם מממנים באג"ח Corporate נדל"ן בחו"ל, ההתמודדות בסוף תהיה במקרה של דיפולט במדינה בה ממוקם נכס הנדל"ן, ואני לא מאמין שאפשר עם אג"ח Corporate בכמויות של הכסף שיש היום למוסדיים לממן רק נדל"ן בישראל זה גם לא נכון למשקיעים מבחינת תשואה ופיזור, צריך להתמודד עם זה. יש חברות מעולות: בראק, NV, ADO, אלוני חץ, ביג ואחרות שמשקיעות בנדל"ן בחו"ל. יש הרבה חברות טובות שהנפיקו בארץ אג"ח ומשקיעות בחו"ל. ברגע שאנחנו מממנים באג"ח Corporate נדל"ן בחו"ל - ברמת הנכס כשיש חוב בכיר הדיון יהיה בארה"ב או בגרמניה או בכל מקום אחר בו ממוקם הנכס. כל ה-BVI בישראל זה הכול רעש, בסוף מימנו, קיבלו יותר תשואה ונצטרך להתמודד בבתי משפט בארה"ב אם חס וחלילה יהיה דיפולט. זה לא סוף העולם, צריך לתמחר את זה בתשואה, זה טיבו של עולם. למשל, אלרוב של אקירוב, 75% מהמאזן שלו בחו"ל, מישהו מדבר על זה? אם יקרה משהו יצטרך לקחת כונס נכסים בצרפת או בשווייץ למלונות, חלילה וחס ואני מאחל לאלפרד אקירוב שנים ארוכות ושהכול יהיה בסדר. הישראליות שלנו: ADO, גזית גלוב, אלרוב, אלוני חץ, כלכלית וכו' זה המשחק, כל השאר זה שטויות. יש נדל"ן בחו"ל וצריך לדעת להתמודד אתו בטריטוריה הזרה.

אחרי כל זה, כשמביאים משהו חדש, וזו הטענה שלי, בסופו של יום יש פה הזדמנות. יש לנו בעיות מבניות בשוק החוב הישראלי והגישה שלנו ולא רק שלנו אלא גם של הקולגות שלנו, היא לנסות לשפר כשאנחנו מביאים משהו חדש את אותם דברים בשוק החוב שלנו שהם בעייתיים - כמה הם חמורים? זה לארבעה ימי עיון אחרים. יש טענה אחת ברורה והיא הקלות הבלתי נסבלת של הגיוס שהייתה פה בשנים האחרונות, העדר אלטרנטיבות, ההיכרות של בעלי בית עם הגופים המוסדיים, מביאים למימון יתר באג"ח מול הפרופורציות שאני חושב כנכונות. דוחפים את השוק לאג"ח בצורה אגרסיבית - התופעה הזאת קיימת, אי אפשר להתווכח

זו ההשוואה שיש תמיד בעיתונות הישראלית - אם הם היו לוקחים בארה"ב הם היו מקבלים 10%-14% ופה הפראיירים מקבלים רק 5%. זה נכון אבל תחשוב שיש פה פיזור מהותי - תחשוב על חברה כמו זראסאי, יש לה קרוב ל-200 בניינים רק השכרה למגורים בשכר דירה מפוקח - כשאתה מפזר פה 200 חברות ב-LTV סביר ואתה לווה ב-Corporate למול הלוואת מזנין על בניין אחד בודד שאתה מגיע ל-LTV גבוה אז ההשוואה לא רלוונטית. כי מזנין על נכס בודד זה סיכון אחר מסיכון של תיק מפוזר.

ענת לוי

אבל יש לך את זה ב-CMBS מאוד דומה.

גל עמית

ענת, את מדברת על CMBS, יש עוד מכשירים, אני משווה משהו פשוט. אני יודע שאצלכם לא כל כך אוהבים גם להשקיע באג"ח Corporate ישראלי. אני עושה משהו פשוט כרגע. אני משווה את זה לביג, עזריאלי, מליסרון, גזית גלוב. אני לא נכנס עכשיו לשאלה האם יש עוד דרכים אחרות להשקיע בארה"ב דרך CMBS או דרך השקעה ישירה בנדל"ן. גם על זה יש לי מה להגיד אבל זה דיון אחר. אנחנו כרגע מדברים על אג"ח Corporate. כרגע יש בישראל שוק גדול של אג"ח Corporate ועל זה אני מדבר.

בתחילת הדרך עלתה סוגיה איך מתגברים על זה? כי לא שמנו חברה ישראלית בראש, בלמעלה. כי בחברות הישראליות חוץ מכמה, כמו גזית גלוב שיש את נור סטאר למעלה, הן ישראליות, ועלתה הסוגיה שאני חושב שקצת ירדה בפופולריות שלה - איך פותרים את הבעיה שאין לנו חברה ישראלית? יושב פה גיא גיסין ואני אשמח אם הוא ירחיב אחרי זה בדיון. הנושא הזה נחקר ונדון. בעיניי הנושא הזה די פתור - יש פסיקה שעברה בזמנו בעליון בסיביל ג'רמני, יש אחרי זה החלטה של אורנשטיין באורבנקורפ שמינה את גיא ונתן לו את הסמכויות.

עליה. זה מוביל אותנו לתופעה הבאה: "לצורך דירוג השקעה חייבים להניח מחזור אג"ח ולצורך מחזור אג"ח צריך דירוג השקעה". המעגל הזה קיים בשוק החוב הישראלי שלנו ואני לא מחדש פה משהו, אני פשוט אומר את זה בצורה קצת בולטת. זה מה שאני זוכר תמיד כשאני מביא חברה חדשה לפה. זה מסוכן, ראיתם מה קרה לכלכלית.

ענת לוי

גל, זה לא שונה. גם במוסדות יציבים כמו בנקים - כדי לשמור על היקף מאזן גם הם צריכים להמשיך למחזור. זה העולם הפיננסי.

גל עמית

אין בעיה. הטענה שלי היא שלמחזור בשוק ההון, ותכף נדבר על זה, הרבה יותר מורכב מלמחזור בבנקים או אצלך באשראי ישיר. כשבאים אליך למחזור זה דבר אחד וכשבאים למחזור בשוק ההון ויש בעיות מוצאים את גיא מיצג משהו אחר עם אינטרסים משלו ואת או משהו אחר כבר מכר את כל הניירות שלו כי את לא רוצה להיות שם עם כל המשקיעים האגרסיביים עם אינטרסים אחרים.

ענת לוי

כל הטענה שזה לא רלוונטי רק להם.

רפי ליבא

סליחה ענת אבל כל ה"בומבות" שהיו בזמן האחרון זה רק מהיעדר יכולת למחזור. כל חברות הנדל"ן הישראליות שנתקעו זה בגלל שפתאום הם הגיעו ללוח סילוקין שלא התאים לרוח התקופה ובאו למחזור בשוק החוב. אנחנו מנסים לפחות להביא חברות שלא תלויות רק במחזור בשוק החוב.

גל עמית

חברים, אני מצביע על סיכונים שלדעתי קיימים שאנחנו מנסים להתמודד לפחות עם חלקם.

הטענה שלנו היא שמימון יתר באג"ח בשוק ההון הוא הרבה יותר מסוכן ממימון מבנקים ומוסדות פיננסיים. שוק ההון הוא תנודתי, הוא עלול להיות סגור לפרקי זמן למחזוריים, בנוסף ברגע שחברה קצת מתדרדרת יש עליה בתשואות וגם אם יש לה נכסים טובים כבר לא ילוו לה בשוק ההון. עצם זה שאנחנו עושים פה פורום על המשך השקעות בחברות אמריקאיות

אחרי שהן גייסו 12 מיליארד ש"ח ואיזה משהו מקנדה פושט רגל אונוכל לכאורה ובגללו איבדו 40 מיליון דולר ולחברה אחרת יש בעיות בשוק הריאלי שלה ופתאום שוק החוב הסחיר קופא בקשר לעוד חמש עשרה חברות אחרות שבכלל לא קשורות לכך, חוץ מזה שהן משויכות לסקטור המכונה ה"אמריקאיות", זו ההוכחה כמה השוק הזה טרנדי ומסוכן בפרקי זמן מסוימים. יושבים פה מוסדיים שאת חלקם אני מכיר ואומרים לי 'אני מת על החברות האלה אבל אני לא יכול שעליי יכתבו שקניתי במכרז המוסדי בגלל הסנטימנט הציבורי'. בשוק הזה אם אתם רוצים למחזר מיליארדים, עשרות מיליארדים... מחר תהיה אופנה אחרת, מחר מסיבה אחרת המוסדיים לא יקנו. צחקו על רקפת כשהיא אמרה 'בחדרי חדרים...' כולם ירדו עליה. היא צדקה, חברים. הנה, הגענו לזה, לאומי ופועלים סגרו את הברז, מי שבחר את הגישה הזאת של לממן רק באג"ח נשאר לו חוץ מלמחזר בשוק ההון ללכת לענת ולרות לוי ממגדל ולקולגות שלהן. בפועלים ובלאומי לא יקבלו אותו יותר. זהו, מי שבחר בדרך הזאת כבר תקוע בה. לאומי ופועלים לא יפילו את הלקוחות שלהם וככל הנראה ימחזרו להם - הם גמרו את המכסה לגבי לקוחות חדשים. חשבנו שנדבר על הבעיה הזו רק במשבר מערכתי והנה הגענו להתממשות שלה הרבה קודם וזה עוד בלי לדבר על גיוון מקורות אשראי לגבי חלק ממנפיקי האג"ח הגדולים.

מה הלקחים שאנחנו ניסינו ליישם בחברות האמריקאיות - אנחנו יושבים עם אנשים ואומרים להם 'אנחנו רואים מה קורה אצלנו - אנחנו לא רוצים להכניס אתכם לגלגל שאתם תתחילו לרוץ ולרוץ סביב הזנב של עצמכם'. אנחנו מנסים ככל הניתן להביא חברות שרוב התיק שלהן נדל"ן מניב טוב וחזק עם פרופורציה סבירה, בדגש על סבירה 25%-15% של נכסים בהם יש מרכיב של value add שיוצר מתוך התיק מקורות להחזר החוב. ברור ש-value add זה סיכון - זה ייזום, זה שינוי של נכסים, לכן חשובה הפרופורציה. אבל ככלל אנחנו לא מביאים לפה חברה שתהיה כל הזמן תלויה במחזור בשוק ההון. זה הלקח הראשון שלקחנו. ישבנו עם חברות ענק, שהיו מקבלים אותן עם זרועות פתוחות פה בקבוצת ה-AA אבל שאין להן מודל של יצירת ערך מהותית ואמרנו להם 'חברה, אל תבואו'. אני אישית לא מכניס לפה אף אחד שאחרי זה יהיה כל הזמן תלוי במחזור הזה בשוק ההון. לכן אנחנו מנסים להביא חברות שהמודל העסקי שלהן מאפשר לשרת את החוב מהמקורות של החברה בהתעלם ממחזור בשוק ההון. לקחתי פה לדוגמה חברה בשם אול-ייר שהדרך שהיא עושה את זה היא שיש לה תיק של איזה 140-150 בניינים להשכרה למגורים מיוצבים ומניבים בברוקלין ובמקביל תמיד יש לה 10-12 פרויקטים של בית בניי דירות מגורים חדשים להשכרה, כל פעם שהיא גומרת כזה חדש והיא יודעת לעבוד טוב, היא מייצרת ערך, עושה מימון מחדש ברמת החוב הבכיר ועם זה היא יכולה

"פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון
וההשלכות על המשך הנפקות האג"ח של
חברות הנדל"ן האמריקאיות"

ענת לוין

יש לי הרגשה קצת של התגוננות, איזושהי האשמה כלפיכם-
ממש לא. הנקודות שאתה מעלה מאוד נבונות וראוי אחר כך
לחדד את הנקודות.

גל עמית

צודקת. תקשיבו, אם את מתעלמת מזה... אני אומר לכם
שלדעתי, חברה שבחרה לכרוך את עתידה אך ורק במחזור
בשוק ההון או בעיקר בדרך זו לוקחת סיכון גדול.

רותי דהן

אבל זה לא הבעיה של האג"ח, הבעיה היא בחוב הבנקאי.
הבעיה שהחוב הבנקאי בארץ הוא קצר יחסית לחוב הבנקאי
בחו"ל. בחו"ל נהוג לממן נדל"ן מניב ל-25 שנה ואילו בארץ
ל-10 שנים ובמקרה הטוב ל-15 שנה.

גל עמית

הוא לא יותר קצר מהאג"ח. אבל רותי, בואי נדבר אחרי זה. אני
חושב, לא משנה "בעיה, לא בעיה", זו עובדה.

ערן קלינסקי

המינוף בחברות הישראליות כולל מיסים נדחים. מילטרון זה לא 65%.

גל עמית

בסדר, זה לא... אני חושב שצריך לכלול את זה.

ערן קלינסקי

להחזיר אג"ח. זה הלקח הראשון שלנו- להביא חברות יותר
מאוזנות בעינינו במודל הפיננסי שלהן וזה כשלעצמו שיפור
מהותי לעומת המצב הרווח אצל רוב החברות הישראליות. זה
לא אומר שאין חברות ישראליות שהן value add בוודאי שיש,
אבל לצערי כמות הגיוס של האג"ח דחפה הרבה מהמנפיקים
הישראליים למה שאנחנו קוראים נדל"ן פיננסי: מגייסים,
משקיעים, מגייסים, משקיעים וכן הלאה.

הבעיה שמה- spread של השכרה אי אפשר להחזיר קרן של
אג"ח במח"מ 5 או 6, בשביל להבין את זה לא צריך להיות גאון.
יש פה עבודה שעשו אצל שלומי בבינתחומי כבר לפני שנה
וחצי ועדכנו את הנתונים לקראת הדיון- אלו פרופורציות של
אג"ח Corporate או של חוב Corporate לעומת חוב ברמת
הנכסים בהרבה חברות נדל"ן שאגרות החוב שלהן נסחרות
בבורסה בתל אביב.

ציר אחד זה ה- LTV הכולל והציר השני זה הפרופורציה של
חוב האג"ח לעומת כלל החוב. שימו לב לקבוצה הגדולה של
הישראליות - לא רק שהן במינוף לא נמוך הן גם בפרופורציה
גבוהה מאוד של אג"ח ביחס לכלל החוב. בחברות האמריקאיות
ככלל גם המינוף יותר נמוך וגם פרופורצית חוב האג"ח נמוכה
יותר.

ענת לוין

הרי זו תוצאה ישירה לעובדה שצינת קודם, שחברות הנדלן
בחו"ל לא היו מלכתחילה בעולם מימון ה- Corporate.

רותי דהן

אבל מה לא בסדר בזה?

גל עמית

מה לא בסדר בזה?

אין בעיה, אבל צריך לכלול גם באמריקאיות.

גל עמית

אין להן.

ערן קלינסקי

הוא עולה למעלה.

גל עמית

אבל אין להן. המיסוי הוא ברמת בעל המניות ולא החברה.

ערן קלינסקי

יש לך, ואני אגיד לך גם למה – כשאתה מוכר נכס...

גל עמית

עזוב את זה, אני מדבר על תופעה.

שלומי שוב

הנקודה היא נקודה מעניינת.

גל עמית

שימו לב לגרף, הפרופורציות של חוב האג"ח הנמוכות זה לא רק נחלתן של החברות האמריקאיות. יש עוד קבוצה של חברות, במקרה או שלא במקרה מדובר בחברות שמשיקעות בגרמניה ואלרוב וויתניה שיושבות פחות או יותר באותה המשבצת של פרופורצית חוב אג"ח נמוכה. עוד הבדל גדול הוא שהחוב הבכיר של החברות שעובדות בחו"ל, גם של אלו בגרמניה וגם החברות האמריקאיות הוא חוב נונריקורס. כלומר, זה לא רק הפרופורציות, בנוסף לכך החוב למטה הוא נונריקורס. מה שמוריד עוד יותר את הסיכון. יש חברות כאלו כמו בראק ו- ADO וסאמיט ואלרוב שבנויות לפחות לטעמי בצורה מתאימה יותר.

לגבי השאלה האם מקרה אורבנקורפ משליך על החברות האמריקאיות? על זה ידברו עוד הרבה. יש פה משהו בין נוכלות לבין בנאדם שכנראה היה בפשיטת רגל קודם ולא הבינו את זה. אמרו איך יכול להיות? עברו רק ארבעה חודשים? ופתאום לא קונים חברות אמריקאיות. מה הקשר? יש חברות ענקיות

אמריקאיות. יש איזה נוכל, יכול להיות שלא בדקו טוב קודם. יכול להיות שלא עשו עליו Due diligence עסקי. ישבתי ונזכרתי, זוכרים שהייתה פעם חברת TRD? הם עשו הנפקה ויום אחרי ההנפקה קנו בכל הכסף אופציות ומחקו את ההון העצמי. הפסיקו את ההנפקות פה? זוכרים שהייתה פה חברת גולן מלאכת מחשבת? גאון אחד גנב את כל המאזן לעצמו. זו הטענה הראשונה. אז יכול להיות שהיו כשלים, יכול להיות שלא בדקו טוב, לא רלוונטי.

דבר נוסף, זה לא ה- plain vanilla של המודל. זו חברה יזמית, שבגדול זה לא המודל של חוב Corporate, לא היו מנגנונים שמפצים על הסיכון של הייזום למכירה. יש חברות אחרות שכן טיפלו במנגנונים מפצים בסיכון היזמי, ואני לא מדבר על אקסטל שזו דוגמה שאני לא רוצה להיכנס אליה אבל גם היא חברה יזמית שזו גם שאלה אם היה צריך להנפיק כזה אג"ח עם כזה תזרים וולאטילי? שוב, אלו שתי חברות שאני לא קשור אליהן אז אני לא יכול לדבר. מה שכן טוב, זה נותן לנו הזדמנות לשידרוג מערכות והפקת לקחים. למשל, אנחנו מבקשים מהדירקטורים להיכנס קודם כל לחברות, לבדוק, לחתום על התשקיפים קודם, לעשות ביטוחים קודם, דברים וולונטריים. חברים זה פופולרים נטו, והעובדה היא שבגלל זה נאלצנו עכשיו לדחות הנפקה של חברה שהבאנו שמדורגת ב- A+, חברה בין החזקות שהגיעו לכאן. נאלצנו לדחות חודש וחצי הנפקה. מה אני אגיד לכם, לא נותן בעיניי כבוד לשוק ההון.

בחברות האמריקאיות כל מקרה לגופו. תראו ברשימה הנה, יש פה איזו חברה קטנה BBB+ שיש בה דירות למגורים. יש פה ענק אולי אחד הגדולים בניו יורק AA- רק השכרה למגורים, מה שבישראל חולמים לעשות שנים, עשרת אלפים יחדות דיור בשכר דירה מפוקח.

לסיכום, אנחנו רואים בזה אבולוציה. יש קושי מסוים לבדוק עליה, אז 'אלף' יש אינטרנט- צריך רק לבדוק, העולם קטן, כמה טלפונים, כל חתם יתכבד לעשות כמה טלפונים, לבדוק על האנשים לפני שהוא מביא אותם. אפשר הכול לעשות. אבל כנגד זה – זה שוק ההון שחשוב שיהיו בו הנפקות חדשות, יש פיצוי כמו שאמרתי בחוזק התיק וגם יש פערי תשואה שבהתחלה הם משלמים יותר תשואה וזה לגיטימי. מזכיר לכם את הדיפולטים הגדולים איפה הם היו – בחברות ישראליות, אז זה שולי יחסית אליהם. ותזכורת אחרונה, חלק מהחברות הישראליות הן עדיין חלק מקבוצות שחייבות להעלות את כל התזרים שלהן כדיבידנדים למעלה וזה דבר שצריך לבדוק ב- Due diligence העסקי בחברות חדשות.

אמיר ברנע

טוב, אני חושב שכדאי שנשמע מה גיא גיסין אומר.

"פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון
והשלכות על המשך הנפקות האג"ח של
חברות הנדל"ן האמריקאיות"

גיא גיסי

בקפריסין יכיר בסמכות שלך? הלכתי למישהו שהיה שר המשפטים הקפריסאי ואמרתי לו 'זה המצב' אז הוא אמר לי שיש דרך לעשות את זה אבל זה מאוד מאוד מורכב. עכשיו בואו נחזור לאורבנקורפ, נדבר רגע על קנדה. בקנדה הגענו בסופו של דבר לסיכום עם הנאמן הקנדי שמונה לחברות הבת. הסיכום הוא מצוין, בעיניי הכי טוב שאפשר – ההליך המרכזי העיקרי מתבצע בישראל, בית המשפט הקנדי מכיר בכך, אבל כל נכס, כל פעילות, כל חברה בת מנוהלת בקנדה. הצלחנו בגלל שהגענו דרך הסכמה לקבל מעמד בכל אחד מההליכים האלה. קיבלנו מעמד שלא עושים דברים בלי לדבר אתנו שזה חריג. אני אקריא לכם את הנימוקים של בית המשפט הקנדי לדקה ואתם תבינו שהוא מטיל את זה בעיקר על זה שהצדדים הצליחו להגיע להסכמות. עכשיו סיכום בין צדדים בעולם של חדלות פירעון יש "קרקסים נודדים" בישראל ויש "קרקסים נודדים" בקנדה אלו קבוצות קטנות של אנשים שהדבר הכי חשוב, ואמר את זה אתמול אורנשטיין בכינוס, זה לקבל את המינוי. זה נותן leverage למי שמבין את מגרש המשחקים הזה. הם מאוד מפתחים שמישהו יתנגד למינוי של מישהו ספציפי. ותחת היכולת שלי להתנגד למינוי של מישהו ספציפי הצלחנו להגיע להישגים הסכמיים מהירים שהם לטובת העניין.

אני אקריא פה רגע אחד, זה פורסם במגנא, אני מציע לכם לקרוא את הנימוקים שבית המשפט הקנדי פרסם כי יש שם ממש סעיפים מאוד משמעותיים. בבקשה שהגשתי לבית המשפט כתבתי:

This matter is one of incredible significant to stockholders in the state of Israel including the real estate capital markets in general. To date, to the best of my knowledge total of 17 north American real estate companies have issued over 11 billion NIS bonds in Israel. UCI [Urbancorp Inc.] was the first such North American company to have gone into insolvency proceeding and that within four months after from the issuance of the purchase. Giving the size of this industry

קודם כל, תודה שהזמנתם אותנו. אני לא אדבר מימון כי מימון אתם יודעים יותר טוב ממני. אני רוצה לדבר רגע אחד על המבנה המשפטי ועל תקלות. אני לא אדבר על אורבנקורפ כי כמו שאמר נתן חוות דעת לאיזושהי תביעה אני אמור להיות זה שחוקר, בודק ונותן אז אני לא אתייחס לשום דבר ספציפי שאפשר יהיה מחר להגיד 'אמרת / לא אמרת'. אני רוצה לדבר קודם כל על רמת המבנה. ברמת המבנה, משפט אחד שגל כתב הוא מאוד נכון: הטיפול המשפטי בנכסים עצמם תמיד יהיה במקום מושבם, לא יעזור כלום. וזה היה הקרב שלי הכי גדול בקנדה בימים שרבנו כדי להגיע להסדר. על הדבר הזה אי אפשר להתווכח. מי שחושב שאפשר לטפל בחדלות פירעון של נדל"ן בחו"ל בבית משפט ישראלי, למכור את הנכס בשלט רחוק – זה לא יעזור.

