

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

סיכום פעילות השנה האקדמית התשפ"ד



דבר מייסדי הפורום

במעבר הדרמטי הנ"ל, לרבות בהקשר של צפי השפעה, דילמות ניהוליות והשלכות על השוואה רוחבית בשוק ההון. במסגרת הדיון הושק הספר "חשבונאות ביטוח חדשה: 17 IFRS".

על רקע פרשת סלייס, עסקנו יחד עם הרגולטורים הרלבנטיים בנושא החשוב של קרנות ההשקעה הפרטיות והדאגה לאופן ההשקעה של כספי ציבור. בדיון דיברנו בין היתר על הגדרת 'משקיע כשיר' על חוסר האחידות הבעייתית באופן שערך נכסיהן ועד לצורך בפקוח על פעילותן, בין היתר על רקע כניסת הרגולציה בנושא בארה"ב. נקודת השפל הזאת היא גם הזדמנות לבצע הסתכלות כוללת של כלל הרגולטורים, על שלל העיוותים ולהסדיר את חוקי המשחק, תוך הבחנה בין משקיעים כשירים לבין משקיעים רגילים וכמובן באיזונים המתאימים.

סיימנו את השנה האקדמית עם דיון, בנוכחות המפקח על הבנקים, דני חיאשוילי, בסוגיה כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת הבנקאית הקיימת לרבות בהקשר של הרפורמה המוצעת ברישוי וכן בהתפתחות של הבנקאות הפתוחה. קראנו בדיון לפעול בנושא קיום ביטוח פיקדונות בישראל בכדי ליצור בסיס נכון לתחרות. מהדיון נראה כי לתמורות הטכנולוגיות בעקבות ההתפתחויות החוקיות והרגולטוריות האחרונות בשוק התשלומים וההתערבות של רשות התחרות בנושא התחרות על הפיקדונות של משקי הבית, תהיה השפעה משמעותית.

אנו רוצים להודות למשתתפי הפורום על שנה נוספת של פעילות פורייה ועל דיוני עומק מרתקים אשר השנה התחדדו עוד יותר בעקבות המלחמה ומאורעות אוקטובר 2023. כמו כן ברצוננו להודות לגב' רקפת שני על תרומתה המקצועית לפורום.

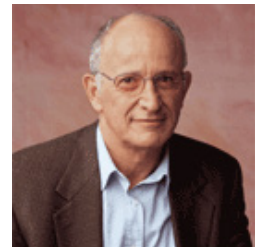
כמו כן, אנו רוצים להביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום שמורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות AccountTech באוניברסיטת רייכמן. תודה מיוחדת לשיר אורן ונועה מאור אשר סייעו בעריכת חוברת זו.



בימים אלה, אנו מסכמים שנה אקדמית נוספת לפעילותו של פורום שווי הוגן, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות AccountTech באוניברסיטת רייכמן. השנה האקדמית נפתחה לאחר ה-7.10 והתנהלה כולה במקביל למלחמת "חרבות ברזל". לאור אי הודאות הרבה שאפיינה את תחילת המלחמה, פתחנו את השנה בדיון על השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי של שנת 2023 בדגש על תיאום ציפיות אל מול הרגולציה, בעיקר רשות ניירות ערך. בדיון השתתפו סמנכ"לי כספים ממכלול הענפים השונים והציגו את ההשפעות השונות. במפגש העוקב המשכנו לעסוק בהשלכות המלחמה על הערכות שווי בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו והשינויים בשוק הסחיר. אחת ממסקנות הדיון היתה שנדרש עדכון תכופ ואפקטיבי יותר לשווי נכסים לא סחירים שאינם נכסי חוב, על בסיס שווי נכסים מקבילים בשוק, בכדי להימנע מעיוותים גדולים בחלוקת כספי העמיתים בגופים המוסדיים.

בהמשך ובעקבות ההשלכות התקציביות של המצב המלחמתי, עסקנו בסוגיה רגישה שהיא מיסוי קרנות השתלמות. הדילמה שעלתה בדיון, שרלוונטית גם לעיתות שלום, היא כמה מדובר על סגירת עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או לחלופין על נטל לא הוגן בעקבות המלחמה. הקונצזוס בדיון שבו השתתף אגף התקציבים במשרד האוצר, היה הצורך בביצוע הסתכלות כוללת ורחבה ובחינה מחדש של הטבות המס הניתנות לחיסכון לטווח הבינוני והארוך בישראל תוך שימת דגש על מטרות נתינת והאם השיגו את יעדן.

לאור הכניסה הצפויה של התקן המהפכני 17 IFRS בחברות ביטוח בישראל בתחילת 2025, עסקנו יחד עם ראשי חברות הביטוח,



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



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

תוכן העניינים

ע"מ

- 4 סיכום מפגש נובמבר 2023: השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה
- 28 סיכום מפגש דצמבר 2023: "השלכות המלחמה על הערכות שווי בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו והשינויים בשוק הסחיר"
- 50 סיכום מפגש ינואר 2024: מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: מגירת עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל לא הוגן בעקבות המלחמה?
- 72 סיכום מפגש פברואר 2024: "המעבר של חברות הביטוח לדיווח על פי IFRS 17: צפי השפעה, דילמות ניהוליות והשלכות על השוואה רוחבית בשוק ההון."
- 90 סיכום מפגש מרץ 2024: "קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת 'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד לצורך בפיקוח על פעילותן"
- 116 סיכום מפגש מאי 2024: "כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי עד לבנקאות פתוחה"
- 138 משתתפים בפורום לשנת תשפ"ד לפי סדר הא'-ב'
- 140 רשימת דיונים משנים קודמות



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM | FVF

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

תאריך המפגש: 13 בנובמבר 2023

נושא המפגש: "השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: אמיר אטיאס, טל אטיאה

שלומי שוב

עיוות מאד מוזר בשוק ההון הישראלי - המפקח על הבנקים הוציא לבנקים מכתב ב- 9.10 (ממש סמוך לאחר תחילת המלחמה) לפיו הוא מבקש מהם לכלול את השפעות המלחמה כבר ביתרת ההפרשה להפסדי אשראי חזויים של הרבעון השלישי. זה כמובן טיפול חשבונאי שעומד בסתירה לכללי החשבונאות המקובלים - ובין היתר גם לטיפול החשבונאי בהפרשה להפסדי אשראי לגופי אשראי חוץ בנקאיים שלא כפופים לפיקוח.

לצערי, אנחנו רגילים על פני השנים למצב דברים בו הפיקוח על הבנקים מכפיף את החשבונאות לדרישות היציבות ודיברנו על זה בעבר רבות, שראוי להפריד בין קביעת כללי חשבונאות לבין התפקיד של שמירת היציבות. אין לזה מקבילה כיום בעולם המערבי והרי לנו עוד דוגמה מיני רבות לכך. כללי חשבונאות צריכים להיקבע על ידי גופי התקינה העולמיים. רק בשביל ההמחשה, תחשבו רגע על הדוחות של כלל ביטוח שמאחדת את מקס שכפופה להוראות הפיקוח. אם יש הלוואה זהה שנתנה כלל ביטוח והלוואה זהה באותו מועד בדיוק שנתנה מקס הרי שבאותם דוחות מאוחדים הפרשה אחת לא תכלול את השפעות המלחמה והשנייה כן תכלול.

להבדיל מכך שלגבי כללי הכרה ומדידה מדובר באירוע שלא מחייב התאמה, צריך לזכור שהנחת העסק חי היא חריגה בכל הנושא של אירועים חייבי התאמה ולכן בכל מה שנוגע לעסק חי (ועסק חי לייט שמקובל בישראל) יש להביא בחשבון את המלחמה וכל

בוקר טוב (עד כמה שניתן להשתמש במילה הזאת בימים אלה), יום אחרי השבת השחורה היינו אמורים לפרסם את לוח המפגשים שנתי של הפורום וגם נושא למפגש הראשון של השנה עליו עבדנו בקיץ, כמו בכל שנה, אבל הכל התהפך ואנחנו נמצאים בימים אחרים לגמרי. עד כמה שזה לא פשוט, ננסה להיות "קרים" ולהתמקד בהשלכות המלחמה על הדוחות הכספיים לרבעון השלישי.

בהתייחס לאירוע הקשה שאנו חווים, אז מבחינה חשבונאית מדובר באירוע מובהק שאינו מחייב התאמה - כי התרחש לאחר תום הרבעון - 7.10. זה אומר שיש לנטרל את ההשפעות של המלחמה לגבי כל מה שקשור להכרה ומדידה בדוחות - לרבות כל נושא האומדנים, ובפרט אומדן שווי הוגן, ירידות ערך - בין אם מדובר במלאי ובין אם מדובר ברכוש קבוע ומוניטין, הפרשות וכיוצא ב. כלומר מעריך שווי לרבות שמאי שמבצע כעת הערכה לגבי 30.9 נדרש להתעלם מהמידע הרב לגבי הפריט המוערך שזרם אליו בחודש האחרון בעקבות המלחמה. לא טריויאלי אבל אלו כללי החשבונאות. אותו כנ"ל לגבי ההפרשה להפסדי אשראי חזויים בגין נכסי חוב - הפרשה כזאת צריכה להתעלם מהמידע השלילי שמגיע בעקבות המלחמה, כאילו נערכה ב- 30.9. הרי סביר להניח שאז הסבירות למלחמה הייתה אפסית לא? אבל כאן הולך להיות

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

לפעמים בכיוון ההפוך, אז נכון שצד הנכסים עלול להיפגע אבל שער החליפין של הדולר עלה וזה יכול לצמצם כי לא כל ההשקעות בחול מגודרות, מצד שני עליה בעקום הריבית מקטינה את ההתחייבויות. אבל זה כמובן הרבה יותר מורכב מזה ויתכן שניכנס לזה בהמשך הדיון ככל שיתיר לנו הזמן. ההשלכות על הענפים נוגעות גם לפגיעה בפעילות כתוצאה מקיטון בהכנסות וגם לפגיעה בפעילות כתוצאה מבעיית כוח אדם. הענף של הנדלן היזמי למשל יכול להיפגע גם וגם. אין ספק שיש ענפים שמושפעים יותר - וראינו את אזהרת הרווח שפרסמה אל על לפני כמה ימים כבר לדוחות הרבעון הראשון של 2024.

סוגיה משפטית נוספת שיש לה השלכות על הטיפול החשבונאי ולכם גם על הגילוי בדוחות הרבעון השלישי, היא שאלת המלחמה ככוח עליון. עד כמה למשל דחיה של מסירת דירות אצל קבלנים יזמיים תחשב כהפרשה ותדרוש תשלום פיצוי. או כשאנחנו מדברים על חברות קמעונאיות מצד אחד ועל חברות נדלן מניב מצד שני, עד כמה ויתורים יחשבו כתיקון חוזה שזה מצריך טיפול חשבונאי מורכב יחסית ופריסה או עד כמה הם יטופלו בשוטף.

מזכיר לכם שבקורונה זאת הייתה בעיה עולמית והייתה לנו דרך להתחמק מזה בעקבות הקלה חשבונאית שפורסמה ב- IFRS ואפשרה לא לטפל בכך כתיקון חוזה. ואם עושים הקבלה לקורונה, נקודה אחרונה לסיום - בקורונה היה מקובל ויהיה מעניין להסתכל עליה בדוחות הקרובים, היא הפניית תשומת לב לאי ודאות כללית - אני לא כל כך מבין את הבסיס החשבונאי שלה - הרי לא מדובר במישור של עסק חי וגם לא בהשלכות על מדידה ספציפית בדוחות - כמו אי ודאות בגין תביעות וכיוצא בזה - זה מעין דיסקליימר כללי שיחסית לדעתי אין לו הרבה עלות - ובהחלט יתכן שנראה את זה בקרוב. תמיד יש את החשש מאלה שיתפסו טרמפ על המצב אתם יודעים. אגב הנייר של רשות ניע נותן לזה גושפנקא. נשמח לשמוע את נציגי החברות מהענפים השונים שנמצאים כאן היום בדיון לגבי העניינים האלה וגם כמובן לעשות תיאום ציפיות מול רשות ניירות ערך - הרי בסופו של דבר כמו בעניינים אחרים בחיים כולם רוצים להיצמד ל"מדד הייחוס" הענפי שלהם. הרי זה הכי פחות לקחת סיכונים. כמו נרצה לדבר על ההשלכות לגבי הערכות השווי ושמאויות של הרבעון הרביעי שכבר יושפעו מן הסתם מהמלחמה. מניח שאמיר יתייחס, אחרי אמיר נשמע את אילן ציוני מרשות ניירות ערך ואת נציגי החברות מענפים השונים וננהל את הדיון.

המידע שנצבר לאחר תאריך המאזן ועד לפרסום הדוחות. רשות ניע נתנה ארכה מאד משמעותית של חודש בפרסום דוחות הרבעון - לאור חוסר כוח אדם במחלקות הכספים, אבל אני מעריך שהרוב המוחלט של החברות ידווחו על הדוחות עד סוף החודש ולא ינצלו את הארכה. זה נובע מזה שחשוב לכולם לשדר עסקים כרגיל, גם כלפי משקיעים בחול, ואולי יכול להיות כאן גם עוד שיקול נסתר ברוח הדיון שלנו היום - במידה מסוימת ככל שמחכים סביר להניח שתהיה ציפייה לגילוי כמותי וברור יותר על ההשפעות. הרי לכאורה תחשבו שהיינו מזיזים הכל בשבועיים - כלומר, מספיק הרבעון היה מסתיים באמצע אוקטובר והיינו מדווחים עליו באמצע דצמבר - הכל היה כבר צריך להיכנס לתוך המדידה.

יש כאן שאלה מאד משמעותית לגבי הנושא של רמת הגילוי על השלכות המלחמה בדוחות הקרובים. בשבוע שעבר פרסמה הרשות דגשים לתאגידים על נושא הגילוי, תוך התייחסות יחסית מפורטת לציפיות לגבי דוחות הרבעון השלישי ואני חייב להגיד לכם שהניסוח יחסית קשוח - הרשות מצפה לא רק למידע איכותי אלא גם למידע כמותי ככל שהדבר מעשי. וכאן נכנסת הפרשנות של המונח "מעשי" כאשר הרשות מעודדת מתן הערכה למידע כזה ולגישתה זה מצב עדיף על אי מתן מידע תוך שימוש בהגנה על מידע עתידי שקיימת בחוק ניע. אגב, ממה שאני זוכר ההגנה המשפטית לא חלה גם על הדוחות הכספיים אלא רק על יתר הדיווחים ויתר חלקי הדוח התקופתי - ככל שזה נכון זה אומר שזה בכל מקרה לא יהיה רלבנטי לגילוי בדוחות הכספיים.

מצד שני - לכאורה יש היגיון במידע כמותי הרי אחרת המשקיעים יצרכו לחכות עד מרץ 2024 (אם לא תהיה דחיה גם של הדוחות השנתיים) שזה ארבע חודשים נוספים לפחות למידע כזה. אני מניח שלגבי נזקים ישירים כמו פגיעה פיזית במלאי או במפעל, או כאשר מדובר בנתונים שנגזרים משוק ההון, צריך לבצע כימות וכ"ל לגבי השינוי בהפרשה להפסדי אשראי חזויים (לראיה הטיפול בבנקים גם אם הוא לא נכון). אבל השאלה הגדולה היא לגבי ההשפעה הכמותית של הנזקים העקיפים.

שימו לב שבחוזר של רשות שוק ההון לגופים המוסדיים שפורסם בשבוע הדרישה היא לגילוי כמותי לשינויים בשוק ההון על תיק הנוסטרו ועל תיק נכסי העמיתים ודמי הניהול ככל שהמידע מהותי, כאשר לגבי חברות הביטוח לגבי השפעת השינויים בעקום הריבית ובפרמיית אי הנזילות הדרישה היא בעיקר לגילוי איכותני. אגב, ראינו את זה גם בקורונה ההשפעות על חברות הביטוח עובדות

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

אמיר ברנע

את הדוח של הרשות, יש שם התייחסות ענפית ספציפית כאשר ההנחה היא שעל כל ענף ההשפעה אחרת. האם הכלל הוא שככל שההשפעה יותר ספציפית נדרש דיווח מידי וככל שפחות ספציפית ניתן להמתין למועד פרסום הדיווח התקופתי? השאלות האלה נשארו פתוחות. אני מקווה שמאספקט הדיווח בלבד תחול התקדמות כשיבוהר אחת ולתמיד מהם הקריטריונים לגילוי השפעת אירוע לאחר מועד הדוחות. האם באמצעות דיווח מידי, או אולי באמצעות דיווח כהערה בדוח שיתפרסם או אולי כדיווח רגיל או ללא דיווח כלל. עוד הערה אחרונה לגבי נושא הערכות שווי- אין ספק שאירוע מלחמה יש לו השפעה על הערכות שווי הרי ההשפעה יכול להיות החל ממחיר ההון וכלה בתזרים המזומנים ועיתוי, אין וויכוח בזה. אם מחירים בשוק ההון משתנים כתוצאה מהאירועים הביטחוניים האלה, אין ספק שיש גם השפעה על הערכות שווי לפחות בעיני המשקיעים שפועלים בשוק ההון. אני מאוד מקווה שהדרישה של רשות ניירות ערך ורשות שוק ההון לגילוי יסייעו למעריכי השווי לפחות בכיוון שלא ליצור איזשהן טעויות בהבנה האם אותם אירועי ביטחון באמת משפיעים על הערכת השווי או כי המשמעות שלהם היא משמעות איטית וכל הסיפור הוא רק סיפור של דחיית זמן. אני מקווה שנלמד את זה כשנראה את ההערות ברבעון השלישי.

אילן ציוני

בוקר טוב, האמת שיש לי הרבה דברים לומר כי גם אתה שלומי וגם אתה אמיר התייחסתם לכל מיני היבטים שקשורים למסמך שלנו. אז אני אתן קצת רקע - אחד הדברים שהוביל אותנו בסוף כן לפרסם מסמך דגשים והיו לנו לא מעט התלבטויות זה באמת כי קיבלנו פניות מהשוק ואני מודה שגם אני יזמתי פניות לאנשים בשוק כדי להבין עד כמה יש חוסר הבנה, חוסר וודאות, מה נדרש מהחברות לעשות כי מדובר פה באמת בתרחיש מאוד קיצוני שיש לו השפעות על המון סקטורים, והיו לחברות כל מיני התלבטויות האם צריך לפרסם דיווח מידי או לא צריך לפרסם דיווח מידי? מה מצופה מהחברות לכלול בדוח הרבעוני בעיקר בנושאים הפחות מובנים - הגילוי הענפי, כי סוגיית עסק חי כמו ששלומי הסביר חוסה תחת אירועים לאחר תאריך המאזן ב-10IAS, זה מחייב בכל מקרה בחינה ואני חושב שכולם מבינים את הדברים אבל למשל מה מצופה מחברות לתת על עדכון על גילוי ענפי וסקטורים שמושפעים

שלום לכולם, בחנו את הוראות הגילוי שהכינו רשות ניירות ערך ורשות שוק ההון, שמסתמכים על IAS10 דיווחים אחרי המאזן ועל תקנה 36 לגילוי מידי, כדי להבין את עמדת הרשויות לגבי הגילוי של השפעות המלחמה בדוחות הרבעון השלישי. לצערי, דווקא הקריאה של ההוראות האלה מעוררת שאלות שאני מפנה לעורכי הדין והחשבונאים לגבי מימוש חובת גילוי נאות בחברות ציבוריות. שאלה ראשונה- מתי דיווח מידי ומתי הערה בדוחות כשמדובר על אירוע שחל אחרי המועד של הדוחות, הרי הדוחות מתוארכים לשלושים בספטמבר, והאירוע חל באוקטובר. אם זה אירוע בודד ומתייחס רק לחברה ספציפית אין ויכוח שמתכונת הדיווח היא דיווח מידי. למדוח חל אירוע כזה ואחר, והשפעתו על החברה היא כזו או אחרת. אבל אם האירוע מאקרו, נניח שחל שינוי חד בריבית, או נניח שחל שינוי חד במחירי ניירות ערך. האם זה דיווח מידי? או אולי הדיווח ידחה לדיווח השנתי הקרוב או לדיווח התקופתי הקרוב? או אולי בכלל אין צורך לדווח על אירוע מאקרו? הלא החברות מדווחות על רגישות שלהן למשתני מאקרו- משתני ריבית, משתני שוק ההון ולכן אנליסט יכול להקיש על ההשפעה של שינוי מאקרו על החברה הספציפית דרך הדיווחים האלה. כלומר, מה מאפיין את המלחמה יחסית לשינוי חד במשתני מאקרו? נניח ריבית או מחירי שוק ההון, שהם כשלעצמם נובעים משינויים כלכליים בסיסיים, מה מייחד אירוע זה ומדוע הוא מחייב מתכונת דיווח שונה מהמקובל בדיווח מידי ואינו דוחה את הדיווח לדיווח הקרוב או לדיווח השנתי או התקופתי הבא?

שאלה שניה - היו חברות שהנפיקו נניח הפניקס, וכלל שמתכוונות להנפיק. החברות האלו מדווחות על השפעת המלחמה על הדוחות שלהם והשאלה היא מדוע ההנפקה רלוונטית? כלומר אם האינפורמציה היא חשובה לצורך הערכת שווי החברה ויכולת הפירעון שלה אז מדוע היא מוגבלת רק לחברות שבמקרה הנפיקו. כלומר, אם יש דרישת דיווח מידי מחברות שהנפיקו מדוע היא לא חלה גם על חברות שלא הנפיקו?

שאלה שלישית - מה מביא לדחיית הדיווח כהערה למועד פרסום הדעת? האם מורכבות האירוע? האם העובדה שיש לו הרבה מאוד פנים וההשפעות שונות- גם ריאליות, גם פיננסיות? כלומר האם זאת הנקודה? הלא רשות ניירות ערך עצמה מדברת על השפעה דיפרנציאלית של האירוע הזה על הסקטורים במשק. מי שראה

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

עדכני וכמה שיותר מפורט ותואם את הציפיות של הרגולטור. אחרי שקיבלנו את ההחלטה הזאת, בעצם בנינו את החלק הראשון שזה עולם חובות הדיווח המידי ופה אני רוצה להרגיע שראשית אנחנו לא ייצרנו כללים חדשים ושנית לא הייתה לנו מטרה לייצר מודל חדש של אזהרות רווח או קביעת כללי דיווח חדשים, ממש לא. בנינו את זה קודם כל שהאירוע צריך להיות חוסה תחת אותו כלל שקודם כל האירוע הוא חורג מעסקי התאגיד - זה אומר שאם יש חברה למשל שבמהלך העסקים הרגיל שלה ההכנסות עולות בחמישה אחוזים, ההכנסות יורדות בחמישה אחוזים ועכשיו ההכנסות ירדו בחמישה אחוזים זה עדיין יכול להיות תחת מהלך העסקים הרגיל. החברה צריכה להפעיל שיקול דעת ולבדוק אם יש טריגר שהוא ממש משמעותי מבחינת החברה שמקים את חובת הדיווח. זה בוודאי יכול להיות מקרה למשל אם המפעל נסגר שזה אירוע מאוד משמעותי - אם מפעל שמהווה את עיקר הפעילות של החברה נסגר כעת או נסגר מתקן מאוד חשוב אז אין מה לעשות, ברור שזה אירוע שהוא חשוב מקים חובת דיווח. אם עכשיו יש גל של ביטולים של הזמנות מחברה מסוימת וזה משמעותי לחברה יכול להיות שהאירוע אם מבודדים אותו הוא בעצמו יחייב דיווח. זו גם דרך מאוד אפקטיבית להנגיש מידע רלוונטי למשקיעים, וכמו ששלומי אמר - לחכות עד לדוח הרבעוני או עד לדוח השנתי במרץ 2024 יכול להיות מאוחר מדי. נתנו בעצם קווים מנחים - גם האירועים שאנחנו נוגעים בהם הם אירועים שראינו בעבר דיווחים כאלה זה לא משהו חדש, אני כן יכול לומר שמתוך 60 חברות שעד היום פרסמו דיווחים מידיים, יש כמה דיווחים מידיים שאני לא בטוח שהיה הכרח לפרסם אותם ויכול להיות שהפרסום היה אולי איזושהי התראה שבהמשך תהיה השפעה מהותית, שכרגע החברה מושפעת אבל היא לא יודעת לאמוד את ההשפעה ואולי בהמשך יהיה דיווח מעדכן נוסף. אני לא בטוח שדיווח כזה מחויב המציאות אבל שוב כל עוד הדיווח נותן איזושהי תמונת מצב ובהמשך יהיה עדכון אז מבחינתנו זה בסדר. עיקר הפרסום שלנו נוגע לדוח של הרבעון השלישי 2023, כי שם לדעתנו זו המסה העיקרית של אותם ניתוחים שאנחנו חושבים שהחברות יכללו. אני רוצה לגעת בחלק הזה, של הדוח של הרבעון השלישי. למעשה הוא בנוי מארבעה רכיבים. הרכיב הראשון כולל התייחסות שאני מניח שכל חברה בוחנת את זה בכל מצב, איך האירוע הזה שכרגע אנו מבינים שהוא לא לטווח קצר והוא הולך ללוות אותנו לא מעט זמן, משפיע על התפקוד, על הרציפות התפעולית של החברה, על כל מערכת היחסים שיש לה עם

זה לא היה ממש ברור. אז מה שאנחנו עשינו אחרי שגם דיברנו עם השוק והיו דעות לכאן ולכאן, שגם אפשר להצדיק אי פרסום וגם פרסום של העמדה. בסוף החלטנו ללכת על המודל של להנגיש לשוק כמה שיותר כלים ולספק כמה שיותר ודאות כדי להתמודד עם האירוע הזה. בקורונה, אני מזכיר, בפעם הראשונה שפרסמנו הוראות זה היה באמצע מרץ 2020, פרסמנו משהו מאוד מאוד מצומצם והיה לנו פרסום רחב יותר במאי 2020 שכבר האירוע היה בתוך המאזן והשפיע כבר על מדידות של נכסים ואז באמת הייתה יותר משמעות לתת הנחיות לשוק. אנחנו נמצאים באירוע שחד משמעי לאחר תאריך המאזן והיה לנו חשוב לומר את זה בדיוק מהסיבה ששלומי הזכיר שבניגוד להוראות תקני IFRS ואפשר גם לומר US GAAP המפקח על הבנקים נתן הוראה מכוח הסמכויות שלו לעשות משהו אחר, ואנחנו קיבלנו פניות לגבי סקטור האשראי החוץ בנקאי שגם העלו אצלנו תהיות האם השוק מבין שהאירוע הזה הוא אירוע לאחר תאריך המאזן.

אם הבנתי נכון יש כל מיני מתודולוגיות של מדידת הפסדי אשראי שכן מושפעות מהאופן שבו בנקים מטפלים בנושא אבל אני שם את זה בצד. למה היה חשוב לעשות סדר בהיבט הזה? לקחנו את המודל שיישמנו בקורונה, עשינו לו קצת התאמות וחילקנו את הפרסום שלנו לשני חלקים. חלק אחד נועד לטפל בעולם הדיווחים המידיים והחלק השני בעולם הגילוי בדוח הרבעון השלישי. ניסינו להשתמש בנוסח מאוד מרוכך, שלומי אמר אם אני זוכר נכון שהנוסח של המסמך קשוח, אבל אני חושב שהשתדלנו לא להשתמש בנוסח שהוא מאוד מאוד רגולטורי - כדרישות לדוח, אלא הסברנו שאלו מבחינתנו הכללים, הקווים המנחים אפילו ניסינו לתת כמה שיותר דוגמאות להמחשה גם בדיווחים מידיים וגם בגילוי הענפי אבל אמרנו תבחנו אם צריך לדוח. זה מתחבר גם לשאלות שאמיר העלה - מתי לדוח בדוח מידי ומתי לדוח בדוח רבעוני. אני אתייחס גם לנקודה הזאת אבל בסוף גם אנחנו יודעים שעם כל ההנחיות שאנחנו נתנו כעת, סביר להניח שהחברות היו יכולות להתמודד בצורה כזאת או אחרת עם הסיטואציה גם בלי הפרסום שלנו. אבל אני חושב שגם החברות מעדיפות שיהיו להן קווים מנחים ושהרשות תגיד מה מצופה מהן לדוח ולא תבוא ביום שלאחר הפרסומים ותגיד למה פה לא כללת את ההתייחסות כזאת ולמה פה לא כללת התייחסות אחרת, כי בסוף זה די חושף את החברות. צריך לזכור ששוק ההון עובד ופעיל, אף אחד לא קיבל החלטה לסגור את שוק ההון, יש הנפקות, חברות יכולות לגייס ועדיף שיגייסו על בסיס מידע

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

בדוח הדירקטוריון והניתוחים של ההנהלה על המצב הפיננסי לרבות כל מה שקשור לתזרים מזומנים חזוי, למי שיש סימני אזהרה, אבל הוא עובר כמובן לעולם של דוחות כספיים ולהנחת העסק החי שתחת IAS 1 ו-IAS 10 זה בוודאי משהו שנדרש לבחון עד מועד פרסום הדוחות, שם כמובן יש את כל ההיבטים שקשורים לעבודה של ההנהלה ולאחריות של רואה החשבון - גם בעולם החשבונאי של IAS 1 ו-IAS 10 וגם בעולם של תקני הביקורת. הוספנו רכיב נוסף, שהיה גם בקורונה ודיברת עליו שלומי - הנושא של הפנית תשומת הלב של רואה החשבון. אני לא חושב שיצרנו פה משהו חדש ואני מבדיל לרגע בין החשבונאות לבין הפנית תשומת הלב שתהיה בדוח הסקירה. העולם של החשבונאות הוא באמת עולם של בחינת הנחת העסק החי אבל להבנתנו בעולם של הפניות תשומת לב יש קטגוריה נפרדת של הפניה לתוצאות אי ודאות משמעותית - למשל תביעה שיש או חקירה שיש או הליך אכיפתי שגם זה כרוך בתוצאת אי ודאות משמעותית, מהי התוצאה של אותה החקירה אבל אני כן מתחבר למה שאמרת לנושא של השימוש שיכול להיעשות בטעות בעולם ההפניה הזאת אולי באמת התכוונו למשהו אחר, אז אנחנו עשינו את ההפרדה בין סוגי ההפניות. יש את ההפניה בגין תוצאת אי הוודאות, השפעת המלחמה שלא משפיעה על הנחת העסק החי - זו מבחינתנו הפניה נפרדת והיא חייבת להיות ברורה שהיא לא נוגעת במצב הפיננסי. אני לא יודע כמה יעשו שימוש בהפניה הזאת, אבל מי שיעשה בה שימוש חייב להבין שהיא מצייתת לתקני הביקורת בנושא הזה ושמשקיע יודע שזה כן קשור או לא קשור למצב הפיננסי. כי אם זה לא קשור זה למצב הפיננסי זה מצב עולם אחד. אם זו הפניה למצב פיננסי או משולבת של תוצאת אי ודאות שקשורה למצב הפיננסי, למשל הפניה שמתייחסת להשפעה של אי עמידה באמות מידה, או בפירעונות תשלומים, בעיות תזרימיות וכו'. זו כבר הפניה למצב פיננסי ואם יש לחברה אגרות חוב זה גם מהווה סימן אזהרה שמחייב פרסום תזרים מזומנים חזוי. נתקלנו בקורונה במספר מקרים שלא היה ברור למה התכוון המשוור, והיינו צריכים לפנות ולהבין וגם לדרוש תיקון בנושא. אז לנו מאוד חשובה ההבחנה הזו וכמובן הרכיב השלישי זו הפניה להערת עסק חי. אני אזכיר שהפניה למצב עולם השני- הפניה למצב פיננסי זה משהו שלא מוגדר בצורה ברורה בתקני הביקורת אבל יש עכשיו הצעה לתקן את תקן הביקורת כדי שזה יהיה ברור יותר שיש הפנית תשומת לב למצב פיננסי כפי שאני מבין, לא בקיאות ממש בנושא הזה, זה מה שאני זוכר. המצב העולם השלישי של הספקות

לקוחות, ספקים, מצב מימוני, בנקים, מחזיקי אגח, מצבת כוח אדם, מצבת הנכסים של החברה. לספק הסבר ברמה הכללית, לפרט גם מה התוכניות של החברה, היערכות תפעולית, היערכות פיננסית וזה אני מניח שגם אם לא היינו כותבים את זה, כולם היו מצפים מהחברות שייכלל בדוח. החלק השני הוא יחסית יותר חדשני, גם בשיחות שעשינו וגם בשיחות שקיבלנו הבנו שיש שאלות לגבי הגילוי המתבקש ברמה ענפית. הענף היזמי היה אחד מהנושאים שעלה על הפרק, מה בדיוק מצופה לתת? הרי ענף הנדל"ן היזמי מושפע מעליית הריבית ללא קשר למלחמה, שהשפיעה גם על הנושא של הביקושים וגם על הנושא של העלויות, מבנה העלויות של החברות והכדאיות הכלכלית לעסקאות ועכשיו המלחמה בעצם יצרה אתגרים נוספים. פתאום יש בעיה של מצבת כוח אדם כי בחלק לא מבוטל מהאתרים היו פועלים שהגיעו מהשטחים או מעזה, או פועלים זרים וחלקם לא נמצאים כרגע באתרים אז חלק מהפרויקטים מתעכבים או בכלל לא מתקדמים. וכמובן אין ספק שהמלחמה הזו משפיעה עוד יותר גם על המצב המימוני וגם על ביקושים. אז כל ההיבטים האלו העלו שאלות מה בדיוק לעדכן על קצב מכירות, על האתרים הסגורים ועוד. אז החלטנו לעשות סדר ולקחנו את הענפים המרכזיים שלדעתנו מושפעים, לא רשימה ממצה וניסינו לתת בכותרות איפה לדעתנו החברות צריכות להתרכז מבחינת תקשור מידע לחברות. אני חושב שיש ענפים שברור לכולנו שמושפעים כמו ענף התעופה, ענף התיירות, מלונאות ברור שאלו ענפים שחווים קשיים מאוד משמעותיים ברמה התפעולית, המימונית, גם ענף הנדל"ן היזמי ויש ענפים נוספים הנמצאים במעגלי השפעה משניים אשר יכולים להתפתח ליותר מזה, למשל קמעונאות, אופנה והלבשה שראינו כמה דיווחים של חברות שהוציאו חלק מהעובדים לחל"ת אבל אנחנו יודעים שבמקביל חלק לא מבוטל מהחברות פתוחות, הן אומנם פתוחות לפחות שעות ואולי הפדיון הוא פחות גבוה מהמקובל וממה שנהוג אבל זה שונה מאשר חברות שהמפעל סגור או שהאתר פשוט לא יכול לעבוד כי אין בכלל כוח אדם שיפעל, או ענף הפיננסיים למשל שגם הוא מושפע בצורה כזאת או אחרת. עשינו מיפוי של הענפים, וקבענו את הכללים והקווים המנחים. אם יש למישהו שאלות נוספות הוא תמיד יכול לפנות אלינו ואנחנו נוכל לסייע בהכוונה עד כמה שניתן.

החלק השלישי הוא חלק שעובר כחוט השני על הרבה פרסומים שלנו בנושאים האלו וזה כל הנושא של המצב המימוני שמתחיל

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

של אזהרות רווח. אבל, לשאלתך אם עכשיו חברה בוחנת את המצב ורואה שיש לה פגיעה מהותית שחורגת מעסקי התאגיד הרגילים, צריך להבין זה רף גבוה, אנחנו מדברים על אירוע שהוא חורג. כי גם בשוטף יכול להיות שחברה ברבעון מסוים ללא קשר למלחמה רואה שיש לה ירידה של 10%-5% בהכנסות. אם היא מזהה את האירוע הזה כאירוע שהוא חורג ממה שהיה לה בעבר, וניסיון העבר שלה מלמד שאירוע כזה של ירידה של 10% בהכנסות לא היה בעבר, אז יכול להיות שבאמת היא תראה באירוע כאירוע חורג. אבל אני חושב שממה שאני מכיר, מרבית החברות במחזור העסקים הרגיל, יש תקופות של עליה או ירידה בהכנסות בשיעורים האלה ואלו מגמות שקורות מכל מיני סיבות כמו סיבה מאקרו כלכלית כשהריבית קצת עלתה או כאשר הביקושים קצת ירדו ויכול להיות מסיבות מיקרו כלכליות. אבל אם יש משהו שהוא באמת חורג, למשל חברה מזהה שעכשיו יש לה ירידה של 30% במכירות שלה וכשהיא מסתכלת במבט צופה פני עתיד היא מבינה שזה לא ענין זמני שיש לה ירידה של 30% במכירות בחודש אוקטובר ופה נגמר הסיפור, אלא היא מבינה שהאירוע הזה הוא אירוע מספיק גדול שהולך ללוות אותה גם קדימה אני חושב שהיא תגיע למסקנה שאין טעם לדחות את העדכון במידע הזה לדוח הרבעוני שיפורסם בהמשך אלא אם כן הוא יפורסם ממש בקרוב. כי אז התוצאה שתהיה היא שהמשקיע יגלה את המידע הזה שהוא מאוד חריג רק כשהוא יראה את הדוח בסוף נובמבר או סוף דצמבר וראינו למשל שאל-על בחרה לפרסם סוג של אזהרת רווח. לא הרבה חברות פרסמו אזהרות כאלו כי אני חושב שחלק מהחברות עוד לא חוו ממש ירידה עוצמתית, יכול להיות שזה יקרה בהמשך וחלק מהחברות אני מניח שעדיין נמצאות איפשהו בתחום הזה שזה קרה להן בעבר וזה קרה להן עכשיו ועדיין זה לא עולה כדי משהו מאוד חריג. ושוב הדגשנו פה את החריגות והדגשנו פה גם שיכול להיות שיש פה צבר של אירועים שצריך לשקלל אותם יחד. זה יכול להיות ירידה בהכנסות וירידה בצבר העתידי שאתה כבר מזהה ביטול של הזמנות שהשילוב שלו ביחד יכול כבר להקים חובת דיווח.

שלומי שוב

בואו נכניס גם כעת את הענפים השונים ונקשיב באמת בכדי להבין את ההשפעות בראיה חשבונאית.

המשמעותיים זה כמובן גם מתכתב עם 1 IAS באופן ברור וגם מתכתב עם הדוח סקירה חוות דעת על הערת עסק חי וזה ברור שזה סימן אזהרה.

הרכיב הרביעי במסמך שלנו הוא רכיב שנקרא אירועים לאחר תאריך המאזן, היה חשוב לתת את האמירה הברורה שהמלחמה היא בגדר אירוע לא מחייב התאמה כמו שציינתי בהתחלה כי קיבלנו שאלות בגלל כנראה ההוראה של המפקח על הבנקים שיצרה אולי בענף הפיננסי קצת אי בהירות לגבי הנושא, אבל מבחינתנו הנושא הוא מאוד ברור. זה לא מחייב התאמה על כל המשתמע מכך כמו ששלומי אתה אמרת בהקדמה וכמובן צריך להקפיד על הגילוי על האירועים עצמם והכימות שלהם עד כמה שניתן בהתאם להוראות IAS 10. אלו בגדול הרכיבים במסמך שפרסמנו ושוב למי שיש שאלות והוא רוצה לקבל איזושהי הבהרה מוזמן לפנות אלינו, יכול לפנות גם אלי כמובן ונוכל לסייע.

אמיר ברנע

אני מניח שכל דירקטוריון של חברה ציבורית דן בנושא השלכות המלחמה, על רווחיות החברה, על הפעילות שלה ועל העסקים שלה. יש מסקנות לכל דירקטוריון על הרגישות של האירוע הזה על פעילות התאגיד. נניח שהדירקטוריון באמת החליט, ראה חומר לפניו וקבע שיש השפעה מהותית על התוצאות של החברה האם זה מחייב דיווח מיידי, האם זה נדחה להערה בדוחות של ספטמבר או בכלל לא צריך לדווח על זה? מה עמדתכם?

אילן ציוני

אז ככה קודם כל בשוק בישראל ככלל אין הנחיה של הרשות לפרסם מה שנקרא אזהרות רווח כי אז היית נתקל בזה כל הזמן לפני פרסום דוחות רבעוניים ושנתיים. יש מקרים שחברות בוחרות לפרסם למשל כשהן מקבלות טיוטות הערכות שווי שמצביעות על כך שיש גידול מאוד משמעותי בשווי הנכסים או קיטון מאוד משמעותי בשווי הנכסים וחברות בוחרות לפרסם את המידע הזה, יש להחלטה כזו כל מיני טעמים. טעם אחד יכול להיות שהחברה רואה בזה או אירוע או עניין או שהיא רוצה לשחרר מידע פנים כי היא מחזיקה במידע שיכול להיות שהיא רוצה לבצע גיוס או משהו אחר והיא רוצה לשחרר אותו החוצה. אז לא שיצרנו איזשהו מודל חדש

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

אורי סירקיס

עבורנו גם בשינוי תמהיל היעדים וכו'. יש הרבה מאוד יעדים שיש שם כרגע באמת שינוי מהותי אפילו מרוקו, שמערכת היחסים איתה היא סטבילית אבל, יש שם באמת חשש ואני מעריך שהטיסות של מובילים ישראלים למרוקו ייקח הרבה זמן עד שיתחדשו. במרוקו סבלנו מתחרות קשה מאוד עם המוביל המקומי שהוא ממשלתי ופחות מעניין אותו EBITDA ופחות מעניין אותו רווח תפעולי בעיקר מעניין אותו נתחי שוק. אז יש המון המון דברים שאנחנו מסתכלים עליהם ובהחלט אנחנו אופטימיים לגביהם. יש נתון שהוא באמת קריטי ולכן, אנחנו לא יודעים להעריך את ההשפעה שלו לגבי השנה הבאה. בימים אלו ממש מתקיימת ועידת סלוטים בדובאי ואז בעצם כל חברות התעופה סוגרות את המשאבים, את משאבי הייצור שלהן לגבי העונה הבאה, ברור לנו לחלוטין שחברות ירצו להקטין סיכון, לא יציבו את המשאבים שלהם בדרך לתל אביב ולכן, יש הערכה מקצועית אצלנו ששנה הבאה כמות המובילים שיצאו מישראל תהיה נמוכה יותר, התחרות תהיה בעצימות נמוכה יותר, והפוטנציאל שלנו להגדלת נתח שוק אגב לא רק שלנו של כל החברות הישראליות להגדלת נתח שוק הוא מאוד משמעותי. לכן, כרגע מה שאנחנו עושים אנחנו מדברים ודיווחנו על הפעילות השוטפת שלנו, אנחנו מנסים להקדים עד כמה שניתן דיווח על הרבעון השלישי כדי להראות לכולם עד כמה בריאים מה שנקרא הגענו למשבר הזה. אחר כך זה כבר באמת תלוי.

שלומי שוב

בוא נגיד שרבעון 4 יהיה מאתגר יותר.

אורי סירקיס

רבעון 4 מורכב אצלנו משלושה חודשים החודש הראשון הוא אוקטובר. באוקטובר הייתה פעילות יפה משום שהמלחמה הזאת התחילה מיד בתום החגים.

שלומי שוב

אני מדבר על השלכות שיכולות להיות פה של בדיקות ירידות ערך וכיצא בזה, מבחינה חשבונאית. תודה, אני מתנצל שאנחנו קצרים אבל בואו נמשיך את הסקירה הענפית. יש לנו עוד סוגיות מהותיות שאנחנו רוצים לדבר עליהן.

בוקר טוב, אני אנסה ככה בכמה דקות לתאר מה קורה בישראל ואיך מתמודדים עם זה ברמת הדיווח. נתחיל עם זה שיש כאן קושי אמיתי והקושי האמיתי הוא לדעת מתי האירוע הזה אמור להסתיים. מכיוון שאנחנו חברת תיירות, בשונה מחברות תעופה אחרות אנחנו חברת תיירות שיש לה מטוסים, ההתמחות שלנו זה פעילות תיירותית, הגמישות שלנו מאוד גבוהה, כלומר ברגע שמתחיל אירוע מהסוג הזה, אנחנו עובדים עם מטוסים חכורים, החזרנו 3 מטוסים עוד מטוס אחד עבר לפעילות תחזוקתית. היכולת שלנו להקטין הוצאות מיידית היא מאוד גבוהה. אבל מה שמעניין את המשקיעים זה מתי האירוע הזה אמור להסתיים ולאף אחד אין כרגע תשובות מהותיות לעניין הזה. לכן נקטנו כאן בעמדה מאוד מקורית, היינו הראשונים שפרסמו הודעה על ההשלכות של הדבר הזה ושאלנו מעריכים שיהיו לך השלכות והמשקיעים מיהרו וחלק מהם מכרו את המניה אבל אחר כך עשינו משהו שהוא מאוד שונה, אנחנו מתקשרים לכל העובדים פעם בשבוע פחות או יותר תיאור מצב של החברה ובעיקר של המהלכים שאנו עושים ושל ההתארגנות ואת המכתב הזה לעובדים אנחנו מעלים למאיה גם מפני שיש שם מידע פנים שאנחנו רוצים לנקות אותו, כל מיני הישגים של המערכת הבנקאית או כל מיני הסדרות עם בעלי מטוסים וכו' וגם כדי באמת לתת תמונה כמה שיותר נכונה לציבור המשקיעים שלנו. אני אופטימי כיוון שמול ירידה מאוד דרמטית, נתב"ג היה אמור לסגור את השנה הזאת עם שיא של כל הזמנים עם 26 מיליון נוסעים, ישראיר הייתה אמורה להיות עם השנה הכי טובה אחרי ששנה שעברה כבר שברה את השיא של עצמה, היא הייתה אמורה לשבור את השיא הנוכחי עוד פעם. ברבעון 3, על פי נתוני נתב"ג דורגנו כחברה השלישית בגודלה בנמל התעופה בן גוריון בשוק עולה זה הישג מאוד משמעותי עבורנו, היינו אמורים לחצות את רף המיליון נוסעים. נתב"ג עובד כרגע בעצימות נמוכה בקצב שנתי של 5 מיליון נוסעים, זה הקצב של הקורונה זאת אומרת אין פה ניסים זאת אותה פעילות אבל מול ההתרחשויות הללו קורים דברים שאפשר להסתכל עליהם בצורה חיובית נגיד נסתכל על התחרות שלנו לפחות בשוק הטורקי שהוא היה יעד הנופש מספר אחד של ישראל עם כל מה שקורה שם, עם האמירות של ארדואן היו שבועות בנתב"ג שהיו למעלה מ-120 טיסות בשבוע לטורקיה ברור לנו שלא נשוב לזה ויש פה הזדמנות בהחלט הזדמנות

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

שרלוונטי ובואו נחבר את החשבונאות למתווה לדוגמה שאנחנו הצענו לשוכרים. אנחנו ראינו את המצב באוקטובר שהיה מאוד קשה, עוד לפני שידענו מה הולך להיות בנובמבר, אנחנו כשבועיים שלוש אחרי תחילת המלחמה יצאנו במתווה לשוכרים שלנו שכבר מתייחס להקלות לחודש נובמבר, בלי לדבר על אוקטובר. את אוקטובר שמנו בצד לרגע אחד, ואמרנו בנובמבר אנחנו עושים לכם פריסה של תשלומים, כלומר דוחים את המועד הראשון זה לא יהיה בראשון לחודש. פריסה של החיוב בנובמבר, וגם הנחה של 25% בדמי הניהול ובדמי השכירות.

שלומי שוב

רק בנובמבר?

אופיר שריד

רק בנובמבר ואני פתוח לשמוע על אוקטובר תראו לי את הנתונים, בואו נראה גם כמה המדינה עוזרת מתוך רעיון שחלק המדינה סופגת, חלק השוכר סופג וחלק אנחנו מוכנים לספוג. זאת אומרת, לא כמו בקורונה שהיה בום אחד גדול שהשוכרים התארגנו וכו' שלא שילמו בכלל דמי שכירות והכל נפל על המשכיר. מראש אמרתי להם חברה זה לא יהיה אותו דבר, אנחנו חולקים בנטל, הנטל הזה יתחלק בין השוכרים למשכירים, למדינה. באותה תקופה שיצאתי עם המתווה הזה עוד לא ידעתי מה המדינה נותנת. לכן, השארתי את אוקטובר בצד, ובנובמבר אמרתי מראש עוד לפני שראיתי איך נובמבר יראה, אני כבר מראש נותן 25% הנחה, אני גם דרך אגב לא טועה בהרבה בחלוקה הזאת של הנטל מבחינת האחוזים בפועל. עכשיו אני חוזר לתקופת הקורונה שהזכרת שבהתחלה דיברו על זה שצריך לפרוס את זה לאורך תקופת ההסכמים החוזים ובסוף הייתה הקלה בינלאומית וכו'. אני חייב להגיד שאם לא הייתה הקלה הזאת ואם היינו צריכים לפרוס את זה לפי ההסכמים עם אופציות, בלי אופציות, ותכף אני אכנס לקטע הזה מצבנו היה בלתי נסבל מבחינת לבוא ולאמוד, ולעשות השוואות לתקופות קודמות, כי הדוחות הכספיים היו מאבדים קשר עם המציאות. היינו צריכים בסופו של דבר להגיע למצב שאנחנו מוציאים דוח כמו שההנהלה רואה ודוח כמו שהתקנים הבינלאומיים רואים את זה. ולכן זה מאוד רלוונטי הנקודה הזאת ואני חושב שחשוב להתייחס אליה וטוב שגם הרשות נמצאת פה.

אופיר שריד

בוקר טוב. אני מנכ"ל מליסרון ואני אתן ככה בדקה אחת על מה קורה מבחינת קניונים, משרדים וגם יש לנו נדל"ן יזמי למגורים. אחר כך, נתייחס לשתי נקודות שאני חושב שהתייחסתם אליהם גם אתה וגם אמיר בפתיח שלכם, גם לגבי הערכות שווי וגם לגבי טיפול החשבונאי בהקלות לשוכרים. אני חושב שכדאי שתשמעו גם כן מהשטח איך זה נראה כי אני חושב שהטיפול החשבונאי פה הוא מורכב אבל צריך להתייחס אליו רגע אחד שמכירים גם כן את מה קורה באמת ברצפת הייצור כמו שאני קורא לזה. אז קודם כל אנחנו מנהלים 18 קניונים, חוץ מזה מתחמים של משרדים ושל נדל"ן של מגורים. אבל בקניונים אני רק אגיד לכל מי שלא מכיר או מי שלא נכח ביום שישי בקניונים, המצב משתפר מיום ליום עד כדי כך שיום שישי בחלק מהקניונים היינו במעל 100% תנועת מבקרים.

שלומי שוב

לאנשים יש מצב רוח לקנות, אופיר?

אופיר שריד

אז זה לא מתבטא ב-100% קניות, אבל כן מסתובבים בקניונים ביום שישי ברמת אביב מעל 110% לעומת יום שישי לפני המלחמה, וברחובות היה 105% ובפתח תקווה הינו ב-95% וגם בגראנד בחיפה הינו סביב 95%-92% בכמות המבקרים, כמובן שבקופות זה עדיין לא נראה ככה. בקופות (כלומר בפדיונות) תורידו בין 10% ל-20% 25% ממה שאמרתי כרגע. זאת אומרת, אנשים מגיעים יוצאים מתאוררים קונים את הבייסיק, פחות קונים את אופנת העילית. ככל שאתה במדרג יותר יקר ככה זו אופנה שמתאימה יותר לאירועים ואין אירועים, אין חתונות, אין מסיבות ואין מרכזי תרבות, אז מן הסתם זה משפיע על הפדיונות ששם אבל גם זה כבר בשיפור. אם אני אתן לכם את התמונה בשבוע הראשון של המלחמה הייתה ירידה של כסדר גודל של 75% עד 80% בקופות, היום אם אני אקח בממוצע אנחנו מדברים על ירידה של בין 10% ל-30%-25%, תלוי באיזה מגזר אתה נמצא. עכשיו המצב משתפר, אתמול ברחובות היו בקניון 20,178 זאת אומרת זה כבר מצב יפה מאוד. היות והזמן פה קצר, אני רוצה להתייחס לנושאים החשבונאיים כי זה מה

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

על תזרים המזומנים, על הצורך בהגדלת היקפי ההנפקות וכו'. אבל מה אני עושה לצורך הערכת השווי? שם אתה כן צריך להיות מוחלט, אתה לא יכול להגיד בוא נעשה תרחיש כזה ותרחיש כזה, בוא נעשה הערכת שווי אם יש מלחמה מהצפון אין מלחמה מהצפון והאם צהל נשאר בעזה 6 חודשים או 12 חודשים כי הוא לא רואה שמה מישהו שמגיע ומנהל את האירוע מבחינה ביטחונית, אם יש לנו 200,000 מגויסים, או יש רק 100,000 מגויסים. יש הערכה אבל אני אדבר עוד לפני שמדברים על מה שאמרתם אתם על נושא של ריבית וציפיות וכו'. יש נושאים של מאקרו, המיקרו הוא מאוד מאוד מאוד מסובך לתקציב 2024 ומן הסתם הוא מאוד מסובך להערכות שווי שנעשות ל- 31 לדצמבר 23 וכמובן, זה משליך גם על הגילוי שניתן גם כן עכשיו ב-30.09.2023 למה בעצם אנחנו רואים שהולך להיות ברבעון הקרוב, כי הכל תלוי בהכל כמו שאמרתי קודם אז הדברים הם מאוד מורכבים.

שלומי שוב

תודה על הדברים שלך המאוד חשובים, הם מראים את גודל האתגר שלפנינו מהזווית החשבונאית. האתגרים האחרים לצערי הרבה יותר גדולים, אבל מהזווית החשבונאית הנקודה שהעלית לגבי תיקון חוזה זה נקודה מאוד משמעותית כי היום העולם לא ידאג לנו, ואני חושב שאנחנו צריכים, נמצאים פה גם ראשי המחלקות המקצועיות, גם רשות ניירות ערך, אנחנו נצטרך למצוא את הפרשנות החשבונאית למצוא איזשהו משהו פרקטי כדי לא להרוג אותם עכשיו. זה לא רק הנדל"ן אלא גם החברות הקמעונאיות. עכשיו לכאורה זה נכנס לטיפול החשבונאי של תיקון חוזה וזה מאוד מורכב. זה יהיה רלוונטי ל Q4 אבל כשאני חושב על זה, זה רלוונטי גם ל Q3 לגילוי, ככל שזה מהותי. אבל אני רוצה להמשיך את הסקירה הענפית, תראו כמה היא חשובה היא נותנת לנו כל פעם זוויות אחרות.

יוני צברי

טוב אז תראו, אצלנו קבוצת אלקטרה מוצרי צריכה היא מורכבת המון סוגים של חברות וענפים. אני אתחיל דווקא בתחום המיזוג, תחום המיזוג בתקופה הזאת נעצר בשבוע הראשון, חוינו לאחר מכן 40% ירידה במכירות של מזגנים בעיקר בגלל פרויקטים של בנייה שנעצרו בתקופה הזאת, אגב בטווח הקצר זה באמת פוגע

הרי בקורונה היה לנו את קורונה אחד, קורונה שתיים, קורונה שלוש. היה סגור שלוש פעמים עכשיו אני אחדש לכם שגם בתווך שהיה פתוח, לא כל המגזרים עברו גם כשפתחו בהתחלה לא פתחו בכלל את המסעדות, ואחרי זה פתחו עם מגבלות מאוד כבדות וכו'. לכן, היה להם הקלות כל הזמן. היה משהו כללי (בהנחות) שהיה סגור ואחרי זה היה הקלות למגזרים כאלה ואחרים לפי הצורך. לו היינו צריכים לתקן כל פעם את ההנחה ולהגיד אוקיי זה אני פורס על פני 15 שנה, זה אני פורס על פני 3 שנים, זה 3+3 כי אני חושב שהאופציה תמומש, בזה 3+3+3 כי אני חושב שהיא תמומש פעמיים, אף פעם לא היינו יודעים להגיד מה באמת השפעת הקורונה ומה מהלכים טובים או לא טובים שהנהלה הצליחה לעשות. הדיווח למשקיעים היה חוטא לעיקרון לבוא ולהגיד מה באמת מצבה של החברה, כי כל פעם היית עושה ממוצע של ממוצע, של ממוצע.

אותו דבר אני מגיע לפה, לו אני עכשיו הייתי צריך לפרוס את הנקודה הזאת, וזה כשאני עדיין לא יודע מה יהיה בדצמבר, יכול להיות שבדצמבר לחלק מהמגזרים כן תהיה להם הקלה, יכול להיות שחלק לא תהיה בכלל הקלה, ומה לגבי ההמשך? זה דברים שאם אתה לא באותו רגע אומר אוקיי, זה הקלה יש 25% זה מתבטא ב- 20/30/50 מיליון שקל, הנה זה המספרים ועכשיו אני מאוד מקווה שגמרנו נניח עם המלחמה ועכשיו אנחנו יודעים באמת מה הביצועים האמיתיים של החברה. זאת נקודה אחת שרציתי להתייחס אליה.

נקודה שנייה ואחרונה שאני רוצה להתייחס אליה, זה נושא של הערכות השווי. אני רגע אחד לא מתייחס לרבעון 3 כי דיברתם מספיק על רבעון 3, אני מדבר רגע אחד על רבעון ארבע. כי בעצם הערכות השווי של Q4 הבסיס שלהם כבר נבנה היום. אנחנו מכינים את התקציבים לשנת 2024, והבסיס לכל הערכות השווי של נדל"ן מניב אצלנו זה סדר גודל של 25 מיליארד שקל, מתבסס על השורות של מה תקציב החברה ל- 2024, ואני שואל מה תקציב החברה ל-2024? איזה תקציב אני הולך להגיש? איזה תקציב הולכים להגיש אחרים? איך הם מתייחסים למלחמה? עד מתי היא תישאר? האם יש חזית מהצפון או אין חזית מהצפון? או שאני אומר אני עושה תקציב ל-2024 כאילו אין מלחמה ועכשיו אני לוקח לעצמי איזשהו תיקון למה קורה אם יש מלחמה חודש, אם יש מלחמה חודשיים. נניח כל חודש מלחמה יש לו איקס מסוים, אז אני יכול להניח אני עם עצמי עם הדיסקרטורין שלי, שבואו נניח עוד חודשיים מלחמה, או נניח חמישה חודשים מלחמה, ועושים את כל הנגזרות לאיך זה משפיע

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

שלומי שוב

יוני מהזווית החשבונאית מהם האתגרים מבחינתך?

יוני צברי

היה לי חשוב רגע לסקור שנבין את הדברים האלה, אבל צריך להבין שבסוף בזווית החשבונאית שלנו איך שאנחנו מסתכלים על הדברים אנחנו צופים שאולי תהיה פגיעה קלה ברבעון הרביעי, אבל הפגיעה הזאת ברמת הקבוצה צפויה להיות קטנה היא בגלל ה-Diversity- בגלל הגיוון של הקבוצה, בסופו של דבר הסיכון הזה הוא מאוד קטן ולכן, א' לא הוצאנו שום דיווח וב', אנחנו לא חושבים שצריך בדוח הכספי שלנו שתהיה התייחסות מעבר לפעולות שאנחנו מבצעים בכל תחום ותחום שבסופו של דבר לא אמורים להשפיע בצורה מהותית על התוצאות של הקבוצה.

שחר עקה

גם אצלנו הנושא די מורכב ואני מתחבר גם למה שאורי סירקיס אמר לגבי משך הזמן של כל המלחמה הזאת. אז ראשית, יש לציין כי אצלנו 80% מהפעילות היא באירופה, קצת עצוב אבל שער היורו והשטרלינג עושה לנו טוב, זה מצבנו. אם היינו רק חברה ישראלית אז באמת סיטואציה מורכבת, כי בשבוע הראשון כל מה שהיינו עוסקים זה בביטולים של תיירים שרצו לצאת מפה או לא רצו להגיע כמו כן היינו עוסקים לקלוט מפונים על חשבוננו. כרגע, המצב הוא שהמלונות יחסית בתפוסה גבוהה עם מפונים אבל חוסר הוודאות פה הוא גדול, כי כשמפונים מתחילים לעזוב אנחנו לא יודעים מה יהיה מצב התיירות בשנה הבאה, אנחנו מעריכים שהוא יהיה לא טוב מבחינת תיירות שנכנסת לישראל, אבל מצד שני אבל מעריכים שתיירות הפנים מאוד מאוד תתחזק בישראל כי שווקים כמו טורקיה מרוקו דובאי סיני וכאלה ירדו בצורה משמעותית ויהיו פיצוי חלקי על החוסר בתיירות נכנסת. כמובן, מאוד מקווים שהאירוע יסתיים מהר וההשפעה תהיה קצרה, אבל בסך הכל זה מאוד מורכב אצלנו. הוצאנו דיווח מידי בעיקר מהסיבה שרשתות ישראליות מלונאיות אחרות הוציאו, הדיווח שלנו היה יותר להבהיר שאצלנו המצב הוא קצת שונה ושוב זה מורכב מאוד, אנחנו לא חושבים שתהיה השפעה מהותית על החברה שלנו בעיקר בגלל שאנחנו חברה בינלאומית.

בנו אבל בטווח הבינוני והארוך ככל שהמלחמה תיגמר אנחנו חוזים שהאספקות לפרוייקטים יחזרו ואנחנו נמשיך למכור את תחום המזגנים. יש לנו את תחום מוצרי החשמל, ששם אנחנו גם יבואנים של מוצרי חשמל ואנחנו גם קמעונאים דרך מחסני חשמל ושקם אלקטריק, אז אני יכול להגיד לכם שדווקא שמה יש דיסוננס בין שתי הפעילויות האלה כי מחסני חשמל בגלל העוצמה שלה, בגלל שיש לה משהו כמו 35% נתח שוק מתחום רשתות החשמל ויש לה מותג פרטי משל עצמה, המותג אלקטרה, שיש לו Value for money, אז שמה דווקא אנחנו רואים גידול בתקופה הזאת של כמעט 7% במכירות אבל מצד שני, בתחום של היבוא אנחנו חזקים מאוד ביבוא של מוצרי פרימיום שכרגע תחת המותג Miele-ו Liebherr ועוד מותגים אחרים, ותחום הפרימיום כרגע תקוע כי פשוט אנשים לא בונים ולא משפצים, אבל גם זה אנחנו מאמינים שברגע שהמלחמה תיעצר, הדברים האלה הדברים האלה כמובן יחזרו לפעילות. יש לנו את התחום של המזון שבעצם אנחנו מחזיקים ברשת קארפור, יינות ביתן לשעבר, שמה דווקא להיפך אנחנו רואים שבתחום הזה באוקטובר המחזורים שלנו גדלו ב-80% אל מול שנה שעברה, למרות שבשבועות האחרונים אנחנו רואים שהשוק הולך ומתייצב וחוזר ל 100% שהוא היה שהוא היה לפני המלחמה. תחום נוסף במזון, יש לנו את רשת Eleven7 אבל זה רשת קטנה שרק התחלנו עכשיו להקים אותה יש רק כעשרה סניפים, אבל אני יכול להגיד שה 10 סניפים האלה ביום אחד פשוט המחזור שלהם נעלם ורק ממש לאחרונה אנשים התחילו לצאת ולפצות את עצמם בתחום של בתחום של האוכל ובתחום של הקניות נוחות, אז אנחנו רואים חזרה לקניות. תחום נוסף שאנחנו נמצאים בו שגם שמה יש שתי קצוות שונות לגמרי זה תחום הספורט והפנאי מצד אחד יש לנו את פעילות אדידס בישראל הפעילות הקמעונאית של אדידס שראינו פגיעה מאוד משמעותית כי אדידס זה מותג שאתה נכנס אליו שיש לך מצב רוח שאתה בא להוציא כספים, אז היה לנו ירידה מאוד משמעותית של כמעט 60% במחזורים בתחילת הלחימה. אגב שיש האחרון היה נראה שחזרנו לשגרה כלומר, אנשים כבר התחילו לפצות את עצמם והמחזורים שמה גדלו משמעותית. מצד שני יש לנו את פעילות של קולומביה אוסטרייט ושבילים שהם מתמחים בתחום של מחנאות, בתחום של פנאי והיה פה ממשק מאוד חזק לחיילים ובתקופה הזאת היא הפעילות הסיטונאית שלנו שמה שלנו שמה כמעט פי שתיים במכירות של מוצרים שהם משיקים לצבא.

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

פה דרך ההתאחדות החליטה לפתוח עוד אפשרויות לעובדים זרים, רק חשוב להגיד שעובדים זרים חלקם לא מגיעים תוך כדי מלחמה, גם כשיש אישורים יש כוונות זה לא בהכרח קורה באופן מיידי. לכן, מן הסתם פה יש איזושהי השפעה בנושא של הפועלים. בהיבטים אחרים אני חושב שנכנסו לתקופה הזאת של המלחמה עם שנה שבה גם ככה הייתה ירידה יחסית במכירת הדירות, אז אני חושב שמי שנכנס למלחמה חלש מבחינה פיננסית ומבחינת מינוף, מן הסתם קשה לו יותר בתקופה הזאת ואנחנו התחלנו לראות כבר לצערי אותותיהם של גופים פיננסיים ש החליטו להיות פחות סבלניים, פחות אורך רוח. ופה באמת עכשיו אני חושב שמתחילה דיפרנציאציה, בין חברות שהן יותר איתנות מבחינה פיננסית ביכולות לצלוח תקופה של מלחמה ויציאה ממלחמה שיכולה לקחת גם חודשים ארוכים. אנחנו למשל כחברה נמצאים עם חוב נטו ל cap נטו של סביבות 32% שזה מאוד מאוד נמוך, עם יחס הון עצמי למאזן מאוד גבוה ואז באמת יחסית אנחנו ערוכים גם לתקופות כאלה בצורה יותר מיטבית. מצד שני, אני כן מצפה מגופים פיננסיים שבתקופת כאלה יידעו טיפה לשמור על אורך רוח, כי זה ברור לכל שגם חברות שחזרו לעבוד עדיין מוגבלות ברמת כוח אדם, יש פה הרבה מאוד אנשים במילואים במערכים השונים שמשפיעים גם על כוח אדם של החברות. אנחנו נתקלנו בהתחלה בהיסטריה כללית בכל דבר שנגעו בו, אז בטח ובטח מה שנקרא בפועלים של ענף הבניין. לצערי ראינו בהתחלה ממש ניסיון להחריג גם פועלים ערביי ישראל, דבר שכמובן לא נעשה ולא יעשה, אבל ההיסטריה בהתחלה הייתה מאוד גדולה ולכן, התגובות של הרשויות המקומיות היו מאוד מאוד איטיות ומהוססות לצערי עד שהם אפשרו פתיחה מלאה של האתרים.

שלומי שוב

רון שאלה קטנה לגבי מה שהנושא הזה של כוח עליון או החרגה בחוזים לצורך העניין של מכירת הדירות נגיד אירוע כמו מלחמה ממועט או שיש כאלה ויש כאלה?

רון יפו

אז א' יש פה סוגיה שבזמנו עלתה כי חוק המכר הוא קוגנטי והוא מגדיר את הנושא של כוח עליון, והגדרה של כוח עליון למעשה

האירוע כרגע בחורף שהוא עונתית יותר חלש, אם המלחמה הייתה בקיץ אז כמובן שההשפעה הייתה יותר גדולה.

ענת רום

מיטב הינו בית השקעות ואנחנו מנהלים את כל סוגי הנכסים פנסיה, גמל, קרנות נאמנות וכו' אך יש לנו גם החזקה בחברות של אשראי חוץ בנקאי, חבר בורסה, ודברים נוספים. נכון לכרגע, אנחנו לא מזהים איזושהי פגיעה משמעותית בתוצאות הכספיות. השבוע הראשון, שבוע וחצי ראשונים, היה איזה הולד גם בגיוסים, גם בפדיונות, גם בגיוס לקוחות חדשים הכל די עמד אבל אחרי זה די חזר למצב ערב המלחמה. גם לגבי התשואות בטח בנכסים של הטווח הארוך של הגמל והפנסיה, התיק הוא לא דווקא מוטה ישראל, יש החזקות לא מעטות בנכסים בחו"ל, שער החליפין עשה טוב גם מבחינת התשואות. אנחנו לא מזהים כרגע איזושהי פגיעה משמעותית, וגם מבחינת העבודה עצמה במשרדים וכדומה לפחות כרגע, אנחנו לא יודעים מה יהיה כמובן לטווח הארוך, אבל בטווח המיידי כרגע אנחנו לא מזהים איזושהי פגיעה, ואנחנו נותנים את הביאור הסטנדרטי כרגע בדוחות הכספיים, גם לא שינינו את התאריך של ההגשה של הדוחות הכל כרגיל.

רון יפו

אהלן, אני מנכ"ל דוניץ אלעד, חברה בתחום הבנייה למגורים שנסחרת במדד תל אביב 90. אנחנו למעשה גם יזמים וגם מבצעים כקבלן מבצע רק לעצמנו. למעשה, בתחילת המלחמה בהזדמנות הראשונה היה הנושא של פתיחת אתרי בנייה, שזה אירוע מאוד חריג בהיסטוריה, כי גם בתקופות של מבצעים קודמים, וגם בתקופות של קורונה אתרי הבנייה עבדו כרגיל כל הזמן. בעצם פה נתקלנו בהתחלה בקושי בפתיחת אתרי הבנייה, אני יכול להגיד שהיום או כבר בעצם מהשבוע השלישי, כל אתרי הבנייה שלנו עובדים וזה נכון שלא כולם עובדים ב- 100% מבחינת פועלים, כי ידוע הנושא של החרגה של כל הפועלים הפלסטינאים. לנו באופן ספציפי היה יחסית הרבה קבלני משנה שמתנהלים עם פועלים סינים אז המצב הוא קצת יותר טוב מאחרים, אבל עדיין יש פה קבלני משנה רבים בשוק שנשענו על העובדים הפלסטינאים, וכרגע בעצם מייצרים אלטרנטיבות עם מה שנמצא בכוח האדם המקומי, וכמובן המדינה

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

רון יפו

אז א' דוחות ספטמבר עוד לא פרסמנו, אנחנו עכשיו בדיוק יושבים עליהם ואנחנו נצטרך לראות מה אנחנו כן מציינים בתוך הדוח עצמו. אבל שוב אני אומר אני לא מרגיש שאני יכול להגיד שיש איזשהו שינוי דרמטי מעבר לזה שכולנו נמצאים בחוסר ודאות מסוים. זאת אומרת, אנחנו לא יודעים מה יהיה מחר או בעוד שבוע, מה המשמעות של חזית צפונית, משמעות של השבתה נוספת של אתרי בנייה וכן הלאה. לכן אנחנו חיים מיום ליום כמו כולם ובודקים את ההשפעות ברמה היומיומית.

שלומי שוב

תודה רבה אני רוצה לצרף את שחר מפוקס, בכל זאת פוקס זו קבוצה מאוד משמעותית פה במשק, נשמע גם את הזווית שלהם. בגדול מה שאנחנו רוצים פה אתה יודע אין מה לעשות אנחנו חשבונאים, גם אתה כן, אנחנו רוצים בגדול את ההשפעות אבל בקונטציה חשבונאית. אני יודע שבימים של דוחות כספיים זה לא פשוט לאף אחד אבל מה אתה בכל זאת יכול להגיד?

שחר רניה

לא אכנס בסקירה בפרוט לנושאים חשבונאיים, אני רוצה יותר להתייחס לפאן העסקי, אתם תשליכו מהדברים מה הסוגיות החשבונאיות שנגזרות מהמצב. אציג את עצמי, אני שחר רניה, סמנכ"ל הכספים של קבוצת פוקס. אני רוצה לייצג את כל תחום הקמעונות אופנה ולא לדבר ספציפית על פוקס, אני אגע גם בפוקס אבל ההסתכלות שלי תהיה יותר כלל הענף. אני קודם רוצה להסביר מה קרה בתקופה האחרונה, בלי קשר למלחמה כדי שנבין את הרקע כי זה מאוד חשוב להבין בעיניי, ואחרי זה נכנס להשפעת המלחמה ומה קורה איתנו, מה קורה עם הענף וכו'. מי שמכיר את חברות האופנה אנחנו שוכרים נדל"ן בסכומים משמעותיים, מפעילים הרבה חנויות, מבנה העלויות הוא קבוע ברובו, הענף מאופיין במנוף תפעולי גבוה, שכר דירה, דמי ניהול, ארנונה, חשמל כולם הוצאות קבועות, שכר עבודה בחנויות גם היא הוצאה גדולה והיא קשיחה יחסית, המנוף התפעולי הגבוה מייצר סיכון של ירידה בהכנסות, סיכון מאוד גדול. בשני הרבעונים

הגדרה משפטית, ואני חושב שעוד יהיו פה ויכוחים, אין ספק שבתקופות שבהם רשות מקומית לא אפשרה לפתוח את האתר בנייה אי אפשר לספור את מניין הזמנים הזה אלא כסגירה שהיא כוח עליון, כי זה לא שאפשרו לפתוח אותו תחת תנאים, פשוט לא אפשרו לפתוח אתרי בנייה.

שלומי שוב

כעיקרון יש חוות דעת כאלה היום?

רון יפו

אנחנו עוד לא הגענו לשם אני מקווה שגם לא נגיע.

אמיר ברנע

רגע רון, אנא התייחס לדיווח - האם אתם דיווחתם דיווח מיד? ומה אתם מתכוונים לדווח בדוחות ספטמבר?

רון יפו

אנחנו כרגע לא דיווחנו דיווח מיד, כיוון שלא היה לנו שום דבר שהוא יצר איזושהי השפעה דרמטית. אגב, גם אתר בנייה בימים שבשגרה יכול לקבל צו סגירה זמני מסיבות כאלה ואחרות מבטיחות ועד נהלי רשויות כאלה ואחרים, ואנחנו בדרך כלל לא מדווחים על זה אם זה לא משהו שהוא קרדינלי. זאת אומרת, פתאום עכשיו סוגים אתר לתמיד, או חלילה קרה אירוע כמו שקרה בזמנו ברמת החייל. לכן, במקרים האלה שפה היו כמה ימים של עיכוב בפתיחת אתרי הבנייה בתוך תקופה של תחילת מלחמה לא היה פה איזשהו משהו מהותי, וגם צריך לזכור שאנחנו כחברה לא מחזיקים נכסים מניבים, לא נכנסנו לתוך סוגיות של שוכרים, תשלומים ודברים כאלה שאולי חברות אחרות כן ואז באמת יש לזה השלכות.

אמיר ברנע

ומה לגבי הערה בדוחות ספטמבר מה יהיה?

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

שלומי שוב

ואתם מקבלים ויתורים נכון? כמו שאופיר אמר.

שחר רניה

אסביר, בגדול בישראל יש 3 קבוצות משכירים גדולות ויש עוד הרבה משכירים קטנים, בינוניים. אבל אנחנו במשא ומתן מן הסתם עם כולם, עם אחד המשכירים הגדולים כן הגענו להסכמות, שעיקרו זה תשלום שכר דירה בהתאם למחזור, תשלום דמי ניהול, אוקטובר ונובמבר. לגבי דצמבר אני מניח שנגיע להסכמות נוספות. אני מניח שיתר המשכירים יתיישרו לפי מתווה דומה לזה, כי בסוף זה WIN WIN, זהות האינטרסים היא ברורה, אין פה אינטרסים מנוגדים. נושא אחרון זה מלאי, הנושא הכי קריטי בחברות כמונו זה מלאי וככל שאתה יודע לנהל את המלאי נכון בתקופה הזאת אז תצליח לצלוח את המשבר הזה ויכול להיות משבר גדול למי שלא יהיה לו תזרים מספק, ולמי שלא יצליח לגייס הלוואות, ולמי שלא יודע לנהל את המלאי. הניהול מלאי הוא קריטי, הטיפול במלאי כולל עצירת הזמנות חדשות היכן שצריך, החזרה לספקים/ זכיינים, במקומות שאפשר לבצע מכירה בערוצים סיטונאים, וכן לאחסן ולממן לשנה הבאה, זה אמנם עולה כסף עם זאת זה אחד הפתרונות. משפט אחרון, באמצעות ניהול נכון ניתן לצלוח את המשבר הזה ואני מאמין שהמצב יחזור לקדמותו במהרה. מאחל לכולנו שיהיה שקט ונחזור לשגרה.