סיביל, שזה גם תיק שניהלתי, היא דוגמה אחרת. בסיביל יש לנו בעיות קשות אחרי שהצלחנו וזכינו בישראל בהישגים משפטיים מדהימים אבל אנחנו בבעיה קשה מאוד. יש לי חברה קפריסאית שהצלחנו להוכיח שצריך לפרק אותה בבית משפט ישראלי. הוכחנו בבית משפט עליון, שמרכז העסקים של החברה הזאת בישראל, מכיוון שהחברה הזאת נועדה לגייס אג"ח בישראל וזו הייתה הפעילות שלה. ואחד הטיעונים היותר חשובים שאלשיך קיבלה בהתחלה ואחרי זה אושר על-ידי בית המשפט העליון היה שקפריסין זה מקום היישוב, הנכסים נמצאים במזרח אירופה או בגרמניה והגיוס של האג"ח בישראל; אם אני אלק לקפריסין אז גם שם לא מרכז העסקים כי מרכז העסקים זה אולי איפה שמנהלים את העסקים, אז זה בפולין, בגרמניה ובצ'כיה. ותחת הטענה הזו בית המשפט הישראלי נתן לנו גיבוי. יש לי הליך שאני חייב לעשות אותו בקפריסין. אני לא מדבר על ההליך שבכלל אני צריך בסוף להוציא ולפרק את החברה הזאת, אני צריך למחוק אותה בסוף בקפריסין מהרשם, לא יודע עוד איך לעשות את זה אבל יש לי הסכם שהיה חתום שמקום השיפוט הוא בקפריסין. הלכתי לעורך דין קפריסאי ואמרתי 'אני המפרק, בו תייצג אותי ותגיש את התביעה בשמי'. אז הוא עונה לי 'איזה בית משפט

הסברתי לשופט כמה זה חשוב ומהותי מה שאנחנו עושים פה ואז הוא עונה על זה, הוא אמר אני לא מבין איך אפשר להגיע למצב שה- COMI (center of main interests) שזה המבחן הבינלאומי בכל רחבי העולם להוכיח מהו מקום מרכז האינטרסים. איך יכול להיות שחברה קנדית שמחזיקה נכסים וחברות בקנדה מרכז האינטרסים שלה יהיה בישראל? 'אני מבין ומקבל את זה', הוא אמר, 'שבעל השליטה והחברה התחייבו לקבל הליכים רק בישראל אבל הוא לא יכול לתת לזה תוקף. הדרך היחידה לתת לזה תוקף זה תחת הסכם בין הצדדים. הוא אומר 'קשה לי אבל אני לוקח את זה ואני מתקדם ואני מקבל בעצם את הסמכות ומסכים שההליך העיקרי של חדלות הפירעון של החברה האם יתבצע בישראל.

כדי שתוכלו לחזור למימון אני אדלג קדימה, אבל יש כאן דברים, אני אפילו אשלח לך כדי שאחר כך תפיץ את זה. הנימוקים נורא חשובים כי בלי זה לא יעבוד. אבל הבעיה במבנה של אורבנקורפ הייתה בכמה היבטים: היבט אחד זה ההיבט של השליטה מרוחק. מדובר בחברה שיש בה בנאדם אחד שמוביל עם מנהל כספים שהוא קרוב משפחה שלו, דווקא הוא היה בסדר, הוא לא היה... יש שם בעיה של שליטה ופיקוח מסוים, הוא מאוד "בלונדיני" ומאוד "אשכנזי" הוא ניהל אספות אג"ח באנגלית צחה והאספות היו מאוד מנומסות, אין לנו הרבה כאלה. הוא השרה אווירה "אשכנזית", אנגלו-סקסית.

הוא הצליח להשרות אווירה טובה מהבחינה הזאת. השעבודים שנרשמו- נרשמו. ונתתי על זה גם חוות דעת אז זה לא איזה סוד. כל השעבודים שנכתבו בתשקיף נרשמו, ואפילו קצת יותר ממה שהיה כתוב בתשקיף אבל מה? השעבודים ריקים. זה שעבודי עודפים. זה תרגיל שנלמד פה מישראל. אם בסוף יגיע כסף מהפרויקטים אחרי שהוא ישלם את החובות למטה ויועבר לאותם חשבונות שמשועבדים לטובתן. יש חשבון שמשועבד לטובת הנאמן.

אמיר ברנע

זה נכון בכל פירמידה. כל מבנה פירמידאלי זה בדיוק אותו דבר.

גיא גיסין

אני אגיד לך, אני חושב שאם אתה נכנס למקום שיש לך בעיית שליטה ויש בעיית ממשל תאגידי על פניו- חברה פרטית, דח"צים, נכנסים לתפקידם ולא יודעים בדיוק עוד מה קורה... בוא, זה החיים.

בשורה התחתונה, ההתחייבויות שצריך לדרוש, אני מדבר על שוק ההון, זה לקבל שעבודים והתחייבויות בחברות ברמת הנכס, בחברות למטה.

שלומי שוב

איך ברמת הנכס? כל המודל הוא אחר.

גיא גיסין

התחייבויות חייבות להיות ברמת הנכס כדי שהשעבוד יהיה אמיתי, כל שעבוד שיש. היום פה בישראל כשיש שעבוד על עודפים אז יש בנק מלווה...

בארץ משעבדי עודפים הצלחת להחזיר חובות, לדוגמה באאורה. בסופו של דבר אם אתה מקבל התחייבות של המלווה למטה שהעודפים יוזרמו על ידי החשבון המנהל של הפרויקט.

רם דגן

המילה שלי נורא חסרה שהיא גם הבסיס לאותה שיטת עודפים בישראל היא Due diligence, בדיקת נאותות. הרי מה זה שעבוד של עודפים בישראל? בואו נקרא לילד בשמו. מסתכלים ורואים שיש בנק מלווה שעשה את הבדיקות שלו ואומרים שיש התחייבות שיש לגביה מסמך משפטי שיעבור הכסף, אבל יש מישהו שבדק שיש נכס. פה אין כלום לא היה בנק מלווה. בחלק מהמקרים לא היה בנק מלווה ולכן התמחור הוא אחרת לגמרי. כשיש לך הנפקה בישראל של חברה ישראלית שמגיעה עם בנק מלווה ומשעבדת את חשבון העודפים, יש שורה של יזמים ישראלים שבנו ככה אימפריות- התמחור הוא 'אלף' וכשאין בנק מלווה התמחור הוא הרבה יותר גבוה, זה סיפור אחר לגמרי.

אני רוצה לחזור עוד פעם לעניין שדיברנו ונראה לי שגם ארנון היה שותף לחלק מהתהליכים- Due diligence. ההנפקות האלה יש להן שלושה רבדים, שלטעמי, ואני מדבר כאן עם הרבה חבר'ה שגם קונים את הניירות האלה, שמטרידים אותם: 1. למה BVI- לא נחזור לזה, גל נגע בזה. דברים שקשורים יותר לתרבות מיסויים ותאגידיים בארה"ב.

2. מה קורה במועד ההנפקה? מי לוקח אחריות על מה שכתוב שם? יש תשקיף, יש רשות לניירות ערך, מי לוקח על זה אחריות? עכשיו, בואו נניח שגם אורבן היה עובר, נניח שזה היה מתפוצץ בעוד שנתיים, מה הם אותם מנגנונים משפטיים שאתה מדבר עליהם כדי להקל על המחזיקים להגיע לנכס ולעשות מה שהם צריכים?

גיא גיסין

אני הייתי דורש למשל CFO בפרויקטים עצמם ישראלי, לא ישראלי אלא דירקטור מלמעלה שהוא מייצג אותך, לדוגמה.

"פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון
וההשלכות על המשך הנפקות האג"ח של
חברות הנדל"ן האמריקאיות"

אין שם שום פיקוח.

רם דגן

הרי על מה אנחנו מדברים? האג"ח הזה הוא תצורה כזו או אחרת של מזנין. אנחנו לא המצאנו כלום במזנין, בארה"ב יש כאלו ספרים, לא ספרות אלא הסכמים, בלאומי פרטנרס אנחנו עושים גם חלק מהם בצורה ישירה. יש אלף ואחד כלים שאפשר לייבא אותם לתוך האג"ח. כמו שגל אמר, זו הזדמנות לשדרוג מערכות לתת למחזיקים אפשרות. הייתי גם חושב שייקחו את זה גם למקומות אחרים, לאו דווקא בהנפקות אמריקאיות. כלים שיכולים למזער מקרים של הונאה. טעויות עסקיות קורות, אין מה לעשות. בתיק מבוזר, למדתי אצל אמיר בתורת ההשקעות, מתוך 100 השקעות – אחת או שתיים לא הולכות, אין מה לעשות. אתה לא רודף בנאדם על זה שהוא היה טיפש. ברמת ה- Due diligence, וגל גם נגע בזה, הבדיקות צריכות להיות כן קפדניות. זה לא מספיק גוגל. הבאתי לכאן דוח דיו דיליג'נס כלכלי שעשינו לגבי מנפיק מארה"ב כי שי, המשנה למנכ"ל שלנו, אמר ש'טוב מראה עיניים', זה דוח שעולה לנו עשרות אלפי דולרים. אגב, לאומי פרטנרס עד היום הייתה שותפה והובילה רק שתי הנפקות. אחת מהן ביחד עם גל ורפי. כמו שאנחנו לוקחים Due diligence משפטי, ואפשר היה לפתוח מה שאמרו בלנד-מארק על Due diligence משפטי מה מצופה שהחתם יעשה, המכתב הוא לא חזות הכול ואותו דבר גם החשבונאים. יש לנו גם חברת אינטלג'נס אמריקאית שמוציאה לנו דוחות.

אמיר ברנע

אגב, האם עוברים הליך DD כזה גם לחברות ישראליות שנכסיהן בחו"ל? כמו באלוני חץ?

רם דגן

אני לא מנפיק את אלוני חץ. נקודה מאוד חשובה, עד פברואר האחרון חוק ני"ע חייב חברה, שרצתה להתחיל לשווק על בסיס טיוטת תשקיף, להביא חתימה של חתם. במסגרת הרצון החיובי של הרשות להקל על חברות הורידו את החובה הזאת ולא נדרשת חתימה. לשאלתך, אלוני חץ מגייסת תשקיף מדף, אף אחד לא חותם על תשקיף כזה. הרגולציה, לא דורשת ממני לקחת אחריות אז למה שאני אתנדב לעשות את זה?

אמיר ברנע

האם יש הבדל עקרוני בליווי?

רם דגן

התשובה היא לא, אין הבדל. אבל אני לא קובע את הכללים.

ענת לוי

כיוון שאני במיעוט בין עורכי דין, רואי חשבון וחתמים ובאמת לא תכננתי לדבר אבל חייבים לחדד. קודם, חתמים, כולנו מכבדים את המקצוע. אנחנו מבינים שבדרך כלל שהולך אחר האופנות, אני תמיד מצייתת כבר הרבה מאוד שנים "יזהר הקונה". כשיש מצב שלא יכול להיזהר הקונה, קרי מצב שבו גברת כהן מחדרה... ראוי שרשות ני"ע תתכבד ותגיד מה עושים בכל מני מארזים שונים. אם אתם זוכרים היו פעם מארזים של חובות שמניפו אותם, ועכשיו יש של חברות נדל"ן שממנפים אותן. רשות ני"ע צריכה לתת את דעתה פעם אחת ולתמיד מה היא עושה עם כל האיגו"חים למיניהם שנכנסים כרגע ללא חוק האיגו"ח לתוך שוק ההון.

גל עמית

אני מקווה שאת לא קוראת לזה איגו"חים.

זה סוג של איגו"ח וכתף אני אסביר לך למה.

גל עמית

אם זה סוג של איגו"ח אז כל חברות הנדל"ן שיש להם מניב ואגרות החוב שלהן נסחרות בישראל זה איגו"ח.

ענת לוי

גל, בחברות נדל"ן אין סלקציה של נכסים מסוימים כבטוחה אלא כל המאזן. אם לא דנים בלקוח הקמעונאי יזהר הקונה מתחלק לשניים: לקרנות הנאמנות, שלצערן הגדול מאוד לא יכולות להחזיק נכסים לא סחירים ולכן הן חייבות ללכת לשוק ההון ותלויות על כן בחברות הדירוג, ולמוסדיים – הכסף הטיפש, הכי טיפש שבסוף שרשרת המזון, קרי, הפנסיות והביטוח.

לכסף הזה צריך להתייחס בשתי צורות שונות. חברים, כל מה שתארתם פה עד הרגע זה ששוק החוב במדינת ישראל הוא בעייתי. עכשיו, הוא בעייתי בכל כך הרבה דרכים והוא כל כך סובל מפיגור סביבתי לעומת מה שקורה בשווקים אחרים שלא דווקא בדיון על אורבנקורפ אנחנו נפתור את כל בעיות שוק האג"ח הישראלי ויש לו הרבה מאוד בעיות כולל חוסר היכולת לעשות נגזרות עליו, כולל חוסר היכולת להשאיל. לתקן את האנומליות שיש בו, כולל כל המבנים שקיימים ויש דרך ארוכה מאוד לעשות בשוק האג"ח הישראלי אבל זה לא טיעון להשתמש בבעייתיות הזו כדי לבוא ולשים מבנים שהם לא נכונים אל תוך שוק ההון המקומי. אבל אנחנו ב"יזהר הקונה" חייבים להבין דבר אחד. וגיא, מה שאתה אומר הוא intercreditor. בעצם מה אתה בא ואומר? אתה אומר שצריך שיהיה intercreditor נורמלי שאנחנו מממנים את החוב הנחות של החוב הבכיר של נכסי הנדל"ן. כל אחד שקנה או מימן איזושהו נכס נדל"ן בישראל, בארה"ב, בפיליפינים או בזימבבואה מכיר את הסיפור הזה של intercreditor.

השאלה היא איך עושים intercreditor, ומביאים את המבנה של intercreditor אל תוך אג"ח שמונפק לציבור היא באמת שאלה קשה מאוד לרשות לני"ע. מבחינת המוסדיים, אני עדיין ב"יזהר הקונה". זה לא פופוליסטי, כי אם אנחנו יכולים היום לקנות את ה-CMBS ובסופו של דבר כיון שיש ריכוזיות מסוימת בחלק מההנפקות שאנו דנים בהן היום, יש סיכויי ריכוזיות שגם צריך להתייחס אליהם. אז המוסדיים, אלו שיודעים לקרוא איזושהו מסמך באנגלית, כנראה יודעים לייצר לעצמם את ה-CMBS הנכונים, שם יש intercreditor נכון, שם אנחנו מבינים מה קורה, אנחנו יכולים לייצר פיזור בין 1 ל-100 וכדומה. ולכן, בעיניי, זו לא בהכרח חלופה לגופי הפנסיה

והביטוח. בואו לא נשכח שהכנסות בדולרים ואג"ח בש"ח יוצרים פרמיית basis שנכנסת בעקיפין לשוק ההון, מי שקצת סוחר במטבעות מבין את הערך המוסף שיש לזה אבל נשים את זה בצד.

עכשיו, שלומי, אני רוצה לדבר על הבעיה של קרנות הנאמנות וגם קצת שלנו הפנסיות ובטח של חברות הביטוח. הארביטראז' הרגולטורי הוא כבר מזמן לא ארביטראז' בין דירוג חו"ל לדירוג ישראל ושעל כך אחר כך חברות הדירוג יסבירו מדוע הן נותנות דירוג A+ למשהו שהוא מזנין או אסופה של מימון הון עצמי שפשוט הגיעו באנגלית. אני חושבת שהארביטראז' המסוכן שעליו צריך לדבר זה ארביטראז' של סולבנסי אל מול דירוג. אם אתה הולך היום לסולבנסי, ומעט מאוד מסתכלים על זה, סולבנסי ברגע שאתה משקיע ב-CMBS או דברים שאתה יותר שולט בנכסים למטה וב-intercreditor שלהם אתה מרתק יותר הון לעומת אג"ח כאלו שמונפקים בישראל. האנומליה היא לא בהבדלי הדירוג, האנומליה היום היא שחברות ביטוח בישראל יקנו אג"ח כאלו בריתוק הון של 12%-8%, בעוד שאם הן תעשנה את זה עם intercreditor נורמלי ובפיזור ואפילו שגל ורפי יארוזו בחו"ל, זה בכלל לא חשוב כרגע מי אורז, הן תצטרכנה לרתק כמעט 100% הון. אם זה יהיה במבנה של CMBS זו אנומליה דרמטית ולא הגיונית בגלל תרגום של כלל סולבנסי בישראל. זה כבר מזמן לא דירוג. העניין של הדירוג אם זה A, AA, BBB זה לא טיעון.

אמיר ברנע

האם את טוענת שריתוק הון יוצר עלות גבוהה?

ענת לוי

בדיוק, כי היום אתה צריך לעשות דברים שהם סולבנסי פרינדלי, וברגע שאתה צריך לעשות דברים שהם סולבנסי פרינדלי אתה מתחיל לעוות את התפיסות המשפטיות וברגע שאתה מתחיל לעוות את התפיסות המשפטיות בגלל שהרגולטורים מיישמים כלשונו סטנדרט שלא מבין לעומק את המבנים המתורגמים בשוק הישראלי וזה לא תקין.

אני אתן דוגמה אחרונה, נכס, שאני לא אציין איזה נכס, שמי שלוה את הכסף שם זה קרן העושר של מדינה מאוד חזקה. אם גוף ביטוחי ייתן את ההלוואה לקרן העושר של המדינה כנגד רכישת בניין בבוסטון, נניח, לא בזימבבואה, כאשר הבנין מושכר לבנק בדירוג AA ל-15 והלוואה ל-10 שנים. ברגע שזה נארז ב-CMBS בין ה-40 ל-50, שזה קצת יותר טוב ממה שאנחנו מדברים פה, נקבל ריתוק הון של 100%. אם היית קונה את האג"ח של החברה שבנתה או שהיו אורזים אותה בישראל היית מרתק 12%-8%. זה ארביטראז' לא נכון ועל כן

"פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון
וההשלכות על המשך הנפקות האג"ח של
חברות הנדל"ן האמריקאיות"

זה בעיה עולמית וברגע שהיא תקרה וייווצרו לך מכשירים
שהם סולבנסי פרנדלי החברים שלנו יתחילו להראות את זה...

אמיר ברנע

אני לא הצלחתי להבין. אם עיקר המקורות להשקעה של
חברות הביטוח אלה המשתתפות אז כל דרישת הסולבנסי
נובעת משיעור הרווח לחברה ה- 15% הזה הוא שיוצר את
הקשר לסולבנסי?

ענת לוין

עלות.

אמיר ברנע

אני לא מבין, הלוא הסיכון הוא על העמיתים.

ענת לוין

העמיתים בינתיים עוד לא נכנסים לשם

אמיר ברנע

למה?

ענת לוין

אמיר, זו רק עוד זווית שאני מצביעה עליה. אני מזכירה לך מה
שאמרתי בהתחלה "יזהר הקונה", צריך לעשות intercreditor,
צריך לעשות אריזות וגם לעמיתים

שלומי שוב

אנו לא מאשימים את החתמים שנכנסים בפער הזה.

שלומי שוב

ענת, עד כמה מהכספים שמשפיעים על ריתוק ההון.

ענת לוין

זה מתחיל עכשיו. סולבנסי מתחיל בישראל בתחילת ינואר,
אתם תתחילו לראות את ההשקעות בישראל מעכשיו.

גיא גיסין

איזו תשובה יש להשקעה כזאת אם אנחנו שמים רגע בצד...?

ענת לוין

בטרנצ'ים הגבוהים, ב- 5.25-6 notes B.

אמיר ברנע

ענת, את דיברת על השקעות נוסטרו של חברות ביטוח,
לא דיברת על השקעות מכספי עמיתים כשהסיכון העקרי
ובמקביל גם דרישות הסולבנסי, מוטל על העמיתים ולא על
החברה.

שלומי שוב

ענת, אנחנו מקבלים את מה שאת אומרת אבל אנחנו מדברים
רק על כספים של החברת ביטוח עצמה, או מהנוסטרו או
מהמשתתפות שיש לה קשר אז אנחנו לא מדברים פה על
כספים שנמצאים למטה.

ענת לוין

מה שענת אומרת שיש מימדים מערכתיים שיוצרים את ההטעיה. אבל זה רק מחדד את זה שהדיון הזה הוא חשוב. עופר, קצת ירדו פה על חברות הדירוג, מה דעתך? איך אתם מדרגים?

עופר עמיר

ציינו פה את הארביטר' בין הדירוגים וזה חוסר הבנה מוחלט, או הבנה והתעלמות. שכשאנחנו נותנים A בדירוג המקומי אז למעשה אנחנו לא נותנים דירוג השקעה גלובלי. זו טעות לקרוא ל-BBB בישראל דירוג השקעה - לא! רק מ-AA ומעלה זהו דירוג השקעה ברמה הגלובלית. כשאני נותן דירוג מקומי A, משמעו בדירוג הגלובלי BB- או B+, שאינו דירוג השקעה. מי שרוצה לטמון את הראש בחול ולקנות בתשואה שהם משלמים היום על AA בחו"ל דירוג AA מקומי בישראל, זה חוסר הבנה. AA פה הוא במקסימום BBB גלובלי. תתחילו להפנים שזו פשוט שפה אחרת. ולא אותה סקלת דירוגים.

שלומי שוב

אבל אם זו הרגולציה בישראל?

עופר עמיר

אני לא אחראי על הרגולציה ומכך שבשוק הישראלי מלבד S&P מתעלמים מכך שהדירוג המקומי לא שקול לדירוג הגלובלי. יש טבלת המרה, תמירו את ה-A ל-B+ ותתמחרו לפי B+.

ענת לוין

זו לא בעיה של המוסדיים כולם, זו בעיקר בעיה של קרנות הנאמנות. אנחנו לא מתעלמים, אנו מחוייבים לתקף דירוג. אבל אם קרנות הנאמנות מחויבות בתשקיף לדירוג מסוים ישראלי אז בזה הן צריכות לעמוד.

עופר עמיר

פה הארביטר' נובע מטמינת הראש בחול של המשקיעים. אני מסכים עם ענת ש"זהה הקונה" ויבין מה הוא קונה ויתמחר בהתאם. אנחנו אומרים שה-A הישראלי שקול ל-B+. ואם זה מובן אז זה עוד יותר חמור, כי מתעלמים מזה.

שלומי שוב

אני מבין את זה, אבל הרגולציה, לפחות נכון לעכשיו, לא מבנה את זה. היה לנו דיון בנושא הזה ואנחנו יודעים שעדיין המשק הישראלי לא נמצא שם אבל אולי הוא יהיה. אבל עופר, אני רוצה לשאול אותך לעניין הדירוג, נאמרו פה דברים על נושא הדירוג מה בגדול הדירוג של חברה זרה, מה המתודולוגיה שלכם?

עופר עמיר

הציעו פה כל מיני בדיקות, אם היו מתחילים בלעשות גוגל על החברה שהשם שלה בכותרת ההתכנסות הזאת יכול להיות שלא היינו יושבים פה היום. תתחילו מאנליזה, לא ממהו יחס חוב האג"ח לעומת החוב הבנקאי. כולם פה חשבונאים או כלכלנים ורצים למספרים, כי זה קל לנו. קודם כל תתחילו מהדברים הבסיסיים יותר- מי עומד מאחורי העסק? מה הפעילות? אם אין לחברה אף פרויקט ייזום רווחי איך תשקיע בזה? היו כאלה שחשבו שהם חכמים אז ל-3A...

גל עמית

עופר, אני מציע שלא תתייחס לחברת הדירוג השנייה הם לא נמצאים פה.

עופר עמיר

לא, אני לא תוקף. המשקיעים תמחרו את זה בתשואה גבוהה ביחס לדירוג וחשבו שהם חכמים. אז קודם צריך להסתכל על כל הפרמטרים מסביב מהו הביזנס ולהבחין בין ייזום לבין נדל"ן מניב, להבחין בין חברה שמייצרת תזרימים עודפים לבין כזאת שלא, חברה שיודעת להרוויח בפרויקטים שלה ומקיימת ממשל תאגידי וכזו שלא.

שלומי שוב

עופר, מבחינת ההשוואה לחברה ישראלית שמנפיקה אג"ח ומשקיעה בחו"ל? כלומר, ההבדל הוא רק מבחינת ה"בלש" הזה שנשלח...?

עופר עמיר

אנחנו חברה גלובלית וכזו אנחנו מדרגים חברות בכל העולם, כולל בארה"ב, ועל פי אותה מתודולוגיה. כך שלהגיד "אמריקאיות" זו בעיני הכללה לא מתאימה, ופה אני מסכים עם גל, צריך לבדוק כל מקרה לגופו. יש את זראסאי ויש את

"פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון
והשלכות על המשך הנפקות האג"ח של
חברות הנדל"ן האמריקאיות"

מאתנו. זה עוד בתנאי שהחברה תואיל בטובה ותודיע לנו מה
קורה עם תביעות נגדה ומה קורה לנכסים שלה. במידה וגם זה
לא קורה, כמו באורבנקורפ, אז בכלל עד שנדע יש סיכוי טוב
שהוא פושט רגל. בעיה שלישית יש פה ניגודי עניינים.

גל עמית

רגע דני, מה ההבדל? ב- ADO אתה תדע מה קורה בברלין?

דני ירדני

בהשוואה לנקודה הראשונה שדיברנו, זה שיש חוליים בשוק
הישראלי ובאופן יחסי אתה לא נראה רע זה לא אומר שזה
בסדר.

גל עמית

אבל ADO ובראק חברות מעולות.

דני ירדני

אז מה? אם ADO בסדר אז אתה בסדר?
יש פה ניגודי עניינים. כשנסה לשים את עצמנו בעיניים של
אותו בעל שליטה לא ברור בסיטואציות מסוימות לאן ילך
מירב מרצו. יכול להיות שיותר חשובים לו הנכסים הפרטיים
שלו, שיש לו יחסים עם איזה בנק- אין לנו מושג, אין לנו יכולת
לדעת ולא תהיה לנו יכולת לדעת. מעבר לזה, תרבות פשיטות
הרגל בארה"ב היא מאוד מאוד חדה וקרה, בניגוד לישראל ואת
זה גיא יכול להגיד הרבה יותר טוב ממני. הסיכוי לדעתי, אין
לי פה משהו סטטיסטי, בסוף היום להשיג איזשהו חזר על
הכסף בישראל עם בעלי שליטה ישראליים הרבה יותר גבוה
מאשר הסיכוי בארה"ב.

גל עמית

ברוקלנד ויש אחרות, כל אחת היא מקרה שונה. וישנן גם חברות
רבות שבאו לשלחננו ולא קיבלו דירוג. כן יש מגבלה פה של
מידע. יש פה כן הבדל במובן של הניתוח שצריך שיהיה לך את
הידע המקומי, אתה צריך שיהיו לך הסנסורים המקומיים, וכן
מה לעשות צריך גם ללכת ולראות שהנדל"ן אכן קיים- חלק
מהניתוח בנדל"ן זה ללכת ולראות את הנכס, את האנשים, את
האופרציה. יש חברות שאתה באמת רואה שהן עם ממשל
תאגידי, עם פיזור של פרויקטים וכו' ויש גם חברות אחרות. זה
הבסיס לדיון עוד לפני שאני בכלל מגיע למינוף וליחסי כיסוי.
קודם כל, מה אני מדרג. יש חברות ישראליות כאלה וכאלה ויש
חברות אמריקאיות כאלה וכאלה.

דני ירדני

אני רוצה דבר ראשון להחזיר לדקה לדיון שהיה על דירוג
בינלאומי מול מקומי. כי אני חושב, אולי בניגוד לענת, שזו
הבעיה המרכזית. אלמלא היה דירוג מקומי בישראל חלק מאוד
גדול מהחברות לא היו מגיעות לדירוג השקעה, ובהמשך למה
שגל הציג, דירוג השקעה משמע מחזור ומחזור משמע דירוג
השקעה. אני לא חסיד גדול של נושא הדירוגים אבל אין מה
לעשות זה ה-benchmark המרכזי שאליו מתייחסים בעולם,
וכל עוד כל חברה כזאת או אחרת ולא משנה מאיפה היא
מגיעה מקבלת בוסט של שישה נוצ'ים לפחות אז היא נכנסת
לשוק ההון הישראלי עם מקדמה מאוד רצינית. כי אין מה
לעשות, הבעיה פה זה לא הביטוחים, קופות הגמל או הפנסיות
הבעיה זה שוק קרנות הנאמנות שבהגדרה חייב לקנות אג"חים
בישראל עם דירוג השקעה. זו הבעיה יש לה כתובת אחת-
הרשות לני"ע, היא צריכה לטפל בזה, היא מכירה את זה, היא
מודעת לזה ובגדול היא מתעלמת מזה. זו הנקודה הראשונה.

הנקודה השנייה, היא הנושא שלגבי החברות האמריקאיות,
לדעתי, יש פה בעיית מידע. יש סיכוי טוב שאנחנו נגיע למידע
באחרון. גם כי אנחנו לא יושבים במקומות האלה וגם כי
החברות שהגיעו הן חברות די מרוכזות. מי שמסתובב שם
מסביב להשקעות ולנכסים יכיר את המידע כנראה יותר מהר

דני ירדני

לבייב זו דוגמה מעולה כי עד היום שם הכי הרבה כסף.

גל עמית

וממוטי זיסר לקחת הרבה?

דני ירדני

אז יש ויש. אבל בתחלת, וזה לא משנה כרגע מה הסיבות.

עופר עמיר

אבל ההבדל הוא לא אם הם בישראל או לא, ההבדל זה בנכסים וכמה אקוויטי יש להם מתחת לאג"ח.

דני ירדני

בעיה נוספת שהיא לאורך כל שוק החוב הישראלי- אנחנו משקיעים הרבה באג"ח זרות, אני לא זוכר מקרה שהיה מדרג אחד. תמיד יש מדרג, שניים אם לא שלושה. בישראל, ואני אומר את זה מידיעה, חלק מהחברות האלה קיבלו דירוג השקעה וחלק מהחברות האלו לא קיבלו דירוג השקעה על ידי החברה השניה, לא נכנס כרגע מי זו מי. אני חושב שגם פה רשות ני"ע חייבת להתערב ולדרוש בהגדרה שני דירוגים. דבר אחרון, בהמשך למה שנאמר פה, אני לא אומר שהכול לא טוב וכל מקרה לגופו. עם זאת, קיימות בעיות מבניות בחברות מהסוג הזה. ומה שגיא ציין, היכולת באמת, ועזוב מה שרשום שזה יהיה בבתי משפט ישראליים, בסוף אתה צריך לרדוף אחרי כל נכס ונכס.

לדעתי, גם עם הסיפור של המיסים זה שלכאורה ב- BVI המיסים הם של בעל השליטה, פה גם יש סיפור, רשות המסים האמריקאית היא גם לא פראיירית והיא תדאג לבוא ולעמוד וכנראה גם לפנינו. ובסופו של דבר יש בעיות מקדמיות עם כל הסיפור של האג"חים האמריקאיות. עם זאת, יש חברות ויש חברות. ויש חברות שהונפקו בשוק הישראלי והן מקבלות דירוג השקעה בינלאומי אמתי והן אגב, צחוק הגורל, נסחרות שם. הן הרי לא נסחרות ב- AA איפה ש- AA בישראל נסחר הן נסחרות כמו שאם הן היו באות אל השוק הישראלי ומקבלות BBB בינלאומי. ואגב, ככה גזית גלובל שנסחרת בדירוג BB עולמי

שלומי שוב

דני, תתחבב לי רגע את נושא המיסים, למה התכוונת? כי לפחות ממה שאנחנו הבנו עד עכשיו המיסים הם אחרי האג"ח- זה הטיפול החשבונאי.

דני ירדני

נכון, יש טענה שהמיסים הם אחרי האג"ח. המס הוא ברמת בעל השליטה. ולכן כל יחסי המינוף נראים הרבה יותר טוב. יש לנו גם השקעות בנכסים בחו"ל וגם דיברנו עם עורכי דין ויש פה סימן שאלה גדול מאוד. היות ורשות המסים האמריקאית היא לחלוטין לא פראיירית וכנראה, אם זה יגיע לדיון, הם גם ידאגו להכניס את היד לצלחת, ואלוהים יודע איזה חלק הם יקחו.

גל עמית

אפשר לענות? תראה יש פה עניין מה זה שקיפות לצורכי מס. בישראל המקרה הכי מוכר לנו לגבי שקיפות לצורכי מס זו חברה משפחתית. בפקודת מס הכנסה כתוב שהמס שעובר מהחברה המשפחתית לנישום המייצג רשות המסים רשאית לשים את היד גם על הנישום המייצג וגם על החברה. עכשיו, או שהטעו אותנו כי אני אישית ישבתי ושוחחתי וגם קיבלנו בכתב תשובה מכמה יועצי מס שהשקיפות בארה"ב של LLC היא שקיפות מסוג אחר. זה אומר שההכנסה כמו בשותפות עולה לתיק בעל השליטה ואם הוא לא ישלם את המס מאותה הכנסה הן יכולות ללכת לבנאדם וכמו כל נושה לנסות לתפוס את הנכסים שלו, שאלו הזכויות ההוניות בחברה, קרי, את המניות של ה- BVI, הן לא יכולות לרדת פנימה. וזה גם הגיוני תחשבו שלבנאדם יש מפעל מטוסים ונכס נדל"ן, עלו לו רווחים מפה ומפה, וזו כל ההכנסה שלו. הוא לא שילם מיסים ופשט את הרגל. המיסים הם אצלו, למעלה, אי אפשר לחזור לחברה ולקחת לה את הנכסים. אז או שהטעו אותי ביעוץ שקיבלתי או שהטעו את דני.

שלומי שוב

במישור החשבונאי, המיסים לא נרשמים כלל ברמת החברה. זה נושא שרשות ני"ע בדקה אותו לגבי החברות האמריקאיות.

גל עמית

גיא טביביאן מעלה פה נקודה נכונה היה תשקיף אחד שרצינו

"פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון
וההשלכות על המשך הנפקות האג"ח של
חברות הנדל"ן האמריקאיות"

הוא מחזיר לך את הכסף. אתה לא יכול להוכיח את זה.

אמיר ברנע

מקרה אורתם?

עמנואל אבנר

שלומי, אני רוצה להעיר את תשומת הלב לנקודה אחת שפחות דיברתם עליה כאן – במהותן החברות האלה הן החברות פרטיות. חברה פרטית שמנפיקה כאן אג"ח וצריכה להיכנס עכשיו לתוך הרגולציה הישראלית ולעבור למעשה להיות חברה מדווחת, קודם כל, הם מתמחרים את זה לעצמם את המעבר הזה מחברה פרטית לחברה מדווחת במשהו כמו אחוז אחד מעלות החוב. שזה דבר שהוא די משמעותי צריך להבין שה-DNA של החברות האלה זה DNA של חברה פרטית, שיש בעל שליטה יחיד בדרך כלל, ופתאום הם הופכים להיות חברה ציבורית. אין להן את ה-DNA הזה להפוך להיות חברה ציבורית, בטח לא בשנייה וחצי. יש כאן תהליך שצריך לעבור אותו גם עם דירקטוריון ועם רואה חשבון שצריך לעשות את העבודה מרחוק ועם מבקר פנימי ולהיכנס לתוך הקטע של ה-ISOX, שזה לא קל להן. חוסר ההכרות אפילו של הדירקטורים עם הנכסים שנמצאים שם. כל ישיבות הדירקטוריון וועדות הביקורת שנעשות-זו לא אותה דינמיקה כמו שלעשות ישיבות דירקטוריון פרונטליות, ואפילו אם פעם בשנה אתה נוסע לשם ועושה ישיבה פרונטלית יש כאן סוג של קושי בשליטה ובבקרה בחברות האלה. אני מעריך שזה איזשהו תהליך שייקח זמן עד שהחברות האלה גם יבינו את הרגולציה שהם למעשה צריכים לעמוד תחתיה. בחברות האלה אין בדרך כלל רואה חשבון ישראלי, הם לא מבינים את המהות של ה-IFRS, הם לא מבינים את המהות של לדווח בתוך חברה ציבורית. זה תהליך שלוקח זמן, צריך יועצים טובים, צריך דירקטורים שעומדים על המשמר. כי אם בתוך דירקטור אתה לא עומד על המשמר שהדברים האלו יעשו, זה

לרשום את המסים בפנים, להפריש והרשות אסרה עלינו בדיוק בגלל הטיעון הזה.

שלומי שוב

אני רוצה לחבר לדיון גם את הנושא, בכל זאת אנחנו גם פורום של ראיית חשבון, עולה פה גם שאלה של ביקורת- איך מבצעים ביקורת על נכסים שהם...

גיא גיסי

בוא תן לי לומר ארבעה משפטים על רמאויות לפני ואז נדבר על הביקורת. רמאויות בממשל תאגידי, כי גל אמר שממשל תאגידי לא עוזר לשום דבר. אז ככה, יש גנבים ואיתם הפתרון היחיד הוא שימצאו אותם כמה שיותר מהר. יש כאלה שהסתבכו והתפקיד שלהם במשחק הזה הוא לשקר. שאלתי פעם מישהו 'למה בעלי שליטה משקרים לי?' אז הוא עונה לי 'מה הכוונה? הם חייבים לשקר לך כי במשחק הזה הוא צריך להעביר את הסיכון אליך, הוא צריך זמן, הוא צריך סיכוי, במסגרת הזאת התפקיד שלו זה לשקר לך- תתכונן שהוא ישקר לך'. עכשיו, ככל שהוא יותר לבדו, הרי כשאתה חולם בלילה אתה חולם חלומות שאתה לא רוצה לספר עליהם, אז כשאתה לבדך אז הרבה יותר קל לך ללכת ולעשות משהו שאתה לא צריך ללכת לספר לאחרים. כשאתם רואים שהוא נמצא לבד יש לכם בעיה. בחברות זרות טסים מרחוק- הממשל התאגידי והשליטה מרחוק. בנוסף, יש גם כשלים אחרים, יש נושאים שלא תדעו בחיים ושום ממשל תאגידי לא יעזור וזה בעיקר בחברות נדל"ן. אני מצאתי כבר כאלה, ואני לא מתייחס לשום דוגמה ספציפית, אבל גם פורסם בעיתון על אילו שהם חשדות לאחרונה. בחברות נדל"ן, בחברות פרויקטאליות אתה אף פעם לא יודע ממי קיבלת חשבונית ולאיפה הכסף הלך ואיזה קיקבקים היו. חברים, אתה לא יודע. יש סיפורים של הסברים על הזרמות של בעלי שליטה שבאים ולוקחים מלמטה, הם אומרים שהם מזרימים אבל מי שמזרים זה אתה,

לא יעשה כיוון שאין להם את האינסנטיב לעשות את זה.

שלומי שוב

אתם לא נותנים לי להכניס את ראיית החשבון, בכל זאת, זה המקצוע שלנו. דויד איך אתה רואה הביקורת של נכסים בחו"ל על ידי רואה חשבון בישראל?

דויד וליאנו

ברמה העקרונית- ביקורת בארץ או ביקורת בחו"ל- יש לנו את כללי העל שלנו, ולא יעזור שום דבר, רו"ח כדי שיוכל לעשות ביקורת צריך להכיר טוב את הסביבה העסקית שבה העסק שהוא מבקר פועל. צריך לבדוק היטב את הכישורים שיש לו לצורך הביקורת ולאנשים שלו. ואיפה שיש לו כישורים חסרים לקחת כישורים אחרים, אם זה מומחים שהם חלק מצוות הביקורת, אם זה משרדים ברשתות שנמצאים בחו"ל שעושים חלק מעבודת הביקורת. זה לא חייב להיות רק מבקרים-זה יכול להיות עו"ד, מערכי שווי, שמאים- כל הדברים שנדרשים לצורך חברת נדל"ן. כלומר, הבסיס הוא היכרות של החברה, בחינה אמיתית של היכולות שלך ואתה סך הכול מקים צוות שהוא חלק אינטגרלי מצוות הביקורת, בדרך כלל אלו אנשים קבועים שכבר מכירים אותם וכך אתה מנהל את הביקורת. ברמה העקרונית המפתח הוא להכיר ולוודא שיש לך צוות מספיק טוב.

תהליך ביקורת הוא תהליך ביקורת, תקני הביקורת בארץ בגדול מבוססים על תקני הביקורת הבינלאומיים, יש לכולנו ניסיון עם תקני ביקורת אמריקאים, כך שפה אין מה להמציא. שיטת הביקורת מוכרות וידועות, פיקוח על מקצוע ראית החשבון קיים והולך ומתגבר, IFRS ולא משנה עם הנכסים של החברה בחו"ל או בארץ, הכללים הם בעיקרון אותם כללים. אבל נכון צריך להתמודד עם העובדה שאלו חברות חדשות, לפעמים אין את בעלי המקצוע המתאימים בחברות עצמן וזה בהחלט תהליך

גל עמית

אבל זה יותר קשה לעשות ביקורת בחו"ל מאשר בארץ.

דויד וליאנו

אני לא אמרתי שזה יותר קל או יותר קשה. אני אמרתי שבהערכות נכונה יש מענה לכל דבר. כי באותה המידה אתה יכול לבוא ולשאול רואה חשבון זר, נניח קנדי, אם הוא מוכן להנפיק את אותה אג"ח בישראל.

התשובה תהיה כנראה שלא.

גל עמית

גם אם כן, אני מפחד.

שלומי שוב

למה אתה מפחד?

גל עמית

כי עשינו את זה כבר בעבר, בתחילת הדרך השתמשנו ברו"ח אמריקאים.

שלומי שוב

גם אם זה ביג פור?

גל עמית

זה לא הגודל שלהם, זה פער שפה, תקנות- הרבה יותר מסובך. בסוף, עדיף שיהיה רו"ח ישראלי. רו"ח ישראלים מקפידים יותר על חשבון אמריקאי וגם זולים יותר.

דויד וליאנו

רק כדי להשלים את דבריי, גל אמר שכשהוא שואל את גיא על שיעור היוון זה יותר קשה אבל זה נאמר מלכתחילה. זו הסיבה שמרכיבים צוות שכולל מומחים מחו"ל.

אמיר ברנע

אני עוד לא מבין מכל הסיפור הזה, מה העתיד של ההנפקות מהסוג הזה בישראל?

אלי לוי

אני חושב שכל מקרה לגופו, כמו שאמרתי, יש פה הרבה אנשים שכל אחד מדבר מהפוזיציה שלו. יש פה חברות שצריך לבחון אותן. בחלקן התשובה משתנה מאוד מהרגע שהן מנפיקות לכמה חודשים או שנה אחרי. ומאוד קשה לתת פה איזושהי תשובה רוחבית כן או לא. כל מקרה לגופו, כל חברה והנכסים שלה. יש את הנושא המיסוי שהוא מאוד מורכב שגם מייצר

"פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון
וההשלכות על המשך הנפקות האג"ח של
חברות הנדל"ן האמריקאיות"

ההנפקות ולצד לא הצלחנו לנצל את הכוח של המוסדיים
אני מעריך שהדברים הולכים להשתנות. הכוונה ב-badboy
היא שכאשר בעל השליטה פועל בניגוד להתחייבויות שלו
התשקיפיות, הן ברמת השעבודים, הן ברמת קובנטים כאלה
ואחרים מוסדרים, יש חבות אישית. אני לא רוצה להסתמך על
הרשות לני"ע שיהיה פה חיקור דין ותקיים פה הליכים פליימ
נגד הנוכלים, אני רוצה שתהיה לי כרית מימון שמנה כבר בשלב
ההנפקה שתאפשר לגופים המוסדיים ולקרנות ולמי שזה לא
יהיה לעלות על מטוס ולתבוע את אותם בעלי שליטה אם הם
פושטים רגל.

אמיר ברנע

קריאת התשקיף שאתה מחייב אותה, האם חברות הדירוג לא
קוראות את התשקיף?

ארנון שגב

אם יש מסקנה שאנחנו הפקנו אותה, ואנחנו שומעים את
הקריאות גם של החתמים שמביאים פה בסך הכול פעילות
לבורסה, יש טענה שבצעם מה ההבדל בין אותן חברות לחברות
פירמדיאליות אחרות בתחום הנדל"ן וסקרו פה את השמות.
דרך אגב, באחת החברות שהיא מאוד ידועה כתוב על התשקיף
שהחברה הינה חברת החזקות פנאמית, לא אמריקאית, לא
קנדית, לא BVI - פנאמית שהתאגדה כחברה ציבורית מוגבלת
בהתאם להוראות חוק החברות הפנאמי. מדובר על נורסטאר
כמובן. אני מעריך שלחלק מהשחקנים שיושבים פה יש את
האג"חים הללו וגם את חברות הבנות. המסקנה היא למעשה
הקשחה לאורך כל החזית. אנחנו סבורים שדין גלובל כדין
חלק מהחברות האמריקאיות. אנחנו נשתדל ליישם חלק
מהלקחים, ואני שם בצד את הנוכלים, והניסיון שנצבר גם
על אותן חברות בשביל לנסות ולתקן במעט את הנושא של
החשיפות.

פה בעיה של גמישות - אם יש שותפים ורוצים למכור הנכס
את הנכס והמס עולה למעלה, אחד כן יכול לשלם מס, השני
לא יכול לשלם מס. יכול להיות שבכלל באישי הוא לא נזיל,
הוא לא יכול למכור נכסים בשביל להחזיר חובות. מצד שני יש
כאן חברות שיש להן נונריקורס שזה שונה מהשוק הישראלי.
יש פה הרבה נתונים שצריך לשקלל, ולנו אין איזושהי נוסחה
שהיא נכונה לכל החברות ואנחנו יכולים לתת תמחור מדויק.
זה מורכב, אבל בסוף יש לכל דבר מחיר ואם זה נכון והחברה
נראית לנו נכונה מבחינת הסיכון והתשואה אנחנו עושים את
זה.

ארנון שגב

שלומי, מהניסיון שלנו כבודקים אני מעריך את מרבית הנפקות
האג"ח בכלל עבור הגופים המוסדיים והאמריקאיות בפרט,
אני מאוד מתחבר לדברים שענת דיברה עליהם. לפחות הגישה
של "יזהר הקונה" - הייתי מדבר על שלושה פרמטרים:

1. לספור-לספור את כמות הקומות שיש בין נכס הבסיס לבין
החברה המנפיקה. השקף שהוצג, ויש חברות כאלה, דיבר על
2-3 קומות בין החברה המנפיקה לבין נכס הבסיס, גיא יספר
לכם בוודאי שכל שיש יותר קומות ההסתברות לקבל בחזרה
את הכסף הולכת ופוחתת. יש לנו מקרים של 8-9 קומות בין
החברה המנפיקה לבין נכס הבסיס. יש לזה השפעה דרמטית
על התמחור ההנפקה ועל הריבית שאתה מצפה לקבל, אני לא
אומר שזה פוסל.