שלומי שוב

תודה שחר, שים לב שבדברים שאמרת, אני בתור חשבונאי אומר לך שיש שם לא מעט סוגיות חשבונאיות, חלק מהם כבר דיברנו עליהם במהלך הדיון ונצטרך לעשות מאמץ גם המחלוקות המקצועיות וגם רשות ניירות ערך כדי לעזור לכם ולא להקשות עליכם.

אריק פרץ

אוקיי אז אני אנסה לעשות את זה כמה שיותר פשוט כי קבוצת ביטוח זה משהו שהוא מאוד מורכב - זה אחזקה של המון חברות גם באחזקה פיננסית וגם באחזקות ריאליות.

הראשונים היו לא מוצלחים למרבית החברות בענף. את תבחנו את תוצאות הפעילות, יש ירידה בכולן ממספר סיבות. קודם כל, נושאי יוקר מחיה ומאקרו כלכלה משפיעים ללא ספק. לכל אחד מאיתנו יש פחות הכנסה פנויה בגלל משכנתה שהתייקרה, וכל דבר שלמעשה צורכים התייקר וזה אומר שנשאר פחות כסף בכיס, פחות כסף לקנות גם לרכוש ביגוד ומוצרי לייף סטייל, לא יודע להגיד כמה אחוזים זה מוריד אבל לבטח זה פוגע. אני לא מעוניין להיכנס לפוליטיקה, אבל הרפורמה המשפטית, מהפכה משפטית, שהשפיעה על המצב רוח של הצרכנים כנראה גם תרמה לירידה ופגיעה בתוצאות. לאנשים היה פחות חשק לבוא לרכוש, כמו כן יש גם פגיעה ישירה בגלל הפגנות שהיו במספר מוקדים בארץ. אם אני מתייחס לחלק האופנה, מזג האוויר החריג מאוד השנה לא עשה טוב לכל חברות האופנה, החורף הגיע ממש מאוחר לקראת ינואר וברגע שהחורף מגיע בינואר למעשה, נשארים עם מלאים ואז נכנסים לתקופת מבצעים מאוד עמוקים וזה מה שקרה ברבעון הראשון. מה שקרה ברבעון השני ואפילו כבר במרץ ולא באפריל, שהחורף נשאר איתנו היינו עם מזג אוויר חורפי, עד תחילת מאי, שזה גם משפיע על המכירות ברבעון שני ועל עומק ההנחות שעלה. יש עוד דברים שהשפיעו וזה העליה של הטסים לחו"ל ועוד השפעות כאלה ואחרות, אבל בגדול מה שזה אומר שחברות האופנה הגיעו לשביעי באוקטובר לא במצב כל כך טוב, יש כאלה יותר טוב יש כאלה פחות טוב, עם לא מעט מכות שהם ספגו עד אז.

מהשמיני לאוקטובר אני אחלק את זה לשבועות, ביום הראשון, היינו סגורים החלטנו בקבוצה כן לפתוח למחרת לפתוח את החנויות באופן מצומצם, לא כל החנויות היו פתוחות בשבוע הראשון. לאט ככל שעברו השבועות, התחלנו לפתוח יותר ויותר חנויות. חנויות בקו העימות סגרנו, סגורות עד היום חנויות בקו עימות. מן הסתם, המכירות שלנו הרבה יותר נמוכות ממה שהיה קודם. חנויות גם מצומצמות, מבחינת שעות עבודה אנחנו פתוחים מעשר עד שש. לאט לאט הרחבנו מעשר עד שבע, איפה שחשבנו שכן נכון לעשות. עשינו הערכות מצב כמוכן, ואנחנו פה ושם מרחיבים את שעות הפעילות. אם נבחן את ההוצאות שזה קריטי לרווח והפסד בגלל נושא העלויות הקבועות, שכר העבודה בחנויות הצלחנו לצמצם איכשהו למרות שזה לא מספיק ועדיין יש פה הוצאות שכר עבודה לא קטנות. שלחנו עובדים לחל"ת, במטה ובחנויות. שכר דירה ודמי ניהול שהן הוצאה משמעותית של כל חברות בתחום שלנו.

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

לשניים, אפילו לשלושה, האחד- יש כאן השפעה, חשוב מאוד לחלק את ההשפעה אחד לצד הנכסים ושתיים לצד ההתחייבויות. בצד הנכסים יש את הירידה המאוד משמעותית בערך הנכסים הפיננסיים בשוק ההון כתוצאה מזה שהריבית חסרת הסיכון עולה וכתוצאה מזה שמניות בסופו של דבר עכשיו שוות פחות וכן הלאה, אז כאן יש השפעה ויש הפסדי הון, אני מדבר כמובן על נכסי הנוסטרו של חברות הביטוח כי זה מה שמשפיע על הדוחות בצורה משמעותית. נכסי העמיתים כמובן יש ירידה אבל זה פחות משפיע על הדוחות הכספיים והרווחיות אז בנכסי הנוסטרו אני חוזר, הירידות המשמעותיות האלה בנכסים יוצרים הפסדי הון בנוסטרו, הפסדי ההון אפילו שהם חלקם משמעותיים אצל חלק מהחברות ומהצד השני יש את ההתחייבויות, ההתחייבויות הביטוחיות הם דווקא מושפעות לחיוב כתוצאה מעליית הריבית חסרת הסיכון ואפילו בצורה משמעותית ואם עוברים לא רק מהדוח החשבונאי אלא גם לדו"ח יחס כושר הפירעון שזה הדו"ח שקובע האם חברת ביטוח יכולה לחלק דיבידנד כן או לא אז נכון שיש שתי השפעות יש השפעה מצד אחד של ערך הנכסים שירד והוא יורד ישירות לתוך יחס כושר פירעון ומוריד את ערך הנכסים אבל מצד שני כיוון שההתחייבויות מהוונות בריבית הרבה יותר גבוהה כי ריבית חסרת הסיכון עלתה למעשה כבר מתחילת השנה אבל אחרי ספטמבר בעקבות המלחמה היא עלתה בעוד איזה 0.5% (אני אומר את זה בצורה גסה על פני העקום) המשמעות היא שהתחייבויות מהוונות בריבית יותר גבוהה, הערך הכלכלי של ההתחייבויות יורד ולכן על פניו עודף ההון הכלכלי שהוא הפער בין הנכסים להתחייבויות שלעצמו אמור לגדול גם הוא בצורה משמעותית, לכל חברה יש את יחס הפירעון שלה ודוח הרגישות שלה אשר מפורסמים במסגרת דוח יחס כושר הפירעון אבל לדעתי אנחנו נראה (עוד פעם אני אומר את זה ברמת הענף) השפעת ריבית משמעותית על חברות הביטוח בכל אחד ואחד מהמגזרים גם בביטוח הבריאות גם בביטוח הכללי ובביטוח החיים, אני לא אכנס פה לכל מיני הגדרות מקצועיות אבל אין לי ספק שחברות תעדכנה את הריביות שבהן הן מהוונות את ההתחייבויות שלהם כבר בספטמבר ללא קשר למלחמה ואם הריבית הזאת תימשך ותהיה ב 31 לדצמבר 23 אז למעשה אנחנו נראה השפעה עוד יותר בדוחות, גם בדוחות החשבונאיים אבל עוד יותר בדוחות יחס כושר הפירעון שקובעות האם חברות ביטוח יכולות לחלק דיבידנד מהרווחים שלהם ועודף ההון הכלכלי שלהם אמור לגדול כמובן בהתעלם מהשפעות אחרות אקסוגניות -

כדי לפשט את זה אז בוא נאמר ככה, חברת ביטוח או קבוצת ביטוח (אני לא מדבר על הראל ספציפית) למעשה מקורות הרווח שלה הם שלושה- אחד - ניהול נכסים כמו פנסיה, גמל, ביטוח מנהלים, קרנות נאמנות וכו'. בהיבט הזה כמובן שהירידות בשווקים מורידות את דמי הניהול הקבועים אך לא בצורה משמעותית, זה לא השפעות דרמטיות, זה המקור הראשון.

המקור השני הוא כמובן ביטוח, שלזה אני קורא הרווח חיתומי - פרמיות פחות תביעות, פחות הוצאות ופחות עמלות. כאן אני חושב שזה כבר ידוע שתחומי הביטוח הנקראות בעגה המקצועית "ביטוח כללי" - קרי, רכב, דירות, עסקים וכו' מכוסים על ידי המדינה במסגרת קרן מס רכוש ולכן בהיבט הזה לחברות הביטוח באופן כללי לא אמורה להיות חשיפה כמעט בכלל. בטח לא משמעותית. יש אומנם כל מיני עסקים וכל מיני פוליסות שניתן לרכוש בהם גם כיסוי נזקי טרור אבל זה זניח.. בעולמות של ביטוח החיים ברווח החיתומי אז כמובן יש כאן נזקי מוות, לא מעט אנשים נרצחו יש כאלה שנפלו בקרב, כאלו שהם מבוטחים ברמה הפרטית שלהם כי יש להם פוליסות לביטוח חיים ואנשי מילואים שגם לגביהם ברמה הפרטית יש להם ביטוחי חיים אלו מכוסים על ידי חברות הביטוח ושם אין החרגה לנזקי טרור ומלחמה וכאמור, חברות הביטוח נושאות בסיכון. כל חברה עם התמהיל לקוחות שלה ועם נתח השוק שלה אבל גם כאן אני יכול לומר בהערכה שלי לגבי השוק לא אמורים להיות כאן סכומים משמעותיים אלא אם כן המלחמה תתפתח ויהיו פה מספר מאוד גדול של נופלים אני מקווה מאוד שכמובן שזה לא יקרה. אז זה העולם החיתומי, עשיתי אותו ממש בקצרה אבל לזה לא אמור להיות כמו שאמרת השפעה משמעותית. כמובן שיש את המכירות אבל המכירות כמעט ולא משפיעות על הדוחות הכספיים של חברות הביטוח. תיאורטית גם אם חברת ביטוח מפסיקה למכור עכשיו למשך חודשיים שלושה או אפילו שנה שלמה- לא אמורה להיות השפעה על הדוח הכספי של חברת ביטוח. התרומה שרואים של מכירות חדשות על הרווחיות השוטפת היא שולית כמובן, היה את ה shock של השבועיים הראשונים בביטוח וכמעט לא נמכרו מוצרים גם כאלו של מוצרי משיכה דהיינו רכב ודירות שאנשים צריכים את זה ברמת Must אבל אנחנו כבר רואים חזרה לשגרה כמעט מלאה גם כמובן במוצרי המשיכה דהיינו בביטוחי רכב, דירות, עסקים וכו' וגם במוצרי דחיפה דהיינו בריאות וריסק מוות שאותם נדרש לשכנע ולהסביר ללקוח את הצורך לרכוש.

מקור הרווח השלישי והאחרון זה ההשקעות - כאן נחלק את זה

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

דיווחים של מכירות לזרים בקבוצות בחו"ל וכבר אני רואה הסכמי חתימות על הסכמי מכר של דירות לתושבים זרים שכן מגלים פה עניין בגלל כל מיני גילויי אנטישמיות וכו'.

רון יפו

רוני אני רק רוצה להגיד משהו בהיבט הזה שלא התייחסתי קודם, אני חושב שכן אפשר לראות עכשיו שני דברים גם תוך כדי המלחמה - אחד, בפרויקטים שבהם אנחנו מאוד קרובים לסיום הפרויקט אנשים מחפשים דירות עם ממ"דים ומחפשים פרויקטים זמינים עם ממ"דים. אז זה כן קורה תוך כדי המלחמה. ושתיים מה שאמרת הוא באמת נכון, יש התעניינות בקרב משקיעים יהודים מחו"ל שדווקא עכשיו רוצים לקנות דירה בישראל, זה לא בכל עיר וזה לא בכל מקום, יש לזה יותר דגש בירושלים. רואים את התנועה הזאת גם ואני מסכים איתך שמה שיקרה אחרי המלחמה, אני לא יודע מה המועד של סיום המלחמה, אבל אין ספק שאם נכנסנו עם דפיציט של דירות באופן כללי בשוק בגלל אנשים שישבו על הגדר תקופה מאוד ארוכה אז לדעתי ברור שהדבר הזה רק התעצם בטח בגבולות גדרה שבו יותר אנשים רוצים לגור ובטח דירות עם ממ"דים.

שלומי שוב

רוני ברשותך אם תוכל להתייחס להיבט של הערכות השווי.

רוני זרניצקי

הערכות שווי, אני רואה במסמך שאילן והרשות פרסמו בתור Guide lines ואיזשהם הנחיות מאתגרות באופן כללי ואני מודה על זה וזה מאוד חשוב. אני חושב ורואה ומרגיש שהשפעות קצרות טווח ככל שהן כרגע קצרות טווח והשפעות על ה NOI בסקטורים כאלה ואחרים הם לא בהכרח דברים שמשפיעים באופן ישיר על שווי הנכסים וצריכים להיבחן ואני רואה את החיוך של אמיר וצריכים להיבחן לאורך זמן ארוך יותר כדי להבין ולדעת האם זה יורד לשווי הנכסים, זה כמו שראינו בהתחלה ירידה משמעותית בפדיונות בקניונים ובפתיחה וכו', אנחנו כבר מתחילים לראות טיפוס חזרה למעלה ויש גם גורמים מאזנים. לא בכל הסקטורים אנחנו רואים

מחקרים אקטואריים וכו' שאינם קשורים להשפעות המלחמה.

אמיר ברנע

בסה"כ אני מבין ממך שהמלחמה הזאת לא השפיעה הרבה על חברות הביטוח.

שלומי שוב

גם בקורונה אנגב זה היה ככה, תמיד בחברות הביטוח יש את העסקת גידור המובנת הזאת.

אמיר ברנע

הנקודה המרכזית שהוא אמר זה נושא הקיזוז - הקיזוז שבין נכסים להתחייבויות.

רוני זרניצקי

בהמשך למה שרון אמר קודם, אז לגבי מדיניות ההכלה של מערכות מממנות, אנחנו ואני בתור מלווה של הרבה פרויקטים בבנייה קיבלנו הנחיה חד משמעית במערכות המממנות לגלות מדיניות של הכלה וסבלנות כלפי לווים ופרויקטים לבנייה, כמובן כל דבר לפי העניין ובלי ניצול של המצב אבל בהחלט כן ואני חושב שהאירוע האגרסיבי שכולם מכירים הוא לא בהכרח קשור לאירוע המלחמה. בנוסף לזה אני אגיד שבהיבטי הוועדות, הוועדות המקומיות וקידומים של היתרים וטבעות, הם מגלים דווקא הרבה עניין עכשיו בקידומים לאור העובדה שהם צופים בקושי הרב הקיים בהיבטים היזמיים והם מחזרים אחרי היזמים, הם מגלים סבלנות ועניין וקידום של היתרים וטבעות כי הם חוששים מהמשך שיביא לעצירת העניין הזה ודווקא אני מזהה כן יזמים שנכנסים בדלת הזאת וכן מקדמים. איזה מהפרויקטים יצא בסופו של דבר לפועל או לא? זה קשה להגיד ואני מזכיר גם שאנחנו הגענו לכל האירוע הזה על רקע של ריבית מאוד גבוהה וקושי יזמי - קושי של קידום יזמי גבוה בגלל עלויות מימון מאוד גבוהות ומכירות של דירות בצניחה. דווקא אני מזהה כן יזמים בפרויקטים השונים שהמוח הישראלי לא מפסיק להמציא פטנטים ושיווק מאוד אגרסיבי בחו"ל ואני כבר רואה

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

גם שאנחנו רואים את השינויים שקורים בימי שיש כמו שאופיר אמר, אני ממש מקבל דיווחים של הכנסות ופדיונות מהמון נכסים ואני רואה את התנודתיות מיום ליום זה יכול להיות אם יש יום יותר מתוח ההכנסות צונחות ושיש יום יותר רגוע ותלוי איפה אנחנו מיד רואים את השינויים ואני בתור מעריך שווי לא ניזון ולא יכול לקבל החלטות על בסיס של אירועים שהם מאוד מאוד קצרי טווח חייב להיות עם אורך רוח בעניין הזה.

גיא טביביאן

אז כמו שאמרת שלומי, יש כמה סוגיות חשבונאיות שצריך לתת עליהן את הדעת. אתה התייחסת ואחרים התייחסו לרובן. כמובן שמבחינה חשבונאית מדובר באירועים שלאחר תאריך הדיווח שאינם מחייבי תיאום, אך מצריכים גילוי. הנושא של מצב פיננסי ועסק חי כן צריך להיבחן עד למועד אישור הדוחות, שזה חריג לשאר השלכות המדידה. כל ענף מוצא את עצמו כבר עכשיו עם הסוגיות שרלוונטיות אליו. הזכרת את הנושא של הקלות לשוכרים שמשפיע על הדוחות של חברות נדל"ן מניב ועל הדוחות של החברות הקמעונאיות, בעיני יש איזשהו עיוות בתקן IFRS 16 עם הנושא של תיקונים בגין חכירות, אבל אני חושב שיהיה אפשר למצוא לחלק מהדברים פתרונות פרקטיים. יש בחברות נדל"ן יזמי גם את הנושא, שהוזכר בדיון, של האם יש פה כוח עליון. אנחנו כבר רואים התחלה של בחינה משפטית של הנושאים האלה ועמדות משפטיות. חברות יצטרכו לבחון את ההשלכות המשפטיות והאם יש כאן הפרה או אין הפרה של חוזים.

שלומי שוב

על נושא של הערכות השווי מה אתה חושב? לגבי מה שרוני אמר עכשיו נניח או בכלל על הערכות שווי.

גיא טביביאן

שלומי אני חושב שאתה יודע שהיו הרבה דיונים לגבי הערכות שווי בתחילת הקורונה ואני הייתי יחסית מהספקנים. אבל אם נסתכל בדיעבד, אז אני חושב שבמידה רבה חברות הנדל"ן והשמיים צדקו. הראייה שלנו כאנשי פיננסים הייתה שמכיוון שאי הודאות גדלה אז

כמו שפה אמרו ירידה ב NOI ואני מניח שלקראת הדוח השנתי אנחנו נהיה יותר חכמים ונדע לנתח ולנתב את הדברים ככה איפה באמת יש השפעות ואיפה יש מקום לגעת. בסופו של דבר אנחנו לא רואים ממש כרגע ירידה בשווי של נכסים אנחנו לא רואים עסקאות שמצביעות על שינוי בשווי של נכסים, את התיקונים בשיעורי ההיוון איפה שהיה צריך לעשות ובנכסים שכן נפגעו כתוצאה מהריביות ומהכנסות כבר ידענו לתקן איפה שהיה צריך והיה צריך מעט לתקן אז תיקנו כבר ברבעונים הקודמים ואנחנו נהיה יותר חכמים בדוח השנתי בעיקר על רקע שתהיה אולי ודאות יותר גבוהה לגבי האורך וההמשך של האירוע הזה.

אמיר ברנע

אבל רוני זה נכון שאתה לא רואה ירידה בשווי נכסים כי אין עסקאות

רוני זרניצקי

אני לא רואה ירידה כן אין עסקאות אבל לו היה צורך או רצון עז למכור את הנכסים באופן שנובע מסטרטגיה מסוים אז היית רואה ירידה וכנראה שהשוק יודע להכין את הדברים וצריך להגיב בסופו של דבר. המרכיב של ה NOI או מרכיב של שיעור ההיוון הוא אחד הרכיבים בשביל לקבוע את שווי הנכסים, נדבך משמעותי הוא בפידיבק מהשוק שנובע מעצם ביצוע של עסקאות וזה נכון שאין הרבה עסקאות אבל גם אל המעט שיש לא מצביע (לפחות לא בשלב הזה) על שינויים בשווי הנכסים. יכול להיות שזה יהיה, אנחנו עם היד על הדופק ואני מניח שבדוח השנתי אנחנו נתמודד עם זה.

שלומי שוב

רוני מה שאתה אומר שאם היית צריך לעשות הערכת שווי היום, לא היית עושה הפחתה מהותית בשווי של הקניונים לדוגמה?

רוני זרניצקי

עוד פעם, אני לא מסתמך על אירועים שהם בשלב הנוכחי קצרי טווח וירידה נקודתית ב NOI. אנחנו כבר למודי ניסיון מהקורונה ואנחנו יודעים שהשוק הזה יודע לתקן את עצמו מהר מאוד ובמיוחד

שיראל גוטמן

אני רוצה לנצל את ההזדמנות שאילן כאן ולברר איזשהו משהו שהוא התייחס אליו, שנוגע בעיקר לדיווח המייד, אני אתייחס גם לעניין הכמותי. תראו העובדה שיש מלחמה לא משנה מהעקרונות דיווח לפי חוק ניירות ערך והאירועים הם אירועים משתנים, פעם זו המלחמה זה הקורונה פעם זה משבר הסאב פריים ובמשך שנים הקו של הרשות שאילן מצד אחד אמר אותו הוא אמר אין בישראל חובת דיווח על אזהרת רווח אין כזו ואם אין בישראל חובת דיווח על אזהרת רווח אז לשאלה של אמיר ברנע מתחילת הדיון איפה עובר קו הגבול בין מה מדווחים בדיווח מידי ובין מה מדווחים בדוח הרבעוני אני חושבת שזה החידוד של מה זה אירוע או עניין. כשנפל לי טיל על מפעל והורס אותו אז זהו אירוע עניין וכשעוזב אותי שוכר מהותי אז זה אירוע עניין, וכל מה שהוא לא שני דברים - אחד רוחבי זאת אומרת ההבנה שלו היא נלמדת מרוחב או תוצאות שאני לא יכולה לכמת אותן היום, הוא לא אמור לבוא לידי ביטוי היום. אני אתן דוגמא גם כשאנחנו מקבלים טיטות של הערכות שווי שזה בעצם לא אירוע עניין אלא זה איך החברה מכמתת את שווי הנכסים שלה גם כשאנחנו מקבלים טיטות כאלה אנחנו לא הולכים ומדווחים אותם גם אם יש שינוי משמעותי בין אם לטובה ובין אם לרעה כי לכולם ידוע שהמועד הרלוונטי לבוא ולתת גילוי על זה הוא במסגרת הדוח. כנ"ל על השלכות רוחב של מימון כנ"ל אם מחר השמאי הממשלתי מפרסם עדכון בריבית שמשפיעים על שיעורי ההיוון, זה לא אמור לייצר את הטריגר לחובת דיווח מידי.

ומתי כן נותנים דיווח מידי בהקשר עם האלה?

יש שני טריגרים, אחד אילן אמר אותו - מידע פנים, חברה יכולה להחליט שהיא מנקה מידע פנים בין אם כי יש לה נושא משרה שרוצים לממש אופציות ובין אם כי היא רוצה לעשות פעולה מול השוק בין אם זה רכישת ניירות ערך ובין אם זה הנפקת ניירות ערך אז זאת סיבה אחת.

וסיבה אחרת והיא גם לא פחות חשובה זה מה שנקרא worst recall, אם יש לי קשרי משקיעים ופונים אליהם משקיעים ומבקשים לדעת בטח ובטח אם נתתי את תחזיות וכו' אז במקום לדבר עם משקיע בודד שפה יש קושי אז הדרך שלי לתקשר את ההשפעה אם כך בחתרי זה בדיוק באותה אזהרת רווח זה בדיווח מידי.

למה אילן לדעתי זה לא יכול להיות חובה? אני אגיד את המסוכנות בזה כי אתה ציינת עוד משהו שאני שומעת אותו לראשונה אמרת

השווי של הנכסים צריך לרדת. יש פה נעלם אחד מאוד גדול כמה זמן האירוע הזה יימשך ומה תהיה העוצמה שלו.

שלומי שוב

אבל איך צריך לשקלל את האי ודאות הזו?

אמיר ברנע

לי דווקא חשוב גיא אם אתה יכול להתייחס במשהו להחלטות של חברות, דיווח מידי או דיווח כאירועים לאחר מאזן, איך אתה כחשבונאי רואה את המיין הזה? האם ההבהרות הן ברורות? האם ההנחיות הן ברורות?

גיא טביביאן

הקושי הכי גדול ממה שאנחנו גם שומעים מלקוחות וגם הקושי שלנו זה הדרישה של רשות ניירות ערך (אילן התייחס אליה) הוא לנושא של הכימות. יש אי ודאות מאוד גבוהה וקשה מאוד לבצע את הכימות של ההשפעות. רשות ניירות ערך התייחסה לזה בנייר שלה, אבל עדיין כתבו במסמך דגשים שמעודדים, גם במקומות שזה קשה לאמוד באופן מהימן, לתת הערכה. אני מבין את הצורך מבחינת המשקיעים, אבל אני חושב שברמה המעשית זה מאוד מאוד קשה במצב אי הודאות נכון להיום. אנחנו רואים חברות שיש להם קושי או אפילו טענה לחוסר רלוונטיות של בחינת ירידת ערך או הפרשה להפסדי אשראי לדוחות של ה-30 בספטמבר. אין מה לעשות, חברות צריכות להוציא דוחות ל-30 בספטמבר ויש בחלק מהחברות סימנים לירידת ערך או שזה מועד שנתי לבדיקת ירידת ערך מוניטין וצריך לעשות את זה על אף שיודעים שקרה אירוע מאוד דרמטי לאחר תאריך הדיווח שהוא אינו מחייב תיאום, כלומר יצטרכו עוד בדיקת Impairment בדוחות השנתיים. יש פה הרבה קשיים או דברים של חוסר נוחות ברמה הפרקטית, אבל אני חושב שהקושי העיקרי בעיניי זה הקושי בכימות. אני חושב שרשות ניירות ערך גם צריכה לגלות הבנה כי יש כאלה שקראו את הנייר ופירשו אותו כדוחף מאוד, הייתי אומר מעבר למעודד, עם ציפייה מחברות לכמת דברים שאני חושב שכל אחד שיסתכל על העסק/הארגון שלו יהיה לו קשה מאוד לבצע את הכימות הזה במצב הנוכחי.

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

לחודש היה אמור להיות בערב ההשקה של הספר שלנו, לא יודע אם כולם יודעים, הייתה אמורה להיות לנו היום בערב השקה של ספר חדש שהוצאנו על IFRS 17, עבדנו עליו מאוד קשה וחיכנו לזה אבל החיים קצת התהפכו, אז זה לא זמן לחגיגות.

יבגני אוסטרובסקי

תודה ושלוש לכולם. לגבי חברות הביטוח, אני חושב שאני לא אוסיף יותר מדי על הדברים, שאתה (שלומי) אמרת בהתחלה, וגם מה שאמר אריק פרץ. אני כן חושב שאגב עוד כמה נקודות מעניינות בהקשר של השלכות המלחמה, זה שזה בוודאי לא ישפיע אותו דבר על כל חברות הביטוח. יש פה השפעה שונה בין ענפים שונים וביטוח משנה, בין טווח קצר וטווח ארוך, בין סולבנסי ובין דוח כספי - זה לא אותו דבר. לדוגמה, נקודה מעניינת, גניבות רכב היו תופעה ש-'עשתה שמות' בחלק מחברות הביטוח, במיוחד אלו שהיו פעילות בעיקר בביטוח אלמנטרי ובענפי הרכב ואפשר לומר שמאז שהתחילה המלחמה, לידעתנו התופעה הזו פחתה באופן משמעותי. יש גם פחות תאונות כיוון שיש פחות תנועה בכבישים.

אמיר ברנע

יש תביעה ייצוגית בעניין הזה.

יבגני אוסטרובסקי

יש תביעה ייצוגית אבל עדיין לצורך העניין יש הרבה פחות גניבות, שומרים יותר על הגבולות והדבר הזה כן יכול להשפיע לא אולי על הדוח הכספי הנוכחי, אבל בהחלט יכול להשפיע על החברות שיותר ממוקדות בענפים הללו. גם ענפים כדוגמת ביטוח נסיעות לחו"ל, יש פחות אנשים ייסעו לחו"ל - זה גם יכול לחשוף או להשפיע על התוצאות העתידיות. בענפים כדוגמת אובדן כושר עבודה, לוקח גם זמן לברר את התביעות בגין התיק הקיים. תיתכן קורלציה מסוימת בין אבטלה, או חלילה אנשים שלא יכולים לעבוד יותר בגלל מצב נפשי או פיזי, לבין תביעות הביטוח. התופעות הללו יכולות לקחת זמן, או להתברר על פני זמן. גם לגבי תמותה (ביטוח ריסק מוות), לפעמים זה לוקח זמן עד שהחברה יודעת אם בכלל מישהו נפטר או בוודאי מישהו נכנס למצב של אובדן כושר עבודה ומגיש תביעה.

כשהעניין הוא חורג מבדרך כלל אזהרת רווח שאתה מסכים שהיא לא קיימת היא בהגדרה חורגת מבדרך כלל ולכן גם אם יש לי שינוי צפוי שהוא מהותי בהכנסות אבל לא כי נפל לי טיל על הבניין אלא בגלל הסביבה כולה זה בדיוק מסוג הדברים שלא אמורים לעלות בדיווח מיידי אלא אזהרת רווח שהיא וולונטרית בישראל או כשחורר מידע פנים שהוא מחויב אם יש פעולה מול השוק. זה בדיוק מסוג הדברים שאמורים לבוא ולהיות אחר כך בדיווח ברגע שהרשות מחזירה את זה לשולחן החובה דיווח החשיפות לחברות ולדירקטורים הם מטרופות כי אז מתחילה השאלה של מתי היה היום הראשון שבו זה נודע? אף פעם לא היינו שם.. אז העובדה שיש מלחמה היא לא אמורה לשנות את זה פרט לכך לטעמי הנייר של הרשות הוא נייר מאוד מסייע.

באה הרשות והיא יכלה גם שלא לתת את הנייר הזה ובעצם הסתכלה גם על הלקחים שהיא למדה מהאירועים הקודמים זה נייר שאני חושבת שחלק משמעותי ממנו לפחות בלי החלק של הדיווחים הוא more of the same תלוי שינוי, זאת אומרת בקורונה זה היה מאוד מאוד דומה ופה הרשות נתנה עוד דברים שהם מבחינתי דוגמאות שחברות צריכות לשקול בנוסף אם זה עוד דוגמאות אני מניחה שיש עוד ואני מניחה שזה גם לא מתאים לכולם. לעניין הבקשה הכמותית, אני לא הייתי נלחצת מהבקשה הכמותית של הרשות. הרשות תמיד מבקשת עד כמה שניתן לכמת והחברות תמיד מסתכלות ובוחנות מה הן יכולות לכמת או לא ודי ברור לי גם כשאני קוראת את הנייר שאם אין יכולת לכמת והיות שאנחנו נמצאים כולה באמצע נובמבר והאירועים החלו בשביעי באוקטובר האירועים הקשים הללו, אז על פי רוב באמת זולת חריגים לא ניתן יהיה לכמת וקריאת הכיוון תהיה קריאת הכיוון של מה הפרמטרים גם איכותית זה חשוב, שעשויים להיות מושפעים אגב רובן יהיו מאוד אינטואיטיביים לאנליסטים שמסקרים את החברה ובכל זאת הסיוע בנייר שאתה בא ומסתכל ואולי פספסת משהו וכל אחד מסתכל גם על האחרים ועל הענף זה בוודאי משהו מסייע. אז אני מאמינה שאנחנו נראה על פי רוב בוודאי ברבעון הזה אני לא מדברת על השנתי אנחנו נראה בעיקר התייחסות שהיא התייחסות איכותנית.

שלומי שוב

הרגעת אותנו שיראל, תכף נשמע את אילן שיסכם לנו אבל אני רוצה עוד לפני אילן לשמוע את יבגני. יבגני אתה יודע שהיום 13

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

אודי גרינברג

כן אבל שלומי, בדוח עצמו זה Non-GAAP.

שלומי שוב

אני מסכים איתך שזה לא חשבונאות, אבל עדיין מעשית הם הצליחו לעשות את זה, זה לא חשבונאות אני מבין, אבל עדיין הם הצליחו לעשות את זה. אני דירקטור בחברת האשראי החוץ בנקאית איך אני צריך להרגיש במצב כזה?

דני ויטאן

אבל שלומי, גם כשאתה אומר לתת את ההשפעה של ההפרשה לדוחות מסופקים נכון להיום בוא נזכור שבדוחות השנתיים ההפרשה תהיה ל- 31 בדצמבר, היא לא תהיה להיום יהיו ועוד אירועים שכנראה יקרו עד סוף דצמבר וגם אחר כך, בינואר ובפברואר שיכללו אותם במדידה. גם מדידה כזאת, אני לא יודע אם תיתן לך באמת מידע אינפורמטיבי מספק. יכול להיות שצריך להרחיב את הגילויים לגבי המרכיבים של התיק, כמה חובות נמצאים אצל לקוחות באזור העוטף, כמה חובות נמצאים בענפים יותר מסוכנים, ניתוחי רגישות כאלה ואחרים, זה מידע שיכול להיות שאפשר לתת אותו אבל מידע של מה הכימות להיום, מעבר לזה שיהיה מאוד מאוד קשה לבצע אותו, אני לא בטוח שהוא גם ייתן ערך אינפורמטיבי כל כך משמעותי בהיבט הזה. יכול להיות שיש כל מיני פרמטרים כמותיים אחרים שאפשר לתת ביחס לאיכות התיק, לחשיפות התיק לענפים מסוימים, ללווים מסוימים, לאזורים גאוגרפיים בתוך המדינה. אלה דברים שאולי אפשר לתת אבל עוד פעם את הכימות של ההפרשה להיום, אני לא בטוח שזה ייתן באמת ערך אינפורמטיבי אמיתי גם למי שיקבל את הדוחות הכספיים היום ויקרא אותם היום.

אודי גרינברג

אני אוסיף לזה גם, אתה מדבר על השפעה של המלחמה שהיא משתנה מאקרו כלכלי אחד, מה עם כל השאר המשתנים, אתה משאיר יציבים? נכון למתי שלומי? ל- 30 לספטמבר? אתה מבין

אני עדיין מסכים עם המסקנה שעם הפיזור, ועם ביטוח המשנה, כנראה שבתחומים הללו ההשפעות יהיו קטנות יותר, אבל בהחלט יש פה הרבה מאוד השפעות שונות, והן כאמור רחבות ושונות בין טווחי הזמן, בין החברות ובין מסגרות המדידה. בעיני, בולט שההנחיות של רשות שוק ההון התמקדו בגילוי כמותי יחסית מצומצם לגבי ההשפעה על תיקי ההשקעות. לגבי רגישות לריבית, הגילוי איכותני, ורוב הדיון על הדברים האחרים הוא דיון איכותני של חשיפות ופחות דיון מכומות.

שלומי שוב

אני רוצה לפנות כעת לראשי מחלקות מקצועיות שנמצאים פה, האם יש לכם בשורה בשבילנו לדברים שדיברנו עליהם כן? שיראל הרגיעה אותנו, האם אתם יודעים להרגיע אותנו גם?

דני ויטאן

אני מצטרף לשיראל, ההתרשמות שלנו מהחברות שאנחנו רואים שקשה מאוד לכמת את ההשפעות בתקופה הזאת, למעט באמת מצבים מאוד ספציפיים.

שלומי שוב

דני, אם אני חברת אשראי חוץ בנקאית, הרי אנחנו יודעים שלגבי הבנקים יש את ההחלטה בעייתית לטעמי של הפיקוח שצריך לטפל בזה כאירוע מחייב התאמה, אני לצורך העניין עכשיו דירקטור בחברת אשראי חוץ בנקאית, האם אני צריך בגילוי לתת השפעה כמותית למה הגידול בהפרשה כתוצאה מאירועי המלחמה?

דני ויטאן

אני חושב שלומי, שגם חישוב של ההשפעה הכמותית של גידול בהפרשה גם היא משימה לא פשוטה.

שלומי שוב

אבל הרי עובדה שהבנקים יודעים לעשות את זה.

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

שצריך לעבור דרכם. ענף התעופה קיבל ממש רשימת מכולת מאוד מאוד הייתי אומרת דווקנית שקצת תקשה עלינו בהקשר הזה, אבל סה"כ הרצינות וההיגיון הוא ברור, וזהו מה שיש לי לתרום לעניין הזה.

יעל גרסי

קודם כל אני חושבת שהנייר של הרשות המטרה שלו טובה, והוא מבהיר ועושה סדר באיזה מקומות בדיווח הכולל כדאי ונכון לכתוב משהו. נכון שמודגש בו הרבה העניין הכמותי אבל עדיין לצידו ניתנה הקלה כשהדבר "לא מעשי". אני חושבת שפעם שההשלכה על החברה המדווחת היא לא ישירה ולא ספציפית, ניתן יותר לעשות בזה שימוש. בשלב הזה אני חושבת שהרבה השתמשו ב"לא מעשי" ואנחנו רואים זאת בדיווחי חברות (דיווחים מידיים) ובשאלות שמגיעות מחברות. לשאלה שלך של ההפרשות/הפסדי האשראי, אנחנו רואים שמקום שכן יש בעיה ספציפית ופרטנית בחוב מסוים אז כן נותנים גילוי על החוב, ולעובדה שהפך לבעייתי. יש דרכי ביניים, זאת אומרת, גם אם לא בהכרח נותנים את גובה ההפרשה אפשר לגלות את היקף החוב או נתונים כמותיים אחרים. משפט אחרון, ברוח הדברים, אנחנו שומעים דרישות לגילוי בקשר לחברות ישראליות גם מכיוון ה-SEC, מבחינת משקיעים ובטח המשקיעים האמריקאים, לא לגמרי ברור להם מה קורה פה ומה ההשלכות הקיימות והפוטנציאליות על החברה, והם כן מצפים לשקיפות, לגלות ולתאר מה ההשלכות מבחינת החברה המדווחת, בדומה למה שנעשה בקורונה.

שלומי שוב

דברים חשובים ומעניינים בהחלט. אילן, לקראת סיום הדיון תגיד לנו מה אתה חושב על הדברים שנאמרו לפחות על הדברים של ישראל, שלי מאוד חידדו, אני מודה שלא הייתי ער להבדל הזה.

אילן ציוני

אז ממש בקצרה, יש לנו שני חלקים במסמך. חלק אחד, שנקרא לזה הדוח של הרבעון השלישי, אני מבין שבסך הכול יש הסכמה רחבה שהוא נותן כלים יותר טובים לחברות להתמודד עם מה שהרשות מצפה שיינתן למשקיעים, והנושא של הכימות אני חושב עוד פעם

את הבעייתיות, זה משהו שדנו עליו, אבל אתה לא יוצא מה-Non-GAAP.

שלומי שוב

אני חושש פה גם מגל של תביעות ייצוגיות, כי זה מלחיץ מה זה מעשי, מה זה לא מעשי, איך לתת את המידע כמו שדני אמר, עכשיו תחשבו כמה אפשרויות יש כאן.

אורן הר נבו

באמת היה פה בדיון שעשינו די את המאחורי הקלעים של השאלה האם לדווח לדיווח מיידי כן או לא? ואני בהחלט גם חושב שהדיון שהיה לנו הוא הוא משקף את הקשיים שיש בנייר של הרשות. בעיקר מה ששיראל אמרה, וגם מה שאמיר העלה בהתחלה, לגבי השאלה האם דיווח מיידי נדרש בנסיבות כאלה, כן או לא? בדגש על העניין שמדובר באירוע רחבי. נניח ומחר היה מקרה נקרא לזה דמיוני קיצוני יחסית, שמחר ה-FAA נקרא לזה רשות התעופה האמריקאית, הייתה מודיעה שטייסים מעל גיל 60 לא יכולים לטוס. אז זה מקרה שרק אנחנו יודעים באל על, וברור שצריך לשקף אותו לשוק וזה פגיעה משמעותית וכן הלאה וצריך לשקף אותו. אם יש מלחמה כן או לא אף משקיע סביר לא יכול לפספס ולכן, האמירה הזאת פה יש את האמירה ירידה משמעותית בביקושים, נמצאים פה טובי המוחות של המשק הישראלי, אני לא חושב שאני מחדש למישהו אם אני אגיד לו שירדו הביקושים לתעופה ברבעון הראשון של 2024 אבל יחד עם זאת אם אתה קורא את ה-Wording של הנייר הזה של הרשות אז למעשה אם לא נדווח יש פה סיכון. לכן, בניהול הסיכונים הכללי היינו צריכים לשאול את עצמנו האם אנחנו נותנים את הדיווח הזה כן או לא. בעניין הנייר של הרשות בהקשר של הדוחות הכספיים ברבעון 3 ומה הגילוי שנדרש, אני חושב שאני מבין את הרצינות של הרשות, לבוא ולהדגיש שמדובר פה באירוע שהוא אינו מחייב התאמה, אבל עדיין צריך גילוי משמעותי כי יש לזה השלכות מאוד מהותיות, ונתנו לעשות לזה הדרכה מסוימת. אני מבחינתי חושב לטעמי שהוא יותר מדי Rule base ופחות Principle base, היה אפשר לעשות את זה בצורה קצת יותר רכה מבחינת העקרונות המנחים, כי עכשיו אנחנו נדרשים כדי לנהל את הסיכונים שלנו לעבור דרך כל מיני אמירות מאוד מאוד דווקניות

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

לפרסם אזהרות רווח. אני חושב שאיפה שיש טריגר מפעיל ובאמת האירוע הוא הירידה בביקושים לצורך העניין, כי עכשיו יש גל של ביטולי הזמנות וזה משהו מאוד מיוחד וסביר שהוא לא יהיה בכל החברות, זה יהיה לדעתי במספר מצומצם של חברות נכון לעתה, ואני חושב שחברות יש להן פה שיקול דעת שהן יצטרכו להפעיל ואין פה דרישה מפורשת ובגלל זה אני חושב שאני לא צופה לראות עכשיו כמו בקורונה, שאז היו לנו מאות דיווחים, אני חושב שכרגע אנחנו באזור השישים דיווחים של חברות וכל עוד המצב הזה נשמר כפי שהוא עכשיו, שאנחנו בחזית אחת בדרום אני לא חושב שנראה פתאום עוד עשרות ומאות דיווחים רק בגלל שהחברות יפחדו שהרשות תגיד להן שהן לא עמדו בדרישות הדין, ויפחדו שמשיקע יתבע אותן על זה. אני חושב שחברות יפעילו שיקול דעת, שמענו פה גם לא מעט אנשים שדיברו על כך שההשפעה היא לא מהותית אצלם ואיפה שההשפעה היא מהותית, יש באמת אירוע שהוא אירוע מכונן בחברה אז יצטרכו כנראה לשקול את מתן הביטוי לאירוע לציבור המשקיעים.

שלומי שוב

ולגבי הערכות שווי?

אילן ציוני

לגבי הערכות שווי, אני חושב שכרגע המצב הוא יותר קל למה? כי האירוע הוא לאחר תאריך המאזן ואם האירוע הוא לאחר תאריך המאזן, אני חושב שהפתרון של המדידה, הוא פתרון יותר פשוט כי כל אירוע המלחמה קרה לאחר מכן, אבל אני מניח שבניתוחי הרגישות שיעשו, יביאו לידי ביטוי סטייה אפשרית שעכשיו לאור אירועי המלחמה יכולה להיות יותר גדולה, וזה אנחנו כרגע מתכננים את הנושא, מה לעשות בדוח הבא? בדוח השנתי האירוע כבר יהיה בפנים, ופה זה כבר יעלה שאלה איך זה משפיע? הרי ההשפעה היא שוב כמו בקורונה וזה גם נאמר פה, גם אנחנו שאלנו את עצמנו האם בעצם כולם מדלגים על האירוע וזה אירוע של טווח קצר? וכמו שאתם יודעים הערכות שווי הן תחזיות לטווח מאוד ארוך, אז אם מבודדים אירוע שיש לו השפעה לחצי שנה או שנה, ההשפעה על הערכת השווי הרבה יותר מוגבלת. אני חושב שפה אולי נהיה יותר חכמים כי נגיע ל- 31 בדצמבר ונראה איפה המדינה נמצאת,

שהנוסח הוא יחסית מרוכך, הוא נותן לחברות להפעיל שיקול דעת, הוא כן נותן הכוונה לעשות מה שנקרא את מירב המאמצים, איפה שניתן לכמת אז לתת כימות. אני מזכיר שגם כללי החשבונאות, תקן 10IAS, הוא מבקש לתת כימות אם ניתן לבצע אותו, אז היכן שניתן לעשות את הכימות זה מאוד חשוב.

שלומי שוב

המונח "ניתן" אתה יודע הוא יכול להיות רחב.

אילן ציוני

נכון, אבל אני חושב אם אתה רוצה לתקשר בצורה נכונה יותר עם המשקיעים, ויש לך את הנתונים והם מונחים בפני ההנהלה, חשוב שיעשה מאמץ כמה שיותר לתקשר במונחים גם כמותיים, היכן שלא אז הגילוי יהיה איכותני. אני מעריך שחלק מהחברות תהיינה מסוגלות לעשות את זה, ואני חושב שהבעיה לפחות גם ממה שאני הבנתי פה, יותר עם השאלה מהי הציפייה לגבי עולם הדיווחים המיידיים, ופה אני רוצה רגע לחזור על מה שאמרתי גם. דבר ראשון, עוד פעם, אין חובה בישראל ואין הוראה מפורשת לפרסם אזהרות רווח. אני אמרתי את זה ואני עומד מאחורי מה שאמרתי, וגם לא קבענו דין חדש. בסך הכול נתנו דוגמאות להמחשה ואמרנו תבחנו את הצורך. זאת אומרת, יש פה גמישות מסוימת בהפעלת שיקול הדעת אם נדרש, ומתי נדרש, ומה לתת בדיוק באותו דיווח. אם אני מבודד את אותו נוסח, אותה שורה שמפריעה לחלק מהאנשים של הירידה המשמעותית בהיקף המכירות והפעילות, צבר הזמנות וביקושים, אני חושב שצריך לחבר את זה לטריגר ולשאלה האם יש פה השפעה מיוחדת על החברה. גם התקנות עצמן יש להן שני חלקים. אחד, זה אירוע החורג מעסקי התאגיד, שתיים מדובר באירוע שיש לו השפעה משמעותית על מחירי ניירות הערך, ויש סעיף אחרי זה שקובע שאם המידע הוא מן המפורסמות, אז אתה לא צריך לתת התייחסות אלא אם כן, יש השפעה מיוחדת על התאגיד. זה חשוב כי המלחמה כנראה משפיעה על כל חברה ברמה כזאת או אחרת. השאלה היא מתוך כלל החברות, איפה ההשפעה היא באמת מיוחדת, היא באמת חריגה, היא באמת משהו שנכון שידווח למשקיעים, אבל עוד פעם מבלי לפרוץ את גבולות הגזרה כי לא יצרנו כלל חדש ולא קבענו חובה חדשה

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

והצדקות למשהו שהוא עיוות להתנהלות לא נכונה של רגולטור עם כל הכבוד. אמיר ברנע אתה רוצה לסכם לנו?

רקפת שני

אמיר ברנע לא כאן, אני חושבת שאם הוא היה כאן, במילה אחת או שתיים, הוא היה נאחז בדברים של יבגניי ושל שיראל. אני הייתי רק מוסיפה שנראה לי שהרבה נופל על הכתפיים של המחלקות המקצועיות של רואי החשבון, ושל היועצים המשפטיים של הדירקטוריון, ואני חושבת שהרשות צריכה להעניק להם יותר תמיכה.

שלומי שוב

אני מתחבר לדברים של רקפת, אילן אנחנו מזהים פה באמת אירוע חשבונאי, ממשקים משפטיים, מימוניים, כן מאוד משמעותי אז יכול להיות שבאמת צריך פה להיות ככה למצוא, לנסות, לחפש את הפתרונות לראות במה באמת נשאר לעזור, השקיפות פה כלפי החברות, והשיח הזה אני חושב הוא מאוד חשוב, יכול להיות שגם צריך להמשיך אותו, ולהרחיב אותו. נקווה שלא נצטרך כן, אבל בינתיים זה נראה שאנחנו כן צריכים.

אז אני רוצה להגיד לכולם תודה רבה, אני חושב שטוב שעשינו את המפגש, הזה התלבטנו רבות אם לעשות או לא לעשות, לא שיש פה יותר מדי מצב רוח לעשות דיונים בימים כאלה, אז אני מודה לכולם על ההשתתפות בשיח הזה. נאמרו פה לא מעט דברים היום, היינו מאוד רחבים מבחינת ענפים כמו ששמתם לב, ויכול להיות שבהתאם להתפתחויות, נאלץ להמשיך את השיח הזה.

אילן ציוני

אתה יודע אני מעריך שגם יכול להיות שיהיה לנו מה שנקרא חלק ב', וזה יהיה לקראת הדוח השנתי, יש פה כמה סוגיות חשובות שעלו, למשל התמריצים לשוכרים וכמו העמדה שפרסמנו בקורונה שנתנה למעשה סוג של הקלה למחכירים, אז גם פה עולה שאלה דומה ואין ספק שנצטרך להתמודד עם זה.

איפה השפעות, מה צפוי קדימה, עד כמה שאפשר יהיה לצפות, יהיה לאנשים יותר קל להבין האם האירוע הזה יכול ללוות אותם הרבה זמן ולהשפיע הרבה יותר עמוק, או שהוא אירוע עם טווח קצר יותר ואם ה-NOI יורד לטווח קצר, כאשר תעשה DCF לאינסוף, אז סביר להניח שההשפעה על השווי אמורה להיות מצומצמת יותר. אנחנו כמובן נשקול מה אנחנו עושים עם הנושא הזה, כרגע הדבר היחיד שלומי שפרסמנו זו הבהרה - שאלה ותשובה לגבי בדיקת ירידת ערך של יחידה מניבת מזומנים, ושההקלה שנתנו בשעתו בדצמבר 2022, איך באמת מיישמים אותה מבחינת החובות צירוף, אבל כרגע לא עסקנו במדידה.

יורם עדן

שתי הערות בקצרה. כולנו מכירים, לפחות מלמדים בביקורת את עיקרון הסטנדרט הכפול שבא ואומר שעיקרון הגילוי הנאות במקרים חריגים צריך לגבור על כללי הדיווח החשבונאי. דרך אגב זה גם מופיע בתקנות ר"ח דרך פעולתו של רואה החשבון בתקנה 21. אני רוצה להגיד לכם שבחלק מהתביעות הייצוגיות שהוגשו בעבר, כבר היו כל מיני מומחים שנפנו בזה על מקרים הרבה פחות קריטיים. אז אם נסתכל רגע על הדרישה של המפקח על הבנקים מהבנקים להגדיל את ההפרשות להפסדי האשראי, אני לא יודע אם יהיה אפשר להצדיק את זה ביישום עקרון הסטנדרט הכפול תקופת משבר.

דבר שני, לגבי המתח שבין הערכות השווי למחירים מניות מצוטטים, הרי המשקיעים המוסדיים מגדילים כל הזמן את ההשקעה שלהם בנכסים לא סחירים, בעיקר בקרנות השקעה. אנחנו רואים שאם ניקח נגיד חברות נדל"ן שמחיר המניות שלהן בשוק יורד, שווי הנכסים שלהם לא יורד בדוחות. אז זה גם, חומר למחשבה שכללי החשבונאות גורמים לנו להעדיף נכסים לא סחירים על נכסים סחירים.

שלומי שוב

אגב העניין הזה של האסימטריה בתמחור של סחירים ולא סחירים, זה היה אמור להיות הנושא הראשון שלנו לשנה והדיונים, אז קיבלנו את זה מזווית אחרת. אבל לגבי הנקודה הראשונה שלך יורם מעניין אם תרשה לי להגיד שאני לא מסכים איתה. לא לחפש תירוצים

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

אילן ציוני

קודם כל צריך להבדיל בעולם של למשל של תחזיות רווח אתה בכלל לא כולל נתונים כאלה בדוחות כספיים והגנת מידע צופה פני עתיד יכולה להינתן כאשר תחזיות כאלה נכללות בדוח הדירקטוריון.

שלומי שוב

אבל לא בדוח כספי נכון אילן?

אילן ציוני

נכון, אבל קחו לדוגמה את העולמות של הערכות שווי, אם אני עכשיו נדרש למדוד למשל נדל"ן להשקעה בשווי הוגן והוא מבוסס על תחזיות קדימה אז בגלל שזה מבוסס מדידה בדוחות כספיים, לא ניתן לקבל הגנת מידע צופה פני עתיד על תחזיות אלה. זאת ההבחנה, ואני מניח שבאירועים לאחר תאריך המאזן חברות לא יכללו תחזיות מסוג זה.

שלומי שוב

אבל למה לא אילן? הנה דיברנו עכשיו על הפרשה להפסדי אשראי בחוץ בנקאי, הרי זה בסופו של דבר בחזית האירוע, ונכון שהאירוע קרה לאחר תאריך המאזן, אבל בסופו של דבר יש פה את התחזית שלי כחברה, האם אני צופה או לא צופה לקבל את התזרימים.

אילן ציוני

רק צריך להיזהר שלומי בעולמות של תחזיות, אם אני מבין נכון את ההכוונה של אירועים לאחר תאריך המאזן, היא מדברת קודם כל על תיאור האירועים ואומדן ההשפעה הכספית שלהם, אבל צריך להיזהר לגבי תחזיות קדימה למשל של מה צפוי להיות, זה שונה.

שלומי שוב

אבל כדי להעריך הנזק שלי, גם אם החשבונאות מבוססת עבר, אין מה לעשות יש לנו את תחזיות קדימה כדי להעריך את העבר.

גיא טביביאן

תיקון ל- IFRS 16 שלא רלוונטי למצב כיום, מכיוון שהוא חל רק על הקלות בגין הקורונה. כפי ששלומי אמר בתחילת הדיון, הקורונה היא אירוע שהיה רלוונטי לכל העולם. במצב הנוכחי בישראל צריך למצוא פתרונות אחרים.

שלומי שוב

זה ברור שאף אחד לא ידאג לנו עכשיו בעולם לפתרון, אז אנחנו באמת מיטב המוחות שנמצאים פה, בואו יחד נמצא פתרונות באמת להקל על החברות גם ככה זה מאוד קשה. אני לא מקנא עכשיו באמת בדירקטוריונים, במנהלים שצריכים להתמודד עם האירוע הזה, אם הוא ניתן לכימות, לא ניתן לכימות, על מה אני נותן גילוי, על מה אני לא נותן גילוי. גם ככה ברמה העסקית הכול בחוסר ודאות אדיר.

אילן ציוני

שלומי טובי החשבונאיים בעולם נמצאים בישראל לא?

שלומי שוב

אתה יודע חשבתי על זה היום, אילן חשבתי על זה היום, קודם כל אני לא בטוח שזה לא נכון, יש פה באמת נבחרת אדירה, וחשבתי על זה היום שימו לב כמה אתגרים אנחנו מקבלים, זאת אומרת לצערנו כן, אבל כל האתגר הזה הוא גורם לנו למתוח את האיברים, ולחשוב איך אנחנו מתמודדים איתו. אז גם כנראה היצירתיות הישראלית כן אחד, ושתיים גם ההתמודדות הזאת זה כנראה מה שמוביל גם את המקצוע הזה להיות בחזית כמו אגב מקצועות אחרים כן. תודה רבה לכולם.

גיא טביביאן

אילן, בשאלה של שלומי על מידע צופה פני עתיד והתחולה שלו על דוחות כספיים, אני אשמח אם תתייחס.

השלכות המלחמה על דוחות הרבעון
השלישי: תיאום ציפיות אל מול הרגולציה

שלומי שוב

תודה רבה לכולם.

אילן ציוני

יש רשימה של אירועים בתקן וזה מקל על ההבנה, למשל אם יש לך ירידה בשווי של נכסים פיננסיים, אתה מעדכן כאירוע לאחר תאריך המאזן.

שלומי שוב

אם יש לך מחיר שוק זה קל.

אילן ציוני

נכון אבל יש מקרים שהשווי יכול להיות מבוסס על תחזיות פחות ודאיות.

שלומי שוב

טוב בסדר, אנחנו מבינים את המורכבות.

אילן ציוני

חברות יודעות שבתוך הדוחות הכספיים אי אפשר לכלול מידע צופה פני עתיד, ורק מחוץ לדו"חות ועוד פעם רק על מידע שלא שימש בסיס למדידה בדוחות הכספיים.

שלומי שוב

אני חושב שאמרתם את זה גם, אולי אני טועה, בקונטציה של דוחות.

אילן ציוני

תראה רשמנו את זה במפורש, כי זו אמירה כללית, ההגנה עוד פעם, היא ניתנת בהתאם לדיני ניירות ערך שקובעים מפורשות שהגנת מידע צופה פני עתיד לא חלה על נתונים שהם קשורים לדו"חות הכספיים.



FVF פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

השלכות המלחמה על
הערכות שווי בדוחות 2023
לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

תאריך המפגש: 11 בדצמבר 2023

נושא המפגש: "השלכות המלחמה על הערכות שווי בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו והשינויים בשוק הסחיר"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: טל אטיאה ואמיר אטיאס

שלומי שוב

אני בתחושה שהשוק אופטימי מדי לגבי מהירות הניצחון על חמאס והזזת חיזבאללה מהגבול בצפון. העלויות הכבדות והתקציב אח"כ זה הסיפור. תסתכלו גם על הקפיצה של ה-CDS של ישראל שלא לגמרי מקבלת ביטוי בתשואת האגח הממשלתית- אתם יודעים שם אנחנו לא יכולים להדפיס כסף..

כמו כן, יש ענפים שנפגעו ישירות מהמלחמה, לפחות באופן זמני, כמו התיירות, אשראי חוץ בנקאי - בגלל סיכון האשראי של הלווים (שימו לב שהם לא נהנים כמו הבנקים מפיקדונות הציבור וגם הרבה פחות חזקים מהם), הקבלנים היזמיים שנפגעים משמעותית גם מהריבית וגם מהמלחמה וחברות קמעונאיות שלא במוצרי יסוד- כמו אופנה. הצד השני יש ענפים שהרוויחו פרמנטית כמו התעשיות הביטחוניות. אגב, ממחירי השוק לפחות זה נראה שהענפים המרכזיים: בנקים ונדלן מניב לא ממש הושפעו וכן גם מגזר הטכנולוגיה לא אמור להיות מושפע.

כידוע אירוע המלחמה טופל כאירוע שאינו מחייב התאמה, כך שהערכות שווי שהוכנו בזמן שכבר היה ידוע על המלחמה נדרשו להתעלם מקיומה. אבל זהו, בדוחות השנתיים הקרובים צריך להביא אותה בחשבון.

הנושא של הערכות שווי בדוחות הוא קריטי. ראשית, לגבי נכסים לא

בוקר טוב, אנחנו עוסקים הבוקר בנושא של הערכות שווי לסוף דצמבר 2023 לקראת הדוחות הכספיים השנתיים. יש כאן שילוב לא טריוויאלי בכלל של עליית הריבית הגלובאלית שמשפיעה דרמטית על ההיי טק שבפני עצמה עדיין מחלחלת לשוק הנדלן לבין השלכות המלחמה שלדעתי עוד לא הפנמנו את כל ההשלכות של מה קורה, מה שגם שמה שקורה עדיין לא נגמר לצערנו. יש כאן השלכות מאקרו של לדוגמה, העמקת היגרעון הממשלתי, העלאת מיסים, קושי בשילוח הימי, חוסר יציבות פוליטית, היעדרות של המילואימניקים ממעגל העבודה ומצד אחד, והעדר של עובדים פלסטינים ועובדים זרים מצד שני.

אנחנו נשמע עוד מעט את צביקה שייתן את הניתוח שלו לגבי התחזיות ובהקשר זה חשוב שנבחין בין השפעות זמן קצר, לבין השפעות זמן ארוך שמשפיעות מהותית על הערכות השווי. זה ברור שקשה מאד לכמת את זה, אבל לדעתי בשורה התחתונה בעייתי מאד לטעון שאין עליה ברמת הסיכון בעקבות המלחמה, בענפים מוטי משק מקומי.

לכאורה בהתאם לנתוני השוק אין לנו מה לעשות דיון היום, אבל

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

הוגן ממוצע של 1 אז זה אומר שהכל בסדר. אגב, שימו לב שמכפיל ההון נמוך הממוצע כיום נמוך יותר מ-1 אם ננטרל את התחייבות המיסים הנדחים וזה יכול להגיע ל-0.8. וגם אם לא ננטרל את מלוא התחייבות המיסים הנדחים, נצטרך בכל מקרה כלכלית להביא בחשבון ששווי השוק של אגרות החוב של חברות הנדל"ן שהונפקו בעבר בריבית קבועה, נמוך משמעותיות מהערך שלהם במאזן (מוצגים לפי עלות מופחתת) - הרי שגם מרכיב זה מוביל לירידה במכפיל ההון הממוצע.

וכאן אנחנו נזכיר שזה כמו להגיד בסוף משחק שהשופט טעה פעמיים לשני הצדדים - זה לא אומר שהשיפוט היה טוב ותחשבו שבשוק ההון יש משקיעים שיוצאים ונכנסים למשחק כל הזמן - לא כולם מחכים 90 דקות. אף אחד לא יודה בכך פומבית, אבל אי אפשר להגיד שאין כאן ניהול סיכונים כלכלי-פסיכולוגי של שמאים, מעריכי שווי ומנהלי חברות שנוטים להיות שמרנים יותר בתקופות גאות בבורסה ולכאורה פחות שמרנים בתקופות שפל.

בהיבט הזה השקעה בנכס לא סחיר נותנת מעין יתרון לחברה המדווחת שלכאורה אמור מעשית לשחוק את פרמיית אי סחירות ואולי אף להפוך אותה לשלילית. זה עוד לא נחקר מדעית, אבל לא נראה לי שיש מישהו שחולק על היתרון שיש בראיה ניהולית בשערוך לפי שווי הוגן של נכס לא סחיר בראיה של יציבות הרווח על ידי צמצום התנודתיות.

בגלל זה אני למשל אומר על רקע העובדה שהבנקים בישראל מיישמים את הכללים של ה-USGAAP שבהם אין אפשרות לסווג השקעה במניות שלא מקנה השפעה מהותית למסלול רווח כולל אחר וזה חייב להיות מול הרווח הנקי כלומר - להשפיע על התשואה להון לעניין שהם תמיד יעדיפו לרכוש לא סחיר מאשר סחיר לעניין השקעה במניות שלא מקנה השפעה מהותית.

וכל זה מביא אותנו גם לשווי ההוגן של נכסים לא סחירים כדוגמת נדלן מניב בגופים המוסדיים. שם זה כבר משפיע דרמטית על מעבר חוסכים ועשוי ליצור עיוותים גדולים יכולים להיות לזה כל מיני פתרונות כמו יצירת מנגנון הצמדות לאינדקסים של השוק. יאיר לפידות מדבר על כך כבר הרבה שנים. גיא לקן ירחיב על זה בהמשך. אני מניח שראיתם את הגרף שלנו בנושא במסגרת חומר הרקע שמראה את הפער הגדול שנפתח בין מדד תא נדלן מניב לשווי בספרים בגופים המוסדיים.

ואם מדובר על שערוך נכסים לא סחירים, יש התפתחות מאד מעניינת בארה"ב בשנה האחרונה כשה-SEC נכנס לרגולציה על

סחירים שבסיס המדידה שלהם הוא שווי הוגן, כמו נדלן להשקעה או השקעה במניות שלא מקנה השפעה מהותית. זה רלבנטי למשל לכל ההשקעות במניות בישויות השקעה, כולל אלו שמקנות שליטה. יש לנו כיום קרנות הריט ציבוריות בתחום התשתיות כמו קינסטון וג'נריישן. שמודדות את כל ההשקעות שלהם לפי שווי הוגן. אבל אולי החלק הארי הוא שהערכות השווי הקרובות ישמשו לבדיקת ירידת ערך נכסים לכל אורך המאזן, בין אם זה מלאי אצל קבלנים יזמים, בין אם מדובר בהפסדי אשראי חזויים בגופי אשראי ובין אם מדובר בירידת ערך של רכוש קבוע ומוניטין שאלו נכסים מאד דומיננטיים במאזנים של החברות הציבוריות.

קחו למשל את המקרה של ירידת ערך המוניטין החלקית שרשמה נכסים ובניין בנין גב ים ברבעון השלישי שלמרות שנערכה כאשר כבר היה ידוע על המלחמה היא לא הביאה אותה בחשבון. בדומה, גם הטריגר לבדיקת ירידת הערך לא היה קשור למלחמה אלא לדחיית פרויקטים בגלל נושא ביקושי ההי-טק לשכירות. למעשה ירידת הערך הזאת גם אם היא חלקית מכניסה מה שנקרא את המוניטין לתוך הכסף, ואכן בדיווח של נכסים ובניין היא מציינת כאירוע לאחר תאריך המאזן שעליה בשיעור ההיוון, או שינוי לרעה בתחזיות כתוצאה מהמלחמה עלול להוביל לירידת ערך נוספת.

שימו לב שאנחנו בימים של סגירת תקציבים לשנה הבאה - וחברות עושות התאמות לאור המלחמה, לכן מצבים שבהם ירידת הערך נמצאת כבר "בתוך הכסף" ערב המלחמה יכולה להוביל לרישום הפסדים כתוצאה מעדכון התחזיות.

יש כאן שילוב מעניין בין תחזיות לבין המתודולוגיה המתאימה. בראיה חשבונאית בתקופה של אי ודאות נכון יותר מתודולוגית לעבוד בצורה של תרחישים. גם בסאב של הרשות בתקופה של הקורונה הייתה לכך התייחסות. תחשבו על הערכת שווי של חברות בתחום התיירות למשל. השאלה האם הרשות תתייחס לכך גם כעת, כי ממה שאני יודע בארץ מעריכי השווי פחות אוהבים לעבוד בתרחישים, להבדיל מבארה"ב. אני חושב שבכל מקרה, לגבי הפסדי אשראי למשל שראוי להשתמש בתרחישים.

נקודה נוספת שאנחנו רוצים להעלות היום בהקשר זה, היא פער העיתוי בין השוק הסחיר לבין הלא סחיר. הראינו בגרף שכללנו בחומר הרקע את הקשר בין הירידה מכפיל ההון של חברות הנדלן המניב בכמעט השנתיים האחרונות לבין עליות הריבית ואנחנו רואים את העיכוב בתגובת הערכות השווי. זאת לא תופעה מפתיעה מאד ובטח יהיו כאלה שיגידו הינה תראה הגעת למכפיל

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

יתקשה מאוד לקבוע תרחיש מוסכם בנושא השפעת המלחמה, ראשית יש כל מיני אירועים, כל מיני תרחישים שקשורים למשך המלחמה והיקף המלחמה. היה קיים גם נושא הגירעון הממשלתי והפתרון שלו, זאת אומרת למעריך השווי אין שום יתרון יחסי לבוא ולהגיד קחו תרחיש א' או קחו תרחיש ב'. בסך הכל זה אירועי מאקרו והידע עליהם הוא ידע של מאקרו ולכן אין לו יתרון. אני אומר שבמצב כזה שבו מעריך השווי לא יכול להסתמך על תרחיש ספציפי ולקבוע שווי על סמך תרחיש ספציפי יש לו גם בעיה בהערכת ההסתברות לתרחישים כאלו או אחרים שחלקם מנוגדים. במצב כזה חייבים להישען על השוק. פירוש להישען על השוק הסביר בהערכות שווי של נכסים בחברות בפירוט ששלומי נתן לפני רגע. קיימת דילמה, הרי מדוע עושים הערכות שווי בנכסים? הכוונה היא כמובן שהדוח הכספי שכולל הערכות שווי יהיה יותר רלוונטי למשקיעים כדי לקבוע שווי ולקבוע שווי ניירות ערך שהנפיקה החברה. הדוח הוא חלק מהאינפורמציה שמוגשת למשקיעים. אבל פה אני אומר דבר הפוך, אני אומר דווקא השוק הסחיר יכול להיות העוגן שבו מעריך השווי יעריך נכסים לצורך הדו"ח הכספי. לדילמה הזאת אין לי פתרון. מה קובע את מה ואיך הביצה והתרגגולת האלה מסתדרות? אני לא יודע, אבל זו נקודה חשובה. ביקשתי משלומי לצרף לחומר הרקע כמה גרפים, הם קושרים את שווי השוק לשווי הנכסים כלומר נתון המפתח הוא מכפיל ההון, היחס בין שווי להון עצמי בחברות. בוא נבחן נתון זה כנתון מפתח. עכשיו אשאל את שלומי: אתה דירקטור בחברת האם של חברת אמות השקעות, בוא נראה לרגע את נתוני אמות השקעות רק לצורך הדיון. ההון העצמי של אמות השקעות ב-30/09/2023 הוא 8.7 מיליארד, תוסיפו לזה עוד 1.7 מיליארד נכסים נדחים, בעצם זה חלק מההון העצמי והם רשומים כהתחייבות אבל זו אינה התחייבות אמיתית לאור חברה שמגלגלת את הנכסים קדימה. זאת אומרת יש לנו הון עצמי של 10.4 מיליארד. שווי השוק של אמות השקעות לאתמול הוא 8.8 מיליארד כלומר יש כאן איזשהו דיסקאונט של 20% בין שווי השוק לשווי ההון העצמי כולל מיסים נדחים. השאלה על הפרק היא, האם הנכסים לא הוערכו נכון? למה יש פער? כלומר, האם מכפיל הוני של 1 הוא בעצם הביטוי האמיתי להערכה נכונה של נכסים בדוח הכספי? אז תגיד לי לא, מדוע? כי קיימים גורמים נוספים שמשפיעים על שווי השוק לא דרך נכסים. למשל, האם לחברה יש מעמד מונפוליסטי שמעלה את שווי של ההון ואין לו ביטוי בנכסים הקיימים, מבנה שליטה משפיע, נכסים שהחשבונאות לא משקפת

קרנות השקעה פרטיות בין היתר מבחינת איכות ותכיפות הדיווח שלהן ברמה הרבעונית - וזה בדיוק זה הנושא של שערך לשווי הוגן של השקעות במניות לא סחירות. המהלך הלא טריויאלי הזה שהרי לא מדובר בציבור אלא במשקיעים כשירים, צריך לדעת להעלות שאלות גם בארץ. אני זוכר בזמנו כשאחד המוסדיים קרא לי לראות את הדוחות שנתנו לו מרקסטון בדיעבד אחרי ההתרסקות כדי לראות את פוטנציאל התביעה. והדוחות אמנם היו בשווי הוגן אבל רמת הגילוי לגבי ההנחות הייתה כה חלשה עד שהם היו חסרי תועלת (וכמובן שאין צירוף של הערכות שווי). אנחנו יודעים כמה חשוב לתת מידע על נכסים שמשוערכים לפי רמה 3 בחשבונאות להנחות ולניתוחי רגישות, אחרת למידע אין משמעות בעיני המשקיעים.

קרנות הפרייבט אקוויטי בישראל חיות בעיקר על המוסדיים - ולכן השאלה האם הפיקוח צריך להגיע דרך רשות שוק ההון או שזה צריך להיעשות דרך רשות ני"ע. כיום קיימת דרישה מאד כללית וחסרת שיניים של רשות שוק ההון מהמוסדיים לקבל דוחות ברמה שנתית. זה כמעט לא אומר כלום. בכל מקרה, אני חושב שצריכה להיות מעורבות של הרגולציה בקביעת כללי הדיווח בדוחות הכספיים של הפרייבט אקוויטי ואכיפתם.

אמיר ברנע

בוקר טוב, לדעתי אנחנו כאן עקב שני אירועי מאקרו מהותיים שקרו השנה שלהם השפעה על הערכת שווי שהם שינויי הריבית ואפקט המלחמה. קיים קשר עקיף בין המלחמה לשינויי הריבית בארץ, אבל עליית שיעורי הריבית היא בעצם תופעה בינלאומית. אבל שני האירועים קרו יחד וההשפעה העיקרית על שווי הנכסים אולי היא ריבית שמרכיבה הם שווי הנכסים וההתחייבויות, אבל השפעת המלחמה היא הרבה יותר רחבה ואנחנו כמו ששלומי הזכיר, מתקשים לאתר תרחיש מוסכם שיש להשפעה של המלחמה על ביקושים ועלויות. יש גם פער בנוכחות עובדים מקומיים וזרים, אין עסקאות ריאליות בשווקים כי עד כמה שאני יודע שמאים מסתמכים לעיתים קרובות על עסקאות דומות, עסקאות שבוצעו וכו'. כלומר שאלה כיצד יבחר תרחיש הערכה לשווי שקשור לדוחות. לגבי נושא הריבית אין ויכוח, ריבית ההיוון היא ריבית שנלקחת מהשוק כלומר פה אין ויכוח על הריבית לטווח ארוך יש אולי ויכוח לגבי הפרמיה מעליה אבל הריבית היא הבסיס, בסיס של שוק. מעריך השווי

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

כלל לא עובדים על הנושאים ברמה של תחזיות לשנה קדימה, אבל בכל אופן חברנו יחד עם עמוס ידלין וגיורא איילנד מ-Mind Israel כדי לעשות תרחיש ייחוס למלחמה ובכל הנושאים הכלכליים התייעצנו עם בנימין בנטל, שלמה דברת, קובי הבר, רונן ניר, אמיר רשף שהיה הסגן בזמן המלחמה. אני ארוץ כי אני רוצה לעשות את זה מהר, אני רוצה להגיד דבר ראשון, אני לא מומחה להערכות שווי בשביל זה יש לי את שלומי בדירקטוריון, אני אגיד דבר אחד שחייבים לדעת, כולכם כל המשק הישראלי היה בשבע שנים של צמיחה יוצאת דופן חיובית. לכן, ערך החברות בסוף הרבעון השלישי הוא ברור יותר גבוה ממה שהוא הולך להיות. אנחנו צמחנו ב-4.2% לשנה, ב-2017-2022, תוצר לנפש 2.3% אנחנו ירדנו בחוב תוצר הכי הרבה מכל מדינות ה-OECD, זה מטורף.

הענפים שהובילו את הצמיחה במשק, בכלכלה, במאקרו, ענף ההייטק 40% מהצמיחה וענף השירותים הפיננסיים שהיה מאוד משמעותי שצמח בפריור של וברידה בתעסוקה שלו עם תעסוקה מלאה עם יחס חוב תוצר שירד הכי הרבה ב-OECD, שנתן לנו רמת סיכון מאוד נמוכה CDS של לפני ההפיכה המשטרית של 40 ואינפלציה יותר נמוכה, בעשירון התחתון של כל המדינות יחסית למדינות אחרות בין היתר בגלל הסכמי הגז. השנה האחרונה האכיפה המשטרית אני רוצה להגיד אמיר זה עוד נושא שהיה, אנחנו ירדנו בתחזית הצמיחה ב-3%, המשבר ההייטק העולמי תפס אותנו בתחילת 2023, הייתה קפיצה של השקל דולר דרך אגב, שקל דולר זה לא רק האירועים כאן, יש מצגת יפה של הנגיד, זה הרבה מאוד על הריביות בעולם ואיך השוק מתמחר את הריביות גם הארוכות וגם הקצרות, בעיקר בין אירופה לארה"ב. גם השקל מאוד מושפע משם צריכים לקחת את זה בחשבון אני אגיד אנחנו בריבית גבוהה 4.75% אבל באחוז כמעט פחות מאשר בארצות הברית, קצת יותר כמו אירופה. זאת הריבית שלנו, בסך הכול אנחנו בתהליך של אינפלציה יורדת. אני אגיד את זה עכשיו הציפיות לאינפלציה 2.5%, אנחנו באינפלציה יורדת. יש חוזקות למשק אבל צריכים לזכור דבר אחד, ההייטק הישראלי הוא יוצא דופן מכל משק אחר. אתם יודעים מה האחוז שלו בתל"ג? מישהו יודע? 18%, 12% מהעובדים 25-64 מייצרים 18 זה לא רק הקטר של המשק זה הפלטפורמה שהמשק יושבת עליו. בהערכות שווי כולל אמות הנושא של הייטק הוא קריטי, לאן ההייטק הישראלי הולך בתוך המשבר העולמי.