2. לקרוא-אני לא רוצה להתייחס בהכרח לאורבנקורפ אבל
חלק מהתחלואים היו כתובים בתוך התשקיף. כלומר, חלק
מהדברים הרעים שהיו באותה הנפקה היו כתובים בתשקיף.
אז עוד לפני הגוגל, היו סימני אזהרה - לקרוא את התשקיף.
תראו בתשקיף שזו חברה בתחום היזמות, שהשעבודים
קיימים אבל לא... ואמרה שתשתמש בכספים לטובת מחזור
חוב ולטובת פירעון חובות, עסקאות עם בעלי עניין.

3. להיזהר מילדים רעים - בארה"ב אין רכישת נכס בנונריקורס
ללא התניית badboy. אנחנו ביקשנו את זה ועמדנו על כך בכל

מה שאתה אומר שהפרשה הזאת משפיעה גם באופן רוחבי, לאו דווקא על החברות האמריקאיות.

ארנון שגב

היא בהחלט אמורה להשפיע.

רפי ליבא

שלומי, מילה אחת. הוא נגע בזה- מישוהו פתח פעם וקרא שטר נאמנות של חברה ישראלית אל מול שטר נאמנות של אמריקאיות? אני מודה שאם יש לך נוכל שום שטר נאמנות לא יגן עליך אבל שטרי הנאמנות של החברות האמריקאיות הרבה יותר קשוחים. קובנטים הרבה יותר הדוקים. יש לא מעט חברות שמדורגות בדירוג גבוה ישראלי, קח עכשיו את "החולצה" של לייטסטון שמדורגת A+, ותלביש אותה על חברה ישראלית שפועלת בחו"ל שמדורגת A+ ו"בום" קופצת לה הבטן, היא לא עומדת בקובנט ב-day1. לכן ההקשחה שאתה מדבר עליה צריכה להיות בסופו של דבר בכלל האג"ח הקונצרני.

ארנון שגב

אני רק אגיד ביחס לליטסטון שהיזם שם פשט את הרגל, הייתה לו שם התניית badboy והוא תבע את עורכי הדין שלו על כך שהם התרשלו ואפשרו לו לחתום על כזה דבר.

נטלי ג'ייקובס

מהזווית המשפטית אני רוצה להתחבר למה שענת אמרה דווקא לא מהדוגמה של אג"ח ישראלי אלא של איגו"ח. פעם אחת איגו"ח ופעם שנייה הסכמים בין מלווים (intercreditor), אנחנו צריכים להסתכל ולבדוק את ההשקעות האלה גם מהזווית המימונית הנקייה הטהורה, שעבודים ברמת המזנין, כי גם למזנין מגיע להיות בשולחן אחרי שמשלמים למלווים ברמת שיעבוד עליונה יותר וכאן צריך פשוט לעשות Due diligence משפטי דווקא, כמו שצריך, לא רק על העטיפה ב-BVI אלא גם על נכסי הבסיס בצורה הכי מחמירה של איגו"ח. ויש להיזהר מארביטראז' מסוכן בין השקעה באקוויטי להשקעה באיגו"ח. סולבנסי 2 שבא לשמור על ההון של הביטוח לא סתם מחמיר בעניין של איגו"ח, הוא הגיע מכיוון שיש שם סיכון. וכאן צריך להיזהר בדיוק מהסיכון הזה ואת הבדיקה הזאת לא לעשות רק באורבנקורפ כשאנחנו בניתוח,

שאני לא רוצה להגיד "לאחר המוות", כי אנחנו עוד מקווים שעוד יהיו שם דברים. אבל בדיוק בשביל זה אנחנו כמשקיעים צריכים להיות בשולחן עם שעבודים תקפים, עם הסכם intercreditor אם אפשר, ואם אי אפשר אז למצוא פתרונות משפטיים אחרים. אבל לכן צריכה גם להיות בדיקה משפטית, לא רק Due diligence ברמת גוגל-באמת? כסף מוסדי גוגל? אני לא מזלזלת אבל זה צעד ראשון, הצעד הבא צריך להיות רמת טיפול של הסכם מימון לכל דבר ועניין.

איה יופה

ה-Due diligence שמתבצע ברמה המשפטית הוא מאוד מעמיק. זה Due diligence שמתבצע גם על ידי עורכי דין ישראלים אבל כמובן שניסיונם מוגבל, גם על ידי עורכי דין זרים שנותנים חוות דעת ספציפיות ומקיפות על כל אחד ואחד מהנכסים הללו. דוחות ה-Due diligence שיוצאים הן חוברות של עשרות עמודים-זה ברמה המשפטית. ברמה החשבונאית כנ"ל. ולאחרונה וגם לפני כן גם ברמה העסקית, זה משהו שבוודאי עוד ירחיבו שוב ושוב.

עכשיו, מדברים כאן הרבה על הנושא של intercreditor, אבל אני חושבת שבסוף שוק האג"חים צריך להבין את המגבלות של עצמו. יש מציאות מצויה ורצויה. בסופו של דבר, שוק האג"ח צריך להבין שיש פה השקעה באג"ח שהוא אג"ח מזנין. העובדה שמנפיקים כאן אג"ח ברמה של חברת BVI שיושבת על נכסים אמריקאים, זה אולי מוסיף איזשהו נופך מסוים שנראה אולי מבחוץ חסר שליטה וכדומה. אבל בסוף זה דומה במהות המשפטית לחברה ישראלית שמנפיקה נכסים שנמצאים בחו"ל ונמצאים עליהם שעבודים לבנקים.

ענת לוין

איה, פרט לדבר אחד-ממשל תאגידי. נושא ניגוד עניינים, ודני העלה את העניין, אבל ברגע שאת לוקחת חלק מהתיק ועושה הנפקה, נניח, רק על נכסים בניו יורק... אל מול העניינים האחרים שלו, אז זה שונה מאוד עדיין, ואני לא חביבה של Corporate בכלל, אך עדין זה שונה מחברות שכל הממשל תאגידי שלהן, כל האינטרסים שלהם הכול נמצא בפנים ואת מנפיקה שם אג"חים.

איה יופה

אני מגיעה לזה. מהבחינה המשפטית הטהורה של 'בוא נגיע לנכס למטה' זה אותו דבר כמו חברה ישראלית שמנפיקה, בסופו של דבר, אג"ח מזנין על נכסים שנמצאים בחו"ל.

"פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון
והשלכות על המשך הנפקות האג"ח של
חברות הנדל"ן האמריקאיות"

ההון ושוק ההון מבוסס על ממשל תאגידי, על אכיפה מנהלית
ואכיפה פלילית- זהה שוק ההון- לטוב ולרע.

אמיר ברנע

אתה מעלה ספק במה שנאמר, האג"ח האלו הן הלא מזנין?

גל עמית

בוודאי שאני מעלה ספק.

רפי ליפא

מזנין זה כשיושב בניין אחד, יש לך חוב בכיר על הבניין, אתה
הלוות לאותו בניין- נפל על הבניין מנוף, הלך המזנין. באג"ח
Corporate יש לך עוד מקומות להיפרע מהם.

גל עמית

אתה יכול לקרוא לזה מזנין מגובה בהרבה נכסים, אין בעיה-
זה מונח. אתה יכול לקרוא לזה "מזנין" פשוט המונח בחו"ל
למזנין הוא קצת שונה.

אמיר ברנע

גל, יושבים פה מנהלי סיכונים וענת בעצם אמרה את זה קודם,
ריבוי הנכסים כמפחית סיכון הוא קצת פיקציה. כי בסך הכול
קיימת מגמה רוחבית כללית. אני פשוט מספר לכם דוגמא:
ב- 2009 היה הסדר חוב של אפריקה, ועלתה השאלה מה שווה
הקניון ברוסיה? ובעצם העוצמה של ההסדר הייתה שמר לבייב
הוא היחידי שיכול לדבר עם הרוסים. הקשר שלו עם הנכס
היה בלעדי פרסונלי. הנושים שהיו להם זכויות מול הנכס הם
חסרי קשר. הם לא מסוגלים לדבר עם הרשויות ברוסיה! הם
קבעו עם הרוסים הסדרים? הם יודעים במה מדובר? במידה

נטלי ג'ייקובס

אבל אין לך שיעבוד, איה.

גל עמית

בסדר אבל איפה אתם חיים? באג"ח Corporate אין שעבודים.

איה יופה

קחי חברה ישראלית שיש לה חברות בנות שפועלות לדוגמה
בנדל"ן באירופה או כל נכס אחר שנמצא בחו"ל וממומן בחו"ל
על ידי בנקים זרים השעבוד עצמו יושב על הנכס. מה שמגיע
לישראל זה ברמת העודפים. אני חושבת שהרמה המשפטית
משתלטת על ישראל- זו לא הסוגיה ושוק ה-Corporate
הראה את זה שבישראל נותנים לעודפים לשלם עובד. אתה
יכול להביא מנגנונים ישראלים- זו לא הבעיה. הבעיה היא
קודם כל במודל של הנפקת חוב מזנין ואז צריך לראות אם חוב
מזנין ישראלי או זר, איך אתה מטפל בזה. אני חושבת שהשוק
השתכלל וצריך להמשיך ולשכלל אותו. אמרתי מציאות רצויה
ומצויה- מחזיקי אג"ח צריכים להבין את המגבלות של עצמם.
הם לא פורום שמסוגל להיכנס לתהליך של intercreditor עם
בנקים כי תהליך קבלת החלטות אצל מחזיקי אג"ח הוא
תהליך קבלת החלטות הרבה יותר מורכב. צריך בשביל זה שני
גופים שצריכים לקבל החלטות בצורה מושכלת. כשאתה מגיע
לקבלת החלטות עם אג"חים. איך אמר לי דני 'קחי כמה ימים
תיק תק תוך שבעה חודשים את מקבלת תשובה שלילית'. אז
אין מה לעשות, בשוק הזה זאת המשמעות ולכן גם התשובות
שמשלמים יותר גבוהות ולכן גם הדברים נופלים.

גל עמית

אני חייב להגיד משהו, כל הזמן אומרים פה 'הנפקת אג"ח
מזנין', זה לא מזנין. זה אג"ח Corporate. חברים, אנחנו בשוק

מסוימת העוצמה של בעל השליטה נבעה מההיכרות שלו עם הנכס שהיה מרוחק מהנושה בארץ. זה יצר את ההסדר באפריקה במידה רבה ב-2009. זה חוזר על עצמו במידה רבה פה. הריחוק הזה של הנושה מהנכס לא מאפשר פירוק חברות, מכירת נכסים, אפילו האיום של הנושה לפעול לפירוק הוא מוגבל לגבי נכסים מרוחקים.

גל עמית

זה צריך לבוא לידי ביטוי בתשואה- הכול בסדר, בשביל זה יש לנו מכשירים שונים. אם היה למזין intercreditor הייתה משלמת פחות ריבית, בגלל שזה Ag Corporate צריך לשלם יותר ריבית. אני חייב עוד נקודה שמתקשרת למה שענת אמרה, הקטע הזה של 'חלק מהתיק' שבטעות אנשים חושבים שיש פה סוג של מודל או סוג של מבנה- אני יכול להגיד לך שאני מכיר את כל החברות האמריקאיות שהנפיקו ורק שתיים מתוכן, למיטב ידיעתי, עשו Cherry Picking משמעותי. כיוון שרפי ואני אחראים בערך ל-60% אין לנו אפילו חברה אחת שעשינו slice. נאלצים לעשות את זה לפעמים בחברות ענק שלא הגיוני לקחת את כל התיק אבל ברוב המקרים של המקרים למיטב ידיעתי ההנפקה כללה את רוב או כל הנכסים של החברה.

רפי ליבא

היחידה שרצינו, לא הנפיקה.

גל עמית

לא משנה. אז אני אומר, מי שחושב כמון שלא יקנה הנפקה שלקחו עשרה נכסים מתוך תיק גדול אם לא נראה לו, כאמור כל מקרה לגופו. יש Corporate ענק של 100 נכסים ובחרו שישה ועשו מזה Ag ח- אני מבין את מה שאת אומרת. אבל רוב החברות זה לא ככה.

שלומי שוב

בואו נשמע את הסיכום של שוק ההון כי בסופו של דבר עולה השאלה מה הולך להיות קדימה.

ערן קלינסקי

אני חושב שנאמרו פה הרבה דברים שברובם המוחלט נכונים, משני צדי המתקשר- גם בעד וגם נגד. אני חושב שנגעו פה

כמעט בכל הנקודות. בסוף אני חושב שצריך לזכור ששוק ההון ושוק האג"ח בישראל על כל התחלואים שלו הוא בסוף גם שוק משוכלל ואחד המשוכללים שיש. אמנם התמחרים פה לפעמים מזרים ויש בו קרנות שחייבות לקנות כמו שנאמר. אבל בניגוד לשווקים בחו"ל, אם אני משווה לדוגמא לשוק האג"ח האמריקאי, דווקא בארץ אני רואה קונים ומוכרים על הבוקר ויש שוק סחיר.

בשורה התחתונה זה הכול עניין של תמחור. שואלים פה האם זה לגיטימי? האם זה ימשיך? זה כבר פה, אנחנו צריכים לקבל את זה שזה פה ולהתמודד עם התופעה- זה בכל המדדים בעיקר בתל בונד השקלי, ובחלק מהמדדים הנפקות מאוד גדולות. ובסוף זה עניין של תמחור- מי שלא רוצה שלא יקנה, מי שכן רוצה שיקנה ועובדה שבסוף האג"ח האלה מקבלות תשואות יותר גבוהות- זה משקף את הסיכון שנאמר פה של הממשל התאגידי, הנגישות, וחוסר הידע והשקיפות. מצד שני יש גם דברים טובים ובסוף התמחור מדבר בעד עצמו. יכול להיות שהוא צריך להיות קצת יותר גבוה או קצת יותר נמוך אבל בסוף זה מתבטא בשוק וזו השורה התחתונה של הסיפור הזה."

שלומי שוב

רגע לפני שאנחנו מודים לכם, אתם יודעים זה המפגש האחרון בעונה האקדמית הזאת, האקדמיה יוצאת לפגרה. אבל אנחנו ככל הנראה לא ניתן לכם יותר מדי זמן לנוח ונזמין אתכם במהלך הפגרה לדיון מיוחד בנושא הצעת החוק של חדלות הפירעון. תודה רבה!

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

"ביטול המבחן המאזני על
רקע המהפכה המוצעת
בדיני חדלות הפירעון:
האם אמות המידה
הפיננסיות יצליחו להגן על
נושים ארוכי טווח?"

תאריך המפגש: 7 ביולי 2016.

נושא המפגש: "ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה המוצעת בדיני חדלות הפירעון: האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן על נושים ארוכי טווח?"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון, הצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו 2016.

אורחים שנכחו בדיון: נשיא בית המשפט המחוזי, השופט איתן אורנשטיין, עו"ד מוטי ימין (ראש מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך) עו"ד ספי זינגר (מחלקת ייעוץ וחקיקה, משרד המשפטים), עו"ד גור בליי (יועץ משפטי, וועדת חוק חוקה ומשפט, הכנסת), פרופ' דוד האן (כונס הנכסים הרשמי), ד"ר עומר קמחי (אוניברסיטת חיפה), עו"ד ענת פילצר סומך (איגוד החברות הציבוריות).

נוכחים: פרופ' אמיר ברנע, רו"ח שלומי שוב, רקפת שני, פרופ' עודד שריג, פרופ' אסף חמדני, ענת לוין, עדי סקופ, עו"ד אברמי וול, פרופ' עדי פזנר, יונל כהן, עו"ד סיגל רזן-רכב, דגנית דניאל, דן אבנון, עמנואל אבנר, ואדים פורטנוי, גלי עטרון, לילי איילון, רו"ח דני ויטאן, פרופ' יורם עדן, מנחם שוורץ, עו"ד ענת צדקה, אמיר סוראיה, עו"ד מני נאמן, סאמר חאג' יחיא, ד"ר רועי שלם, ד"ר טל מופקדי, ד"ר אסתר גלעזרן, פרופ' דן אלנתן, עו"ד נטלי ג'ייקובס, צורי לביא, עו"ד רות חרדון אביב, אמיר ברטוב, עו"ד פני רובין, רו"ח משה דגנסקי, עו"ד שיראל גוטמן, גאדי גולדשטיין, עו"ד ורו"ח איתן עבדו.

צוות מקצועי: עמרי כהן, רעות קליינמן ולידור רזנצוויג.

האלה של הערכות השווי. ומי אנחנו כפורום שווי הוגן שמבינים כמה הנושא של הערכות שווי הוא נושא מורכב ולא פשוט. כשהרציונל של הצעת החוק הוא להסתמך על הקובנטס שקיימים באגרות החוב שהם אלו שיגנו על בעלי אגרות החוב ובמצב של התדרדרות כלכלית יאפשרו להכניס את החוב לפירעון מידי. גם כשמסתכלים על הטיעון הזה השאלה כמה הוא חוסך את השיקולים האלו. בסופו של דבר הקובנטס שאנחנו מדברים עליהם הם איכותיים ותהיה מחלוקת שגם תגיע לבית משפט על ההפרה או אי ההפרה שלהם, שבסופו של דבר לא בהכרח תחסוך את הדיון הזה בהערכת השווי. צריך גם לזכור שכשאנחנו מדברים על ארה"ב, היה לנו דיון גם במפגש האחרון של הפורום שלא בהכרח המבנה של האג"ח Corporate בארה"ב ואיך ששוק ההון מתנהל שם תואם את מה שקורה בישראל ואנחנו רואים את זה בכל מיני פערי ארביטראז' בתשואות בשנים האחרונות. נקודה נוספת זה הנושא של הקרוס-דיפולט. אם מכניסים לפירעון מידי אז הקרוס-דיפולט עובד ועולה שאלה אם החברה לא תהיה במצב גרוע יותר שניתן פחות לסייע לה בסיטואציה כזו.

עוד נקודה שצריך לשים אותה על השולחן זה החשש שחברות בישראל מגיעות להסדרי חוב מאוחר מדי. אנחנו רואים את זה גם מהזווית שלנו כחשבונאים לגבי הערת העסק חי שיש חשש רב שהיא מגיעה מאוחר מדי, כפי שכבר דיברנו על זה בפורום בעבר. צריך לזכור שבמצבים כאלה החברות הן עם הגב אל הקיר והשאלה היא בעיקר לעיתים מה הכוח של רואה החשבון? אם דיברנו על מקרה IDB אז לא בטוח שרואה החשבון היה מצליח במשימה בסופו של דבר ללא תמיכה חיצונית.

מהזווית החשבונאית, על פניו אותי זה קצת מצחיק הנושא הזה של ההבחנה בין מבחן תזרימי לבין מבחן מאזני. כי הרי מה זה מאזן? מאזן מייצג את התזרימים עתידיים. כשאנחנו מדברים על תזרימים מאזנים אני מביא את זה למישור שלנו להנחת העסק החי. הנחת עסק חי מדברת על היכולת של התאגיד להמשיך לפעול כעסק חי בעתיד הנראה לעין. היא כמובן מסתכלת על המאזני, מה שכן היא באה ונותנת פרשנות מינימלית למונח "העתיד הנראה לעין". כלומר, עד כמה הוודאות קדימה צריכה להתבטא? החשבונאות באה ואומרת לפחות שנה אחת. כלומר, החברות לא יכולות להגיד שהן לא יודעות לחזות את התזרימים באופן מדויק לפחות שנה אחת מראש. שימו לב, זה לפחות שנה מראש, זה לא המקסימום זה המינימום. צריך להוסיף לזה את הדוח תזרים חזוי שנכנס לפי דרישות רשות ני"ע בעקבות המשבר הפיננסי והוא הפך להיות היום בישראל מוסכמה. דוח התזרים החזוי למעשה אפקטיבית מרחיב את המינימום הזה משנה לשנתיים. כלומר, ברגע שהוא דורש תזרים חזוי לשנתיים בקיומם של סימני אזהרה אז הוא למעשה מרחיב את דרישת

זימנו דיון מיוחד של הפורום בפגרת הקיץ לאור דחיפות וחשיבות נושא חדלות הפירעון. ברצוני להודות לאורח הכבוד שלנו, נשיא בית המשפט המחוזי בתל אביב השופט איתן אורנשטיין.

כניסנו את הדיון המיוחד בכדי לדבר על הצעת החוק חדלות פירעון מהזווית התאגידית שלו שנמצאת ממש בימים אלה על שולחן הכנסת. אנו חושבים שראוי שהצעת חוק שיש לה השלכות כל כך דרמטיות, ומשמעות כלכלית כל כך גדולה, בין היתר, על שוק ההון תעבור גם דרך המסננת הכלכלית שלנו שכוללת את ההיבטים המימוניים והחשבונאיים. אני חושב שזאת מסוג הצעות החוק שקיימת סכנה אם תידון רק במישורים המשפטיים.

במרכז הדיון שלנו נמצא המתח בין הנושים של הטווח הקצר לבין הנושים של הטווח הארוך בתקופת ההתדרדרות הכלכלית של החברה שמכונה "אזור חדלות הפירעון", הקרב על הקופה כך לפעמים מכנים אותו. השאיפה היא ליצור את האיזון העדין בין הרצון לעודד כניסה מוקדמת של תאגידים לתהליכים של הבראה ושיקום לבין החשש מצד שני מפגיעה של התהליכים האלו בניהול התקין של החברה. כולנו מודעים לכך שבחברות באזור של חדלות פירעון קיים חשש מבעיות של א-סימטריה במידע, עלויות סוכן ולקחת סיכונים גבוהים מדי על ידי המנהלים ובכלל אינטרסים מנוגדים למכביר. נושא זה גם מתקשר חזק מאד להיבטים של אחריות דירקטורים, וגם לכך קיימת התייחסות בהצעת החוק כפי שנשמע עוד מעט אני מניח ממשרד המשפטים.

מדובר בהצעת חוק רחבה מאוד ואנחנו רוצים למקד את הדיון שלנו לשני נושאים עיקריים - הנושא של הגדרת חדלות פירעון וכן המעמד של הנושים העתידיים בדגש על האג"ח הארוכות לזיזם הליכים. אם אני מתייחס להצעת החוק לפני השינוי שביצע משרד המשפטים השבוע אז היא למעשה מבטלת את המבחן המאזני לטובת המבחן התזרימי בלבד. כשאנחנו מסתכלים על הפרשנות של בית המשפט בשנים האחרונות לחוק החברות אז אנחנו רואים שהמבחן המאזני תופס משמעות רבה והמקרה הבולט ביותר של השנים האחרונות זה סיפור IDB ששם המתח בין הזמן הקצר לזמן הארוך, והניסיון שצלח במידה רבה של בעלי האג"ח הארוכות למנות בעל תפקיד מיוחד וכו'. למעשה זו היתה דוגמה בולטת ביותר לטעמי של שימוש במבחן המאזני. לפני שאגיע לזווית החשבונאית שלי, רק אציין שאני שומע מהמשפטים שהמבחן התזרימי משקף את הגישה המשפטית האמריקאית לעומת הגישה האנגלית שהיא גישה עם מבחן מאזני.

הנימוקים של ההצעה הם בעיקר השיקולים של ודאות מבחינת החברה ומניעת התדיינות ארוכה סביב כל השאלות

"ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה
המוצעת בדיני חדלות הפירעון;
האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן
על נושים ארוכי טווח"

ללא רלבנטי; אין זה כך בשוק ההון. מה יקרה בשוק ההון? האם הנאמן ימלא את תפקיד הבנק? האם הנאמן יכול לוותר על עמידה בקובנט? הרי אם כל נושא ההפרה חוזר לבית המשפט לא נפתר דבר בנושא הוודאות. אזכיר שבתיק IDB נקבעו כללים המאפשרים לקבוע אם חברה היא סולבנטית, והכללים שנקבעו הם פשוטים - NAV חיובי מובהק וודאות תזרימית גבוהה לגבי הטווח הקצר וודאות הולכת ופוחתת לגבי התזרים העתידי. הכללים נקבעו על בסיס החוק הקיים. האם הצעת החוק החדשה משנה את הכללים האלה?

כבוד הנשיא איתן אורנשטיין

כמה מילות פתיחה, הצעת חוק חדלות פירעון זאת הצעה רחבת יריעה, באמת עושה שינוי מערכתי גדול בכל דיני חדלות הפירעון, היא משנה את כל נושא פשיטת הרגל ולאו דווקא דיני החברות. היא לוקחת חקיקה קיימת מפקודת פשיטת רגל, פקודת החברות, חלק מחוק החברות, ועושה איזה שהוא איחוד. אני באופן כללי מברך על השינוי שמתבקש שנים רבות ממספר הוראות חקיקה לרבות הוצאה לפועל לעשות קובץ חקיקה מסודר ולעשות הלימה בין הוראות החוק השונות ובאמת זאת עבודה רצינית ויש לברך עליה. עם זאת, לא כל דבר אני חושב שצריך לשנות, ישנם דברים שהם טובים ושלא צריך לשנות אותם. ודאי לא לעשות שינויים על סמך מקרה אחד. נושא של הגדרת חדלות הפירעון, השינוי שלו אני חושב שנובע מהחלטה בנושא של IDB ולמה אני אומר החלטה? כי אם נדייק התיק של IDB שהיתה לי הזכות לדון בו לא נגמר. ההחלטה שכולם מדברים עליה זה לא פסק הדין, זה לא הגיע אפילו לפסק הדין, זאת היתה החלטה זמנית בנושא של בקשת ביניים במסגרת תיק עיקרי. החלטת ביניים היא אמנם משפטית אבל זה לא פסק דין, בוודאי לא של בית משפט מחוזי שזה לא תקדים מחייב, רק בבית משפט עליון. אבל גם בבית משפט עליון היה ערעור ובית המשפט העליון לא נכנס לשיקולים של ערכאה הדיונית. ההחלטה ב-IDB זה לא תקדים מחייב ולא פסק דין לגופו ההחלטה ניתנה גם בלי חקירות. לא

הוודאות הזאת: ההסתכלות הזאת התזרימית עד השקל האחרון למינימום של שנתיים, זה מינימום ולא מקסימום. אפשר לקרוא לזה גם מבחן משולב אבל אפשר להסתכל על כך כתקופה של וודאות שאולי היא זו שהמשפטים מדברים עליה. בכל מקרה הסיטואציה שתהיה חוסר הלימה בין המבחן של חדלות הפירעון שמציע החוק לבין איך שהדוחות הכספיים, מקצוע החשבונאות ודרישות הרגולציה רואים, זו סיטואציה מאוד מוזרה. השינוי של החוק השבוע שתכף יוצג על ידי נציגי משרד המשפטים מרחיב במקצת את היריעה, אבל למיטב הבנתי הוא לא משנה אותה דרמטית. בהגדרה של חדלות פירעון מדברים בין אם הגיע מועד פירעון ובין אם לאו, שפה כן לכאורה נכנס המבחן המאזני, מצד שני מדברים בבקשה של הנושה רק על שוטף +90 אז אולי זה פותר בעיה של ספקים, לקוחות. גם הסיטואציה של ענבל אור היתה סיטואציה מעניינת כי לקוחות חששו למצבה הפיננסי. אבל בדיון לא נכנס לשמות ספציפיים שתלויים ועומדים. מה שכן, היכולת של לקוחות וספקים להגיע לבית המשפט, הרי בדרך כלל אין להם קובנטים ולמעשה היכולת שלהם להגיע יכולה להיות חשובה אבל כמו שאמרתי, למיטב הבנתי, התיקון עדיין לא פותר את הבעיה האג"ח הארוכות.

אמיר ברנע

הצעת החוק מבוססת על הטענה שבאמצעות הויתור על המבחן המאזני נוצרת ודאות לגבי האפשרות לפנות לבית משפט ולבקש פתיחת הליכי חדלות פירעון. לדעתי זו במידה מסוימת אילוזיה. והסיבה היא פשוטה, מה שיחליף את האפשרות לקבוע חדלות על סמך צפי עתידי אלה קובנטים אולם בעוד שקל מאוד ללכת לבנק ולהגיד "חלה הפרה טכנית" כאשר במערכת היחסים בין לקוח לבנק קיימת גמישות לבוא ולסטות מהקובנט אם השתנו הזמנים ובעצם המציאות הכלכלית כשקובלת את ההלוואה לפני 3-4 שנים והקובנט שהיה נכון אז אינם נכונים היום מסיבות שונות של שיטה חשבונאית אחרת או מציאות עסקית שהופכת את הקובנט

היו חקירות מומחים, היו מספר חוות דעת וכו' אבל הדיון היה על סמך טיעונים ומסמכים בכתב ובלי שהמומחים והמצהירים נחקרו. צריך להעמיד את הדברים על דיוקם. הממצאים שנקבעו זה כאשר בית משפט שומע עדים, מנתח ראיות, קובע ממצאים ומסיק מסקנות. מה שהיה שם זאת היתה החלטה על בקשה זמנית שנולדה בעצם מבקשה של מחזיקי אגרות החוב ארוכי הטווח לא לחלק את הכסף למחזיקי אגרות החוב הקצרות, וניתנו צווי ביניים לשמור את המצב הקיים כדי שלא ייווצר מצב בלתי הפיך, זה היה השיקול, זה היה האיזון של בית המשפט. נדרשתי שם לנושא הזה אבל זה יצר השלכת רוחב שהרחיב את מה שהיה שם. לקחת את ההחלטה הזאת ולפיה לחוקק זה קצת מרחיק לכת. זה מקרה די ייחודי, גם בעניין רשות הדואר זה המשיך. זה עדיין לא מקרים אופייניים, מקרים טיפוסיים. מתי צריך לשנות? כשיש השלכת רוחב גורפת שאז צריך להגיד המחוקק שצריך לעשות שינוי. לא כך פני הדברים. לא הגענו למצב שבו צריך לעשות שינוי רדיקלי.

צריך לעשות הבחנה ולהביא בחשבון שהצעת החוק תשפיע לא רק בחברות ציבוריות אלא גם בחברות פרטיות, לא רק חברות שמפרסמות דוחות כספיים שיש בעלי מניות מהציבור, חברות שהנפיקו אג"חים ויש להם מחזיקי אגרות חוב, אלא גם חברות פרטיות של אנשים פרטיים. הזכרת פה תיק, אני לא רוצה לדבר עליו כי זה תיק תלוי ועומד אבל גם הוא נכלל בתוך הרשימה הזאת. אני חושב שהצעת החוק שקובעת הגדרה יחסית טכנית לפי המבחן התזרימי זאת הצעת חוק שההגדרה שלה היא בעייתית. אמנם הבחינה היא קלה, לשופט זה חיים מאוד קלים זה טכנוקרטית קצת. דוגמה לכך יש בחוק פיצויים נפגעי תאונות דרכים, בו המחוקק קבע סולם, אדם שנפצע בתאונת דרכים ונקבעה לו נכות בשיעור של 15% אז יש סכום מקסימאלי של 100%, 15% זה 15% מתוך הסכום והשופט מחשב במחשבון, קל מאוד זה מאוד נוח לשופט. אותו דבר פה, החוב לא נפרע במועד - חדלות פירעון. זה גם מסוכן כי זה יכול להיות נשק בידי נושה להפעיל לחץ על חברה שבאותו יום הוא יודע שהיא לא יכולה לשלם את הכסף ומכניס אותה לחדלות פירעון וזה כדור שלג. יכול להיות שהיא כרגע לא יכולה לשלם, בגלל מצוקה זמנית שלקוח שלה לא שילם. רק בגלל זה שהיא לא שילמה את החוב במועד? זה מאוד בעייתי. הוא יכול ללחוץ על בעלי החברה - "תשמעו אם אתם לא משלמים את מה שמגיע לי היום אני בבית משפט". הוא יכול להפעיל לחצים ויהיו תשלומים שלא היו משולמים בצורה אחרת רק כדי להימנע מהמצב הזה. לכן אני סבור שהגדרה צרה היא בעייתית. אני תומך בגישה שמעניקה שיקול דעת יותר רחב לבית משפט, אל תגבילו את שיקול הדעת, תנו לבית המשפט שיקול דעת רחב יותר שיבחן את המכלול לא רק נקודת זמן מסוימת. למה להגביל ל- 90 יום? אפילו הערת עסק חי צופה לשנה לפחות, אז להגביל ל- 90 יום? ואם החברה יכולה לשלם

בעוד 100 יום אז כבר עכשיו נכניס אותה לחדלות פירעון? אז כדור השלג יתחיל להתגלגל, אני אומר מניסיון, once יש בקשה לפירוק כבר אתה רואה בדלת את האחרים נכנסים. הבנקים עוזרים וזה ימוטט את אותה חברה. זה מאוד מסוכן, זה עלול להוות טריגר להליכים שאחר כך אי אפשר למנוע. מחדלות פירעון לבטל זה מאוד מסוכן מאוד בעייתי, לפעמים זה כדור שהתחיל להתגלגל ועכשיו אין מנוס. מכאן אני חוזר ואומר מה רע בהגדרה הקודמת? ההגדרה הקודמת נתנה לבית המשפט ראייה רחבה, לבחון את סך הכל ההתחייבויות והזכויות של החברה. אי אפשר לעשות מבחן דיכוטומי כל חברה היא שונה, לא חברה פיננסית כחברה קבלנית כחברה שיש לה מפעל מתכות, כל אחד זה סוג אחר ותקבולים אחרים. המבחן הצר הזה לא צריך לאמץ אותו. אני סבור שצריך להשאיר לבית משפט שיקול דעת רחב ולא להגביל את שיקול הדעת הזה וכל מקרה צריך להיבחן לנסיבות. זה מאוד קל לעשות הגדרה אחת אבל לא נכון עניינית ואני מוסיף עוד משהו - בפקודת החברות ישנה הוראת סל שאומרת שאחת מהעילות של בית המשפט לפרק זה "מן הדין ומן הצדק", זה סעיף שמשאיר שיקול דעת לבית המשפט במקרים המתאימים. יש פסיקה של בית המשפט העליון שמפנה לאותם מקרים שבית המשפט עושה שימוש בסמכות הזאת לפרק ומתי זה נעשה? במקרים שהחברה מתנהלת בתרמית, במקרים שיש דד-לוק. אז נכון שהיום יש מגמה שאם יש דד-לוק אז עושה התמחרות ומפרקים. כשיש דד-לוק ואתה רואה שהחברה הולכת לאבדון אז צריך לפרק את העסק או שיש תרמית, או שיש העברה במרמה. נניח שיש העברה במרמה אבל החברה עומדת בפירעון התשלומים עד 90 יום אין שום בעיה, אז נמנע מהנושה אפשרות להגיש בקשה לפרק את החברה ולמנות בעל תפקיד שימנע זאת? מדוע להגביל את המבחן למבחן מאוד צר?

דבר נוסף, בנושא החברות הפרטיות - בחברות פרטיות זה מאוד בעייתי כי מאזנים לא מתפרסמים ולכן להגיד שנושה נסמך על הערת עסק חי זה בעייתי. הוא גם לא יכול לדעת האם החברה תעמוד בהתחייבויות למשך ה-90 יום או לא, אבל יכול להיות שיש לו עילת פירוק אמיתית, יכול להיות שהחברה הזאת מתנהלת בדרכים שאסור שהיא תתנהל ואני רואה את זה יום-יום. בית המשפט יוכל לאפשר לתת לו סעד, למנות מישהו שיכנס לתוך החברה, יוכל לבדוק האם החברה הזאת היא חברה שצריך היום לעצור אותה כי אחרת הנושים לא יראו את הכסף. לפי ההגדרה הנוכחית אני חושש שהידיים שלנו תהיינה כבולות. עדיף שתהיה דרך סלולה ושהסמכות תהיה ברורה. אל תגבילו את היכולת של הנושים לפנות לבית המשפט לבקש סעדים. תשאירו לבית המשפט פתח רחב יותר שיוכל לתת סעדים מתאימים. גם ב-IDB למשל, המינוי של משקיף לא כתוב בשום חוק, זה היה אילוץ נוכח ממשל תאגידי

"ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה
המוצעת בדיני חדלות הפירעון:
האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן
על נושים ארוכי טווח"

פירעון. רגע לפני שאני נכנס לחקיקה שלנו ולהקשר, שלומי הזכיר את ארה"ב, אז בואו נראה מה יש לנו בארה"ב – בארה"ב יש מבחן תזרימי בהקשר אחד, בהקשר של נושים שמגישים בקשה להליך חדלות פירעון, נושים שמגישים בקשה יכולים להגיש בקשה אם החייב איננו משלם בדרך כלל ("generally does not paying his debt has become true"). אבל בסעיף ההגדרות יש מונח שנקרא אינסולבנסי שהוא מוגדר, והוא מוגדר רק על המאזן. ההגדרה של אינסולבנסי בארה"ב היא מבחן מאזנית. עכשיו נכניס את זה להקשר אצלנו, צריך לזכור שאנחנו מדברים כרגע על סעיף 2 להצעת חוק שהוא סעיף הגדרה כללית בחוק של חדלות פירעון, לא רק לבקשות נושה. בהקשר לדברי הנשיא אורנשטיין, זה בהכרח יחול על חייבים באשר הם בין אם אלו חברות גדולות וציבוריות ובין אם אלה חברות קטנות ופרטיות, כל אחת ועניינה. זה רלוונטי גם בהקשר של בקשות של נושים אבל גם בהקשר של חברה שמבקשת על עצמה. חברה תבקש להיכנס להליכי הבראה, אז נכון שבסעיף זכאות לכניסה מדובר אם החברה היא חדלת פירעון או שהיא נזקקת למהלך כדי להימנע מלהיות חדלת פירעון. אני תמיד יושב לי בראש לא IDB, אני משתדל לחשוב על תיקים 6 ו-10 שנים אחורה והרושם שלהם היום, אולי זה טוב יותר. לפני 7 שנים אפריקה-ישראל ביקשה בעצמה לפתוח בהליכים לטפל בענייניה. כאשר נכון לשלב שבו היא ביקשה את הבקשה היה לה כסף באמתחתה לפרוע את החוב שהיה עומד לפרוע אבל היא ראתה באופק שבעוד כמה חודשים היא תסתבך ולכן היא רצתה להקדים את הטיפול בענייניה כבר בשלב הזה. צריך לחשוב על כל ההקשרים, על כל החייבים למיניהם, נושים למיניהם ולהבין שההגדרה היא הגדרה כללית ומקיפה לכל ההקשרים. זה דבר הרבה יותר רחב ממה שהיה בחקיקה עד היום.

אמיר ברנע

לא הבנתי את עמדתך לגבי הצעת החוק.

בעייתי בחברה. היה חשש לבעיות התנהלות כאלה ואחרות אז נמצא מנגנון לפתור את הבעיה, לא באמצעות צעד דרסטי של פירוק אלא באמצעי ביניים. זה כשיש לבית המשפט שיקול דעת רחב, אם השיקול דעת יהיה מצומצם לא נוכל לעשות את זה. אני שב ופונה ומציע – אל תגעו במה שהוא טוב והוא שנים קיים בפסיקה של עשרות בשנים והוכיח עצמו כיעיל. תקנו מה שצריך לתקן ויש לא מעט.

דוד האן

רציתי להכניס את הדברים לקונטקסט. אנחנו הולכים לדבר על סוגיה מסוימת אבל לדבר על זה בלי שזה בקונטקסט זה בעיני דיון אקדמי נטו ומופשט לחלוטין. ככל שגדלים בגיל פתאום לומדים להעריך את ערכה של היסטוריה זאת אומרת חשוב להכיר היסטוריה כדי להכניס דברים לקונטקסט, מה יש לנו היום ולאן אנחנו הולכים. יש לנו היום התייחסות לחדלות פירעון בחקיקה שנוגעת בחדלות פירעון למעשה במקום אחד מפורש. בפקודת פשיטת הרגל הדברים קצת פלוידיים, המקום היחיד שזה באמת יחסית מפורש זה סעיף 258 סעיף קטן 3 לפקודת החברות ומה ההקשר שלו? מה שחשוב זה ההקשר – סעיף 258 בא ליטות להגדיר מבחנים שבהתקיימם החברה תחשב חדלת פירעון לצורך הזכאות להגיש בקשת פירוק. בואו נדגיש את הדברים – זכאות להגיש בקשת פירוק. כאשר מי שזכאי להגיש את הבקשה על פי סעיף 259 זה נושה של החברה, לא החברה עצמה, לא בגין עילת חדלות פירעון, עילת חדלות פירעון קיימת ב-258 ושם יש את ההגדרה שבית המשפט העליון פירש אותה בפרשת בנק א"י-בריטניה, אגב לא בהקשר של בקשת פירוק אלא בכלל בשאלה האם היתה עבירת גניבה, שם קבע השופט לנדאו שיש שני מבחנים חלופיים – מבחן תזרימי שאז הוא קרא לה חדלות פירעון אקוויטאבילית וחדלות פירעון מאזנית ואם כך ואם כך די שהתקיים אחד מהם יש עילה לבקשת פירוק, זה כל מה שיש לנו בחקיקה. לעומת זאת, בכל ההקשרים של הבראת חברות אין לנו נכון להיום בחקיקה הקיימת הגדרות לחדלות

לא אמרתי את דעתי. ביקשתי להכניס את הדברים לקונטקסט. בהמשך אני אגיד.

ספי זינגר

קודם כל תודה לפורום שהזמין אותנו ולדיון הזה שהוא באמת מאוד חשוב והוא גם מבחינת נקודת הזמן שבה הוא נמצא, נקודת זמן שלפני קבלת החלטות וזה גם משהו שמאוד יסייע לכולנו פה. בעצם מה שקורה עכשיו קראנו את הסעיפים בכנסת, התחלנו לדבר עליהם, היו עליהם הרבה הערות והדיון בהם לא הסתיים והשבוע הגשנו הצעה חדשה שביום שלישי היא תידון ויכול לסייע לדיון שיהיה בכנסת. אנחנו עוסקים בשני נושאים – הגדרת חדלות פירעון ובמעמד של נושה עתידי. השאלה הרחבה של מעמדם של נושים מול החברה בעיקר בעולם של אג"חים היא שאלה לא רק של IDB היא שאלה רחבה שנידונה גם בפסקה וגם עבודה ממשלתית די הרבה זמן כבר מתיקון 18 ו-19 לחוק החברות, כשיצא התזכיר של המומחה, בתזכיר הממשלתי היתה הצעה של משהו מאוד דומה למשקיף שבסוף ירד. בועדת אנדורן שבאה אחרי זה, זה גם היה, פחות או יותר עסקה בשאלת נושה באזור חדלות הפירעון, מה עושים שהנושים יודעים שהחברה באזור חדלות הפירעון, איזה זכויות כן צריך לתת להם, איזה זכויות לא צריך לתת להם. לכן זה נושא שגם נידון באופן רחב. אנחנו ממוקדים פה בנושים אבל צריך להסתכל בתמונה רחבה יותר, יש עוד שני דברים שצריך לקחת בחשבון וזה מערך התמריצים של החברה, להיכנס בזמן להליכי חדלות פירעון שבזה עוסק החלק של אחריות נושא משרה והמשא ומתן שהוא בעצם המלצות של ועדת אנדורן שגם הם אמורים לתת איזשהו תמריץ לחברה להיכנס מוקדם ואם היא תכנס מוקדם היא תזכה לאיזשהם גזרים. לכן אם מסתכלים באופן רחב צריך לראות גם את הגזרים של החברה, גם את המקלות על נושאי המשרה ואז משם להתחיל לעבור לראות מה אנחנו רוצים לתת לנושים ואיזה מעמד אנחנו רוצים לתת לנושים ומתי.

הצעת החוק באמת ביקשה ליצור מבחן שיהיה יחסית פשוט וקל ליישום. מתוך כוונה שאם אפשר להעביר את הנטל לצדדים החוזיים שהם יידעו להסתדר מעצמם ולדעת לבוא לבית משפט להחלטות שיפוטיות ובית המשפט יחסית יותר קל לו לקבל לנסות ללכת לכיוון הזה. הרעיון של הגבלת נושים עתידיים בא משם, הרעיון אמר בוא ניתן לצדדים החוזיים להסדיר את ההיבטים החוזיים ביניהם ולבוא לבית משפט כשהם יודעים. במקרה שלנו של נושה עתידי עם התניה להעמיד לפירעון מידי, תממשו אותה ואז תבואו לבית המשפט עם חוב שלא שולם במועדו. זה נכון שזה לא פותר את כל חוסר הודאות

אבל זה נותן כלי לפתור את חוסר הודאות. כלומר, אפשר גם לקבוע תניות לפירעון מידי הרבה יותר ברורות מאשר לקבוע בחקיקה. לדוגמא, אני יכול לקבוע בתנאי פירעון מידי שאם האג"ח עולה על תשואה פי 3 ממה שהיה במועד ההנפקה זה עילה לפירעון מידי. בחקיקה אני לא יכול לקבוע את התניה הזאת ולכן שאני לוקח את השוק ומכוון אותו לתניות לפירעון מידי אני אמנם לא בוודאות פותר את חוסר בהירות כי מי שלא יקבע עדיין יהיה חוסר בהירות, אבל אני כן נותן לו כלים ליצור דברים בהירים וכן מתמרץ אותו לקבוע דברים יותר ברורים וודאים שכשהוא יודע שהוא ישתמש בהם יבוא לבית משפט אחרי זה.