בהינתן המשבר המקומי אחד היתרונות הגדולים שאנשים לא רואים אותם עדיין זה שההייטק גייס ב-2020-2021 כפול 4 כסף

לפי שווי הוגן. אני טוען שעל מעריך השווי שבוחן דוחות הכספיים של חברות נכסים, בדוחות 31/12/2023, להסתכל על היחס שווי שוק להון העצמי. אני מצפה כי אקבל איזשהו הסבר מדוע יש פער, מדוע שווי השוק נמוך בהרבה משווי ההון העצמי כאשר החשבונאות הולכת לכיוון כמו שאמרת של הערכת נכסים. אז שלומי רמז שנכסים לא סחירים אינם מוצגים בשווי שוק. נדמה לי שהפחתת סיכון דרך השקעה בנכסים לא סחירים אנחנו לא מתייחסים אליו ברצינות במיוחד, אלא אנחנו אומרים אנחנו מנסים למצוא אקוויולנט של נכס סחיר ולראות האם התנודתיות שהוסרה, האם החסרה זאת היא אמיתית האם באמת הסיכון הוא נמוך יותר, או שפיתאום יתברר כמו שאמרת בדוגמה של הקרן שצינת שפיתאום היא קורסת בלי שיש שום עדות לכך בדוחות הכספיים שפורסמו 3 חודשים קודם. אז שאני מתכוון לעשות ואני מניח שאחרים יעשו, הם יבחנו את הדוחות הכספיים של 31 בדצמבר 2023 בראייה האם הפער במכפיל ההוני הוא מהותי, בעיקר אם הוא מהותי כלפי מטה. מה הסיבות לכך? והאם הסיבות לכך הן הערכת שווי נכסים? הייתי מצפה ממעריך שווי שיתייחס לסיבות האלה וישכנע שבאמת יש הצדקה מדוע היחס בין שווי השוק לבין שווי הנכסים כל כך גדול??

שלומי שוב

אני רק אציין אמיר, שרק בחלק מהענפים אפשר לעשות את מה שאתה מתייחס, לא בכל הענפים.

צביקה אקשטיין

בוקר טוב, אני צביקה אקשטיין אני ראש מכון אהרון למדיניות כלכלית. התעוררתי בפילדלפיה בבוקר ושמעתי מה שקרה ומכון אהרון מאותו שבוע התחלנו לעבוד על הנושא המאקרו כלכלי של השפעת המלחמה על הכלכלה בישראל. קודם כל הבנו, אני אגיד חד משמעית, אנחנו בכלכלה אחרת 10-5 שנים הבאות, אנחנו בכלכלה לחלוטין אחרת ממה שהיינו ברבעון הנוכחי ובשנה הבאה. איפה אנחנו הולכים להיות? אי ודאות ענקית ולכן רמת הסיכון של המשק הישראלי עולה בצורה דרמטית, אבל זה אומר שצריכים לשנות את המדיניות המקרו כלכלית, חד משמעית די ברור באופן כללי מה צריך לעשות ודי ברור שהממשלה הזו לא תעשה, אבל אולי להשפיע עליה באמצעות איזושהי הערכה. אנחנו כמכון בדרך

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

כ-310 מהנתונים שיוצאים כבר לתעסוקה, אז התחזית היא נכונה ועל הבסיס הזה חילקנו את האוכלוסייה לפי ענפים, יש לנו ענפים כמו שידעים תיירות, נדל"ן וכן הלאה, ועשינו תחזית על מה הולך לקרות בהמשך. זה לוקח בחשבון ואני רוצה להגיד את ההנחה שלנו, לא תסתיים המלחמה בלי איזשהו הסדר עם החיזבאללה. ההסדר המינימלי שדרך אגב הממשלה עוד לא התחילה לדאוג בו זה הסדר של להרחיק אותם 10-20 ק"מ מהגבול ולא את כל ה-40. אני לא מאמין שאנחנו נוכל לחזור מהמלחמה הזו בלי שתושבי מטולה יחזרו למטולה ובלי שנחזור לצפון, ותבינו ששמה הסיכונים הם ענקיים. אני יושב כל הזמן עם אנשים משם, ועם אנשי הצבא אז ההנחה של התרחיש הזה שהוא אופטימי, זה שאנחנו מגיעים להסדר עם החיזבאללה על החלטת 1701 מוקטן, אבל כוחות רדואן יושבים 20 ק"מ מהגבול כי רוב הפצצות הענקיות שלהם זה 15 ק"ג והם כבר הרסו בסיסים צבאיים גדולים שם. התוספת שיש כאן, המילואים זה התוספת מילואים מעבר למילואים הרגילים. אני לא אחלק לכם את זה לפי גזרות ההנחה היא שרק ברבעון הרביעי והתחזיות האופטימיות חוזרים ואנחנו משיגים את היעדים האלה מזה גזרנו מה זה עושה למשק, זה בלי עובדים פלשתינאים, ענף הנדל"ן הוא רק 8% של התל"ג, ענף התיירות זה 2% של התל"ג. הענף שנפגע פה הכי הרבה זה ענף ההייטק, כשענף ההייטק נפגע שאין השקעות ש-10% מהעובדים הטובים שלו לא עובדים, הם לא יושבים שמה בעזה בזום, זה המקור לנפילת המשק, אז בסדר התיירות זה אפס אז זה 2%, אנחנו יחסית לבנק ישראל דרך אגב הם שהם עשו תחזיות ראשונות הם אפילו לא עשו תרחיש מלחמה, לא הם ולא האוצר. דרך אגב, אנחנו מדברים איתם שוטף כל הזמן אז אנחנו ההערכה שלנו במקרה האופטימי שאנחנו יורדים לצמיחה של 23%, באחוז וחצי, דרך אגב גם האומדנים האלה על הגירעון 5.5 ההבדלים אצלם, מה שמפרסמים על הגירעון זה תזרים חלק מעבירים, זה 60+ אתם יודעים זה הולך לשנה הבאה. אנחנו מדברים על ההוצאות בפועל, וזה די ריאלי אנחנו עולים ליחס חוב תוצר של 64, סה"כ אומדן ההוצאות אני לא אלאה אתכם אבל זה ביטחון, זה הפיצוי לעסקים, זה חל"ת, זה תושבי העוטף וכן הלאה. יש לנו פירוט שלם קחו את המצגת, אחריות תקציבי הם כמובן ממשיכים לחגוג עם הכספים הקואליציוניים, שזה כסף זה הרבה כסף השני מיליארד בתוך הציבור הזה וזה סיגנל חשוב. מה יהיה ב-24? שזה יותר חשוב, ההערכה האופטימית זה צמיחה של 1%, אני רוצה להגיד שני דברים מרכזיים זה צמיחה של 1%, זה אומדן תוספות

ממה שהוא גייס קודם. הוא גייס 17 מיליארד כל שנה ובהייטק זה יושב על המדף, זה קשור לדולר, הפיכות של הדולר עזר להייטק ולכן גם ב-2023 ההייטק צמח ב-2.3% בתעסוקה כאשר לפני זה הוא צמח ב-6% בתעסוקה, בשנים האלה 2017-2022 וזה משפיע על כל הנכסים של אמות.

יש עלייה דרמטית בתעשייה הביטחונית שלא גדלה עד 2020 ומהמלחמה באוקראינה היא גדלה ב-16% לשנה. כל התעשייה הביטחונית אני מדבר על כל המשק זה לא רק מה שנסחר ואלבית בכלל בטיסה ענקית.

קודם כל רוצה להגיד משהו על כלכלה, אנחנו ב-7 לאוקטובר, מדינת ישראל אוכלוסיית מדינת ישראל כולל אני, ואני בטוח אתם אנחנו בחלום בלהות, אנחנו במכה ענקית לביטחון העצמי שלנו יש משבר אמון פרמיית הסיכון, קפצה חברות הדירוג לא יודעות בדיוק מה לעשות, הריבית גבוהה והיא מאוד תלויה בארצות הברית ויש לנו ממשלה בלתי מתפקדת מלמעלה עד למטה, יש לנו בנק ישראל שמתפקד טוב וטוב שהאריכו את הכהונה של הנגיד ואני אומר את זה בידע משיחה אתמול עם מישהו שראה, שמע על התקציב במונחים גבוהים. לגבי העתיד אני חושב שצריכים לקחת בחשבון עמידה ביעדי המלחמה הם קריטיים ליציאה שלנו ב-2025, כלומר צריכים להבין את זה אנחנו לא קורונה אין תרופה שמחסלת את החמאס ואת החיזבאללה, את הערעור אני לא מדבר על החוטים מדבר על יהודה ושומרון. רוב הסיכויים שתהיה ואני אגיד את זה היום אנחנו ישבנו חוץ מעמוס ידלין וגירא ישבנו עם עוד אנשים, אני יכול להגיד את השם שלהם, עם גבי אשכנזי ועם עמוס גלעד כאן ועשינו הערכות על הסיכויים, בואו נגיד ככה שהתחזית היותר פסימית שקיבלנו ממש בשבוע השני מאשכנזי, נראה מה שאנחנו הולכים עליו כרגע בצד של הדרום מה שקורה בעזה ותכף אני אדבר על זה, אבל היא תהיה השגה חלקית של היעד. לא נגיע לשחרור כל החטופים, אנחנו לא יודעים איפה סינואר, אנחנו הולכים לחלק את רצועת עזה לשני חלקים, די ברור אנחנו במלחמה שנה לפחות. זו התחזית שלנו הכלכלית, התחזית האופטימית אני אגיד מילה יש לנו גם שקף על התחזית הפחות אופטימית שלוקחת את הצפון בחשבון וצריכים לקחת את זה בחשבון את הצפון. אני תיכף אסביר מה זה. התחזית האופטימית זה המשמעות הכלכלית שלה דרך שוק התעסוקה, כל התחזית שלנו בנויה על שוק התעסוקה, מה שהיא אומרת זה שאנחנו ברבעון הזה אנחנו באדום, אנחנו 220,000 מגויסים בממוצע על פני הרבעון, יש לנו

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

על שתי רפורמות שאולי יכניסו ב-24, לא הרבה כסף אבל בכל אופן רפורמות שיש להם לפחות סיגנל חיובי למשק, אבל צריכים לזכור ואני אניגד את הנקודה, הצבא הולך להיות יותר גדול בעיתונות כותבים הרבה דברים, אנחנו מדברים עם האנשים גם באוצר, גם בצבא, וגם אנשים בקבינט ההערכה היא שבין 0.5% ל-1% תוצר. זאת אומרת, בין סדר גודל של 8 מיליארד עד 16-17 מיליארד, היקף גידול בתקציב הביטחון מעשרים וחמש ומעלה ולכן סביר מאוד שם-2025 ומעלה תהיה עלייה במיסים, יהיה עליה מסוימת במיסים על מנת לא לגרום לחברות הדירוג לפגוע בדירוג ולהעלות את הריבית הרבה יותר.

אמיר ברנע

האם אתה מנבא עלייה בריבית או גירעון?

צביקה אקשטיין

כן, עכשיו אני רוצה לדבר על ריבית. תראו עכשיו חוץ מזה אני מלמד מאקרו פה, וב-Wharton כל שנה מדיניות הבנק המרכזי, אז אני אדבר על ה-Fed ואחר כך על בנק ישראל. ה-Fed ומה שקורה בארצות הברית דרך אגב זה שהשוק לא תואם את מה שה-Fed צופה. ה-Fed צופה Higher for longer כלומר סדר גודל, אין לו forward guidance, הוא הפסיק עם forward guidance, אבל מתוך התחזיות של חברי ה-Fed שהם שמים בדוט ליין, סביר שתתחיל, אם האינפלציה באמת תמשיך לרדת לכיוון ה-3% אז ייתכן שתהיה ירידה מתונה בריבית החל ממתי שהוא או ביולי או באוגוסט או בספטמבר, מאוד איטית, מאוד תלויה נתוני אינפלציה זה higher for longer, זה כל הסיפור הזה לקחת הרבה זמן, כי מה שדוחף את האינפלציה למטה זה הציפיות של הסקטור העסקי והסקטור הציבורי שקובעים הסכמי שכר לפי רמות אינפלציה של 2.5%-2% לחמש שנים קדימה. כל עוד שזה נשמר הם לאט לאט יורידו, יש ויכוח בין השוק לבין ה-Fed מה היא הריבית הארוכה. הריבית הארוכה לפי ה-Fed היא 2.5% - הארוכה ארוכה, ואם אתה מסתכל על הריבית הארוכה שעכשיו ירדה ל-4.2% אבל הייתה 4.8%-4.4%, היא לא תאמה את הציפיות שלכם.

לא מזמן הרצה אצלנו האנליסט הראשי של Moody, Moody, analyst, ואמר שלהערכתו הריבית הריאלית של ה-Fed של 0.5%

הוצאה דרך אגב הכול, ישבנו עם החברה באגף תקציבים, והכלכלן הראשי בבנק ישראל, אני לא יודע איך הם מגיעים ל-2% תמיכה, אני אניגד חד משמעית אני לא מעריך שאנחנו שם, אנחנו בין 0 ל-1, אנחנו בגירעון, אנחנו גומרים את 24 עם חוב תוצר במקרה הטוב 68-69 ובמקרה הנורמלי 70. עכשיו אני אניגד את מה זה תרחיש צפון יותר מסוכן שאנשי הצבא מדברים עליו. תרחיש צפון מוקטן זה שהמערכת שם מעבר למה שקורה היום מתחילים לכתוש את ארדואן כדי להרחיק אותם מהגבול ומתחילים להכות בחיזבאללה, ואז חיזבאללה מתחיל לזרוק עלינו טילים עד חיפה.

אמיר ברנע

צביקה תודה רבה על מילות העידוד.

צביקה אקשטיין

לא זה לא עידוד, ביקשו ממני לתת תחזית מאקרו, אני לא יודע לעשות תחזית מאקרו בלי לעשות תרחיש מלחמה, ואני לא יודע לעשות תרחיש מאקרו בלי לדבר מה קורה בצפון, ומי שחושב שהוא יודע לחשוב על זה, ככה צריכים לחשוב על המשק הישראלי. המשמעות של זה היא פגיעה דרמטית בתשתיות, אנחנו הכנסנו לתוך הנושא הזה הערכה שלנו עם אנשי צבא על פגיעה בתשתיות, נמל חיפה וכן הלאה. וההערכה שלנו היא שאנחנו וכל האזור של חיפה 70% דרך אגב ההנחה שהמלחמה הזו לסדר פנימי זה נמשך חודש לא יותר, במקסימום חודש יכול אפילו שבועיים, כי זה מאוד אינטנסיבי לשני הצדדים אבל זה קצר, והמשמעות בצמיחה זה -2% כי 70% מהמשק חודש במקלטים, ולא ברור שלא יותר זה אנחנו עוד יחסית אופטימית בקטע הזה. אנחנו מגיעים לחוב תוצר של 70%, תראו אני לא רוצה להרחיב יותר מדי, אני רק אניגד זה ב-70% זה אם עושים הסטות תקציביות של 15 מיליארד, בקואליציוני יש 8 מיליארד, ויש עוד מקומות נוספים לסגור משרדים וכן הלאה וכן הלאה, ישבנו עם אגף תקציבים בקושי הם מסוגלים להגיע ל-15, בהינתן שר האוצר הנוכחי אם זה יהיה 5 זה יהיה טוב. אז המשמעות היא שהחוק תוצר מעל 70 משמעותי אם זה בצפון אנחנו מעל -73, 74, זה לא בלתי אפשרי לחזור אחר כך עם המשק ואחר כך חוזר. אני אניגד מה הנקודה המשמעותית ביותר, התקציב של 24 שנחקק קודם אין בו בכלל רפורמות צמיחה, אנחנו עובדים עכשיו עם האוצר

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

אמיר ברנע

אני מבין את ההבחנה בין ריבית זמן קצר לריבית זמן ארוך, אתה אומר עקום ריבית תלול מאוד?

צביקה אקשטיין

כן בישראל דרך אגב עקום הריבית 2.10, הוא תמיד הרבה יותר תלול מכל העולם מכל מיני סיבות, לא יודע כל אחד יש לו תיאוריה אחרת, אבל בגדול אני חושב שהריבית הקצרה תרד בישראל מ-4.75% לכיוון ה-4%, מתישהו במשך 2024, ואנחנו רואים את זה כבר בציפיות לאינפלציה השנה, כמעט כולם כולל בנק ישראל צופים אינפלציה מתחת ל-3%, סביר שהריבית תרד, המשק נמצא במיתון, דפלציה יורדת זאת סיבה נוספת להוריד את הריבית, לעזור למשק זה חלק מהשיקולים, זו ההערכה שלי בלי אינפורמציה פנימית, אני אומר את זה ככלכלן אם הייתי בבנק ישראל זה המדיניות שהייתי אומר אותה. אני חושב שהריבית הארוכה יכולה לעלות, דרך אגב גם בארצות הברית.

עוד הערה כללית חלק מההסבר של הפער בין הריבית הארוכה שצופי ה-Fed, ובין הריבית בשוק זה החוב תוצר הענק בארצות הברית והעובדה שלא רואים את הסוף שלו, והביקושים לחוב הארוך הזה לא עולים כי הסינים לא קונים יותר אגרות חוב אמריקאיות בכמויות שהם קנו פעם.

שלומי שוב

תודה רבה צביקה, אני רוצה לפנות ליאיר לפידות. אהלן יאיר, שמעת גם את הדין פה עכשיו שתי שאלות בשלב הזה עיקריות לנו אליך. אחד באיזה ענפים אתה רואה את ההבדלים הגדולים ביותר בין הערכות שווי לשערוכים בשוק הלא סחיר לעומת השוק הסחיר? ושניים מדוע הגופים המוסדיים בישראל משקיעים בלא סחיר והאם באמת פרמיית האי סחירות של תורת המימון היא באמת מושגת ואולי היא בכלל שלילית?

יאיר לפידות

שלום לכולם, אני אתחיל בשאלה לגבי הענפים עם העיוותים החמורים שהתגלו ב-2023 ושמסתכלים באמת קדימה למה יקרה

לטווח ארוך היא לא ריאלי, השוק מעריך 2%-1.5%, וזה יוכוח ענק בתוך השוק. בשבועיים האחרונים ראינו תיקון של השוק ל-4.2%, אני אגיד יש כאן יכוח בין השוק ובין ה-Fed, על מה הריבית הארוכה הריאלית.

ככל שהיא תמשיך להיות ריאלי גבוהה שערוכים, אני אגיד בחברה שאני יושב עם שלומי אנחנו סובלים משערוכים בארצות הברית ואני רוצה להגיד הערכה ככה לנקודה הזאת, שערוכים בארצות הברית נסים לגמרי שונה משערוכים בישראל, וזה אני חושב היה צריך להיות אחד מהנושאים פה בדיון, אבל הוא (שלומי) מבין בזה אז אני אגיד לכם את הנקודה הזו, זה הכול תלוי ריבית, כמעט הכול. לגבי בנק ישראל, האינפלציה בישראל בירידה משמעותית, הציפיות לאינפלציה הם 2.5%, הביקושים בישראל הם בירידה אנחנו בירידה דרמטית בביקושים בארץ וצריכה והכל במלחמה והיא הולכת להיערך כל השנה, ולכן סביר שבנק ישראל לאורך השנה יוריד את הריבית, הוא יוריד אותה בצורה די משמעותית, האינפלציה תרד בפועל מתחת 3% ואנחנו נראה כאן ריבית קצרה נמוכה מארצות הברית. לגבי הריבית הארוכה זה קריטי, זאת אומרת קודם כל יש פער בין הריבית הארוכה הדולרית לריבית הארוכה בשקלים, שאני לא יודע לחלוטין להבין.

אני לא מבין. Cds שהגיע ל-130 לבתי פער הריבית הארוכה הדולרית, הריבית הארוכה הישראלית לא כל כך עלתה, וזה בעצם הסיפור הגדול מה שיכול להיות זה שאם באמת הממשלה לא תנהל תקציב 2024 בצורה שתואמת את התרחישים הגרועים, ככה אני חושב שהיא צריכה לנהוג אני לא חושב שהיא צריכה לעלות מיסים ב-2024, אנחנו במיתון ב-2024. אז להערכתי הריבית בבנק ישראל תרד, ואני אגיד מילה אחרונה, חבר אישי שלי קרוב אבל אני אומר לו והוא לא מסכים, אני חושב שאחד הדברים החשובים שקרו למשק ועוזרים לו להתגבר בכל הענפים זה הפיחות, הפיחות מחזיק את ענף ההייטק שאנחנו עושים פיחות של 10% זה מאפשר לענף ההייטק, דרך אגב גם ב-2023 עם כל ההפיכה המשטרים ועם כל החששות שלנו, השקיעו בענף ההייטק 6.3 שזה הממוצע של 2019, ההערכות ל-24 זה יותר בכיוון של ה-3 אבל כל פיחות משמעותי לכיוון ה-4, זה מעט מאוד ייכנס לתוך האינפלציה בגלל הירידה בביקושים, בגלל הירידה בביקושים של מכוניות וכל מה שאתם רוצים, ולדעתי זה יעשה פנטסטי להחזיק את המשק הישראלי במלחמה הנוראית הזאת.

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

והנה אפילו ספציפית התחום ששם מושקעת החברה, שוק המשרדים האמריקאי, חטף ולא רק שוק המשרדים למעשה, כל תחום המניבים האמריקאי חטף מכה במינונים כאלה ואחרים. השוק שחטף יותר מכולם כתוצאה מקפיצת הריבית וגם מעניין נוסף זה שוק המשרדים. למעשה, אני יודע שנוכח להיות בווינגטון שיעור התפוסה בפועל מגיע לכ- 40%. למעשה, הריבית הקפיצה את ה cap הנדרש על ידי השוק באמת בצורה מאוד משמעותית ולזה צריך להוסיף באמת את האפקט המצטבר שקרה בעקבות הקורונה בשוק התעסוקה האמריקאי וגם במידה אולי קצת פחות מהאמריקאי אבל במידה משמעותית גם אצלנו.

הנה אני עובד עכשיו מהבית, זה יום קבוע שלי מהבית, כולנו ערוכים עם כל הסייבר וכל התשתיות המחשוביות שנאלצנו להשקיע בהם בקורונה וגיבויים כמובן, וכל הדברים הללו היום בארצות הברית, אי אפשר להשיג את הגלגל לאחור, לא יחזור המצב שכולם חוזרים למשרד, זה מוביל כמובן בהגדרה לביקוש פחות של כמעט כל עסק, בוא נגיד אם הוא ב steady state של גודל. אז אלה שני ענפים. ראינו פעם אחר פעם החזרות נכסים ע"י SPC שמחזיק נדל"ן מניב במנהטן, והאקוויטי שלו מוחזק על ידי שחקנים מובילים מכובדים מאוד, כמו Brookfield וסילברסטיין ואחרים, שבבוא היום של ה-Re-Finance, נניח 100 מיליון דולר חוב יושב ב-200 SPC מיליון דולר היה ה-Value בשוק ובשמאות בתחילת השנה או לפני שנה - שנה וחצי הגיעו ל-Re-Finance והחזירו את המפתחות לנושים, לא הסכימו להזרים עוד דולר פנימה, זה מה שאומר בבירור שהם רואים כל דולר פנימה כדולר שיוור לטמיון. זה תחום שעוד פעם השערוכים שלו אל מול השוק הסחיר ובטח במהלך השנה אל מול מצב השוק האמיתי היו בפרעים עצומים וזה אני חושב שבראיה קדימה כאמור הכלכלה הישראלית וכל ההתפתחות של הנדל"ן, כל עולם הנדל"ן הישראלי לאן הוא הולך, אני חושב שיש עוד הרבה פצצות זמן מתקתקות בפרעים הללו בתיק הלא סחיר של מוסדיים. מה הייתה השאלה שתזכיר לי רק? איך אנחנו רואים את זה בעולם המוסדי?

שלומי שוב

כן, בין הסחיר והלא סחיר במוסדי.

הלאה בשיערוכים אל מול השוק ואל מול מצב הכלכלה. הנה אבי, אבי אני חושב שבתרחיש השני שלך החמור יותר, המלחמה מסתיימת בחיפה ובליטני, אז השאלה באיזה מהירות זה עובר משם לבירות ותל אביב וההשלכות הכלכליות של הדברים כמובן הם בהתאם, לא היה תרחיש בעניין הזה. אבל בוא נתחיל לפני המלחמה, הדברים הגדולים שקרו בשנתיים האחרונות בעולם זה קפיצת הריבית באמת בזינוקים שלא זכורים עשרות שנים רבות, לממדים באמת שלא הכיר הדור הצעיר בטח, גם האינפלציה, שלומי אתה זוכר את הדיונים על ביטול החשבונאות בתנאי אינפלציה לפני 20 שנה, אז באמת מאז לא נדרשנו לזה אבל עכשיו הכישורים הנדרשים בהקשר הזה, והדור הצעיר לא למד את זה.

אבל בגדול באמת עוד לפני המלחמה היו שני ענפים שהתגלו עוד לפני שנה -שנה וחצי כבעייתיים מאוד בעניין השיערוכים אל מול מצב תמחור השוק. הראשון- סטארט-אפים ו VC, השקעות בתחומים הללו, למעשה אנחנו זוכרים היטב, אני לא יודע אם אתם זוכרים כמה יוניקורנים היו בישראל לפני שנתיים- שנתיים ומשהו, הגענו ל 70 וכל שבוע הוספו 3-4, הייתה שם בועת יוניקורנים חסרת פרופורציות שניפחה מחירים בערך פי 10. השקעות שבוצעו ב-2021 על ידי VC ומוסדיים בסטרטאפים מהסוג הזה שלא הספיקו להגיע לשוק ההון ולהנפיק בעיקר דרך הספקאים שאנחנו מכירים, כל מי שנותר לא סחיר בסוף 2022 אפילו, הציג ואני ראיתי את זה לא פעם ולא פעמיים ולא 3, את אותם ערכים דולרים בסוף 2022, כמו המחיר ששולם בעת ההשקעה בזמן הבועה הגדולה ב-2021, שזה בעיניי אבסורד ממש עצוב, למעשה הירידה בשוק הסחיר, של כל מי שהספיק להנפיק, הייתה בממוצע 80%. כאמור אם לא הספקת אז הרישומים בספרים היו בד"כ אותו ערך דולרי של 2021, שזה באמת זועק לשמיים. למעשה, כל מי שבמהלך 2023 נכנס למסלולים כאלה קנה ביוקר את חלקו היחסי בתיק ודרך אגב גם הייעוץ הבנקאי האובייקטיבי, הטעה פה בגדול בהקשרים הללו, הוא דחף את הציבור למקומות האלה כי כאילו ב-2022 הם הראו שהם לא ירדו הרבה, ודווקא בזמנים האלה הוא הכניס אותך לתוך תיק שהוא התיק הכי גרוע שיכול להיות ש"מובטחים לו", הפסדים בחלקים הלא סחירים.

אז כאמור עולם הסטרטאפים וההחזקות הישירות בסטרטאפים הלא סחירים ו VC, זה העולם הכי בעייתי שהיה, תוסיף לזה גם באמת הזכרתם פה את הדירקטוריון המשותף של שניכם וזו חברה נהדרת, אבל כל הנושא של נדל"ן מניב בארצות הברית

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

שלומי שוב

תודה רבה יאיר. אני רוצה לשמוע קודם את מעריכי השווי, מעריכי השווי אתם פה הבסיס - הקטר.

אלי אלעל

אתייחס לגבי כמה דברים שנאמרו פה, אבל מבלי להיכנס לעניינים ספציפיים. עניין הקשר בין השוק הסחיר לשווי הוגן והערכות שווי בדוחות הכספיים הוא נושא שעולה בכל משבר, וזה עלה גם בעבר. צריך להבין שזה פיצור ולא באג. הערכות שווי משמשות בחלקן כ counter cycle וזה חלק מתוכנן מהאירוע. בשוק הסחיר האחזקות השכיחות הינן פעמים רבות לטווח קצר - בינוני, בעוד שפעמים רבות, רוב השווי הכלכלי (כפי שכל אחד שעושה הערכות שווי יודע) מגיע מהטווח הארוך. מעבר לכך, צריך לשקלל (וכלנו יודעים את זה) גם את מרכיבי המיעוט ופרמיות שליטה, סחירות, שיקולי כניסה ויציאה ממדדים, ואם נוסף גם את תפיסת השווי החשבונאית הבסיסית בחלק מהמקרים של "שווי שימוש" המבוססת על ראיית הנהלת החברה, הרי שנסתכל על פער נוסף. ספציפית כשמדברים על נדל"ן, צריך לזכור בהקשר לפער שבין שמאים לבין הערכת שווי של פעילות כעסק חי, את הנושא של ה Cap Rate (שיעור היוון שמאי כולל) שבמהות שלו מתבסס על שיעור היוון לנכסים בדידים, בעוד שאנחנו מסתכלים בהערכת שווי על שווי פעילות ארוך טווח, שכולל את מרכיבי הייזום והפיתוח של ההנהלה, מאפייני היעילות התפעולית והמימונית, יתרונות לגודל ועוד.

לגבי הנושא של תחזיות לטווח ארוך שדובר פה, כדאי לזכור שאם אנחנו רוצים להסתכל על טווח ארוך קדימה - אולי כדאי שנסתכל שנייה גם על הטווח הארוך על ההיסטוריה אחרת. וכשמסתכלים על ההיסטוריה של הטווח הארוך, אנחנו מוצאים בהיסטוריה, שאחרי כל מלחמה יש עליה, ובטווח הארוך ישראל צומחת. ככה שעם כל הזוועות שעברנו פה, ועם כל התבהלות עכשיו מאותם אנשים שלא נבהלו כשהיו צריכים להיבהל, ושנבהלים עכשיו אולי ביתר, אני חושב שצריך קור רוח כשבאים להסתכל קדימה לטווח מאוד מאוד ארוך.

האם נכון להביא בחשבון את השלכות המלחמה? בוודאי. האם נכון להביא אותם לטווח הקצר והבינוני בתוך אופק ההיוון? כן. אך

יאיר לפידות

אני אגיד בצורה ברורה, למעשה שני הגופים שמובילים בתשואות לאורך זמן בישראל בעולם הגמל, זה אנליסט ואנחנו. שנינו לא מחזיקים כמעט נתח של אקוויטי לא סחיר, סוג של אקוויטי נדל"ן, קרנות פרייבט אקוויטי, כל הדברים הללו, הנקודה המרכזית בהקשר הזה היא שהרגולטור יצר לפני כעשור ודרך אגב ישבה ועדה אז שגם דוד חודק והאחרים המכובדים היו בה, אבל הוועדה הזאת הייתה אמורה לתת המלצות מה לעשות באמת בעולם של גמל ופנסיה עם הלא סחיר, איך לטפל בזה, האם להגביל את זה בשיעורים האם לטפל בזה בצד השיעור באיזושהי דרך, בסוף ההמלצות שהיו והתקבלו לא עושים כלום ולא יוצרים שום מגבלה של הרגולטור על שיעור הנכסים הללו ואנחנו נוקטים בגישת שיעור, אני קראתי לזה מודל השיעור ההיברידי, כתבתי על זה לפני 10 שנים. מה זה מודל השיעור ההיברידי שקבע הרגולטור? הוא אמר אם זה סחיר Mark to Market ספוט רגעי ואין בלתו, גם אם עכשיו חברה בלי חובות נסחרת בחצי המזומן שלה, תציג אך ורק את הספוט של השוק, אבל אם זה לא סחיר בא הרגולטור ואמר טוב מה נעשה? אין ברירה עכשיו נלך להערכות שווי לפי IFRS, אני לא רואית שוק סחיר שבמיינסטרים שלו (אני לא מדבר על אזורים נישתיים ששמה במיוחד בנישות הייטק ודברים כאלה יתחללו מעת לעת או קנאבים או דברים כאלה). במיינסטרים של השוק לא רואית שוק בועתי מעולם, שעף למעלה פתאום באיזה ריצה מטורפת, אלא רק אחרי נפילה. למעשה, אחרי 2009, ביקש ממני לקוח אמר אני רוצה עוד שנה כמו השנה הזו בניהול תיקים, הוא עשה בתיק מנייתי כ-50% אז אמרתי לו יש רק בעיה אחת כדי לקבל כזאת שנה צריך לחוות תחילה עוד שנה כמו 2008, אין דבר כזה בממדים האלה. לכן, בגלל ייצור הפער הזה בשיעור וסטיית התקן המפוברקת הנמוכה, האנשים מעדיפים את הליניאריות, הם למעשה מסתכלים על זה כמו בפיקדון ששם טיפלו בזה באג"ח הלא סחיר, במקום להסתכל רק על המונה שזה צבירת הריביות לפדיון אלא מסתכלים על ההיוון המשתנה במכנה כל הזמן שמזיז לך את ה Present Value, מעדיפים להגיע למצב של לינאריות וזו אין Accountability, לא שמעתי על אף מנהל השקעות שפותר בגלל שערות די ליניאריים בתיק הלא סחיר, בתיק הסחיר שמעתי על כאלה שפותרו.

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

אלי אלעל

תמיד זה נכון להתייחס אל שווי השוק. כשאתה עושה הערכת שווי, אתה צריך להסתכל על כל ענן התצפיות הקיימות במרחב האירוע, שעשויות להיות קשורות לשווי. במסגרת זו בוודאי שיש להתייחס גם לנושא השוק. להתייחס, להסביר - כן, אבל זה ממש לא "כזה ראה וקדש", בשום פנים ואופן לא.

יורם עדן

אני מבקש להתייחס לנושא של השקעות שלא מקנות שליטה במניות סחירות (הנכללות בדוחות לפי שיטת השווי המאזני) ולפעמים צריך גם להעריך אותו. פה יש בעיה שיש לך מחירים מצוטטים - בעיה או יתרון.

מצד אחד אפשר לבוא ולהגיד - אסור לשערך לפי הערכות שווי מניות סחירות אבל אנחנו לא מקבלים את זה. אנחנו אומרים כן, תביאו הערכות שווי גם להשקעה מהותית במניות סחירות.

אני רוצה לדבר מתוך הפוזיציה, יצא לי שנים להעריך את שווי מניות הבנק הבינלאומי שהוחזקו על ידי דיסקונט ונסחרו במכפיל הון של חצי. אני סברתי אז שזה לא נכון. אפשר למצוא אלף ואחת סיבות לפער אבל קודם כל בוא נתחיל עם השאלה למה מבקשים בכלל הערכות שווי למניות סחירות? אם החשבונאות מוכנה לקבל הערכות שווי לנכסים סחירים או למניות סחירות אז צריך גם לקבל את העובדה שיכול להיות שיהיה פער.

אמיר ברנע

צריך אבל להסביר אותו (את הפער).

יורם עדן

אפשר להסביר אותו מכמה סיבות אבל יש תיאוריות שלמות שאתה מכיר אמיר יותר טוב של over reaction.

אמיר ברנע

כן אבל זה לא המיינסטרים.

כאשר אנחנו מסתכלים על הטווח הארוך, כדאי להסתכל בין היתר על המגמות ארוכות הטווח של מדינת ישראל, מעבר למלחמה כזו ולמלחמה אחרת, אשר לצער כולנו בשכונה הזאת, עברנו ועוברים הרבה דברים כאלה. הדרך להתמודד עם נושא המלחמה לעניין הערכות השווי לרבעון הקרוב הוא התאמות לטווח הקצר והבינוני. במקרים ספציפיים שבהם יכולות להיות תנודות משמעותיות לטווח הארוך - ראוי לשקול זאת, ואף לקחת בחשבון מרכיב שיעור היוון מיוחד נוסף שנועד לשקף אי ודאות ארוכת טווח, בין אם ספציפית בשנה הטרימינאלית לצורך הצגתי, ושממילא מתכנס מתמטית כתוספת אקוילנטית לשיעור ההיוון הרגיל. כאשר מדובר בחברות שעומדות בפני צומת קשה כמו למשל חוזה שמתחדש או שלא מתחדש, או אפשרות מימוש קשה של תרחיש מלחמה שיכול להוביל את החברה להשפעות מהותיות, אני מזכיר שיש לנו את האפשרות המתודולוגית להשתמש ב- PWERM (Probability Weighted Expected Return Method), שזה למעשה תוחלת שווי מתורחש על בסיס תסריטי אופקי אירוע נפרדים, משוקללי הסתברויות. התפקיד של מעריך השווי הוא לא להיות נביא, התפקיד שלנו כמעריכי שווי הוא להביא ולשקף את המידע הקיים למועד הערכת השווי, כדי שנוכל להגיע לשווי הוגן חשבונאי בדוחות בצורה קוהרנטית, סבירה, ונכונה כלכלית ומתודולוגית למועדה, ועל בסיס זה אנחנו נבחנים.

אמיר ברנע

כלומר בעיניך זה סביר שיהיה פער גדול למשל בין הערכת שווי הנכסים במאזן לבין שווי השוק של אותם נכסים?

אלי אלעל

בוודאי שזה יכול להיות סביר, כמו שזה יכול להיות לא סביר, הכל תלוי בנסיבות העניין.

אמיר ברנע

האם בסיטואציה כזו שיש אי וודאות כזו גדולה לגבי תרחישים, לא צריך להסתמך יותר על חוכמת ההמונים?

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

באמת ל-impact שיכול להיות לתרחישי מאקרו שונים על החברה. מעריך שווי ככל שהוא מוכשר עדיין יהיה לו מאוד מאוד קשה לפתח ולעשות את זה בעצמו. כדי לתת לזה משקל יותר נכון ואמין זה גם נמצא על כתפיי החברות והן צריכות לנתח את הדברים ולגבש לעצמן תחזיות. הסתברויות בסופו של דבר זה שיקול דעת, אין נוסחת פלא, אבל אני חושב שגישת התרחישים זו הדרך הנכונה בכדי לבטא את אי הוודאות בהערכות השווי.

שלומי שוב

תודה, אני רוצה לצרף גם את השמאים, משה, התייחסות שלך, ככה אתם פה במוקד.

משה פרידמן

שוק הנדלן כידוע נכנס למלחמה במצב לא הכי טוב, בסביבת ריבית מאוד גבוהה ועם חששות להאטה כלכלית. אבל המלחמה נתנה מכה ניצחת להכל, חודשיים שאין עסקאות למעט בודדות פה ושם שראיתי, (למשל מישורים מכרה איזה נכס קטן בתקופה הזאת). אתה לא רואה שום פרסומים על עסקאות - השוק קפוא. לנו כשמאים ברגע שהשוק קפוא ואין עסקאות זה מושך לנו את השטיח מתחת לרגליים כי כל המתודולוגיה והתפיסת עולם שלנו התבססה תמיד על עסקאות השוואה שוק הנדלן ולא מהשוק הסחיר - תזכרו את זה ששגם כאשר התשוואות של האג"חים של חברות הנדלן היו מאוד נמוכות ואנו היונו עם שיעורי היוון גבוהים ובאו אלינו בטענות (גם בפורום הזה - בצדק ואולי לא, אני לא יודע). עכשיו מה עושים במצב הזה שאין עסקאות? אז קודם כל בוא נזכיר שתקן 13 IFRS, שזה הנר לרגלינו, אומר בסעיף 2 - "שווי הוגן הינה מדידה מבוססת שוק". אחר כך בסעיף 22 "ישות תמדוד את השווי ההוגן של נכס תוך שימוש בהנחות של משתתפים בשוק". זאת אומרת שקודם כל שמים אותנו השמאים במצב חדש, שאנחנו מאוד לא אוהבים להיות משום שאנחנו לכאורה הופכים ל"עושי שוק", אין עסקאות ואנחנו צריכים להחליט רעיונית על השווי.

עכשיו בקשר להנחות של המשתתפים בשוק ואני כמובן מדבר עם משתתפים פעילים בשוק, - כולם כמובן זהירים מאוד, אין פעילות ומביאים בחשבון אפשרות של האטה כלכלית. פה (בפורום) שמענו תחזיות של מיתון ממש. מצד שני, כשאנחנו מדברים על נכסים

יורם עדן

אני רק רוצה להעיר עוד הערה אחת לגבי המיסים הנדחים שאתה אמרת, הרבה פעמים שניסיתי להסביר פער, אמרתי בוא נאפס את היתרה של המיסים הנדחים. הרשות לניירות ערך - לא מוכנה בשום פנים ואופן, היא דורשת ממעריכי שווי אמנם לא להביא בחשבון בוא נגיד את העתודה למיסים נדחים בערך המלא שלה אבל לא פחות מ-50%.

שלומי שוב

חשוב, טוב שנאמר. דב אתה רוצה להתייחס מהזווית שלך כגורם שקולט את הערכות השווי ממעריכי השווי של החברות?

דב קצוביץ

אני חושב שיש לנו קושי מאוד מאוד גדול לאור אי הודאות, אנחנו חושבים שהגישה הנכונה היא ללכת בגישת התרחישים בכדי לבטא את אי הודאות (בדומה לתקופת הקורונה שגם בה אימצנו גישה זו).

שלומי שוב

ואיך אתה קובע את ההסתברויות?

דב קצוביץ

אתה צודק שבעיות לא חסר באירוע הזה, אבל עדיין גישת התרחישים נותנת גם לקוראי הדוחות הכספיים, גם למעריך השווי וגם לחברה, את ההבנה לאיך אתה הגעת וגיבשת את הערכת השווי. אני חושב אבל שהקושי של מעריך השווי ליישם את גישת התרחישים מתחיל בזה שהרבה חברות לא נערכות לפתח לעצמן תחזיות וניתוחי רגישות שתואמים לכל מיני תרחישים, ואני חושב שחברות צריכות יותר ויותר לנתח את המצב בשוק ואת כל האי ודאות שהוצגה פה, אפשר להאמין שתרחיש המאקרו האופטימי שהוצג קודם לכן הוא בהסתברות מאוד גבוהה או אולי בהסתברות יותר נמוכה, אבל עדיין החברה צריכה להעריך ולפתח בעצמה תחזיות רלוונטיות ולעזור למעריך השווי בסופו של דבר להתחבר

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

והשוכרים נשארים אזי בשיעורי ההיוון אולי כדאי לקחת את הסיכון המסוים לתקופה מסוימת. הבעיה היא שזה סובייקטיבי.

מרק זק

אז מה שאני רוצה להגיד בנוגע לגב ים, או בנושא של המשרדים לחברות הטכנולוגיה כפי שאנחנו רואים אז אנחנו לא רואים כרגע שיש איזושהי תזוזה לגבי הנושא של המחיר. גם אלה שבאים לחדש וגם אלה שבכוונתם לחדש לתקופה הקרובה לא רואים שם שיש איזושהי פנייה אלינו גם בהיבטים שהם רוצים או להחזיר חלק מהשטחים או להקטין את השכירות או בכלל לחשוב על צורה אחרת של עבודה, זאת אומרת התפוסות נשארות קבועות והדבר היחידי שכן קורה זה כמות הפניות לנכסים שרוצים לקחת נכס או להתחדש בנכס חדש או להיכנס לנכס הקיים אם יש תחלופה.

זה האלמנטים שאנחנו פוגשים עם זה, אבל אין עניין של בעיה של מחיר השכירות. מחירי השכירות לאורך הזמן אנחנו רואים במדינת ישראל, במשרדים, באותם המקומות שאנחנו גם נמצאים ואנחנו נמצאים בחלק לא קטן מהמקומות אם זה בניינים כמו בן קלאס A אז רמת השכירות לא יורדת - זה מה שאנחנו רואים. אני חושב שזה חלק מאוד משמעותי לכך שלאורך הטווח הארוך הדבר הזה יביא לכך שלא אמורה להיות השפעה משמעותית לפחות בראייה שאני רואה לשווי של הנכסים.

אמיר ברנע

אז אתה אומר שאיך צופה שינוי משמעותי ב- 31/12/23 בשווי הנכסים של גב ים?

מרק זק

אני לא יודע להגיד את זה ובטח לא בפורום הזה, אני חושב שזה לא יהיה נכון לי להגיד זה. אני חושב ששיעורי ההיוון כפי שגב ים מהוונת את המשרדים שלה ב-6.5% זה בטח לא משהו שהוא צריך להיות איזושהי השפעה מאוד משמעותית בראייה של מה עושים הלאה. שלושה רבעונים אנחנו הראנו עליות ריאליות בשכר הדירה, אנחנו כנראה נראה איזושהי תנועה ברבעון הרביעי וזה נותן לנו

מניבים, יש גם ציפייה לירידת ריבית. אני לא יודע איך לשקלל את הדברים האלה. אני רוצה לספר שהיה לנו לפני חודש וחצי איזה מפגש של מספר שמאים בחסות יושבת ראש לשכת שמאי המקרקעין, אמרנו בואו נדון איך אנחנו נותנים אולי איזה קווים מנחים לשמאים בתקופה הזו. בסוף לא יצא מסמך כי לא ידענו מה להגיד אבל במסגרת הדיון כן הלכנו לשוק הסחיר, ובחנו את התשובות של אג"חים ממשלתיים צמודי מדד לתקופה מאוד ארוכה, לא האג"חים הקצרים אלא לפי המתודולוגיה שאנחנו צריכים להסתכל על אג"חים כמו גליל ודומיהם לתקופה של 15 שנה ומעלה. ערב המלחמה התשובה הייתה 1.92%. כשדנו בנושא לפני חודש וחצי השיעור תשובה קפץ ל-2.4%. אז אמרתי - יופי, יש חצי אחוז שזה בהחלט משקף לסביבת ריבית שנמצאנו 6% סדר גודל של 8-9% הפחתה.

בדקתי אתמול מה קורה, מה התשובות של אג"חים צמודי מדד עם מח"מ ארוך - התשובה במח"מ 19 שנה - 1.86%, ובמח"מ 25-7.1.92%. כלומר התשובה בשוק האג"ח חזרה למצב של לפני המלחמה וזאת הבעיה שאתה שולח אותי לשוק הסחיר. שהולכים לשוק המניות הבעיה כמובן עוד יותר גדולה. באג"ח הקונצרניות התשובה מושפעת מרמת הניהול של החברה ועניינים אחרים כגון רמת המינוף של החברה וזה לא קשור ישירות לנכס. אז בסופו של דבר, יש לנו בעיה מול שוק ההון בנכסים המסחריים. אז מה בכל זאת לעשות? האמת שאני לא יודע אבל לי גם בתחושת הבטן, אני אומר שלא יכול להיות שאירוע מלחמה כזה טראומתי ולא יקרה כלום לשווי הנכסים. אז אני יכול להזכיר שמה שעשינו במשברים כאלה כמו הקורונה, לקחנו אותם כמשברים זמניים. לדוגמא, בקניונים לקחנו כמה זמן אנחנו מעריכים שהחנויות יהיו סגורות ובכמה תיפגע הפעילות וכימתנו את זה להפחתה חד פעמית. עכשיו אותו דבר אפשר לעשות גם ברמת הסיכון, להניח שבשנים הקרובות הסיכון עולה למרות שאין לנו הוכחה ודאית. צריך לזכור, כשהריביות הן 1.9% ושאינו מסתכל על הגופים המוסדיים, זה עלות הכסף שלהם, הכסף שאני מביא הם יכולים או לשים אותו באג"ח ממשלתי צמוד לטווח ארוך או לקנות נדל"ן ואם האג"חים עומדים על 2% אז בעיני סביבת הריביות של 6.5%-6% נותנת margin מספיק גדול בתקופה נורמלית. בהערכת שווי נכסים יש קודם כל את הביצועים, עכשיו אם המצב הכלכלי יהיה כל כך רע אנחנו נראה את הירידה בביצועים ונתאים את השווי לביצועים. אנחנו מדברים כשעדיין אין ירידה בביצועים, כשהקניונים פתוחים הקונים באים

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

שלומי שוב

שווי למועד קובע אבל כמובן על בסיס תחזית.

כפיר קלדרון

אז אני חושב שאני מתחבר לכמה דברים שנאמרו פה שבדקים הערכות שווי אז יש את הטווח הקצר, הבינוני והארוך. בטווח הקצר ברור לכולנו שיש פגיעה והפגיעה ברורה, אבל ברוב המקומות עיקר ההשפעה על השווי באמת בטווחים היותר ארוכים. עכשיו נכון שיש את המגמות של התאוששות אחרי המלחמות וראינו את זה במקומות מסוימים, אבל יש קצת הבדל מהמלחמה הזאת כי היא לא תיגמר זה לא 17 יום ונגמר, או משהו כזה שיכול להיות שהשגשוג האופטימיות בסוף המלחמה אני לא בטוח שהיא קורט. דבר שני, בואו נזכור שאחרי יום כיפור היה את העשור האבוד, כלומר השאלה היא וצריך מאוד להתעסק ולשאול את עצמנו וזה דבר שאנחנו מעסיקים את עצמנו בו המון - מה יקרה בטווח הארוך? אני חושב שהדיון על זה הוא קריטי למעריכי השווי. ועוד נקודה, זה הצעה למשהו שיכול להיות מעניין, כן שיעורי סיכון שונים לקחת מה שבעבר מאוד (אני חושב שאפילו פה הייתה שיחה על זה וצחקנו על זה) אבל שיעורי היום שונים לטווח הקצר ולטווח הארוך כי זה המצב.

שלומי שוב

כמו שעושים השמאים האמריקאים

כפיר קלדרון

גם הגרמנים ראיתי שעושים את זה בהערכות שווי.

שלומי שוב

המעריכי שווי האמריקאים עושים הערכות שווי DCF מדויק 10 שנים הקרובות, טווח הקצר, טווח הארוך, שיעורי היום אחרים. אפרופו רוני אם אנחנו רוצים לעשות בנצ'מרקינג לאמריקאים ..

את החשיבה שדמי השכירות ושיעור ההיוון כפי שהוא קיים נמצא במקום הנכון.

אמיר ברנע

והנתונים עקביים עם שווי השוק שלכם?

מרק זק

זה אתם תגידו.

רון זרניצקי

אני חושב שצריך להגיד אולי עוד פעם תודה לארה"ב בנוסף לכל הבחינות. זה שייצרו לנו אירוע שהוא בעצם מאפשר לנו לשקף את מה שקורה כאן ואפשרויות המדידה, הרי מה אנחנו עושים בעצם במדידה ועל חברות שאתם מדברים ועל המשרדים בארצות הברית. שם בארצות הברית במיוחד בשוק המשרדים הייתה לנו דוגמא מובהקת למדוע ולמה צריך לגעת בשווי כי הייתה צניחה משמעותית בתפוסות ובדמי השכירות, משרדים התרוקנו שם בעשרות אחוזים וזה דוגמה מעולה כדי להראות בעצם לעומת מה שקורה פה. יכול להיות שגם פה זה דברים ספציפיים ובמקומות מסוימים אבל דוגמה מעולה להראות את ההשפעה ואת היכולת של מעריך השווי לבצע מדידה שיש לך התערבות כזאת או אירוע כזה אגרסיבי ב-NOI שנותן לך את האפשרות בעצם או כלי-מכשיר בנוסף כמובן לכל האחרים כדי לגעת בשווי. אז דוגמה מעולה בשביל להראות בעצם מה קרה שם וכמו שמרק זק אמר - פחות קורה פה.

שלומי שוב

מצד שני, החשש הוא תמיד שאנחנו רוצים לדעת ולא להגיע לרגע שאנחנו עמוק בתוך המשבר.

רון זרניצקי

נכון, אבל אני מזכיר שאנחנו בוחנים שווי למועד קובע.

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

שמאים חושבים לגבי הטווח הקצר, טווח ארוך, מה אני חושב על כל מצב השוק ואיך מתרגמים את זה. כשאתה בא ואומר, שהשיקולים של אני מעמיס עלויות עודפות על החברה, החברה עושה ממילא הערכות שווי, זה לא שיקול בכלל להגיד להם תשקפו את זה בשוק או לא תשקפו בהיבט הזה של העלות, זה ממש לא קשור לעלות, זה עניין של החלטה של מה הוא מהותי בכדי שהיא תפרסם. הם עוקפים את זה בדרך מסוימת שהרשות קבעה כמהותי, ואיך קורה לצורך העניין, שחברה עם 8 מיליארד שווי נכסים לא מגיעה לרף שהיא צריכה לפרסם אף הערכת שווי. ואני אומר לך שאפילו אם שומה אחת שהחברה הייתה מפרסמת אתה היית יכול לדעת את הלך הרוח והמחשבה של השמאי.

שלומי שוב

אז יכול להיות שהכל מתחבר להכל זה גם קשור למה שמשה אמר לסובב ולמסובב הזה, לשקיפות. רשות ניירות ערך אתם רוצים להגיד משהו?

נר דוד

אני אגיד שבסוף יש באמת שיקולי איזון שאנחנו מנסים ליישם. מבחינת מעריכי השווי, השמאים היה נכון שהכול יהיה שקוף, כל הערכות השווי יהיו בחוץ, יהיה הרבה יותר שקוף, היה הרבה יותר קל גם לתמחר עסקאות, הייתם רואים גם עסקאות השוואה ואת כל השיקולים של מעריכי השווי. אבל מצד שני, יש גם עלויות לחברות, צריך לזכור שיש חברה מאחורה שבסופו של דבר הערכת שווי שמפורסמת יש לה עלויות. אם הנושא של הערכת השווי הוא לא מהותי ברמת המשקיע בסופו של יום אז פשוט נעמים את המשקיע בהמון המון הערכות שווי, הוא לא ידע אפילו על מה להסתכל ואנחנו לא בטוחים שזה יתרום למשקיע, זה כן אולי יכול לתרום לשוק כמו שאתה אומר אבל בראיית המשקיע זה לא בטוח יתרום.

משה פרידמן

איך יכול להיות שחברות כמו עזריאלי לא מפרסמת אפילו דוח אחד עם כל הנכסים שלה (כי שום דבר לא מהותי)?

משה פרידמן

אבל השוק לא עובד ככה.

שלומי שוב

כן אבל אתה יודע זה "סובב ומסובב" משה. אבל בסדר, זו לא האג'נדה שלנו היום, אני רוצה לשמוע עוד מעריכי שווי, אפרופו קונספציות.

אמיר ברנע

על הדברים שלך (כפיר קלדרון), אם צביקה אקשטיין מדבר על מבנה שערי ריבית תלול מאוד אז זה מבליט מאוד את ההבדל.

כפיר קלדרון

את הצורך לעשות דיפרנציאציה כי בואו נזכור שאם מדובר ובטח בחברות הייטק, הטווח הארוך הוא זה שמשפיע ולטווח הקצר כמעט ואין לו השפעה.

שלומי שוב

תודה על הדברים, הם חשובים מאוד, זאת אומרת מאוד חשוב כי תמיד החשש שלי במיוחד בתחום כמו התחום של מעריכי השווי שבואו נאמר את האמת, זה תחום ככה מאוד מצומצם גם התחום של השמאים. אנחנו מזמינים כמה שמאים בודדים ומכסים כמעט את כל השוק, כל החברות הגדולות במשק. מצד אחד זה מאוד נוח לנו וכו' אבל מצד שני, אני תמיד חושש שבתחומים כל כך מצומצמים ושדורשים מומחיות שתמיד תהיה בעיה של קונספציה. אז אם יש פה מישהו שרוצה לתת לנו עוד דעות כאלה מעניינות וחשובות עם תרומה חיובית אנחנו נשמח.

רענן דוד

יש נכסים משועבדים ולכן השקיפות במליסרון שלדוגמא הקיצון השני, יש כל כך הרבה הערכות שווי מפורסמות ואתה יכול לראות מה

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

שלומי שוב

בואו נמשיך לשמוע אתכם (הרשות לני"ע), מה עוד אתם חושבים על דברים שנאמרו פה.

רקפת שני

איך אתם הולכים לסייע?

שלומי שוב

יש פה הרבה מעריכי שווי, חברות ומנהלים שזקוקים לסייע.

ניר דוד

כמעט כל הנושאים שהוזכרו בדיון וגם בנייר הרקע לדיון, אלו נושאים שמעסיקים אותנו, גם אם זה אותנו במחלקת תאגידים וגם את מחלקת השקעות שזה יותר כל הקרנות הפרטיות והפיקוח עליהם, ובאמת ראינו את ההסתה מאיזושהי תפיסה שלא צריך להגן על המשקיעים הכשירים, והיום בארצות הברית כן התפיסה הזאת משתנה. אני יכול להגיד שכן אנחנו בוחנים את הנושאים האלו גם אולי אפילו בוחנים מזה תקופה הקמה של קרנות השקעה פרטיות מפוקחות שיאפשרו ללקוחות ריטייל לקחת חלק בהשקעה אלטרנטיבית ובאופן זה להגן על תיק ההשקעות שלו, אלה דברים שנמצאים היום בבחינה והמלחמה גם העצימה את השיח הפנימי שלנו בנושא. בנוגע לנקודות האחרות שהועלו, נניח גישות של יישום תרחישים, אז אני אגיד רק מאיפה זה בא. בקורונה ראינו הרבה הערכות שווי של חברות הזנק, חברות בתחילת דרכן עם סיכון מאוד מאוד גבוה, לא ניתנו שם תרחישים אבל שיעור ההיוון היה כל כך גבוה שהוא העיד על זה שהתרחיש הוא למעשה לא ודאי, וקשה מאוד להסתמך עליו, משם התחלנו וגם ראינו את ההערכות שווי בארה"ב שבהן כן נהוג ליישם תרחישים והסתברויות, ואפילו קיימנו דיון עם השוק בזמנו על הנושאים האלה, ובאמת יש תחומים שאנחנו חושבים שנכון ליישם בהם תרחישים ויש גם סטטיסטיקות טובות. נניח אם אנחנו נלך לחברות תרופות, יש לנו סטטיסטיקות והסתברויות, התחום של התחדשות עירונית היום שתופס תאוצה, מה ההסתברות שפרויקט בכלל יצא לדרך? יכול להיות שבסופו

ניר דוד

יש לה נכסים משועבדים, קודם כל בחברות האלה יש נכסים משועבדים ולכן היא מפרסמת הערכות שווי.

רענן דוד

אני אגיד לך משהו בנוגע לעניין הזה, בחרתם את הדוגמה הזאת של אמות, בעיני כשמאי הדוגמה של אמות היא בדיוק הבעיה של השוק. אתם אומרים תלכו תראו מה המניה של אמות עשתה, אבל מה אני יכול לדעת כשמאי לגבי השיקולים של השמאים שלהם בקביעות השונות שלהם, בין אם זה שכר דירה, בין אם זה שווי, בין אם זה שיעורי ההיוון - שום דבר. אף הערכת שווי לא מפורסמת וגם בדו"ח ברנע אני לא בטוח שיש אינדיקציות לגבי השיקולים שלהם. אז אם המניה ירדה או עלתה, איך אני יכול לתרגם את זה בסופו של דבר למשהו שאני יכול להשתמש למדידה שלי ולשיקולים שלי והנחות עבודה להערכות שווי שאני עושה לחברות אחרות. הבעיה הגדולה בשוק הזה ואתם יכולים לפגוש את זה גם אצל עזריאלי וגם אצל עוד הרבה חברות גדולות, היא לא אצל השמאים, הבעיה היא בשקיפות, הבעיה היא ברגולציה. אני יודע שאני במידה מסוימת יורה לעצמי ברגל כי אני גם אצטרך לתרגם את הדברים האלה אבל אני יכול להגיד לך שהרבה הערכות שווי שלנו מפורסמות ואנחנו כותבים את השיקולים האלה ואנחנו פחות רואים את זה בשוק. פחות רואים את השיקולים וכשהשוק יהיה עם יותר שקיפות כך נוכל לשקף את זה בצורה טובה יותר.

ניר דוד

אבל בסוף צריך לזכור שהתפקיד שלנו הוא לשמור על ציבור המשקיעים, זאת אומרת על האינטרסים שלהם, ובסופו של דבר אני לא בטוח שאפשר לומר בוודאות שזה האינטרס של המשקיע לראות 40 הערכות שווי מצורפות.

אלי אלעל

אני לא בהכרח צריך 40 הערכות שווי לכך. יש יתרונות ברמת השוק לשקיפות ולהסתכלות ארוכת הטווח בלראות את הדברים.

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

אמיר ברנע

אני יכול להציע לך הצעה בעניין הזה? תסתכל על הפער עם מחיר השוק.

גיא טביבאן

בקשר למה שאמרת קודם, התייחסת קודם לפער בין מחיר השוק להון בדוחות הכספיים, עשית איזה התאמה מהירה. צריך להתייחס לעובדה שבתקופות משבר, בהנחה שהשוק מניח שיש כיום איזשהו משבר, השוק מתחשב ומתמחר גם השפעות של נזילות ושל מכירה מהירה בתנאים לא אופטימליים. דברים אלה משפיעים על השווי בבורסה של חברה. השאלה מה אתה מעריך? אם אתה מסתכל על שווי בורסה של חברה, לדוגמה חברת נדל"ן מניב, צריך לזכור ששווי הוגן לצורך הדוחות הכספיים משקף שווי במכירה שאינה בלחץ. אפשר להתייחס לכך בצניות ולפעמים יש גם מקום לצניות, אבל שווי הוגן של נכס נדל"ן מניב מבחינת החשבונאות, וזה מה שהשמאים קובעים, זה שווי הוגן של מכירה שהיא לא בלחץ. לא התייחסת לכך שבחלק גדול מחברות הנדל"ן המניב החוב הפיננסי שלהם כיום שווה פחות מהערכים של ההתחייבויות בדוחות הכספיים, כי עדיין יש להן התחייבויות בריביות נמוכות מריביות השוק כיום, אז זו התאמה אחת לכיוון השני, כלומר מגדילה את הפער שיש להסביר בין שווי הבורסה להון. אלה דברים שגם אנחנו, רואי החשבון המבקרים, מסתכלים עליהם, אבל מסתכלים כאינדיקציה. בסוף השמאים מביאים עסקאות ואמרו פה השמאים בצדק, הם מסתכלים על עסקאות של רכישת נכסים. אתה התייחסת ככה ב-כלאחר יד על ההתחייבות של מיסים נדחים שבהנחה של אי מכירת נכסים אז אפשר לא להיפגש עם המס אף פעם ולכן שווי התחייבות זו קרוב לאפס. בתקופות של משבר או בתקופות של מחנק אשראי, כאשר הריביות יקרות יותר, כנראה שהשוק לא מניח דברים שבשוק טוב, מניחים שלא ימכרו נכסים ויוכלו לא להיפגש עם המס הזה. כלומר, מניחים בסבירות גבוהה יותר שחברות ימכרו נכסים וישלמו בעתיד הקרוב את הסכומים שרשומים בדוחות כהתחייבויות מיסים נדחים. אני חושב שגם השוק מוותר בתמחור לחברות על הוצאות המטה בתקופות טובות ויותר קל לשוק לבוא ולהגיד אוקיי הוצאות המטה תורמות לשווי ומשקפות יזמות עתידית. אם תבדוק הוצאות הנהלה וכלליות בדרך כלל הן לא

של דבר אנחנו נגיע לאותה התוצאה, אבל זה יאפשר למשקיע לנתח יותר נכון את התזרים, כי בסוף למשקיע אין יכולת אמיתית לנתח את התזרימים, אם אני נותן לו הסתברויות מסוימות ואחרי זה עושה ניתוח רגישות, הוא יכול לבוא ולהגיד אוקיי אני חושב שהתרחיש הזה נתנו לו 50%, אבל אני חושב שההסתברות הנכונה היא 40%, אני יכול להסתכל כמה זה ישפיע על השווי יותר קל, זה יותר אינטואיטיבי לנתח את הערכה השווי ולכן, במקומות שבהם באמת אפשר לבסס איזשהו תרחיש רצוי לעשות בהם שימוש. זה יכול להיות גם בפרויקטים של התחדשות עירונית, פרק הזמן לסיום הפרויקט בהוצאה לפועל שזה משפיע משמעותית על השווי, אז כן נכון ליישם תרחישים. עם זאת, בסופו של דבר אנחנו מבינים גם את הקושי, כי כשדיברנו גם עם מעריכי שווי אמרו לנו תשמעו, אנחנו מחליפים נתון אחד- שיעור ההיוון שקשה לבסס אותו ב-3 נתונים, כי עכשיו יש לנו 3 הסתברויות, אז יש מקומות שיותר קל לבסס את ההסתברויות, יש מקום שיותר קשה, זה אתגר אבל בטח שבמקומות המתאימים אנחנו מבחינתנו כן היינו שמחים לראות יותר תרחישים. כלומר, הצגה שלה איזשהו תזרים תוחלתי בשיעור היוון מתאים ולא שיעור היוון מאוד גבוה שמעיד על זה שהתזרים הוא לא וודאי.

אמיר ברנע

כמה אתה משתמש בנתוני שוק בביקורת, כלומר כשאתה פונה לחברה מסוימת שעושה הערכות שווי מה הטריגר שמביא אותך דווקא לחקור אותם או להתייחס יותר אליהם.

שלומי שוב

זה רק אמיר יכול לשאול...

ניר דוד

אז תראה זה מכלול של דברים, בסופו של דבר אנחנו מנתחים את החברה, כמובן שגם שיקולי מהותיות, בודקים את ההנחות המרכזיות, ובסופו של דבר זה איזשהו ניהול סיכונים פנימי שאנחנו עושים.

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

ועצם העובדה שאתה בא ואתה לוקח הוצאות מכירה, מיסים שעד היום לא כל כך התייחסו אליהם, יש עוד התחייבויות מיסים שלא רואים בדוחות הכספיים וזה רק בביאורים, על כל מיני פטורים שיש בחשבונאות וכעת אולי צפוי בסבירות גבוהה יותר שייפגשו איתם וזה מוריד את שווי החברה.

אמיר ברנע

גיא תסכים איתי ודאי שנושא הקיזוז בהשפעות של הריבית על הנכסים ועל ההתחייבויות, בולט במיוחד בחברות ביטוח ששמה האלמנט של היוון הנכסים וההתחייבויות הוא קריטי, מדובר על טווחים מאוד ארוכים גם בנכסים גם בהתחייבויות, כך שהאפקט בסך הכול על השווי הוא משני צידי המאזן.

שלומי שוב

בחברות נדלן כמו שגיא אמר זה רק מצד אחד של המאזן.

אמיר ברנע

תלוי איזה אגרות חוב הם מביאים קודם.

גיא טביביאן

אני חושב שצריך להתייחס לכך. בדרך כלל רואי החשבון המבקרים במקומות האלה מבקשים גם בהערכות שווים שווי הוגן ושל שווי שימוש (value in use) ממעריך השווי להתייחס ולהסביר את הפער ביחס לשווי בבורסה. אני חושב שזה אינדיקציה. בטח בשמאיות של נדל"ן צריך להסתכל גם על עסקאות של נכסים דומים ותמיד קשה להגדיר את הנכס הדומה, אבל יש פה הסברים שבעיני מספיק אם תיקחו בחשבון את נושא הנזילות ואת איך מתייחסים להוצאות מטה, זה כבר נותן חלק מההסברים לפער.

שלומי שוב

תודה רבה גיא, ועכשיו לגיא אחר, תן לנו בכמה משפטים את המסקנות של המחקר שלך.

זולות. בתקופות יותר קשות בשוק, אז כבר ראינו עם מה המנהלים מתעסקים. מתעסקים עם המימון, מתעסקים במכירת נכסים. ואז כנראה שהשוק בבורסה קונס את שווי החברות בגין הוצאות המטה, מכיוון שלדעת המשקיעים הן לא תורמות לשווי מעבר לשווי הנכסים הקיימים. אפשר להיות ציני, אבל אני מפרש את זה שדווקא מבינים שהערכות השווי בדוחות הכספיים לא מניחות הנחות של מימוש מהיר, ומימוש בלחץ שחלק מהחברות בגלל המצב הפיננסי שלהן יצטרכו לעשות את זה. אם נבדוק מה קרה במשברים בעבר, חברות מכרו נכסים בפחות מהשווי ההוגן, גם נכס שבאמת יש לו שווי הוגן יחסית ברור, כך שאם תיתן לחברה חצי שנה למכור את הנכס בלי לחץ, ימכרו אותו במאה, אבל כשיש לחברה חוב של 90 שהיא צריכה בעוד 3 חודשים לפרוע את החוב הזה, כשיש לחצים של אג"ח למעלה בחברות ההחזקה, לא בחברות הנכס למטה, החברות לא יוכלו להביא לאופטימיזציה של שווי הנכסים שלהן. צריך גם לזכור שבהערכות השווי, לא מנכים עלויות מימוש, בעוד שהשוק מודע לכך שכשימכרו את הנכסים החברות ישלמו עלויות מימוש.

אמיר ברנע

אתה מדבר על נזילות, על סחירות, מה היקף הסחירות בשוק, האם השוק נזיל? אלה אלמנטים.

גיא טביביאן

אפילו בעולם אופטימלי עצם העובדה שאני מעריך את שווי המניות ואני מתייחס לאלמנטים של נזילות ושל פעולות נקרא לזה לא אופטימליות, אפילו לצורך מכירה, שלא רשומות בדוחות הכספיים ובא משקיע ואומר "רגע, החברה הזאת להערכתי תצטרך למכור נכסים, היא תצטרך למכור באיזשהו דיסקאונט בגלל המצב הפיננסי שלה, היא תיפגש עם הוצאות מכירה שלא רשומות בדוחות הכספיים שלה, יש לה התחייבות מסים נדחים שבתקופה טובה שאני יכול להניח בקלות יחסית לגלול שלה, ואני לא נותן לה הרבה משקל, אז כיום יש להן השפעה גדולה יותר על שווי החברה". אני לא יודע אם רשות ניירות ערך הכריחה חברות לקחת 50% מההתחייבות המסים הנדחים בשווי, כי זה תלוי בחברה ובנסיבות ובהנחות, אבל נראה לי הגיוני שבתקופת כאלה דווקא תהיה יותר הנחה של מכירה,

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

גיא לקן

להגביל מעברים במסלולים שיש בהם יחסים לא סחירים.

אמיר ברנע

מה זאת אומרת להגביל? פעם בשלושה חודשים למשל, או משהו כזה?

גיא לקן

אז אפשר לחשוב על תדירות נמוכה יותר, היום אין הגבלה בכלל.

אמיר ברנע

אתה מדבר על נושא הניוד.

גיא לקן

אני לא מדבר רק על נושא הניוד, אלא גם מעברים בין אסטרטגיות. ברגע שאנחנו חווים ירידות בשווקים אנחנו רואים נהירה של חוסכים למסלולים מופחתי סיכון.

אמיר ברנע

עוברים ממסלול מנייתי נניח למסלול אג"ח.

שלומי שוב

בכל מקרה להגביר את דחיפות השיערוכים, אולי להצמיד אותם לשוק הסחיר.

גיא לקן

זאת חד משמעית עוד אופציה שצריך לקחת בחשבון, אבל אני חושב ששוב לא יכול להיות מצב שבמסלול קיימים נכסים לא סחירים שהחוסך יקבל עליהם נניח ויש פרמיית אי סחירות הוא

גיא לקן

בסדר גמור אני מתחבר טיפה למה שיאיר דיבר לפני, להקשר המוסדי יותר של שיערוך הנכסים הלא סחירים, אז אני אציין ברקע הדברים שאנחנו רואים אולי בשני העשורים האחרונים עם ירידת הריבית גידול מאוד משמעותי בהשקעות של הגופים המוסדיים בנכסים לא סחירים, גם חוב לא סחיר וגם אקוויטי לא סחיר, אני אפריד רגע בין החוב לאקוויטי, כי החוב הוא משוערך ברמה יומית. אז בהקשר הפנסיוני בארץ הוא משוערך על ידי חברת ציטוט, אז נניח שהוא נמצא בשווי הוגן ברמה יומית, האקוויטי הלא סחיר לעומת זאת, לא משוערך ברמה יומית ונכון לסוף 2022 הוא כמעט פי שתיים בסדר הגודל מהחוב הלא סחיר. עכשיו חשוב לזכור שבפנסיה, בגמל ובחלק מביטוחי החיים קיימים מעברים יומיים של חוסכים בין אסטרטגיות השקעה לבין גופים מנהלים, עכשיו ברגע שהנכסים הלא סחירים לא משוערכים ברמה יומית יכול להיווצר מצב, ונוצר מצב של מעבר עושר בין עמיתים. אני אתן לכם דוגמא ספציפית, אם תקחו רגע את אירוע הקורונה, במרץ 2020 ראינו נהירה של חוסכים ממסלולים שיש בהם נכסים לא סחירים למסלולים סחירים לחלוטין בעלי סיכון נמוך, זאת לא תופעה חדשה החוסכים החליטו להקטין את הסיכון שלהם, עכשיו כלכלית מה שהחוסכים האלה עשו הם מימשו את הנכסים הלא סחירים שלהם בשווי גבוה מהותית מהשווי ההוגן בהנחה שאנחנו מאמינים שיש איזשהו מתאם בין השוק הלא סחיר לשוק הסחיר, ומי שסבסד את המעבר הזה אלה החוסכים שנשארו במסלולי ההשקעה. זאת אומרת נוצר מעבר עושר בין חוסכים בעקבות העובדה שאין שיערוך לא רציף, עכשיו איך מתמודדים עם זה, לדעתי יש כמה אופציות של לא יודע, לא ראיתי נציגים של רשות שוק ההון.

אני אסכם את הסיפור במשפט, אם אנחנו מאמינים שיש איזה פרמיית אי סחירות בהשקעות בנכסים הלא סחירים, לא הגיוני שחוסכים יוכלו לעבור וכן יש להם נזילות, הרי בסוף לחוסך בקצה כן יש נזילות באסטרטגיות, לא הגיוני שהוא ייהנה מאותה פרמיית אי סחירות אם הוא יכול לעזוב.

אמיר ברנע

מה אתה מציע?

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

אמיר ברנע

אבל אני מעריך אותם בספרים לצורך הניד או בחלק מהניד, אני מעריך אותם באיזשהו דיסקאונט דרך עליית הפרמיה, ואז אני בא ואומר מי שמעביר, מי שמנצל תקופות להעברה הוא משלם משהו.

גיא לקן

אתה צריך לעשות את זה ברמה יומית.

צבי וינר

אני רק רוצה לחזק את גיא ולהעביר קו בין גיא ליאיר, אנחנו מדברים על שני נושאים מאוד שונים. יש את החברות הציבוריות שצריכות להגיש דוח שנתי ולפעמים גם דוח רבעוני, הם עובדים לפי התקנים החשבונאיים. רשות ניירות ערך מפקחת עליהם, ומקסימום מישהו מעריך לא נכון אז הוא ירשום אותו הערך כמה שנים ברצף וכולם יצחקו ורשות ניירות ערך תשאל שאלות אבל אין פה נזק אמיתי ומידי. לעומת זאת, כל מה שקשור לחיסכון הפנסיוני (שהיום זה שתיים וחצי טריליון שקל) ושם, לפי אותם הערכות אנשים מקבלים כסף ממש. תוך זמן קצר חוסכים יכולים לעבור מקרן לקרן והם מקבלים כסף לפי הערכות, כולל הנכסים הלא סחירים. הקרנות לא יכולות למכור נכסים לא נזילים ואז מי שנשאר בקרן הוא נפגע. הוא נשאר עם הנכסים שהם שווים פחות וגם פחות נזילים. יש פה פגיעה אמיתית - בכסף. הבעיה שאנחנו איכשהו מנסים להפעיל את אותם הסטנדרטים ואותם הדרישות לשני הדברים השונים. יש צורך דיווחי: איך מדווחים ומקסימום עיגלו פינות או עשו הוון כזה ואחר, זה לא נורא. אבל במקרה של תשלומים, יש הבדל גדול. זה שני עולמות שונים ולא בטוח שאפשר להפעיל את אותם הסטנדרטים בשניהם.