דבר נוסף שעלה, עלתה טענה שאנחנו אומרים לאנשים להעמיד לפירעון מידי ואז ניגשים לבית משפט ואז זה יוצר אסקלציה כי בעצם כל החוב עומד לפירעון מידי ובעצם לפעמים הנושים רוצים צעדים מידתיים יותר. אבל פה צריך להבין, כשנושה מגיש בקשה לחדלות פירעון בהנחה שהוא רוצה שהבקשה שלו תתקבל, אז אם הבקשה תתקבל כל חובות החברה יעמדו לפירעון מידי ולכן התוצאה של קבלת הבקשה שלו לחדלות פירעון היא בהגדרה לא פחות חמורה מהבקשה שלו להעמדה מידית לפירעון של החוב שלו. ולכן זה נכון שיש היום בקשות שמוגשות לא בשביל להיות מוכרעות, לא מתוך מטרה אמיתית להכריע כמה שיותר מהר ולהחליט שהחברה חדלת פירעון אלא כדי שיקבלו סעדים זמניים, שיהיה פיקוח של בית משפט והשאלה היא אם זה משהו שאנחנו רוצים שיהיה קיים. אם אנחנו נמצאים בעולם של הכרעות, ההכרעה של חדלות פירעון בבקשה של נושה עתידי עם העמדה לפירעון מידי היא גם יותר פשוטה, היא נותנת כללים חוזיים ולא מביאה לתוצאות חמורות יותר. אם אנחנו רוצים להגיע לעולם שבו מוגשת בקשה, קשה מאוד להכריע בה כי אנחנו נמצאים בחדלות פירעון עתידית שלא לגמרי יודעים, שהיא יחסית ארוכה, ואז יש תקופה ארוכה של חוסר ודאות שיש סעדים זמניים שניתנים פר-מקרה ואם אני לוקח לדוגמא את המשקיף-מה החובות שלו? איזה חובות אמון יש לו? מי מסדיר אותו? מתי עושים את זה? מתי לא? זה משהו שצריך להסדיר אותו, כלומר כשצדדים באים והם יודעים שימונה משקיף ולא יודעים מי יהיה המשקיף, מה הוא כולל, לאן הוא הולך, מה תפקידו, מתי נותנים משקיף ומתי לא נותנים משקיף, זה יוצר חוסר ודאות מאוד גדולה בשוק. זו מגמה שברגע שהיא תהיה ככלי ישתמשו בה.

אמיר ברנע

אני מנסה להבין מהן דרגות החופש במצב של הפרה של קובנט, אשר לפי החוזה שנחתם בזמנו מחייבת פירעון החוב. נניח שחלה הפרה של קובנט, ובעקבותיה פניה לבית משפט

"ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה המוצעת בדיני חדלות הפירעון:
האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן על נושים ארוכי טווח"

על שלושה חודשים, ואם מסתכלים על עוד מקומות בחוק אז זה גם התקופה של ביטול עסקאות וכו'. הרעיון שניהיה על תקופת זמן שיחסית קל לבית המשפט להחליט אם הוא יכול לפרוע בתוך התקופה הזו. גם אם יהיה קשה, חוסר הודאות תחומה בזמן כי יותר משלושה חודשים זה לא יכול לקחת, ולכן זה במידה מסוימת מרחיב את התקופה אבל במידה מסוימת תוחם אותה וזה מצמצם את גבולות חוסר הודאות.

שלומי שוב

אם אני יודע 91 יום ואין לי קובנט ומוסדיים ששומרים עליי?
אני מחכה שיורע המצב?

ספי זינגר

נקודת המוצא היא שאין לך קובנט ואגב גם זה משהו שצריך להוסיף להצעה, בסוף ההצעה יש מנגנון שבו נושים של אג"חים כן צריכים לבדוק את אי עמידה בקובנטים וכשיש אי עמידה בקובנטים לעלות את זה להצבעה, לעלות את זה לבדיקה והם צריכים לעקוב אחרי זה. הרעיון שכשיש אי עמידה בקובנטים הנושים יחסית מהר יעמידו אותם לפירעון מיד.

שלומי שוב

השאלה אם אתם לא סומכים יותר מדי על הקובנטים ועל המוסדיים?

ענת לוין

לא אתפלפל בטיעונים משפטיים. אני רוצה לבוא ולומר שאבן הראשה לפי מה שאני מבינה אומרת שנשים בצד את עולם הקובנטים כי ברגע שנתנו קובנטים אנחנו נגיע לפירעון מידי ואנחנו נכנסים לתחולת החוק די בקלות. רק מה שאני קוראת שיכול להיות שלא נוצרו האיזונים המדויקים, ולמה?

של נושה - מי מנהל את המשא ומתן? איפה פה גמישות? מי קובע אם זה חמור, האם לא השתנו הנסיבות מאז וההפרה של הקובנט היא טכנית בלבד? איך זה נעשה במסגרת החוק החדש?

שלומי שוב

למדנו בשוק ההון שבעלי האג"ח זה סערה כזאת שמגיעה, לאו דווקא ההחלטות הרציונליות מתקבלות, יכולת הגמישות שלהם היא מאוד חלשה.

ספי זינגר

אני רוצה להציג את ההצעה שלנו במלואה. הרעיון שלנו היה להגיע למבחנים פשוטים לחדלות פירעון.

כבוד הנשיא איתן אורנשטיין

אי אפשר לפשט משהו שהוא מסובך.

ספי זינגר

הרעיון לא התחיל במבחן חדלות פירעון. המטרה היתה פחות לעסוק מהו מבחן חדלות פירעון אלא יותר לעסוק בשאלת זכותו של נושה עתידי, זה היה המוקד מבחינתנו. בעצם רצינו להציע שלא יהיה זכות לנושה עתידי חוץ מבתנאים מסוימים ומזה גזרנו אחורה את מבחן חדלות הפירעון. השינוי בהצעה שעכשיו הגשנו לועדת חוקה מפריד את הדברים ואומר קודם כל כך - מבחן חדלות הפירעון יכול להיות מבחן בין שהגיע ובין שלא הגיע שלהבנתי זה פחות או יותר המבחן התזרימי והמאזני, הוא מאוד קרוב לזה. הפער בין זה לבין המבחן הקיים הוא או לא קיים או מאוד מאוד קטן.

ביחס לנושה עתידי אנחנו מרחיבים את היריעה אבל לתחום אותה בצורה כזו שחוסר הודאות יהיה יחסית קטן. כשחשבנו

כי הרי מה שזה יעשה ומיד בעיניי, זה יגביר את התביעה שהשתמשת בקובנט בצורה לא ראויה. יש לנו היום תביעה עומדת בבית משפט שתובעים אותנו המוסדיים ואת הנאמן על כך שהשתמשו בקובנט בצורה לא ראויה ודרשנו פירעון מידי, יש לשים לב כי לא הייתה דרישה להגדרת חדלות פרעון. הטענה בתביעה היא שעצם הדרישה מדרדרת את החברה לחדלות פירעון ומדובר בקובנט של הורדת דירוג. זה הקובנט הכי משמעותי, מי שמעניין אותו יכול לקבל את התביעה הזאת, תביעה ממש תקדימית לדעתי אבל היא מראה את הבעיה שהחוק הזה יחדד. משקיע האג"ח יגיש את התביעה לפירעון מידי בקובנט של הורדת דירוג, ומיד יקבל תביעה חזרה שזה נעשה בצורה לא ראויה ואז ייווצר דד-לוק. מכאן שמשקיע מוסדי לא יוכל לעולם לבוא בתור נושה פיננסי קצר מועד כי הרי הטיעון אינו בתביעה של החדלות, אלא בתביעה של הכסף. קיים פער בין ניהול קובנט אצל משקיעי אג"ח המורכב ממספר מלווים לניהול קובנט בנקאי. מזה אני מאוד חוששת כי כשאתה קורא את שלוש האופציות שהחוק מציע, אתה קורא שהיה והגשת לפירעון מידי אבל שלוש האופציות למטה לא מתקיימות אז אנחנו נמצאים בחוסר איזון. נוסף בהיבט העסקי, אנחנו רוצים שהחברות תמשכנה להתקיים, מכיוון שניהול קובנטי באג"ח סחיר הוא מהותי במיוחד לאור הצעת החוק, אנחנו צריכים ליצור את המוטיבציות לשיח המוקדם ועל כך החוק אינו נותן פתרון ישים. זאת בנוסף על אבן הראשה שמשרד המשפטים מניח על עולם הקובנטים בו לדעתי הצעת החוק מחריפה את המצב הקיים.

ספי זינגר

העילה של המן הצדק מתקיימת ונמצאת בחוק החברות. העילה של מן הצדק היא עילה שמתקיימת. עילות של פירוק שהן לא של חדלות פירעון מתנהלות תחת חוק החברות ושם החברה מבקשת אבל לא הנושה מבקש.

מוטי ימין

בהסתכלות שלנו כרשות, העולם של חדלות פירעון הוא עולם מורכב מאוד ששותפים בו אינטרסים שלא פעם מושכים לכיוונים מנוגדים כמו שכולכם יודעים. לעיתים זה אינטרס של החברה ובעלי המניות שמושך לכיוון אחד או אינטרס של הנושים שמושך לכיוון אחר, נושים טווח קצר אל מול נושים טווח ארוך, מחזיקי אג"ח מול הבנקים, נושים פיננסיים מול נושים אחרים. שאלת הוודאות בהגדרות אל מול הגמישות שהיינו רוצים לקבל מבית המשפט, עיתי הכניסה להליך של חדלות פירעון על משמעויותיו, האם נכון להקדים אותו ובכך ליצור כדור שלג מתגלגל או שמא נכון לתת לחברה את הזמן לנסות לחלץ

בעצמה בכוחותיה מהמצב הכלכלי שאליו היא נקלעה, הבראה אל מול פירוק וכד'. בעולם המורכב הזה אנחנו כרשות ניירות ערך נמצאים בחוליה מאוד מצומצמת שעליה אנחנו מסתכלים ומבחינת המעבר שלנו על הוראות החוק שם נתנו את דעתנו - מעמדם של מחזיקי האג"ח מתוך מטרה להבטיח מגרש משחקים הוגן למחזיקי האג"ח אל מול נושים אולי בעלי כוח חזק יותר כמו הבנקים. בעולם הזה כאשר יש הגדרות שחלות על כולם בין אם מדובר בהגדרה המצומצמת ובין אם מדובר בהגדרה הרחבה יותר, בין אם אנחנו קובעים מבחנים נוקשים לבין אם אנחנו מותירים את שיקול הדעת לבית המשפט, אנחנו כרשות מרגישים נוח בעולם הזה כל עוד כללי המשחק חלים בצורה שיוויונית על כלל הנושים של החברה.

שלומי שוב

על איזה עולם אתה מדבר? בעולם הנוכחי של פקודת החברות או המוצע?

מוטי ימין

גם בעולם הנוכחי של פקודת החברות וגם בעולם החדש כפי שמגבש בהתאם להצעת החוק.

שלומי שוב

אתה דורש מהחברות דוח תזרים חזוי. יש לה בור בתזרים החזוי אבל הבור הוא אחרי 90 יום. אז מה? דיברתם על איזונים בין בנקים לבין בעלי האג"ח והאיזון לכאורה כעת יופר. בזמן שבעלי האג"ח יחכו עוד כמה ימים, הרי שהבנקים שהם נושים מובטחים מיומנים וגמישים, ישפרו עמדות, לרבות בחיזוק קובנטיים ודרישות נוספות, ואולי אף במקרים מסוימים יצליחו לקחת את הביטחונות.

מוטי ימין

מחזיקי האג"ח לא יוצאים קירחים מכל הכיוונים מאחר וחוק נ"ע קובע עילה קוגנטית להעמדת חוב לפירעון מידי, עילת סל שעליה לא ניתן להתנות. והיא קובעת שבמידה והחברה אינה יכולה לפרוע את כל התחייבויותיה למחזיקי אג"ח, כלומר הפרה צפויה קיימת למחזיקי אגרות החוב, זו עילה לעמיד את החוב לפירעון מידי ולכן ממילא יכנסו לתהליך הזה. אלא שזה יחייב מהלך בשתי פעימות. מעל כל זה, מאחר ואנחנו מדברים על התקשרויות חוזיות במתן ההלוואות לחברות הציבוריות, אנחנו רואים מעורבות הולכת וגוברת מצד הגופים המוסדיים להכנסה של קובנטיים. אני ישבתי בכל דיוני ועדת אנדורן רק

"ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה המוצעת בדיני חדלות הפירעון:
האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן על נושים ארוכי טווח"

אמיר ברנע

בעל אגרת חוב שרואה תזמ"ז עתידי עם צפי גירעון שיקרה נניח בעוד שמונה חודשים, האם הוא רשאי לפנות לבית משפט ולהגיד אני רוצה פירעון מוקדם למרות שבהצעת החוק מדובר על 90 יום?

מוטי ימין

אני לא מדבר על חדלות פירעון, אני מדבר על העמדת החוב לפירעון מיד, צעד משלים, נכון זה מסרב את הדברים. נכון שאם היתה הקבלה בין העולם המאזני לבין העולם של חדלות הפירעון לא היינו צריכים להיכנס לזה. העמדה לפירעון מדי לא נמצאת בעולם הזה. לכן אני אומר שיש כלים על ההגנה על מחזיקי אגרות החוב גם בעולם שבו זה המבחן שייקבע בחוק חדלות פירעון.

דן אבנון

מחזיקי אגרות החוב הם בבחינת נושה חלש, כי אנחנו כבר "מכרנו" את כל מה שהיה לנו למכור במועד הענקת האשראי, אנחנו לא בנק שהוא חי את ההון של החברה ורואה כל יום מה קורה, אנחנו לא ספק שיכול להפסיק לספק חומרי גלם לחברה, אנחנו תמיד בסוף התור, אנחנו רואים את מצב החברה רק דרך הדוחות הכספיים וזה תמיד באיחור של חודשים. לא רק שאנחנו נושה חלש אנחנו נושה כבד מבחינת ההתנהלות, אנחנו גם נושה גדול מבחינת ההיקף, התיק שענת הזכירה אותו עכשיו זה תיק בהיקף של 1.7 מיליארד ש"ח זה המון כסף. אתם לוקחים את הנושה הזה ואתם מחלישים אותו עוד יותר. מר מוטי ימין אומר את זאת בהגינות אתם תעשו את זה בשתי פעימות. מדוע דווקא את הנושה הזה אתם מחלישים? יושב כאן נשיא בית המשפט המחוזי בתל אביב ואומר שהעסק עובד בסדר, זה לא שהמערכת המשפטית לא יודעת לתפקד

כדי לחוש עד כמה הפצע הציבורי של הסדרי חוב בחברות ציבוריות הוא פצע שבהחלט משפיע חזק מאוד על הכלכלה הישראלית אבל צריך לזכור שלמעשה אנחנו התמודדנו עם תחלואי העמדת האשראי בשנים שבהם הרגולציה היתה שונה לחלוטין מהרגולציה שאנחנו מכירים ב-3-4-5 שנים האחרונות. הסדרי החוב הגדולים, אלה שנכנסו לכותרות ולתודעה הציבורית בשנים 2009-2011 הם למעשה הסדרי חוב שקשה ללמוד מהלקחים שלהם מסקנה משמעותית ביחס למצב זכויותיהם של מחזיקי אגרות החוב היום. ואת כל זה צריך לראות למעשה בקונטקסט המתאים ולהבין שהתקדמנו במשהו מבחינת הגנה על מחזיקי אגרות החוב בשנים האחרונות. אפשר לראות את זה במספר היבטים, אנחנו רואים את השקיפות בצורה אחרת כמו שהזכרת את התזמ"ז החזוי שנותן כלים למחזיקי אגרות החוב, אנחנו רואים חקיקה שנועדה לחזק את מעמדם של הנאמנים, אנחנו רואים קובננטים בהמשך להמלצות ועדת חודק.

ענת לוין

אבל אי אפשר יהיה להשתמש בהם.

אמיר ברנע

מוטי, האם אתה רואה סתירה בין ההוראות שלכם לגבי השנתיים לחברה בקשיים ונוסח החוק החדש? האם לדעתך יש סתירה? או שאתה יכול לחיות גם עם זה וגם עם זה.

מוטי ימין

אני חושב שעולם מושלם היה מקביל ביניהם. אבל having said that הגילוי המשלים של התזמ"ז בסך הכל נותן כלי נוסף להליך שהוא אולי הליך מקדים לתהליך הכניסה לחדלות פירעון וזה הליך העמדת החוב לפירעון המידי. בהקשר הזה התזמ"ז החזוי בהחלט נותן את הכלי המתאים.

עם המצב הנוכחי. אין אסמכתא טובה מזו, המערכת עובדת בסדר אז למה ולקלקל? ותיקון המוצע בפירוש מקלקל. לאחר התיקון עכשיו נצטרך פעם אחת ללכת לבית משפט להגן על העמדה לפירעון מידי כשמסביב הכל כבר חרב, הבנקים כבר השתמשו בקרוס-דיפולט, הבנקים כבר מימשו את הביטחונות שלהם, הבנקים כבר הגישו בקשות למינוי כונסים ואנחנו נצטרך למצות את הפעימה הראשונה במשך כמה חודשים לבלות בבית משפט ואחר כך לגשת למנה העיקרית שזה ההליך של 350 או של חדלות פירעון. אני לא מבין מה הרציונאל.

שיראל גוטמן

בדיון הזה של שתי פעימות, הרי שניה אחרי זה תהיה הגדרה פרשנית שיכול להיות שהיא תהיה מאוד פשוטה, שבה ברגע שאני מעמידה לפירעון מידי והודעת את זה לחברה, הרי לפי החשבונאות אתה מסווג טווח קצר, באותו רגע נכנסתי פנימה להגדרה של חדלות פירעון, של חוב שהגיע מועד פירעונו ולא שולם אני מקבלת משפט.

דן אבנון

אי אפשר לגזור מ-IDB ומהדואר גזירה שווה על כל החברות במדינת ישראל, לא על כל החברות הפרטיות וגם לא על כל הציבוריות שהנפיקו אגרות חוב, אתם לא תוכלו ליצור כלל שיהיה נכון וראוי לכל המקרים ולכן צריך להשאיר שיקול דעת לבית המשפט לפעול לפי החומרה של המקרה. בסך הכל תסתכלו על כל השנים האחרונות, קל לנפנף ב-IDB ובדואר אלה שני מקרים, יש לנו 70-80 מקרים של חדלות פירעון באג"ח, אתם לא יכולים לקחת את שני התיקים האלה ומהם לגזור גזירה לכל התיקים כי זה לא נכון.

שיראל גוטמן

אני חוזרת על השאלה שלי, יש הפרה אני כנושה הודעת לי לחברה אתם צריכים לפרוע לי, באותה שניה נכנסתי לעולם חדלות הפירעון או שאני אמורה לחכות?

ספי זינגר

באותה שניה שהחוב עמד לפירעון מדי. יש את הקובנט הקוגנטי שהוא באמת מאוד דומה להגדרת חדלות פירעון עתידית זה אולי יצר כפילות ולא פותר את חוסר הוודאות. אבל הרעיון שאנחנו מכוונים את השוק ואומרים לו אל תלך לבית משפט לבקש חדלות פירעון מיידית, תבנה לך קובנטיים שהם יהיו לך קלים ליישום ואז תבוא עם קובנטיים פשוטים

לבית משפט. אנחנו לא מבטלים את עילת הסף בחוק ניירות ערך והיא שכבת הגנה שתהיה תמיד קיימת. ולכן כמו שאמר מוטי, שכבת ההגנה הזאת קיימת ולכן אין פה באמת פגיעה, אבל היא כן אומרת אני לא רוצה ללכת לעולם שבו באים לבית משפט ודורשים חדלות פירעון עם חוות דעת של חדלות פירעון לעוד שנתיים לפי דוחות שהחברה הגישה וכנגדם 200 חוות דעת הפוכות. ובית משפט יהיה לו קשה מאוד לקבל החלטה ואז או שלא נקבל החלטה או שנגרר לעולם של שדה ביניים מאוד ארוך. לגבי הטענה של התביעות, אני לא לגמרי מבין אותה, כי בעיני להגיד למישהו אם תגיד בקשה לפירעון מידי זה חוסר תום לב ולא ניתן לך. אבל אם תגיש בקשה לחדלות פירעון שמעמידה את כל החובות של כל החברה לפירעון מידי יש בעל תפקיד זה תום לב.

כבוד הנשיא איתן אורנשטיין

לא פתרת את הבעיה של החברות הפרטיות או של נושה שלא יכול להשיג קובנט.

אסף חמדני

אני רוצה להגיד קודם כל שהויכוח על האג"ח הוא במידה רבה מאוד ויכוח על העבר. רוב האג"ח שהונפקו מאז תיקון חוק ניירות ערך כוללות קובנט להעמדה לפירעון מידי שמייצרת את רוב השאלות שעלו כאן. בנוסף, צריך להיות ברור לכולם שבבחירה בין ליטיגציה על קובנט לבין ליטיגציה על האם החברה חדלת פירעון, ברור שעדיף שהליטיגציה תהיה על הקובנט. זו דרכו של עולם ואנחנו במידה רבה מנסים להמציא את הגלגל. מחוץ לישראל מאד ברור שהנתיב המרכזי של הסכסוך עם מחזיקי האג"ח הוא הקובנט, ולא הזכות של המחזיקים לפרק את החברה. דני, ענת ואני היינו ביחד בועדת חודק, אחת מהבעיות שהיו בועדה ולא נפתרה, ואפילו לא נכתבה בדוח באה לידי ביטוי היום בכל הנפקות הנדל"ן כאן, והיא שישראל היא גן עדן למנפיקי אג"ח. כל מי שלא מצליח לגייס חוב בכל מקום אחר בא ומנפיק כאן. ואני חושב שזה מצביע על נתון אחד מבחינה אמפירית – ההגנות על מחזיקי האג"ח כאן נמוכות ביחס למקומות אחרים בעולם. הייתי רוצה להגיע למצב שבו עו"ד בישראל אומר ללקוח שלו שרוצה להנפיק אג"ח סחירות מה שאומר עו"ד בארה"ב – "הנפקת אג"ח? תדע שהפרת קובנט לקחו לך את החברה". בלי תביעות נגד המחזיקים למה העמידו פירעון מידי וכן הלאה, אותו דבר שיהיה גם כאן – שחברה תנפיק אג"ח סחירות היא תדע שהיא מנהלת משא ומתן על קובנט ושאינו מה לעשות, ציבור האג"ח זה ציבור שמתנהג בצורה לא רציונאלית ולכן הנפקת אג"ח שקולה לאבד את החברה, ואנחנו עוד לא שם. הערה אחרונה

"ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה
המוצעת בדיני חדלות הפירעון:
האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן
על נושים ארוכי טווח"

בדיוק כאשר החברה נמצאת בחדלות פירעון. במועד זה הבקשה שלו נמצאת בדיוק בשלב הנכון כי אם היא לא תוגש החברה תתפרק ואם היא כן תוגש אז המנהל יוכל לשמור את השליטה - גם אם בפיקוח בית המשפט. העמדה שאני חושב שהיא נכונה מצד אחד לא לאפשר לנושה כלים חזקים מדי במובן שיתנו לבית המשפט שיקול דעת רחב מדי לכפות השתלטות על חברה באמצעות חדלות פירעון, אבל מצד שני אם אנחנו נותנים את הגזר שהמנהלים ימשיכו לשמור על השליטה שהיתה להם לפני חדלות הפירעון זה בדיוק פותר את הבעיה. משום שהמנהל יודע בדיוק מתי להגיש את בקשת חדלות הפירעון והוא יודע שאם הוא מגיש אותה בזמן הנכון הוא ממשיך לשמור על שליטה - שוב בפיקוח בית המשפט. הנטייה לחשוב שהמנהל הוא זה שגרם לחדלות הפירעון ואם אנחנו ניתן לו לשמור על השליטה מי יודע מה יקרה. אני לא חושב שזה נכון, ראשית לא ברור שמנהלים הם אלה שגרמו לחדלות הפירעון, הרבה פעמים הם מנהלים טובים. דברים רעים קורים למנהלים טובים.

אמיר ברנע

ליוויתי בזמנו את אפריקה שפנתה ב-2009 לבית משפט ביוזמתה. זה המקרה הנדיר שהזכרת. השאלה היא מה העלות של פניה כזאת לחברה. מי לוקח את האחריות על הפניה הזאת ומה ההשלכות שלה לגבי קשרים עסקיים עם לקוחות, ספקים וכו'. ואתה אומר לדירקטוריון תמשיכו?

עומר קמחי

אם הדירקטוריון ממשיך ופוגע בנושים הוא כפוף לתביעות של הפרת חובת אמון והפרת חובת זהירות.

נטלי ג'ייקובס

אבל למנהלי החברה בשלב הזה נגמר הזמן. זה מה שמנהלי

בנושא של האג"ח, לתקן את מה שאמרתי קודם, כשנחקק חוק ניירות ערך נקבעה הוראות מעבר ולכן עילת הסל להעמדה לפירעון מידי קיימת רק באג"ח שהונפקו מ-2013. יש אג"ח שנמצאות עדיין במחזור ואין להן את עילת הסל של פירעון מידי ולכן אני חושב שצריך לכלול בחוק הוראות מעבר שיטפלו בנקודה הזאת לכל האג"ח במחזור שאין להן את עילת הסל.

עומר קמחי

אני רוצה למקד את הסוגיה בבקשת נושה כפויה. כל ההגדרות האחרות של חדלות פירעון הן פחות רלוונטיות. בבקשת נושה כפויה יכולות להיות משני סוגים של טעויות - אחת, שהבקשה תהיה מוקדמת מדי, הנושה רוצה ללחוץ על החייב ולכן מגיש בקשה, ובעצם דרך בקשת חדלות פירעון משתלט על החייב, זו סכנה קשה. הסכנה השניה היא שהבקשה מוגשת מאוחר מדי, זאת אומרת הנושה לא יודע בדיוק את מצב החברה, לא מכיר בדיוק את המאזן, יכול להיות שאין מאזן ואז הבקשה מוגשת מאוחר מדי. מה שקורה במצב הנוכחי, ומה שחלק מהחברים פה מבקשים, זה לתת שיקול דעת לבית המשפט. אומרים שהדבר הזה הוא מורכב ולכן ניתן שיקול דעת לבית המשפט, ובית המשפט יודע להחליט. אבל לי לא לגמרי ברור שבית המשפט יודע להחליט טוב בסיטואציות האלה.

לא ברור לי שלבית המשפט יש את הכלים לדעת את מצב החברה. מה שהשופט אורנשטיין אמר בתחילת הדברים על העובדה שבתיק של IDB הכל היה מהר וזה היה סעד הזמני, והנושים לקחו ככה, רק מוכיח את זה. מי כן טוב בלדעת בדיוק את מצבה של החברה?

המנהלים. המנהלים של החברה יודעים בדיוק את מצבה. למנהלים אין אינטרס להגיש בקשת חדלות פירעון מוקדם מדי כי הם מאבדים שליטה על החברה (היא עוברת לפיקוח בית המשפט). אין אינטרס להגיש בקשת חדלות פירעון מאוחרת מדי, משום שאז יש סכנה גדולה יותר שהחברה תלך לפרוק. ולכן למנהל יש את האינטרס להגיש את הבקשה

רציתי להתייחס לחברה שהיא מתחת למים, כלומר במצוקה פיננסית מהותית במבחן המאזני או כפי שהגדרתם את זה בעלת NAV שלילי, אבל אין לה קושי תזרימי, כלומר ממשיכה לשלם במועד. האם נכון לתת לנושים במצב זה זכות להתחיל בהליכי חדלות פירעון? בהתאם למחקר שכתבנו עבור מכון אהרן, אנחנו רוצים להציע מסגרת מתודולוגית כלכלית תיאורטית לחשוב על התשובה לשאלה הזו. מבחינה כלכלית לחדלות פירעון יש איזון בין שני סוגים של עלויות – מצד אחד יש עלויות שמתהווות לחברה שמצויה במצוקה פיננסית מהותית אבל לא הכריזה על חדלות פירעון – אלה בעיקר עלויות סוכן. יש הרבה ספרות כלכלית על זה שהחברה נוטה לקחת פרויקטים שיש להם NPV שלילי ולא לקחת פרויקטים עם NPV חיובי ולכן היא משמידה ערך בגלל אותן עלויות סוכן. במצב הזה לעיתים היינו רוצים באמת להגיע לבית משפט ולהעביר את המושכות מבעלי המניות לנושים, על מנת שלא להשמיד ערך. מצד שני, ניתן לסווג סוג אחר של עלויות שנובעות מהליך חדלות הפירעון עצמו או מעצם ההכרזה. ברגע שהנושים של החברה הולכים לבית המשפט ומתחילים לדבר על כך שמצבה הפיננסי של החברה בעייתי ואולי היא חדלת פירעון, נוצרות מיד עלויות כלכליות: מושקעים משאבים שיפוטיים; יש עלויות של יעצנים; עלויות של עו"ד; מתחילות להיות בעיות של החברה מול לקוחות, מול ספקים, מול עובדים; וכמובן במסגרת ההליך יש מכירת בזק של נכסים וכל מיני עלויות אחרות שאנחנו מכירים. לכן, לפחות קונספטואלית, אנחנו חושבים שהדרך לחשוב על השאלה הזאת זה לסווג ולבחון את שני סוגי העלויות האלה, לאמוד אותן אמפירית ולשים אותן על המאזניים ולחשוב מה מהן יותר משמעותי. בהתאם לתשובה נוכל לקבוע האם אנחנו רוצים כלל מחמיר או כלל מקל של כניסה להליך חדלות פירעון, מבחינת סך העלויות המשקיות. אם נגיע למסקנה שהסוג הראשון של עלויות גדול יותר נרצה לקיים את המבחן המאזני, וכתוצאה מכך יהיה ריבוי מקרים של חדלות פירעון לפי מבחן מאזני. אם נגיע למסקנה שהסוג השני של עלויות גדול יותר נרצה להיות הרבה יותר מחמירים ולא לאפשר כניסה של חברות לחדלות פירעון רק לפי המבחן המאזני. אני מבין מדבריו של השופט אורנשטיין שמניסיונו כנראה הסוג הראשון של עלויות משמעותי יותר מהסוג השני, ולכן הוא מבקש לשמר את המבחן המאזני.

אמיר ברנע

אתה אומר שחברה נמצאת בסביבת חדלות פירעון אבל אינך יודע היכן הקו שהופך את החברה לחדלת פירעון. אם הבנתי

החברה היו צריכים לעשות עד אותו רגע. יש ציר זמן של חברה שמתנהלת. המנהלים, הדירקטוריון רואים את ציר הזמן ומקבלים החלטות. יש להם בדיוק את כל הנתונים שאין למחזיקי האג"ח הציבורי אולי ובוודאי שבאג"ח פרטי. התפקיד שלהם והאחריות שלהם זה להימנע מלהגיע לנקודה הזאת בה יש למישהו זכות להעמדה לפירעון מידי ואם קמה למישהו הזכות הזאת אז צריך להיות איזשהו דיון. המצבים האלה הם כל כך מורכבים שבאותה נקודה בזמן, אחרי שהמנהלים קיבלו תעודת נכשל כי הביאו את החברה בכל ההתנהלות המורכבת שלה למקום הזה, במצב הזה שיש להם תעודת נכשל כמעט אתה רוצה להשאיר את המושכות בידיים שלהם? ואיפה מחזיקי האג"ח באותו הזמן? זה בדיוק הזמן שחברה יכולה להתפרק ואז אתה לוקח אותה מבעלי השליטה. אתה רוצה להשאיר במקרה כמו של IDB להנהלת החברה את המושכות כשהיא הגיעה לאן שהגיעה ולא לאפשר בכלל לבית המשפט להפעיל שיקול דעת?

רקפת שני

הוזכר קודם התזמ"ז, ואני לא בטוחה שמישהו בכלל עשה בדיקה אמיתית, כשאתה עוקב אחרי התזמ"ז רבעון אחרי רבעון וביחס לתוכניות העסקיות של החברה אתה מגלה שהתזמ"ז בעצם משרת פירוק deluxe. התזמ"ז משתנה כל רבעון, לפי דרישות החוב הקרוב ביטול המבחן המאזני נותן לזה הכשר. כאשר התזמ"ז הוא לא באמת אמיתי. יש להחזיר את הכלי לנושים, לאפשר להם לעצור את החברה ממימוש נכסי ליבה.

דוד האן

אני מאוד מוטרד מעצם הדיון. אני מתחבר למה שאומר עומר. כל הדיון מתעסק בנושים כשיש מגמה בחוק שצריך לשים לב שיש סעיף תכליתי של החוק. ואחת מהתכליות המוצהרות זה לשקם עסקים ככל שניתן. כשמתעסקים רק במתי נושה יכול לפתוח ובאילו עילות וכשמתכלים כל הזמן על זכויות הנושים וצריך לאזן בין הדברים, אני חושב שאנחנו קצת מפספסים את זה. עומר ניסה בדבריו לדבר על גזרים, על תמריצים. שאלה אותי אזרחית מודאגת האם בארה"ב באמת הנושים לפי מבחן תזרימי? כן, כך זה כתוב על פי חוק אבל אף אחד לא משתמש בזה, זה לא מעניין אף אחד. אותה עילה שקיימת בארה"ב איננה פרקטית לחלוטין, אף אחד לא משתמש בה, למה? כי לא צריך. כי החברות נכנסות מרצון לתהליכים האלו. זו דרכו של עולם. ברוב מדינות העולם, החברות הן המנוע של הכניסה להליכים ולא הנושים, משום מה ישראל חייבת להיות שונה מכל העולם.

"ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה המוצעת בדיני חדלות הפירעון:
האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן על נושים ארוכי טווח"

חדלות פירעון, אנחנו לא בעניין דיכוטומי, אין פה תחליף לשיקול הדעת. לפעמים בחשבונאות, אפרופו IFRS, רוצים לקחת נושאים שהם סבוכים ולפשט אותם. יש תקן שנקרא IAS 32 שעכשיו מוחלף ב-IFRS 9, וכל פעם שעושים את זה התקן החדש הרבה יותר מסובך.

אמיר ברנע

אסף, ההסתמכות שלך על הקובנטים הגלובלית היא בעיני בעייתית. ברמה מקצועית-תיאורטית האם קובונט קובע את חדלות פירעון או אפשרות חדלות פירעון קובעת את הקובונט? נאמרה כאן דוגמא לקובונט-האם תשואת אג"ח עולה פי שלוש זה קובונט לפירעון מדי. האם עצם העובדה שחדלות פירעון נקבעת דרך הקובונט משפיעה גם על התשואות בשוק? מה אינדוגני ומה אקסוגני?

אסף חמדני

אתה מנסה למצוא תשובה גלובלית אחת לעולם שהוא יותר מורכב. הקובונט הוא כלי לניהול חוב של מי שקבע את הקובונט, הוא לא קובע חדלות פירעון, אלא מכתוב את גבולות המשא ומתן בין הצדדים. צריך להיות ברור שטענות כמו בבנק הדואר "יש לנו קובונט ואנחנו לא רוצים להעמיד לפירעון ולכן תמנה בעל תפקיד" – הן בעייתיות, כמו שטענות מהצד השני כמו שיש היום שבעיניי הן הזויות – "אנחנו נתבע אתכם על העמדת החוב לפירעון מדי במקרה של הפרת הקובונט", זה גם בעיניי תיקן הזוי. זה כלי לניהול חוב ואם הצדדים לא מגיעים להסכמות על ניהול החוב שילכו לבית המשפט לחדלות פירעון.

אמיר ברנע

תראה את מערכת היחסים בין בנק ללקוח, כל מה שהקובונט הזה עושה זה מאפשר לבנק בקרה שוטפת על החוב. בא לקוח לבנק ואומר "עברתי על הקובונט" אז נוצר דיון ביניהם.

נכון אתה אומר ששקלול העלויות הוא יקבע את מיקום הקו?

רועי שלם

אני רוצה לענות תשובה קצת קיצונית, נניח שלא היו לך בכלל עלויות סוכן. נניח שכל מנהל קם בבוקר ומה שהוא מנסה זה להביא למקסימום את שוויים של סך הנכסים. לא היינו רוצים שחברות תהיה להן עילה כזאת מאזנית ללכת לבית משפט ולהיכנס להליך חדלות פירעון?

אמיר ברנע

אתה אומר שעילת חדלות פירעון היא אינדוגנית? לא ראה משפטית האם חברה חדלת פירעון או לא בתור משהו דיכוטומי, אלא צריך לשקלל את העלויות כדי לקבוע את הקו ממנו החברה הופכת לחדלת פירעון.

עדי פוזנר

אני רוצה לחזק את הטענה הזו. מחפשים פה כללים בינאריים – 'כן חדלות פירעון' / 'לא חדלות פירעון', מבחינתי בתור כלכלן אני מסתכל מיהו ה- residual claimant, במצב רגיל זה בעל המניות ככל שהמצב המאזני שלה הולך ומחמיר יש הסתברות יותר גבוהה ששקל שולי שייך לנושה ואז הייתי רוצה להעביר את השליטה באופן הדרגתי לנושה. כנושה אכפת לי מה ההסתברות שאקבל את הכסף ולא מתי אני אקבל אותו. יותר קל לכם להתייחס למבחנים התזרימים כי הם יותר אובייקטיביים ויותר קלים להכרעה אבל מבחינת יעילות הייתי רוצה להסתכל גם על המבחן המאזני לנסות לעשות משהו צריך שמעביר לאט-לאט את השליטה מבעל המניות לנושה.

שלומי שוב

הכלכלנים אומרים מה שאומר כבוד הנשיא, אנחנו בסביבת

לכן בוועדת חודק הנקודה היתה שלא עושים העתק-הדבק של הקובנטים בבנקים לאג"ח בדיוק לאור ההבנה שמערכת היחסים היא שונה. ואני מפנה אותך למאמר של עמיהוד מ-2001 שאומר בדיוק את הנקודה הזו.

אמיר ברנע

נניח שדירוג החברה יוצג כקובנט, למשל זכות לפדיון מוקדם אם חלה ירידה בדירוג. אני חוזה לחץ אדיר על חברות הדירוג להימנע משינוי הדירוג שלה, השלכות רוחביות על קיום החברה כעסק חי.

אסף חמדני

אז שהחברה לא תסכים לתת את הקובנט הזה.

יורם עדן

כשאני רואה קובנט אני חושב שהמטרה שלו היא להניע את החברה להתנהג בסדר ואם יש הפרה של הקובנט אז כמו שאומרים צבא שצריך להילחם כבר איבד את ההרתעה ונכשל. כשאתה אומר נניח לחברה שהיחס השוטף לא יקטן מ-1, אל תלכי להשקעות מסוכנות, תשמרי על נזילות. ויש גם דברים אובייקטיביים לדוגמה יש דברים גיאוגרפיים, הרבה פעמים התדרדרות נובעת מגורמים גיאוגרפיים.

הערה שניה-חברה פרטית שאין לה בעלי אג"ח ויש לה ספקים, אני לא מסכים שהספק הרבה יותר חזק מול החברה מאשר בעלי אגרות החוב, לדעתי הוא יותר חלש מהם. אז מה כל ספק שיש לו אשראי שוטף 90 אז ביום ה-181 הוא יכול לבוא ולתבוע פירוק?

ספי זינגר

זה המצב הקיים.

ענת פילצר סומך

השיח עד עתה היה מונוליתי, וייצג בעיקר את הנושים החזקים ו/או את רואי החשבון המוטרדים מהערת העסק החי. אני מייצגת את איגוד החברות הציבוריות, ולטעמי לא היה פתחון פה לאינטרס החברות, שבסופו של יום מתלכד עם אינטרס כלל הנושים. אני סבורה שהדיון כאן מניח כהנחת עבודה את מה שצריך להוכיח לעניין מועד הכניסה להליכי חדלות

פרעון. החוק הזה מקדים את מועד הכניסה להליכי חדלות פירעון באופן לא רצוי, ומתעלם מסיטואציה שבה חברה היא סולבנטית במהותה, אבל למרות זאת לא עומדת במבחנים שמכתיב החוק.

במילים אחרות, חברות סולבנטיות וראויות לפי כל פרמטר אחר בחיים העסקיים האמיתיים, לא תעמודנה במבחנים האלה, וזה יביא למצב שבו חברות טובות ייכנסו להליכי חדלות פרעון מיותרים וזה חבל גם לנושים וגם לחברות. איגוד החברות סבור, והצגנו את העמדה הזו גם בוועדת חוקה בכנסת, שהמבחן הראוי הוא מבחן כפול מצטבר: המבחן התזרימי לצד המבחן המאזני, משום שאין די בכל אחד מהם בנפרד. המבחן התזרימי לבדו משקף מצב מאוד נקודתי וצר; בהחלט יכול להיות שחברה שחייב שלה מאחר מעט בתשלום, למשל חברה שצריכה לקבל מיליארדים מצבא ארה"ב, והתשלום מתעכב בשלושה שבועות-חברה כזו תיכנס להליכי חדלות פרעון. מנגד המבחן המאזני הוא מבחן לא וודאי ועמום, שמחזק בעיקר את הנושים החזקים ממילא, שלרשותם עומדים כל המומחים היקרים וידועי השם שיכולים להציג הערכת שווי כזו או אחרת, ולבסס את עמדתם בקלות יחסית לנושים האחרים. לכן המבחן לכניסה להליכי חדלות פרעון צריך להיות כפול ומצטבר: תזרימי ומאזני שמתקיימים בצוותא.

בנוסף ראוי לדון בהגדרת הנושה העתידי - בדברי ההסבר להצעת החוק נכתב שהכוונה היא לצמצם את פתחון הפה של הנושה העתידי; לתפיסתי התיקון האחרון לנוסח הצעת החוק דווקא מעניק לו פתחון פה רחב יותר. סעיף 2 להצעה העדכנית של משרד המשפטים למעשה מעניק זכאות אינהרנטית לכל נושה עתידי לומר "אני עכשיו יכול להיות נושה לגיטימי".

גור בליי

אני יועץ משפטי בכנסת שמטפל בהצעת חוק הזאת. בדיוני הוועדה עלו הסתייגויות מההגדרה של חדלות פירעון בסעיף 2 להצעת החוק משני כיוונים הפוכים: מצד אחד, עלתה טענה שעלול להיות קל מדי להיכנס להגדרה כי לכאורה די באי תשלום חוב אחד כדי להיות חדל פירעון. מצד שני, היו שטענו שההגדרה מצמצמת מדי, וכי קיימת בעייתיות רבה בהגבלת נושה עתידי שצריך לחכות ולראות איך מבזבזים את כספי התאגיד והוא אינו יכול לעשות דבר. בכל הנוגע לטענות כי יותר מדי קל להיכנס להגדרה, אנחנו חושבים שהתוספת של "בין אם הגיע מועד פירעונם ובין אם לאו" מרחיבה את המבט וזה מונע את החשש שנושה יחיד יכול להכניס את החברה לחדלות פירעון, כי ברגע שאתה מסתכל על חובותיו, לא על חוב בודד, ואתה מדבר על בין אם הגיע מועד פירעונם ובין אם לאו, אתה מקרב את זה למשהו מאזני, זה למעשה תזרימי

"ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה
המוצעת בדיני חדלות הפירעון:
האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן
על נושים ארוכי טווח"

לגבי קובננטים, אני מצטרף לאסוף וכפי שהוא אמר - עניין זה נמצא בדיאלוג בין המלווה ללווה והוא נקבע כחלק מחוזה ההלוואה. אני מניח שהמלווים ידעו לקבוע בחוזה ההלוואה תנאים ומנגנונים שיספקו את ההגנות המתאימות בחוזה ההלוואה (בדבר"כ מדובר בשחקנים חוזרים, בכל מקרה המלווים הינם שחקנים חוזרים).

שלומי שוב

אתם בונים על בעלי האג"ח כל כך הרבה.
עלתה טענה שאנחנו לא נותנים לנציגי חברות לדבר - אברמי?
פיני?

אברמי וול

אני לא מדבר כנציג חברות, תודה. אני מייצג באופן שיוויוני מלווים ולווים ואשתדל להתבטא בצורה מאוזנת. לטעמי הדין רווי אמוציות ואינטרסים והוא מרתק ברמה האקדמית אבל יש פה טענות מאוד חזקות לשני הצדדים שקשה להכריע בהן. לכן, אני מעדיף לדבר על ההיבטים האמפיריים של סוגיית השימוש במבחן המאזני אל מול המבחן התזרימי שהחוק המוצע מעדיף אותו. זה לא סוד שכשהגיע תיק IDB לבית המשפט, בבדיקה שאמיר וצורי הגישו שעשה פרופ' לרנר התברר שעד אז - למרות שהיה לנו מבחן מאזני - מעולם לא השתמשו בו. וגם באנגליה התברר שהמצב דומה, אם כי בצרוף מקרים מעניין, בסמוך לפסק הדין של IDB היה גם פסק דין של בית הלורדים בנושא השימוש במבחן המאזני.

בואו נשאל את השאלה למה? למה אף נושה מעולם לא חש צורך להשתמש במבחן המאזני למרות שהוא קיים בדין הנוכחי? לדעתי התשובה היא שהבנקים, הנושים הפיננסים, דאגו לעצמם לקובננטים, ואילו הנושים התפעוליים, אמנם אין להם קובננטים, אבל עסק לא יכול להתנהל שכולם יודעים שבעוד שנה הוא פושט רגל כי הוא מגלגל אשראי והספקים יודעים יותר טוב מכולם מה קורה וממילא העסק עוצר לבד.

עתידי. ולכן אנחנו סברנו שעם התוספת הזאת של "בין אם הגיע מועד פירעונם ובין אם לאו" לא יהיה קל מידי להיכנס, במיוחד בצירוף עם סעיף 18 שמדבר על שיקול הדעת של בית משפט. לבית משפט נשאר מקום רחב יותר להסתכל באופן אמיתי על מצבה של החברה.

הנקודה שבעיני עדיין נותרה זה שקשה מדי לנושה עתידי לפתוח בחדלות פירעון. פה יש את התשובה של השימוש בקובננטים, והשאלה שעומדת זה מה לגבי מי שלא יכול לקבוע, מי שאין לו את הכוח מול החברה להוביל לקובננט. פה מבחינתנו השאלה פתוחה אבל לפחות בינתיים מהגורמים שהופיעו לוועדה, הטענה היתה שבפועל אין גורם רלוונטי שנפגע מזה כי בעצם הנושים העתידיים האמיתיים שיכולים לבוא לבית משפט גם יכולים להוביל לקביעת הקובננט, והנושים העתידיים הרחוקים שאין להם את הכוח להכניס קובננט זו קבוצה ריקה, בינתיים זה מה ששמענו.

איתן עבדו

אני הייתי עושה מבחן דו-שלבי, הייתי בודק את ה-NAV, אם ה-NAV הוא שלילי אז החברה באמת לא מצליחה לייצר ערך וזרז אותה לחדלות פירעון ואם ה-NAV חיובי אז ייתכן כי החברה מצליחה לייצר ערך איפשהו בעתיד כלומר יהיה לה מספיק משאבים להתאים את עיתוי התקבולים לעיתוי התשלומים ולעמוד בתשלומים במועד ואם כך הדבר אז החברה תלך להבראה, אחרת זרז אותה לחדלות פירעון. חייבים להשאיר לבית המשפט שיקול דעת ביישום המבחן המוצע. בדיוק כמו שלכל מומחה ניתן שיקול הדעת בעבודתו (רו"ח מבקר בעבודת הביקורת על הדו"ח, כלכלנים בהכנת תזרים חזוי ובהכנת NAV וכיוצ"ב עבודות מומחים).