גיא טביביאן

אבל שלומי, אם צבי יגיד את זה, יגידו שהוא מדבר מפוזציה, אבל הפתרון הוא לא נורא ברור? זאת אומרת לחייב אותם לשערך כמו שמשערכים את החוב הלא סחיר, אולי לא באותה תדירות.

יהנה ממנה, אבל הוא עדיין יכול לעבור ברמה יומית. אז המסלול כן סחיר או לא סחיר? אי אפשר ליצור את השילוב הזה. המסלול הוא לא סחיר אי אפשר לתת מעבר ברמה יומית.

אמיר ברנע

האם בחישוב מסלול הנכסים הלא סחירים צריך לקחת את הפרמיה של אי סחירות כתוספת למחיר ההיוון?

גיא לקן

זאת שאלה קשה, קודם כל צריך להסכים לגבי אם קיימת בכלל פרמיית אי סחירות, אני לא חושב שיש קונצנזוס לגבי זה, אני שזה תלוי בתקופות. בנוגע להיקף התופעה יחסית למסלולים כלליים ששם יש את מרבית הנכסים והם מעורבים, אפשר להסתכל בנספח, שלומי אולי אתה יכול להפיץ גם את המצגת, ראינו בקורונה זה מה שבדקנו, בקורונה ראינו שמי שעבר מסלול השקעה נהנה בממוצע, יש כאלה שהרוויחו הרבה יותר מהמעבר שלהם בממוצע כ- 2%. עכשיו, 2% זה כדי לתת לזה איזושהי משמעות צריך להזכיר שהתשובה הממוצעת לחיסכון ארוך טווח היא בסביבות 5% בשנה, זאת אומרת רק בעקבות המעבר שלו של החוסך, הוא נהנה מתשובה של כמעט חצי שנה בגלל שהערוץ של הנכסים הלא סחירים והפערים מהשווי בשוק הסחיר.

אמיר ברנע

זאת אומרת אתה היית תומך בהנחיה לפרמיה כזו שנקבעת שבעצם פותר את חלק מבעיית הנזילות לאור מה שאמרת.

גיא לקן

תראה אז מה זה פרמיה, אני יכול לספר עכשיו סיפור שאתה יודע, אם הגופים המוסדיים נהנים משערך הנכסים הלא סחירים, אני לא טוען שזה המצב אבל אני יכול לדמיין סיטואציה שמנהל השקעות מעדיף להשקיע בנכסים לא סחירים כדי להוריד במידה מסוימת את סטיית התקן. זאת אומרת, הביקוש לנכסים האלה על ידי גופים מוסדיים יכול לגדול בצורה מלאכותית.

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

שלומי שוב

אני חושב שכן אבל עובדה שאנחנו מדברים על זה לא מעט שנים וזה לא נעשה.

יורם עדן

שלומי איך אפשר לשערך אקוויטי על בסיס יומי?

אלי אלעל

אפשר לדוגמא לשקול להצמיד לאינדקסים. יש פתרונות שהם לא אופטימליים אבל זה עדיף מאשר לא לעשות כלום, שזה בעצם כן לבחור בדרך סאב אופטימלית. כאמור, יש הרבה דרכים לקירוב לשווי, שלא יהיה אופטימלי וזה לא יהיה 100%, אבל כן יאפשר לצמצם את סטיית התקן הקשה, כפי שתוארה פה בחריפות רבה.

אמיר ברנע

האם למשל הודעה מראש על משיכה, עם איזשהו זמן של חודש, חודשיים?

צבי וינר

או לתת להוציא השקעות בעין ולא בכסף.

אודי גרינברג

הפתרון שהוצע פה של לצמצם את המעברים, לא יודע, אני תומך במה שגיא אומר. אפשר לשערך, אז זה לא יהיה על בסיס יומי כזה, תעשה את זה על בסיס שבועי, תמצא איזשהו אינדקס מתאים, לא צריך התרעה של חודש.

שלומי שוב

אני מסכים איתכם, ואנחנו קוראים לרשות שוק ההון לעשות פה משהו, זה כבר האמת לא פעם ראשונה הגיע הזמן, יש לא מעט

צבי וינר

אני לא יודע אם זו אשמת המעריכים. אני דוגל בשיטה ששני Wrong לא יוצר Right. זה לא נכון בתקופות שיש עליות להיות שמרני, וברגע שיש נפילות גם לא לעדכן מחירים, זה לא משרת אף אחד. זה נכון שבדוחות אפשר לזכור שפעם הייתה שמרנות, אבל כמו שאלי אמר השיטה הנכונה זה כמה שיותר להתקרב למציאות גם אם זה לא מושלם, עושים את מה שאפשר לעשות.

שלומי שוב

אני מלמד את הסטודנטים שלי שבשווי הוגן אין שמרנות, זה בדיוק העניין. שווי הוגן צריך לייצג את המחיר שנקבע בקונה מרצון, מוכר מרצון גם אם הוא קשה לכם מאוד.

גם אם קשה מאוד וגם אם אין עסקאות, זה לא פותר אתכם מליישים את 13 IFRS 13 IFRS בא ואומר אתם צריכים להעריך מה יהיו השיקולים של משתתפי השוק ביום המאזן.

אמיר ברנע

אבל גיא אומר לך, את אותו אלמנט שנכנס לתורת המימון רק בשנים האחרונות. כשאני למדתי מימון לפני הרבה מאוד שנים, דיברו על תשואה וסיכון והיה גבול יעיל של תשואה וסיכון זה מה שלימדו. האלמנט של הנזילות נכנס אחרי 2008 נדמה לי לתוך הספרות, והיום מדברים על נזילות בתור אלמנט שקובע שווי. אומר לך גיא, ההסתמכות הזאת על מחירי שוק, הכול טוב ויפה אבל מה עם סיטואציה כמו מה שאתה קורא מחנק אשראי או אתה קורא למצב שבו השוק לא מתפקד, האם אתה דורש רמה מסוימת של סחירות בשוק כדי לדעת מה קונה מרצון, מוכר מרצון עושה. כל האלמנטים האלה איך הם משתלבים בהערכת השווי?

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

אמיר ברנע

רק למה לצערנו?

רון יפו

לא, אני אומר לצערנו לא בהסתכלות שלי, אלא באמת עלינו כשוק של קונים. כי גם אנחנו בסופו של דבר רוצים לייצר שוק יציב של מחירי דירות. לצד זה, שמענו הבוקר בדיונים על נושא של מחסור בפועלים וזה עוד אלמנט שרק ייקר את מחירי הדירות בסופו של דבר.

שלומי שוב

יניב תמיד לקראת הסוף נותן לנו סיכום.

יניב פגוט

בקשר לשתי המצגות שהיו פה, צביקה, הדיון על עמלות עובר דרך התשובה של האג"ח הממשלתי ולפי המספרים שבמצגת של צביקה אם נעשה חשבון סנדלרים,

אם כל אחוז גירעון זה 20 מיליארד שקל כפול 5.5-5 נדרשים כ-110 מיליארד שקל כדי לממן את הגירעון תוסיפו לזה מיחזור שנתי של חוב מקומי של סדר גודל של 60 מיליארד שקל נגיד שקלי ותוסיפו כ-35 מיליארד מחזור שנתי של חוב נקוב מט"ח הגעתם ל-200 מיליארד שקל שצריך לגייס בשנה הבאה.

בואו נניח שנגייס כ-20% מזה מחו"ל, אתם צריכים לגייס בישראל כ-160 מיליארד שקל בערך כלומר 13-14 מיליארד שקל כל חודש בבורסה בגיוס. זה אומר 3-4 מיליארד שקל גיוס שבועי, זה בתסריט נאמר פה- האופטימי. עכשיו אם דיברתם על ליטאני/לא ליטאני כל תזוזה ימינה מביאה את המספרים למקומות אחרים לגמרי שלדעתי כושר הספיגה של השוק המקומי בהינתן האלוקציות הנוכחיות הוא באזור הזה של 3-4 מיליארד שקל בשבוע גיוס. מעבר לזה, צריך שינוי באלוקציות, מה זה שינוי באלוקציות? המוסדיים יש להם אלוקציה מסוימת לחוב ממשלתי ולפיכך במידה וצרכי הגיוס יגדלו והם לא יגדילו את האלוקציה הממשלתי יש בעיה שתוכל להפתר רק באמצעות הרבה כמותית של בנק ישראל. מזכיר לכולם שבאוקטובר שנה שעברה הפסיקו להנפיק אג"ח מיועדות

גיא טביביאן

אני מדבר על נזילות כהסבר לפער בין שווי המניה, שווי החברה, לשווי הנכסים שלה, כמו ששלומי אמר.

אמיר ברנע

כן, אבל צריך הסבר. אבל זה הבסיס, זה נקודת המוצא. נקודת המוצא בעיני הייתה במיוחד בסיטואציה של פוסט מלחמה עם אי ודאות ענקית, שמענו אותה פה. מה התוצאות האפשריות? בוא נסתמך על מחירי השוק עם התיקונים האלה, עם הסבר ובצורה גמישה מסוימת.

שלומי שוב

בואו נתקדם, מי עוד רוצה להוסיף לנו פה איזושהי אמירה?

רון יפו

מנכ"ל דוניץ אלעד, חברת בנייה למגורים. אני חושב שכרגע דווקא בשוק המגורים וגם השוק לדעתי רואה את זה, נוצרה איזושהי אופטימיות. נכנסנו לשנת 23, שנה מאוד קשה עם קצב מכירות מאוד איטי ואני חושב שדווקא הדיבורים על הריבית שהולכת לרדת ובטח לא הולכת לעלות משנים תפיסה של רוכשי דירות רבים שישבו על הגדר מתוך פחד לקחת משכנתא כשהריבית תמשיך לעלות ובעצם מעתה הם לוקחים משכנתא עם ריבית שרק תהיה יותר נמוכה. היום נכנסנו לאיזושהי סיטואציה חדשה שבה אנשים מבינים שמפה הריבית רק תרד ולכן קל להם יותר פסיכולוגית לקחת את המשכנתא ולחזור לשוק. אז אנחנו מתחילים לראות את זה חוזר ואנחנו כבר מרגישים את זה גם עכשיו בתקופת המלחמה, שהרוכשים הפוטנציאלים חוזרים למשרדי המכירות.

ולכן אני חושב שאם מסתכלים בטווח של אחרי המלחמה הקטון בהתחלות הבנייה וההאטה שראינו בשנה האחרונה יבואו לידי ביטוי בסוף בעליית מחירים לצערנו, כי זה מה שיקרה כשהשוק למעשה יחזור למקום שיש בו היצע מאוד קטן.

השלכות המלחמה על הערכות שווי
בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו
והשינויים בשוק הסחיר

מוצא, אם אני הייתי רשות ניירות ערך אני הייתי מתייחס בביקורת להערכות שווי כשהייתי רואה פערים מהותיים בין שווי שוק והון עצמי במאזן לבין שווי השוק. הייתי פשוט מתייחס לזה, הייתי בודק, זה מקור לבדיקה אני לא אומר שאין לה הצדקה אבל זה מקור לבדיקה.

לכן ההתייחסות שלי למחיר השוק כנתון בסיס שצריך ללוות את הערכות השווי בעולם שבו המלחמה לא ברור באיזה תרחיש היא הולכת ואי ודאות ענקית אז אני אומר, אין למעריכי השווי עם כל הכבוד שום יתרון עליו לבוא ולהגיד את התרחישים כי אין לכם, מה לעשות. אז אני אומר במקרה כזה אני מתייחס לשוק כנתון בסיס וזה מה שניסיתי להוסיף לדברים של שלומי.

שלומי שוב

אני חושב שהיה לנו כאן דיון חשוב היום. מעבר לאתגרים שקשורים בהערכות השווי לתום 2023, אני חושב שיש כאן קונצנזוס על כך שהרגולטורים צריכים לעבוד בדחיפות. רשות שוק ההון לא יכולה להרשות לעצמה שלא יתבצע עדכון הרבה יותר תכוף ואפקטיבי לשווי של הנכסים הלא סחירים שאינם נכסי חוב. המצב הנוכחי לא נראה טוב בלשון המעטה ויכול ליצור עיוותים גדולים בין כספי העמיתים. רשות ניירות ערך צריכה להיכנס לרגולציה על קרנות הפרייבט אקוויטי ולקבוע דרישות דיווח מינימליות שיכללו גם אכיפה בפועל, כי אחרת זה לא יהיה אפקטיבי. תודה רבה לכולם.

אז הכל עובר לשוק הסחיר (חשבו שלא תהיה בעיה אבל עכשיו זה מגיע לשוק הסחיר) הברומטר לאטרקטיביות של החוב הממשלתי ויכולת מימון החוב של המדינה. מקבלת ביטוי בתוצאות ההנפקה השבועית של החוב הממשלתי אשר תוצאותיה מתפרסמים כל יום שני בשעה 13:00 בצהריים.

הסיפור הזה עומד מאחוריו מה שקורה ביום שני בהנפקות השבועיות, כשהיה קשה לסגור הנפקה אז כל האירוע פה, כל המגדל קלפים הזה יכול מה שנקרא- להתמוטט ולכן זה תוצאות ההנפקות הן קריטיות. התנדודתיות בתחזיות הגירעון של גופי ההערכה גבוהה והיא נגזרת של התרחיש המלחמתי ולכן כל עלייה מהותית בתחזית הגירעון מעבר לרמה של -5% 6% עשויה לייצר לחץ לעליית תשואות בחוב הממשלתי ולהשפיע על גם על השוק הקונצרני.

השמאים צריכים לעקוב אחר תוצאות ההנפקה הן בכל האמור ביחס הביקוש להיצע לטווחים השונים והן בכל האמור במחירי הסגירה של ההנפקות ביחס למחירי השוק על מנת להבין את מגמות העומק בשוק הממשלתי וכן להיות מעודכנים בתחזית הגירעון העדכנית ותוואי הריבית החזוי במשק על מנת לא לרדוף אחרי השוק עם מקדמי היוון לא רלוונטיים.

שלומי שוב

ברשותכם אנחנו רוצים לסיים. אמיר אתה רוצה להגיד כמה מילים לסיכום?

אמיר ברנע

בעיניי שווי השוק עם כל המגבלות שלו ועם כל מה שניא הציג לגבי כל נושא הנזילות - זה איזשהו בסיס ואי אפשר לוותר עליו. הרי אתם לוקחים את שיעור ההיוון מתוך השוק בלי שאלות.

ונכון אפשר להתווכח אם אנחנו הולכים לקראת עליית ריבית לאור נתוני ההנפקות שאתה ציינת או לקראת ירידת ריבית כמו שצביקה אומר וירידת האינפלציה בטווח הקצר, עקום מאוד תלול של הריבית - וזה מקבלים את השוק, אף שמאי לא יהיון במחיר שהוא סוטה מהריבית שנגזרת מהריבית בעקום התשואות. אז לגבי השווי אני אומר, השווי צריך איזשהו בסיס, איזשהו נקודת מוצא,

ממנה בגמישות אפשר לבוא ולנתח ולדבר על סטיות. אבל כנקודת



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM | FVF

מיסוי קרנות ההשתלמות על
הפרק: סגירת עיוות על רקע
הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

תאריך המפגש: 8 בינואר 2024

נושא המפגש: "מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל לא הוגן בעקבות המלחמה?"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: אליה ארז, אמיר אטיאס, שיר אורן, נועה מאור, טל אטיאה.

שלומי שוב

הצורך בתיקוני חקיקה תכופים, אשר גורמים לפגיעה באמון הציבור במערכת המס. ההגנות הוודאות שתנבע מכך שלשני הצדדים תצמצם את התמריץ להתחמקות ממס. כיום כשאין חוק יסודי כזה, יש אפשרות לקבוצות אינטרסנטיות לדחוף לחוק ההסדרים הוראות מס וכללים חלקיים, שנועדו להטיב עם אוכלוסייה כזו או אחרת, על חשבון הציבור בכללותו.

חוסר הבהירות במצב הנוכחי פוגע באזרח. זה גורם גם לכך שאי אפשר לצפות איך תתנהג רשות המיסים והיא לצערי לעיתים קרובות מקבלת החלטות בהתאם לפוזיציה שלה ולא בהכרח בהתאם לעקרונות וזה מצב לא בריא. ניר ואני ביחד עם נציגי המדינה הרלבנטיים ומומחים נוספים מתחום הכלכלה והמשפט מתכוונים לבנות במסגרת מכון אהרון כאן באוניברסיטה הצעה לחקיקה כזאת.

ובהקשר שלנו היום - אני חושב שכל שיש הטבות מס הם צריכות להיות על השולחן ולא להיות תחת תחפוש וגם חייבת להיות אחידות. הרי אף אחד לא באמת משתמש בכסף המופקד בקרנות ההשתלמות כיום להשתלמות מקצועית, גם אם הרציונל המקורי בעבר היה ככה. מדובר בתחליף שכר והשאלה האם יש לחייבו במס הכנסה או לתת לו פטור?

אגב, אותו כ"ל אני חושב גם על נושא מסלול רווח הון באופציות לעובדים - כלל שרוצים לתת לעובדי סטארט אפ הטבה עדיף לקרוא לילד בשמו. הרי מדובר בסטארט-אפים שמפסידים ולכן

בוקר טוב, ישראל תחת מלחמה ונראה לי שצריך לפתוח כל דיון ציבורי בימים אלה בתפילה לשלום חיילנו ולהשבת החטופים. המלחמה והגירעון שנוצר בתקציב המדינה הינם הטריגר לדיון היום, שיעסוק בשאלת פתרונות אפשריים להגדלת מקורות התקציב באמצעות בחינת הטבות המס הניתנות לחיסכון לטווחים השונים ובמיוחד הטבות המס הניתנות לקרנות ההשתלמות. אני חושב שבכל מקרה מדובר בנושא שהיה נכון לעשות עליו דיון גם ללא קשר למלחמה. זה נדיר יחסית שהמס נמצא בפני עצמו כנושא המרכזי בדיונים שלנו, למרות שהוא תמיד נמצא ברקע שלהם. מי שעזר לנו להרים את הדיון זה ניר הלפרין שמרכז אצלי בתוכנית את לימודי המיסים והוא יעמוד לצידי היום - כך שכל שאלה בנושא מס אני מייד אפנה אליו. וגם באותה הזדמנות צריך להגיד תודה לאגף הכלכלן הראשי באוצר ובמיוחד לחובב שעזרו לנו באיסוף הנתונים. אני בכלל חושב שכמו שבחשבונאות יש לנו מסגרת מושגית ראוי שתהיה חוקת מס - כלומר חוק יסודי מיסוי שיכלול את כל העקרונות והתפיסות הבסיסיים והמוסכמים. כמו למשל עקרון המימוש, מס אמת, עקרון השוויון בהטלת המס, עקרון היכולת לשלם - שממנו נגזרת לדוגמה הפרוגרסיביות. זה כמובן ייצור בהירות, עקביות, שקיפות ושוויוניות, לעומת המורכבות הקיימת כיום. זה גם יקטין את

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

את האטרקטיביות של הטבת המס בקרנות ההשתלמות רואים דרך הגודל היחסי שלהם. קרנות ההשתלמות הן 324 מיליארד שקל שזה כמחצית מכל קופות הגמל וזה הנתח הכי גדול מבין מוצרי קופות הגמל השונים. שימו לב, בשביל לקבל פרופורציות, ואני חייב להגיד שהופתעתי מהנתונים זה החסכון השלישי בגודלו בישראל אחרי קרנות הפנסיה (כ- 1.1 טריליון) וביטולי מנהלים כ- 546 מיליארד שקל. זה מתוך הדוח האחרון של רשות שוק ההון - ואם יורשה לי ראוי לשפר את הבהירות של הדוח הנ"ל, מה גם שטרם פורסם הדוח ל-2022...

מעניין גם להבין את ההשלכות של ביטול פוטנציאלי של הטבת המס על קרנות ההשתלמות על שוק ההון ועל השינוי משקל. הרי ללא ההטבה כנראה שההפקדות למכשיר הזה יפסקו, אפרופו הגודל הנוכחי שלו. יש כאן נציגות נכבדת של הגופים המוסדיים שנשמח לשמוע מהם על כך.

דבר אחרון שחשוב לי להגיד, הוא קצת בהסתכלות מעבר לעניין עצמו. אני חושב שככל שהמדינה מעוניינת להגדיל את נטל המס, חשוב למען ההוגנות ואמון הציבור לקצץ בעלויות ולהתייעל, לרבות בהקשר של מספר המשרדים הממשלתיים. בד בבד, אני חושב שגם צריך לחזק את רשות המיסים ואת האטרקטיביות שלה לגייס עובדים צעירים ואיכותיים כי המצב הנוכחי מאד מדאיג אותי. אני חושב שצריך לבצע שינוי מבנה ארגוני ולהפוך אותה לרשות עצמאית בדומה לרשות ניע שמסוגלת לשלם שכר אטרקטיבי ולהתחרות בפרקטיקה. ברור לכולנו שזה יתרום להגיונות והשוויונות וגם להכנסות המדינה. זאת ההשקעה הממשלתית הכי משתלמת שיש.

נמצאים איתנו היום גם נציגים בכירים של אגף התקציבים במשרד האוצר ויותר הרגולטורים הפיננסיים וגם של ההסתדרות. יודע שמדובר בנושא רגיש אבל אני חושב שהכוח של הפורום הזה במשך כל השנים הוא לקיים דיון ענייני ומקצועי גם בנושאים רגישים ולנטרל ככל הניתן פוליטיקה, גם אם זה ברור לנו שכל אחד מאיתנו בסופו של דבר מדבר מפוזיציה.

אמיר ברנע

בוקר טוב מהנתונים ששלומי הציג ברור שעיקר הטבת המס בקרנות השתלמות היא בהפקדה. כמובן יש גם יתרון בפטור ממס רווח הון כפוף לתקרה ובדחית תשלום המס, אבל אפשר להשיג

נושא ההכרה בהוצאה לא רלבנטי עבורם ומה שרלבנטי זה בעיקר ההקלה במס לעובדים. אגב, אותו כנ"ל גם לגבי חברת היי טק רווחית שנמצאת בחוק עידוד ומשלמת שיעורי מס חברות נמוכים יותר - גם כאן ניתנת להטבה לעובדים והמדינה מפסידה מס במכלול. הבעיה שמהתחפזות הזאת נהנים גם מנהלים בכירים בחברות היי טק חזקות מאד שמסוויים את השכר האמיתי שלהם מהציבור, מהמשקיעים ואפילו לדעתי מהדירקטורים שמאשרים את השכר לפי תיקון 20. זה מאד מבלבל ולא כולם עושים את הגילום המתבקש. הרי תיקוח שכר של שני מנהלים, אחד לפי מסלול רווח הון והשני לפי מסלול פירותי שהוא לכאורה שווה, אבל בתכלס בכלל לא כי עלות השכר של המנהל במסלול רווח הון גבוהה משמעותית.

נחזור לקרנות ההשתלמות - בחומר הרקע ששלחנו לכם בשבוע שעבר, ראיתם שמדובר בהטבה מאד גדולה בתקציב 2024. אנחנו מדברים לפי הערכות שקיבלנו מאגף הכלכלן הראשי על 10.7 מיליארד שקל ש- 8.5 מיליארד מתוכם זה על ההפקדות - מס הכנסה וביטוח לאומי (כלומר, הפקדות המעביד שלא מחויבות במס ובביטוח לאומי כשכר של העובד) ו- 2.2 מיליארד זה הפטור ממס על התשואה.

כמו כן, מהנתונים שהוכנו באגף הכלכלן הראשי והצגנו בחומר הרקע עולה ש- 82% מהטבות המס בהפקדה ניתנות לשני העשירונים העליונים. לכאורה זה כשלעצמו מוביל למיסוי רגרסיבי, אבל כמובן שמי שרוצה להסתכל על התמונה הכוללת יכול להגיד שזה פשוט ריווח של מדרגות המס.

במסגרת חומר הרקע עשינו השוואה, במסגרת טבלה מסודרת, בין הטבות המס על מוצרי החסכון בישראל. אפשר לראות מהטבלה שההטבות העיקריות היא בהפקדות + במשיכה, לקרן פנסיה/קופת גמל שזה חסכון טווח ארוך ובקרן השתלמות שזה חסכון לטווח בינוני. נקודת המוצא היא שיש למדינה אינטרס לעודד את החסכון לטווח ארוך, לרבות בהקשר של דאגה לציבור בעת הפנסיה, אבל אנחנו בדיון פתוח ומי שרוצה לאתגר גם את הדבר הזה כמובן מוזמן לעשות זאת.

אני חושב שצריך להחליט עקרונית היכן האינטרס של המדינה בעידוד החסכון ביחס לטווח שלו. לכאורה המנגנון של קופות הגמל להשקעה יותר חכם מבחינת המדינה. הרי אם נסתכל על קופות הגמל להשקעה שם מדובר רק בדחיית מס עד למשיכה ואף ניתן להפוך אותה לטווח ארוך תוך מתן תמריץ של הטבת מס.

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל לא הוגן בעקבות המלחמה?

איתי טמקין

בוקר טוב קודם כל תודה, שלומי תודה רבה על ההזדמנות להיות כאן, אני איתי מאגף תקציבים במשרד האוצר אז בחוץ תפסו אותי כמה חבר'ה פה ואמרו שכבר הדיון לא רלוונטי כי הם קראו בעיתון שזה ירד מהפרק אז אני אגיד שאנחנו עומדים בפני תקופה ארוכה מאתגר ברמה הפיסקלית, כלומר האירוע שיש לנו עכשיו הוא אחד מיני רבים שהולך ללוות אותנו בשנה הקרובה לפחות, אנחנו הרבה משווים למשבר הקורונה ואנחנו מנסים לשכנע את קובעי המדיניות שזה משבר שונה בתכלית ממשבר הקורונה, המשבר עם הקורונה נגמרה בחיסון ושבסוף איפס כמעט את כל העלויות שלנו מהקורונה נשארו עם מיליארד שני מיליארד שקל בודדים תגבור למערכי הבריאות שיישארו איתנו לבסיס תקציב. פה לא יהיה חיסון שיפתור את הבעיה ואם יהיה חיסון הוא יהיה בדמות התעצמות צבאית חריגה מאוד שתעלה הרבה כסף ובעיקר היא תעלה הרבה כסף לבסיס התקציב, כלומר אנחנו נמצאים פה לפני אירוע שוק פיסקאלי כמו שאנחנו קוראים לו שילוה אותנו עוד הרבה הרבה שנים. לבסיס והדבר הזה מחייב היערכות פיסקלית מחודשת ובניגוד לשנים קודמות שיכולנו להיות כאן בדיון יותר פתוח של רפורמה ולהחליף את זה בצעדים אחרים ודברים כאלה אנחנו נמצאים במצב שמה שצריך זה כסף שהמדינה תצטרך בשנים הקרובות כסף בצד ההכנסה ואני מאוד מתחבר למה שאתה אמרת שלומי שהדרך של המדינה לקנות אמן ולגשת לאזרחים בעצם ולבטל הטבות בוודאי צריכה לעבור קודם כל בצד ההוצאה והיא צריכה לעשות את רק אחרי שהיא הסתכלה וראתה שלהוצאה לא כולל בתוכו הוצאות מיותרות זה תנאי בסיסי לפני שאתה מעלה את נטל המס על האזרחים אז זה בצד אחד.

עכשיו מילה על כל הדיון שיש פה, כשאתה קורא את העיתונות הכלכלית בשבועות האחרונים בעמוד הראשון של כל עיתון: "הבור הכלכלי" ו"לא מטפלים בבור התקציב" "ההפקרות תקציבית" זה בעמוד הראשון ובעמוד 2-5 רק טורי דעה נגד הצעדים המוצעים כלומר בעמוד שתיים יופיע לך כתבה נגד הביטול פטור של החבילות שמגיעות לארץ כי זה מלחמה ביוקר המחיה אז אי אפשר לגעת בפטור הזה של החבילות שמגיעות לארץ, בקרנות השתלמות אתה פוגע במעמד הביניים ובמס הכנסה אתה פוגע בתמריץ לעבוד, אז כל דבר וכל הצעה בעצם שתגיע לשולחן שבהגדרה בטח בצד ההכנסה היא הצעה שיש לה השלכות כלכליות מסוימות

בצורות חיסכון אחרות. כלומר ייחוד קרנות השתלמות הוא היתרון בהפקדה, כי את הדחייה אפילו קרנות נאמנות מספקות לנו. בואו נתמקד בנושא הצדקת הדחייה ההטבה שניתנת בהפקדה עצמה. את ההתייחסות אפשר לגבש בשלוש דרכים: דרך אחת אומרת על תגוע בקרנות ההשתלמות, כאירוע ספציפי. אני לא מדבר על רפורמת מס רחבה שאולי תכלול נגיעה בקרנות השתלמות, אלא כאירוע ספציפי, משום שההטבה מגולמ כבר בהסכמי העבודה והמשמעות של ביטול הפטור ממס על הפקדה בקרנות השתלמות יכול להביא לזעזוע בהסכמי השכר ובסופו של דבר לעלית שכר. אפשר לחשוב גם על תוצאות לזוי נוספות, כלומר שיווי משקל והמשק עובד. הרי אם משהו תקין אז למה לתקן אותו.

דרך שנייה היא להעביר את הפטור ממס מקרנות השתלמות לחיסכון פנסיוני כאשר השכר נטו לא משתנה. משתנה רק - משך החיסכון הפורמלי. בקרנות השתלמות נניח טווח בינוני מח"מ של 3 שנים, להעביר אותו לחיסכון פנסיוני ואת זה על רקע שאנחנו יודעים שהתוכניות הפנסיוניות הקיימות שבנויות על אחוזי ההפרשה ישנים שנקבעו בעולם של רביות יותר גבוהות עם תנאים אחרים בשוקי ההון, היום הן לא מספיקות. כלומר תוכנית פנסיה רגילה לא מספיקה לתת לעובד את האחוז הנדרש משכרו הממוצע או משכרו האחרון. העברה לחיסכון פנסיוני מונעת את העיוות של קרן ההשתלמות כשלמעשה המטרה הבסיסית של השתלמות כבר מזמן לא קיימת. העברה לחיסכון פנסיוני יוצרת מצב שמפחית את תלות הפורשים מעבודה בתשלומי רווחה מהמדינה.

הדרך השלישית היא לבטל את ההטבה כחלק מתוכנית מיסוי כוללת. כלומר אם היום אנחנו נמצאים במצב חירום ואם יש בעיית מימון של 200 מיליארד שקל בגירעון תקציבי אולי תוכנית מיסוי שתהיה כללית ותכלול את כל הרוחב של המשק ולא תתמקד רק בנושא ההשתלמות שמתייחס בעיקר לציבור של שכירים, אמנם גם עצמאים חוסכים בקרנות השתלמות אבל שכירים הם הסקטור העיקרי. אולי בלגיטימציה של מצב החירום אפשר להעביר תוכנית רפורמה כוללת ממס. לסיכום שלוש הדרכים האלה: ביטול ספציפי לדעתי איננו רצוי. נשמע דעות אחרות, השני אני אומר העברת ההטבה לפנסיוני פותרת את בעיית העיוות ומשפרת את המצב הפנסיוני שהיום איננו מספיק והאפשרות השלישית, רפורמת מס יותר כללית יותר רחבה שתדרוש זמן ארוך על מנת לבנות ולהפעיל אותה.

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

לא חוסכים מספיק לפנסיה אמרו נעשה אלטרנטיבות ונגדיל איתה את חיסכון ארוך הטווח של הציבור במקום ההטבה הזאת. אני אטען שרוב העובדים שיש להם קרן השתלמות נמצאים במקומות עבודה שמפרישים להם מראש גם בפנסיה יותר ממקומות העבודה שאין בהם את הקרן השתלמות ואז מה שקורה שאנשים שהם גם ככה החיסכון ארוך הטווח שלהם נמצא ביחס תחלופה כנראה אפילו גבוה מדי כלומר אנשים שנמצאים בחיסכון יתר וחיסכון ארוך הטווח נהנים פה מאוד הטבה שמתמרץ אותם לעוד מכשיר חיסכון בטווח הבינוני ולכן התכלית הזאת של מכשיר חיסכון נוסף בטווח הבינוני רק לחלק מהעובדים שזה במקרה בקרלציה די גבוה לאותם עובדים שיש להם יש חיסכון ארוך טווח נאות אי אפשר להסביר כזאת הקצאה ציבורית אין לדבר הזה שום רציונל ציבורי. לגבי העולם וזה אולי לדיון יש פה הרבה אנשים מהתחום, אני יודע שתמיד שאנחנו אומרים את זה זה מעורר. ישראל היום והעובדים השכירים בישראל לא נמצאים בבעיית חיסכון ארוך טווח, יחסי התחלופה בישראל נמצאים במקום הגבוה בעולם לא סתם במערכת הפנסיונית בישראל זוכה הדבר הזה לצינונים הגבוהים בעולם בן אדם שמתחיל לחסוך אפילו לא בגיל מאוד צעיר מתחיל לחסוך עם הכניסה לגיל העבודה המקובל בישראל ונמצא רוב שנותיו בשוק התעסוקה לפי כל הנחה מכובדת יגיע ליחס תחלופה סביר ביותר ולכן להשתמש בהטבות מס כדי לעודד על הדבר הזה עוד איזשהו רובד של חיסכון לטעמנו יש שימושים הרבה יותר מוצלחים בכסף וזה מעבר לטיעון הראשון שהוא טיעון על השרירותיות של ההקצאה.

אמיר ברנע

אתה לא מתייחס לעבודה שהקרנות הן חלק מהסכמי העבודה וחלק ממערכת היחסים בין עובדים למעבידים. למשמעות לשנות רק את הסעיף הספציפי ישנה השלכה על הסכמי העבודה.

איתי טמקין

גם אם יעלו עכשיו משקית את שיעורי מס הכנסה במשק גם אז אולי שיעור מס ההכנסה לא מעוגן בשום הסכם עבודה אבל בסוף זאת האלטרנטיבה של המדינה, או ללכת פה עכשיו לכל האנשים בחדר הזה ולהגיד להם אתם עד היום הרווחתם בנטו 20,000 שקל

שליליות ובסוף העלאת מס כשלעצמה פוגעת בצמיחה יכולה לפגוע באוכלוסיות מסוימות ולכן צריך לעשות אותה בסוף השאלה והמילה הקריטית לדיון הזה היא אלטרנטיבה. אם מישהו פה רוצה להציע לא לגעת בקרנות השתלמות הוא חייב משפט אחר כך להגיד מאיפה כן לוקחים את הכסף כי להגיד סגירת משרדים זה קל אבל סגירת משרדים מביאה אולי מיליארד שקל ואנחנו מדברים פה על הטבה ששווה 10 מיליארד שקל אז בשביל להגיע לסכום של 10 מיליארד שקל זה פחות או יותר שקול להעלות 2.5% מס הכנסה או 1.5% מע"מ אלה ההיקפים פחות או יותר שעומדים מול ההטבה הזאת והיא האלטרנטיבה. אז מי שאומר לא לקרנות השתלמות צריך להגיד מחר בבוקר בסדר "אלטרנטיבה שלי שכל אזרחי המדינה ישלמו עוד 2.5% מס הכנסה זאת האלטרנטיבה או להעלות את המע"מ ב 1.5%" או שיציע אלטרנטיבה מול הדבר הזה כדי להגיד שההטבה הזאת היא הטבה צודקת כשלעצמה זה לא טיעון בחוג לכלכלה זה טיעון אולי בחוג לתקשורת, אז זה רגע לגבי הדבר הזה.

לגבי הטבת מס לגבי קרנות השתלמות זה לדעתי הבעיה הכי קשה שנגעו פה בשיח הקטנה שהיה פה קודם ביניכם. אתה אמרת על ריווח מדרגות מס דיון שאומר אנחנו גובים יותר מדי מיסים היום מאוכלוסיות שנמצאות בעשירונים 8-10 הוא דיון ראוי וחייבים לקיים אותו לפי דעתי בטח בעולם שהולך הולך ונפתח עם נידות עובדים שעובדים בטח בעשירונים האלה יכולים לנייד את עצמם ולעבור ובטח במקצועות כמו מקצועות ההייטק שתופסים יותר ויותר נפח מהכלכלה הישראלית בוודאי שאנחנו צריכים לשאול את עצמנו את השאלות האלה. אז אם היה דיון על הפחתת נטל המס בעשירונים 8-10 דיון שצריך לקיים אותו אולי לא עכשיו שמדינת צריכה כסף. כאן בעצם יש הטבה שהולכת ברובה לעשירונים 8-10 אבל הולכת סתם "אתה הגעת למקום עבודה שיש בו קרן השתלמות הוא הגיע למקום עבודה שאין ועכשיו כמו שדיברת על מיסוי פירותי והונו לאופציות לעובדים אז אותו דבר פה, יש עלות העסקה שמשנתה בין עובד לעובד ואין הסבר להגיד למה "יוסי" מקבל ו'דודו' לא מקבל אין לדבר הזה הגיון, ואז בכלכלה את שואל את עצמך אם ההקצאה השרירותית שנוצרה פה מה היא משרתת? הקצאה אם היא לא שוויונית צריך להסביר למה עשית אותה? מה התכלית הכלכלית של לפרק הקצאה שוויונית כי פה בעצם אחד יש לו ואחד אין לו, אתה לא מוצא היום שום תכלית לדבר הזה. אני אסביר למה, אומרים הדבר הזה הוא רובד נוסף לחיסכון ארוך טווח יכול להיות שאנשים

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

איתי טמקין

בעשירון שבא אחר כך זה כזה אזור 70% כלומר המספר פה ברור שכלל שהתכוון זה כבר לא הטבה וזה הופך להיות פשוט ריווח מדרגות מס כמו שמתקבלים אבל עדיין בהטבה ש 20% או 30% מהציבור לא נהנה ממנה וגם הקורלציה למי שנהנה זה בדרך כלל מקומות יותר מאוגדים ויותר מסודרים אין לדבר הזה אין לדבר הזה הגיון.

שלומי שוב

בואו נשמע עכשיו את הצד של ההסתדרות עמית בן צור.

עמית בן צור

בוקר טוב, אני מנהל את פורום ארלזורוב שזה מכון המחקר מבית ההסתדרות. בדרך כלל כשאני מקבל הזמנות לכנסים כאלה אז אני רגיל שרוצים לדבר על למה צריך להטיל מס עזבון ומס מתנות ולמה צריך אולי להטיל מס על החזקה של דירות, והפעם הופתעתי שבפעם הראשונה רוצים לדבר על קרנות ההשתלמות. ממש חדשנות מטורפת. בפעם הראשונה שהנושא הזה עולה ואף נושא אחר לא עולה [מדבר בציניות]. רוצים לדבר על הקצאה יעילה? יסודות הכלכלה קצת יותר מורכבים מהדברים שאתה [איתי טמקין] הצגת.

קצת היסטוריה: מאיפה נולדו קרנות ההשתלמות? איך הן נוצרו? מה המטרה שלהן? בכלכלה אנחנו צריכים קודם כל לשאול מה המטרה. הטבת מס היא כלי - יש לה יתרונות ויש לה חסרונות, כמו כל כלי. אין כלי אחד מושלם. מה המטרה? המטרה הייתה במסגרת יחסי העבודה הקיבוציים (שאני לא יודע אם מותר לדבר עליהם פה...) יחסי עבודה קיבוציים מאפשרים למדינה לנהל את הכלכלה בצורה קצת יותר חכמה, אפקטיבית ויעילה. לפני כבר 43 שנים, ב-1980 נקבע בחקיקה שהמטרה של קרנות ההשתלמות היא חיסכון בינוני וארוך טווח. הכנסת קבעה בחקיקה ב-1984 רטרואקטיבית מ-1980 שהמטרה של קרנות ההשתלמות היא שהעובד לא ימשוך את הכסף אלא ישאיר אותו וישתמש בו. מתי? אחד זה בפנסיה. אני לא יודע מה הנתונים שאתה מסתכל עליהם [לאיתי טמקין]. כל הנתונים שאני מכיר מדברים על זה שהגמלאים החדשים וגם

עכשיו תתנו לי מזה 400 ש"ח כל חודש כי אני מעלה את שיעורי מס הכנסה, זאת האלטרנטיבה. אלטרנטיבה שניה זה לבוא לחלק מהאנשים שיש להם קרן השתלמות להגיד להם מהקרן השתלמות הזאת חלק מההטבה הזאת תפגע - זה שדבר אחד מעוגן בהסכמי עבודה והרכיב השני לא מעוגן בהסכמי עבודה זאת טכניקה וזאת לא מהות בכלכלה.

עדי פוזנר

כדי לדעת אם יש כאן עיוות השאלה איזה אחוז מהעובדים באותה רמת שכר לא מקבלים אתה זה. אתה אומר שיש פה אפליה ויש כאלה שלא מקבלים ושיש פה עוות איזה אחוז לא מקבלים 3% זה 750%?

כפיר בץ

82% מהעשירון העליון יש להם קרן השתלמות זה כמובן הולך ופוחת עם העשירונים, בממוצע יש בערך 40% מהשכירים שיש להם קרן השתלמות.

איתי טמקין

גם הנתון של העשירון העשירי שזה 82% גם הנתון הזה לא מסביר את ההקצאה יכולת לקחת את אותה כמות. נעשה שיעור בכלכלה בסיסית יכולת לקחת את אותה כמות כסף של ההטבה רק בעשירון העשירי נגיד אני משאיר את המכשיר בעשירונים 9 ומטה, נעשה שנייה תרגיל תיאורטי לקח את הכסף שהמדינה מפסידה כל שנה על עשירון 10 ואומר אני מוריד את המס באופן אחיד לכל עשירון 10 היית מקבל תוצאה שהייתה בלימודי הכלכלה כאן באוניברסיטה היית מספר לסטודנטים שלך שהיא עדיפה על פני הקצאה של 80% מקבלים את הכסף 20% לא מקבלים את הכסף.

עדי פוזנר

התיקון הוא לתת ל 18% שלא מקבלים את ההטבה הזאת למי שלא מקבל כי העיוות הוא מאוד קטן אם רק 18% לא מקבלים את זה.

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

קדימה. אני זוכר שבועדת בן בסט, עברו מאז כמה שנים מאז
הוועדה הזאת ומאז אני לא זוכר שהייתה עוד ועדה שהסתכלה על
כל מערכת המס באופן כולל. אולי הגיע הזמן. אז בואו נשים את כל
הטבות המס על השולחן, את כל המיסים, ונחליט איזו מערכת מס
אנחנו רוצים בישראל, כמה אנחנו רוצים, האם המטרה היא לצמצם
פערים, להגדיל פערים, בואו נגדיר את המטרות האלה. אני לא
יודע אם אתם ספרתם אבל שיטת המצליח של אנף תקציבים, זאת
הפעם ה-25 או 20 - באמת לא ספרתי, שמעלים את הנושא הזה.
הם מאוד ישמחו שזה יצליח. אבל רם לא הפיצליח הפעם, נעלה את
זה בפעם הבאה.

אמרת שיש רק אפשרות של או מדרגות מס או מה הייתה
אלטרנטיבה הנוספת? אני כבר לא זוכר. אני הצעתי כבר כמה
אלטרנטיבות.

בואו נדבר רגע עוד מילה על יחסי עבודה. חותמים על הסכם, אפילו
ההסכם על פנסיה חובה הוא הסכם אני מזכיר, זה לא חוק כן,
הורחב בצו הרחבה אבל כשנחתם ההסכם הזה, הוא היה על בסיס
של תמונת מצב מסוימת של הטבות מס מסוימות. אם רוצים לשנות
משהו אחד, נקודה אחת, לא משנה כרגע כמה היא "שווה" מבחינת
הכנסות המדינה, צריך להסתכל על הכול, אי אפשר להוציא קובייה
אחת מהפאזל הזה ולא לחשוב שכל המגדל צריך להשתנות, כל
הבסיס שלו צריך להשתנות. גם דמי האבטלה בישראל כמו שאתם
יודעים, אני אגיד את זה במילים עדינות - מאוד מאוד לא נדיבים,
אתה צריך תקופת הכשרה מאוד ארוכה ומשך הזמן שאתה מקבל
את דמי האבטלה הוא מאוד מאוד קצר. החיסכון הזה של הטווח
הבינוני הוא קריטי לכל כך הרבה אנשים במדינת ישראל בתוך
המצב הכלכלי שלנו. אפשר לעשות שינויים, אפשר לדבר על הכול,
לשלוף תמיד את קרנות ההשתלמות שהמטרה שלהן, נכון אולי
צריך לשנות את השם, אתם יודעים אבל אנחנו בדיון מורכב.

שלומי שוב

איך היית קורא לזה?

עמית בן צור

בואו נרד מתחת לכותרת של קרן ההשתלמות, איך נקרא לזה?
חיסכון לטווח הבינוני, חיסכון פנסיוני, אפשר לקרוא לזה בכל מיני

הנוכחיים בישראל הולכים להיות מאוד מאוד עניים, בלי דירה, עם
יוקר מחיה מאוד מאוד גבוה.

איתי טמקין

אפשר להגיד נתונים סתם אני מכיר את הנתונים אבל יש בסוף
מודלים על יחס תחלופה שעובדים בכל העולם ומראים את הדבר
הזה.

עמית בן צור

אפשר לבדוק את הכל. אפשר לטעון את הכל. אם רוצים להציג את
הנתונים, בשמחה. אנחנו מדברים על יחס תחלופה של 40%-30%.
דבר נוסף, אמרתם ש-82% מהטבות המס מגיעות לעשיריון העליון
זה כמו לדבר על מי משלם יותר מס הכנסה. מי משלם? אגלה
לכם סוד: מי שמרוויח יותר משלם יותר מס הכנסה, ככה המערכת
בנויה. נגלה עוד סוד: רוצים שעוד עשיריונים ישלמו מס הכנסה?
יש לזה פתרון - בואו נעלה להם את השכר, אם הם ישתכרו שכר
גבוה יותר גם הם ישלמו יותר מס הכנסה. אפשר לעשות מניפולציה
בנתונים. צריך לזכור שיש לנו מגבלה של שכר בגובה 15,000
ומשהו על ההטבה. 15,000 ש"ח זה לא הרבה מעל השכר הממוצע
בישראל. מי היום זכאי לקרנות השתלמות? 100,000 עובדי קבלן
בענפי הניקיון והשמירה במסגרת ההסכם שלהם זכאים לקרנות
השתלמות. עובדי הבניין, עובדי המלונאות, עובדי ענף ההובלה,
עובדי ענף ההיסעים, ענף רשתות השיווק, 100,000 מורים, 100,000
עובדי רשויות מקומיות עם שכר ממוצע של כ-11,000 ש"ח. אנשים
"מאוד מאוד עשירים"? לא, החיסכון הזה מאפשר לאנשים במדינה
כמו ישראל, עם שכר נמוך מדי ומחירים גבוהים מדי, שזה יוקר
המחיה - כשהם צריכים פתאום טיפול שיניים פתאומי שלא נמצא
בסל הבריאות הממלכתי, צריכים להוציא בבת אחת 5,000 ש"ח,
מאיפה הם לוקחים אותו?

אנחנו יודעים ש-85% מהכספים בקרנות ההשתלמות הם נזילים
ולא נמשכים. מה זה אומר? שאנשים שומרים את החיסכון הזה. לא
לעכשיו, הם לא מושכים אותו ישר ברגע שהם יכולים, אלא שומרים
אותו כי חסר להם כסף.

העניין באמת אינו הטבות מס על קרנות ההשתלמות. רוצים לדבר
על כל הטבות המס, רוצים לדבר על איזה מיסים כדאי להעלות,

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

אבל באותה רמת שכר, ייקח מכולם מס הכנסה ואז מה עשית
בדבר הזה? פגעת בעובדים שבחוץ שמראש התנאי העסקה שלהם
פחות טובים מהעובדים שנמצאים בתוך הרשות המקומית.

עמית בן צור

תתייחס להטבות המס האחרות שהצעת.

איתי טמקין

זה הדין, מהדין הזה אי אפשר לברוח.

עמית בן צור

תתייחס להצעות האחרות שגם מהן אפשר לברוח.

אבי בן בסט

שמעתי כמה מהקולות והייתי רוצה לעשות קצת סדר בדברים,
למה אנחנו מעלים את זה על הפרק. כשהוועדה שלי העלתה את
הסוגיה של הטבת המס לקרנות ההשתלמות על הפרק, העלנו
זאת, כפי שציין אחד הדוברים, בהקשר הרבה יותר רחב. כלומר
חלק מרפורמה במערכת המיסוי שהיו לה כמה דגשים, ובעיקר
סוגיית הפער בין מיסוי הון למיסוי עבודה. ואכן באמת אולי הדבר
היה קצת בעוכרינו: בנינו רפורמה מאוד רחבה, לדעת אחדים יותר
מדי רחבה, אבל נניח לזה. היום, התחושה שלי שכל הנושא מתעורר,
לא משום שצריך לתקן עכשיו את הטבת המס הזו, אלא זה מתעורר
על רקע מימון המלחמה והגירעון התקציבי. אני חושב שאם הבעיה
היא הצורך לממן, אז למה דווקא קרנות ההשתלמות? אפשר לטפל
בהזדמנויות זו גם בבעיות חמורות אחרות. נלחון הזדמנויות יש
חשיבות רבה בבחירת העיתוי וכיום יש חלון הזדמנויות לרפורמות
בשל המצוקה התקציבית, לנוכח המלחמה. אבל אני חושב שהפעם
הבעיה שאנחנו מדברים עליה בתחום מימון הממשלה היא כל
כך גדולה שזו בעיניי הזדמנות לפתור יותר מבעיה אחת. הבעיה
העיקרית בהטבת המס בקרן ההשתלמות היא רק העיוות הכרוך
בה, וזה עיוות בין חזקים לחלשים. אני שומע פה על בינוניים וכדומה.
אם נדייק 56% מההטבה הולכת לשני העשירונים העליונים. בנוסף
חשוב לציין שרק 34% מהעובדים בכלל זכאים להטבה הזו.

שמות. המטרה השתנתה כבר לפני 43 שנים. אז להגיד רגע אם
קרן ההשתלמות, בואו נלמד גם ממה שהיה ולא נמציא את עצמנו
כל פעם מחדש, צריך להתקדם, צריך לדבר על הכול. אבל בסוף
אני לא חושב ש-100,000 עובדי הרשויות המקומיות או עובדי הקבלן
בענפי הניקיון שזכאים היום לקרן ההשתלמות הם העשירים הגדולים
שעליהם אנחנו צריכים להסתכל. יש עוד המון מה להגיד, אבל
תודה.

איתי טמקין

קלאסיקה של מה שהתרעתי בפניכם שעומד לקרות בדיון הזה. על
המאה אלף עובדים שיש ברשויות המקומיות יש מאה אלף עובדים
באותו שכר בדיוק שלא עובדים ברשות המקומית ועובדים במגזר
הפרטי. המגזר הציבורי הוא רק 25% משוק העבודה, יש עוד 75%
במגזר הפרטי. אז בוא ניקח את ה-100,000 עובדי רשויות מקומיות
שאני חושב שהם עושים עבודה נפלאה, והרשויות המקומיות
בישראל הוכיחו שוב פעם, גם במשבר הזה, את התפקוד המצוין
שלהם, הרבה בזכות העובדים שיש ברשויות המקומיות, אבל אותם
עובדים באותה רמת שכר אותם מאה אלף עובדים, בוא ניקח את
החברים שלהם מאה אלף עובדים שהם במקרה לא מאוגדים
בהסתדרות, שהם עובדים בעבודות אחרות בשוק הפרטי. אותו
בן אדם קם בבוקר לעבודה, אחד נמצא עם קרן ההשתלמות, ואחד
נמצא בלי קרן ההשתלמות עם אותה רמת שכר.

עמית בן צור

אז אתה אומר בוא נעשה צו הרחבה על כולם.

איתי טמקין

אדוני שניה, למרות שאמרת נתונים לא מדויקים השתדלתי לא
להפריע. עכשיו אותו רמת שכר בדיוק 100,000 ו-100,000, עכשיו
המדינה תבוא ותגיד אין קרן ההשתלמות, אני לא יכול לגעת כי היה
פה דיון והמדינה השתכנעה, שר האוצר השתכנע, אחרי הדיון
שיהיה פה שאסור לגעת בקרנות ההשתלמות. אז מה יבוא ויעשה,
הוא ייקח מהמאה אלף עובדים ברשויות המקומיות והמאה מהמאה
אלף עובדים שלא עובדים ברשויות המקומיות שהם עובדים מחוץ

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

הלאה, יש לנו הטבות מס שגם גורמות נזקים חמורים. הטבות המס ליצוא, מדוע יש צורך בהן? בזמנו ציינו שהמטרה היא להגדיל את הכנסות המדינה במטבע חוץ. אבל הכנסות המדינה במטבע חוץ גדלות גם כאשר מעודדים את הייצור המקומי שמייצר תחליפי יבוא. הרי מי שמייצר מגבת בארץ חוסך יבוא מגבת מתאילנד או מטורקיה או מכל מקום אחר. זה אחד לאחד בדיוק כמו הגדלת יצוא. למה את זה כן מסבסדים ואת זה לא? עיוות אסטרונומי, וגם טעות כלכלית. גם אם אנחנו רוצים לשים את היעד של הכנסות ממטבע חוץ, אז בבקשה על כל פעילות שמכניסה או חוסכת מטבע חוץ. אבל היום גם אין כלל בעיה בתחום מטבע חוץ. יש לנו, רק מאתיים מיליארד דולר רזרבות, מזמן זאת לא בעיה. אני לא יודע אם בכלל צריך לסבסד פעילות המכניסה או חוסכת מט"ח. אגב, על הגב של מי מסבסדים את היצואנים? הסיבסוד משפיע על שער החליפין ופוגע בצרכנים. הצרכנים הם אלה שמממנים את הסובסידיה הזאת לסקטור מאוד עשיר, ולבעיה שלא קיימת יותר. יש לנו עודף הכנסות במטבע החוץ מראשית שנות האלפיים, אז כבר לא ניתן לומר מה שאמרו בעבר זה זמני, זה ארעי, לא, העודף במטח הוא כבר פרמננטי מזמן.

הלאה, החברות הגדולות במשק, רעיון שראש הממשלה הנוכחי המציא כשהוא היה שר אוצר. הוא רצה למשוך לארץ חברות גדולות. נוקיה הייתה הסמל שלו, חברה ענקית בפינלנד שתורמת חלק גדול מהתוצר. אם גם לנו תהיה אחת כזאת, יהיה נפלא. איפה נוקיה? אני מעריך שרובכם יודעים, הפכה להיות חברה מזערית. אבל זה לא חשוב מה קרה לנוקיה. היו אז בארץ שש חברות גדולות ששילמו מיסים יותר מאשר הן משלמות היום, ונשארו רק שש חברות גדולות, אותן שש חברות, והן פשוט משלמות פחות מיסים ממה שהן שילמו פעם. את זה לא צריך לתקן? בקיצור יש לנו מערכת מאוד מעוותת עם הרבה הטבות מס, שכל מיני פרוטקציונרים, או אנשים שטעו בניתוח הכניסו אותן למערכת. כן, היה צריך לעשות רפורמה כוללת, היום אנחנו מתעוררים בגלל שיש לנו בעיה בהכנסות, זאת אומרת ההוצאות הולכות לגדול הרבה, לכן צריך לשפר את ההכנסות, אז נכון כל פעם חוזרים לסוגיית קרן ההשתלמות, טוב שכל פעם חוזרים אליה, אבל מוכרחים לראות את התמונה הכוללת. ככה אנחנו ראינו את זה, נכון לא ניסינו לטפל בכול הבעיות, אבל ניסינו לטפל יחסית בהרבה עיוותים. אם אי אפשר לפתור את כל העיוותים, אני חסיד של חלון הזדמנויות, נפתור מה שאפשר. כל עיוות שאנחנו יכולים לתקן כדאי לתקן. גם

כשאנחנו קיבלנו את המשימה זה היה 37%, היום המצב חמור אף יותר.

אז ראשית - עיוותים חשוב לתקן תמיד, אין פה יותר מטרה של השתלמות, היא מתה מזמן, היא הייתה רק באמצע שנות השישים. במטרה הזאת מתה ויש פה פשוט הטבה שרק חלק קטן מהעובדים נהנה ממנה ובדיפרנציאליות עצומה גם בין אלה שנהנים ממנה. אני שומע את הטענה: כן אבל אלה גם העובדים שמשלמים יותר מיסים. ככה לא פותרים בעיות, צריך באמת לנסות ולתקן את מערכת המס בצורה יותר רחבה. זו לא הטבת המס היחידה שהיא בעייתית, יש הרבה הטבות מס בעייתיות, בפנסיה העיוות הוא אסטרונומי, אני לא יודע אם אתם מכירים את סדרי הגודל של הנתונים אבל ישראל ואברמזון, עשו עבודה רצינית בתחום הזה. הם מצאו שהעיוותים הם בסדרי גודל אסטרונומיים. אז מידי פעם אומרים לי, כן אבל הם אלה שמשלמים יותר מס. לא ככה פותרים בעיות, אנחנו צריכים להסתכל על מערכת המס בכללותה ולנסות ולתקן את כל העיוותים שבה על בסיס עיקרון ששלומי ציין בהתחלת המפגש, ולא במקרה. גם אנחנו בועדה פתחנו את הדוח שלנו בו, כלומר מה הם העקרונות שצריכים להיות בגיבש מערכת המס אין עקרון אחד יש כמה עקרונות, ולכן תמיד כשאנחנו ניגשים לבעיה זאת צריך להסתכל על מספר עקרונות - צדק חברתי אופקי ואנכי, יעילות כלכלית, הרמוניזציה עם העולם, גישה צרכנית ללקוחות, עלות מנהלית ועל מנת לבנות רפורמה מאוזנת, צריך להסתכל על מכלול העקרונות. במערכת הישראלית יש הרבה עיוותים, הרבה הטבות מס שלדעתי גם לא משיגות שום דבר חוץ מלהטיב עם קבוצה מסוימת.

מה משיגה קרן ההשתלמות? כלום, אין יותר יעד השתלמות, זאת אומרת אתה לא חייב בהשתלמות זו סתם הטבה שחלק נהנה ממנה וחלק לא נהנה ממנה, למה? כי המעביד לא החליט לתת להם שכר בדרך זו. בפנסיה העיוותים הם אסטרונומיים, נכון זה נובע מההבדלים בשיעורי המס, אבל מי אמר שזאת הדרך הכי טובה לסבסד פנסיה. יתרה מזו, אני לא שומע אחד ששואל את השאלה: למה היום אנחנו מסבסדים פנסיה? כאשר סבסדנו פנסיה במקור עשינו זאת כי חשבנו שאחרת העובדים לא יחסכו מספיק, אבל מזמן הפנסיה היא חובה ומי שלא חוסך הוא פשוט עובר על החוק. אז למה ממשיכים לסבסד אותה כל כך הרבה? אנחנו לא שואלים את השאלות הללו. אני לא אומר צריך או לא צריך, אבל מוכרחים לשאול את כל השאלות האלה בקונטקסט של מערכת מס כללית.

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

יהודה בן אסאייג

אני חושב שהדין רק בקרנות ההשתלמות באופן מבודד, עושה קצת חטא למציאות שאנחנו חיים בה. אין ספק שהמציאות הנוכחית מחייבת אותנו לדיון הרבה יותר מקיף וכולל בכל נושא המיסוי, וחשוב לנצל את האירוע. כי אירוע משברי מהסוג הזה שאנחנו נמצאים בו הוא סוג של הזדמנות לטפל עכשיו בכל נושא המיסוי. שלומי ציין בדבריו את המורכב ואני בהחלט מחזק אותו, אין ספק שזו ההזדמנות נדירה וחשוב שנדע לנצל אותה כדי לייצר משהו הרבה יותר בריא ונכון בנושא המיסוי במדינה.

שלומי שוב

אנחנו כאילו מתעסקים בצ'ופצ'יק של הקומקום אבל זה הרבה יותר רחב.

יהודה בן אסאייג

בדיוק, חייבים להתעמק בתמונה הכוללת ולנסות לפתור אותה אחרת.

אבי בן בסט

אני רוצה רק להוסיף מספר אם אפשר, כדי להראות עד כמה יש מקומות שבהם העיוות חמור יותר. תסתכלו על העבודה של אברמזון ושראל שהתפרסמה ב-2015, הם ערכו סימולציה של הערך הנוכחי של הטבות המס. אדם בעשירון התחתון מקבל עשירית מיליון, אחר כך זה עולה בהדרגה ומגיע לחצי מיליון בעשירון השישי, ובעשירון העשירי הערך הנוכחי של ההטבה מסתכם באחד וחצי מיליון, ובמאין העליון מגיעים ל-2.4 מיליון. האם זה מה שרצינו באמת? רצינו לעודד פנסיה בתקופה שהיא לא היה חובה. אבל השימוש במנגנון המס כאמצעי לתמרץ יכול ליצור עיוותים עצומים. תחשבו על זה 100,000 ש"ח בעשירון התחתון, שניים וחצי מיליון במאין העליון. זה נראה לכם נורמאלי?

בקרב ההשתלמות יש עיוות, אי אפשר לטאטא אותו מתחת לשולחן. יש פה עיוות גדול וזאת הבעיה העיקרית בנושא הזה וצריך לתקן אותו. אגב, בוועדה צפינו שתהיה למהלך זה התנגדות מאוד גדולה של ההסתדרות, ואכן הייתה. עלתה הצעה מאוד מעניינת איך להתמודד עם ההתנגדות הזאת, שלא אימצנו אותה בסופו של דבר. שלמה יצחקי זכרו לברכה, שהיה אז הסטטיסטיקאי הממשלתי, הציע לעקוף את התנגדות ההסתדרות. נשאיר את ההטבה, אבל נודיע שמהיום והלאה כל עובד בישראל יהיה זכאי לקרן השתלמות. אבל מאחר ומהלך זה יקטין את ההכנסות ממיסים נעלה בהתאם את שיעור המסה הכללי בשיעור שיניב אותן הכנסות, אבל בהתפלגות הוגנת יותר.

יהודה בן אסאייג

האמת שיש קונצנזוס אחד כללי זה דרושה רפורמה כוללת על זה כולם מסכימים, השאלה איך באמת מבודדים רק את קרנות ההשתלמות מכל הסוגיות האחרות המורכבות בנושא המיסוי. אגב, אמיר אתה התמקדת בנושא הטבות המס בהפקדה, אני חושב שגם למשיכה עם פטור ממס אחרי 6 שנים, הייתה משמעות לא קטנה ביצירה את מה שקרה בפועל כמות נזילה גדולה מאוד של קרנות השתלמות שהיום נמצאת בענף כולו.

אמיר ברנע

תיקון 190 נותן תוצאה דומה כאשר דרך הדחייה ישנו פטור ממס במימושי השקעות עד מועד המשיכה בפועל

יהודה בן אסאייג

נכון, אבל הידיעה ו- התחושה של כסף נזיל שווה לא מעט עבור החוסכים ומוכנים בשך כך לוותר על יתרונות אחרים.

אמיר ברנע

נכון.

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

משה ארנסט

אני רגע רוצה לענות לאיתי שלא נמצא פה ולבודד את הדיון מהמלחמה כי אם נהיה כנים, משרד האוצר לדורותיו רוצה לבטל את הפטור מקרנות ההשתלמות גם כשלא הייתה מלחמה. אז בוא כאילו אל תטילו עלינו את כל הנטל כרגע למצוא את הפער בתקציב המדינה. יכול להיות שצריך לעשות הרבה תיקונים ויכול להיות שבנסיבות מסוימות צריך לבטל הרבה פטורים לרבות פטור מקרן ההשתלמות אבל בואו נשים רגע את המלחמה בצד ונדון לגופו של עניין כאילו אין מלחמה. זה יכול לעשות את הדיון יותר רגוע. לגופו, אני חושב, ואני עונה לכלכלן מרשות לניירות ערך – שמועדת בן בסט ואני אקריא לכם משפט אחד של ועדת בן בסט על קרנות ההשתלמות – “למעשה הפכה קרן ההשתלמות למכשיר למתן שכר נדחה ל-3 שנים במומוצע תוך כדי פטור מתשלום המס”. עכשיו זה לא המציאות. זאת אומרת שגם מה שאמרת כאילו המכשיר הזה דומה לקרן נאמנות, דומה לחיסכון פיננסי, דומה למוצרים קצרי טווח, זה לא המכשיר שאנחנו מכירים. אנחנו מכירים מכשיר שבזכות הטבות המס ובזכות חינוך פנסיוני אולי במדינת ישראל, ועוד מגוון של סיבות גורם לאנשים לחסוך איתו לגיל הפרישה. אנשים בקרנות הפנסיה בישראל – זה העובדות, לא יודע מה מקורות של יחס ההחלפה ואיך ה-OECD הגיע ליחס ההחלפה אבל אנשים היום יוצאים מקרנות הפנסיה בישראל עם סכום ביטוח, סכום פנסיה, סכום צבירה של בין 300,000 ל-500,000 שקל. זה סכום הצבירה שאזרחים יוצאים מקרנות הפנסיה בישראל. יכול להיות שאני לא רואה את התמונה המלאה ויכול להיות שיש להם עוד קרן פנסיה במקום אחר, יכול להיות שיש להם עוד ביטוח מנהלים במקום אחר, יכול להיות שיש להם עוד הרבה דברים – תבדקו ותסתכלו למציאות בעיניים והיא שאנשים יוצאים עם קצבה מאוד מאוד נמוכה. מה שאנחנו רואים שהם עושים זה שהם לוקחים את קרן ההשתלמות והופכים אותה לקצבה. עכשיו, אנחנו צריכים לשאול את עצמנו האם אנחנו רוצים לעודד מכשיר כזה, גובה הטבות המס הוא עניין לבחינה אבל האם למדינת ישראל יש אינטרס שאזרחי ישראל עד 15,700 ש"י יפקידו עוד ועוד כסף לפרישה. בין אם זה יהיה בהפיכת כל החיסכון הזה, כמו שפרופסור ברנע הציע, לפנסיוני אבל גם בלי זה – כרגע במציאות זה מה שקורה. היקפי הפדיונות מקרנות ההשתלמות היו בשנת 2022 5% במומוצע בשוק במדינת ישראל. זאת אומרת, שאנשים ממשיכים עם הכסף הזה לעשרות שנים. אז

אמיר ברנע

אני מבין את עמדתך אך מה שאומר לך איתי (משרד האוצר), שיש צורך דחוף במימון, ביטול הפטור הוא זמין, קל לגבייה, ועשרה מיליארד שקל לשנה רק מהפקדה, עזוב את הדחייה ועזוב גם את כל הציבור הקיים, גם הוא ימשיך, הוא אומר חיפשי אמצעי זמין שניתן בקלות להפעיל אותו בלי קשר צודק לא צודק, ברור שזה חלק מהסכמי השכר, ברור שהנושא הוא כבר נמצא בשיווי משקל אבל הוא אומר כל זה לא מעניין אותי חסר לי כסף, הנה פה 10 מיליארד שקל זמין אני אוכל לממן עוד ישיבות, עוד התנחלויות אין שום בעיה.

שלומי שוב

אילן, רשות ניירות ערך, בואו נשמע גם את הצד של הרגולציה.

אילן גילדין

שלום, שמי אילן גילדין הכלכלן הראשי ומנהל המחלקה הכלכלית בראשות ניירות ערך. שלומי, דיברת על הצ'ופצ'יק של הקומקום, אז אתייחס לכך גם אני בדבריי. עולה השאלה הרחבה יותר, של מטרת מוצרי השקעה לטווח בינוני, בהן ניתן למנות את קופות הגמל להשקעה, פוליסות החיסכון, קרנות ההשתלמות ובמידה מסוימת גם קרנות נאמנות (רק שאלו לא נהנות מאותן הטבות מיסויות כמו האחרונות). באם נחدد, נשאלת השאלה האם מוצרים שיש להם את אותה מטרה, ואת אותו אופק השקעה, אמורות להמצא ב-'מגרש משחקים מיסוי' לא אחיד, ואם כן, מה הלוגיקה מאחורי העיוותים הקיימים? בראיתי קשה למצוא כיום את אותה לוגיקה, והיום כשיש הזדמנות לבחון סוגיה בראייה רחבה זו אני חושב שראוי לבחון זאת. המטרה של הבחינה אמורה להיות כמובן יצירת רציונל מאחד מאחורי שורת המוצרים שהוזכרו.

שלומי שוב

השאלה תמיד היא האם הנצל הזדמנות לתיקון שהוא תיקון נקודתי או לחכות לזמן שכנראה לא יגיע לעשות תיקון מלא.

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

ככה לגייס 10 מיליארד שקלים או כל מספר אחר שהוזכר. עם זאת, אני לא חושב שזה צריך להיות השיקול שלנו כמדינה. אני חושב שראוי שכל השחקנים ישתמשו בהזדמנות - בהקשר השלילי - שנוצרה פה כדי ליצור תיקון. נכון שאנחנו נמצאים עכשיו במשבר עצום, אבל כל משבר הוא הזדמנות לתקן ולעשות רפורמה מאוד נדרשת, כמו שיהודה [בן אסאייג] אמר קודם. אני חושב שההזדמנות תבוא אם האוצר יסתכל על התמונה הכוללת, לא רק מהזווית של איך אנחנו מגדילים את הכנסות המדינה אלא גם מהזווית של איך אנחנו משתמשים במיסוי כדי לתמרץ אנשים לעשות דברים נכונים. הרי בסופו של דבר המטרה של הקלות המס על קרנות הפנסיה היא לתמרץ אנשים לחסוך כדי שבעת זקנה הם לא יפלו למעמסה על המדינה.

בדומה לכך, גם לגבי הטיעונים הנכונים של ההסתדרות שמבוססים על מה הוגן ומה צודק. אני לא חושב שנצליח להתקדם עם הטיעונים האלו לשום מקום. אי אפשר לעשות מערכת מיסוי שמתייחסת למגוון כל כך רחב של עיסוקים במשק (שכירים, עצמאיים), ולהפוך אותה להוגנת לכל. תמיד יהיו פינות לא הוגנות - לפעמים הרבה יותר מפניות. במיוחד במדינה כמו ישראל עם בעיות הרבה יותר גדולות מאשר הבדלים בין שכירים שיש להם קרנות השתלמות ושכירים שאין להם - למשל - חוסר הצדק שנוצר מחלק מתשלומי ההעברה.

אני באמת חושב שאם כל הצדדים יסתכלו ביחד, לא רק מהזווית של מה שהם צריכים על מנת לקדם את ההכנסות של הצד שלהם אלא מהשימוש במיסוי לטובת הכנסות המדינה וכדי לתמרץ אנשים להתנהג כמו שאנחנו רוצים שהם יתנהגו. אנחנו יכולים להשתמש בהזדמנות היוצאת דופן שנוצרה לנו כדי לתקן, ואם כך יקרה מוכל לצאת מהאירוע עם משהו שיש לו השפעה לפחות גדולה כמו ההשפעה של ועדת בן-בסט.

שלומי שוב

תודה יגאל, אני שמח שיש לנו את הגיוון הזה גם של אנשי אקדמיה, גם של מוסדיים, גם של רגולטוריים.

צור גינת

הנושא של הפערים במיסוי לקרנות השתלמות שהם פטורות ממס גם על התשואה הוא גורם דומיננטי בהחלטה. כלומר, אם יש לך

עכשיו, כל ההשוואה של ועדת בן בסט וגם ההשוואה שאתה עשית למוצרי החיסכון האחרים זה לא השוואה! זה לא מוצר קצר טווח! זה לא מוצר לטווח בינוני! זה מוצר לרוב האוכלוסייה ארוך מאוד טווח! עכשיו השאלה שמדינת ישראל צריכה לשאול- האם היא רוצה לעודד חיסכון נוסף מעבר ל-20.83% שהיא מעודדת לפנסיה, האם היא רוצה לעודד עוד כמה אחוזים? בעיניי, זו השאלה שצריכה לעבוד עליה.

אילן גילדין

אני אחדד, בראייתי פשוט צריכים להסתכל על כלל מכשירים שהוזכרו לפי טווח ואופק השקעה ולהתייחס אליהן באופן שווה.

אמיר ברנע

אתה טוען שבקופות כמו גמל להשקעה הן ממלאות את אותן תפקיד פנסיוני. הנקודה שאולי החמצת אלה דברים שיהודה אמר לגבי הנזילות כשקרנות השתלמות מהוות מאגר נזילות להוצאות בלתי צפויות.

משה ארנסט

שיעור הפדיון של קופות גמל להשקעה הוא בערך פי 2 או פי 3.

אמיר ברנע

הנקודה שיהודה אמר לפי דעתי מאוד חשובה. תראה, אדם חוסך 6 שנים נניח ומח"מ 3 שנים- זה לא משנה. עברו 6 שנים ויש לו חיסכון נזיל. הוא יכול להוציא אותו מתי שהוא רוצה על בסיס נטו. מתי שהוא רוצה, זה עומד לרשותו. כלומר, זה ממלא תפקיד לא רק כחיסכון לטווח רחוק אלא זה גם כפן הפירותי. לא לקחת את זה בחשבון. זה אלמנט שכל אחד ירצה בתיק ההשקעות. יש לנו כאן את הישות המספקת לו את זה.

יגאל נוימן

ההרגשה שלך, אמיר, שניסחת את הצורך של האוצר בהכנסות נוספות - אז זה נכון שזה [מיסוי על קרנות השתלמות] זמין ואפשר

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

אנחנו נמצאים כרגע במציאות שבה קרנות הפנסיה הנוכחיות הן די צעירות יחסית לוותק הפנסיוני שנצבר פה שנים קודם לכן על קופות גמל וביטוחי מנהלים. שיעור תחלופה אמיתי צריך לכלול את כל החיוב הפנסיוני והוא הרבה יותר גדול ממה שנראה כרגע רק בקרנות הפנסיה.

ענבל פולק

אני חושבת שיכול להיות שיש בעיה בכספים שנחסכים לפנסיה ושנאגשים מגיעים לגיל פרישה ואין להם מספיק ממה לחיות. אם זה נכון זה מצריך בחינה, זה לא ברשות ניירות ערך אלא ברשות שוק ההון. אבל אני חושבת שבאמת ההסתכלות צריכה להיות מאוד כוללת. אנחנו שונים מהעולם בזה שאנחנו נותנים הטבות מס פר מוצר ולא פר מטרה. כל פעם מישהו חושב על איזה משהו או איזשהי הזדמנות אפילו ניצול של LOOPHOLE בתוך החוק. לא שמים לב ופתאום רוכבים על איזשהי הטבת מס למוצר מסוים ואנחנו רואים דווקא בטבלה שהוכנה בצורה מאוד טובה ומסכמת - שיש אוכלוסיות שהם האוכלוסיות עם החיסכון הנמוך ביותר המשקיעות ושמאות את החיסכון שלהם בפקדונות בבנקים וקרנות נאמנות. אלה האוכלוסיות עם הכסף הקטן ואלה המוצרים ללא הטבות מס. זאת אומרת, את מי אנחנו רוצים לעודד? את מי שיש להם הרבה מאוד כסף? מוצרי ההשקעה בהם, קופת גמל להשקעה, פוליסות חסכון וקרן נאמנות - לשלושתן אין שום אלמנט של ביטוח, ריסק. ובכל זאת, בקופות גמל להשקעה החליטו לתת הטבה אם תמשוך את זה לפנסיה ומשווקים אותה כמוצר השקעה עם יתרונות של מס. אם יש לנו בעיה פנסיונית - אז בואו נטפל בקרנות פנסיה. כמו שאמרתי, שהדברים יהיו שקופים, ברורים, לא כל פעם לנסות להבין שבסוף העיוות הוא שמי שמקבל את אותם הטבות המס זה לא האוכלוסיות עם החיסכון הקטן אלא האוכלוסיות עם החיסכון הגדול.