בעניין זה, אדגיש כי איכות ההנהלה הוא גורם מאוד רציני ביכולת לשקם ולהבריא חברה וגם ממנה על בית המשפט להתרשם כשהוא בא להפעיל את שיקול הדעת. בהקשר זה, בהחלט יש לשקול, כפי שנאמר כאן, לזרוק גזרים להנהלה בכדי שתצליח לצלוח את המשבר.

לכן, הסוגיה התעוררה לראשונה רק כשהגיעו נושים פיננסים - מחזיקי אג"ח - מעידן טרום 2009 ופגשו את המציאות של אחרי 2009. היה להם אג"ח שלא התייחס לבעיה ופתאום המציאות השתנתה. ואז היתה בעיה- האם בית משפט יתערב להגן על נושה שלא דאג לעצמו לקובנטים מתאימים במועד העמדת ההלוואה. זו בעיני היתה השאלה המרכזית בתיק IDB ואני מאוד מסכים עם מוטי ואסף שקרו המון דברים מאז. השוק הזה (שוק האג"ח) מאוד התבגר, השוק הזה הלך לקובנטים. במאמר מוסגר אציין שאני חושב שהקובנט הקוגנטי של תיקון 19 הוא היום קובנט בעייתי, הוא אולי היה נכון בזמנו אבל היום הוא משיג איזשהו אפקט הפוך שהוא כאילו פותר את הנושים מלשים קובנטים יותר מדויקים, למרות שגם זה קורה- אני חושב שרוב האג"חים הרציניים היום כוללים גם קובנטים רציניים של הורדת דירוג וכו'.

ואני במקום ענת לא הייתי דואג, אני מניח שהתביעה הזו תידחה כי אין לה בסיס. אני לא חושב שזה מה שצריך להנחות אותנו. אני חושב שכשכותבים חוק שאמור להיות איתנו לאורך זמן, הוא אמור להסתכל על שוק האג"ח כפי שהוא היום, שהוא שוק מתקדם ומתוחכם יותר מזה שעמד לדיון בעניין IDB.

אני אפילו חושב שבמידה מסוימת ההוראות המוצעות הן לטובת כלל הנושים הפיננסים, כולל מחזיקי האג"ח.

אני לא מדבר על הוראות אחרות, אני מדבר על ההוראות הספציפיות האלה, כי מי זה הנושה השירי שמגיש את בקשות הפירוק שמתחילות את כדור השלג? זה לא מחזיקי האג"ח וזה לא הבנקים, זה הנושה הקטן שהוא מחליט לאיים על החברה על ידי הגשת בקשת פירוק ומתחיל כדור שלג.

וכבר יצא לי להגיש הקפאות הליכים על חברות שכך הגיעה ההתדרדרות שלהן. ולכן בגדול אני חושב שהצעת החוק מאוזנת. אני חושב שסעיף 9 מצד אחד נותן הגנה לנושה עתידי בנסיבות קצה. מצד שני, סעיף 18 (שאולי צריך לעבוד על הניסוח שלו) נותן לבית משפט כלים להתמודד עם אותם מקרים שזה לא נכון לפתוח בהליכים.

אמיר ברנע

אתה לא רואה סתירה בין תזמ"ז של שנתיים לסף שלושה חודשים שכלול בהצעת החוק?

שלומי שוב

כל מי שלא חשבונאי לא רואה.

אברמי וול

קודם כל לתזמ"ז צריך להתייחס בהסתייגות, הוא רווי הנחות ומעניין לחקור התממשות של הנחות בתזמ"זים. מצד שני הוא כלי יעיל שנותן לנושים בקרה, משכלל את השוק וכשיש להם עילות לפירעון מידי הם יודעים מתי להשתמש בו. זה קצת מקרב את מצבם לבנקים.

אמיר ברנע

אבל אם יש בו נניח גירעון?

דן אבנון

אני רואה מאות תזמ"זים לא ראיתי אחד שיש בו גירעון. השאלה תמיד היא סבירות ההנחות שבבסיס התזמ"ז.

פיני רובין

יש לי רק הערה אחת והיא בהקשר של ה-NAV, ה-NAV הוא בעיני בעייתי מאוד בגלל שהוא על ציר הזמן הוא משתנה מקצה לקצה.

שלומי שוב

בהנחה שמי שחישב אותו עבר בדיקת ינשוף הוא אמור לייצג את כל התחזיות שיש היום הכי נכונות קדימה.

פיני רובין

אז גם הערה הזאת לא במקומה.

שלומי שוב

מה זה המאזן? המאזן זה תזרים. אפשר להגיד שיש וודאות יותר גבוהה על השנתיים הקרובות אבל גם החשבונאות שמתעסקת בהערת עסק חי היא אומרת שכמינימום זה 12 חודשים.

ענת לוין

יהיה מלחמת DCF מול NAV. בתקופות רעות בשוק ההון ה-NAV יהיה נמוך וה-DCF גבוה.

שלומי שוב

"ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה המוצעת בדיני חדלות הפירעון:
האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן על נושים ארוכי טווח"

עולם חסר חיכוך, אם ה-NAV הוא חיובי לא יכול להיות שהתזרים שלילי כי תמיד אני יכול ללוות כנגד עודף הנכסים שלי או למחזר את החוב ולהחזיר חוב ישן. אבל הקשר ההפוך לא בהכרח נכון. אם יש עודף תזרימי, ה-NAV הוא לא בהכרח חיובי שכן יכול להיות שהעודף התזרימי הוא מאוד קטן ולאחר היוון במחיר ההון המתאים הערך הנוכחי של הפעילות קטן מהערך הנוכחי של החוב. כלומר, בעולם חסר חיכוך, NAV חיובי בהכרח אומר שהתזרים חיובי ותזרים שלילי בהכרח גורר NAV שלילי, אבל לא בהכרח תזרים חיובי זה NAV חיובי. השאלות החשובות הן מה קורה כאשר קיימים הבדלים אלו וכן מה קורה כאשר מדובר בעולם שהוא אינו "חסר חיכוך".

אמיר ברנע

אותי מטרידה השאלה-NAV חיובי ומחושב נכון אבל לחברה יש תשלום עוד ארבעה חודשים של סכום גדול מאוד כאשר השווקים אינם מתפקדים.

אסף חמדני

צריך לזכור שיש פה חידוש בחוק, שיש לנו נקודת כניסה אחת גם לפירוק וגם להבראה. חלק גדול מהדיונים האלה הם בכלל בשאלה אם צריך לפרק את החברה או להבריאה אותה. היום יש נקודת כניסה אחת לשני ההליכים. נקודה נוספת, אני רוצה לחזק נקודה של דוד שאני מעלה בתור שאלה למשרד המשפטים. כחלק מהדחף לקבוע הגדרה אוניברסאלית אנחנו משתמשים בהגדרה אחת לחדלות פירעון גם לצורך מתי יש להכניס חברה לתהליך וגם לצורך שאלות שאני לא בטוח שהן אותה שאלה כמו העדפות נושים וכן הלאה. יכול להיות שלי כמשפטן יש בעיה עם זה שיבואו עם חוות דעת על NAV כדי לקבוע אם להכניס חברה לפירוק או לא. מצד שני יכול להיות שאחרי שגורלה של החברה נחרץ ויש לנו זמן ללבן את התביעות נגד הצדדים המעורבים אולי שם נכון להשתמש בהערכות שווי כדי לקבוע בדיעבד אם

ברמה התיאורטית זה אמור להתכנס. זה שאלה של איך את קובעת את ה-NAV אבל ברמה התיאורטית זה אותו דבר.

משה גונסקי

אני מתחבר להערה האחרונה על ה-NAV. צריך לזכור שה-NAV שהוא כאילו מבחן יותר פשוט, הוא לא פשוט בכלל. בין אם ניקח את ה-NAV החשבונאי ובין אם את הכלכלי הוא עשוי להיות מבחן מורכב. אם ניקח את כללי החשבונאות אנחנו יודעים שה-NAV עשוי לשקף עיוותים כלכליים, כמו למשל- איחוד חברה בת עם גירעון. הגירעון בחברת האם נובע מהגירעון בחברה הבת שהיא בע"מ וכל מה שאני אפסיד זה בעצם השקעה בשווי 0. גם על ה-NAV הכלכלי יש לא מעט שאלות כיצד לאמוד את שווי הנכסים המוחזקים (סחירים ולא סחירים) שאלות של פרמיית שליטה וכדומה.

שלומי שוב

אמיר כשעשה את ההסדר חוב של אפריקה הוא נטרל את הבניין עם הנון-ריקורס כי הוא בדק את ה-NAV בצורה נכונה. אל תכניסו רעש לתוך החישוב, בואו נניח שהחישוב של ה-NAV הוא נכון.

אמיר ברנע

בספרות המקצועית ה-NAV הוא הכלי האולטימטיבי שאומר האם החברה סולבנטית או לא. אבל בגלל כשלי שוק שמונעים יכולת מימוש בערך כלכלי נוצר הצורך לשלב את הדיון התזרימי אולם המיינסטרים זה ה-NAV.

טל מופקדי

אני רוצה לחדד את ההבדל בין מבחן ה-NAV למבחן התזרימי.

אמיר ברנע

דוד, מה דעתך על הצעת החוק?

דוד האן

מה זה תחרות מלכת יופי? מה זאת השאלה הזאת? קודם כל אני מתחבר לנקודה האחרונה שהזכיר אסף. אני חושב שבאמת סעיף 2 הוא סעיף הגדרה כללי וצריך להתייחס אליו כסעיף הגדרה כללי. ואחר כך כאשר יש הקשרים שונים ויישומים קונקרטיים ייתכן שצריך לעצב, לגלף, לשייף לפי ההקשר הקונקרטי, אבל יש הגדרה שחוצה להקשרים שונים. לגבי מה שאתה שואל בכלליות ובהמשך לדברים שאמר עומר, זו שאלה נכבדה זו שאלה שצריך להבין אותה מבחינת מציאת תמריצים נכונים הן מזווית החיוביים והן מזווית הנושים כדי לטפל בבעיה ולטפל בה בשאיפה בעיתוי לא מוקדם מדי ולא מאוחר מדי ומצד שני שהטיפול יהיה אפקטיבי. אני את דעוטי אומר בתוך משרד המשפטים.

כבוד הנשיא איתן אורנשטיין

בגלל שיש ניגודי עניינים, בגלל שיש אינטרסים שונים, בגלל הבעיות והמורכבות אין פתרון בית ספר. צריך לתת קשת, מרחב ולאפשר שיקול דעת.

שלומי שוב

תלמדו מה-IFRS, יש נושא מסובך, רצו לפשט אותו עשו יותר מסובך. לפעמים נושא מסובך הוא נושא מסובך.

ספי זינגר

בחוק הזה ניסינו להימנע מזה ונקודת האיזון מאוד רגישה. זאת שאלה כבדה, אנחנו שמענו את הערות, לומדים אותן ואני רוצה להודות לכולם על הערות.

שלומי שוב

תודה רבה לכולם על ההשתתפות והדיון החשוב ולמשרד המשפטים שהגיע להשתתף - זה לא מובן מאליו. נראה לי שעוד אחד מהדיונים שלנו שמלמדים על פערים עמוקים בין הראייה המשפטית לבין הראייה הכלכלית - חשבונאית - נפגש לאחר פגרת הקיץ עם תחילת שנת הלימודים האקדמית.

טופס הצטרפות לרשימת הדיוור
של פורום שווי הוגן

שם משפחה: _____ Last Name: _____

שם פרטי: _____ First Name: _____

מקום עבודה: _____ Company: _____

תפקיד: _____ Position: _____

טלפון בעבודה: _____ Telephone (w) _____

טלפון נייד: _____ Telephone (c) _____

פקס: _____ Fax: _____

דוא"ל: _____ E-Mail: _____

כתובת לדואר: _____ Address: _____

הערות: _____ Comments: _____

☐ מאשר/ת קבלת דיוור עדכונים שוטפים על פעילויות הפורום בדוא"ל.

אנא מלאו את הטופס ושילחו למייל או לכתובת הרשומים מטה.

פורום שווי הוגן, תכנית חשבונאות, בית ספר אריסון למנהל עסקים

המרכז הבינתחומי הרצליה, רח' כנפי נשרים, הרצליה, 46150

טל'. 09-9527675

fvf@idc.ac.il, www.fvf.org.il

משתתפי פורום שווי הוגן תשע"ו

מר טדי לין	רו"ח אבי זיגלמן	גב' חופית גוטסדינר	מר יניב אבדי
מר רפי ליפא	רו"ח יניב זיו	רו"ח יקי גולד	מר עמנואל אבנר
גב' מיכל לשם	עו"ד ספי זינגר	גנאדי גולדשטיין	מר דן אבנון
מר איציק מאיסי	רו"ח רונית זלמן מלאך	גב' שרון גור	מר שריה אורגד
עו"ד חן מדר	מר סאמר חאג' יחיא	ד"ר גיתית גור גרשגורן	גב' נירית איבי
מר ירון מזס	פרופ' אסף חמדני	גב' מיכל גור כגן	השופט איתן אורנשטיין
ד"ר טל מופקדי	פרופ' שרון חנס	עו"ד נטלי ג'ייקובס	רו"ח יבגני אוסטרובסקי
רו"ח גיל מור	עו"ד רות חרדון אביב	עו"ד עמירם גיל	מר ישעיהו אורזיצר
מר איציק מורוביץ	רו"ח קרן טבה	ד"ר (רו"ח) אסתר גילעז רן	רו"ח משה אטיאס
רו"ח דקלה מושקוביץ	רו"ח גיא טביביאן	עו"ד גיא גיסין	רו"ח לילי איילון
מר רועי מימרן	ד"ר אפרת טולקובסקי	רו"ח עמית גל	רו"ח קרן איינהורן
ד"ר רון מלכא	עו"ד דליה טל	מר רונן גלס	רו"ח צבי איציק
רו"ח רונן מנשס	עו"ד רוני טלמור	מר אלון גלזר	שלמה אליהו
עו"ד הדר נאות	דוד טרגין	רו"ח אודי גרינברג	פרופ' דן אלנתן
עו"ד מני נאמן	רו"ח יעקב יודקוביץ	מר איליה גרינשפון	מר אלון אלפרט
מר שי נבו	עו"ד רם יולוס	מר רם דגן	רו"ח אלי אל על
מר יהושוע נגיד	עו"ד איה יופה	מר מישל דהן	פרופ' צביקה אקשטיין
זאב נהרי	ד"ר בעז ים	גב' רותי דהן פורטנוי	ד"ר עידו באום
מר נחמן ניצן	עו"ד מוטי ימין	עו"ד נטע דורפמן רבי	עו"ד גור בליי
עמית נתנאל	ערן יעקובי	גב' דגנית דניאל	רו"ח יוסי בנאלטבט
פרופ' דן סגל	מר דני ירדני	יוחנן דנינו	מר יהודה בן אסייג
רו"ח אסף סגל	מר אסף כהן	רו"ח אפרים דרור	רו"ח קרן בנגלס שנער
מר אייל סדובסקי	רו"ח זיו כהן	פרופ' דויד האן	יצחק בן מנחם
עו"ד אהוד סול	רו"ח טל כהן	מר אמיר הסל	מר אבי בן נון
רו"ח אמיר סוראיה	מר יונל כהן	גב' מאיה הרן רוזן	גב' מגי בראום
מר גל סטאל	רו"ח רן כהן	גב' לירון הראל	מר אבי בראור
מר צבי סטפק	רו"ח אריאל כינורי	גב' רונית הראל בן זאב	מר אמיר ברטוב
מר יניב סילן	רו"ח גיל כץ	עו"ד אברמי וול	עופר ברנדט
מר מאיר סלייטר	פרופ' בני לאוטרבך	רו"ח אלכס וולקוב	פרופ' אמיר ברנע
רו"ח דב ספיר	מר צורי לביא	פרופ' צבי וינר	רו"ח נבו ברנר
מר עדי סקופ	מר אבי לוי	רו"ח שלומי וינר	רו"ח משה גדנסקי
עו"ד ורו"ח איתן עבדו	מר רמי לוי	פרופ' דן וויס	גב' ענת גואטה
מר אייל עברון	מר אלי לוי	רו"ח דני ויטאן	רו"ח איתי גוטליב
פרופ' יורם עדן	גב' ענת לוין	רו"ח דוד וליאנו	עו"ד שיראל גוטמן

משתתפי פורום שווי הוגן תשע"ו

מר נדב עובד	רו"ח ארנון רצ'קובסקי
מר אוהד עובד	עו"ד ארנון שגב
גב' גלי עטרון	רו"ח שלומי שוב
מר עופר עמיר	רו"ח מנחם שוורץ
גב' אדווה ענבר	רו"ח רני שחם
מר בוריס פבלוב	רו"ח משה שחף
פרופ' עדי פוזנר	מר נדב שטינברג
מר עומר פומרברג	מר בני שיזף
רו"ח ואדים פורטנוי	ד"ר רועי שלם
עו"ד ענת פילצר סומך	רו"ח פיני שמואלי
מר אילן פלטו	גב' רקפת שני
רו"ח צור פניגשטיין	גב' נעמי שפירר
רו"ח נפתלי פריד	רו"ח עינת שפרלינג
רו"ח אורן פרנקל	רו"ח חן שרייבר
עו"ד רות פרנצ'יק	פרופ' עודד שריג
רו"ח אריק פרץ	מר הראל שרעבי
עו"ד ענת צדקה	מר שלי תשובה
מר ערן צימרמן	
ערן צ'רנינסקי	
מר סלע קולקר	
מר שי קומפל	
גב' הילה קונפורטי	
ד"ר חיים קידר	
מר ערן קלינסקי	
ד"ר עומר קמחי	
רו"ח יזהר קנה	
עו"ד פיני רובין	
רו"ח טלי רובינזון	
רו"ח תמר רובינשטיין	
רו"ח אורן רוזמן	
עו"ד סיגל רוזן רכב	
רו"ח איתי רושקוביץ	
מר יוסי רייטן	
רו"ח רקפת רמיגולסקי	

לינקים לדיונים קודמים בין השנים תשע"ב – תשע"ה:

תשע"ה:

- מפגש דיון יוני 2016: "PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני על רואי החשבון?"
- מפגש דיון מאי 2016: "הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי או מתמשך?"
- מפגש דיון מרץ 2016: "אי תלות של מערכי שווי: קריטריונים והשלכות".
- מפגש דיון פברואר 2016: "הלוואות בעלים לאור הלכת 'ההון הדק' ותיקון 44 לחוק ני"ע: התנגשות בין משפט, חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין התחייבות להון".
- מפגש דיון ינואר 2016: "תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי ניירות ערך".
- מפגש דיון דצמבר 2015: "האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על סוגיית השוק העמוק?"
- מפגש דיון נובמבר 2015: "מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטרז' הבנקאי במסחר בסיכוני אשראי".

■ חוברת מפגשי דיון תשע"ה:

http://portal.idc.ac.il/he/schools/business/fvf/pages/summaries_2015.aspx

תשע"ד:

- מפגש דיון יולי 2014: "דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?"
- מפגש דיון מאי 2014: האם קיים שוק עמוק לאג"ח קונצרני בישראל?
- מפגש דיון אפריל 2014: "השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי חשבון על איכות המידע בשוק ההון".
- מפגש דיון פברואר 2014: "חוק הריכוזיות: השלכות על הדוחות הכספיים".
- מפגש דיון ינואר 2014: "שווי הוגן: קביעת ניכוי ראוי בגין העדר סחירות (לרבות סחירות נמוכה) ומניות מיעוט".
- מפגש דיון נובמבר 2013: דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם: תועלת מול עלות.

■ חוברת מפגשי דיון תשע"ד:

<http://portal.idc.ac.il/he/schools/business/fvf/pages/summaries---2014.aspx>

לינקים לדיונים קודמים

תשע"ב:

- מפגש דיון יוני 2012: הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני אזהרה בדוחות הכספיים.
- מפגש דיון מאי 2012: שימוש ב-FFO לצורך הערכת חברות נדל"ן מניב מול מודל ה-IFRS (NAV).
- מפגש דיון אפריל 2012: מבחני חלוקת דיבידנד: חשיבה מחודשת.
- מפגש דיון פברואר 2012: מערכת היחסים במשולש: מעריך השווי - רואה החשבון המבקר - רשות ניירות ערך והשלכותיה על נאותות ההערכה ואחריות החותם.
- מפגש דיון ינואר 2012: מודל מרווח הוגן - שווי הוגן של נכסי חוב לא סחירים.
- מפגש דיון דצמבר 2011: היררכית שווי הוגן ושוק פעיל, תוך התמקדות בהצעת רכש כפויה ומיזוג משולש הופכי.
- מפגש דיון נובמבר 2011: הערכות שווי ופרמיות סיכון במבנה בעלות פירמידלי תוך בחינת האספקטים החשבונאיים, המימוניים והממשקים שביניהם.
- חוברת מפגשי דיון תשע"ב:

https://portal.idc.ac.il/He/schools/Business/fvf/Pages/summaries_2012.aspx

תשע"ג:

- מפגש דיון יוני 2013: פרמיית שליטה בעידן IFRS 13: מהי והאם היא בכלל קיימת?
- מפגש דיון מאי 2013: חשבונאות וכלכלה: כיצד לבסס ומהו הקשר בין סולבנטיות, כושר פירעון והערת עסק חי.
- מפגש דיון אפריל 2013: הפרשה ו-Recovery של חובות פגומים במערכת הבנקאית: האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את המציאות העסקית וההתפתחויות בשווקים?
- מפגש דיון מרץ 2013: תפקיד המומחה בהסדרי חוב - היבטים מימוניים.
- מפגש דיון פברואר 2013: בין החשבונאות לשוק - האם חברות הביטוח מתומחרות בחסר?
- מפגש ינואר 2013: כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן שלאחר תיקון 20?
- מפגש דיון דצמבר 2012: השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון הרגולטוריות: השלכות כלכליות
- מפגש דיון נובמבר 2012: שיעור ההיוון של התחייבויות ארוכות טווח לעובדים.

■ חוברת מפגשי דיון תשע"ג:

https://portal.idc.ac.il/He/schools/Business/fvf/Pages/summaries_2013.aspx

על הפורום

פורום שווי הוגן (Fair Value Forum - FVF) הוקם בכדי לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בסוגיות מקצועיות הקשורות לשוק ההון. לצורך השגת מטרה זו, הפורום משמש כקבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק, כפלטפורמה לשיתוף ידע מקצועי בתחום וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשתמשים בדוחות.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים, הוקם במסגרת התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה.

הפורום, שמקיים מפגשים חודשיים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל.

חברי הפורום מהווים אינטגרציה הבאה לידי ביטוי במספר מישורים: חיבור בין אקדמיה לפרקטיקה, חיבור בין השחקנים השונים לרבות מדווחים, אנליסטים ורואי חשבון מבקרים, חיבור בין תחומי הידע השונים הקשורים להערכות השווי ההוגן החשבונאיות, לרבות אקטואריה ושמאות.

החברת מאגדת את סיכומי הדיונים שהתקיימו בשנה האקדמית תשע"ו אשר הוכנו על ידי הצוות המקצועי של הפורום והתפרסמו לציבור הרחב.