שלומי שוב

לצערי, בישראל אנחנו אלופים בארביטראז' פר מוצר וגם פר רגולטור. כלומר, אנחנו צריכים ליצור אחדות לפי עקרונות, ללכת לפי מהות ולא לפי שם או מוצר או רגולטור. זה יעשה לנו רק טוב.

קופת גמל להשקעה ובנוסף קופה שהיא קרן השתלמות, אתה קודם כל תמשוך את קופת הגמל להשקעה כי קרן ההשתלמות ממשיכה להנות מהפטור וזה חד כיווני. כלומר, אם הוצאת כספים מקרן השתלמות לא תוכל להחזיר. זה לא רק לחכות לתקופה שהקרן נזילה, אלא גם לא נקבל את הפטורים על הפקדה העולה על 15,000 (לשכיר) כל שנה שזאת תקרת הפטור. לכן, הכסף הזה יושב עד הפנסיה. כמי שפוגש הרבה מאוד פורשים מידי שנה - לכולם יש כפי שנאמר פה קרן השתלמות בסכום משמעותי שהיא יושבת שמה ככרית ביטחון לאדם הפורש ולמתבגר.

אמיר ברנע

למה לא למזג עם ההשקעה הפנסיונית?

צור גינת

אני לא בא למזג. אני רק בנתונים. אני אומר שימו לב שקרנות ההשתלמות היו פלטו עד שנת 2003. מרגע שנכנס המיסוי של שוק ההון, לא מושכים אותן יותר והן מצטברות ומגיעות לסכומים שהן נמצאות כיום.

שלומי שוב

אבל כמו שיהודה אמר צריך את ההטבה במשיכה בשביל הפסיכולוגיה של הכסף הנזיל. זה נקודה מעניינת מאוד.

ענבל פולק

אם יש בעיה ועולה שיש בעיה מהצד של הקרנות הפנסיוניות - צריך לטפל בפנסיה. עולה פה שיש בעיה בפנסיה ושנאגשים יגיעו לגיל הפנסיה ולא יהיה להם ממה לחיות כי יש יוקר מחייה

יהודה בן אסייג

את מדברת בגלל שיעור תחלופה נמוך? אגב זה קצת בלוף מפני שיש להתייחס. שיעור התחלופה האמיתי צריך לכלול את כל רכיבי החיסכון ארוך טווח כולל ביטוחי מנהלים, כולל קופות הגמל.

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

שלומי שוב

אני לא יודע אם זה הכי קל. הכי קל זה מע"מ.

איציק שנידובסקי

לכאורה.

ענת יאהב

עמית מייצג אותנו כאן אבל אני רק רוצה להוסיף משהו אחד כי התחושה שלי היא שלא ניתן מספיק דגש על החשיבות של קרן השתלמות כחסכון לטווח הבינוני. נכון, השאיפה היא לצרף את החסכון הזה לפנסיה אבל יש גם את העניין של הטווח הבינוני, ואנחנו יודעים שהמציאות במדינת ישראל היא שאין חיסכון גדול למשקי הבית. רק בשבוע שעבר היינו בדיון בכנסת על הנושא של הביטוח הסיעודי. בבת אחת הפחיתו לאנשים זכויות כך שבמקום לקבל ביטוח סיעודי אחרי חודשיים, האריכו להם את תקופת ההמתנה לשישה חודשים. מה יעשה בן אדם שנקלע לצרה והוא צריך עכשיו איזושהי כרית ביטחון של יותר מכמה אלפי שקלים, הוא צריך איזושהי סכום כסף שאנחנו יודעים שרבים ממשקי הבית כנראה לא חוסכים אותו בישראל ואין לו מספיק חסכונות אחרים בשביל זה. קרן ההשתלמות זה איזושהי חיסכון בכפייה כי זו זכות מוגנת וקוגנטית ואתם לא מביאים בחשבון שזה גם מפחית נטל מהמדינה בהרבה מצבים.

שלומי שוב

ואם אני רוצה אוטו יותר יפה אז אני גם יכול?

ענת יאהב

ראה אפשר להתווכח על זה אבל בסופו של דבר עובדה היא שזה לא המצב. יושבים פה הרבה בכירים מהגופים המוסדיים והם מעידים שרוב הכספים בקרנות ההשתלמות נזילים, כלומר הציבור לא ממחר לפדות את החסכון הזה. וגם בקורונה ראינו את זה. גם אז ראינו שמשקי הבית לא כל כך ממהרים למשוך את קרנות

ענבל פולק

זה גם נכון! בעולם יש מה שנקרא חשבונות חיסכון. שהחשבון הוא SAVING ACCOUNT והלקוח בוחר לבד איזה מוצר הוא רוצה להשקיע, איזה סוג של מוצר מעניין אותו. ב SAVING ACCOUNT אפשר להשקיע במוצרים שונים והטבת המס ניתנת ברמת החשבון ולא ברמת המוצר. עוד נקודה שלא עלתה פה, כי עד עכשיו דנו ברמה למעלה, אך יש מקום לציין כי המוצרים האלה, קופות גמל להשקעה, פוליסות חיסכון, קרנות השתלמות וקרנות נאמנות, שונים באופן שהם מנהלים את ההשקעות בהם, ויש לזה משמעות גם מיסויית וגם כלכלית וסיכון שונה. אם הכסף הולך לשוק ההון ולחברות הישראליות שמונפקות בבורסה בתל אביב אז תהיה הכנסה חזרה למדינה. אם ההשקעות במדד S&P 500 שהיום יש מסלולים כאלה - נשאלת השאלה האם רוצים לתת הטבת מס לכל סוגי ההשקעות? אם נותנים הטבת מס פר מוצר מסויים, זה כולל את כל המסלולים שבו. למה נותנים הטבה להשקעות בחו"ל? איך זה עוזר למשק? איך זה עוזר לכלכלה?

איציק שנידובסקי

מעוניין להוסיף נקודה נוספת לדיון - היום למעשה שאתה יושב עם לקוח, קיימת האפשרות, לבנות תיק השקעות, שאינו משלם מס באופן שוטף. תיק השקעות מסוג כזה, נהנה מדחיית מס מלאה. לדוגמא: IRA. מדובר במיליארדים, של אנשים פרטיים, שנהנים מדחיית מס, במסווה של קופות גמל.

כפי שצוין ע"י נציגי הרשות לניירות ערך - הארביטראז' הרגולטורי פר מוצר, פר רגולטור, פר תעשייה, יוצר עיוותים בלתי סבירים, ופוגע בין השאר ביעילות של שוק ההון.

אני סבור שצריך להסתכל על התמונה הכוללת, ולעשות את התיקונים המתבקשים, בצורה רוחבית ויעילה, ולא בהתייחסות פרטנית למוצר ספציפי, כמו קרן השתלמות.

לקחת את קרנות ההשתלמות, ולמסות רק אותן, מבלי להתייחס למכלול המוצרים ואפשרויות ההשקעה, יעמיק את חוסר שיווי המשקל, הקיים היום בין מגוון אפשרויות ההשקעה.

לפגוע רק קרנות ההשתלמות, כי שם לכאורה, זה פשוט, אינו מהלך סביר.

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל לא הוגן בעקבות המלחמה?

את זה לעצמו שזה האנשים היותר חזקים ואלה שלא ישתמשו בכרית הביטחון הזו בעת צרה ויש להם מספיק כריות אחרות. יש עוד חסכוניות בישראל כמו שדיברנו פה על שאר המכשירים. שיעור החיסכון של משקי הבית בישראל הוא יחסית גבוה בניגוד למה שנאמר כאן. כמחצית מהמדינות ב-OECD הן עם פנסיה חובה, ושיעור הכיסוי בישראל הוא יחסית גבוה ומה שאנחנו רואים על יחס התחלופה - אני לא אתווכח אם יחס התחלופה הוא נמוך או גבוה למרות שלפי המודלים שלנו הוא כן גבוה ומספיק וגם לפי המודלים של OECD הוא מספיק, גם על פי העבודה של ספיבק אפשר לדבר על זה שהוא הסתכל על קופה מסוימת ולא על כל החסכוניות כמו שנאמר כן. אם יחס התחלופה בישראל נמוך אז צריך לטפל ביחס התחלופה ולטפל בחיסכון פנסיוני ולא בחיסכון שנועד לטפל בטווח בינוני ושהוא לא אחיד.

שלומי שוב

תודה. רשות המיסים גורם משמעותי פה ויש לנו ד"ר עופר רז דרור שהוא סמנכ"ל רשות המיסים. אז עופר נשמח לשמוע באמת את העמדה שלכם ברשות המיסים על הנושא.

עופר רז דרור

אני רוצה רגע להתחבר למה שנאמר פה כי היה פה דיון שהוא היה גם ברמת מאקרו הכי גבוהה וגם באמת ברמת מיקרו של הטבות מס מאוד ספציפיות. אני רוצה להתחיל בדיון המאקרו שבאמת אם אנחנו מסתכלים על הדברים שנעשים בתחום הפנסיה אני חושב שלא נעשתה חשיבה מתכללת ברמה הגבוהה שהדבר הזה דורש, להסתכל באמת באיזושהי ראייה רחבה מאוד מול מכשירי השקעה אחרים וגם מול תובנות על מדרגות המס וכו', לא נעשתה כבר באמת מאז ועדת בן בסט ואפילו ועדת רכטנברג שאולי הייתה האחרונה שהיה לה כן מבט מאוד רחב על עולם המס, לא נגעה בנושא הזה.

אני חושב שאם נשאל את עצמנו למה הדבר הזה קורה, אז אני חושב שיש לנו בעיה ארגונית בממשלת ישראל בעולם המס, אפשר לקרוא לזה בעיה, אפשר לקרוא לזה שזה המבנה הפשוט אבל אני חושב שהמבנה הנוכחי לא מאפשר חשיבה מתכללת ברמה גבוהה בממשלת ישראל ואני חושב שבעשרים השנים האחרונות אנחנו

ההשתלמות. אז הציבור הוא כן חכם בסה"כ והוא כן יודע לשמור את הכספים האלה לעת צרה. עכשיו למשל, אנחנו במלחמה ולאנשים יש המון הוצאות מגוונות ופרטניות כתוצאה מכך, - אולי לעבור לבית עם מקלט, או לאיזור בטוח יותר וכדומה. אלה סיטואציות שהן לאו דווקא פנסיוניות וזה מאוד חשוב שתשימו את הדגש גם על הנקודה הזאת.

עמית בן צור

תזכרו, לא עבר הרבה זמן, בזמן הקורונה אנף תקציבים - במקום להוציא מתקציב מדינה, תקציב ציבורי. מה הוא עשה? יזם את זה שהאנשים יוכלו למשוך כספים מקרנות ההשתלמות לפני ה-6 שנים ולהשתמש בזה. כלומר, כשזה נוח שולחים אותם למשוך את הקרנות. עכשיו, כשזה לא נוח, רוצים לבטל את זה. מדיניות טווח קצר קלאסית. אפילו לא טווח קצר אלא טווח מידי.

כפיר בץ

אם באמת יש צורך בכרית ביטחון אז שוב כמו שכבר נאמר כאן, הדבר הנכון הוא לעשות משהו אחיד יותר. לא יכול להיות שדווקא בעשירונים הנמוכים ששם על פניו, קיים צורך יותר גדול בכרית ביטחון שיעור בעלי הקרן הוא נמוך. אבי נגע בזה וזה משהו חשוב - הטבת המס בקרן השתלמות ביחס להטבות המס האחרות היא מאוד משמעותית. זאת אומרת, בפנסיה יש לנו 25 מיליארד הטבת מס ואבי העלה את הנקודה ושאל למה צריך אותה בכלל אם הפנסיה היא חובה - זאת כשברירת המחדל של ההפקדה חשובה יותר מהטבת המס. קרן השתלמות היא במרוץ צמוד עם נקודות זיכוי לילדים, השאלה היא מה יהיה יותר בעתיד - ילדים או זכאים לקרנות השתלמות אבל בשלב זה היא ההטבה השלישית בגודלה. מדובר בהטבה מאוד גדולה. הטבה זו מאוד גררסיבית וצריך לציין את זה פה כמה פעמים - גם באחידות הזכאים לה. זאת אומרת, שיעור הזכאים לה בעשירונים העליונים הוא גבוה הרבה יותר מבעשירונים התחתונים. גם בהטבת המס בהפקדה שהיא משמעותית ומגיעה בעיקר לעשירונים העליונים. וגם מי שיכול להרשות לעצמו להחזיק את הקרנות נזילות לנצח עד גיל הפרישה - לאו דווקא כי הוא צריך את זה כתוספת קצבה, אלא פשוט כי זה כסף שפטור מרווח הון. גם הטבה זו הולכת למי שיכול לאפשר

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

אלטרנטיבות בעולם שחסר בו עשרות מיליארדים בשנה אז בהחלט
זה אחד הדברים שצריך לעלות על השולחן.

שלומי שוב

עופר אבל ממה שאני מבין אתה אומר שצריך פתרון כולל וכו' אבל
מבחינתך אתה מחזיק בעמדה שאם יש עיוות ספציפי שאתה רואה
אותו כעיוות ויש הזדמנות לפתור אותו אז אתה בעד לפתור גם את
העיוות הספציפי, לא לחכות לטיפול הכולל?

עופר רז דרור

בגדול כן. כלומר, אנחנו בממשלת ישראל עם כל הקשיים, אנחנו
מודעים ליכולות שלנו ועכשיו להתחיל לעשות תהליך סדור של
כמה שנים שבסופו נתקן את כל עולם הפנסיה, ההסתברות לזה
היא קרובה מאוד אפס. אני חושב שלא סתם זה לא נעשה בעשרים
השנים האחרונות, אז אני חושב שתיקונים אינקרמנטליים הם
כן הדרך שלנו לשפר את העולם הזה. סתם לדוגמה, כמו אג"ח
המיועדות, שפתאום טמקין פה צמצם לנו את האירוע הזה, אז זה
כן הדרך להתקדם, אבל אני חושב שרגע אם ניקח פרספקטיבה
יותר רחבה אז ברור שנדרשת חשיבה מתחללת ושהממשלה
קצת לא מסוגלת לעשות את זה בעשרים השנים האחרונות וכדאי
שנשאל את עצמנו למה, וננסה גם לחשוב איך אנחנו כן מייצרים
אצלנו את היכולות להתמודד עם מערכת כל כך מורכבת לא
בצורה אינקרמנטלית ולא רק בניצול הזדמנויות אלא בעבודת מטה
אמיתית ורוחבית.

נמרוד ספיר

אני אגיד כמה דברים, קודם כל, היה פה דיון פיסקלי ארוך שאולי אני
אגיד משהו לגביו בסוף אבל משהו אחד שלא שמו לב ולא דיברו עליו
בעצם זה שקרנות ההשתלמות, זה התחום היחיד שאין הצמדה של
התקרה למדד כלומר, אנחנו עשרים שנה בשחיקה ורק השחיקה
הזאת ברמה הפיסקלית הכניסה למדינה בהכנסות מדינה בשנה
האחרונה אינפלציה של 4%, למעשה הכניסה לפי התחשיבים פה
חצי מיליארד שקל, אז כן הייתה תרומה מסוימת בהיבט הזה של
השחיקה, לא יודע למה קרנות ההשתלמות זה הדבר היחיד שלא
צמוד כשכל שאר הקצבאות צמודות.

הציבור צריך אפיקי חסכון לטווח הבינוני והמדינה צריכה לעודד

סובלים מהבעיה הזאת בעצם אולי במידה רבה מאז הקמת רשות
המיסים ושינוי מבנה הכוח בתוך הממשלה ויש לזה השלכות על
היכולת שלנו. לדוגמה, בתחום כל כך מורכב כמו הפנסיה/קרנות
ההשתלמות/מדרגות המס לעובדים להגיע לאיזושהי חשיבה באמת
שבה אנחנו לוקחים את כל המכלול הזה ומנסים להביא לאיזשהי
תוכנית מדיניות מורכבת ומוסכמת של רוב השותפים לשולחן הזה
ובמקום זה אנחנו פועלים בצורה אינקרמנטלית בניצול הזדמנויות
שכמובן יכול להיות שזה עדיף מאשר לא לעשות כלום. אבל הנה אז
יש לנו הזדמנות גדולה של בעצם בור תקציבי ובעצם אנחנו נדרשים
לבחון אלטרנטיבות ואנחנו כמובן מתחילים מעיוותי המס ושם אנחנו
נכנסים לרשימה ארוכה של עיוותים ואנחנו מה שנצליח נצליח ורק
אחר כך נדרש באמת להעלות מיסים שברור לנו שהם פוגעים
בצמיחה. בעניין רגע המיקרו בעולם הפנסיה וקרנות ההשתלמות
אני חושב שבאמת השאלה המרכזית שלנו צריכה להיות מהו יחס
התחלופה בפועל שאנשים פורשים איתו לפנסיה, האם הוא מספק
ואם הוא אכן מעל ומעבר למה שהיינו רוצים לראות אז אולי באמת
יש מקום לצמצם את הטבות המס וספציפית קרנות ההשתלמות
שבאמת היו על הכוונת של משרד האוצר על אגפיו השונים מזה
הרבה שנים, באמת לא ברור למה עלינו לתמוך בהיקפים כל כך
גדולים בהטבת מס לחיסכון בינוני. עם זאת, אני חייב להגיד שאני
בהיותי חדש בתחום, מהדיון הזה עלו לי כמה שאלות כפירה לעולם
קרנות ההשתלמות שאני לא יודע אם אנשים שקצת מעורים בנושא
יותר ממני יודעים לענות, אבל האם אפשר לראות למשל את קרנות
ההשתלמות, שכמו שפרופסור בן בסט אמר, רק שלישי מהעובדים
יש להם את זה, אולי זה במידה רבה גם בחירה של העובד. כלומר,
בהינתן שהוא במדרגות המס הנמוכות יכול להיות שהוא מעדיף
לקבל את הכסף עכשיו ולא לדחות אותו למספר שנים קדימה, כך
שיכול להיות שזה גם במידה מסוימת כלי גמיש שאנחנו בסך הכל
רואים את תוצאות הבחירה של העובדים ואולי זה לא דבר רע שיש
מעט כאלה. דבר נוסף זה באמת מה החשיבות של כלי לטווח בינוני
במזעור סיכונים של זעזועים שיש לבן אדם במהלך החיים, הנושא
הזה הועלה פה, אני לא בטוח שראיתי בחינה של הנושא הזה לעומק.
אמנם אנחנו לא כמו בארצות הברית, שכשאתה שובר את היד אתה
יכול להגיע לפשיטת רגל אבל בסוף אנשים תקלים בבעיות בחיים
שהם לא ידעו לצפות מראש והם לא יכולים לחכות עד הפנסיה כדי
לקבל את כל הסכום כדי לפתור אותם, אני חושב שהרבה פעמים
אנחנו עובדים על אוטומט. אבל בכל מקרה כשאנחנו מדברים על

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

המאקרו של הכוונת התנהגות הציבור וניתוב הכספים לנדל"ן
וצריכה.

אני חושב שהמתודולוגיות של אגף הכנסות המדינה ושל רשות
המיסים במדידת החיסכון הם שגויות. אנחנו ניסינו להיכנס
ולראות איך הם מודדים את העניין של שיעור החיסכון כי עלתה
פה טענה שיש שיעור חיסכון גבוה בישראל, טענה ששמעתי לא
מעט פעמים, ואז נכנסנו למתודולוגיה וראינו שבעצם המתודולוגיה
בוחנת את שיעור החיסכון דרך משוואת התוצר. אני לא מצליח
להבין איך אפשר מתוך המשוואה הזו, בתור כלכלן, לא מבין איך
אפשר מתוך משוואת התוצר להגיע לשיעור חיסכון זה בכלל לא
תפוחים לתפוחים, זה לא הסתכלות על כמה שיעור פיקדונות יש
לציבור בבנקים שיכול באמת לשמש לו, זה לא הסתכלות על כמה
שיעור החזקה במניות או באג"ח זה לא הסתכלות שהיא לדעתי
עומדת במבחנים שהם צריכים להיות לגבי איך אנחנו מנהלים
את האלוקציה של החסכון בישראל. כשאני מגיע לשיח המאקרו
כלכלי אז אני אומר שהקונספציה הלא נכונה הזאת של משרד
האוצר בהסתכלות גם בכל נושא המיסוי וגם בכל נושא החיסכון
היא מביאה להרבה עיוותים גדולים שחלקם עלו גם בשיחה במה
שענבל אמרה לדוגמא, כי אנחנו לא יודעים אם אנחנו מקטינים את
ההטבה הזאת של קרנות ההשתלמות - אנחנו לא יודעים לאיפה
הכסף הזה ילך ברמת המאקרו. לדוגמא - עלה פה הפתרון שהאוצר
הציע במהלך הקורונה - במהלך הקורונה כשהציעו באוצר לאפשר
לאנשים למשוך את קרנות ההשתלמות לפני השש שנים, הייתה
טענה מאקרו כלכלית שאמרת שיש חושב שהיא שגויה אבל
אני יכול לקבל אותה באיזשהו מקום. אמרו באוצר: אנחנו רוצים
לעודד את הצריכה הפרטית בישראל בגלל שהמשק בקיפאון,
אחרי הקורונה הייתה ירידה מאוד גדולה ברכישות בכרטיסי אשראי
ואז אמרו באוצר - אנחנו רוצים להוציא את הכסף הזה מחסכון
לצריכה. מה יקרה היום כשאנחנו נמצאים בעולם של מצוקה
הולכת וגדלה בנתיבי השיט ואנחנו לא יודעים האם זה ישפיע על
האינפלציה, כשאנחנו נמצאים בביקושים כבוסים במשק שאנחנו
ראינו אותם בנתונים של כרטיסי אשראי שפורסמו הבוקר, כשיצאו
היום ביקושים כבוסים של הציבור שרוצה לצרוך ואנחנו רואים
בעיית היצע גם בגלל שהמשק עובד פחות וגם בגלל שהוא פחות
מייבא, לאן הכסף הזה ילך? הוא ילך לעוד אינפלציה? האם זה
מה שבאמת משרד האוצר רוצה לעודד עכשיו? שהכסף הזה יצא
מחיסכון בקרנות ההשתלמות וילך לצריכה פרטית ועוד אינפלציה?

חסכון כזה. כרית בטחון לתקופת החיים של משק בית אינה מותרות.
המדינה לא יכולה להסתכל רק החסכון הפנסיוני ולהתעלם מהחיים
עצמם.

אני חושב שזה שיח שלא מספיק קיים באוצר כי סך הכל שוב ניקח
שיעור היסטוריה, ב-2008 תיקון 3 בעצם סגר את קופות הגמל
להפקדה, אין יותר קופות גמל לטווח בינוני. מה ראינו, שהמדינה
לקחה בעצם את כל הטבות המס האלה לטובת הפנסיה, אני
באותה תקופה עוד הייתי באוצר, המדינה לקחה את כל הכסף
הזה לפנסיה ובעצם סגרה לציבור את האפיק הזה של הטבות על
האפשרות לחסכון לטווח בינוני ולכן אנחנו גם ראינו את העלייה
בפופולריות המסוימת הזאת של קרנות השתלמות. ומה הציבור
עשה עם הכסף הזה בעצם? זאת שאלה מאוד חשובה שהיא לא
עומדת בכלל בדיונים שמתקיימים עם האוצר בנושא הזה. בעצם
מה שהציבור עשה עם הכסף הזה הוא הלך לנדל"ן במידה רבה,
הוא הלך לצריכה פרטית גם במידה רבה והוא הלך לחשבונות
העו"ש של הציבור שבבנקים. הסתכלתי לקראת הדיון, ב-2008
חשבונות העו"ש של הציבור בבנקים היו על 45 מיליארד שקל, היום
אנחנו נמצאים אחרי הירידה הגדולה של השנה האחרונה של עליית
הריבית אנחנו ב-360 מיליארד שקל כלומר, הרבה יותר גדול כמה
פי כמה. אם תיקחו כל מדד שאתם רוצים להצמיד אליו את הגידול
הזה מאז 2008: עליית שכר של הציבור, שכר פנוי, אינפלציה, גידול
בתוצר וכו' אנחנו בכלל לא באותם אזורים של עלייה מאז, כלומר,
הציבור צריך את האפיקים האלה של החיסכון לטווח הבינוני, זה
מנקז הרבה מאוד כספים שהיום הולכים למקומות אחרים. אנחנו
רואים גם כמו שעלה פה, אנחנו ראינו את זה בקורונה, הציבור
צריך את החסכון הזה לטווח בינוני גם למימון הורים סיעודיים גם
לתקופות של חוסר עבודה, למימון עלויות הורים של הילדים שלהם,
וכו'. לפני 2008 הכסף הזה היה נחשך בעצם באמצעות קופות
הגמל, אנשים היו חוסכים בקופות הגמל האלה, הכסף הזה היה
נחשך על ידי האנשים והשיח הזה של המדינה שמסתכל אך ורק על
החיסכון הפנסיוני ולא מסתכל על חיסכון לחיים עצמם הוא לדעתי
שיח שגוי. אני חושב שהוא צריך להשתנות וזה לדעתי השיח שצריך
להיות: איזושהי בחינה של של האלוקציה של איך נכון שהציבור
ינהל את החיסכון שלו.

אני אגיד גם משהו קטן על הטענות של הכנסות המדינה שעלו כאן,
אנחנו הרבה מאוד עסוקים בשיח האקדמי הזה עם משרד האוצר
בעניין הזה: התחשיב של האוצר שגוי ואינו בוחן את השלכות

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

מתפרץ, היא העיוות. אני לא מכיר פה את כל האנשים, אני מתעסק בתחום המיסים למעלה משלושים שנה, מכיר את מגוון נושא המס, העיוותים הם הרבה יותר ממה שעלה פה על השולחן בהקשר של שוק ההון, אתם לא מבינים עד כמה, והתחושה שלנו היא שאין חשיבה ארוכת טווח כמעט בכלום בדברים. גם לבטל עכשיו את המיסוי זה איזושהי נקודה, ומה עם כל הדברים האחרים למשל, למה אם אני רוצה לקנות דירה שהיא תהיה החיסכון הפנסיוני שלי זה צריך להיות ממוסה שונה בין אם אני אשקיע בפיקדון בבנק או שאני אשקיע בקופת גמל להשקעה או בקרן נאמנות. אני חושב שבכלל צריך להיות מין כזה סל של חסכון לטווח ארוך שבו אני אקבל את ההטבות בין אם יש שם דירות בין אם יש דירות בארץ או דירות בחול, זאת אומרת החשיבה שלנו עד היום היא שאנחנו נקבע לאנשים במה הם ישקיעו.

שאלתם מבחינת ההטבות, העניין הוא העניין של האלטרנטיבות. אם קרנות ההשקעה ממוסות וקרנות ההשתלמות לא ממוסות, ברור שיש הטבה אבל אם שניהם לא ממוסים או שניהם כן ממוסים או שניהם ממוסים בשיעור אחר אז העיוות הזה לא קיים, אנחנו יוצרים כבר עשרות שנים את העיוות במו ידינו. מבחינת מדיניות חשיבה וחקיקה של מס - אני מסתכל לפעמים על האמריקאים, הם עוצרים רגע נחים, עובדים שנתיים שלוש ואז משנים, אצלנו תמיד משנים בבום ואז זה פאץ' והפאץ' הזה לא סותם טוב אז עושים על זה עוד טיח ועוד טיח ואז שלוש שנה אחר כך אנחנו מסתכלים ואומרים רגע למה הגענו. אתם יודעים כמה סעיפים יש בפקודת מס הכנסה שכל פעם משנים בהם איזושהי משהו קטן, חלק גדול מהאנשים לא מכירים אותם, הם סותרים, הם כפולים, כי אין חשיבה ארוכת טווח. מתי פעם אחרונה מישהו לקח את פקודת מס הכנסה שכבר עברה 262 תיקונים משנת 1961 ואומר: רגע מה אנחנו רוצים, איך ממסים תא המשפחתי, איך ממסים בפנסיה, אז עוד נקודת זיכוי לעוד שני ילדים פחות 2 נקודות לשני ילדים זה הנקודות הקטנות האלה. בפרט מי אמר שהמס צריך להיות כלי עידוד הראיה צריכה להיות בכיוון אחר, מה אנחנו רוצים, לאן אנחנו רוצים להגיע, גם איפה שיש עיוות כלי המס צריך להיות הכלי האחרון ואז כל הסוגיות של השיוויון לא תהיינה רלוונטיות אבל אנחנו לא כאלה, כולנו יודעים שאנחנו לא כאלה. קודם עושים אח"כ מדברים וחושבים.

גם עכשיו, דיברו אתמול על ביטול מע"מ לפירות וירקות, האוצר מנסה לבטל את זה כבר עשרות שנים אז יבטלו את זה עכשיו בזמן המלחמה זה נכון? זה לא נכון? איך זה משפיע על הצריכה של

אני לא מצליח להבין מה ההגיון בעניין הזה ברמת המאקרו. אותו דבר גם בנדל"ן, אנחנו מדברים על ביקושים כבושים גדולים מאוד היום בנדל"ן, גם כתוצאה מהעצירה המסוימת של בניית הדירות כתוצאה מהמשבר שיש לנו עם העובדים ואתרי בנייה וגם כתוצאה מהצפי לביקושים מחו"ל וכו'. לאיפה הכסף הזה שישתחרר מקרנות ההשתלמות אם יבוטלו ההטבות יילך? אנחנו רוצים שהוא יילך עוד פעם לנדל"ן? כשהמדינה לא מטפלת בכלל בהיצע? לעוד עליית מחירי נדל"ן ובעיות חברתיות? ולכן אני חושב שהדיון צריך להיות בכלל דיון הרבה יותר רחב ברמת האלוקציה של הכספים האלה במשק ואני חושב שצריכים לתת עוד כלי חיסכון לטווח בינוני. האוצר עשה איזושהי צעד קטן שנאמר לנו באוצר שהוא היה בין השאר על רקע מחירי הדיור - ב-2016 הקימו את קופות הגמל להשקעה אבל בקופות הגמל להשקעה יש תקרה להפקדה של 70 אלף ש"ח ואנחנו רואים הפקדות שנתיות של 6,7,8 מיליארד שקל, זה לא פותר את הבעיה לציבור שאין לו מוצרי חיסכון לטווח בינוני ואנחנו רואים שהכסף ממשיך להצטבר בעו"ש בהיקפים עצומים כי אין לו לאן ללכת.

אמיר ברנע

למה מערכת המס צריכה להיות הגורם שיצור את התמריץ הזה לחיסכון? למה מערכת המס? מדוע הטבת המס נדרשת? אתה מדבר על ניהול כספים של הציבור, פורטפוליו של ציבור, למה המדינה צריכה לתרום במונחים של הטבות מס?

נמרוד ספיר

גם מהנתונים שלכם רואים בפירוש שהטבת המס זה בעצם הכלי הכי אפקטיבי למשיכת החיסכון הזה לטווח בינוני, אנחנו רואים שהטבת המס הזאת עובדת. אם אין את הטבת המס זה לא אפקטיבי - כמו שאנחנו רואים בקרנות הנאמנות לדוגמה, קרנות הנאמנות נמצאות בירידה ברמה הריאלית של היקף החיסכון שנמצא בהם בחמש עשרה השנים האחרונות כי אין שם שום הטבת מס.

אילי פיטרמן

כי יש אלטרנטיבה, אם שניהם היו חייבים במס אז אולי זה היה מתנהג אחרת. זאת אומרת - הבעיה הגדולה, סליחה שאני

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

הגמל להשקעה עברו בכנסת אז היו 2 אמירות משמעותיות של האוצר בדיון. אחד אמרה המפקחת על שוק ההון בדיון בועדת הכספים: 98% מהכסף הזה של קופות הגמל להשקעה ימשך לפני גיל פרישה ולכן לא יהיה פה בכלל ויתור משמעותי של המדינה על גביית מס כתוצאה מהטבת המס. דבר שני, רשות המיסים נתנו בדיון הזה הנחת אובדן גביה של שלוש מאות מיליון שקל בשנה ב-2016 שהיום במונחים נומינליים אנחנו צריכים להיות הרבה יותר מ-300 ופתאום אני רואה פה בנייר שלכם שאנחנו מדברים על אובדן גבייה של מאה חמישים מיליון ש"ח לפי הערכת הכנסות המדינה שגם היא לא ברור על מה מבוססת. כלומר, גם ההערכות האלה הם מאוד לא מדויקות, אני לא יודע איך עושים בכלל מתודולוגיה של הדבר הזה ונגיד שזה לא לוקח בחשבון את העובדה שהיום כמו שאמרתי בפיקדונות ובעיקר בעו"ש יש ארבע מאות מיליארד שקל שהם בכלל לא בבסיס המס אז איפה השאלה החשובה לגבי בחינת השפעות הרחבת בסיס המס? כי אם אתה מכניס את הארבע מאות מיליארד שקל האלה שלא ממוסים היום לבסיס המס של עולם של נגיד קופות גמל להשקעה ש-98% מהם ימשכו לפני, אתה מכניס אותם לבסיס המס ואז אתה מגדיל את הגבית מיסים של המדינה משמעותית. כל הדברים האלה לא נלקחים בחשבון במתודולוגיה של רשות המיסים ולדעתי זה טעות.

עדי פוזנר

מטריד אותי שהאוצר מאוד חשוב לו לגלות שיש עיוותים ושיש משהו איזה אלמנט במערכת המס שהוא לא מספיק פרוגרסיבי, מטריד אותי שהאוצר מגלה את הדברים האלה תמיד רגע לפני דיוני תקציב. עכשיו זה מעלה את החשד שיש צורך אקוטי להקטין את הגירעון ולפתור את בעיית תקציב ואז הדבר הזה הוא רטוריקה להעלאת מס ההכנסה ולא באמת זיהוי של בעיה. אז בנושא קרנות ההשתלמות, אם יש פה באמת בעיה שהדבר הזה יוצר עיוות, אפשר מיד לתקן את זה בזה שניתן את זה לכולם את ה"הטבה" ונפתור את העיוות. ואז, אחרי שנפתר ענין העיוות, אם באמת אתם מגיעים למסקנה שצריך לעלות את מס הכנסה (כי הדבר הזה בעצם רטוריקה להעלאת מס הכנסה), האם אתם חושבים שזו הדרך הנכונה ביותר כרגע לפתרון בעיית התקציב במסגרת הכלים האפשריים: העלאת מע"מ, העלאת מס הכנסה, העלאת מס חברות, לא חשוב מה, האם אתם חושבים שזה הדבר הנכון? תגידו את זה.

ירקות ופירות שדווקא מאוד מאוד בריאים, מה זה יעשה לבריאות זאת אומרת אי אפשר לעשות כל דבר דיון של עד דקה אחר כך ואחר כך לטחון שנים אם זה היה נכון.

עמית בן צור

קודם כל אפשר כי ככה זה עובד.

אילי פיטרמן

לא, אבל זה בידים שלנו לשנות.

יגאל נוימן

בארצות הברית המגמה היא בדיוק הדבר הזה, להשתמש במס גם ככלי לתמרץ התנהגות. שאלת מה ההצדקה לזה שהמדינה מתייחסת בצורה שונה לרווחים מנכס הפנסיה, אם אתה בוחר שהנכס שלך יהיה דירה בישראל או דירה בגרמניה או בשוק ההון. התשובה היא שההשפעה של הבחירות האלה היא שונה. כשאתה בוחר ששנכס הפנסיה שלך יהיה דירה במרכז תל אביב זאת אומרת שמישהו אחר שרוצה להיות הבעלים של הדירה לא נמצא שם. לעומת זאת, כשאתה בוחר שהנכס שלך יהיה השקעה בחברות ישראליות - השתתפות בצמיחת הכלכלה הישראלית - אתה מסייע לה לצמוח. כשהנכס שלך הוא השקעה בחברות אמריקאיות, אתה מסייע לכלכלה ההיא לצמוח. האמריקאים בחרו לתמרץ את השקעה בחברות אמריקאיות ולכן נתנו הקלות מס (QDI - Qualified Dividend Income) לדיבידנדים שמקורם בחברות אמריקאיות. לכן, לבוא ולהגיד שבגלל שמסלול אחד ממוסה בצורה שונה ממסלול אחר זה עיוות - זה לא נכון. הצדק החלוקתי הזה הוא רק חלק ממכלול השיקולים שצריך להתחשב בהם.

נמרוד ספיר

אני רוצה להגיד משהו נוסף לגבי המדידה של היקף הטבות המס ששאלת אותי. גם בעניין הזה אני ממש מפקפק בחלק מהנתונים של הכנסות המדינה שניתנים פה. לדוגמא אני אתן לכם כשקופות

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

אומרת כל שנה יש שינויים הרבה פעמים בריווח של מדרגות מס אז יש ההשפעה על הנטו לטובה או לרעה, אבל השפעות תמיד יש על הנטו. אם אנחנו רוצים להשוות את זה למרכיב הפנסיוני ויש הפקדות מעביד עד תקרה מסוימת שלא ממוסות גם במסגרת ההפקדה לשכיר. אז אפשר לעשות שינוי ייעוד של ההפקדה - רוצה לומר בואו נשנה את הטרמינולוגיה ונקרא לזה קודם כל תוכנית חיסכון ולא קרן השתלמות, זה ממש לא רלוונטי הכותרת, אם זה תוכנית חיסכון לטווח קצר היא יכולה להיות ממוסה ואם היא תוכנית חסכון לטווח רחוק והיא מיועדת לפנסיה אז שם כן אפשר לתת את הטבות. זו עוד נקודה למחשבה שאני רוצה להגיד. דבר אחרון, אני חושב שזה כדור שלג שאם הציבור בסוף יהיה מודע לזה שלוקחים לו את הטבה הזאת, יכול להיות שהמכשיר ילך וייעלם. זאת אומרת שלא יהיו יותר /קרנות השתלמות, וברגע שאנשים ידעו שהם משלמים על זה מיסים, כנראה שלא יהיה להם שום תמריץ להמשיך להפקיד.

שלומי שוב

נר, אנחנו מתקרבים לסיום, איך אתה רואה את הדיון עד כה?

נר הלפרין

הערה שלא התכוונתי מראש להגיד אותה אבל העובדה שזה דיון במיסים ורק אחרי שעה וחצי פנינו לרשות המיסים ולאגף תקציבים פנינו מיד, זה אולי מראה למה יש כל כך הרבה עיוותי מס במערכת המס שלנו. מבחינה מקצועית אנחנו באוניברסיטה ניקח לפחות שלושה דברים שנאמרו כאן וננסה לחקור אותם לעומק.

הנושא הראשון, הוא השאלה האם הטבות מס באמת משרתות ותורמות למטרות שלשמן הן ניתנו. מנגד, האם הכבדת נטל מס כדוגמת מס על סיגריות, אלכוהול, כלים חד פעמיים וכדומה, מביאה לתוצאות הנכונות לשמן הן הוטלו מראש.

הנושא השני, הוא האם אנחנו יודעים לזהות מתי הטבת מס הופכת לעיוות מס? אני בטוח שכשנתנו את הטבת המס לקרנות ההשתלמות הכוונה והמטרה הייתה נכונה, אני גם מניח שהטבות לקופות הגמל להשקעה היו מתוך כוונה ומטרה נכונה. השאלה היא האם אנחנו יודעים לאתר מתי הטבה הזאת, בין אם משיקולים פוליטיים או בין בשל קבוצות לחץ אחרות, הופכות להיות עיוות

אם אתם רוצים לפתור את העיוות אפשר לתת את זה לכולם ולא יהיה עיוות. אם אתם חושבים שיש פה בעיה של רגרסיביות, בואו נבדוק באמת את כל מערכת המס. אם תגידו שאתם רוצים להעלות את המס על העשירונים הגבוהים, תגידו את זה בצורה ישירה וננהל דיון על היתרונות והחסרונות. אבל להגיד שהאלמנט האחד הזה יוצר רגרסיביות בתוך מערכת המיסוי של ישראל שכולה מאוד פרוגרסיבית אז אתם בעצם רוצים לשנות את הפרוגרסיביות שלה, אז תגידו את זה באופן ישיר.

שלומי שוב

התחפושית כנגד התחפושית... מורכב

כפיר אילני

אני הייתי רוצה להגיד כמה דברים, לדעתי האדם הסביר בציבור בכלל לא ער להפקדה ולהטבה בהפקדה עד משכורת של 15,712 ש"ח כל חודש ולדעתי אם תעשו איזשהו סקר, רוב האנשים אין להם מושג בכלל שהם לא משלמים מס על רכיב ההפקדה (עד התקרה של 15,712 ש"ח לחודש) ולכן אני חושב שזה כלי שקל יחסית לטפל בו, לא כלי שקשה לטפל בו. האדם הסביר בציבור (אני מדבר בעיקר על השכירים), דיברנו שבעצם אם אנחנו נותנים את ההטבה, רוב ההטבה יושבת דווקא על ההפקדה, יש תקרה של 15,712 ש"ח שזה 188,544 ש"ח לשנה ונאמר כאן בצדק לאורך שנים התקרה לא משתנה. אולי היה צריך לשנות אותה ואפילו להגדיל אותה בגובה שיעור עליית המדד לאורך השנים, אבל התקרה לא השתנתה. בעצם בגין המרכיב הזה, רוב השכירים בכלל לא ערים לזה שהם לא משלמים מס על זה.

אמיר ברנע

אבל הם מסתכלים על השכר נטו.

כפיר אילני

אבל גם אם אנחנו מתקנים את המדרגות המס אז הנטו משתנה וגם אם שינוי את השווי של נקודת זיכוי אז נטו השתנה. זאת

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

החיסכון היחיד. הרובד של הדיון על העצמאים מנותק גם מהנתונים שהציגו מהאוצר של עשירי שחיים וגם מכל השיח בנושא, הפגיעה הזאת בעצמאים כתוצאה מהפגיעה בקרנות ההשתלמות היא גם משהו מאוד משמעותי בהיבט החברתי.

יניב פגוט

אז אני שומע פה כמעט שתיים דיון על קרנות השתלמות בו מתעלמים מההשלכות של פגיעה בקרנות ההשתלמות על שוק ההון הישראלי ועל צמיחת המשק המקומי והפונציאל הטמון בבורסה הישראלית להתמרת הצמיחה והגדלת הכנסות המדינה ממיסים. מה בא ואמר האוצר - חסר לי בבסיס התקציב לשנים הבאות כ- 10 מיליארד שקל עד 20 מיליארד שקל על מנת לממן את צרכי הביטחון העתידיים ולכן אבטל הטבה שאני מעריך שתגשר לי על 8.5 מיליארד ש"ח בשנה או שאאלץ להעלות מיסים ישירים ועקיפים. מדובר במספרים המהווים כ- 0.5% - 1% תוצר אשר ניתן לגשר עליו כמו בכל משק בית או דרך שורת ההוצאות או דרך הגדלת ההכנסות או שילוב ביניהם. שוק ההון הישראלי והבורסה בתל אביב יכולים וצריכים להיות פלטפורמה להתמרת הצמיחה שתביא בתורה להגדלת הכנסות המדינה ממיסים. הדיון של אגף תקציבים בפורום הזה מתמקד כבקיצוץ בהוצאות ובמקום להשתמש בפלטפורמה הזאת שנקראת שוק ההון להגדלת הכנסות באמצעות הקטנת המס על הבורסה, הפרטות, חקיקה תומכת שוק הון ועוד. ביטול ההטבה של החסכון בקרנות ההשתלמות יהווה מכה נוספת וקשה לשוק ההון הישראלי, הכסף שיושב בקופות ובקרנות השתלמות האלו - ה 340 מיליארד שהזכרתם קודם לכן, אף אחד לא שאל בפגישה היום במה הוא מושקע? כולם התייחסו למי נהנה מההטבת המס? אזכיר לכם כי חצי ממנו מושקע בשוק ההון הישראלי, כ- 170 מיליארד שקל מושקעים באג"חים קונצרנים, ומניות ישראליות ובסוף אם קרן ההשתלמות תעלה מין העולם והיא תעלה בלי הטבת המס אזי שוק ההון המקומי יתייבש עוד יותר ואז מאיפה יגיע הכסף למימון החברות ובאיזה מחירים יגויסו המקורות ומה יקרה לריכוזיות במשק? במקום לכוון ברגולציה נתח נכבד מתוך קרנות ההשתלמות להשקעה בקרנות תשתיות מקומיות והון סיכון מקומי וכל מיני דברים שישפיעו פה בתוך המדינה הזאת ולהתנות את ההטבות המיסויים בכך, אז באים לחסל את קרנות ההשתלמות. הציבור שחסך בקרנות השתלמות ירכוש יותר דירות וינפח שוב

מס, כך שאנחנו מוצאים את עצמנו 40 שנה אחר כך במצב שאנחנו נמצאים היום. אני אתן דוגמה נוספת להטבת מס שכנראה הפכה לעיוות מס - בימים אלו יש פרסום בטלוויזיה של חברת אביזרי סלולר שאם תחכו עד הסוף תראו שבשורות הקטנות רשום, שיש להם 50 סניפים בארץ ושישה באילת ואתה שואל את עצמך למה שישה סניפים באילת? ברור לנו למה נוצר העיוות הזה שמעל 10% מהסניפים שלהם נמצאים באילת. כאן עולה השאלה האם אנחנו יודעים לזהות את הנקודה הזאת שהטבת מס הופכת לעיוות מס ולטפל בנקודה הזו ולא 40 שנה אחרי שכבר אי אפשר לעשות בה כלום.

הנושא השלישי, הוא נושא השוויון בהטלת המס. ענבל ואילן מרשות י"ע נגעו בנושא זה קודם. אם יש לנו מכשירי השקעה זהים בשוק ההון כדוגמת 'קופת גמל להשקעה', 'קרן השתלמות' או קרן נאמנות, המיסוי עליהם צריך להיות זהה. לדוגמה, מעבר בין מסלולים בקרנות נאמנות חייב במס, בעוד מעבר בין מסלולים בפוליסות חיסכון של או בקופת גמל להשקעה לא חייב במס. אני לא אומר מה צריך להיות, אבל היה זאת ההטבה שרוצים לתת היא צריכה להינתן לכולם ולכל המכשירים. שהחוסך או המשקיע יחליטו על ההשקעה לפי הביצועים או לפי דמי הניהול או לפי כל פרמטר אחר, אבל לא לפי פרמטר המס, המס חייב להיות ניטרלי ושוויוני.

אבי בן בסט

משפט אחד שאמרתי קודם ואני רוצה לחזור עליו. כמעט כל הדיון פה נסב על הטיב של המכשיר וכו' וכו'. רבותי, זאת לא הבעיה של קרנות ההשתלמות. הבעיה המרכזית שלהן היא ששני שליש מהעובדים לא זכאים לה. לא כי הם לא רוצים, אלא כי המעביד בחר שלא לתת להם את המכשיר הזה. זה בעניי הדבר המרכזי. כל יתר הדברים כמו טיב המכשיר וכו' לא נראה לי בעיה מרכזית, צריך לטפל פה בעיוות - זה הדבר המרכזי.

נמרוד ספיר

אני רוצה להגיד משהו אחד שלומי, כל הדיון בנוגע לקרנות ההשתלמות היה על שכירים וצריך לזכור שקרנות ההשתלמות זה כלי מאוד חשוב לעצמאים, זה גם עיוות של חוסר חברתיות ושל פגיעה בצד החברתי כי עבור עצמאי קרנות ההשתלמות הן אולי כלי

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

מיליארד שקל פחות. הדבר הזה מוביל לפריון עבודה נמוך יותר, לפקקים מטורפים שאנחנו עומדים בהם במשך שנים, לתורים בבתי החולים ובמרפאות. 171 מיליארד שקל מול הממוצע - לא מול מדינות הסמן שנבחר אותן. זאת אחת הבעיות המרכזיות של הכלכלה הישראלית ותראו כמה גאונית העבודה של משרד האוצר. חסרים לו, כמו שנאמר פה, פתאום סכום חד פעמי של 10 מיליארד שקל והוא זורק פצצה שממוחזרת במשך כבר 20-30 שנה וכולנו מתעסקים בזה, כל אחד מהכיוון שלו, כולנו מתעסקים בזה, אבל זה הכול מסך ערפל לבעיה המרכזית. והבעיה המרכזית היא לא קרנות ההשתלמות ולא הטבת המס הזאת או אחרת, כולם כלים, כל הדברים האלה הם כלים. בואו נסתכל על הבעיה המרכזית. נטפל ונחשוב מה הכלים הטובים בשבילה ואז יכול להיות גם שנגיע לטיפול בקרן כזאת והטבת מס אחרת. התמונה הגדולה ולא התמונה הקטנה היא תמיד דרך יותר טובה לפתור בעיות אסטרטגיות.

אמיר ברנע

אין הרבה מה לסכם, אני רק אומר שאני יוצא מהדיון הזה בלי לדעת מהו הפתרון והאם הנושא הזה הוא אקוטי הוא לא.

גדעון סיטרמן

אמיר סליחה רגע, כיוון שאתה אומר שאין לך מה לסכם אז אני רוצה להגיד שני דברים. אני בוגר האוצר מהמאה הקודמת וגם הייתי בשירות הציבורי - גם במשרד התחבורה הרבה שנים. תראו ההזדמנות הזאת, היא הכותרת שבגינה דיברנו על משהו וזה התפתח, לצערי ההזדמנות הזאת תימשך לאורך זמן ולמעשה כדאי באמת לראות את תקציב 2024 כתקציב שישתנה תוך כדי הליכה כמה פעמים עד שנגיע ל-2025. ולכן ל-2025 צריך לבוא מוכנים עם מערכת שמתכננת ומייצרת חשיבה על בסיס תקציב אפס. ואם לא נגיע לזה אנחנו פשוט נחטא לצורך הציבורי, וכל מה שנאמר פה הוא העצים והיער הוא שמדינת ישראל זקוקה לשינוי סדרי עדיפויות ובזה צריכים לקחת קצת נשימה. האוצר אמור להגיע עם כל השלוחות שלו, כולל רשות ניירות ערך לתהליך שהוא מסנכרן ומביא תוצאה שיכולה להחזיק לאורך זמן כולל מדינה שבנויה על שוק ההון הישראלי. צריך להסתמך קודם כל על שוק ההון הישראלי והממשלה באמצעות תקציב המדינה, יוצרת תהליך הדרגתי לכיסוי

את מחירי הדירות ויוציא יותר כסף להשקעות בחו"ל דוגמת S&P והחברות יפתחו תלות עוד יותר גבוה במימון בבנקים חלף מימון בשוק ההון.

שוק ההון זו פלטפורמה שאין לה אבא, אין לה אמא, אגף התקציבים מתנהלים כמו חלבנים במכולת, בלי שום ויז'ן, בלי שום הסתכלות קדימה איך מנצלים את הפלטפורמה הזאת כדי להגדיל השקעות במשק.

ענבל פולק

אז קודם כל אני מסכימה שצריכה להיעשות רפורמה וזו הסתכלות ארוכת טווח ואני חושבת שכולכם מרמזים על זה והחקיקה בישראל היא כן אופורטיניסטית, זאת אומרת שיש הזדמנות אז מחוקקים, אבל אנחנו צריכים להיות עם תוכניות מגירה, אנחנו צריכים לדעת מה אנחנו רוצים לשלוף ומתי.

שלומי שוב

ענבל, את הרגולטור, אנחנו רק הפלטפורמה של הדיון.

ענבל פולק

אני חושבת שאם צריכים דברים חד פעמיים אז יש הרבה רווחים צבורים ואפשר להוריד את המס ולתת לאנשים להוציא את הכספים כי גם בקרנות נאמנות, קרנות השתלמות וקופות גמל להשקעה - אנשים לא נוגעים בכסף והעשירים לא נוגעים בכסף. אם יגידו להם בואו תוציאו אותם עכשיו במס יותר נמוך, יהיה את העשרה מיליארד האלה שאגף התקציבים מחפש בצורה חד פעמית וזה יהיה פתח להתחלה של רפורמה להשוות בין סוגי המוצרים ולתת למשקיע לבחור לפי מאפייני מוצר ההשקעה והצרכים של המשקיע ולא לפי הטבות מס.

עמית בן צור

בהסתכלות מאקרו, ישראל מוציאה בכל שנה פחות 171 מיליארד שקל מהממוצע של ה OECD בכל ההוצאות האזרחיות שלה - על חינוך בריאות, תחבורה, חקלאות, תעשייה, תעסוקה, על הכל - 171

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

הפערים, לא נפתור פה 200 מיליארד בהינף יד. צריך לקחת את
בהקשר המתאים, כיסוי של 200 מיליארד ש"ח, נמשוך את זה לתוך
2025 גם. אבל בואו נגיע ל 2025 בגישה של תקציב אפס ולפורום
יש מנופים להגיע לאותם האנשים הצעירים שנמצאים במקומות
שאמורים לעשות את העבודה ולעזור להם ושלא יישארו בתוך
התעלות אלא יעלו לעמדת תצפית ויראו איזה אחריות יש ליצירת
התקציב של 2025 ואולי אני סתם זורק רעיון, מפה מהשולחן הזה
להסביר לממשלה ושלוחיה, בואו את ה-200 מיליארד נשיג איכשהו,
בוא נראה איך אנחנו יוצאים משם עם ההזדמנות הגדולה ולראות
את 2025 כהזדמנות, יכול להיות שזה דיון ששווה לעשות אותו גם
בשולחן הזה.

שלומי שוב

כמה מילות סיום. הסיכום לדעתי הוא שיש לבחון מחדש את
הטבות המס הניתנות לחיסכון לטווח הבינוני והארוך תוך שימת
דגש על מטרות נתינתן והאם השיגו את יעדן. וכן יש לבטל כל
הטבת מס שהפכה לעיוות מס. אני חושב שהיה לנו כאן בדיון, בין
השורות, קונצנזוס - אני חושב שכולם דיברו פה על באמת צורך
בהסתכלות של הסתכלות כוללת, אני חושב שאנחנו המדינה שלנו
עכשיו בעת משבר וזמני משבר הם באמת זמן טובים, כמה שזה
עצוב ולא מתוכנן, זה כן לעשות שינוי. אני חושב שהמס הוא בהחלט
משהו שצריך לעשות בו הסתכלות שהיא הסתכלות כוללת, אני
מקווה שאנחנו נצליח לתרום לזה אבל המדינה צריכה להירתם,
הרגולטורים, כולם ביחד. אני כל כך רוצה ואמרתי את זה גם בעבר
שיהיה איזשהו פורום שלכם של כל הרגולטורים, ביניכם לבין
עצמכם, ומשרד האוצר ואני מבין שאתם גם צריכים ממשל שהוא
ממשל יציב שזה הכל ביחד אבל זה צריך לקרות. צריך לנצל את
ההזדמנות להסתכל על המכלול, אני לא חושב שמישהו כאן היום,
חולק על הציפייה הזאת אז בנקודת השיתוף הזאת אנחנו מודים
לכולם, תודה רבה.



FVF

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

המעבר של חברות הביטוח
לדיווח על פי IFRS 17: צפי
השפעה, דילמות ניהוליות
והשלכות על השוואה
רוחבית בשוק ההון

תאריך המפגש: 5 בפברואר 2024

נושא המפגש: "המעבר של חברות הביטוח לדיווח על פי IFRS 17: צפי השפעה, דילמות ניהוליות והשלכות על השוואה רוחבית בשוק ההון".

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: אמיר אטיאס, אליה ארז, נועה מאור, טל אטיאה, שיר אורן.

שלומי שוב

של החברות עצמן, אף אחד לא באמת הבין את הדוחות האלה. אין ספק שלגבי הפעילות הביטוחית התנודתיות הקיצונית הזאת ברווח מכל תנועה קלה בהנחות, כמו בשיעורי תמותה או בדמי ניהול משתנים בעקבות תשואה בשוק למשל, תתמתן כי תיספג ב"באפר" (שזה ה-CSM). זאת בשורה חשובה שתשקף כלכלית טוב יותר את הפעילות העסקית של חברות הביטוח הרווח ותאפשר השוואה גם לענפים אחרים.

אני רוצה רק לתת דוגמה קטנה למשמעות של סטנדרט השקיפות החדש שמפריד לכל אורך הדרך בצורה בוררה ומובהקת את רווחיות ביטוח המשנה מהרווחיות ברוטו של מוצרי הביטוח. זה יכול לחשוף, בקלות יותר מהיום, מקרים קיצוניים של רווח נטו בראיית חברת הביטוח שנובע בכלל מההפסדים של מבטחי המשנה. תחשבו כמה זה חשוב בראיה של אנליסט להבין שמודל הרווח של החברה לא בהכרח "מחזיק מיים" כי מבטח המשנה יכול לברוח בשנה הבאה. למשל, עמלות שמבטחי משנה משלמים לחברה, יהיו חלק בלתי נפרד מהרווח ממבטחי משנה ולא יופרדו מהפרמיות או התביעות המשולמות או מתקבלות ממבטחי המשנה, לפי העניין.

מעבר ליצירת שקיפות ואחידות כמו בחברה ציבורית רגילה לדוחות של חברות הביטוח יש משמעות ייחודית, וזה אני מניח ישפיע גם על ההתנהלות העסקית, הניהולית והאסטרטגית, לרבות ביחס לאופן שבו מוצרי הביטוח יעוצבו ויתומחרו מכאן ואילך. בהחלט יתכן

בוקר טוב, אנחנו עוסקים היום בתקן IFRS 17 שיכנס לתוקף בישראל בתחילת 2025 שנתיים לאחר אירופה. אני חושב שהנכחות פה היום במפגש מוכיחה היטב את המשמעות של התקן הזה על הענף.

אין אינדיקציה טובה מזה. גם בזמנו ב-2008 עם ה-IFRS הייתה התנגדות רבה והרבה טרונות, אבל אני לא חושב שמישהו עכשיו מתגעגע למה שהיה קודם.

יש כאן רעידת אדמה חשבונאית אשר תעשה טוב לחשבונאות של חברות הביטוח שעד כה הייתה מאד בעייתית, מרובת טלאים ולא קוהרנטית. מבחינת השינוי החשבונאי אני חושב שזה שינוי הרבה יותר גדול מזה שהיה בזמנו עם המעבר ל-IFRS לגבי החברות הציבוריות. מה גם שחברות הביטוח לא באמת יישמו עד כה את ה-IFRS, שהרי בליבת הפעילות עד כה ה-IFRS אפשר להן להמשיך עם הפרקטיקה שהייתה מיושמת בעבר.

אני מסתכל על כך שסוף סוף ניתן יהיה להבין את התוצאות של חברות הביטוח לאור ההפרדה בין תוצאות הפעילות החיתומית - כלומר, תוצאות שירותי ביטוח לבין תוצאות הפעילות הפיננסית, כך ששוק ההון ובגדול גם השינויים בריבית לא יתערבבו עם שירותי הביטוח. הרי עד כה חוץ מכמה מתי מעט, כמו סמנכ"לי הכספים

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

הנסחרות, שהוא 25.1 מיליארד שקל, משקף מכפיל של 66% על הסולבנסי המותאם ה"ל. וזה עוד מבלי שהבאנו בחשבון את הפעילויות המשמעותיות הנוספות שקיימות ברמת חברת ההחזקות - שזה החברות המנהלות של הפנסיה, סוכנויות הביטוח, בתי ההשקעות ולאחרונה גם אפילו חברת כרטיסי אשראי אחת, לפחות לבנתיים... לשם המחשת עוצמת הדיסקאונט של השוק, די לציין שרק לאחרונה התפרסם שהפניקס נכנסה לעסקה לגבי הסוכנויות שלה לפי שווי של כמיליארד דולר. בשורה התחתונה, אם נתעלם לרגע מהוראות המעבר שתכף אנגע אליהן, הקושי הגדול הוא בכך שתקן 17, בדיוק כמו הסולבנסי, רק יחדד את האניגמה אל מול מחירי השוק של המניות. זה לא שאנחנו לא רגילים לפער בין הערכות שווי למחירי שוק, אבל כאשר הפער נמשך על פני כל כך הרבה שנים והוא רוחבי לכך הענף, הראיה שלי היא שזה אומר שיש כאן משהו שהחשבונאות לא מביאה בחשבון. אנחנו מכירים את זה ממקרים פרטניים בענפים האחרים של חברות שסובלות מחוסר יעילות או מחסרון לקוטר למשל, הרי בחשבונאות אנחנו לא רושמים התחייבות בגין מרכיבים אלו ולכן אותן חברות נסחרות באופן קבוע מתחת להון העצמי החשבונאי שלהן. במקרה של חברות הביטוח אני מעריך שזה נובע בין היתר מנושא האי ודאות הרגולטורית והשינויים התכופים והלא צפויים, לרבות לגבי מוצרי הביטוח השונים. שימו לב, שבבנקים לשם השוואה אין באמת רגולציה כזאת על מוצרים שיכולה להתערב תוך כדי תנועה, הרי כמה כבר מוצרים יש בבנק? סיבה נוספת יכולה להיות למשל החשיפה האינהרנטית לתנדבותיות של שוק ההון שמובילה לכך שהמשקיעים דורשים תשואה גבוהה יותר להון בחברות הביטוח למשל ביחס לבנקים. אגב, אני חושב שיש כיום גם דיסקאונט בשוק בגלל הקושי שיש לשוק ההון בהבנת הדוחות, ואני תקווה שהמודל החשבונאי החדש יצמצם את הדיסקאונט הזה.

על רקע הדיסקאונט העמוק הזה, אלמנט מרכזי נוסף שיעלה פה היום נוגע להוראות המעבר של התקן שמאפשרות מספר חלופות, לרבות שימוש בשווי הוגן במאזן הפתיחה ל-1.1.24 שנתון לשיקול דעת רב וצפוי להיות בשימוש הנפוץ. המטרה של החשבונאות במתן החלופות היא אמנם להקל על המעבר, אבל זה יוצר כר הזדמנויות לתכנון חשבונאי בימים אלה ממש. ההיגיון הבסיסי אומר שחברה מעוניינת להגדיל את ההון, אבל לאור קיומו של הדיסקאונט המובנה הזה, שרק כנראה יעמיק עם המעבר לתקן החדש, הרי שבהפוך על הפוך לכאורה כדאי להימנע מהגידול בהון וליצור "מחסנית" של רווח בשנים הקרובות. הרי בחשבונאות כמו שאתם יודעים זה הכל

שהשינוי החשבונאי העצום הזה יחדד למשל את הרצון לשנות את תמהיל המוצרים לטובת קצרי הטווח וחיזוק החלק הפיננסי. ההשפעות הפוטנציאליות מתחילות בהערכת ביצועי מנהלי חברות הביטוח ובאופן שבו אנליסטים וחברות דירוג יסקרו אותן, ממשיכות בהיבטי המיסוי, הרי זה ענף שבו המס עוקב אחרי החשבונאות ונמצא כאן היום פשע - עופרי שלו שיתייחס עוד מעט לכך. נוצר בענף הביטוח מצב בעייתי ומוזר שמשטר כושר הפירעון "חי בנפרד" מהדוחות הכספיים. לדעתי אם תקן 17 היה קיים עוד לפני הסולבנסי, הרי שהסולבנסי היה מתבסס עליו ולא "חי בנפרד", כמובן בהתאמות הנדרשות. כמו שקורה בבאזל בבנקים. זה היה מצב עדיף אבל עדיין גם כעת תידרש להיות הלימה בין האומדנים שנלקחים לסולבנסי לבין אלה שנלקחים ב-17 IFRS - הרי לא יעלה על הדעת למשל שיהיו הנחות שונות לגבי הרווחיות של מוצרי הביטוח השונים ביניהם. אין מה לעשות, הם יהיו חייבים לחיות ביחד בהרמוניה..

חברות הביטוח, שראשיתן יושבים כאן היום, עדיין לא פרסמו את ההשפעות הכמותיות של המודל החשבונאי החדש והן יתחילו לעשות את זה רק בדוחות הרבעון השלישי - כלומר בנובמבר 2024. אז נראה את ההשפעות ליום המעבר (1.1.24). אבל לקראת הדיון המיוחד, ניסינו לקבל מושג בכל זאת להשפעה הפוטנציאלית על ההון דרך המידע על הסולבנסי. העיקרון של ההסתכלות קדימה של 17 IFRS ושל הסולבנסי דומה אבל בכל זאת יש הבדלים. אם ננסה לבדוד את שני ההבדלים הגדולים, אזי הראשון הוא שמטעמים חשבונאיים ב-17 IFRS יש רווח נדחה שזה ה-CSM כי החשבונאות מעוניינת להכיר ברווח עם הפקתו כלומר, על פני תקופת הפוליסה. ומצד שני הסולבנסי שמתייחס לכושר פירעון הוא מטבע הדברים שמרני יותר מתקן 17 בכל הנוגע להתאמה לסיכון. יש כאן אפקט של קיזוז, אבל אפשר להגיד בגדול שאם נתעלם מהוראות המעבר, ההון לפי 17 IFRS אמור לנוע בין ההון העצמי הנוכחי לבין הסולבנסי. בחומר הרקע, ניסינו כבנצ'מרק לאמוד את הסולבנסי המצרפי של חמש חברות הביטוח הגדולות עצמן לסוף יוני 2023 כי זה המידע הציבורי האחרון שקיים. לצורך כך, ביצענו שתי התאמות טכניות לסולבנסי - בהקשר של נטרול הפחתת הנכסים הלא מוחשיים והניכוי בשל פריסה. ברמה אגרגטיבית לגבי חמש חברות הביטוח הגדולות, הסולבנסי המותאם גדול מההון החשבונאי בכ-38% (38 מיליארד שקל לעומת 27.5 מיליארד שקל). ורק לקבל פרופורציות על נתוני השוק, אז שווי השוק המצרפי של חברות ההחזקה של אותן חברות הביטוח, שכידוע הן החברות

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

בתקן. לכן, להגיד שהתקן שמתייחס רק לפעילות ארוכת טווח ביטוחית יוצר שינוי דרמטי על השווי זו הגזמה כמובן. נתייחס עכשיו רק לפעילות הזאת, פעילות הביטוחית לטווח ארוך ונשאל האם ההון העצמי שמדווח מבטא את הרווח או את שווי הפעילות לטווח ארוך. גם על זה התשובה שלילית. אנסה כאן לפרט איך משתלב בדיווח על פי IFRS 17 עם הערכת שווי של הון חברת ביטוח. מה כלול בהון העצמי ומה לא כלול מבחינת הפעילויות האחרות של חברת הביטוח. למשל, האם שווי הפעילות של חברת בת שעוסקת בפנסיה ומתפרנסת מדמי ניהול כלול בהון. התשובה שההון העצמי של חברת הבת כלול בהון שמדווח בתקן אבל שווי הפעילות אינו כלול.

כנ"ל גם לגבי סוכנויות ביטוח בבעלות. אם הסוכנויות מהוות ענף רווחי, ענף שיש לו שווי אז השווי הכלכלי צריך להתווסף בניכוי ההון העצמי. בכלל נושא הכפילויות הוא נושא מאוד בעייתי מכיוון שחברות הביטוח עוסקות בהרבה פעילויות, יש העברה של הוצאות מפעילות לפעילות וצריך מאוד להיזהר כדי שלא לספור מספר פעמים את המרכיבים האלה כאשר מנתחים בנפרד את חברת הביטוח בפעילות ארוכת הטווח (הנושא שלנו) ושלושת הפעילויות אחרות שהזכרתי - פעילות קצרת טווח, סוכנויות והנושא החשוב ביותר הנושא הפיננסי. הנקודה הזו צריכה להיות ברורה, בואו נתייחס לנושא של פעילות ארוכת טווח בהתחלה ואחרי זה נדבר על הערכת השווי של הפעילות האחרות. בנושא שלנו היום מציגים לנו את התקן IFRS 17 שיש בו מרכיב של הון עצמי יש בו מרכיב של CSM שהיא כרית ביטחון כזו. מה זה בדיוק CSM? אני קושר את זה ישירות לכל הרעיון שה- IFRS 17 מתייחס לפעילות חדשה כפעילות של אפס ערך נוכחי נקי, אם אני חותם היום על פוליסה ארוכת טווח ויש בה מרכיב רווח, הרווח לא מוצג כרווח אלא ההנחה התחרותית שהוא אפס והוא מוצג במסגרת ה- CSM בתוך רווח שיתחרר בעתיד. אם ה- CSM הוא חלק משווי הפעילות ארוכת הטווח של החברה? או שבגלל שבענף הביטוח והמורכבות שלו, האקטואריה והביטולים יש להמתין עד שהרווח ישתחרר כאשר שירותי הביטוח יינתנו כדי להראות את הרווח הזה. עכשיו השאלה מה מתוך ה- CSM שייך להון העצמי ומה לא שייך להון העצמי? אם אתם אומרים שכולו שייך להון העצמי המסקנה היא שאתם לא מאמינים גם לסולבנסי כי בסך הכל בסולבנסי מרכיב הסיכון הוא שווה פחות או יותר למרכיבים האלה יחד. כמה לקחת מה- CSM הזה כדי לצבור להון העצמי רק כדי לנתח את השווי של פעילות

שיפטינג - וכאן זה שיפטינג בין הון לרווח שיוביל להגדלת התשואה להון בעתיד - כי כל שקל של שיפטינג יגדיל את המונה בעתיד תוך מניעת גידול של המכנה. השיפטינג הזה עוד יכול במקרים מסוימים אפילו להוביל להקטנת ההון.

אנחנו עורכים כאן היום דיון מיוחד של פורום שווי הוגן ונמצאים כאן כל הגורמים הרלבנטיים - החל מהחברות - הנהלות ודירקטוריונים, דרך הרגולטורים, האקטוארים ורואי החשבון וכלה בנציגי שוק ההון. יש כאן שאלות חשובות על תפקיד הרגולטור בפיקוח על היישום, לרבות ההנחות, המתודולוגיות והקביעות השונות שנוגעות למדידה של מאזן הפתיחה, כי אחרת ייווצרו כאן פערים בתוך הענף שישפיעו על התוצאות בשנים הבאות. יהיה לנו מעניין גם לשמוע מהחברות את הפוטנציאל לשינויים אסטרטגיים ועסקיים. אני חייב להגיד שאני הרבה שנים בתחום ולא זוכר מצבים בעבר שבהם בתקינה חשבונאית חדשה היה פוטנציאל לשינוי כזה באופי הפעילות של ענף בכללותו.

אמיר ברנע

בוקר טוב לכולם, אני דווקא אתחיל בהצגה של מבוכה כי לעיתים רחוקות באולם אוניברסיטאי כזה המרצה יודע פחות מהנכחים. זה המצב ברגע זה, אני מסתכל על האנשים, דיברתי עם חלק מהם, המומחיות היא בקהל. לכן, אני מניח שמה שאגיד כאן יהיה אולי בשוליים של נושא ה- IFRS 17. אדבר עליו מהאספקט של הערכות שווי. איך ישפיע התקן, אם ישפיע, על נושא הערכות שווי. ברור לגמרי שאין קשר מלא בין ההון העצמי על פי תקן IFRS 17 לבין שווי חברות ביטוח. אין קשר בגלל שתי סיבות. סיבה הראשונה כמו ששלומי אמר, היא שהתקן מתייחס רק לפעילות אחת של החברות, הפעילות של הזמן הארוך - ביטוחי חיים, בריאות, סיעוד והוא לא תופס מגוון פעולות אחרות של החברות שחלקן מתבצע בחברת הביטוח או חברת הבת שלה ובחלקם נעשה בחברת האם, כלומר בחברות אחיות לחברת הביטוח. אני מתכוון למשל לפעילויות כמו ביטוחים לזמן קצר כגון ביטוחי דירה ורכב שהרווחיות עליהם, התוצאות העסקיות שלהם אינם חלק מהתקן. גם נושא של סוכנויות והבעלות על סוכנויות, שגם הוא חלק או מחברת הביטוח, או חברת אחות שלא נכלל, וכמובן הפעילות המרכזית שהיא הפעילות הפנסיונית, והפעילות הפיננסית שנעשית בחברות, וגם כן בצורות שונות של התארגנות אבל היא פעילות מרכזית שאיננה כלולה

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

איזה חלק מ-**CSM** הוא הון עצמי כלכלי. אינני יודע ולא עשיתי את החישוב, ממתי לתוצאות ולדיווחים ואולי נוכל להגיד משהו בהקשר הזה. ולזה נסיף שיש עוד שלוש פעילויות של חברת הביטוח שנעשות בחברה או בחברת האם והן שוות, הפעילות הפנסיונית, יש עסקאות שנעשות בתיקים פנסיונים ומדברים על פער בין 0.5-0.8% שמייצג שווי של תיק פנסיוני, כאשר הוא נרכש. יש לנו גם את הסוכנויות, כמה שוות הסוכנויות? אפשר להסתכל על הרווח של הסוכנויות, אבל אני מזהיר אותכם, התייחסות לרווח מהאספקט הזה של העברות הפנימיות היא פעולה שיש בה כפילויות. נסיף את פעילות קצרת הטווח של חברת הביטוח, האלמנטים האלה הם וודאי מרכיבים בשווי. התוצאה המתקבלת (ואיני בטוח אם לא מחמירים את התמונה), כפי שציננת, היא ש מניות חברות הביטוח הן **Under valued**. אבל כמובן שה **Under valued** הזה קשור להרבה דברים אחרים כמו הסיכון הפיננסי, יש טענה שאומרת שהחברות משנות את אופיין והיקף הפעילות הפיננסית הופך לדומיננטי בהתחרות עם הבנקים. הדבר החשוב פה הוא שחברות הביטוח בניגוד לבנקים, לא פועלות ישירות מול הלקוח, בבנקים יש שווי ללקוח והבנקים יכולים להתאים סל מוצרים ללקוח כי הלקוח אצלם והנתונים של הלקוח אצלם וחברות הביטוח פועלות אומנם בחלק באמצעות סוכנים בבעלותם אבל החלק העיקרי הם סוכנים חיצוניים שנוטלים לפחות חלק משווי הלקוח. וכאשר יש גורם מתווך כזה שהוא יוצר את כל האנרגיה הזו של הניוד, אדם אומר לעצמו רגע, זה שלקוח פה וזה שסוכן הביטוח מקבל את העמלה שלו על פי שלושת השנים הראשונות אני כבר רואה את התזוזה מחברה לחברה שפועלת לטובת הסוכן. הרי, אם אפילו בענף כולו היקף המבוטחים לא משתנה אבל יש תזוזה, לתזוזה יש משמעות - כי מי שיוצא הוא זה ששילם דמי ניהול גבוהים ומי שנכנס הוא זה שמשלם דמי ניהול נמוכים. כלומר, כל הניוד הזה מוריד באופן משמעותי את דמי הניהול של חברת הביטוח, גם בפעילות הפנסיונית וגם בפעילות הביטוחית. עכשיו יגיד המפקח - מצוין. אבל אם הדבר נעשה בצורה מופרזת ואם הנושא השיווקי האגרסיבי הזה הנעשה באמצעות סוכנים והוא קיים בשטח, אז יכול להיות שאנחנו יכולים להבין מדוע השוק מתייחס ב-**Under value** למניות של חברות הביטוח.

ארוכת הטווח? לקחת חצי? מישהו אומר שבאירופה לוקחים חצי מה-**CSM** להון העצמי, אני לא יודע מאיפה החצי, ממה הוא בנוי, מה ההצדקה התיאורטית או המתודולוגית שלו. יחד עם זאת ברור שמרכיב שווי נכלל ב-**CSM** ולו רק בגלל שהנחת התחרות המשוכללת איננה מתקיימת בשוק זה במלואה. נסתכל על הסולבנסי ועל ההון העצמי ב-**IFRS 17** וכבר אמרתם שעלות אימוץ תקן 17 על חברות הביטוח היא מילארד ש"ח הרי יש פה אבסורד. הרי בוצעה ההתאמה לסולבנסי ואם יש קשר הדוק בין ההון העצמי ב-**IFRS 17** ובסולבנסי, מדוע צריך לשלם פעמיים? פעם אחת שילמנו לפני כמה שנים על הסולבנסי ועכשיו משלמים מחדש על ה-**IFRS 17**. אתה (שלומי) אמרת שאולי היה אפשר לעשות את זה בסדר הפוך ולחסוך את ההוצאה הזאת.. השאלה אם יש בזה צורך? קצת מוזר שמסבירים לך שעות על ה-**IFRS 17** ואתה מגיע להון העצמי ואתה רואה אותו בסולבנסי ואתה אומר יש לי את זה. יש לי פחות או יותר אותו הון עצמי וההבדלים הם טכניים (מה אתה מבטל וגורע או קיזוז פנימי) ואני באמת שואל את עצמי האם היו פה שיקולי כדאיות לטווח ארוך או רק עדוד לפירמות רואי החשבון?

אז בואו נחזור לנושא השווי, כמה באמת שווה פעילות ארוכת הטווח בחברות הביטוח? והשאלה היא כמה שווה מנקודת מבטו של המשקיע במניות חברות הביטוח? וכמובן שליקחת סיכון שמכסה את כל הסיכונים, 99.5% משקיע מניות מחפש הגנה כזו, מה קובע את מחיר ההון להיוון, איך מחיר ההון להיוון בהשקעה רגילה שכוללת פרמיית סיכון איך הוא משתלב עם ההפחתות האלה של מרכיבי הסיכון או תוספות מרכיבי הסיכון להתחייבות? זאת שאלה שלא הצלחתי לפתור אותה עד הסוף. מה העקביות פה? לא הצלחתי לפתור. אבל הנקודה היא ברורה, חברה בשוק שמגיעה לתוכנית השקעות ובודקת אותה ומהוונת את תזרים המזומנים במחיר הון שמשקף פרמיית סיכון - יש לה ערך נוכחי נקי ותוספת לשווי, עכשיו פה קבעו כלל שאין תוספת לשווי. למה? כי אנחנו מניחים שוק משוכלל? היכן שוק משוכלל? למה יש ערך נוכחי בחברות אחרות? יש לך גישה שונה ללקוחות, יש לך לקוחות נאמנים, שווי צרכן ואלף ואחת סיבות שאני יכול למנות כאן מדוע השוק איננו משוכלל במידה שמצדיקה ערך נוכחי נקי אפס. זאת אומרת, ההון העצמי כפי שידווחו אותו ב-**IFRS 17** הוא נמוך משווי אחרי הניכוי של כל ההון העצמי שמושקע בדברים אחרים, ההון העצמי הזה הוא נמוך יותר משווי הפעילות ארוכת הטווח בעיני המשקיע במניות החברה. יש פה הפרש, כמה הוא בדיוק? כלומר

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

עמית גל

ואני באמת חושב שבהסתכלות קדימה, בהפגנה הזאת של חוסן, הענף מראה כמה שאנחנו הפכנו להיות מוקד כמו בכל דבר שהמדינה הזאת עושה, מוקד של ידע שצריך להתגאות בו. במהלך ההערכות היה שיח על זה שאין מספיק מומחים בעולם שיילמדו אותנו, בסוף אנחנו נהפוך את הנושא הזה של חשבונאות ו-17 IFRS לענף ייצור, ופה יש חלק מהיצרנים. זה גם ככה טוב בשביל שער המטבע, ובאמת החוסן הזה מתבטא באמת בגורמים דווקא בחברות מעצם זה שאנחנו רואים שכבר נבנית ספרות בתוך הענף הזה. אנחנו רואים פה משרדי רו"ח שכבר צברו ידע מאוד מאוד חזק לתחום הזה האקטוארי, חשבונאי, מערכות מידע, הדבר הזה יזז פה אולי גם תעשיות נוספות מעבר לנושא של החשבונאות הטהורה - ביקורת אולי באמצעים טכנולוגיים, בינה מלאכותית. אז באמת אני רוצה לברך את כל הנוכחים פה, זה מסע מאוד משמעותי אבל מסע משמעותי שהלכנו בו חלק, אבל החלק היותר משמעותי ככל הנראה עומד עוד לפנינו בכל מה שקשור להבנת המספרים, לניתוח המספרים, לשימוש חכם בהם ויש עוד דרך לפנינו.

יאיר המבורגר

בוקר טוב לכולם, באמת זה מרנין את הלב לראות כמות כזאת גדולה של אנשים מגיעה לדיון בנושא כמו IFRS 17, לדעתי רוב האנשים שנמצאים פה החליטו לבוא מפני שהתעשייה עכשיו הוציאה למעלה מחצי מיליארד שקל על זה והם רוצים לדעת על מה - וגם עד עכשיו לא ברור להם למה. התקן הזה הוא באמת משהו יוצא דופן ואני המון שנים בענף, עברתי הרבה מאוד רפורמות, הרפורמות הגדולות ביותר בשנים האחרונות היה גם הסולבנס. זה לא פייר לאדם כמוני כבר לתת כזה דבר, אבל זה מה שקורה. אני בגדול חושב שהתעשייה באמת תושפע מאוד מהתקן החשבונאי הזה. ראשית, אני חושב שחברות הביטוח יהיו חייבות לחשוב שוב על כל האסטרטגיה שלהן לאור התקן המיוחד הזה. אני חושב שחברות הביטוח יצטרכו לחשוב היטב על מה הם מוכרים, על איזה תמהיל של מוצרים הם מוכרים, האם כדאי להם למכור או לא כדאי למכור. נושא מאוד חשוב הוא גם המשקיעים, סופסוף באיזהו סטואציה יהיה הרבה יותר קל. אני חושב שהמשקיעים סוף סוף יוכלו באמת לקבל דרך להשוות את שוויין של חברות הביטוח. עד היום כל נושא השווי של חברות הביטוח היה ברור אבל היה בו הרבה מאוד "חורים שחורים", ואני חושב שחלק גדול מהתקן החדש הזה

קודם כל אני רואה את הדיון הזה בשונה מהדיונים שמתקיימים בפורום שווי הוגן בדרך כלל בחדר מסביב לשולחן עגול. יש לנו פה יציע... אני מאחל לפורום הזה שימשיך להתרחב, באמת יש בו כבר הרבה שנים דיונים מאוד חשובים. אני חושב שיש הרבה היבטים בענף הביטוח אולי הראשונים שבהם שהם היבטים צרכניים, בסופו של דבר ענף הביטוח פוגש את הלקוח הסופי ויש תפקיד מאוד גדול וחשוב במעטפת הכלכלית של אזרחי המדינה, ואני חושב שלפעמים גם קצת מפספסים את זה. אבל מה שראינו מתחילת המלחמה כשמסתכלים על המספרים של המאקרו - נתון שאנחנו ראינו אותו ברשות זה שמתחילת המלחמה יש 900 מיליון שקל תשלומי risk ושארית לתוך קרנות הפנסיה. זה מספר שהוא מדהים כי אלו מספרים שנכנסים לתוך המערכת המאקרו כלכלית הרחבה והם מראים את העוצמה של הענף הזה בכללותו ואת ההשתלבות שלו בתוך המשק הישראלי, ומה התפקיד שלו, ומה המקום שלו בתוך המשק. זה אומנם רק אירוע אחד קטן, "אירוע חגיגי", סיכויי מוות אבל אני לא צריך להתחיל לדבר על כל המשמעויות של כל ענפי הביטוח, גם לעולמות של ביטוח הכלכלי והשפעה על הסביבה הכלכלית. אז זה איך מבחינתי אני רואה חוסן, מקום, ובגרות של תעשיית ביטוח.

אני חושב שקצת ממקום אחר - שזה גם מראה את החוסן ואת המקום שהגיע אליו ענף הביטוח שיש כזה דיון רחב ועמוק והיערכות לתקן חשבונאות, זה אמנם נראה ככה קצת נישתי או למומחים לדבר, אבל מתוך ההרכב מהפורום המאוד רחב שיש בו החל מאקטוארים, חשבונאיים אבל דרך כל הגורמים העסקיים עמלות ודירקטוריונים וזה מראה כמה שאת האירוע הזה הענף לקח ברצינות, בלי לקחת את האירוע הזה ברצינות אי אפשר היה להגיע להישג הזה שהגענו. לאירוע הזה אנחנו יצאנו למעשה, תלוי מתי סופרים, היסטורית אולי לפני מעל ל-20 שנה אבל באמת יצאנו לדרך לפני בערך 5 שנים כשהתקן התקבל באופן סופי והענף החליט בהובלת הרשות לשנס מותניים ולהיכנס לתוך האירוע הזה. ואני חושב שהענף הזה יכול להתגאות בעצמו מאוד על הדרך שאנחנו, והדרך שהמקום שאליו הגענו. אמנם אנחנו עוד קצת לפני הארץ המובטחת אבל אנחנו ניכנס. בעצם יש פה את השוויבין המרכזי שזה משה ברקת שאם אנחנו מדברים על הארץ המובטחת משה הוא לא נכנס לארץ המובטחת, משה הזה צריך להיכנס לארץ המובטחת.

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

קצת לשאלה המימונית (זו לא שאלה חשבונאית) - האם מדובר על
הון או התחייבות בראיה מימונית?

אז מה זה התנועה האורגנית? יש פה דוגמה תיאורטית, זו דוגמה
שלקוחה מתוך החומרים של KPMG, מי שזה מעניין אותו יכול
לראות בלינקים בשקפים שהופצו. התנועה האורגנית מתייחסת
ל-CSM למרווח השירות החוזי בתור סוג של מחסנית של רווח
עתידי. כלומר, אני מתחיל את התקופה עם איזושהי כמות של CSM
והתנועה האורגנית משמעותה שאני יוצר בתקופה CSM חדש
כמו מחסנית רווח נוספת, גם נצברת ריבית בגלל חלוף הזמן על
הערך הזה ומהצד השני בתקופה ה-CSM פוחת מכיוון שמסופקים
שירותי ביטוח בתקופה הזו. והחברות שואפות לפחות ולהראות
למשקיעים ולסמן להם שהמחסנית מתמלאת - שאני מגדיל את
הרווח לשנים הבאים בגלל שאני ממלא יותר בתנועה האורגנית
הזאת מאשר אני מרוקן. כמובן יש גם דברים מחוץ למחסנית
שאנחנו תכף נראה אותם שהם מעוררים שאלות. פה למשל, יש
תרשים מעניין, על ציר ה-X אתם יכולים לראות את חברות הביטוח
בפועל שדווחו במדגם של KPMG מהעולם על התוצאות, יש פה
כמה עשרות של חברות כאשר כל אות מסמלת חברה. והיחס הזה
זה היחס בין תוספת ה-CSM בתקופה לבין הפחתת ה-CSM
בתקופה, אז חברה שהיחס שלה הוא מעל 1 היא חברה שלפחות
משקפת בתנועה האורגנית איזושהי צמיחה ברווחיות העתידית
בעסקים הארוכים שלה - זה למשל המקום שהייתי רוצה להיות
בו אם זה מה שאני רוצה לשדר למשקיעים שלי. כמובן עוד משהו
קשור זה גם קצב ההפחתה השוטף בשנים הבאות של ה-CSM,
יש פה את הטווח של מה שרואים מחו"ל ממשהו כמו 60 חברות
שנדגמו באיזה קצב ה-CSM יוכר כרווח והפסד. אגב, אין לנו היום
גילוי אקוויולנטי, אנחנו היום לא יודעים בדוחות הכספיים הנוכחיים
איזה קצב תהיה הרווחיות של החברה בשנים הבאות, גם לא בעסק
הארוך, פה אפשר כבר לראות בעזרת התקן הזה. אני חושב שמה
שגם דיי מעניין פה הוא שהדפוס נראה על פניו יחסית ליניארי. זאת
אומרת, יש חברות שזה יותר מהיר או יותר איטי אבל בסך הכל
זה נראה שהשחרור זה לא שיש המון שחרור בשנים הראשונות
ומעט שחרור בשנים המאוחרות, זה נראה לפחות בעשר השנים
הראשונות שהדבר הזה יהיה יחסית בקצב אחיד. אבל כמו כל דבר
יש פה גם איזושהי מציאות, אז פה לקחתי דוגמה אמיתית, זו חברת
AIA זאת מבטחת החיים הנסחרת הגדולה ביותר באסיה פסיפיק,
זאת מצגת ש-AIA הציגה למשקיעים שלה לגבי השפעת IFRS

פותר את הנושא הזה. זה יהיה אתגר גדול מאוד לחברות הביטוח,
מכיוון שבאיזושהי מקום הם יצטרכו להתמודד עם המציאות החדשה
הזאת, אז ככה שאני רואה בשינוי הזה שינוי באמת יוצא דופן.

בני גבאי

אני זוכר שהיו לנו כמה שיחות עם משה ברקת וניסינו לשכנע שזה
לא יקרה, ונתנו כל מיני דוגמאות אבל בסוף אנחנו במדינת ישראל
חלק מהעולם, וכשיש תקינה בינלאומית צריכים ליישם אותה פה.
ואנחנו גם כחברות ביטוח יודעים שיש גם אנשי משנה שצריכים
לקרוא את הדוחות הכספיים שלנו, וזה צריך להיות שקוף. שקוף
גם לנו, גם למבקרי משנה ובעיקר למשקיעים זרים. בסוף יש פה
משקיעים זרים, אנחנו רוצים שהם יבואו להשקיע בישראל, אנחנו
רוצים לתת להם את השקיפות הראויה, את הנגישות להסתכל
על הדוחות שלנו ולהבין אותם. אז קיבלנו קצת הנחה והתקן ייכנס
בינואר 25. כמו שנאמר, וכתוב בחומר רקע, אז מדובר ברעידת
אדמה, זה נכון. ואני מציע לכל מי שיש פה ורוצה לעזוב את המקצוע
זה הזמן לעזוב את המקצוע, ויש יתרון עצום למי שבא ומסתכל על
זה בעיניים שלא של פעם, ולא של היום אלא של העתיד, אבל זה
סתם בצחוק. אני בטוח שכולם פה, חשוב שיהיו פה, ושילמדו את
הדבר הזה ויכניסו את זה לעסק כי יש לזה יתרונות גם אם אני לא
רואה אותם עכשיו. אבל אני בטוח שאני אראה אותם בעוד כמה
שנים, ואולי בעוד 10 שנים אנחנו נגיד איך היינו יכולים להיות בלי
זה. חברות הביטוח בעיצומו של היערכות, מתניעים את התקן הזה,
לומדים אותו, אמר יאיר חצי מיליארד, זה יגיע לדעתי למיליארד, כי
עם הזמן זה מצטבר והולך.

יבגני אוסטרובסקי

אני רוצה להתחבר לחלק מהמסרים שהיו ואני אנסה גם שלא
להאריך יותר מדי. לקחתי פה שתי נקודות ובאחת מהן יש בעקבות
השיחות שלי ושל אמיר קצת חזרה אז אנסה לקצר בה. הנקודה
הראשונה שהייתי רוצה לדבר עליה היא קודם כל מה אנחנו רואים.
איך חברות מציגות למשל בחו"ל? כי כבר מיישמים את זה בחו"ל.
איזה דברים קלאסיים אנחנו רואים שחברות מציגות למשקיעים
שלהם עם אותו מרווח שירות חוזי (CSM) ספציפית מה שאני קורא
לו - "תנועה אורגנית", תכף נראה דוגמה. דבר שני זה להתחבר

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

שלומי שוב

פטנט מעניין.

יבגני אוסטרובסקי

זה באמת מעלה את השאלה של מה זה. אז בוא אני לא אחזור על הדברים שלך אמיר אבל אני חושב שהעולם שצריך להסתכל עליה זה העולם שבין עולם תיאורטי מאוד של שוק מאוד יעיל ומשוכלל שבו כל הצרכנים זהים וכל החברות דומות, כל הלקוחות מידעים ובעולם הזה כשאתה מוכר פוליסה אז אתה לוקח את הפרמיה הראויה ולכן אם מכרת אותה ורק העט עבר בשולחן, במועד החתימה - לא נוסף לך הון, זה העולם שיותר דומה ל IFRS 17 שבו ה- CSM מונע הכרה ברווח מידי. ומהצד השני, יש לך את העולם אולי היותר ריאליסטי שבו הלוקוחות והחברות לא זהים ויש לקוחות שמשלמים יותר ויש כאלה שפחות ויכול להיות שכשהעברת את העט על השולחן, חתמת על חוזה, ההון הכלכלי כן עלה וזה יותר דומה אולי לגישת סולבנסי 2. אז 50% אמיר שצינת מאיפה למשל יכול להיות שזה הגיע? איפשרו במציאות ברור שאנחנו בטווח של ה-In-Between אבל לא ברור איפה. יש פה נציגים של חברות דירוג ואולי מעניין לשמוע אותם אבל למשל רק לפני חודשיים "מודיס" העולמית פרסמה טיוטה להערות של מתודולוגיית דירוג לחברות דירוג שמתייחסת בין היתר ומדגישה את השאלה על איך אני מתייחסת ל- CSM ול IFRS 17 כשאני מדרגת חברות. והם התלבטו על השאלה הזאת, האם מדובר על התחייבות או ההון שכן מהצד האחד זה סופג הפסדים אבל מהצד השני זה לא וודאי. ומה שהם מציעים למשל לעשות זה כשהם מחשבים יחסים כדוגמת נכסי סיכון להון או תשואה להון או למשל נכסים בלתי מוחשיים להון וכל הדברים האלה, כלומר יחסי דירוג המשפיעים ועל הפרופיל הפיננסי, 50% מה- CSM נטו הוא הון, זאת אומרת שהם מתקנים את הדברים הללו. אז בעולם שלהם כל הפחתת ה- CSM היא עדיין חלק מהרווח, אז יש פה עדיין נס אבל חצי נס ולא נס מלא. אז הסיכום של הדברים שלי, קודם כל אני לא הולך להרחיב יותר מדי על הוראות המעבר שאותן בטח נשמע בהמשך אבל יש אינטראקציה חשובה בין אותה תנועה אורגנית לבין הוראות המעבר כי ככל שיש לי CSM יותר גבוה, קשה להראות יחס אורגני גבוה של מעל 1, כלומר, קשה להראות שהחברה עדיין ממשיכה לייצר ולמלא את הדלי הזה.

17. אגב במאמר מוסגר, חברות הביטוח בחו"ל ובוודאי הגדולות שביניהן השקיעו המון משאבים בלשקף את עצמן למשקיעים אחרי שהתקן הזה נכנס. עכשיו המון חומרים שהם הוציאו (זאת דוגמה) והדוגמה הזאת היא אותה תנועה אורגנית, אבל מה בולט פה? ומה הנקודה למחשבה שהייתי רוצה להציע? אז גם פה החברה משדרת שיש גידול מסוים של 15% לפני הפחתת ה- CSM אבל בשורה התחתונה השנה התחילה ב-53 מיליארד דולר של CSM והסתיימה ב-50 מיליארד דולר, כלומר ה- CSM ירד, ולמה הוא ירד? כי מחוץ לתנועה שמדגישים לנו יש ירידה של בין היתר ירידה של כ-4 מיליארד דולר כמעט בגלל שינוי הנחות, כלומר הנקודה החשובה היא שבעוד שאנחנו מתמקדים באשר לכמה CSM יציתי במהלך התקופה, צריך לזכור שבסוף זה אומדן כשאני מייצר עסק חדש אני נותן אומדן כמה רווח יהיה לי אבל אחר כך הזמן חולף ויכול להיות שמה שחשבתי שיהיה רווח הוא לא בהכרח רווח. ואני חושב שהאתגר של המשקיעים, האנליסטים והנהלות יהיה לא רק להתמקד כמה העסק יצר וכמה שווי יציתי במועד שיווק החוזים אלא גם מה קרה אח"כ, האם אני רואה את הרויזיות השליליות האלה כמו פה שאחר כך אולי פוגעות בו לרעה או שמוסיפות לו לטובה.

ועכשיו לשאלה של אמיר, האם זה הון או לא? עכשיו בחשבונאות ה- CSM זו התחייבות, זה כולנו יודעים ומכירים ואין מה להוסיף. אבל איך מתייחסים לזה מימונית בחו"ל? זה באמת נקודה מעניינת, אז שוב לקחת את חברת AIA, שוב מאותה מצגת וזה לא שונה אגב בחברות אחרות, זאת סתם דוגמה וזו תופעה כללית. למשל פה הם הציעו משהו חדש שהם קוראים לו ההון המקיף - Comprehensive equity, ויכולנו לראות שב IFRS 4 זה פשוט היה הון אבל ב IFRS 17 הם אמרו יש לי שני סוגי הון, מצד אחד יש לי את ההון הבסיסי ויש לי את ה- CSM נטו ממס שהוא גם הון. ולכן ההון הכולל עלה כמעט פי שניים והמינוף אם מחשבים פה את יחס המינוף הוא ירד פי שניים, מ-22% זה כולל רק חוב נושא ריבית והון, זה ירד ל-11% אז למשל במובן הזה החברה זאת מספרת למשקיעים שלה לפחות מבחינת מינוף שזה כן הון. אבל אם אנחנו מסתכלים על הרווחיות שלה שזה פירוק הרווחיות שהחברה מציגה, אז הרכיב הכי גדול של הרווח שלה לתקופה זה הפחתת ה- CSM, אז יש פה משהו שאני לא בטוח שראיתי במקומות אחרים בחשבונאות, שמצד אחד אתה אומר שה- CSM זה הון ומהצד השני אתה לוקח חלק ממנו ואומר שזה רווח, שזה סוג של נס.

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

לקבוע משהו אחיד. היו סוגיות שהתייחסנו אליהם שיצירות אחדות בעיקר בנושאים שמאופיינים ספציפית עם ישראל וכמובן גם בנושא של הגילוי. הצגנו דוח לדוגמה ואנחנו באמת מאוד מקווים שזה יהיה כלי שיוכל לקדם את השימושיות בדוחות. אנחנו ליוונו ואנחנו מלווים "יד ביד" וכולכם יודעים שבאמת למרות כל התהליכים שנעשו, התקבלה החלטה לדחות את היישום. ההחלטה הייתה משותפת, החלטה חשובה, החלטה שמביאה את השוק להיות יותר בשל - שאפשר קצת להציץ על מה קורה בחול וללמוד מזה, שנותן עוד קצת אוויר להגיע עם מערכות קצת יותר יציבות. דחייה שלדעתי באמת מביאה את השוק למקום אחר, ליום הזה שמתקרב שאנחנו נישם את התקן. בעצם בזמן הזה הכנסנו את כל הנושא של המבדקים הכמותיים. החברות דיווחו לנו כבר כמה וידווחו עוד כמה, ההתחלה היא בנושא של השווי הוגן ויום המעבר. החברות עשו את התחשיבים, הגישו לנו מספרים ושמונו כבר בנצ'מרק ושמונו תובנות, אנחנו נמשיך להתייחס לנתונים שהגיעו אלינו. אני חושבת ואני גם שומעת שזה דחף את החברות להתלכלך קצת ולהרגיש את המספרים, להתחיל לגעת מה באמת הולך לקרות לפחות כרגע בעולם של יום המעבר.

בהמשך יהיו מבדקים גם של ניתוח של תוצאות ושוב אני חושבת שזה כלי מאוד משמעותי לכם ולנו. אני אזכיר גם שפרסמנו כבר מבנה טפסים - מה שאנחנו קוראים טפסים או דיווחים נלווים שזה בעצם ירידה לרזולוציה יותר גבוהה של ניתוח הנתונים. חובת הדיווח היא עלינו אבל שוב זה כלי שאנחנו חושבים שהחברות כולן יכולות להשתמש בו כי יש פה מורכבות גדולה.

גם בהקשר של הקשר בין הסולבנס ל-IFRS יהיה לנו חשוב ליישם את הניתוח הזה. יחד עם זה, עוד נקודה שלדעתי היא קריטית זה בעצם מי האחראי פה על כל העסק הזה, מי חותם בסוף על הדוחות. לכן, כמה חשובה התקופה הזו שהיא תקופת למידה, תקופת הבנה, ניתוח ואתגור של התהליך. כמה חשוב שאותן הנהלות ואותם דירקטוריונים, ביקשנו מהם דיונים חצי שנתיים, ביקשנו שהמבדקים הכמותיים יעברו בדירקטוריון כי יש פה באמת שינוי מאוד משמעותי בדוחות שחשוב מאוד התהליך הזה של הלמידה ושייקחו חלק בקבלת ההחלטות.

אני אתייחס רגע בקצרה לנושא ששלומי הזכיר שזה יום המעבר. אז רוב החברות או בעצם כולן מנהלות תיקים והתיק שהכי יושפע מהמעבר זה התיק של ביטוח חיים והבריאות. בעצם השאלה הגדולה היא איך עוברים איתו, לוקחים את התיק הזה "על הגב"

באופן כללי, לדעתי לפחות, משקיעים מעדיפים חברות שהן שקופות ושהתוצאות שלהן הן עקביות מתקופה לתקופה, זאת אומרת שאני יכול לחזות בצורה ברורה יחסית את התוצאות. ובגלל שיש את הצורך הזה בהבנת התוצאות ובעקביות התוצאות, אני חושב שעדיין יהיה צורך גם אחרי שהתקן הזה ייכנס לתוקף להמשיך לייצב את הרווח או להראות למשקיעים איזשהו רווח מותאם כמו שעושים גם היום בחלק מהחברות. העניין הוא שיוכל להיות וכמובן צפוי שהאופן שבו נבצע את זה יהיה שונה מהצורה שאנו עושים את זה היום כי חלק מהשינויים ייספגו ב-CSM וחלק מהשינויים לא, וזה יהיה מעניין לראות איך חברות יעשו את "ההחלטה" הזו וכמו שאמרתי בהתחלה אני חושב שיוכל להיות בהחלט ואולי יהיה כדאי שחברות ישקיעו מחשבה יתרה בשאלה של איך הן מציגות את היעדים ואיך הן משקפות את עצמן למשקיעים. כמו שאמרתי בחו"ל חברות ביטוח השקיעו לא מעט בנושא של חינוך שוק, שיקוף, גיבוש של KPI'S וכיוצא בזה.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את דקלה החשבונאית הראשית של רשות שוק ההון. כמו שאמרנו לרגולטור יהיה פה תפקיד מאוד משמעותי.

דקלה מושקוביץ

זה ייקח רק כמה דקות לתת את נקודת המבט שלנו בתור רגולטור, רשות, פיקוח. אני אתחיל בהתייחסות לנושא של ההיערכות. כן זה נכון, אנחנו כרגולטור ממש לקחנו על עצמנו ליווי מאוד צמוד של היערכות התקן במודע. אנחנו חושבים שזה פרויקט ענק וראינו לנכון כמה חשוב ההליכה יד ביד בצמוד אליכם בכל התהליך הזה של ההיערכות. אני חייבת להזכיר גם שכמו שאמרנו קודם, אנחנו שוק מאוד מאוד קטן - אנחנו מכירים את כולם, חברים. אבל כאן זה אומר שבאמת מספר חברות קטן בשוק, אופי מאוד דומה של חברות - מה שאומר שיש פה כלי שכדאי להשתמש בו של ניתוח תוך השוואה בין חברה לחברה.

גם עד היום מאז כניסת ה-IFRS שהתחלנו את פרסום הדוחות לדוגמה וגם עכשיו בפרויקט הזה לקחנו בעצם את הצעד הזה קדימה - כן לדחוף לאיזושהי אחדות איפה שאפשר. התקן נותן כאן עקרונות ומכאן, נתנו את המקומות שבהם אנחנו חושבים שהיה נכון

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

אריק פרץ

ניהולית ועסקית אני חושב שהדבר המשמעותי ביותר יגיע בשני מוצרים או בכלל בשני תחומים שזה הביטוח חיים והבריאות ובפרט הריסק מוות והבריאות. זה שני המוצרים שיש להם מצד אחד CSM גבוה ומצד שני, אופן ההכרה ברווח הוא משמעותית מוקדם יותר לעומת המציאות שקיימת היום בתקינה הקיימת. לכן, מבחינה תחרותית יש תחרות מאוד משמעותית על שני המוצרים האלה כבר היום. החברות משקיעות המון בכל מה שקשור למכירות של המוצרים האלה אבל אני חושב שהתחרות בהקשר הזה תהיה הרבה יותר עזה קדימה וההשפעה שתביא שכל מנהל יחשוב לעצמו איך אני מייצר את המחסנית הבאה. לכן, בהקשר הזה המוצרים האלה הם מוצרים מועדפים. כמובן, נשים לב ל-CSM - הקיים וההחלפה וכו'. הנקודה השנייה, וזה מתחבר ל-KPIs - פנימיים וגם אחרי זה למשקיעים ואנליסטים, הפוקוס הייעודי של החברות, של האנליסטים, של המשקיעים יהיה על הרווחיות הביטוחית, הרווחיות החיתומית. זה קיים בצורה מאוד משמעותית גם ההיבט האבסולוטי של הרווחיות החיתומית וגם היחס שלה כאחוז מההכנסות. כמובן, היציבות והעמידות של ה-CSM - על פני זמן זה משהו שהוא מאוד משמעותי. זה KPI שעל פני זמן החברות תאמצנה פנימית. במידה רבה ה-CSM - שאנחנו מסתכלים עליו עכשיו הוא יהיה למעשה "המלך החדש" בתוך חברות הביטוח אבל יותר מזה נקודה חשובה היא אופן הפריסה שלו.

היבט נוסף שהוא אולי קצת טכני תפעולי - אנחנו צריכים להבין שבתקינה הקיימת היום הדרך שבה מרכיבים דוחות כספיים זה באופן הבא: לוקחים את הפרמיות ממקור מידע אחד, את התביעות ממקור מידע אחר ואת העתודות מבקשים מהאקטואריה, את ההוצאות מחברים ממקום אחר ועושים הרכבה של הדוחות הכספיים. התקן הזה הוא למעשה בניה של דוח כספי "באטם-אפ" ברמה של התזרים כאשר גם ההוצאה, גם התביעה, גם הפרמיה מנוהלת ברמת תזרים, ברמת קבוצה ומזה מייצרים דוח כספי. כמובן שהנטל, המורכבות והאתגר בבנייה, בהרכבה ובהכנה של דוחות כספיים כאלה היא מעט גבוהה יותר מאשר המציאות הקיימת שגם היא מאוד מורכבת, לדעתי הכי מורכבת מכל תעשייה אחרת לחלוטין. זה מייצר המון נטלים ובקורות שאנחנו צריכים לייצר לתהליך. תוסיפו לזה גם את התנועה ב-CSM ותקבלו ממש הנאה צרופה בכל התהליך הזה. אמירה אחרונה שהיא אולי מתחברת

ועוברים איתו למסע החדש. וכן התקן מתייחס לשלוש אפשרויות שלכאורה ברירת המחדל היא יישום למפרע, ללכת אחורה ולראות אם היינו מיישמים מאז ומעולם איזה תוצאות ולאן היינו מגיעים היום ומה היינו מכירים בעתיד. אבל התקן נתן את האופציה של השווי הוגן ואנחנו כולנו מבינים את זה שיש פה בעיה תפעולית מאוד מאוד קשה. עכשיו השווי הוגן זה הערכת שווי, יש בה החלטות חשובות-איזה שיטה בוחרים, איזה הנחות בוחרים, על מה מסתמכים, הנחות מהעולם והנחות מהארץ, הנחות גלובליות והנחות שכל חברה מאפיין אותן לפי המאפיינים והפעילות שלה. זה כבד. זה עבודה ענקית שהחברות התחילו לעשות. כן חשוב לנו להדגיש את המהותיות של זה. שוב אנשים בתוך החברות, רואי החשבון מחוץ לחברות נדרשים לשאול את השאלות ו"לטחון" כל פרמטר ולוודא שהוא באמת מתאים לתיק, מתאים לחברה, מתאים לישראל, מתאים לסיטואציה. כן להסתכל גם בכל אחד ואחד מהפרמטרים אבל גם פתאום לעשות זום אאוט ולראות לאן הגעתי - מה ה-CSM שקיבלתי מתוך השווי הוגן והאם הוא סביר. אם למשל נסתכל על איזשהו תיק שכולנו מכירים כמו תיק סיעוד: כשמשתתף שוק מסתכל על השווי ההוגן הוא קצת רואה סיכנויות גבוהה כי זה תיק מסוכן ופתאום יוצא לי שווי הוגן עם התחייבות מאוד גבוהה, CSM מאוד גבוה, ואז בשנים הקרובות החברות יתחילו להכיר ברווח בתיק סיעוד... אם נרענן את זיכרוננו, זה התיק שהכי בכותרות ואף חברה לא מוכנה למכור אותו. משנה לשנה רק מתבטלות העסקאות. אז ידפקו בדלת של חברה ביטוח וישאלו אותה אם היא מרוויחה כל כך הרבה אז למה היא לא מוכנה לתת את המצב הזה יותר? זו שאלה שיכולה להישאל ויכול להיות שאם היה אפשר היו עושים את שיטת המפרע ואז ה-CSM היה שונה מהותית. אז איך אנחנו מסבירים את זה? איך אנחנו חיים עם זה? איך אנחנו באמת דואגים לדוח שימושי, כלכלי, מובן, מתחבר עם העסק, מתחבר עם המציאות שכולנו מכירים? אז זה כמה שאלות שעלו אצלי בראש, ואני מאוד מקווה ובטוחה שגם אצלכם עולות השאלות האלה ואתם מאתגרים אחד את השני.

שלומי שוב

אריק, איך אתה רואה את התקן וההשפעה הניהולית, עסקית, אסטרטגית של התקן בראייה רחבה על חברות הביטוח?

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

והרבה הרבה סוגיות משמעותיות שעומדות לפנינו בחצי השנה הקרובה וקצת יותר. מבחינת פרסום ציבורי שאפשר עוד לעשות בו שינויים אם צריך, גם בעקבות הערות וגם בעקבות שאנחנו עושים עוד מחקרים - זה עסק מאוד סגור. עד סוף השנה עוד יש לנו את הזמן לעשות את זה. יש לנו עוד הרבה עבודה ויש לזה השפעה חשובה בדוחות הכספיים ופה נראה גם את השקף הבא.

יש פה שלוש שיטות שאני ציינתי. את השיטה השוויצרית לא המציאו בשווייץ, פשוט זה מדינה מאוד מסודרת ויש להם נתונים 30 שנים אחורה, מערכות וכדומה, באמת מאוד קשה לעשות את זה. כבר היינו במבדק של האוצר שדימו שהשתמשו בשווי ההוגן, אני מניח שיהיה קשה לאנשים חוץ מאולי לענפים מסוימים להשתמש בדבר הזה. יש גישה לבחינות קצת מסודרות שאומרים שאפשר לעשות משהו מותאם ויש את גישת השווי ההוגן. צריך לזכור שישראל היו בשינויים באופי הביטוח לאורך התקופות, היו הרבה שינויים כלומר, חיסכון היה פעם בידי הממשלה, מובטח לא מובטח, משתתפת לא משתתפת, היו מלא דורות של פעילות. גם בשנים האחרונות יש הרבה רפורמות ולכן, קשה מאוד לאסוף את הנתונים אפילו אם היינו מסודרים כמו השוויצרים. אני לא מתפלל שבאוצר במבדק הכמותי הרוב היו לפי השווי ההוגן והמבחן נעשה.

אם נעבור לשקף הבא לחשיבות הנושא - אז הנושא הוא חשוב מאוד מכיוון שהרווחיות נפרסת על השנים וזה נקבע על פי ההון פתיחה. ההשפעה של תיק העבר היא מאוד משמעותית בשנים הקרובות ובעידן הקרוב בעצם אני חושב שחלק מאוד משמעותי מהרווח יהיה בגין העבר ולכן, מה שמבשלים זה יכול להיות... לא רציתי לדבר ספציפית על המוצרים אבל העלו ברמה כללית של כל הענף. אז באמת יש מוצרים שפתאום יפסידו או פתאום הם ירוויחו וכדומה, התשובה על ההון יכולה להשתנות, הרבה דברים יכולים להשתנות בדבר הזה. לכן, יש מאוד חשיבות לנושא הזה ונושא יישום התקן הוא מאוד מרכזי.

אם אנחנו נסתכל על השיטות, אחת השיטות שתהיה הנפוצה בישראל זאת השיטה של הערכות שווי. יש מספר שיטות של הערכות שווי וכמה מהן מקובלות וזה בסדר. אבל אנחנו מסתמכים גם על "משתתף שוק" שבמקרה הזה הוא משתתפת. היא הופכת להיות המנהלת החדשה שלי. זאת אומרת, היא אומרת פתאום בא אליי מישהו ואומר לי תשמע "משתתף שוק" אומר שתחלק דיבידנד ככה וככה או שהתשובה על ההון תהיה ככה וככה. לי אין מה לעשות כי ה"משתתף שוק" אומר לי את זה. לכן, כל אחד יכול

לאנליסטים - אני חושב שבוא נאמר ככה - נראה לי שזה יהיה המציאות ואני חושב שייקחו לפחות שנתיים שלוש עד שאנליסטים והמשקיעים יבינו, יפנימו ובסוף יאמינו למדידה החדשה ולעקביות שלה. רק אז ישימו את זה במדדי השווי שלהם. אני חושב שזה אינטרס של כל הענף, כל חברות הביטוח ללא יוצא מן הכלל ואני מסיים בזה, להקדים כמה שיותר ולהשקיע בחינוך ובלימוד של התקן ושל המדידה החדשה כי אין ספק שכל הענף - מי יותר ומי פחות - נסחר בשוויים מאוד מאוד נמוכים גם בהשוואה להון הכלכלי שאמיר דיבר עליו וגם בהשוואה לחברות ביטוח בחו"ל. ולכן, זה אינטרס ראשון במעלה בהקשר של הענף להקדים ולחנך את השוק כדי שהתקן הזה באמת לא רק יובן אלא יאמינו בו.

יהודה בן אסייג

אני חושב שיש משהו שאנחנו מאחלים בו כתוצאה מ-IFRS 17 זה בסוף להכניס קצת רציונליזציה לענף. אנחנו נמצאים בסיטואציה מאוד מורכבת בחלק מהאופן שבו אנחנו נהנים לפחות ממכירה של חלק מהמוצרים. הדבר השני, שהייתי מאחל לו זה שיצטמצם הפער בין השווי שוק להון העצמי אצלנו. הדברים האלה לא סבירים מעידים על כנראה או יכולת ניתוח לא מספיק טובה של המשקיעים או על עיוות חשבונאי שאנחנו עוד לא יודעים להתמודד איתו. אני חושב שכדי לצמצם את התופעה הזו, יש צורך לקבל החלטות מדיניות מאוד משמעותיות, רוחביות שיעזרו לנו להתכנס למדיניות אחידה, מסודרת אשר תמנע פערים גדולים כפי שקיים היום בענף הביטוח.

שלומי שוב

ערן, אשמח לשמוע ממך על השיקולים שלך כמנהל כספים על הוראת המעבר.

ערן צ'רינסקי

אני אייצג איזה זרקור על יום המעבר למרות שאנחנו רואים שהנושא הזה עלה כבר כמעט אצל כל הדוברים, כי זה דבר מרכזי בתקן לפחות לשנים הקרובות. זה נושא שילווה אותנו הרבה שנים. זה לא רק שאני לא רוצה להגיד מידע פנים אלא גם יש עוד הרבה עבודה

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

הישראלי, זאת אומרת אם נגיד לאמיר היו איזה 10 חברות שהוא היה עושה עסקאות של ביטוח, היו אומרים שבדרך כלל המשקיעים מצפים לכך וככה וזאת השיטה שבה נעשות העסקאות אבל אין דבר כזה אין עסקאות ואנחנו באופן תיאורטי לוקחים את ה"משתתף שוק".

לכן אני חושב לסיכום הנושא הזה דבר ראשון, הנושא הזה חשוב והוא באמת מהווה מרכיב מאוד חשוב בטח לדיונים כאלה וגם הנושא בשוק הישראלי כנראה לפי מה שמסתמן בדיווח של האוצר זה קצת יותר משמעותי מאשר בחול - כנראה מהסקר שנעשה בחול יש הרבה פחות שימוש בנושא של השווי ההוגן מהסיבות שציינתי אותן. לכן אני חושב שהפיקוח עושה את זה, בנושאים האחרים אנחנו כבר מתקדמים וצריכים לתת לנו לעבוד כי אנחנו כבר עם הלשון בחוץ לקראת יישום התקן, אבל בנושא הערכות השווי יש עוד סוגיות משמעותיות ואני מצפה שהפיקוח יעשה את העבודה הטובה כמו שהוא עשה עד עכשיו כדי לתת לנו הנחיות וכמובן להתייעץ עם החברות על הזמניות, על היכולת וכדומה. דבר שני, שקוראי הדוחות ובעזרת האנליסטים שגם רובם נמצאים פה יתנו את דעתם לנושא הזה - וכשאנחנו קוראים את הדוחות הכספיים אז בהחלט לשים לב שיהיה ביאור שיגיד מאיפה הגיע הרווח ובאיזה שיטה ושם צריך מאוד להדגיש את הנושא הזה.

שלומי שוב

אני חושב שאם אנחנו לא נעשה סדר יהיה להם מאוד קשה, גם ככה לא קל להם. אגב לגבי "משתתף שוק" שימו לב שזה בליבה של הנושא של שווי הוגן, זה ספר אחר של יבגני ושלי שפרסמנו לפני משהו כמו שנה וחצי באנגלית לשוק הבינלאומי בנושא IFRS 13. והשאלה של מי הוא משתתף שוק זאת שאלה שעלתה בפורום הזה לא מעט לדיון, אנחנו קיימים משהו כבר כמו 14 שנה וחלק לא מבוטל מהדיונים שלנו היו על השאלה הזאת, זאת סוגיה תיאורטית משמעותית.

אני רוצה לצרף לדיון עכשיו גם את רשות ניירות ערך, הרי מדובר בחברות ציבוריות. מה ההתייחסות שלכם רשות ניירות ערך?

רעות קסלר

קודם כל תודה על הכינוס הזה ועל המקום של הכבוד שמקבלות היום חברות הביטוח. אני ככה אומר יותר מלמעלה אני לא רוצה

להגיד משהו אחד בתור "משתתף שוק" ואפילו דברים פשוטים אני אומר תשמעו יש לי תוצאות הבסט אסטימייט שלי הוא ככה וכולנו יודעים זאת. אנחנו מפרסמים את זה בסולבנסי ופתאום הוא אומר לי לא אבל אתה מרוויח פה יותר מדי ו"משתתף שוק" היה אומר שאם אתה מרוויח יותר מדי, אתה צריך להרוויח פחות כי זה לא טוב. לכן, אמיר מה שאמרת שאולי הידע נמצא פה... דווקא הרבה פעמים הוא נמצא בהערכות שווי כי זה יהיה משמעותי מאוד לדוחות הכספיים לתוצאות של השנים הקרובות.

אמיר ברנע

לגבי הפעילות הלא ביטוחיות, כמו למשל שווי סוכנויות, הנושא הפיננסי...

ערן צ'רנינסקי

סוכנויות ודברים פיננסיים אחרים אנחנו לא כוללים פה וזה יתחבר לתוצאה שמגיעה מ- IFRS 17

אמיר ברנע

אתה יודע שיש קושי רב בהערכת שווי חברה לקחת חלק מהפעילויות ולהעריך אותן על בסיס רווח יציג ומכפיל רווח. וחלק אחר מהפעילויות על בסיס ערך נוכחי. במצב זה קל לעשות מניפולציות לנפח או לא לנפח את השווי. הרי ריבוי שיטות להערכת שווי של חברה נתונה מאפשר ניפוח על ידי הסטת נתונים מפעילות לפעילות.

ערן צ'רנינסקי

השווי הזה יהיה בעצם השווי שמשפיע על הדוחות הכספיים ומילא פעם אחת היית עושה שערך וזהו - איזה קרקע או משהו אז היית יודע לנטרל, זה פשוט ילווה אותנו לאורך השנים ובטוח הנראה לעין זה ילווה אותנו בכל מיני מודלים מתקדמים, אופציות שקיימות, האם צריכים לשים אותם בשווי הכלכלי והשווי הכלכלי הזה הופך להון החברה..

אני רוצה גם להגיד שכל זה על רקע שאין עסקאות ביטוח בשוק

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

בזמנו כדי להבין את הדברים. אנחנו נפגשנו גם עם המשרדים הגדולים, אני חושב עם רובם פחות או יותר, נפגשנו כדי להבין את ההיבטים, כולל איזשהו מבט ככה על מה שקורה בחול. בגדול, בעולם הביטוח עד היום אנחנו פחות או יותר נמצאים בעולמות של עקיבה, יש לנו את הדין שלנו, סעיפים 49 ו-50, אנחנו לא חייבים להיות בתוך עקיבה, במקום שיש איזשהו חוסר סידוריות. פערים אנחנו בדרך כלל מטפלים בהם במסגרת של השוואות או הסדרים יחד עם ההתאחדות, גם פה יש נקודות שאנחנו כבר יודעים לשים את האצבע ומבינים איפה הפערים, במה אנחנו פחות או יותר צריכים לטפל. זה ברור שצריך פה עוד להתמקד, יגיעו הדוחות גם ואז ניכנס לעומק. אני רואה פה את הענף הגדול סביב התחום. בכל מקרה אנחנו כבר מוכנים, כלומר, אם עד היום, גם במעברים קודמים שהיו הדברים היו נעשים בשיתוף עם ההתאחדות, כלומר, עם כל החברות יחד בשיתוף תוך הגעה להסכמות על המתווה לצורכי מס, גם פה אנחנו כבר ערוכים להיכנס לדיונים ככל שהצד השני מה שנקרא רוצה ללמוד את הדברים, להיכנס לעומק.

דורון רחמים

שלום לכולם, אני חייב להגיד שעכשיו הבנתי מאיפה בא המספר 17 לתקן 17 IFRS. כנראה צריך לקחת את המיליארד שקל הוצאות שכרונות ולפרוס אותם לפחות 17 שנה קדימה... אני אקצר ואגיד שאנחנו בשנה/שנתיים האחרונות נכנסו באופן די מעמיק לנושא של 17 IFRS ואיך הוא יתקבל לצורכי מס. אנחנו בקשר גם עם הקולגות שלנו בארצות אחרות, דרך המחלקה למיסוי בינלאומי שלנו ולומדים גם איך הם נערכים. אני חושב שבגדול הכיוון יהיה שכמובן אף חברה לא תייצר פה דוחות כספיים לצורכי מס הכנסה - זה יעלה בטח עוד מיליארד שקל...

אז אנחנו נשכח ככל הנראה על הדוחות החשבונאיים לפי IFRS 17 ונצטרך להוריד נושאים מסוימים לדין מול ההתאחדות במסגרת הסכם ענפי. הסכם ענפי בין ענף הביטוח לרשות המיסים קיים המון שנים, יש לי הסכם אני חושב מ-1971, זה ההסכם הראשון שיש, מעל 50 שנה ומאז רשות המיסים והענף השכילו יחד לפתור בעיות בסוגיות רוחביות משותפות שחוצות את כלל החברות במסגרת של הסכם ענפי כזה, יש לזה לא מעט יתרונות, זה נותן שקיפות מלאה לחברות, זה נותן להן וודאות, אף חברה לא חושבת שהיא קיבלה יותר או פחות מחברה אחרת, הכל גלוי, הכל שקוף, לנו זה חוסך

לחזור על הדברים שכבר נאמרו, שלומי אתה פתחת בדברייך על סוגי מידעים שהתקן החדש צפוי לתת, שכמובן אין מחלוקת על החשיבות שלהם גם ברמה העסקית גם ברמה של משקיעים. אני חושבת שדוגמה טובה וניכרת לזה שכשאנחנו מסתכלים עליה בפנים של צופות משקיעים זה כל מיני מידעים שנכון להיום כבר ניתנים למעשה על ידי חלק גדול מהחברות בדוח הדיסקטוריון, בין אם זה פילוח של רווח חיתומי ורווח מהשקעות בין אם זה רווחים של מבטחי המשנה שעובדים מול החברות כמידע שניתן בדוחות הדיסקטוריון ומוצג בהתאם לעניינים של החברה שמודדת אותו, שמציגה אותו. יש לזה את היתרונות אבל כמובן יש לזה את החסרונות של השוואתיות זה לא נעשה בצורה אחידה. אנחנו בוודאי מברכים על מהלך שלוקח את כל המידע ומכניס אותו לתוך הדוחות הכספיים גם המדידה, גם ההצגה תעשה בצורה השוואתית, אחידה, מפוקחת, מבוקרת על ידי רואי חשבון מבקרים ויש לזה ערך גדול מאוד. מבחינת זמן הערכות שגם כבר עלה פה לדיון אני רק אומר שזמן הערכות היה זמן משמעותי במתן הזדמנות להבין קצת את מה שקורה בעולם וללמוד ויש לזה ערך רב שיכול לצמוח לחברות ולמשקיעים שלהן ואנחנו כמובן צופים שלאור פרק הזמן המשמעותי היישום יעשה בצורה נאותה שמציגה את המצב כפי שהוא, כל חברה ביחס לעצמה ולהנחות שהיא צריכה לקחת בחשבון. לקראת ההיערכות, אנחנו מצויים גם בהיערכות פנימית שלנו וגם בקשר שוטף עם רשות שוק ההון.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את הצד של רשות המיסים מפיקד שומה למפעלים גדולים.

עפרי שלו

אנחנו ברשות המיסים, קודם כל חיכינו לספר. האמת היא שאנחנו כבר תקופה, יש פה את דורון רחמים, אני חושב שכל מי שבתחום הביטוח מכיר אותו, זה האיש שלנו בעולם הביטוח, אני חושב שהוא האדם היחיד שמבין ביטוח ברשות המיסים.

אני מדבר יותר על ההיערכות שלנו, אני מבין פה את רעידת האדמה, אני מבין שהחברות בלחץ מה יהיה ואיפה רשות המיסים בתוך המשחק. עשינו מפגשים גם עם הממונה, גם עם יבגני

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

לנו סולבנסי נפרד מהחשבונאות, זו הסיבה היחידה ואני הייתי
חבר בוועדות הבינלאומיות, ממקור ראשון אפשר לומר שזו הסיבה
היחידה שאין התכנסות.

עכשיו בראיה של הערכות שווי, אמיר יודע, יש לנו את החברות
שמספרות לנו, ואנחנו יודעים את זה, בפועל יש פה 2 חברות
ישראליות גדולות שמבחינת רווחיות אין להן בעיה לחלק דיבידנד,
אבל עדיין הן לא מחלקות דיבידנד, למה? בגלל סולבנסי. אז כאשר
אני מסתכל על מגבלות אפקטיביות על חלוקת דיבידנד כאשר
תזכרו שכל הערכת שווי מתחילה בבסיס דיבידנד דיסקאונט
מודל אז המגבלה המשמעותית היא בסופו של דבר סולבנסי ועל
פי זה יקבעו דברים. אנליסטים לא טרחו להיכנס בצורה מורכבת
לעולם הזה של סולבנסי אני חושב שהסולבנסי הרבה יותר חשוב
מאשר ה-IFRS והחשבונאות, בהינתן שאנחנו עוברים משלב של
חשבונאות שיש לנו היום לשלב של ה-IFRS. אריק הסביר בצורה
מאוד טובה את הבסיס של החשבונאות של ביטוח, יש לנו את
עולם הפרמיות, תביעות, הוצאות, השקעות, העולם הזה פשוט,
האמריקאים ממשיכים עם העולם הזה צריך לדאוג שהעולם הזה
לא יאבד ושדווקא עודף המידע לא ישכיח את הבסיס ובסופו של
דבר כאשר אנחנו חוזרים אחרי כל הלמידה וההשכלה וכו' אנחנו
צריכים לחזור לבסיס.

בסופו של דבר הסיבה שאנחנו נכנסים ל IFRS זה לא בגלל שהוא
נכון יותר, אני חושב ש-IFRS גם בשונה מתקנים אחרים יש
בו הרבה מאוד שורות מהותיות, אבל אנחנו צריכים להיות בעולם
מבחינה הזו שאנחנו מדברים בשפה בינלאומית, ודבר שני הוא
שאנחנו רחוקים מהטיות מקומיות מכיוון שזו הייתה גם הסיבה
להכניס את ה-IFRS. אני נתקלתי בהתנגדויות אדירות של לשכת
רואי חשבון בזמנו, אי אפשר היה ליישם את ה-IFRS אם זה היה
הולך בצורה לא נחושה ועקשנית. אז כאן הסיפור הוא אחר, לצערי
יש גם עלויות אדירות שלא רק המשק הישראלי חווה, אז האם IFRS
17 מהווה איזשהי בשורה חדשה? אני חושב שבזה שכל המערכות
מתחילות למזג את הדברים האלה ונותנות קודם כל, יש פה מידע
שיהיה צריך לנתח ויש פה תוספת מידע בוודאי לקוראים של
דוחות כספיים. יש פה הפרדה מאוד חשובה, הפרדה בין הרווחיות
החיתומית לבין מה שעושה פעילות ההשקעות זה דבר מאוד חשוב.
אני רוצה להתייחס למה ששלומי אמר לגבי הדיסקאונט, אני לא
מגן על הרגולטורים אבל אני לא חושב שההסבר של הרגולציה אני
קונה אותו. פשוט מכיוון שאם זה היה נכון היינו רואים פקטור אחיד

זמן במקום לדון באופן שומתי מול כל חברה וחברה על אותו נושא
אנחנו ממצים את זה במפגשים בעצם מול כל החברות אז זה גם
מאוד יעיל ויש לזה יתרונות מאוד גדולים להסכם ענפי. כמובן שלא
תמיד זה מסתייע ובשומות יש לעיתים מחלוקות שמוצאות את עצמן
בבתי משפט ואנחנו פחות אוהבים ללכת לבתי משפט אבל כשאין
לנו ברירה אנחנו נמצאים שם וגם היום יש מספר חברות שנמצאות
בבתי משפט בדיונים על סוגיות כאלה ואחרות. התפרסם לאחרונה
גם פסק דין בהקשר זה אבל המטרה בקשר של 17 IFRS זה
בהחלט לעגן נושאים חשובים שיש לנו במסגרת הסכם ענפי ואנחנו
די ערוכים לזה, אנחנו די מוכנים כבר לשיחות מול ההתאחדות.

שלומי שוב

תודה, זה חשוב מאוד. הוודאות המיסיית פה מאוד חשובה וגם אל
תשכחו שאנחנו החשבונאים צריכים לחשב מיסים נדחים...

משה ברקת

קודם כל אני מברך אתכם על הספר שהוא ברמה מקצועית גבוהה
מאוד, ברמה בינלאומית. זה ממחיש למעשה את אחת המטרות
של הכניסה של ישראל ל-IFRS כי היה גם דבר כזה לפני כמה
שנים וזה המיצוב של מקצוע חשבונאות בארץ. יש לנו מקצוע
חשבונאות חזק ברמה בינלאומית אני חושב שזה עוד הוכחה לכך
שאנחנו יכולים גם לבוא ולהיות מובילים בעולם בתחומי חשבונאות
שונים. אז היום זה 17 IFRS, הערכות שווי, יש לנו הרבה מה להוסיף
ואני חושב שזאת מטרה מאוד מרכזית, גם באימוץ של IFRS. את
האימוץ אפשר היה לעשות יותר מוקדם, גם את 17 IFRS. ברשות
ניירות ערך, אני הובלתי את האימוץ של IFRS בכלל, עשינו את זה
הכי מהר בעולם, תוך שנתיים לא היו תקלות גדולות. אני מסכים עם
כל מה שבני אמר, אבל להגיד שדברים "לא מקולקלים" לא צריך
לתקן" זה לא לגמרי נכון, כי עם כל המאבקים של הלאט שהיו לנו
בזמנו והכניסה של הקי"י ופפלמן וכך הלאה, יש לנו חשבונאות של
טלאים טלאים. אז האם אנחנו הולכים למשהו חשוב וחדש? אין
ספק שזאת רעידת אדמה באספקטים מסוימים, מצד שני כשאתה
לוקח EV ופורס אותו זה לא חדשה יותר מידי גדולה מבחינת שוק
ההון. אנחנו נמצאים בתוך עולם שבו המאבקים הפוליטיים, לא
באספקט המקומי אלא באספקט הבינלאומי, זו הסיבה לכך שיש

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

לשכר דירה אני יודע להעריך, בחברות ביטוח אני לא יודע לתקף שום דבר מהערכות שהיו וזאת תהיה הבעיה שלי. עכשיו כשאני אומר שימו לב בנכסי הנדל"ן ראינו לאורך כל השנים שהערכות השווי הן לא דומות למציאות, השווי של הנכסים היה הרבה יותר גבוה ממה שהשווי היה בדוחות. הסיבות הן בסוף סיבות של בונסים של מנכ"לים ושהם לא רוצים להכיר בהפסדים בעתיד, אבל ראינו כמה המציאות רחוקה מהערכות השווי ולכן אני מאוד חושש מהדבר הזה.

אני חושש גם ממה ששמעתי פה, האמת אני מתחיל לחשוב שאולי הזנב קצת יקשקש בכלל, כלומר שאנו ניצור דברים שהם טובים לחשבונאות אבל לא בטוח שהם טובים לחברות הביטוח.

להבדיל בין בנקים לביטוח אני חושב שבסוף בעניין של הזנבות אני חושב שבבנקים הזנב הוא קצר, הוודאות היא מאוד גדולה ובביטוח בעיני ראינו לכמה גירעונות אקטוארים אנחנו מגיעים מכל מיני דברים, מהסיעוד, מהחיים מהפנסיה. אני חושב שבאמת הוכח שהערכות לא נכונות, כלומר בין ההחלטות שאתה מוכר מוצרים וגם בהערכות השווי שאתה מייצר למוצרים האלה.

אמיר ברנע

אני מנסה להבין מה שאתה אומר. אתה מסכים איתי ש-3 הפעילויות האלה שקשורות לקצר טווח זה כמו מתן שירותים, זה דומה מאוד לכל מתן שירותים אחר. נושא של ניהול כספים בכספי אחרים קל מאוד להבין והנושא של הסוכנויות בבעלות החברות גם קל להעריך.

הבעיה מתמקדת בנושא הטווח הארוך אז פה מציעים לך דרך להציג את הטווח הארוך בהון עצמי כלכלי, כל מה שצריך להיות רגיש לו, שלא יהיה לך כפילויות בשווי, זה אותה חברה היא יכולה תמיד להעביר ממקום למקום לפי מודל הערכת השווי, אם פה אתה מעריך לפי ערך נוכחי יביאו את הרווח לחברת הסוכנויות שזה קל מאוד לעשות.

אלון גלזר

קודם כל כי החלק של החיים והזנבות הארוכים משפיע מאוד על השווי, בוא נלך ל-Embedded value לפני כמה שנים יצא Embedded value וכולם היו בטוחים שהיינו באותם מצבים

על פני חברות אבל אנחנו רואים דיפרנציאציה, אני חושב שאחד הדברים בביטוח שאנחנו לא רואים למשל בבנקים זה צד הנכסים, הוא משוערך בצורה די טובה, יש לנו בעיה עם צד ההתחייבויות, עם אי הוודאות שנמצאת בצד ההתחייבויות, באותו מקום מגיע CSR הרבה יותר גבוה מהון חשבונאי כי הרגולטור לא מוכן לריתוק ההון בגובה ההון החשבונאי הוא רוצה ריתוק הון גבוה יותר, בצד ההתחייבויות יש לך אי וודאות מאוד גבוהה. להגיד לך שאין פה גם דיסקאונט עמוק מידי ביחס למה שהשוק מעריך, יכול להיות שיש פה, אני מסכים עם התזה אבל אני לא בטוח שהמקור לכך הוא רגולציה. יש אלמנטים של רגולציה של בעיקר התערבות במחיר של מוצרים שבהחלט גורר לחששות של הענף, למשל עולם של ביטוח חיים, ביטוח פוליסות, אני לא חושב שזה נעשה בצורה נכונה, להיות עם מוצר פנסיה אחד. אני לא חושב שזה נכון אבל זה מה שנעשה. אני חושב שיש את החששות האלה אבל שזה לא הדבר המרכזי שמאבי על היחס הזה מכיוון שראינו את זה גם בתקופות אחרות בעבר וראינו גם תקופות שבהן הייתה רגולציה אבל היחסים היו מעל 1 ואנחנו רואים גם היום חברות שנסחרות קרוב יותר ל מחברות שנסחרות רחוק יותר מו עם סיבות שאנחנו כולנו מבינים מדוע הן נמצאים שם.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת גם את הזווית של שוק ההון.

אלון גלזר

אני אתחיל מזה שלדעתי יש פה הערכת יתר ליכולת של מעריכי שווי. אם מתכוונים להתבסס על הערכות שווי בטח על ענף הביטוח אני חושב שהוכחנו לאורך שנים שאנחנו רחוקים מאוד מהיכולת לייצר הערכת שווי כזאת. עכשיו אני אדבר על שני דברים, בסוף אני אדבר על ההבדלים בין בנקים לביטוח, לפני זה בוא נדבר על ה IFRS הרגיל והטוב שאנחנו אוהבים ששלומי מכיר ומוכר אותו כל הזמן. הערכת שווי של נכסי נדל"ן, אנחנו היינו בטוחים שכשיכנס IFRS כל החברות יגזימו בהערכת יתר של הנכסים ובסוף מה שקרה שכמעט כל החברות, אולי כולן, הגזימו למטה. זה מאוד מוזר היה לראות את זה. אבל בנכסי נדל"ן אני יודע להבין, כלומר אם עזריאלי תגיד שהיא שמה בהערכת השווי שלה מחיר של 300 מטר

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

על ההשקעה הזאת? אז עכשיו בוא תבדקו אותי, שווי השוק וכמובן שזה לא קבוע בגלל שהשוק כל הזמן זז, שווי השוק של חברות הביטוח הוא בסדר גודל של מכפיל 8-8.5 על רווח. זה מה שהשוק עושה, השוק לא טיפש, אני מאמין גדול בשוק אז אני לא אובייקטיבי, אבל השוק לא טיפש, ככה הוא עושה הרווח עלה, שווי שוק חברות הביטוח עלה, אבל כל זה לאורך חמש שנים כי רווח שנה אחד לא מייצג כולם יודעים את זה ובטח לא רבעון.

עכשיו אפשר להתווכח על זה מה זה מכפיל 8 וחצי, זה אומר שהשוק מחפש תשואה של סדר גודל של 12% על ההשקעה שלו, עכשיו זה הגיוני למה? כי בנקים נותנים 10% אם אני יכול לקבל 10% בבנקים אז למה שאני אפנה לחברות ביטוח שבבנקים יותר קל לי לחזות את זה ולהבין את זה וזה יותר שוטף. עוד כוכבית זה שיש קשר בין דיבידנד לדוחות מה שאין בביטוח שזה עוד קושי. ולכן מה שצריך לעשות בשביל לעזור לשוק ההון אפשר להתווכח עם שוק ההון, 12% תשואה על תנודתיות, חוסר וודאות, רגולציה, כמובן ההשפעה על הפעילות, עושים רפורמות בחיים, רפורמה בבריאות, יש השפעה על התשואה שאני מחפש, וזה משהו שהיום אנחנו עושים. עכשיו בשביל לעזור לשוק ההון צריך לייצב את הרווח, עכשיו לא בטוח שהרווח יתייצב פה אולי יהיה לנו סדר אם ננסה לעבור רק במקום להסתכל אחורה נסתכל קדימה, אז ה-CSM יכול לעזור, אבל אם ה-CSM כל שנה ישתחרר 10% אבל ימחק 8% כמו שהראת בגרף אז שוק ההון לא יסמוך על CSM. שוק ההון לא טיפש, אז נשאר באותו מצב, אז קודם כל שהרווח יהיה קבוע כמה שאפשר.

עכשיו ביחס להון - הוא תוצאה בוא נאמר כי שוק ההון לוקח 8.5 על הרווח המייצג בחמש שנים מה שיצא לו יצא עכשיו אתם תתעסקו בחשבונאות ואם ה-Solvency II וה-EV כל אחד וזהה שלו, שוק ההון מחפש תשואה זה מה שמשקיע עושה ולכן היחס של מכפיל ההון או לא מכפיל ההון אולי יתקצץ אולי לא יתקצץ זה תלוי ברווח. כמובן שאפשר להגדיר לפי התקן את הרווח כן, אם אתה מכיר בפחות הון אז נשאר לך עוד רווח להכיר בסדר גמור אבל אז ההון קטן ושוב זה נהיה תוצאתי הסיפור של מכפיל ההון. צריך לייצב את הרווח צריך לשקף ולעזור לאנליסטים לעבוד, ודבר אחרון בסוף שוק ההון סובל מעלות תועלת נמוכה, עלות גבוהה מאוד כדי ללמוד את התחום ולעקוב אחריו - 7-8 פעילויות שבתוכן בכל אחד יש עוד 3 פעילויות.

והיו בטוחים שעכשיו האנליסטים יתנו שווי וראינו שאין קשר בין Embedded value לשווי חברות הביטוח.

אבל אם הייתי קונה חברות ביטוח לפי Embedded value לא הייתי מגיע רחוק לא הייתי בוחר את החברות הנכונות ואני באמת חושב שיש בעיה גדולה לתת שווי לזנבות הארוכים. אני לא בטוח שהערכות שווי הן הפתרון הנכון. אני יותר אוהב והייתי כך גם לגבי ה-IFRS הקודם, אבל אני יותר אוהב לראות את הרווחים שמגיעים מאשר הערכות שווי לאיזה רווחים יגיעו.

אמיר ברנע

אגב יש לך הרבה חברות ביטוח שאין להם את אורך הטווח הזה, בעיקר בחברות הקטנות שמתמקדות בביטוח אלמנטרי קצר טווח.

אלון גלזר

אז אפשר לעשות לפי מכפיל רווח פשוט להסתמך על זה

מאיר סלייטר

שלום לכולם אני אנסה לפשט מאחר ואני נציג האנליסטים החבובים פה. חבטו בנו הרבה, וחובטים גם ביום יום בנושא, אנסה לפשט לכם את העניין. שוק ההון מחפש דבר מאוד פשוט, הוא מחפש תשואה על ההשקעה שלו, תשואה על ההשקעה בטווח הנראה לעיין שנה שנתיים עד 10 שנים. בשביל לייצר את התשואה הזאת מושיבים אנליסט שיעשה תחזית צמיחה, רווחיות מגיע לרווח הנקי, לתזרים מהוון, משתמש במכפיל וכולי.

לעשות תחזית לחברת ביטוח זה קשה, וגם שעושים את זה ויש אנליסטים שעושים את זה, וואלה לא יוצא מה שצפית. לא משנה מה צפית זה לא יוצא, או בגלל שוק ההון או בגלל הפרשות או אירועים חד פעמים. אז מה שוק ההון עשה? השוק אמר אוקי אני לא יודע מה הם ירווחו החברות בניגוד ליתר החברות שאני עושה להם תחזיות, אני אראה מה הם הרווחים אחורה וגם שאני מסתכל אחורה על מה קורה ב 2021 כמה מיליארדי שקלים רווח בפרקים, ומה קורה ב 2022 קרוב ל 0 רווח מצרפי, מה אני עושה מזה? אז שוק ההון לקח ממוצע של חמש שנים אחורה של הרווח ואמר אוקי זה הרווח המייצג ועכשיו בוא נבדוק איזה תשואה אני רוצה

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

אמיר ברנע

שוק ההון בתמחור? אולי להציף ערך? אנחנו בדרך כלל אומרים שהחשבונאות לא אמורה להשפיע על שווי שהרי רישום לא אמור להשפיע על עסק אבל בנסיבות האלה של המורכבות הגדולה והברדק הקיים כיום בדוחות יכול להיות שהסדר שהתקן יעשה יגרום להצפת ערך האם זה נכון?

מאיר סלייטר

זה יכול מאוד להיות, אנחנו נגיד אני מקווה שכן. זה בהינתן היכולת לחשב את ה-CSM שכנראה שלאנליסט הפשוט לעומת מחלקה שלמה בכל חברה של 10 אנשים... אני יוצא מנקודת הנחה שהשוק לא יחשב את ה-CSM אבל הוא צריך להיות מהימן ושוטף, אני צריך אוקי יש לי 100 מיליארד שקל או 100 מיליון CSM אני צריך לדעת כמה אם שנה הבאה ישתחרר 10 אז ישתחרר 10 וה-CSM לא פתאום יהיה 70 או 130.

שלומי שוב

יש דרישת גילוי בתקן לגבי ה-CSM. ישראל מימון בתור המנכ"ל הנכנס של איגוד חברות הביטוח, קודם כל מברוק על התפקיד החדש. אחת המשימות החשובות זה באמת לקרב את האנליסטים של שוק ההון ואני חושב שהתקן הזה הוא הזדמנות לעשות את זה אוקי, אפשר לקחת את הלימון שבני דיבר עליו ולהפוך אותו ללימוןדה.

גיא רוטקוף

היה את הסיפור הזה של ה-Solvency II. אני עוד מהוותיקים שזוכרים שה-Solvency הגיע ואז הוא אמר שה-Solvency II מאוד רלוונטי וחשוב בוא נעשה אותו אבל אמרתי לה יש גם IFRS אחר כך, אז היא אמרה IFRS אנחנו כבר לא נעשה לא ניישם. ההשפעה של ה-Solvency II היתה מאוד משמעותית. כלומר השינויים הרגולטורים - גם IFRS וגם Solvency II על הרווח שממנו גוזרים את המכפיל יכול להיות מאוד רלוונטי בשוק ואחרי שעברנו את הסייט של ה-Solvency II וזה היה סייט חשוב וטוב שעשינו אותו שמאוד חיזק את ההון של חברות הביטוח היא אמרה לי עכשיו אני עוזבת ושי-IFRS זה כבר לא יקרה, ואז הגיע ואמר לי IFRS. ואני במשפט אחד רוצה להגיד שאנחנו לפני תקופה טובה

קח בחשבון שחלק מהתנודתיות הזאת מתבטלת, בתיק השקעות מבוצר למשל בשנת 2022 פרסמו את דוחות התמורת החדשים וחברות הפרישו בבת אחת סכומים גדולים וזה לא קשור לשום דבר אחר שקורא במשק ואין פה השפעה רוחבית כלומר מדובר על סיכון לא שיטתי. באופן פרדוקסלי לפעמים עליית ריבית שמביאה בדרך כלל לירידת שווי הרי בחברות ביטוח לא בהכרח זו התוצאה בגלל האופק הארוך, אתה מהוון את התחייבויות ולכן עליית ריבית יכולה להגדיל את הרווחיות ולכן מהבהינה הזאת יש אפילו יתרון לעלייה בריבית, אם אתה מנתח את הסיכון ביתר יסודיות אז אנני יודע אם התנודתיות דיברת עליה היא זו הגורם שמפריע.

שלומי שוב

השאלה אם הניתוח באמת אכן יסודי כל כך.

מאיר סלייטר

בתור אחד שכן עושה תחזיות ועדין התחזיות כמו שאמרתי מקודם, משתנות, יש לי רווח מייצג בכל חברה אבל עדין הרווח המייצגת הזה עדין לא מגיע, הוא מגיע בממוצע של חמש שנים קדימה. עכשיו אני לא נגד אני פשוט דורש תשואה יותר גבוה על ההשקעה שלי.

אמיר ברנע

בזמן רפורמת בכר הבנקים ויתרו על חלק גדול מניהול תיק ההשקעות הפיננסיות של הציבור שעבר בחלקו לחברות הביטוח. נושא ניהול תיקי ההשקעות בחברות ביטוח הפך לגורם מרכזי. הוא יכול להיות מוערך בנפרד ולקבוע לו שווי. בגלל סיבוב נושא הביטוח ארוך הטווח נסתרים הרבה מאוד אלמנטים של שווי, פשוט מתחבאים, והם ברי השוואה וברי חישוב בלי שום בעיה.

שלומי שוב

יכול להיות שהתקן יעשה את ההפרדה הזו, וכן ייצר לך עכשיו רווחיות ביטוחית שיציבה - האם זה לא משהו שיקל עכשיו על

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

שלומי שוב

אז אולי העלאת שכר למתמחים? טל אני מסכים איתך שאני לא
זוכר אירוע כזה עם כל הכבוד למעבר ל- IFRS ב- 2008 זה אירוע
חשבונאי גדול, לא זוכר דבר כזה.

אילנית אדסמן

רוב הדברים שתכננתי כבר נאמרו אני חושבת שיש לי הערה אולי
נכונה גם לנו כרואי חשבון והחברות שנמצאות כאן. צריכים להיזהר
בסוף מההשלכות על המוצרים, מה שקרה שנכנס ה- Solvency
2017 II חברות הביטוח, קדם לזה גם שינוי רגולטורי אחר אבל
התוצאה של ה- Solvency II הייתה שהפסיקו למכור מוצרי סיעוד
פרט בישראל והשאלה אם זה טובת הציבור שיהיה Solvency
II אבל שיפסיקו למכור פוליסות סיעוד פרט? ובעצם לאוכלוסייה
שרוצה להגן על עצמה ולצערנו כנראה מרביתנו נגיע ונהיה שם
ונזדקק לכיסוי הביטוח הזה, אז מי שלא קנה אותו לפני 2018 היום
כבר לא יכול לקנות אותו. אז כנראה צריך להיעזר לא להיות בשחור
או לבן ולנסות למצוא פתרונות ביניים ובאירופה המוצרים הביטוחיים
עצמם כשנכנס ה- Solvency II עברו שינויים ואפשר לבנות מוצרי
סיעוד שהמחיר שלהם יכול להתעדכן כל שנה, אז אני נותנת את זה
כדוגמה ואנחנו צריכים להיזהר בסוף ה- Solvency II מאוד חשוב,
ה- IFRS מאוד חשוב אבל כמובן צריך בסוף להסתכל על הצרכנים
ובסוף אנחנו כאן כדי לתת להם שירות כל הענף הזה, צריך להיזהר.

שלומי שוב

דן, האם יש שינוי בעבודת האקטואר בין חישובי ההון הכלכלי
בסולבנסי לבין התקן החדש?

דן בראון

זה דומה למעבר מה- EV לסולבנסי, אבל אפילו יותר קיצוני.
הסולבנסי הוביל למיקוד רב יותר בתוצאות על ידי החברה, המבקר
והרגולטור. היה צורך שהאקטוארים ירימו את רמת המשחק שלהם
מבחינת אנשים, תהליכים ומערכות. מאז, הרגולטור והמבקרים רק
הגדילו את דרישות הדיווח. בגלל זה ומורכבות התהליך, האקטוארים

בחברות הביטוח, ואני חושב והשינוי הזה הוא שינוי לטובה החיבור
של ה- IFRS עם ה- Solvency II אנחנו נראה שקיפות והשקיפות
היא טובה לנו כי אנחנו באמת במקום טוב.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את רואי החשבון. זה חתיכת אתגר של ביקורת
על מידע צופה פני עתיד וכניסה של מערכות מחשב מורכבות.
מה גם שאלון לא מאמין להערכות השווי החשבונאיות, משה אומר
שההתייבויות שלנו לא נמדדות נכון, לא פשוט...

טל חי ציון

קודם כל יותר זה שאנחנו חמים על האירוע הזה אנחנו לא חכמים
יותר, ככה קודם כל אני מסכים לחלוטין אנחנו ברעידת אדמה
בפירמות רואי החשבון בוא נגיד בביקורת, בבדיקת היישום, ההכרה
לראשונה, רעידת אדמה.

אמפה את זה, אנחנו עד היום בעצם ביקרנו נתונים היסטוריים,
עם כל הקלילות שנזרקו פה, רוב האנשים לא מכירים אותם בכלל.
אנחנו הולכים לבקר אומדנים האקטוארים צופי פני עתיד, וזה אתגר,
חתיכת אתגר למשרדי רואי החשבון ולחברות לפנינו. אבל לשם
אנחנו הולכים, התחלנו את זה עוד עם הכלים של ה- Solvency II
כלים ספציפיים. האתגר הלא פחות חשוב הוא החוסר הבנה שלנו
של מה שהולך לקרות. כלומר פעולות חשבונאיות שהיום יש לנו
המון ניסיון המון אינטואיציה שהיא פשוט נעימה לנו כרגע, וייקח לנו
ואני יהיה אופטימי מספר רב של רבעונים עד שתהיה לנו את היכולת
להבין השלכה כזאת איך היא משפיעה על הדוחות הכספיים.

יש פה המון צורך בניסיון של האנשים המון הכשרה של האנשים.
אין כוח אדם שרוצה להגיע לעולמות שלנו כי אנחנו קולטים
אותם מכמה אוניברסיטאות ומכללות, מאוד קשה לגייס אנשים
שמסלבים מימון כלכלה חשבונאות אקטואריה, זה שילוב מאוד
מאוד קשה, הכישרון פה הוא מאוד ייחודי.

עכשיו נאמר פה כל המערכות של החברות החולפות, וזה חתיכת
אתגר לרואי החשבון שרוצה ללמוד את הנתונים. דיברנו על שקיפות
מאוד גדולה של הציבור, החברות רוצות להגיע לשם עם המידע
הכי מהימן וזה אתגר מאוד קשה בפירמות רואה החשבון, לא בטוח
שיהיה לנו מענה.

מיסוי קרנות ההשתלמות על הפרק: סגירת
עיוות על רקע הטבות המס לחסכון או נטל
לא הוגן בעקבות המלחמה?

להיות בעלי השפעה וצריך לראות מה תהיה ההשפעה, אבל האתגר הכי גדול זה להבין את הדינמיקות. תזכרו שה- IFRS נכנס ב-2008 ורק בערך 10 שנים אחר כך הפצצת זמן הזאת התפוצץ בדוחות של חלק מחברות, ומי שמכיר את ענייני הרגישות יודע על מה אני מדברת... אז צריך את הדברים האלה לראות מראש וזה נורא קשה שאתה עדין לא ממש מבין את התקן כבר להבין את הנגזרת השנייה שלו של איך ישפיע. ואני רק אגיד ברמז את נושא האגרסיה שהוא יכול להיות משמעותי זה לא משהו שהוא באינטואיציה שלנו היום צריך לפתח את האינטואיציות האלה לא רק רואה חשבון אלא גם כמנהל סיכונים.

שלומי שוב

אנחנו צריכים לסיים, אני רוצה להגיד שאנחנו כמעט שעתיים וחצי ישבנו פה מרתקים על חשבונאות ביטוח, תרשמו בבקשה את זה בספרי ההיסטוריה, תודה לכולם.

אמיר ברנע

תודה רבה על ההשתתפות וברכות על הספר החשוב שוודאי יסייע לחברות להתמודד עם אתגר המעבר ל- IFRS 17.

עדיין משפרים באופן מתמשך את תהליכי כושר הפירעון, במיוחד את יכולתם לנתח תוצאות. IFRS 17 אפילו יותר משמעותי מהמעבר לסולבנסי בכך שהוא דורש טרנספורמציה של אנשים, מערכות ובמיוחד תהליכים. אנחנו צריכים להפיק מספרים יותר מ-3 פעמים מהר יותר מכושר פירעון, ואנחנו צריכים לעשות את זה 4 פעמים בשנה במקום פעמיים בשנה. תהליכי הדיווח משתנים, עם תהליכים משולבים יותר עם המחלקה הפיננסית. רמת הדיוק והמהותיות תהיה הרבה יותר מדויקת. סבילות הטעויות או השגיאות תהיה הרבה יותר נמוכה. תחת IFRS 17, הרווח מפעילות ביטוח בעיקר יהיו הפרשים בין תחזיות אקטואריות לבין תוצאות בפועל. בנוסף, העיתוי של תזרימי המזומנים הופך להיות יותר קריטי. זה יציב את תהליכי האקטואריה תחת זכויות מגדלת על בסיס רבעוני. לסיכום, למרות יכולות קיימות של חיזוי תזרימי מזומנים, המעבר ל- IFRS 17 הוא קפיצת מדרגה עצומה מה- Solvency. בנוסף, למרות שאנחנו עומדים להתחיל לדווח בשנה הבאה, זה ייקח לפחות 3-5 שנים נוספות עד שהתהליך יתייצב.

שלומי שוב

הילה, את דירקטורית היום, מזווית של דירקטור, כמה דירקטור יכול להבין את התקן המורכב הזה, מה היכולת שלו וגם בהתייחס לתפקידך בעבר כמנהלת סיכונים?

הילה קונפורטי

אני חושבת שדירקטור צריך והוא באמת צריך להשקיע בזה. אנחנו בשנתיים האחרונות ממש עוברים קורס ב- IFRS 17 כי אין ברירה צריך ללמוד בשביל להיות מסוגלים זה לא אופציה זה חייב, זה חד משמעית צריך להשקיע וללימוד עדיין הקבלת החלטות פה לא פשוטה בכלל במיוחד לגבי המעבר.

אני אגיד ברשותך מילה אחת ניהול סיכונים לא הוזכר פה. צריך לזכור שאחרי כל שינוי הזה הטקטוני יש נגזרת שניה שיש ניהול סיכונים של זה להבין איך עכשיו דברים שהם ביעדים של החברה, ה-KPIs שלה איך הם רגישים לגורמי סיכון ואיך מנהלים את זה? אם אפשר בכלל לנהל את זה.. ואני חושבת שיש פה אתגרים לא פשוטים. חלק מהשינויים שיקרו כבר משפיעים על סיכונים, אם זה שינוי במיסים נדחים שזה רכיב Solvency II זה דברים שיכולים



FVF פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

קרנות ההשקעה הפרטיות:
מהגדרת 'משקיע כשיר',
דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

תאריך המפגש: 4 במרץ 2024

נושא המפגש: "קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת 'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד לצורך בפיקוח על פעילותן"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#) למצגת רשות לניירות ערך [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: אמיר אטיאס, אליה ארז, נועה מאור, טל אטיאה, שיר אורן.

שלומי שוב

רשות ניירות ערך בחשד להתנהלות לא תקינה, כמו החשש משימוש לקוי לכאורה במנגנון של ה-IRA כאשר החשש הוא שכספי הריטייל שהושקעו בקרן וולט'סטון המתמחה בהשקעות בתמ"א 38 כדי להימנע לכאורה מתשקיף, ושווקי תוך ניגוד עניינים. מבלי כמובן לחרוץ את הדין, כמו שאנחנו מכירים את זה מתחומים אחרים - בסיס רעוע יוצר כר פורה לרמאויות והתפקיד של הרגולציה הפיננסית הוא בדיוק לא להשאיר את הפתחים האלה. ואנחנו יודעים שבשנים האחרונות השוק השתולל ולא הייתה ממש אכיפה, כאשר אנחנו לא רוצים לדבר על סיכון עסקי לגיטימי אלא על כשלים מובנים בהתנהלות. אני חושב שדווקא שורת אירועי הכשל האלה שהובילו לפגיעה בכספי ציבור החוסכים יוצרת זמן טוב לשינוי רגולטורי.

יש לנו כאן בבסיס הדיון היום שני וקטורים מרכזיים. האחד, נוגע לצורך להסדיר את פעילותן של קרנות ההשקעה בישראל - תוך התמקדות בנושא השערוכים, שזהו נושא מימוני-חשבונאי קרוב מאד לליבנו כאן בפורום. צריך גם להגיד שמעבר לבעיית שערוכים במספר קרנות, ראינו לאחרונה בעיית נזילות בקרנות פתוחות שנקלעו למצוקת פדיונות לאור פער המח"מ - משיכת כספים קצרה יותר ממח"מ הנכסים הלא סחירים.

הווקטור השני נוגע לאופן ההפצה ולרף של הגדרת המשקיע הכשיר שמחברים ביניהם, שכאן למעשה נמצא החסם לכך שהשקעות

בוקר טוב, אנחנו עוסקים היום בנושא המשמעותי של קרנות ההשקעה הפרטיות. חייב להגיד לכם שידעתי שיש בעיות ועיוותים במבנה הרגולציה על הקרנות, אבל ככל שהתעמקתי בנושא כחלק מההכנה למפגש הופתעתי מהחומרה של מצב הדברים. לכן גם ניסיתי במסגרת חומר הרקע להקיף כמה שיותר. וזה האתגר שלנו היום לקיים דיון ענייני ועמוק בסוגיות הליבה בדיון רב משתתפים עם כל הגורמים הרלבנטיים - מנהלי קרנות מהסוגים השונים, רגולטורים, עורכי הדין המלווים את הקרנות שהתרשמתי שידועים יותר מכולם וכמובן המומחים של הפורום שלנו מהאקדמיה ומהפרקטיקה.

אנחנו לא מקיימים את הדיון היום ב"חדר ריק" - יש שורה של פרשיות שהתגלו בשנה האחרונה שמאד ממחישות לנו ממש בפנים את חומרת הבעיה. מה שהציף את כל הפרשיות זה כמובן השינוי החד בסביבת הריבית, זה אירוע כלכלי חיצוני אבל הוא הציף בבת אחת בעיות וסכנות לא מעטות שגלומות בחולשת הרגולציה בנושא. כמו האמירה של באפט על כך שרק כשמגיע השפל ניתן לראות מי שוחה בלי בגד ים... להבדיל ממצבים שבהם הכל טוב וכולם מרוויחים. כמובן שיש תמיד חשש מרמאויות (fraud) ואנחנו יודעים שחלק מהפרשיות נמצאות בימים אלה תחת חקירה של

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

היום. אני בכלל מאמין שפתרונות צריכים להתחיל בבסיס קוהרנטי וכשעובדים עקום אז הכל עקום.

כמו שאתם יודעים אנחנו פורום שווי הוגן, וכשמדובר בנכסים לא סחירים אנחנו יודעים את המורכבות של הנושא ועוסקים בו כבר הרבה שנים, ואני חייב להגיד שהופתעתי לרעה מעוצמת חוסר האחידות שיש בנושא בקרנות ההשקעה - יש וריאציות שונות של דיווחי שווי NAV בקרנות פתוחות, לרבות במקרה של קופות גמל IRA ודיווחי חשבונות הון (capital account) בקרנות סגורות, לרבות עלות מותאמת. כמובן שהבעיה חמורה יותר בקרנות הפתוחות כשמשקיעים נכנסים ויוצאים על פי ה-NAV וצריך לזכור שגם דמי הצלחה של מנהל הקרן הפתוחה נגזרים מהשווי המשוער. תחשבו רק על עמיתים שמנהלים את כספם בקופת גמל IRA המשקיעה בקרן חוץ וכאשר הם רוצים למשוך כספים מקופת גמל כזו, עשויים להיווצר פערי עיתוי בשערך בין העלות המתואמת המדווחת במועד משיכת הכספים לבין השווי ההוגן של ההשקעה המדווח במועד מאוחר יותר. אני גם לא מקל ראש גם במידע שנמסר למשקיעים בקרנות הסגורות - שזה למעשה משתרשר לציבור דרך הגופים המוסדיים.

בדיוק לפני כמה ימים היה תחקיר מעניין בבלומברג, על נושא השערך של נכסים לא סחירים בקרנות השקעה, בין היתר על בסיס ראיונות של מנהלי קרנות בעילום שם, והחשש שללא פיקוח ראוי למשקיעים כמו גופים מוסדיים וכמובן לקרנות עצמן יש אינטרס שלא לעדכן שוויים כלפי מטה לאור עליית הריבית, מה גם שזה גם משדר למשקיעים לכאורה סיכון נמוך יותר קדימה. הם מכנים זאת בכתבה כ"קוד השתיקה" (The code of silence).

בשורה התחתונה, חייבים ליצור סטנדרטיזציה לשערוכים ולתכיפות שלהם - זה חייב להיות שווי הוגן לפי החשבונאות. יש היום תקן חשבונאי בינלאומי שלם בנושא, שאגב זהה לגמרי לתקן האמריקאי, שקובע את המסגרת של שווי הוגן. יבגני ואני אפילו כתבנו על הנושא ספר בינלאומי. אגב, לגבי נכסי חוב יש אפילו מודל שמאשר על ידי רשות שוק ההון והמוסדיים כבר מיישמים בדוחות שלהם. כמובן שהשערך בקרנות פתוחות צריך להיות מפוקח יותר - בדומה לשערך של מוסדיים כדי למנוע עיוותים במעברים של משקיעים על פי ה-NAV, אבל אני חושב שצריך לקבוע סטנדרט שערך דומה גם לקרנות סגורות כמו קרנות פרייבט אקוויטי. אל תשכחו גם שכאשר גוף מוסדי משקיע בקרן סגורה, העמיתים שלו יכולים לנייד כל יום ולכן צריך לדרוש גם כאן תכיפות מינימאלית,

שלא מתאימות למשקיעי ריטייל יימכרו ללא פיקוח רגולטורי מצד אחד ותחת לחץ שיווקי אינטנסיבי מצד שני. מי שקובע את הדברים האלה זה חוק הייעוץ הוותיק וכפי שאנחנו למדים מהפרסומים האחרונים בתקשורת הוא מאד משמעותי - לרבות בהקשר של סלייס שנמצאת כעת לצערנו חזק בכותרות ותיארנו את הפרשה הזאת במסגרת חומר הרקע.

לדעתי ואני כבר אומר אותה בתחילת דברי צריך להכניס פיקוח בסיסי לכל הספקטרום. אנחנו עד כה בישראל הלכנו יותר לכיוון של האמריקאיים שמעדיפים לתת לכוחות שוק לעבוד לפני שהרגולציה בכלל נכנסת לפעולה, להבדיל מהגישה האירופאית עם הרגולציה היותר נוקשה מלכתחילה. אבל בשנה האחרונה אנו רואים שלמרות שבמשך שנים רבות ה-SEC נמנע מלהטיל רגולציה על שוק הקרנות הפרטיות הרי שלאחרונה הוא מגביר עליהן את הפיקוח באופן משמעותי.

במקביל אני חושב שצריך גם להוריד את הרף של המשקיע הכשיר שהוא היום גבוה מאד, גם בראיה עולמית. בהחלט אפשר להרחיב את ההגדרה ממה שקיים היום שזה להערכתי פחות יותר האלפיון. כלומר הפתרון טמון בנקודת איזון בין שני הווקטורים, שתהפוך את הרגולציה לאפקטיבית יותר, הרי אין ספק שרמת הפיקוח הנדרשת עבור כספים של משקיעים לא כשירים גבוה לאין שיעור.

אנחנו רואים שגם רשות ני"ע פועלת כיום בכיוונים האלה, והיא גם פרסמה בינואר 2024 תזכיר חוק שמאפשר הקמה של קרנות נאמנות מפקחות שישקיעו בנכסים אלטרנטיביים (השקעות לא סחירות ונכסים ריאליים) ולא מונע הקמה של קרנות פרטיות - ועוד מעט נשמע את ענבל מהרשות לניירות ערך בנושא.

דבר חשוב נוסף - אני מברך על הקמת הצוות לצמצום הפערים במכשירי השקעה בחיסכון לטווח קצר ובינוני בהשתתפות הרגולטורים הפיננסיים ובראשות מנכ"ל משרד האוצר. אני חושב שכבר לא מעט שנים בפורום שלנו, לרבות במפגש האחרון שלנו אבל לא רק, אנחנו קוראים לעשות סדר בארביטרז' הרגולטורי הקיים בין פוליסות חסכון שנמצאות בסמכות רשות שוק ההון לבין קרנות נאמנות שנמצאות תחת חוק הייעוץ ונמצאות בסמכות רשות ני"ע. בתכלס, פוליסות חסכון שמשווקות על ידי סוכני הביטוח, זה מוצר השקעה לכל דבר ועניין והוא למעשה יוצר מעקף, בחסות החוק, של חוק ניירות ערך ושל חוק הייעוץ. גם צריך להשוות את נושא המס בין האפיקים הדומים הללו בראיית המשקיעים. אז גם המהלך הזה הוא קריטי ומבחינתי הוא בסיס חיוני לדיון שלנו

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר' דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

כל עוד זה לא קורה, שני הרגולטורים הרלבנטיים לדיון היום, חייבים לעבוד בשיתוף פעולה הדוק כדי למנוע את המשך העיוותים.

אמיר ברנע

קודם כל ברצוני לציין שהופתעתי, כשנושא כמו השקעות פרטיות, בחברות פרטיות, יעורר עניין כזה. יש לי רק כמה הערות קצרות. לפי דעתי נתנו תשובות לרב השאלות בחומר הרקע המקיף ובדברי שלומי. רציתי לדבר על שלושה נושאים בלבד שהם הערכות שווי, שקיפות ורגולציה. אדגיש שקיים קשר הדוק בין הערכות שווי ושקיפות, הרי אין הערכות שווי בלי אפשרות לקורא לבוא ולחוות דעה על הערכת השווי. כלומר ללא שקיפות אין ערך להערכת שווי גם כשמדובר בחברות פרטיות. משקיעים מוסדיים, שחלקם חברות ציבוריות כלומר מייצגים את הציבור, ואם משקיעים כשירים, שהם גם הציבור, רשאים להשקיע באופן ישיר או דרך מתווכים בחברות אלה, מתבקשת בדיקה של המשקיע, התייחסות וביקורת של הערכות השווי. אזכיר את דוח ברנע, שיש לי איזשהו קשר אליו, שהוא חסר פה. אבל אני אומר, הערכות שווי אינן תקיפות אם אין שקיפות, והשקיפות מחייבת אם אתה רוצה להתייחס באופן רציני, לדוחות התקופתיים, השנתיים, הרבעוניים, שמגישה לך הקרן הפרטית. להשקעה בחברה פרטית, על ידי גוף מוסדי, או על ידי משקיע כשיר, יש היגיון כלכלי מסוים. ראשית מתקבלת פרמיית אי סחירות, כלומר תוצאות יותר טובות, ממה שמקנה ההשקעה בבורסה. יש ניצול הזדמנויות יותר טוב, בגלל הגמישות של הנהלת הגוף הפרטי, למצוא frictions בשוק, ולנצל אותם. ולכאורה גם ההשקעה יציבה יחסית. היא לא כפופה לתנודתיות של מחירי שוק, ולפעמים משקיעים מוסדיים רוצים להציג תזרים יותר יציב שלכאורה הוא בעל סיכון נמוך. אמרתי לכאורה. קחו לדוגמה את נושא עליית הריבית שחשפה את נושא הערכת השווי בצורה חדה. היה שינוי מהיר בריבית, אתם כולכם יודעים, בשנה, שנתיים האחרונות. והשאלה היא, האם אותו שינוי, שהשפיע על ניירות סחירים, השפיע גם על ההשקעות הפרטיות בניירות לא סחירים. עכשיו, אומרים לך, המנהלים שם, ברור שאצלנו ההשפעה היא אחרת. היא יותר מאוזנת, כאילו. למה? השוק מגיב ביתר. גם בנקים, אגב, להוציא את באור שווי הוגן, אינם משנים את שווי ההלוואות, או תנאי האשראי, על בסיס שינוי ריבית בשוק. יותר מזה אומרים לנו כי הערכת נכסים בחברות היא על ידי שמאים או מעריכי שווי

כאשר היום הדרישה הרגולטורית היא לדוח מלא לפחות אחת לשנה - וגם אם בפרקטיקה המוסדיים עושים את כל רבעון - השאלה מה באמת איכות השווי ההוגן עליו הם מסתמכים, אפרופו החשש מ"קוד השתיקה"...

צריך לשים לב שהגופים המוסדיים הישראליים, בהתאם למגמה בעולם, הגדילו באופן דרמטי במהלך העשור האחרון את השקעותיהם בקרנות ההשקעה פרטיות וראיתם את זה בתרשימים שצירפנו לחומר הרקע שהכין עבורנו גיא לקן מהאוניברסיטה העברית.

למרות שאין הבדל גאפ באופן המדידה עצמו, צריך לדעתי ככל האפשר להעדיף את כללי ה-IFRS לאור דרישות הגילוי הנחותות ב-USGAAP לגבי גופים פרטיים. רמת הגילוי בנושא שווי הוגן היא קריטית. כמו שכבר סיפרתי בדיון הקודם שהיה לנו אני זוכר את הדוחות הכספיים של קרן מרקסטון טרום הנפילה שלה, שהציגו לכאורה שוויים יפים אבל רמת הגילוי הייתה כזאת שלא אפשרה למשקיעים בכלל להסתמך על המידע הזה, הרי הערכות השווי לא מצורפות. אין ערך למידע על השווי ההוגן, שהגילוי על ההנחות ששימשו לחישובו הוא למשל רק שיעור ההיוון ששימש למדידת השווי הוגן בכלל ההשקעות הוא בין 7 אחוז ל-40 אחוז...אני חושב שככל שאנחנו יכולים לבחור הרי שעדיף IFRS וככל שמדובר בקרן אמריקאית אז אין לנו ברירה אלא לקבל את הדיווחים שלה כמו שהם..

מעבר לכך, בדומה לרפורמה האחרונה של ה-SEC אני חושב שצריך לחייב גם קרנות סגורות, כמו הפרייבט אקזיט, לספק לפחות אחת לשנה לרגולטור דוחות כספיים חתומים. כלומר, לא מספיק להכין דוחות גם צריך פיקוח בסיסי על האיכות שלהם -- זה רלבנטי במיוחד כשאנחנו מדברים כאן על אומדנים ותחזיות. כמובן שהרגולציה מתבצעת על פי מיקום של המשקיעים והמשווקים, כך שזה לא רלבנטי אם רושמים את הקרנות מחוץ לישראל וזה לכן גם לא אמור להבריא אותם מהארץ. אין מה לחשוש.

יש לנו היום דיון מרתק וחיוני, יחד עם שני הרגולטורים הרלבנטיים והתעשייה עצמה, וחשוב שנצל כל דקה בו כדי להיות אפקטיביים. אם יש משהו שעולה כחוט השני בכל הדיונים שלנו בפורום במהלך השנים, וזה כבר 13 שנים, זה הצורך לעשות חשיבה מחודשת על מבנה הרגולציה הפיננסית בישראל כי יש חפיפות ועיוותים רבים וזאת עוד הזדמנות שלנו כפורום לזעוק על כך. לפני כשנתיים היה ניסיון כזה של משרד האוצר אבל הוא לא צלח לצערי. בכל מקרה,

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

אלמנט אחד פשוט בשיקולים זרים, דמי ניהול, כמה דמי ניהול משולמים. אם אני משקיע בחברה פרטית יש לי שלוש רמות של דמי ניהול: אני משלם למנהל ה-family office שלי או מי שמנהל לי את התיק, כאשר אינני יודע כמה מנהל הקרן עצמו לוקח ואפילו לא יודע כמה מנהל התיק שלי מקבל, החזר או חלק מדמי הניהול מהקרן הפרטית הזאת. אם אין גילוי מלא של הדברים האלה, כמה מקבלים, איך זה יעלה על הדעת שאני בתור משקיע שמשלם דמי ניהול ביטירות ובעקיפין, לא מקבל דיווח מה היקף דמי הניהול הזה? איך אני יכול לבחור מנהלים אם אני רוצה להקטין את דמי הניהול שאני משלם? עכשיו האמונה הזו שמנהל תיקים שלך לוקח רק ממך היא לא קיימת, מנהל תיקים לוקח ממך ולוקח גם ממי שהוא משקיע אצלו ולך תדע מה מנהל הקרן עצמו מקבל כשהוא משקיע בחברה מסוימת. אז אני אומר, זה אספקט אחד של נושא השקיפות, אולי לא הכי חשוב, אבל רק לתת לכם מושג איך אנשים משקיעים בקרנות פרטיות ולא יודעים את הדברים האלה, שלא לדבר על נושא הגילוי והיכולת להעריך השקעות והיכולת לבקר או לנהל, לחוות דעה האם להשקיע בקרן א' או ב', לפי מה. והדבר האחרון שאני רוצה להתייחס זה נושא הרגולציה. נושא הרגולציה הוא מורכב. תראו, לכאורה, למה צריך פה רגולציה? לכאורה מדובר פה רק על משקיעים כשירים ומותר לאדם לבחור באיזו דירה הוא יגור, הוא לא צריך רגולציה. אדם משקיע כשיר, את ההון שנדרש בתקנות, 8 מיליון או 12 מיליון הון נזיל, יש לו יכולת ספיגת הפסדים אבל אינני חושב שזאת השאלה שקשורה לרגולציה. השאלה שקשורה לרגולציה, שאותה למדנו כבר לפני שנים היא האם קריסה של קרן הון כזו, קרן פרטית כזו, יש לה השפעות רוחביות, האם קריסה נניח של קרן כמו סלייס, האם היא מקומית או יש לזה השלכות רוחביות. בסך הכל הרגולציה הפיננסית נכנסה רק בגלל ההשפעות הרוחביות. הרגולציה לבנקים באה מתוך הנחה שאם בנק קורס יש לכך השלכות רוחביות על כל שוק האשראי. האם, יש כאן השפעות רוחביות, זו השאלה שהטרידה אותי, האם נדרוש חובה דמות תשקיף. גילוי בנוסח כזה. שאלה פתוחה. אבל לפחות האלמנט הזה של ארביטראז' רגולטורי, הוא קיים. לגבי משקיע כשיר, הלא כשאתה מציע לו באמצעות מתווך, יכול להשקיע בהשקעות סחירות או לא סחירות, והשאלה של הארביטראז' הרגולטורי קיימת פה. אם דרישות הגילוי נכונות לגבי השקעות סחירות, מדוע אינן נכונות לגבי השקעות שאינן סחירות? לי אין ספק שהרגולציה צריכה להיכנס לתחום של השקעות פרטיות, כל

אחרים. לשאלת השאלה למה צריך מערכי שווי אם מחפשים את האקוויולנט בשוק הסחיר. לכאורה, הערכות השווי בעצם מבודדות את ההשקעות הפרטיות מתנאי השוק השוטפים. אינני מקבל הסברים אלה. אסור לשחרר את ההשקעות הפרטיות מהשפעות השוק. נתייחס לקרנות פתוחות. אם קרן פתוחה, מדווחת, על בסיס שהוא שונה מהערכת השוק, למשל של השפעת שינוי הריבית, שמשפיעה באופן חד על ניירות סחירים, נניח, של חברות אשראי, או אשראי חוץ -בנקאי, אז ברור שמעבר מהקרן לשוק, כדאי לכל משקיע כי הוא קונה את ניירות הערך במחיר הרבה יותר נמוך מהמחיר בו הוא פודה את השקעתו בקרן. לכן יש לחץ של פדיונות. אם יש לחץ על פדיונות יש בעיה של חלוקה בין העמיתים, שהיא בעיה קריטית, אתה לא יכול להשאיר עמיתים, שהם במצב יותר נחות, מעמיתים שמממשים. ומה לגבי קרנות סגורות? הרי כל נושא שוק ה-secondary, כשרואים פער גדול במחיר, בין השוק ה-secondary ובין אותו נייר ערך, שמוערך, נאמר, בקרן, מה אתה מסיק מזה? מה המחיר הנכון לך, כמשקיע מוסדי? מה לשים בדוח שלך? את המחיר משוק ה-secondary, או המחיר הזה שהקרן דיווחה עליו? שהוא נעשה על בסיס הערכת שווי שלא ראית את הפירוט שלה ואתה לא יודע על איזה הנחות היא הסתמכה.

אז מה לעשות? האם לקחת את המחיר בשוק ה-secondary כמחיר שוק שמבטא את שווי ההשקעה הזאת? או שגם אצל המשקיע המוסדי יהיה העיוות הזה בין משקיע פורש למשקיע שנשאר. אלה שאלות פתוחות והן חלק מהדיון. האם קרנות ההשקעה האלה שמייצגות גם משקיעים כשירים וגם גופים מוסדיים, האם חלים עליהם אותם תנאי הגילוי שישנם לחברות ציבוריות. כן או לא. הנושא קשור לבעיית הנזילות בקרנות האלה. זה נובע מהלחץ למשיכות מהקרן כאשר ישנו פער בין השווי שהקרן מציגה לבין שווי השוק של השקעות אקוויולנטיות. זה הנושא הראשון. הנושא השני הוא נושא השקיפות. נושא השקיפות הוא מאוד בעייתי. עכשיו, יש כמה זוויות לדבר הזה. נתחיל באמת בדוח ברנע. אם חברות ציבוריות מגלות את דוחות ברנע, וכמובן שהם צריכים לעדכן אותם, וזו עבודה שעשינו לפני עשרים שנה והיא כבר אולי פחות אקטואלית. בעולם של ההייטק היא כבר לא כל כך תופסת, אבל הדוח הזה נותן ביטוי למה הדירקטור עושה, במה הוא משקיע, מה המדיניות שלו, מה הרגישות שלה. הדוח הזה איננו בקרנות הפרטיות. יותר מזה, לא יודעים אפילו על ניגוד עניינים. האם ההשקעה בחברה זו או אחרת של החברה הפרטית נבעה משיקולים זרים. למשל קחו

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר' דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

חוק שההגדרה שלו היא הגדרה מאוד רחבה. הוא קובע תחולת על כל הסדר שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפים שמוחזקים ביחד או כל עסקה שנעשית באותה קרן. אבל מעבר לזה, מעבר להגדרה הרחבה יחסית, התקנות שנלוות לחוק הן תקנות שמסדירות ניהול מוצר בצורה מאוד מאוד מאוד מוגבלת. התקנות נכנסות לסוג הנכסים, לרמת המגבלה וחשיפה לכל נכס ונכס, לאיך אתה משערך, מ-OTC ודרך אופציות וכולי. זאת אומרת חוק מאוד מאוד קפדני ובין היתר הרגולטור פה בא ואמר אני קובע, בגלל שזה מוצר השקעה, נכס פיננסי, למשקיע ה-retail, אני צריך להגן על המוצר ולהפוך אותו למוצר שקוף. רמת הגילוי היא אדירה בישראל, יותר מבכל מקום אחר בעולם. ולכן על פי ההגדרה הרחבה קרן פרטית שמשקיעה בניירות ערך בהחלט נופלת בהגדרה של חוק הקרנות, אבל בגלל כל המגבלות שמלוות את החוק הזה הוא לא נותן מענה להשקעות כמו בקרנות private equity, עד לאחרונה, החוק לא נותן מענה גם לקרנות גידור אבל אנחנו עשינו תיקון וגם הכנסנו אפשרות שקרן גידור בנאמנות תהיה תחת החוק. אז הקרנות האלה מחפשות אפשרות לפעול שלא תחת החוק וזאת באמצעות חריג של הפצה. הן אומרות אנחנו לא נפיץ ל-retail, ואם לא נפיץ ל-retail אז החוק לא ייפול עלינו. אז החריג הזה של לכמה אני יכול להפיץ הוא חריג שאומר ככה: אם אתה מפיץ בכל שנה ל-35 לקוחות retail בלבד ועד 50 בסך הכל בקרן, חוק הקרנות חל עליך. אנחנו בשוק הישראלי בגלל שאנחנו שוק קטן אנחנו נוטים יותר לגישה האמריקאית - כשמתחיל שוק להיווצר אנחנו כרגולטור לא רצים מיד לשים עליו את החוקים. אנחנו מחכים ורואים לאן השוק מתפתח וכך קרה. ולפני עשר שנים בדקנו כמה כסף מנוהל בשוק האלטרנטיבי, הוא לא היה גדול, זה לא היה הרבה כסף. אבל בגלל שנים של ריבית נמוכה, בגלל שהתחילו לשלב את הקרנות האלטרנטיביות וההשקעות הפרטיות בתוך התיקים המנוהלים גם ללקוחות יותר קטנים, גם ללקוחות פרטיים ולא רק למוסדיים, היום אנחנו במקום אחר ולכן אנחנו חושבים שנכון שנתאים את הרגולציה, כי המצב נכון להיום הוא שהמוצר אינו מפוקח וגם התיווך לגביו אינו מפוקח. ולמה כדאי, ובואו נדבר רגע על כמה דברים נהדרים שיש בקרנות השקעה פרטיות ולמה כדאי לשלב אותם בתיקי ההשקעות גם של המוסדי וגם של לקוח פרטי, כי זה עונה לצורך של גיוון ואנחנו יודעים שמנהלי ההשקעות, ולא משנה אם הם הכי טובים בעולם, היכולת שלהם להוריד את הסיכון של התיק היא ב-diversification. אנחנו רואים, בניתוח שעשו

עוד הן ניזונות מכספי מוסדיים וכל עוד הן ניזונות מכספי משקיעים כשירים, שהם בעצם הציבור הרחב של משקיעים פסיביים. במילה אחרונה, אני בא ואומר למשקיעים בקרנות פרטיות ולמנהלים שלהן שימו לב למחירי שוק והכניסו ושלבו מחירי שוק בתוך ההערכה. גם מי שלא מאמין בחוכמת השוק. כנראה רוב המשקיעים סומך על השוק אחרת איך תסבירו את המעבר להשקעות פסיביות, להחליף השקעות אקטיביות. במידה מסוימת המעבר אומר משהו לגבי חוכמת השוק והקשר וההחלטות של השוק לגבי הערכת שווי נכסים. ואני אומר ברור תנו לשוק להשתלב הרבה יותר עמוק בהערכת שווי של נכסים בחברות השקעה פרטיות.

ענבל פולק

שלום לכולם. אני ענבל פולק, אני מנהלת את מחלקת השקעות ברשות ניירות ערך ואיתי מאיה גרטי גלבע מנהלת יחידת פיתוח וחדשות פיננסית ואורנה נחום היועצת המשפטית של מחלקת השקעות וגם אילן גילדין, הכלכלן הראשי ברשות. מחלקת השקעות ברשות ניירות ערך פועלת מתוקף ארבעה חוקים נכון להיום: חוק השקעות משותפות בנאמנות, שכבר נציג את ההיבטים שלו, חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות ועוד שני חוקים שקשורים לעולם הפיננסי החדש: חוקותני שירותי מידע וחוק נותני שירותי תשלום שייכנס לתוקף ביוני, עליהם פחות נדבר היום. שלומי הציג שבתחילת השנה פרסמנו תזכיר חוק המרחיב את חוק השקעות משותפות בנאמנות לפיתוח של קרנות השקעה פרטיות בנאמנות, אלה יהיו קרנות נאמנות לכל דבר ועניין שיכולו להשקיע, מלבד בני"ע נסחרים גם בניירות ערך שאינם נסחרים וגם בנכסים שהם אינם ניירות ערך, נכסים ממשיים. אני אגיד בקצרה מה זו השקעה אלטרנטיבית בכלל מבחינתנו, מה הם התועלות בכלל למוצר השקעה זה, ההסדרה בעולם, כפי שהוזכר על ידי שלומי, של ה-SEC אציג גפ מה קורה באירופה ואנגליה, ההסדרה המוצעת היום על השולחן שלנו, מאפיינים מהותיים של המוצר למשל - שערך, אבל זה לא המאפיינים היחידים שנצטרך לתת את הדעת לגביהם ומאוד נשמח לשמוע כאן בפורום את הדיון, וניגע במתווכים ונעשה סדר בכל ההגדרות השונות כי חוקים שונים מגדירים משקיעים בצורות שונות. אז השקעה אלטרנטיבית זו השקעה בנכסים שאינם רשומים למסחר, הון פרטי, חוב פרטי לא סחיר ונכסים ממשיים, דוגמה נדל"ן, תשתיות... חוק הקרנות הוא

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

אמיר ברנע

את כופרת ביעילות השוק. תמשיכי.

ענבל פולק

לא, בנכס לא נסחר אני מדברת.

אמיר ברנע

אני מבין אבל מה זה משנה, אבל טוב, אוקיי, בסדר.

ענבל פולק

אנחנו כרגולטורים כרגע לא מבקשים שיהיה היום דיווח יומי בנוגע
לכמה היית מקבל אם היית מוכר את הנכס היום.

אמיר ברנע

הבנתי. הערכת השווי.

ענבל פולק

התועלות בעצם החלת רגולציה על השקעות פרטיות או על
השקעות אלטרנטיביות. אז קודם כל הגנה על משקיעים, אנחנו
מבינים שיש רצון של משקיעים לשלב השקעות אלטרנטיביות
בתוך התיקים ואנחנו לא מגנים לא על המשקיע, לא מפקחים
לא על המוצר ולא על אופן התיווך. גיוון של תיק ההשקעות, זה
כבר ציינתי. פיזור והורדת לכאורה התנודתיות של התיק. תועלת
נוספת היא הזרמת הון נוסף לעידוד המשק. לא נכון עבור כל
חברה לגייס מימון באמצעות הנפקה בבורסה, שהיא תירשם להיות
נסחרת בבורסה, לא כל הלוואה צריכה להיות רשומה למסחר
בבורסה, ואנחנו באמת חושבים שהשקעות, הלוואות לחברות
על ידי אנשי מקצוע יכולות להיות משולבים בתוך קרנות שהן כן
קרנות שמפיצים אותן ל-retail. תועלת נוספת נוגעת להשקעות
ערכיות, אנחנו לא מדברים יותר על ESG, זה לא באופנה כרגע
בגלל המלחמה, אבל תדעו רק נתון שאחוז ניכר, 50%, מקרנות

Preqin על ידי מוסדיים שמשקיעים בקרנות פרטיות או סוגים
של קרנות אלטרנטיביות, private debt, hedge funds, private equity, venture capital, הרוב נותנים מענה קודם
כל ל-diversification, אבל לא רק. זה גם נותן, הכנסה קבועה
לקרן המנוהלת, לתיק המנוהל, אם השקיעו למשל בקרן חוב או
קרן שמשקיעה בנדל"ן שנותנת כל רבעון את השכר דירה וכולי,
וזה מוריד את התנודתיות של התיק. אגב, אנחנו מדברים הרבה על
שערך של נכסים שאינם נסחרים, מצד אחד יש לדון בשווי נכסים
אלה, אבל יש גם מקום לדון ברמת הסיכון שלהם. ואין ספק שנכס
שאינו סחיר כל יום והוא לא קורלטיבי לשוק, הוא לא חשוף לתנודות
השוק, והוא לכאורה, לכאורה, פחות מסוכן.

אמיר ברנע

אני חולק עליך.

ענבל פולק

רגע, אני רק אומרת, אני רק מציגה את הזה. הוא לכאורה מסוכן
פחות. אני לא חושבת שהוא מסוכן פחות, אני חושבת שהוא פחות
תנודתי, זה לא אומר שהוא מסוכן פחות.

אמיר ברנע

איך זה מסתדר?

ענבל פולק

כי סיכון נמדד בסוף באיזה מחיר אני אצליח לממש את הנכס.
והמחיר שאני אצליח לממש את הנכס, ועכשיו אנחנו מגיעים לנושא
של שערך, האם אנחנו צריכים לעשות שערך לפי המחיר של
מכירה, אם הייתי מוכר אותו עכשיו, יכול להיות שהתנודתיות תהיה
מאוד מאוד גבוהה, ואני לא ממש משערך לפי המחיר שאני יכול
למכור אותו ברגע זה, אז אני יכול לשים שם איזשהו קו ולכאורה
הוא לא תנודתי.

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר' דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

בנאמנות. והמאפיינים העיקריים לגבי הקרנות האלה זה שזה קרן פתוחה מועדים קבועים. קרן פתוחה מועדים קבועים זה כמו קרן סגורה עם תקופות פדיון יחסית נזילות. היא תוכל להציע שילוב בין נכסים סחירים לבין נכסים שהם אינם סחירים ונכסים שהם אינם ניירות ערך. אנחנו, כמו באירופה, חושבים רבות על מומחיות הניהול. לדוגמה, לא כל מנהל שיועד לנהל קרן מחקה על תל אביב שלוש וחמש גם יוכל אולי לנהל קרן שמשקיעה בנכסים שהם לא סחירים. איך הוא יודע לעשות שערוכים, מה היצע העסקאות שיש למנהל, כמות ההזדמנויות וכולי. שערך תקופתי, אני אדלג על הנושא הזה כי הוא יפתח לדיון, אבל השערך הוא נושא מאוד מאוד חשוב. מנגנוני הנזילות, יש הרבה מאוד סוגים של מנגנוני נזילות. אחד מהם, שאגב באיסקו דנים בו בשנים האחרונות, אנחנו היינו חלק מתהליך של סקר לגבי נזילות גם של קרנות נאמנות רגילות. המסקנות אליהן הגיבו הרגולטורים בעולם בתחום נ"ע הן שלא יכול להיות שבמיוחד בתקופות קיצון של פדיונות מאוד גדולים on the fund מי שנשאר מחזיק את יחידות הקרן בעצם מקבל את כל מה שאי אפשר היה למכור. ואחד המנגנונים, אחד הכלים שבאים ואומרים כאשר לקוח פודה, אז מחיר הפדיון יסקף כאילו נמכרו כל הניירות בפרופורציה שהן מוחזקות בקרן, ולא רק את הניירות שנמכרו בפועל. זה לא פשוט בכלל אבל זה על שולחננו. לא רק על שולחננו אלא על שולחן כל רשויות ניירות הערך היום. קהל המשקיעים הוא כל משקיעי ה-retail והתיווך. אז בואו ניגע רגע ממש בשקפים האחרונים לדון בנושא התיווך. אז אני רוצה לעשות קצת סדר. מי הם סוגי בעלי הרישיונות, תחת חוק הייעוץ בעל רישיון יועץ - הוא יכול לתת ייעוץ לכל סוגי המשקיעים ואסור לו לקבל תגמול אלא מהלקוח. יש מנהלי תיקים שהם יועצים והתגמול היחיד שהם מקבלים זה מהלקוח. זה מפקח ורשום ונבדק על ידי הרשות. בעלת רישיון משווקת היא יועצת עם זיקה, עליה חלים כל החוק וכל התקנות וכל ההוראות בחוק הייעוץ, היא חייבת בהסכם עם הלקוח ובבירור צרכים והתאמת הנכסים הפיננסיים לצרכי לקוח ואמון וזהירות וכו', רק שיש לה זיקה ולכן היא גם חייבת לפי החוק לגלות כל ניגוד עניינים שיש לה. לא כזה עתידי אלא שנייה לפני שהוא קורה, הגילוי אינו תיאורטי אינו גילוי "אולי יכול להיות שבעתיד יהיה לי ניגוד עניינים", לא. כשהיא מציגה ללקוח שלה או ללקוחה הצעה שיש בה ניגוד עניינים, היא צריכה בגילוי והיא יכולה לשווק לכל סוגי המשקיעים היחידים והתאגידים בדיוק כמו יועץ השקעות.

פרטיות באירופה, לקחו על עצמם גם מגבלות השקעה ערכיות. אז בואו נדבר קצת על רגולציה בעולם ותרואו כמה אנחנו כרגולטור נתנו לשוק לצמוח ולגדול לפני שאנחנו בעצם מתחילים ונכנסים אליו ועושים פה סדר. אז השוואה לעולם, ולא רק בארצות הברית, גם באירופה וגם באנגליה יש רגולציה על השקעות אלטרנטיביות, הן על הגוף המנהל והן על הקרנות עצמן. השינוי שה-SEC עשה בחודשים האחרונים היה להוריד את הסף. מ-150 מיליון דולר בקרן עליה להירשם אצל הרגולטור, אלא מ-50 מיליון דולר. ובדיוק כמו שאמר, זה כי הרגולטור מבין שקיימת השפעה רוחבית, כמות הכסף שמנוהל בקרנות אלה והאופן שהוא מנוהל, יש לו השפעה רוחבית ולכן הרגולטור צריך לבוא ולהגיד את דברו. קהל היעד אגב זה גם משקיעים מוסדיים וגם הציבור, זאת אומרת יש קרנות שהן למוסדיים בלבד והרגולטור באירופה ובארה"ב בא ואומר לא משנה לי מי המשקיע, אם זה לקוח כשיר יחיד פרטי או אם זה מוסדי, עדיין תהיה רגולציה על המוצר. אלה סוגי הקרנות, שימו לב באירופה הן נקראות ELTIF 2.0, בדצמבר יצא עדכון פשוט ל-ELTIF ועכשיו זה ELTIF 2.0. באנגליה זה LTAF ומאוד דומה רק שהם עשו את הספין-אוף שלהם, ובארצות הברית את ה-US Business Development Companies שהן נסחרות בכלל.

המינימום השקעה בנכסים שהם לא סחירים ב-ELTIF זה מינימום 55%, 50% LTAF, ומינימום 70% בקרנות האמריקאיות. ההתייחסות בנוגע לנזילות הקרנות - בקרן שמשווקת למשקיע היחיד שהוא, מאוד קשה למשקיע היחיד להשקיע לעשר שנים בממוצע בלי לקבל את הכסף בחזרה בדרך או בלי יכולת לפדיון או פדיון חלקי, הנזילות היא נושא מאוד מאוד משמעותי. אנחנו ראינו ושוחחנו עם רגולטורים באירופה. היה race to the bottom בתקופה הנוגעת לנזילות הקרן. אז הרגולציה באה וקובעת גבולות הנוגעים לנזילות שצריכה להיות, למשל באירופה, רבעונית עם עד 12 חודשים, זה המון זמן, אבל עד 12 חודשים הודעה מוקדמת והתאמה לנכסי הקרן כמובן. באנגליה הם הלכו על אפשרות כן לרדת מרבעוני לחודשי עם הודעה מוקדמת של תשעים יום, ובארצות הברית אנחנו מוצאים קרנות נסחרות עם מנגנון נזילות תקופתי, slow paid liquidation. אז רשות לניירות ערך החליטה שנכון שהיו כאלה מוצרים גם ל-retail הישראלי, גם למשקיע, לכל משקיעי הציבור, ובאמת הצענו בתזכיר החוק לעידוד פעילות בשוק ההון הצעה שבאה ואומרת אנחנו נשנה את חוק השקעות משותפות בנאמנות ככה שהוא יוכל להכיל גם קרן השקעות פרטיות

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

כל כך גבוה? בגלל שאין פה פיקוח לא על המוצר ולא על המתווך.
בואו ננסה לקיים את הדין עכשיו גם בנושא הזה בין שתי ההגדרות
האלה, כשיר ומסווג, הכל תלוי במי המתווך. וזהו, ובזה סיימתי.

יאירה פרנקל

בתקופה האחרונה אנחנו רואים עניין גובר של הציבור בהשקעה
בנכסים לא סחירים, על רקע התנודות בשוקי ההון ובמטרה לגנון
את תיק ההשקעות.

ההסדרה החלקית של התחום יוצרת הגנה חסרה על הציבור ולכן
אנחנו במשרד המשפטים תומכים במאמצי רשות נ"ע להסדיר
את תחום ההשקעות הלא סחירות באמצעות הבורסה, ופועלים
בשיתוף איתם לקדם את החקיקה בנושא. במסגרת תיקוני החקיקה
הנדרשים, אנחנו פועלים גם להבטיח שיהיו בידי הרשות מלוא
הכלים הנדרשים להתמודדות עם האתגרים המיוחדים שההשקעה
והמסחר בנכסים הללו מציבים - בהם הצורך בניהול מתמחה
ומקצועי של ההשקעות, קבלת ייעוץ מותאם בטרם ההשקעה
ושערוך ראוי של הנכסים - וזאת באמצעות הענקת סמכויות לרשות
למתן הוראות רגולטוריות מותאמות בתחומים אלה.

אנחנו מקווים שפתיחת אפיקי ההשקעה המפוקחים, תעודד
השקעה של הציבור באמצעי ההשקעה המוסדרים ותביא להגנה
משופרת על הכספים והאינטרסים של הציבור.

שלומי שוב

אבי, ספר לנו קצת מהזווית שלך כמנהל קרן פרייבט אקזיט, איך
אתה רואה את הדברים.

אבי אורטל

תראה, א' אני אדבר רגע, יש לי שתי זוויות, א' זווית של מנהל קרן,
אבל זווית אולי יותר חשובה זה שבעצם בחמש השנים האחרונות
ניהלנו את לאומי פרטנרס ושם ראינו תיק קרנות מאוד גדול, תיק
שנע על פני עשרים שנה וראינו בעצם את כל התעשייה, גם את
תעשיית ה-PE, הקרנות ה-Private Equity, גם את תעשיית
הקרנות סיכון, ועם ראיה מאוד טובה על השוק גם בארץ וגם בחו"ל.
אז א' אני אולי אגיד שלוש תובנות מהתיק שלנו, של, כלליות: אחת,

אמיר ברנע

סוכן ביטוח?

ענבל פולק

היא לא סוכן, אני עוד מדברת על בעל רישיון יועץ השקעות או
משווק השקעות של רשות ניירות ערך. מי שאין לו, אינו בעל
רישיון השקעות, הוא סוכן פנסיוני וסוכן ביטוח או family office
ללא רישיון (כי הוא נוטה רק לתת שירותיו לכשירים) אך עם זיקה
לנכסים פיננסיים הוא יכול לתווך למשקיע כשיר יחיד לפי הגדרתו
בחוק הייעוץ. עכשיו בואו נעשה סדר מה ההבדל בין סוגי הלקוחות.
retail זה כל אחד ואחד, הוא יכול להתחיל להשקיע ממאה שקלים
(כי יחידה של קרן נאמנות שמונפקת, לרוב מונפקת במחיר של
מאה). retail זה כולם. עכשיו, אני לוקחת אתכם רגע אחורה. אם
אני בעלת רישיון ייעוץ או שיווק, זה לא משנה, ואני רוצה לשווק מוצר
שאין לו היתר הפצה בישראל, משמע אין לו תשקיף או דרך אחרת
שהרשות אישרה לו להפיץ את המוצר, המוצר אינו תחת פיקוח
הרשות, אז אני כבעלת רישיון יכולה להפנות את ההשקעה הזאת,
למשל בקרן פרטית, קרן גידור בארץ ובעולם, לא משנה איפה היא
הוקמה ונרשמה, ללקוחות שמוגדרים מסווגים יחידים תחת חוק
ניירות ערך, בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך. זה משקיע מסווג
יחיד. המבחן של האם אני יודעת אם הלקוח שלי הוא מסווג יחיד
זה אם יש לו או 8 מיליון שקל נזיל ומעלה או מבחנים כמותיים של
הכנסות אחרות. המבחן הכמותי הוא הכנסה של יחיד הוא 1.2 מיליון
שקל או כזוג, משפחה, 1.8 מיליון שקל הכנסה בשנה.

במהלך השנתיים האחרונות בכל שנה, או חמישה מיליון שקל נזיל
עם הכנסה של כשש מאות אלף שקל כיחיד וכתשע מאות אלף
שקל כזוג, בשנה בשנתיים האחרונות. מבחנים כמותיים, וזה או, או,
או, אבל עברת את המבחן הכמותי הזה, אתה לקוח מסווג. מה זה
משקיע כשיר יחיד? הוא מוגדר בחוק הייעוץ. עכשיו אם אני בעלת
רישיון, את מתווכת נכסים פיננסיים אליהם יש לי זיקה, אז אסור לי
לפנות אלא ללקוח כשיר יחיד. עכשיו אנחנו מדברים על מבחנים
הרבה יותר קשים, על המשקיע לעמוד ב-2 מבחנים מתוך שלושה
מבחן כמותי של 12 מיליון שקל נזיל מבחן איכותי של הבנה בשוק
ההון או כמות הפעולות בחודש, סוחר. שניים מתוך שלושה חייבים
להתקיים בשביל להיות לקוח כשיר יחיד. למה החוק שם את הרף

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר' דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

היום בכל קרנות ההשקעה הפרטיות, ולכן אני לא חושב, יש פה שאלה האם צריך לתת עוד רגולציה לקרנות האלה, אני בספק. אני חושב שבסוף יש יתרון גדול בפער בין השוק הציבורי לשוק הפרטי. הממשק כן רוצה לעודד השקעות בשוק הפרטי, כן רוצה לתת את המח"מ הארוך הזה ולא דווקא את הראייה הרבעונית של Mark to Market ועם הדיווחים הרבעוניים, ולכן אני לא חושב שההצעה של אמיר לעשות דוח ברנע או לתת גילוי שהוא גילוי, כמעט גילוי תשקיפי, לקרנות השקעה פרטיות, היא הצעה נכונה ברמת האיזון בין מצד אחד הצורך בשקיפות, מצד שני היכולת לעבוד עם מח"מ ארוך, עם מטרות ארוכות, לאו דווקא עם מטרות רבעוניות, מה שיותר מייחד חברות

אמיר ברנע

אתה בעד פרסום הערכות השווי?

אבי אורטל

כן.

אמיר ברנע

מפורטות.

אבי אורטל

עוד פעם, יש, לא, אז יש שאלה כי בסוף חלק מהיתרון של קרנות ההשקעה הפרטיות היא ב, והיכולת והמהלכים העסקיים. כשאתה יוצא לציבור אתה משלם מחיר. אתה משלם מחיר באמת בשקיפות. יש לזה יתרונות כי אתה מגייס כסף מהציבור, מצד שני יש לזה חסרונות, חסרונות עסקיים, וחברות אולי בשלבים מוקדמים מדי לא רוצות להיחשף לאותם החסרונות של חשיפה גדולה מדי ופגיעה בתהליך העסקי כתוצאה מהחשיפה הזאת, ולכן האיזון שקיים כיום, שיש, שאולי הערכות מפורסמות, אגב, מפורסמות למשקיעים המוסדיים, הכול פתוח להם.

תעשיית ה-Private Equity בישראל תעשייה מאוד מאוד טובה, תעשייה מאוד מוצלחת ברמת ה-cash on cash. אתה מסתכל על התעשייה הזו ברמת 20 שנים, אתה מסתכל מה היה ההחזרים של התעשייה בכלל של הקרנות הישראליות, אז ההחזרים הם חזרים יפים, החזרים דו-ספרתיים נטו למשקיעים. דו-ספרתיים נמוכים אגב, לא 20%. דו-ספרתיים אבל נמוכים למשקיעים וזה חס cash וזה cash והוא מאוד מאוד חשוב, כי בסוף תעשיית הקרנות יש הרבה Fair market value ואנחנו מאוד מסתכלים על הנושא של cash on cash. תעשיית ה-VC היא פחות מוצלחת, גם הקרנות, בייחוד הקרנות הישראליות על פני אותה תקופה טובה. וככלל הקרנות הישראליות יותר טובות מהקרנות הזרות. אגב, גם במאמר שצרפתם, גם בחומר שצרפתם רואים שאצל המוסדיים הקרנות הישראליות יותר טובות מהקרנות האמריקאיות בגלל בחירה, בגלל עיקרון הבחירה וההכרה של השוק וכולי. אז זה ככה אולי תובנות מהעיתיד. אנחנו בכלל מאוד אוהבים את ראיית התזרים, פחות את ראיית השערך, ובסוף קרן נמדדת לאורך שנים על פני, האם היא עשתה תזרים, אפרופו DCF, זאת אומרת, האם בסוף התזרים, שבין אם זה X על ההשקעה, בין אם זה IRR לאורך השנים, אבל בסוף זאת הראייה האמיתית. חלק גדול מהקרנות, בכלל בתעשייה, הן קרנות על בסיס השווי המשוערך ולא על בסיס השווי התזרימי, באמת מה שיוצר את הבעיות שאיתן אנחנו מתמודדים, אבל בעצם אם היינו יודעים לייצר תעשייה שנמדדת על תזרים, בסופו של דבר על תזרים, אין ספק שכולנו היינו בקרקע הרבה יותר בטוחה. אני חושב שאגב אפרופו הדברים שאמר אמיר מבחינת קרנות ה-Private Equity בארץ, כולן מאוד מאוד מפותחות כבר. זאת אומרת, רוב קרנות ה-Private Equity בארץ, ואני חושב שגם ה-VC שבהן יש משקיעים מוסדיים, הן קרנות מאוד מפותחות. יש בהן דוחות רבעוניים, יש בהן דוחות שנתיים, יש הערכת שווי חיצונית.

שלומי שוב

דרך הדרישות של המוסדיים.

אבי אורטל

כן, דרך הדרישות של המוסדיים. זאת אומרת, כל אותה רפורמה שעשתה הרשות לניירות ערך האמריקאית היא בפועל מיושמת

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

אמיר ברנע

איך? הצהרות? איך זה נראה?

אבי אורטל

לא, יש גילוי מלא על דמי ניהול.

שלומי שוב

דייב, איך אתם רואים מהזווית שלכם את הנושא?

דייב לובצקי

טוב, אז אני משרתם של שני אדונים כי אני בכובע אחד מנהל כמות תלת ספרתית של קרנות נאמנות ומכיר מאוד טוב את העולם המפוקח, ובכובע השני מנהל 12 קרנות פרטיות במגוון דיסציפלינות, פתוחות, סגורות. כל הצרות שתארתם פה, את כולן אני חווה על בשרי ברמה יומית. אני אגיד משהו מפתיע. הסיטואציה שאנחנו נדרשים ללכת היום לרגולטורים זרים, CIMA לצורך הדיון, הרגולטור הקיימני, לוקסמבורג, דברים די מזעזעים שקורים היום במשק בשווייץ, בכל מיני מכשירים AMC, היא אנומליה קיצונית והעובדה שבישראל יש קרן נאמנות שמגדירים לך שבע ספרות אחרי הנקודה בשביל גברת כהן מחדרה, איזה סוג נייר היא יכולה לקנות, או חברה ציבורית, זה המנעד. זאת אומרת, אני ניסיתי להנפיק בתחילת הדרך מוצרים אלטרנטיביים, הגענו לא למחלקה של ענבל אלא למחלקת תאגידים והם היו מזעזעים מהרעיון שדבר כזה צריך להתנהל בחברה ציבורית, עם ברנע והמון דברים שלא כל כך מתאימים לרעיון השקעה עם תמה מסודרת וזה. אז אין ספק שמה שראיתם פה על המסך זה מהלך שהוא בכיוון מאוד נכון. צריכות להיות קטגוריות ברמות של שקיפות שונות ושל מורכבות שונות ושל עלויות שונות. אין ספק שאתה פועל מול משקיע מוסדי שיועד להביא מעריך שווי שיתווכח עם מעריך שווי שלך או לבקש משקיף בדירקטוריון, החיים שלך יותר פשוטים מצד הקרן שיש לה אלף retail, גם אם הם ריטיילים נגיד בקלאס יותר גבוה, ואנחנו רואים בעולם מנעדים, מנעדים מהטיפוס הזה של רמות פיקוח שונות ביחס לכמות המשקיעים. זה לא או 35 או מיליון. כנראה

אמיר ברנע

מה זאת אומרת?

אבי אורטל

ההערכות מפורסמות באופן כללי. אני חושב שהוא איזון טוב. ועוד פעם, הרגולטור צריך לדעת למצוא את האיזון

אמיר ברנע

מה זאת אומרת הכל פתוח להם? הם מקבלים אינפורמציה שמשקיע אחר לא מקבל?

אבי אורטל

לא, הם מקבלים כל משקיע LP בקרן, פתוח לכל הנתונים של הקרן באמצעות ה-private equity. יש משקיעים שמיישמים את זה ויש משקיעים שלא. בהחלט זה פתוח. ואני חושב שבמובן הזה הצורך להוסיף רגולציה נוספת היא יכולה להיות לא טובה. היא לא טובה כי היא פוגעת בכל מיני פעולות שקורות במשק.

שלומי שוב

זאת אומרת, יש משקיעים שזה פתוח להם ויש כאלו שלא?

אבי אורטל

לא, לא אמרתי את זה. להשקיע זה פתוח לכולם.

אמיר ברנע

תגיד, נושא דמי ניהול וניגודי עניינים בא לידי ביטוי?

אבי אורטל

לגמרי.

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר' דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

דייב לובצקי

ולא להפוך אותי לקרנות נאמנות של משקיעי משק, שזה הסכנה
הגדולה כשנכנסים להסדרה

שלומי שוב

כן, צריך למצוא את האיזון.

דייב לובצקי

ופתאום יכולים להתאהב ברעיון ויגמרו את התעשייה.

טל הפלינג

בוקר טוב, אני מודה לשלומי על ההזמנה להשתתף כאן בפורום
היום. כבר נפגשנו בעבר סביב השולחן הזה, בכובעי במנורה,
ובכובעי ברשות שוק ההון ועכשיו אני כאן בכובעי כאזרחית.

שלומי שוב

בהרבה כובעים. ואני חושב שהכובעים שלך הם ככה מאוד ייחודיים
שאת גם, מכל הזדויות למעשה, גם כרגולטורית בכירה לשעבר וגם
אפילו יצא לך לעבור דרך סלייס ולהתריע...

טל הפלינג

בפעם הקודמת שנפגשנו כאן, במהלך 2022, החדר היה מלא-
דיברנו אז על רגולציה של קריפטו, נושא שהיה סוער לא פחות.
אגב מאז הקריפטו עבר כמה גלגולים. הדיון היה לפני החמאס
Binance, FTX וכל מה שרע שיכל לקרות לקריפטו.
בנושא היום אנחנו חוזרים היום ל-fundamentals של ההשקעות,
וההשפעה הישירה על הגמל והפנסיה של אחד ה-Underlying
Assets המקובלים בשוק.

רק כדי לסדר את רצף הזמן, נפרדתי מרשות שוק ההון בספטמבר
22' יחד עם משה ברקת, ובתחילת בספטמבר 23' התחלתי תפקיד
בסלייס גמל, כמשנה למנכ"ל ויועצת משפטית. שבוע אחר כך

שגם מכשיר, דיברנו פה על השפעות רוחב, מכשיר שמעורבים
בו 100 משקיעים כנראה אפשר להתמודד בשיח ולייצר שקיפות
עם 100. ב-3,000 זה כנראה משהו כבר שיש לו השפעות רוחב
הרבה יותר גדולות. אני שותף לביקורת על נושא השערך. אני
חושב שמעת לעת בתקופות של גאות מי שלקח עמדות יותר, נקרא
לזה מתירניות ופחות שקופות ידע לגרוף משקיעים, ובתקופות
האלה הדברים האלה לצערי הם בחלק מהמקומות מתפוצצים
בפנים, כולל חקירות ואירועים קשים. ובהחלט, אם יש פה איזשהו
סטנדרט מינימלי, מכיוון שממש אין סטנדרט מינימלי, בטח בשוליים
הסהרורים של התעשייה הזאת, שהם לא כל כך קטנים, הדבר
הזה הוא סביר אבל צריך מאוד מאוד להקפיד שלא ליצור קרנות
נאמנות פרטיות מכיוון שלא יבואו חברות פרטיות. לא ירצו שידעו
את החוב. הערכות שווי מפורטות עם שבע ספרות אחרי הנקודה
על הלוואה פרטית שחושפת בסוף את הלוואה או חברה פרטית
שהשקענו בה, יעקרו מתוכן. הייתי שותף למהלך שניסה לעשות
פה, הנפקנו את זה גם, קרן נאמנות להשקעה בחברות טכנולוגיה,
הייתה רתיעה מצד חברות, בכלל מצד הגילוי, הכסף אין לו ריח,
אבל פחדו שבתום כל סיבוב יתפרסם. אז צריך פה גם להיזהר לא
לחסל את התעשייה וליצור לה ארביטראז' שלילי ביחס לעולם.
ובסוף אני חושב שהמפתח הוא, וענבל נגעה בזה לא מעט, הוא
ההפצה. ההפצה צריכה להיות שקופה, ברורה, זה לגיטימי להיות
בעל זיקה ולהיות סוכן ביטוח. זה נאמר פה ב, שמעתי נימה של גנאי,
זה מקצוע מוכבד ובתנאי שנותנים גילוי סביר ללקוח זה בסדר.
גם כשנכנסים לסוכנות מאזדה המוכר יציע את המאזדה הטובה
ביותר מבין המאזדות שנמצאות. אתה צריך להבין שאתה בסוכנות
מאזדה וכנראה לא יציעו לך לקנות יונדאי, אבל זה סופר לגיטימי
שבן אדם יקבל את תגמול ממי ששולח אותו למכור בהינתן שיש
גילוי סביר וידוע בנושא. אז אנחנו כמי שפעיל גם במפוקח וגם בלא
מפוקח, מחבקים את הרעיון של הפיקוח, שותפים להחלפות דעות
בנושא הזה, ואני מקווה שלא נצטרך ללכת לקיימן או ללוקסמבורג
כדי להירשם, ולהירשם פה בעברית, בתשקיף בעברית. זה בהחלט
מהלך מבורך.

שלומי שוב

דייב, בשורה התחתונה אתה כן חושב שצריך לעשות פה סדר, נכון?
ברגולציה, רק כמובן במינוח הנכון.

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

בשוק של גמל ופנסיה שגדל ב-8%, 10% בשנה רק כי יש לנו חוק פנסיה חובה, אז השוק לא משתולל, הוא צומח מאוד. המילה היא לא משתולל, שהיא מילה עם קונטציה שלילית. השוק פשוט צומח כי יש לו השראה של כסף תמידי לתוכו. אז מתפתח שוק הגמל והפנסיה, וסביבו שוק ההשקעות והתיווך הנלווה.

בשוק ההכנסה הפנויה הצמיחה לא כזו אגרסיבית. בתקופות של מיתון אז ההכנסה הפנויה קצת יורדת, בתקופות של גאות או ריביות נמוכות ההכנסה הפנויה קצת עולה, אבל זה השוק הקטן, השוק הגדול הוא השוק הפנסיוני, שהוא מתפתח, ועליו צריך לפקח מקרוב.

אנחנו רואים גם את כמות הסוכנים, כמות המשווקים הפנסיונים שעולה כל שנה. דווקא היועצים הפנסיונים האובייקטיביים ירדו השנה, אבל שיווק פנסיוני מאד מושך כמקצוע, ואתה רואה אנשים ממירים רישיון מרישיון של ניהול תיקים ויועץ השקעות לרישיון של גמל ופנסיוני כי שם הכסף.

ענבל ציינה קודם שברשות ניירות ערך הם מאמינים בגישה האמריקאית - לתת לשוק להתפתח, להסתכל עליו, ורק אז להתערב באסדרה. זה מתאים אולי לשוק ההכנסה הפנויה, אבל לדעתי לא לשוק הפנסיוני.

במקום ששם נמצא הכסף הגדול, והוא כל כך צומח בגלל חוק פנסיה חובה, הגישה האמריקאית של לחכות רגע אחרי שהשוק התפתח ואז להתערב עם רגולציה, פחות מתאימה כי הנזק גדול. היא מתאימה בשוק ההכנסה הפנויה אולי, שבאמת רוצה עוד כוחות שיתפתחו בצורה חופשית, אבל בשוק הגמל והפנסיה שזה שוק מפומפם בכסף, שהוא הביטחון הסוציאלי העיקרי של אנשים, אנחנו צריכים להיות "על זה" בהסדרה.

עכשיו, הנושאים שעל השולחן היום הם אחד מבין הנושאים הסופר מורכבים של רגולציה פיננסית. בעיקר מי שבחדר הזה מתעניין בהם ואנחנו לא יכולים לחכות את הדילי הזה של עוד נזקים לפנסיות בגלל קרנות רעילות. מצד שני, אנחנו לא יכולים להיות ב-overkill ביחס לאסדרה של הקרנות. פעם אחת, כדי כמו שאבי אמר, לא כדאי להתיש את השוק בדברים שהוא כבר יודע לעשות. זה למשל מתבטא ברגולציות של צ'קליסטים. רגולציות של צ'קליסט הן רגולציות מנוונות. אתה לוקח את הגוף שמשקיע בקרן, אתה אומר לו - אתה תעשה את הצ'קליסט, תוודא שבאג"ח (כמו חודק) או בקרן יש את כל זה, ואתה בסדר. כנראה לא יתבעו אותך על זה. אני לא חושבת שזה יעיל.

אנחנו בהנהלת החברה מוציאים מכתב לרשויות. יש פה לא מעט אנשים שגם עובדים על הדבר הזה בשוטף אז כמובן שמכירים יותר ממני את ההמשך, אני לומדת מהתקשורת. ובנימה אופטימית זו אנחנו אני אספר לכם שהיום אני דוקטורנטית ועמיתת מחקר וההתייחסות שלי לנושא פה על סדר היום תהיה באמת מפרזומה ציבורית עד כמה שאפשר. זה די פריבילגי לא להיות משום צד - לא של התעשייה, ולא מהצד של הרגולטור - שמייצגת אותו כאן ענבל. אני לא אחזור על מסרים שכבר עברו כי יש פה מסרים מאוד מדויקים ומאוד חדים שכבר עברו, אני רק ארפרר עליהם קצת.

בהמשך לדברים של ענבל - אז כן, ציר התיווך הוא ציר שלא יכולה להישמר בו אנומליה שמצד אחד העולם המאוד מאוד מוגן של גם מתווך מורשה על ידי רשות ניירות ערך וגם מוצרים סופר מפוקחים, ומהצד השני, יש איזשהו גלגל שמזין את עצמו - אם המוצר לא מפוקח אז אני גם לא צריך להיות מתווך מורשה. יש לנו עולם של השקעות לא מפוקחות שמגיע לידים ריטיליות תחת אילו חוות דעת יצירתיות יותר או פחות, ופשוט גם על ידי ואקום רגולטורי שצריך ללכת ולטפל בו. צריכה להיות קרקע אחידה לגבי שיווק השקעות על ידי אדם שיש לו זיקה ואדם שאין לו זיקה, בהמלצה על נכס פיננסי. לגבי הסדרת הנכסים עצמם, ככל שהם מגיעים ל-retail, אני חושבת שרשות ניירות ערך מקיימת הסדרים נאותים, וכדי לפתח את השוק היא מציעה פה פתרון מאוד מעניין לגוון סל המוצרים.

בהמשך לדברים של אבי, ולהצעה לאמץ את הרגולציה של ה-sec על קרנות פרטיות, אני חושבת שמעבר לדיון בתוכן האסדרה, צריך לדון ביכולת ובמשאבים שקיימים כדי לאכוף אותה כדי שלא נימצא במצב של פסאודו-רגולציה. אני לא מאמינה שאסדרה תמנע תרמיות. אכיפה והרתעה מונעות תרמיות. בתחום הזה תרמיות תמיד היו, תמיד יהיו, נכון. we're all old dogs, old tricks. אין בסיפור הקרנות שום דבר שחדש תחת השמש בהיבטי התרמיות. לשים עליהן אסדרה שלא תיאכף יוצר נזק - גם לא מונע תרמיות, גם מטיל נטל עודף כשלעצמו, במיוחד אם זו רגולציה דווקנית שאולי אפילו "מרדימה" אינסטינקטים טובים של המשקיעים המוסדיים היום בבחירת קרן, ותגרום להם להתכנס לצ'קליסטים, וגם בסוף, נוצר מצב של נכס מפוקח כלפי הציבור שהוא לא באמת מפוקח אם לא משקיעים המון משאבים באכיפה לגביו.

עוד נקודה שעלתה כאן, היא האמירה שהשוק משתולל בתחום הזה של הקרנות, ובכלל. זה מונח פחות מתאים בעיני. כשאנחנו נמצאים

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר' דרך אופן שערור נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

לעשות, חוב לפעמים לא משולם. אבל, בחלק מהמקרים יש בעיות מובנות במודלים ובחלקם, זה קצת יותר מבעיות מובנות, זה אולי גם תרמיות ומקומות שהם השוליים יותר שחורים. לייצר למשקיע retail תודעה שזה מוצר מפקח ולכן הוא בטוח ללא סייג, זאת תודעה שאנחנו צריכים להימנע ממנה. או שלא נגיד שזה מוצר מפקח ולהניח את זה כאזור לא מפקח ושהבן-אדם יפעיל את השרירים שלו, לא משנה אם הוא retail או accredited, או שאם זה מוצר מפקח, יהיה מפקח על אמת, גם על הנייר וגם באכיפה, לפי הסיכונים שיש בו.

שלומי שוב

חגי, איך אתם כגוף מוסדי רואים את זה - מבחינתכם הכל בסדר?

חגי שרייבר

לא, הפוך. נאמרו פה הרבה דברים שעם חלקם אני מסכים אז אנסה לעטוף הכל עם הקדמה קלה. אנחנו כגוף מוסדי עושים השקעות פרטיות, אלטרנטיביות, כל אחד קורא לו בשם קצת אחר, רק כשאנחנו רואים בזה באמת ערך מוסף. נשקיע רק אם באמת יש פרמיות אי-נזילות או אם יש איזשהו תחום שאין לו גישה בעולמות הסחירים. אנחנו לא עושים את זה בשביל הכיף שלנו וזו עבודה קשה עם DD לעיתים ארוך ותחת מגבלות רגולציה ובדיקות חשבונאיות ומשפטיות. זה גם תהליך ארוך של משא ומתן. עושים את זה כשרואים ערך אמיתי או פערים גדולים ביחס לאלטרנטיבות הסחירות שלנו. אנחנו מנהלים כסף ל-20, 30 שנה אז לוותר על הנזילות עבור אחוז מסוים מהנכסים שלך, אם תקבל תשואה עודפת או גיוון יותר טוב או חשיפה יותר נכונה, זה דבר נכון. כמובן שההשקעות הללו מעלות גם שאלות, שאלו פה מה קורה לגבי השערוכים שאנחנו מקבלים וכמה הם מהימנים ולא מהימנים, והלקוחות שלנו שיכולים לצאת בהתראה של מספר ימים. אלה דברים שאנחנו דנים בהם כל הזמן והם לנגד עינינו. חשוב לי להדגיש שבגופים מוסדיים יש הפרדה מוחלטת בין ההשקעות והחשבות השקעות ובסוף המילה האחרונה לגבי השערוכים היא של חשבות ההשקעות, שתחת סמנכ"ל הכספים ולא תחת. אם מישהו אצל אלי שוורץ מניף דגל שמישהו לא בסדר בשערור של המעריך החיצוני, אני יכול להתווכח, אני יכול לנסות לשכנע, לשלוח אותם

דווקא היום אני רואה בגופים המוסדיים, וגם מתוך היכרות גם עם העבודה של חלק מהם, את הפעילות הזו בגופי ההשקעות. הם יודעים ללכת ולנתח קרן לפי הסיכונים שלה. אז לכפות רגולציה צ'קליסט ולנון איזשהו מוח שכבר קיים ושריר שקיים נראה לי מיותר.

אם אין ניגוד עניינים או אין איזה חשש מובנה לכשל שוק של נציגות או אסימטריה באינפורמציה וכן הלאה, leave it. זה נראה לי בסדר. את עולם התיווך צריך לשנות בדיוק כמו שברנע אומר, עם גילוי נאות גם על תמריצים, דמי ניהול וכן הלאה.

אני רק מזכירה את החשש שלי מפסאודו רגולציה, שהיא להגיד שיש רגולציה אבל אין אכיפה, והיא הופכת לאות מתה. למה זה קורה דה-פקטו? היות ושוק הגמל והפנסיה גדל אבל המשאבים שמוקצים לרגולציה לא גדלים באותו קצב, ואפילו קטנים, כמו שרואים בדוח מבקר המדינה האחרון, שביקר בחומרה גם את רשות שוק ההון וגם רגולטורים פיננסים אחרים.

הכסף שמוקצה לרשות שוק ההון לא קורלטיבי לכמות והיקף המשימות שלה, אז אתם רואים תת פיקוח. זה לא רק כוח אדם ואיכות כוח האדם, זה מתבטא גם בטכניקה פיקוחית, ובטכנולוגיה פיקוחית, שלא מותאמות למסת המשימות ההולכת וגדלה.

ברשות ניירות ערך יש דברים שהם ממש obvious לנו, לדוגמה, שיש בקרת מסחר דיגיטלית נכון? ברור לכולם שאם מישהו הולך לעשות עבירת מידע פנים כנראה אחר כך החברה של ענבל פשוט יקומו וידפקו לו בדלת, כי יחסית הטכנולוגיה הפיקוחית השתפרה. בשוק הגמל והפנסיה אנחנו לא שם. הדוחות נכס בודד היו באקסל.

אתם מבינים עם איזה כלים מעבדים אותם, כן?

במצב כזה, קשה לייצר הרתעה באמצעות אכיפה מנהלית או פלילית, ותחום ההשקעות של גופים מוסדיים הוא תחום שגם כמעט אין בו אכיפה פרטית כי השקיפות מאוד מועטה וקשה לבנות את העילה.

אז מה שהופך את הדיון מטיפול בשוק בצמיחה לדיון על השתוללות ועל תרמיות הוא הכסף הגדול שאין לצידו אכיפה, והדברים מוחמרים בעיני שיש כלפי הציבור מצג של הגנה מספקת.

אם מחפשים לזה מקבילה, על השקעות של הציבור ב-peer to-peer מאוד קל לראות את זה. שמו לזה רישיון וזה כאילו מפקח, אבל קורים בזה דברים מבחינת המשקיעים, שהחוק לא נותן להם מענה כרגע וגם האכיפה מוגבלת מבחינת משאבים. חלק מהנזקים שקורים למשקיעים ב-p2p הם תנועות שוק רגילות- אין מה

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

שלומי שוב

חגי, אתה מדבר יותר מהכיוון של מנהל השקעות מן הסתם, של הצד שמשקיע, שאין לי ספק שאתה לא צריך אף רגולטור בשביל לנהל את ההשקעות כמו שצריך. אלי, אבל אתם לא חוששים גם מכל הנושא של השיווק של השקעות, מבחינת אחריות שלכם.

אלי שוורץ

אני דווקא יותר מזוית של תפעול ואתן לאור לדבר קצת לגבי הנושא של השיווק. ניתן להגיד, זו זווית שלא הסתכלנו עליה ואני חושב שטל הציפה אותה, דיברה על זה גם במקומות אחרים. אני אשים זווית מסוימת על התפעול ודווקא אתן לאור להציג את הקטע של השיווק. אני חושב שהדבר שלא שמענו עליו דגש, וזה בהקשר של סליים, זה היה יכולת התפעול. היכולת בכלל לשווק והיכולת לתת לאותם אנשים הערכת שווי כזאת או אחרת זה בסוף לתת ציטוט שאותו בן אדם יודע להרגיש בנוח שהכסף עובר לחשבון שלו ולא עושים איזה חשבון מרכז כזה. צריכים לחשוב איך בונים באמת גופים, ואיך בודקים שבאמת גופים פועלים ויודעים לעשות את התפעול הזה. זה לא דבר פשוט. אנחנו רואים שהשכלים העיקריים גם אצל הבנקים זה היה בסוף במקומות של התפעול, פחות בנושא של הערכות השווי. הערכת שווי כזאת או אחרת, ברגע שיש ביקורות אז אנשים יכולים לראות. זה שכל הכסף נשפך לתוך סליים, לתוך חשבון אחד, ואנשים קיזזו אחד את השני זה כבר רשלנות, ופה צריכים לשים סף איך אתה מתייחס ואיך אתה מטפל בתפעול. וכמו שחגי אומר, אם גוף לא יודע ולא טיפל בצורה הוגנת צריכים פשוט להעניש אותו. זה התהליך. אור, אתה רוצה להגיב על השיווק?

אור חרוש

כן. אז אני גם הפניקס, אני מסתכל על זה, על אלי מהצד שלו, חגי מהצד של ההשקעות. אני אחראי בעצם על העסק שעובד מול ה-retail. אני רוצה להגיד כמה משפטים בהקשר של הדיון שהתנהל עד עכשיו, קודם כל, אנחנו מדינת ישראל, אנחנו נקודה קטנה על המפה העולמית, ואנחנו בפניקס תמיד מסתכלים מה קורה בעולם. אז אנחנו רואים בעולם שיש מגמה של צמיחה בהשקעות האלה בקרב משקיעים. גם הגופים המוסדיים שזה חלק מהתיקים שלהם וגם לקוחות ה-retail, ואני חושב שמדינת ישראל בצורה כזאת

לדבר עם מעריך השווי שוב, אבל המילה האחרונה היא תמיד של מערכי השווי החיצוניים וחשבי ההשקעות. אני מקווה ומאמין שגם במקומות אחרים יש את ההפרדות האלה. זה חשוב לדעת, חשוב לדעת שבגופים מוסדיים מסודרים יש פיקוח, יש בקרה, יש מוניטין שאפשר להפסיד. יש לנו המון סיבות טובות שיהיו לנו תהליכים מאוד מסודרים של פיקוח ובקרה ואיזון שהם מאוד מאוד חזקים, ובראשן המוניטין שלנו ושל הפניקס. הערה נוספת, לגבי הערכות השווי שהוזכרו פה ע"י אמיר ברנע. רגולציה וכללים על הערכות שווי לא יפתרו את כל הבעיות. בד"כ רגולציה וכללי שערך יוצרים עיוותים חדשים. הוזכר כאן מנגנון שערך החוב הפרטי שקיים כבר במוסדיים. זה מנגנון מלא בעיוותים. אנחנו יודעים את זה, אני יכול לתת דוגמאות על שערך של חוב תשתיות ארוך שבתקופות לחץ, כשפתאום השוק הסחיר משתנה, שערך החוב משתנה בגלל פרוקסי לא נכון או לא מתאים, כשלנכס הבסיס המדובר לא קרה כלום וסיכוינו לא עלו כלל.

שלומי שוב

שלמות אין, אתה יודע.

חגי שרייבר

אין שלמות, נכון. בגלל זה אני די מתחבר למה שטל אמרה, בטח בגופים מוסדיים, תנו חופש פעולה, תנו לנו עם השכל הישר ומערכות הבקרה שלנו לעשות את הדברים הכי מדויקים וכלכליים שאנחנו מוצאים לנכון. ואם תופסים מישהו שמועל באמון הזה צריך לתת לו בראש חזק, אני מסכים עם זה לגמרי, ולא להוסיף עוד ועוד רגולציה שמפרנסת רואי חשבון ועורכי דין ויוצרת עיוותים משלה. אגב, גם בעולמות המיסוי אפשר למצוא עיוותים הנובעים מרגולציה. קחו את סעיף ה- תשע שתיים שמשפיע לא מעט על החלטות השקעה ומסיבות לא כלכליות. אני אתן דוגמה נוספת, על מנהלים של קרנות השקעה ישראליות, אוקיי? בגלל מבנה המיסוי האישי שלהם צריכים שיהיה רוב של תשע שתיים מתוך ה-LP's שלהם. אוקיי, מה קורה בעולם שבו הפנסיה הולכת וגדלה, אבל ביטוחי מנהלים ישנים, וחדשים צומחים הרבה פחות אם בכלל? נוצרות בעיות מיסוי, שלא רלבנטיות למשקיעים ומשפיעות על האלוקציה שתוכל לקבל בקרן.

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר' דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

של משקיעים כשירים שנגעתם בה. אני חושב שההגדרה היא לא רציפה. גם דייב נגע בזה באיזשהו אופן. לקוח retail של מינימום 100 שקלים, המדרגה הבאה היא לקוח של 8 או 12 מיליון שקל. יש היום, עוד פעם, יש ביקוש למוצרים האלה ויש שוק למוצרים האלה, ולהחזיק את השוק בצורה מלאכותית שמשקיע כשיר הוא רק 8 מיליון ש"ח ומעלה, אני חושב שזה באיזשהו מקום גם גורם לחלק מהעיוותים של השוק ואיך הוא מתנהג. כי גם לקוח שיש לו 4 ו-5 מיליון שקלים בסוף ימצא את הדרך, בין אם זה מפוקח ובין אם לא למכשירים האלה.

יורם עדן

אני מסכים עם מה שאמרו קודמיי, שכל ה-private equity רק גדל בעולם. אז נראה שאם אנחנו מקבלים את חוכמת המומנים לגבי הרלוונטיות של מחירי השוק אנחנו צריכים לקבל גם את חוכמת המומנים של המשקיעים המוסדיים, גם בארץ וגם בעולם, שחושבים שזה אפיק טוב. אני גם יושב ראש ועדת השקעות של קופת פנסיה גדולה, ואני מסכים שהמדידה האמיתית היא Cash on Cash. כשאתה בודק הביצועים לפי כלל זה, אתה רואה שקרנות ההשקעה האלטרנטיביות למשקיעים המוסדיים הם מוסיפים תשואה. למרות שהיה דוח ועדת יפה שהוזכר פה באיזה ישיבה קודמת, שאמר שלא

שלומי שוב

הוא לכאורה הוכיח שלא.

יורם עדן

הוא לא הוכיח שלא. צריך להבין שמשקל ההשקעות האלטרנטיביות בחסכון המוסדי ילך ויגדל. כמובן שעצם העובדה שאתה מאפשר השקעה בקרן סגורה שבמקרה הטוב אתה מקבל דוח כל 3 חודשים, תמיד יהיה מצב שבאירועי קיצון יכול להיווצר פער משמעותי מול מכשיר סחיר.

או אחרת, עם מגמת צבירת העושר שקורה פה, עם התחכום של המשקיעים שהולך ועולה וגם עם ערוצי ההפצה שמתפתחים, בסוף תלך לשם בצורה כזאת או אחרת. אני חושב שגוף שמנהל השקעות אלטרנטיביות ל-retail, יש שלושה תנאים בסיסיים שצריך לבדוק אותם, אתייחס תיכף גם למה שאמרתי מבחינת הרגולציה. התנאי הראשון במעלה, והוא גוזר את ההתנהלות, זה בעצם המוניטין של הגוף הזה שמנהל את קרנות ההשקעה, שיש לו מה להפסיד הרבה יותר משווי ה-GP אם הוא מתנהל בצורה לא נכונה, הדבר הזה בעצם גוזר את ההחלטות שלו איך לשווק, למי לשווק, מה המוצרים שהוא שם על המדף, ואיך הוא מתנהל במצבים שהם מצבי קיצון או מצבים של לא מהלך העסקים הרגיל, שאתם מנסים לפתור אותם דרך כל מיני גילויים של הערכות שווי או הגדרה של סוגי קרנות נאמנות סחירות עם נכסים לא סחירים. אני חושב שקודם כל הדבר הראשון להתייחס זה המוניטין. הדברים הנוספים שצריכים להתקיים זה לשמור על הלקוחות מהבחינה שלא יהיה ניגוד עניינים מול הלקוחות, בעצם שלא תהיה העדפת לקוחות. וגם זה קשור לגוף שיש לו מוניטין ויש לו מה להפסיד עושה בצורה הרבה יותר טובה, הרבה יותר מבוקרת והרבה יותר מתאימה לכל סוגי הלקוחות. והדבר השלישי כמובן שכולם צריכים להבין, וזה גם גופים שיש להם מוניטין יודעים לעשות הוא אין קסמים בעולם. אין קסמים שמבטיחים תשואה שהיא לא מחוברת לשום דבר, אין קסמים שמבטיחים עמלת הפצה שהיא לא מחוברת לשום קנה מידה. אז גם פה, כשבאים להסדיר את השוק צריך להבין את כל הגורמים האלה. אני חייב להתייחס לעניין הערכות השווי והגילוי, אני בעוונתי גם רואה חשבון וגם מעריך שווי בעברי. אנחנו יכולים לתת את כל דרישות הגילוי בעולם, מה ריביות ההיוון, מה הנחות התזרים, כל הדברים האלה שדיברתם פה. בסוף, ברגע שקורה אירוע טבעי שהוא התממשות סיכון השקעה או אירוע מאקרו, באופן טבעי יותר אנשים רוצים לפדות את ההשקעה, והדרך היחידה לפדות את ההשקעה היא זה להתנהל בצורה שקופה עם סטנדרטים של גוף מוסדי שמסתכל על כל התמונה כולה, יודע לנהל את האירוע ולקבל החלטות לטובת כלל המשקיעים, יכול לעשות איזו הערכת שווי, אתם רואים את זה גם בנכסים סחירים, שיש הבדלים של bid ask איפה שאין סחירות. ובסוף, גוף שיועד להתנהל מול מפיצים באחריות, שיש לו סיכון שאם הוא מתנהל לא נכון הוא יכול למחוק הרבה יותר משווי ה-GP, שיש לו סטנדרטים של ניהול, הוא הפתרון לשוק הזה. יש עוד משהו שאני רוצה להתייחס אליו וזה הגדרה

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

שלומי שוב

יורם, לקחת מצבי קיצון אבל אנחנו מודעים לזה, וזה חלק גדול מהדיונים שלנו, שהשערוכים של נכסים לא סחירים הרבה פעמים נמצאים בפיגור. אנחנו רואים את זה גם בנדל"ן, בתחומים אחרים, כן. זה פיגור משמעותי אחרי השוק הסחיר, ואגב, בכתבה שהיתה בבלומברג, הם אומרים שחלק מהעניין זה, האינטרס הסמוי ב-The code of silence זה לשדר למשקיעים שיש פחות סיכון... וזה מאד מאד בעייתי.

אמיר ברנע

מדוע מסתירים פה את הפיל שבחדר? ישנו פיל בחדר וכל אחד בצורה סיסמאית קצת בורח ממנו. ברור, הכל צריך להיות הוגן ונחמד ויפה. יש שאלה פשוטה: האם אתם קונים את הגישה של ענבל, אם הבנתי נכון, שבאה ואומרת כי ישנו הבדל בין מחיר שוק לשווי כלכלי. אם יש לי מחיר שוק לנכס אקוויולנטי, האם זה לא השווי האולטימטיבי? אז מה מספרים לי פה על פערים בין מחיר למימוש מיידי ומחיר, מה אמרת, לטווח ארוך או שווי שנקבע בהערכת שווי. האם להפעיל בקרנות הפרטיות האלה שיטות שערך נכסים שקרובות מאוד, לא תמיד אפשר בדיוק, למחיר השוק, זאת השאלה וזו גם תשובתי החיובית.

שאלתי שאלה פשוטה: האם בחודש הקרוב שמשערכים את הקרנות הפרטיות האלה, איזה מחירים לתת? נניח, חברת השקעות פרטית שמשקיעה בנדל"ן מניב, ואני יודע מה קרה לנדל"ן המניב כתוצאה מעליית הריבית, האם היא ממשיכה לייחס לנדל"ן מניב את אותה הערכת שווי שהייתה, נאמר, חצי שנה קודם, כשהתיקון הוא כמו שאתה אומר ממותן מאוד כדי, להראות מצב של סיכון פחות. או לחילופין לקחת את מה שקרה למחיר השוק של גב-ים כשהריבית עלתה. מה אתה מציע?

יורם עדן

רק עוד משפט אחד לגבי הרלוונטיות של מחירי השוק. אני רוצה לצטט את מורי ורבי פרופ' אמיר ברנע פעמיים. פעם אחת ב-1981 הוא אמר שמחירי מניות הבנקים מנופחים. פעם שנייה, ב-1984

אחרי שהיה הסדר, הוא אמר שמניות הבנקים נסחרות מתח לערך הכלכלי, וזה היה כך לאורך שנים.

אמיר ברנע

נכון, ופעמיים צחקו ממני, אז מה. כל אחד יש לו היסטוריה כזאת. צחקו ממני, מותר לי להגיד את דעתי האישית, יש אנליסטים שיגידו ככה או ככה, אבל אם הייתי מעריך קרן פרטית שמשקיעה במניות הבנקים, האם הייתי לוקח את המחיר שאני חשבתי שהוא הראוי, או את מחיר השוק של מניית בנק הפועלים? מה לקחת?

יורם עדן

והערה נוספת - גם ה-IFRS מבחין בין שווי שימוש לשווי הוגן.

אמיר ברנע

סליחה, יורם, אם הייתי לוקח את המחיר שאני חושב, הייתי מציע לכל אחד לפדות את ההשקעה שלו שם מכיון שהיא מנופחת מהשווי, ותעבור למניית בנק הפועלים ישר.

גיל רושינק

אז א', אני חייב להגיד, קודם כל למי שלא מכיר אני יו"ר אלקטרה נדל"ן, אנחנו מנהלים 5.5 מיליארד דולר AUM נכון להיום. אנחנו בעיקר בארה"ב ובאנגליה. אני גם מתוקף תפקידי כיו"ר החברה הציבורית, בעצם אנחנו בין הגופים היחידים בישראל שזה private equity שמונפק בבורסה. כלומר, ה-GP הוא סחיר, ובתור סחיר חלה עליו כחברת ציבורית, שאני חותם על הדוחות, לעשות דברים שקשורים בשקיפות, דרך אגב, של אותן קרנות.

אמיר ברנע

מה אותה עושה באמת?

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר' דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

גיל רושניק

ויש להם כזה ספר, ודרך אגב, באותה נשימה, גם, ופה יש לנו יתרון כי אלקטרה נדל"ן היא ציבורית אז אני חי בהערכות שווי רבעוניות. אני כל רבעון משערך את השווי של הנכסים שלי באותו רגע, אבל תהיה בטוח, דיברתם על רגולציה ועל הפיל שבחדר, באים המוסדיים לכל מי שיושב פה כ-GP's ודורשים מהם דרישות, תאמין לי, יותר נקרא לזה חודרניות ממה שהמחוקק היה דורש. ברמת הדיווח, ברמת הגילוי, ברמת ההפצה, ברמת זה שחגי מבקש ממני את הערכות השווי עצמן לראות אותן. עכשיו, בואו רק נבין דבר אחד. כל עולמו של ה-private equity או הלא-סחיר יש לו יתרון אחד על הסחיר, אגב מניית פתאל. שאני, ואני משקיע באישי שלי בהרבה מאוד קרנות private equity, שאני ישן בלילה טוב. כשאני מסתכל כל היום על המסך, בסדר? בסוף אני אמות מהתקף לב. אני רוצה בסופו של דבר לשים שני מיליון דולר באיזה private equity, באיזה EQT, באיזה TPG, באיזה בלקסטון, בסדר? וללכת לישון ולקום עוד עשר שנים. עכשיו, בואו תאר לך, ובלקסטון ייתנו לי את הערכות השווי שלהם. מה זה יעזור לי? אני יכול להוציא את הכסף? מה, אני יכול להתקשר ולהגיד להם תביאו לי את הכסף חזרה? אולי זה, כמו שנאמר פה מקודם, יעזור להם בשיווק של הקרן הבאה. אבל אני רוצה להגיד קודם כול שתנוח דעתך וגם תנוח דעת הרשות, המוסדיים בישראל מייצגים, בוא נקרא לזה את סיפור הגילוי, ואתה יכול לראות סייז-לטרם, זה לא דבר שאי אפשר לראות אותו, בצורה מאוד מאוד מאוד טובה. ייאמר לזכות המוסדיים בארץ שהם יודעים לדרוש. יכול להיות דרך אגב שהם יבואו לבלקסטון וידרשו IFRS עוקב, בלקסטון יגידו להם רגע, לא שמעתי. אבל כשהם מבקשים את זה מה-private equity שחל פה והרגולציה אמורה לחול עליו פה, אני אומר לכם, בואו תקראו את מה שהם דורשים, זה ברמה מאוד גבוהה. ולגבי הערכות שווי, אם אתה עכשיו רוצה לייצר, אגב, יכול להיות שהתכונות כל רבעון, אז כל רבעון זה קורה, אבל אם אתה מתכוון ברמה היומית כמו שאתה אומר, או ברמה תקופתית שקורית, לא רק בגלל שריבית עלתה, אלא הגיעה קורונה או הגיעה מלחמה. ואתה תגיד, רגע, תעשה את זה, אני אגלה לך סוד. אני עליתי לשיחה בקורונה עם כל מעריכי השווי והרשות ניירות ערך, שהרשות ניירות ערך באה ואמרה למעריכי שווי למה אתם לא מעלים את הקאפים? תראו מה קרה, תראו איזה היסטוריה, תראו מה קרה לריטים, איך הם נחתכו. מה אמרו להם מעריכי השווי?

גיל רושניק

עכשיו, אני רק אגיד גם שאנחנו במקרה גם LP בכל קרן שלנו, ולכן אנחנו, גם יש לנו דרישות מהקרן כחברת ציבורית כמו שלחגי בפניקס יש דרישות גם. עכשיו, אני רוצה להגיד שני דברים. אחד, אני רוצה להתייחס לסיפור של משקיע כשיר הוא בנפשי ובליבי ואני חושב שיש פה עיוות שוק שרצוי שהמחוקק יעשה מעשה, ודקה אני אתייחס אליו. ואני רוצה להתייחס למה שאמרת. אני חושב שהרצון העז שלך לייצר איזושהי חפיפה בין השוק הסחיר ללא סחיר בהיבט של הערכות שווי יכול לייצר עיוות. להלן, ראינו בקורונה את מניית פתאל יורדת משישה מיליארד לשווי של מיליארד וחצי ועולה חזרה לחמישה מיליארד. אני אגלה לך סוד, אני עשיתי הרבה כסף באישי במהלך הזה, ולעומת זאת אני אגלה לך סוד אחר, שהמלונות של פתאל לא קרה להם כלום. זאת אומרת בשווי שלהם. עכשיו, אם לכאורה היית מבקש מאותה קרן private equity שמשקיעה במלונות של פתאל לצד פתאל לשערך את המלונות של פתאל, על פי מה ששוק ההון אמר, יכול להיות שהיית מייצר מצב מעוות שלא היה מספיק לתקן את עצמו אחר כך. אני רק רוצה להתייחס לזה. כל מעריך שווי שסיים בית ספר להערכת שווי היה אומר לך את הדבר הפשוט: אנליסט בשוק ההון צופה קדימה, מעריך שווי מסתכל על עסקאות של עכשיו. דרך אגב, שוק המולטיפמילי בארצות הברית עלה מ-4.5 CAP ל-5.2. אנחנו משערים את כל הערכות השווי שלנו לפי הקאפים החדשים, אין עסקה אחת בשוק האמריקאי בחצי השנה האחרונה שנעשתה ב-5.2. אחת. למה? משום שבסופו של דבר יש קונה מרצון ומוכר מרצון. עכשיו, בנקודה הזאת אני חייב להגיד משהו כי דיברת על הפיל שבחדר, אמיר. תהיה בטוח וסמוך שכל המוסדיים, ואני תכף אתייחס למשקיע כשיר, אבל כל המוסדיים בארץ באים אליי, מבקשים side letter, והנה יושב פה עורך הדין שלי לצידי, ועורכי הדין שמייצגים אותם.

אמיר ברנע

תשמור עליו גם. תרשמי כל מה שהוא אומר כי אני רושם כל מילה.

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

ענבל פולק

אבל רק אל תגיד כשיר, תגיד מסווג.

גיל רושניק

מסווג, בסדר גמור. ואני רק אוסיף לזה גם עוד דבר, שבכלל בנושא הצעה לציבור. שימו לב לדין האמריקאי אל מול הדין הישראלי. הדין הישראלי מגביל אותי, או את דייב, או לא משנה, או את אבי, בכלל לפנות למי שהוא רק כשיר. למה? תגידו לי שאני יכול לתת הצעה, את הכיבול, דרך אגב, הבעיה שלי בעוונותי אני עורך דין, אז אני בדיבייט עם עצמי גם כל היום. אבל הסיפור הוא שהכיבול צריך להיעשות לכשירים. מה אכפת לכם שאני מפיץ בעיתון שיש קרנות של אלקטרה בעיתון, עם נתונים והכול. שיבואו לפתחי, סמכו על ה-GP שיבוא ויחתים על משקיע כשיר ויוודא שהוא באמת כשיר.

ענבל פולק

אם תהיה מפוקח נסמוך עליך.

גיל רושניק

מסווג.

ענבל פולק

לא, אם אתה תהיה מפוקח אז אני אסמוך עליך.

גיל רושניק

אה, אני מפוקח דרך אגב.

שלומי שוב

אמיר, רוצה רגע לדייק משהו במה שאמרת מקודם. רק לפני זה, גיל, לגבי הנושא של הכשיר. לדעתי יש פה די, תכף נשמע את זה עוד, יש פה די הסכמה שצריך לעשות פה עדכון של ההגדרה הזאת.

אנחנו לא יכולים. שכל הזמן כשהריבית הייתה נמוכה והמנכ"לים של החברות נדל"ן דרשו ממנו להוריד את הקאפים מה אמרנו להם? חברה, חברה, בואו, צריך לקחת תקופה של שנה, לראות עסקאות השוואה. עכשיו, בגלל שיש היסטוריה בשוק אתם רוצים שנעלה את הערכות השווי? אז אני רק רוצה רק להגיד, ובזה לסיים על הנקודה הזאת, שאם אתה רוצה שהדבר יהיה mark to market אמיתי לשוק הסחיר, הרגת את השוק הלא סחיר. למה חגי שם כסף גם בלא סחיר? כדי שתהיה את הגמישות, שיהיה לאבי אורטל את הזמן לקחת חברה, לסדר אותה. שחרר אותי מהערכות שווי, לא רוצה עכשיו לעשות את זה כי אחרת המשקיעים שלו לא יתנו לו לעשות את מה שקורה דרך אגב לפעמים בחברות ציבוריות, אני חוויתי את זה כמנכ"ל חברה ציבורית, שהרבה פעמים היה לי מתח אדיר בין החובה שלי לדווח שהיא, מה שנקרא, אנחנו חייבים, לבין הביזנס עצמו שאתה רוצה לעשות אותו לא במחשכים, אבל אתה רוצה אותו בלי שבעלי המניות שלך יאכלו לך רגע את הראש. עכשיו, ברשותך רק דבר אחד אני חייב להגיד על משקיע כשיר כי זה, בשביל זה הגעתי, בסדר? אמרתי את זה גם לשלומי. תראו, מגיע בן אדם עם שמונה מיליון שקל נזיל למשרדי, חותם על הסכם הצטרפות, ואני לא משווק פה את הקרנות של אלקטרה, אבל חותם פה הסכם הצטרפות לקרן של אלקטרה, בהון או בחוב, אוקיי? יוצא מהמשרד שלי והוא נהפך למשקיע לא כשיר משום שהיה לו שמונה מיליון שקל, הוא התחייב לי לשמונה מיליון שקל, אבל הדין הישראלי לא למד מהדין האמריקאי. שהבחינה היא NAV. לא יכול להיות ש, לי יש משקיעים דרך אגב ששווים מאות מיליוני שקלים, יש הרבה ישראלים כאלה, בסדר? בכל מיני עדות שונות, שקנו קרקעות, בסדר? זה מה שהם עשו. הם לא כשירים לפי הרשות לניירות ערך. זה הזוי. עכשיו, אם זה דירת, מה אמרו האמריקאים, דירת המגורים שלך בחוץ. בחוץ, כי זה גם הגיוני, בן אדם שם מיליון שקל, פתאום השוק הטיס לו את הדירה לשמונה מיליון שקל, מה, הוא נהפך לכשיר? התשובה היא לא. אבל תבדוק הון עצמי, תבדוק NAV. זה חשוב כי אתם הופכים את המשקיעים שלי ללא כשירים, ואני אמור דרך אגב, כל שנה אני מאשרר את המשקיעים שלי. את מבינה שיש לי משקיע שחתם בשמונה מיליון, אני רוצה לאשרר אותו, הוא אומר לי אני לא יכול, כל ההשקעה שלי באלקטרה, אני לא כשיר.

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר' דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

מאלקטרה אמר בצורה מקיפה ביותר, הקרנות בשוק המקומי נענות לרוב לדרישות. אבל לא כל קרן היא כמו אלקטרה שגם ה-GP שלה ציבורי וגם היא בעצמה LP. ציבורי ואז רמות הפיקוח והדיווח הן גבוהות. סוגיית השערך היא סוגיה שהמוסדיים דורשים לראות איך, באיזה אופן ותדירות, מתבצע שערך הנכסים. יש קרנות פתוחות שהשערך הוא מבוסס NAV, וה-NAV אמור להיות קרוב למחיר המימוש. יש לך קרנות סגורות שמדווחות לך דיווח חשבון הון, capital account. האם חשבון ההון שמדווח באופן רבעוני הוא על בסיס שווי הוגן? לפעמים כן, לפעמים לא, אין בזה אחידות. מצד שני, לבוא ולהגיד, כמו ששלומי הציע בהתחלה, שקרנות ההשקעה ישלחו את הדוחות הכספיים המבוקרים לרגולטור, אני לא חושב שצריך להכניס את הרגולטור, רשות שוק ההון, להתחיל לבדוק דוחות כספיים של קרנות השקעה בהן משקיעים מוסדיים. אני חושב שגם כשחודק בא לעשות פיקוח והסדרה על אופן ההשקעה של המוסדיים באג"חים, גם אז בהתחלה השוק אמר שזה רק יכביד, שהמוסדיים לא צריכים את זה, שזה עשוי לגרור סיטואציה שבה מוסדיים יימנעו מלהשקיע באג"חים טובים ורק קרנות הנאמנות ישקיעו. בסופו של דבר רגולציית חודק הביאה לכך שמנפיקי האג"חים התיישרו לפי דרישות המוסדיים בהתאם לרגולציית חודק. הרגולציה של המוסדיים היום לגבי שערך של השקעה בקרן השקעה אומרת תדירות מינימלית של אחת לשנה, על בסיס הדוח הכספי המבוקר של קרן ההשקעה. זו דרישת הרגולציה. יכול להיות שדרישת הרגולציה צריכה להיות מוגברת ולקבוע שהשערך יבוצע לפי שווי הוגן וכן שגם חשבונות ההון ישוערכו לפי דרישות השווי הוגן.

שלומי שוב

ברמה הרבעונית אתה אומר.

רון וינוגרד

כן, חשבון הון רבעוני.

שלומי שוב

אבל הם אומרים שהם מקבלים את זה. חגי אומר שהוא מקבל את זה.

לגבי מה שאמרת, שווי הוגן זה שווי הוגן, זאת אומרת, סחיר ולא סחיר, שניהם צריכים לעמוד בהגדרה של שווי הוגן. הכל מובנה בתוך ההגדרה החשבונאית של שווי הוגן. יש את הקביעה העקרונית מה זה שווי הוגן, המחיר שהיה נקבע בין קונה מרצון למוכר מרצון, ויש את ההיררכיה שמדברת על הרמה הראשונה, היא מדברת על מצב שנכס זה או כמעט זהה, אשר נסחר בשוק פעיל. אתה מדבר יותר על מצבים ודיברנו על זה בדיונים קודמים של מהירות התגובה, ואנחנו רואים את זה בנדל"ן, שמחיר המניה בשוק של חברות הנדל"ן מגבי במהירות לעליית הריבית, ואנחנו רואים את זה פחות ברמת הנכסים עצמם. זה לא בהכרח סתירה למודל השווי הוגן, כי זה מחיר של מניה עם הרבה אלמנטים נוספים וזה מחיר של נכס. רואים את זה חזק מאד בריטים בחו"ל. זאת אומרת החשבונאות משערכת פה את הנכס עצמו. אז אני רק רציתי לחדד את הנקודה הזאת.

אמיר ברנע

לא, רק הוכחת אקרויטיקה.

שלומי שוב

אבל זה דיון אחר בפני עצמו. למשל, דיברנו באחד המפגשים האחרונים על הצעה לגבי נכסים לא סחירים הגופים המוסדיים לעשות כל מיני הצמדות לנכסים סחירים. אבל כל ההצעות האלו, גם אם הן יתקבלו, הן יתקבלו במישור של IFRS 13. חשוב להבין את זה. זאת אומרת, התקינה, זה הכול אמור להיות כבר מובנה בתוך התקינה.

רון וינוגרד

היי, שלום לכולם, שמח להיות כאן. אנחנו כמשרד עורכי דין פועלים ביום יום בתחום קרנות ההשקעה, גם בייצוג של הקונים המוסדיים, גם בייצוג של הקרנות שהן המוכרים, וגם בייצוג של המתווכים. חיים על שלושת הצירים האלה.

ניגע קודם בצד של השערך, ואז בצד של הכשיר. בצד של השערך, אז נכון, הגופים המוסדיים הם בעלי דרישות מקיפות, וכשאנו עושים את הבדיקות המשפטיות עבורם מול קרנות ההשקעה כמו שגיל

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

להציע ללא הגבלה, והם מופגזים בהצעות השקעה, הם זה family office שלהם.

אמיר ברנע

אבל בתיווך מוסדי אתה לא מגיע לכולם?

רון וינוגרד

סליחה?

אמיר ברנע

דרך תיווך מוסדי זה מגיע לכולם. כל אחד יכול לקנות מניות
באלקטרה, לא?
האם אני דרך השקעה מוסדית לא יכול להגיע ל-

ענבל פולק

כן, קופת הגמל יכולה, בטח.

אמיר ברנע

מניה סחירה, נכון.

רון וינוגרד

לא, רק מניות סחירות בבורסה עם תשקיף.

ענבל פולק

לא, גם קופות הגמל משקיעות עבור העמיתים, אבל הוא מתכוון-

אמיר ברנע

קרן השתלמות, קופת גמל, כל הגופים האלה, אז מה, הם לא חיים
בארץ? אז מה.

רון וינוגרד

נכון, זה סטנדרט שמקבלים דוחות capital accounts רבעוניים. האם ב-capital accounts רבעוני יש שערך של ההשקעות שבוצעו? האם כל הקרנות מבצעות שערך נכסים לטובת הקפיטל אקונט הרבעוני באותה שיטה חשבונאית? או שיש שיטות שונות לרישום השווי, לרבות עלות מתואמת ולא בהכרח מתבצע שערך וכאשר הוא מתבצע הוא לא בהכרח לפי שווי הוגן. יש שונות. אז יש קרנות באמת בשפיץ הגבוה של הסדר והניקיון, ואלקטרה נמצאת שם ובאמת הכל פיקס ושווי הוגן, אבל אין סטנדרט אחיד כזה. יכול להיות שהרגולטור ברמה של רשות שוק ההון יחליט לגרום למוסדיים לדרוש, כתנאי להשקעה בקרן ההשקעה, שגם דיווחי ה-capital accounts הרבעוניים יהיו בהתאם לשיטת השווי ההוגן ולייצר סטנדרטיזציה מינימלית בצד הזה.

אני רוצה לדבר על הכשיר. אני חושב שיש כאן בשוק איזשהו חטא קדמון, שנוצר לפני בערך כמעט עשר שנים כבר, כשרשות ניירות ערך שמה את הרף הגבוה מידי של השמונה מיליון ש"ח נזיל או חלופת מבחן ההכנסות השנתי של מיליון ורבע שם ברוטו. אפשר להסתכל לדוגמה על ארצות הברית ומדינות ה-OECD, בהן ההקבלה של השמונה מיליון ש"ח נזיל זה מיליון דולר שבכלל לא צריכים להיות נזילים או חלופת מבחן הכנסות שנתי של 200 אלף דולר ברוטו. אז נגיד דולר שווה ארבעה שם ואז נאמר שהרף של מבחן הכשיר בישראל הוא פי שניים מהמערב. אבל זה לא פי שניים, בישראל זה פי ארבע. כי הכוח של הכסף בישראל שונה מהכוח של הכסף בארצות הברית וב-OECD. יכולת ההשתכרות בישראל היא שונה. רופא מתחיל בארצות הברית מרוויח 200 אלף דולר ברוטו לשנה, הוא מוגדר בארצות הברית כשיר כי מבחן ההכנסה, הגרוס השנתי בארצות הברית להיות accredited investor שאפשר להציע לו השקעות אלטרנטיביות, זה 200 אלף דולר. רופא מתחיל בישראל לא מרוויח את הסכום הזה. כשהוא יהיה מנהל מחלקה אחרי 20 שנה אם הוא תותח, והוא ירווח את המיליון ורבע ש"ח ברוטו לשנה, רק אז הוא יהיה כשיר. אז זה יותר כמו פי ארבע לעומת פי שניים. נוצר כאן שני סוגי אוכלוסייה: אוכלוסיית הכשירים, שזה אולטרה עשירים שהיא מבודדת לגמרי, נקרא להם עשרת אלפים איש, לא בדקתי, אבל נגיד, ואת כל האוכלוסייה האחרת. עכשיו, נוצר כאן עיוות כפול. אוכלוסיית האולטרה עשירים שהם הכשירים, כל ההשקעות האלטרנטיביות מתדפקות עליהם כי רק להם אפשר

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

רון וינוגרד

אם אני יכול להשלים רק עוד משפט בצד הזה של הכשיר כי כאמור יש כאן עיוות כפול. אחד, זה מייצר את הלחץ המאוד גדול על אותם אולטרה-עשירים, אבל בצד השני נמצא כל יתר הציבור, שיש שם גם עשירים וגם לא עשירים, ומציעים להם השקעות אלטרנטיביות תחת הגבלה של עד 35 ניצעים לא כשירים. בגלל שזה רק 35 ניצעים, השיווק הוא סופר אגרסיבי, כי אף משווק ואף קרן שמגייסת לא תרצה לבזבז אף ניצע אחד שלא הסתיים בהשקעה. זה מייצר שיווק אגרסיבי מאוד כלפי קהל הלא כשירים. כשיש גם השקעות פסולות שמשווקות בצורה אגרסיבית בהיותן לא ראויות, אז בתור הציבור שפונים אליו עם שיווק אגרסיבי של השקעה ראויה ושיווק אגרסיבי של השקעה פסולה, קשה למשקיע הפוטנציאלי להבחין בין ראוי לפסול. אז ההצעה היא לקחת את הרף הזה של הכשיר, להוריד אותו לרמה בדומה לארה"ב ומדינות ה-OECD, וכך להגדיל את הפול של הכשירים מבערך עשרת אלפים, לבערך מאה אלף, כמקובל בעולם, וזה משחרר את הלחץ בשני הציבורים ומתקן את העיוות הכפול.

ענבל פולק

צודקים, חותמת.

אמיר ברנע

כמחוקקת.

שלומי שוב

סביב זה די יש פה קונצנזוס

רועי יחזקאלי

היי, שמי רועי יחזקאלי, אני היועץ המשפטי של בית ההשקעות ילן לפידות. אני שומע את דעות החברים כאן. ברור שהורדת הרף היא מה שמרבית השחקנים בתעשייה רוצים כדי שיהיו להם עוד לקוחות פוטנציאליים למוצרים אלטרנטיביים. אבל אם אנחנו נכנסים לרציונל

רון וינוגרד

אבל גם מישהו עם שני מיליון ש"ח נזיל או חצי מיליון דולר או שלושה שאינם נזילים רוצה להשקיע באלקטרה והוא לא יכול.

אמיר ברנע

קופת הגמל שלו כן יכולה.

רון וינוגרד

כן, בוודאי.

אמיר ברנע

הוא יכול להיות בקופת הגמל.

רון וינוגרד

בוודאי. אבל אנחנו מדברים על הגדרת כשיר לעניין השקעה באישי.

ענבל פולק

המשקיע הישראלי חשוף להשקעות אלטרנטיביות דרך המוסדיים, זה ברור.

אמיר ברנע

זה מה שאני אומר.

ענבל פולק

בוחרים לו מנהלי השקעות נהדרים.

גיל רושינק

בעיקר על הנזילות ענבל, את מוציאה אותם מהשוק.

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

מומחיות (או לחילופין להיות סוחר). המומחיות היא החשובה פה. כי אם אתה לא מומחה איך אתה יכול להשקיע במוצר כל כך מורכב ולא סחיר.

ענבל פולק

נכון, אגב, ה-SEC הוסיף עכשיו מבחני מומחיות גם ולא רק מבחן כמותי, אז גם בארצות הברית הם הולכים למבחני הבנה של ה-retail אם הם רוצים להשקיע בנכסים שהם אינם מפוקחים. אם מי שתיווך לך את המוצר הוא לא בעל רישיון ייעוץ או שיווק השקעות, זאת אומרת הוא לא יודע בעצמו להעריך את המוצר שהוא משווק לך. אוקיי, הוא בעל זיקה, הוא מקבל על זה כסף. על כל שקל שהוא מביא לקרן הוא מקבל 50%-40% מדמי הניהול שהקרן גובה. הוא, אם הוא לא בעל רישיון והוא בעצמו לא עשה את ה-Due diligence על המוצר, והמוצר הוא לא מפוקח, אז אתה חייב להיות לקוח כשיר. 12 מיליון והבנה. אבל אם המתווך הוא בעל ידע והוא עשה את התהליך, הוא עשה את ה-Due diligence, אז מדובר על 8 מיליון או על מבחן הכנסה אחר. האם להוריד את ה-8 מיליון ונסמוך.

שלומי שוב

8 מיליון זה לא מה בכך.

ענבל פולק

אז תראו שהרשות יצאה בקול קורא ממש השבוע לגבי מספר דברים, וגם מבקשת את דעת הציבור לנושא של המשקיע המסווג היחיד, אופן החישוב, מה נכנס תחת הגדרת הון נזיל, האם להרחיב את ההגדרה גם להון שאינו נזיל, כמו נדל"ן? האם השקעתי בקרן שהיא נכס פיננסי, האם היא נספרת, כן. נכס פיננסי נספר.

משה קאשי

אני מנהל תחום פיננסים בלובי 99. מה שאנחנו אומרים בעצם, לפני שרצים ומחילים רגולציה על הקרנות הפרטיות צריך קודם כל לבדוק מה קורה עם הרגולציה על הגופים המוסדיים. כפי שנאמר

של החוק, והייתי מצפה לשמוע את זה מהרגולטורים שמפקחים על זה, הרעיון של החוק הוא למנוע אנשים לא מיומנים להיכנס להשקעות שהם לא מבינים בהם. אני יכול להגיד שאני מעורב יחסית בהרבה השקעות, ואנחנו בתור גוף מוסדי עדיין לומדים דברים חדשים כל הזמן בהשקעות מורכבות. כאשר אני מנסה לחשוב על לקוח retail שאמור להתמודד עם חישובי דמי הצלחה וכיוב' ועם המנגנונים המורכבים שיש במכתבי הצד, זה נראה לי לא סביר והסיכויים נגדו. אגב, מכתב הצד, כדי שאנחנו כמוסדיים נקבל מכתב צד טוב בדרך כלל זה בא על חשבון ה-retail הקטנים. בואו נשים את זה על השולחן, הרי בסוף גם ה-GP צריך להרוויח מאיפשהו. אז מה שאנחנו חושבים, שצריך לשמור על הציבור ולא לשווק לו מוצרים לא מתאימים כי בסופו של דבר המוניטין גם שלנו בתור בתי השקעות ייפגע ברגע שיכניסו אנשים לא מתאימים להשקעות כאלה. אני לא חושב שצריך להוריד את הרף לא מבחינת הסכום ובטח שלא מבחינת המומחיות לפי חוק הייעוץ.

אמיר ברנע

עכשיו, זה שזה מתמקד בנכסים נזילים, יש לזה איזשהו הסבר. כי אם הוא תלוי בנזילות שלו, בהשקעה שלו באותה קרן אז כמובן שכל מה שקורה יביא אותו לפדיונות. והיקף הפדיונות יכול להביא למשברים כי הקרנות האלה לא בנויות להיות נזילות לגל של משיכות. זאת אומרת, היה איזשהו היגיון שיש לו חלופות נזילות, נניח לצורך משפחתי אפילו או לצורך אישי, שלא לדבר על מצב משברי כללי יותר.

אמיר ברנע

אני לא יודע את המספר.

רועי יחזקאלי

עוד מילה ברשותכם. הדגש פה לדעתי, הוא המומחיות. ה-buffer של הכסף חשוב כי הנזילות היא חשובה ליכולת לספוג הפסדים. אבל אני מזכיר את חוק הייעוץ. חוק הייעוץ לא מדבר, ושוכחים את זה, מערבבים את זה עם הלקוח המסווג כל הזמן, עם הרף של השמונה מיליון. חוק הייעוץ קובע רף של 12 מיליון ובנוסף נדרשת

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר' דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

בנאמנות של ניירות סחירים שיש עליהם דרישות מפה עד הודעה חדשה, החל מהגילוי ורק ניירות סחירים, ואתה רואה בדיוק מה קורה בקרן בנזילות יומית וכל הדברים שנדרשים בקרנות האלה. ופה מציגים מוצר, ככל שאתה מוריד את הדרישות ממשיקע כשיר, אז השאלה היא של ארביטראז' רגולטורי, קיימת. למה שיהיה מוצר? אחת מן השתיים. אם יש הצדקה לדרישות בקרנות נאמנות מתוך גישה של הגנה על הציבור, למה, איפה זה נגמר? איפה זה נפסק? הרי ככל שאני מגדיל את האוכלוסייה שזכאית להשקיע בקרנות מהסוג הזה, אז בעצם אני קצת משבש אפילו את ההבנה מדוע לדרוש את זה בקרנות הסחירות. מדוע שם דרישות הגילוי, דרישות הדיווח, הן אחרות לגמרי. אז יש פה איזשהו פער רגולטורי שהוא יגיע לידי ניצול. יכול להיות שאפשר לנצל אותו בקלות ככל שההגדרה של משקיע כשיר יורדת וככל שההשקעה המוסדית בקרנות הפרטיות האלה הולכת וגדלה. בעצם מקימים כאן גוף, קרנות שדרישות הגילוי מהן, דרישות של הערכת השווי וכל זה הן שונות לגמרי ממה שבקרנות הסחירות. אז ארביטראז' רגולטורי שאתה קיים כאן, וכל הדרישות פה הן לחדד אותו דרך הורדת הסף של משקיע כשיר, האם זה סביר? האם זה עקבי? אני יוצא מכאן מהפגישה פה ואני לא מבין. מה אתם בדיוק אומרים? מה לעשות?

דייב לובצקי

התשובה היא מהלך משולב.

אמיר ברנע

בסימן שאלה, בסימן שאלה.

שלומי שוב

בדיוק, מהלך משולב אמיר. בסוף זה איזון. בסוף, בסוף כמעט המשותף להרבה דברים שאנחנו מגיעים אליהם זה איזון. אגב לא רק בפורום שווי הוגן, בחיים.

אמיר ברנע

אז מה אומר האדון מאלקטרה על מלונות פתאל? הוא אומר תראה

פה, רשות שוק ההון בלי אמצעים ולא מפקחת על זה. מתוך ועדת יפה עולה שאפילו ועדת ההשקעות עצמה אין לה כלים לבדוק את טיב ההשקעה. הציבור עצמו לא יודע איפה הכסף מושקע לכו לדוח נכס בודד, יש שם שמות לא ברורים, הציבור לא יודע שהוא משלם על הדבר הזה, וכל זה מביא ל, דבר ראשון בגלל שזה מתנהל במחשכים אין שום משמעות למוניטין כמו שדיברו פה, כי אם עכשיו אחד מהגופים המוסדיים מוחק כסף באחת ההשקעות אף אחד לא יודע על זה. ודבר שני, זה מוביל לניהול לא יעיל של הענף הזה. אם אנחנו מסתכלים על הפיזור של הקרנות האלה, אין cherry picking, הגופים המוסדיים פשוט משקיעים בכמות גדולה של קרנות ואנחנו מקבלים פשוט פיזור של השוק. עכשיו, מה שעוד אני רוצה להגיד שהניהול הזה הוא גורם לכך שכסף מגיע לקרנות, במיוחד בישראל, שלא באמת מצדיקות את עצמן. אלקטרה נדל"ן, אם הדבר היחידי שאתה יכול להציע זה מנהל השקעות שישן טוב בלילה, אז אתה נותן יתרון למנהל השקעות, לא לחוסך עצמו.

גיל רושניק

לא יודע למה אתה מצטט אותי, זה לא מה שאמרתי.

משה קאשי

אז עדיף שהמנהל ישקיע באלקטרה נדל"ן הסחירה מאשר שישקיע באלקטרה נדל"ן הלא-סחירה, שאין שם שקיפות, שהוא מאפשר למנהל השקעות פשוט להוריד את התנודתיות וגם תחשבו, תיק לטווח ארוך צריך תנודתיות כמה שיותר גדולה, וזו באמת שאלה לאקדמיה. תנודתיות יותר גדולה לטווח ארוך זה פוטנציאל הרבה יותר גדול ואני לא מבין את הרעיון בכלל להפנות למקום שמוריד את התנודתיות של התיק. אז לכן, צריך קודם כל לטפל בבעיות של הגופים המוסדיים עצמם, לבדוק שזה מנוהל כמו שצריך. זה יפה מאוד שכולם פה יושבים ואומרים אצלנו הכל מנוהל כמו שצריך, אבל צריך קודם כל לטפל בדבר הזה. אחר כך לעבור לכל מיני רגולציות על הקרנות עצמן. תודה.

אמיר ברנע

על פי הדעות ששמענו קיים כאן לחץ להוריד את הסף של משקיע כשיר. עכשיו, ומצד שני להשאיר פער גדול בין קרנות השקעה

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפיקוח על פעילותן

סחיר, ותעשה אותו כמו שווי סחיר.

אמיר ברנע

אני לא מבין אלי, אבל יש לי את החלופה בין הקרן לבין השוק.

שלומי שוב

אנחנו לא נכנסים עכשיו לזה

אלי אלעל

נכון שיש חלופה להשקעה בין מוצר סחיר ולא סחיר. אבל כך אתה
למעשה מבטל אותה, בזה שאתה תהפוך בדרך הזאת, את השווי
הלא סחיר - לשווי סחיר.

ענבל פולק

אבל רק אני כן אגיד רק מילה אחת, שדווקא אמיר הזכיר אותה.
ככל שהשנים עוברות כמות ההשקעות הפסיביות בשוק הסחיר
עולה. זאת אומרת שווי הנכסים המנוהל בקרנות הסל גדל, ואז
האם באמת, אני שואלת, אני לא יודעת, אבל האם באמת המחיר
של המניות מבטא, בנקודות קיצון וזה במיוחד, הנקודות שיש ריזה
ומוכרים את המדדים, ואת כל הניירות המרכיבות את המדדים, זה
לא כי נעשה פה שערך ומישהו חשב ובאמת שאל מחיר שוק פעיל.

שלומי שוב

שוק פעיל אצלנו הוא המלך לאור כל הבלגן שאת רואה פה. אין לנו
חלופה אליו.

אלי אלעל

זו בדיוק אחת הטענות שגורמת לשוק הסחיר להיות פחות
אינדיקטיבי. בהתחלה היו מעט נפחי השקעה פאסיביים שעוקבים
אחרי נפחי השקעה רבים של ניהול השקעות אקטיבי. אבל היום- יש
יותר כסף שעוקב אחרי מחירי המניות ללא שום שיקול דעת- מאשר

איזה שוק משוגע, קפץ מחמישה מיליארד, ירד לשני מיליארד ועלה
חזרה לחמישה מיליארד. קודם כל זה בדיעבד. אף פעם לא רואים
אירוע אחד. הרי אין לך טענה שהשוק לא מעריך נכון נכסים בטווח
הארוך. יעילות שוק ההון גם אם נמצאו בה פגמים מסוימים היא
התיאוריה המוליכה בהבנת התנהגות שווקים.

בהקשר לדוגמא של פתאל. הרי יכול המשקיע לפדות את התעודה
בקרן, לקנות ישר את מניות פתאל. הוא יכול להרוויח כי שווי
ההשקעה במניות פתאל בקרן גבוה בהרבה ממחירן בשוק. מכאן
הלחץ הנזילי על הקרן שקיים ברגע שהיא מעריכה נכסים במחיר
יותר גבוה ממחיר השוק, בלי קשר מהו המחיר הכלכלי הנכון. נכון
או לא?

אלי אלעל

שווי הוגן לא בהכרח שווי מניית מיעוט סחירה.

אמיר ברנע

שמעת את ההגדרה.

אלי אלעל

שווי הוגן מפנה למשתתפי שוק כמדרג התייחסות ראשון, אבל לא
בהכרח הכוונה היא דווקא למניית מיעוט בשוק סחיר.

אמיר ברנע

זה שמעת את ההגדרה.

אלי אלעל

בוודאי, אבל שווי הוגן זו הגדרה לא טריוויאלית, והיא אינה בהכרח
מחיר מניית מיעוט בשוק סחיר.

על מעריך השווי להביא בחשבון, אבל ביחד עם שיקולים אחרים, גם
מרכיבים שמתבטאים בשווי של מניה סחירה, אפילו כאשר לדוגמא
אתה מדבר, כמו שאמר פה יורם, על "שווי שימוש", או על תפיסות
שווי אחרות. אבל אתה לא יכול לבוא ולהגיד, קח את השווי הלא

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר' דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

חסר המון שקיפות בנושא של הקרנות. הגופים המוסדיים יודעים לעשות את העבודה, יש להם את הצוותים, עושים DD משפטי, מקצועי, מחקרי, אנליזה. אני חושב שבצד השני חסרים גופים כמו מידרוג וגופים נוספים שהם גופים אובייקטיביים, שאין להם נגיעה להשקעות, ובעצם שיציגו מחקר על הנושא הזה פר ההשקעה הרלוונטית. אם זה עבור ה-GP או עבור המשקיעים הסופיים, בעיקר הכשירים שאין להם את יכולת המחקר העצמאית. אני אגיד בקצרה, שלפי חוק הדירוג מותר לחברת דירוג לתת מה שנקרא שירות נוסף, מעבר לדירוג חוב שזה עיקר העבודה שלה. אנחנו במידרוג פיתחנו, וגם פרסמנו את זה בינאר האחרון, מתודולוגיה להערכת איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים, שזה בעצם הערכה של ה-GP של קרנות השקעה לסוגיה, בדיוק מתוך המטרה הזאת, שה-GP ישתמש בזה לטובת המשקיעים שלו, וכשמגיע משקיע לדוגמה לאלקטרה נדל"ן, גיל או אמיר לצורך העניין, יוכלו להגיד לו, יש לנו הערכת איכות ניהול חיצונית ואובייקטיבית, בואו תראו איך מידרוג מעריכה אותנו. זה ערך מוסף לטובת קבלת החלטה על ידי המשקיע. אבל בטח כל ה-family offices למיניהם, המשווקים הפנסיונים, המשווקים הפינסיים שהזכרת, שאין להם יכולת לעשות מחקר עצמאי והם בעצם מסתכלים האם פניקס, כלל או מגדל השקיעו בקרן הזאת והם מצטרפים כ-follow ups, יכולים לבוא ולהגיד רגע, אני רוצה לקרוא עבודה מגוף מחקרי חיצוני שכן יגיד לי מה הסיכונים, מי ה-GP, מה המדיניות שלו, מה ההיסטוריה שלו, מה התשואות שלו בעבר, כמה דמי ניהול הוא לוקח וכו'. אז אני חושב שזו נקודה מאוד מאוד חשובה כי המחקר בעולם הוא קיים, יש מספר גופים גדולים שעושים את זה, ובארץ זה מאוד חסר וכל גוף עושה את זה לעצמו ואני חושב שזו נקודה שגם כרשות ניירות ערך צריך לקחת אותה בחשבון כשמתייחסים לרגולציה, אם וכאשר תהיה בעולם הזה.

אמיר ברנע

האמת היא, שגם אני גם משקיע בקרנות האלה דרך family office. אני מקבל את דוח התשואות כל חודש ואני רואה את תשואת ההשקעה. להגיד לכם שאני מאמין לה, לא בדיוק.

כסף שמקבל החלטות השקעה של ממש. בפועל, יש לך אחוז קטן יותר ויותר של שחקנים במונחי נפח מסחר, שבאמת מזיזים את השוק לעומת העבר.

שלומי שוב

בסדר אבל עדיין אלי, זה מחיר שוק פעיל, בוא, אנשים פה לא כולם חיים את השטח, שלא נבלבל אותם. עדיין מחיר שוק פעיל הוא המלך אצלנו.

ענבל פולק

בסדר. לא נערער את זה.

אלי אלעל

פעם קראו בהלצה לקרנות השקעה מחקות: "קוף אחרי בן אדם". וזה רעיון מצוין כשיש קוף אחד שמחקה קבוצה של כמה בני אדם. אבל היום, עם הפופולריות העצומה של קרנות מחקות- יש לך עדר של "קופים" שעוקב אחרי אדם אחד. צריך להבין: כיום, תנועה של קניה או מכירה של שקל או דולר אחד שנובע מהחלטת השקעה אמיתית, מוכפל, משולש ומרובע, על ידי עדר של קרנות מחקות ללא שום שיקול דעת. כלומר- אם נניח, שפעם 4 דולרים של קניה או מכירה "אמיתית" של שחקן אקטיבי, היו גוררים עוד קניה או מכירה של דולר "קופי", וביחד היו מזיזים את מחיר המניה, הרי שהיום- דולר אחד אקטיבי "מניף" עוד 4 דולר של קניות או מכירות ללא שום קשר לביצועי החברה או מצבה. וזה עוד מבלי לדבר על מרכיב "ההדהוד" שבו הקרנות המחקות למעשה מהדהדות ומעצימות את תוצאות המסחר של קרנות מחקות אחרות. ולכן אם כבר, אז התחזקות "מונף הקופים" הזה- מחלישה את האינדיקטיביות של השוק הסחיר לעומת העבר.

אבי שטרנשוס

מי שלא מכיר אותי, אבי שטרנשוס, מנכ"ל מידרוג. אני רוצה רק לגעת בנקודה אחת, אמיר נגע בשקיפות, אור נגע במוניטין של ה-GP וענבל, היה חסר לי במצגת שלך, זה נושא המחקר האובייקטיבי. היום

קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת
'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד
לצורך בפקוח על פעילותן

גיל רושניק

אתה יכול למכור אותה הלאה.

ענבל פולק

אל תמכור בעתות מצוקה.

שלומי שוב

הסנדלר מבין ממה עשויות הסנדלים..

אדם אבו שמיס

רשות שוק ההון מודעת להתפתחויות ועוקבת מקרוב אחר שוק
ההשקעות האלטרנטיביות וההשקעות הלא סחירות. אנחנו
עוסקים בכמה היבטים רלוונטיים לרבות בנושא השיערוכים, פיקוח
ושקיפות. צפויים לקדם מהלכים רלוונטיים בהקשר.

שלומי שוב

לסיכום, אני חושב שיש פה באמת נושא קריטי שמצריך עיון מאוד
משמעותי של הרגולציה, לא סתם כנראה שכולם הגיעו בנוכחות
כזאת מרשימה. אם האמריקאיים נכנסו לרגולציה הזאת אז זה
אומר דרשני. שמענו כאן היום דברים חשובים מהרגולציה ואני חושב
שאחרי דיון כזה כולם כאן כבר מבינים שמה שהיה כבר לא יכול
להימשך. נקודת השפל הזאת היא גם הזדמנות לעשות הסתכלות
כוללת, של כלל הרגולטורים, על שלל העיוותים ולהסדיר את חוקי
המשחק, תוך הבחנה בין משקיעים כשירים לבין משקיעים רגילים
וכמובן באיזונים המתאימים. חשוב שגם רשות שוק ההון תכניס
רגולציה לפיה ניתן להשקיע כספי עמיתים, כולל IRA רק בקרנות
שמשערכות שווי הוגן בתדירות מינימאלית. ורק בקשה שלי -
שהרגולטורים ביחד עם משרד המשפטים יהיו מתואמים ביניהם
כדי לתכלל את הנושא. תודה רבה לכולם על הדיון המעניין.



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

כיצד יוצרים תחרות
אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת?
החל מרפורמה ברישוי עד
לבנקאות פתוחה

תאריך המפגש: 26 במאי 2024

נושא המפגש: "כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי עד לבנקאות פתוחה"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: ליה ארז, נועה מאור, שיר אורן, אמיר אטיאס, טל אטיאה.

שלומי שוב

בפיקדונות היותר ארוכים. התחושה שלי היא שכנראה שהתפיסה בציבור (שמורכבת כנראה משילוב בין כלכלה לבין פסיכולוגיה) היא עדיין שהפיקדונות קשורים בטבורם לניהול חשבון העו"ש שנותרים סטאטיים והשאלה שלנו כאן היום היא איך משנים את זה.. רק בכדי שנבין את המשמעות של התחרות על הפיקדונות אפשר להסתכל על ההשפעה הפוטנציאלית העצומה של תשלום ריבית על הרווח של הבנקים. אם ניקח את בנק הפועלים שפרסם דוחות רבעון ראשון בשבוע שעבר, אזי כל אחוז ריבית שהיה משלם בשנה על חשבונות העו"ש של הציבור היה מקטין את הרווח לפני מס של הרבעון הזה ביותר מ-10%. (חישוב פשוט שמבוסס על כך שלבנק הפועלים יש כ-150 מיליארד שקל פיקדונות לפי דרישה ללא ריבית, כך שאם לוקחים מזה רבע אחוז יוצא 375 מיליון שקל, על רקע העובדה שהרווח לפני המס הרבעוני שלהם היה 3 מיליארד שקל).

במסגרת הוצאות המס לרבעון הראשון בדוחות הבנקים שפורסמו בשבוע שעבר ראינו גם את המס שהבנקים החלו לשלם כסוג של "היטל מלחמה מיוחד". זה אומנם לכאורה בשיעור של 6 עבור 2025 ו-4.5% עבור 2024 אבל צריך לזכור שיש כאן קאפ של 2.5 מיליארד שקל ובקצב הרווחים הזה הם יגיעו לזה לדעתי עד סוף השנה, כך שבשנה הבאה המדינה עוד תחזיר כסף לבנקים הגדולים.. בראיה היסטורית, המבנה הריכוזי של מערכת הבנקאות בישראל

בוקר טוב, אנחנו עוסקים היום בנושא הכנסת תחרות אפקטיבית למערכת הבנקאית, תוך שימת דגש על נושא הבנקאות פתוחה וכן על הרפורמה המוצעת למתן רישיונות "לייט" לבנקים חדשים. את הריכוזיות של הבנקים נהוג היה להציג בעבר דרך העובדה שמספר מאד מצומצם של בנקים מחזיק כמעט בכל נכסי המערכת הבנקאית, אבל לדעתי הנתון שבנק ישראל מפרסם על "שיעור התמסורת" שהוא למעשה השיעור שבו מגלגלים הבנקים את השינוי בריבית בנק ישראל (שעלתה ב-2023 עד לרמה של 4.75%) אל הריבית שמשולמת על הפיקדונות, מציג זאת הכי טוב - כי זה ממש במונחי תחרות. אז שיעור התמסורת על פיקדונות לתקופה של עד חודש ב-2023 במשקי הבית היה בממוצע 51% בלבד לעומת 85% למשל בבנקאות הפרטית! זה לדעתי נתון דרמטי ובעייתי, אבל השאלה המרכזית היא ממה הוא נובע ומה ניתן לעשות כדי לשנות אותו? לדעתי זה הרבה יותר מורכב ממה שזה נראה ממבט ראשוני, כי לכאורה למשקי הבית היתה חלופה להפקיד בבנק ירושלים או בבנק זירו למשל ולקבל ריבית הרבה יותר גבוהה או להתמקח עם הבנק הקיים - אז למה הם לא עשו את זה? אני מבין שמשאירים בעו"ש כסף לצורכי נזילות אבל יכולה להיות ריבית גם על פקדון יומי וגם אנחנו רואים ריביות נמוכות

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

קובי רם נמצא איתנו היום שקיבלו לאחרונה קוד זיהוי בנקאי. בעתיד זה יכול להוביל להחלפת העו"ש או לפחות ליצור תחרות לבנקים בנושא. אני חושב שהשנים הקרובות הן קריטיות בהיבטים הללו מה גם שאולי בכלל ה-CBDC יכול כשלעצמו תיאורטית להחליף את העו"ש, אבל לא בטוח שזאת התצורה שבנק ישראל יבחר בה מה גם שנראה שייקח עוד הרבה זמן לנושא.

מהלך מעניין נוסף של המפקח על הבנקים לאחרונה הוא הפרסום של הקול קורא לגבי רפורמה מוצעת בקבלת רישיונות בנק "לייט" ובחודש האחרון היו שימועים בעקבות התגובות שהתקבלו. ממה שאני מבין אין התלהבות יתר בלשון המעטה. הנושא של כניסת לרגולציה של הפיקוח על הבנקים לא בדיוק מלהיב את הגופים החוץ בנקאיים גם אם הדבר יאפשר להם לגייס מימון זול בדמות פיקדונות מהציבור. וצריך לזכור גם שיש להם תחליף דרך הנפקת אג"ח, גם אם היא מוגבלת.

לצורך הדיון צריך להבין שרוב שחקני האשראי החוץ בנקאי היום הם לא באמת מתחרים של הבנקים ואפילו לא מתיימרים להיות, אלא רואים את עצמם כמוצר משלים - חלקם מוכרים אחר"כ את האשראי לגופים פיננסיים או שהם ממומנים על ידי הבנקים. אז לא בטוח שהקול הקורא בכלל רלבנטי להם.

הגופים הכי רלבנטיים שכבר נמצאים תחת כנפי הפיקוח הן חברות כרטיסי האשראי שראשיתן נמצאים איתנו כאן היום - אבל גם שם זה לא כל כך טריוויאלי כלומר, עד כמה שווה להן להוזיל את מקורות המימון תמורת מגבלות קשיחות בהתנהלות וציות. רק תחשבו על חוק שכר בכירים שיגביל את השכר שמקבלים המנהלים הנוכחיים של חברות כרטיסי האשראי. מעבר לזה שהבנקים הם בעצמם מממנים של חברות כרטיסי האשראי, יש כאן גם עניין עסקי - הרי הפעילות של חברות כרטיסי האשראי כיום נשענת במידה רבה על הבנקים ביחס להנפקה ותפעול של כרטיסי האשראי - וראינו את השינוי שהיה בזמנו בשווי המניה של ישראל כרטיס בעקבות השינוי בהסכם עם בנק הפועלים, כך שלא בטוח שהם ירצו למהר ולהפוך למתחרים של הבנקים ובכך "אבדו" חלק מרכזי הפעילות שלהם. נקודה נוספת שלא צריך לשכוח לדעתי היא שכלל שחברות כרטיסי האשראי יהפכו להיות בנקים "לייט" הם יכולים בכך לדרוס את הבנקים הקטנים כמו בנק ירושלים שאין לו עו"ש גם היום ובנק וואן זירו שכפופים לרגולציה המחמירה יותר..

אגב גם מבנה ההחזקה הנוכחי של שתיים מתוך שלוש חברות כרטיסי האשראי יוצר רגישויות רבות כבר ברמה הפרסונלית וגם

הוא תוצאה של המדיניות ארוכת השנים של בנק ישראל בעבר להעדיף את היציבות על חשבון התחרות. זאת אמנם עובדה, אבל במצב המוצא שבו אנו נמצאים עולה שאלה איך ניתן לקדם את התחרות מצידם של הבנקים היותר קטנים במערכת - כלומר הבנקים הבינוניים, חברות כרטיסי האשראי, הגופים החוץ בנקאיים וכן חברות הפינטק שיכולה להיות להן כאן תרומה חשובה. כשבאים לדבר על תחרות במערכת הבנקאית השאלה לכאורה היא על איזה "מוצר" מדברים? מוצרים יכולים להיות ני"ע, פיקדונות, תשלומים, אשראי (שכאן רלבנטי במיוחד הנושא של רפורמת הרישוי שכרגע על הפרק). בהקשר הזה, עולה כאן שאלה מהותית עד כמה העוגן הזה לפיו חשבונות העו"ש מנהלים בבנקים המסורתיים מונע הלכה למעשה תחרות אמיתית על המוצר והחשש הוא שלקוח לכוד מבחינה אפקטיבית.

וכאן נכנס הנושא של "הפריקות" - עד כמה באמת ניתן לחלק את השירות הבנקאי למוצרים שונים ואפילו תתי מוצרים ובכך לקדם את התחרות - לכאורה הטכנולוגיה וגם הרפורמה של הבנקאות הפתוחה אמורה לאפשר את זה ולצמצם יתרונות לגודל. זה נכון שעד כה בישראל זה פחות עבד, למרות שרפורמת הבנקאות הפתוחה בישראל יחסית רחבה גם בראיה בינלאומית - אבל אלו תהליכים ויכול להיות שכן נראה שינוי בשנים הקרובות - נשמח לשמוע על כך היום מנציגי תעשיית הפינטק שנמצאים כאן..

אנחנו יודעים שניתן כבר רישיון בנק לוואן זירו - אבל לפחות אחרי שנה אחת של פעילות זה נראה שאין שינוי בסדרי בראשית, ואנחנו עוד מעט נשמע את יו"ר הבנק שוקי אורן בנושא. צריך לזכור שיש כאן את נושא עלויות השיווק - מה שנקרא "הרכשת לקוח" שהוא לא פשוט ויש כאן גם את העניין האסטרטגי לאיזה לקוחות בדיוק פונים, כי אלו לקוחות פריים אז כבר היום הם כנראה משיגים ריבית ראויה בבנקים הגדולים..

אבל יכולות להיות עוד התפתחויות בנושא. כך למשל, לאחרונה יש התפתחות מאד מעניינת שנוגעת לשירותי התשלומים בהתאם לחוק הסדרת העיסוק בשירותי תשלום וייזום תשלומים שאמנם נחקק כבר לפני כשנה אבל אמור להיכנס לתוקף בחודש הבא - ראינו בשבוע שעבר גם את המתח בין בנק ישראל לרשות ניע לעניין תשלום ריבית על פיקדונות - זה לכאורה דבר קטן אבל הוא יכול לעשות שינוי גדול כי מדובר למעשה בתחליף לכרטיס אשראי. כלומר, ממש אמצעי תשלום שלישי לצד מזומן וכרטיסי אשראי. יש כיום אפליקציות תשלומים כמו נימה וכמו וי-צ'ק שהמנכל שלהם

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

אשראי, כאשר בנקודת המוצא הנוכחית למיטב הבנתי הוא גם פטור מרישוי של רשות שוק ההון שחקן רגולטורי משמעותי נוסף כיום הוא רשות התחרות, שמנהל מחלקים השווקים שלה ומ"מ ראש הרשות - אוריאל סיטרואן נמצא כאן היום. הרשות הודיעה לאחרונה על כוונתה להכריז על הבנקים כקבוצת ריכוז בגלל משקי הבית - יש שאלה מה המשמעות של כך ועד כמה תהיה אכן בסופו של דבר התערבות כי יש כאן מתח עם הרגולטור הספציפי - המפקח על הבנקים שאחראי על ההתנהלות, אבל אין ספק שהצהרה כזאת מובילה לכך שהפיקוח יעשה כעת הכל כדי להימנע מההכרזה הנ"ל. לרבות בנושא שקיפות וגילוי כלפי הלקוחות כדי לייצר מודעות.

אני רוצה מהזווית שלי להוסיף לסיום - אפרופו השיח על תחרות בין הבנקים לבין הגופים הפיננסיים האחרים: חשוב גם שהבנקים יהיו ברי השוואה לחברות המתחרות האחרות ויעברו ליישם את ה- IFRS כמו בכל יתר המדינות המתקדמות בעולם שהחברות הציבוריות בהן מיישמות IFRS. כל הרגולטורים והשחקנים הרלבנטיים נמצאים פה היום ותכף נשמע אותם. אני חושב שגם ראוי שנשמע היום פתרונות שיוצאים מהקונספציות הרגילות. יכולים להיות פתרונות דרסטיים - כמו איסור גביית עמלות ממשקי הבית אבל השאלה האם התערבות כזאת היא ראויה? האם לחייב בנקים גדולים למינימום פעילות מול הפריפריה? האם צריך לתת תמריץ חיובי לבנקים קטנים - כמו למשל הטבות במס ובדרישות לנזילות? כלומר להעניק הגנת ינוקא תוך ייצור פער משמעותי ברגולציה לצורך תימורץ.

אמיר ברנע

כמה הערות לפני שהמפקח יתייחס לרפורמה. מתוך קריאת החומר אני מתרשם שנוכח לסכם את הרפורמה של הבנקאות הפתוחה בקביעת מתכונת מחייבת להעברת אינפורמציה על פעילות משקי הבית בבנקים לגופים שעברו את אישור הפיקוח. כלומר כל הסיפור הוא שתהיה מתכונת מחייבת להעביר אינפורמציה על פעילות משקי הבית בשביל א'- להשיג מעבר של לקוחות מבנקים גדולים לבנקים אחרים או מבנקים לחברות וגופים מורשים, תכף נשמע מיהם. או דבר שני, שהבנקים ינהלו פעילות שימור לקוחות שהם לא ירצו לאבד באמצעות עליית התמורה שהלקוחות מקבלים - מושגות מטרות התחרות.

ברמה של סתירה מול חקיקה אחרת כמו חוק הריכוזיות. המפקח התבטא בכך שהוא מעוניין שחברות ההחזקה של חברות הביטוח יחזיקו ב"בנק" אבל זה דורש שינוי חקיקה ועולה שאלה האם הדבר בכלל רלבנטי לקבוצות הביטוח הגדולות - שחלק מראשיהן נמצאים כאן איתנו היום ולא בטוח שזה בכלל רלבנטי להם. אגב, כדוגמה חיה, יש גם את הפניקס גמא - שהיא חברת בת של קבוצת ביטוח ואני לא מצליח לראות את המוטיבציה שלהם להיכנס תחת כנפי הפיקוח על הבנקים במקום רשות שוק ההון. יש כאן גם נקודת התייחסות מעניינת כי היו"ר של הפניקס גמא ארז יוסף מגיע מקריירה רבת שנים במערכת הבנקאית המסורתית בתפקידו כמשנה למנכ"ל הפועלים וגם הוא נמצא כאן איתנו היום.

מעבר לכך, לא ניתן לערוך את הדיון לגבי התחרות ולגבי ההצעה החדשה של הפיקוח מבלי להסתכל על התמונה הכוללת. הבעיה היא שיש כיום בישראל ארביטריז' רגולטורי. מצד אחד יש את הפיקוח על הבנקים שהוא מאד נוקשה מבחינה פיקוחית אבל מצד שני יש את רשות שוק ההון ורשות ני"ע שהן לכאורה הרבה יותר מקילות. רק לצורך המחשה, חברה נותנת אשראי שמנפיקה אג"ח לפי מה שמכונה "חוק נאווי" ללא הוראות לעניין הלימות הון ונזילות יכולה להנפיק אג"ח בהיקף של עד 5 מיליארד שקל. הרי בתכלס אגח לציבור שקול לפיקדונות. מה שכן, גוף שחלות עליו הוראות הלימות הון ונזילות תחת רשות שוק ההון מגבלת האגח היא כבר - 15 מיליארד ש"ח אבל עדיין זאת רגולציה פחות קשוחה מהרגולציה הבנקאית. קחו לשם המחשה את גיבוי, בלי קשר לסיבות לקריסתה שלמיטב הבנתי היו קשורות למעילה, הרי שהיא לא היתה כפופה להוראות נזילות והלימות הון מאחר והנפיקה אגח עד 5 מיליארד שקל.

באופן כללי ארביטריז' רגולטורי זה לא דבר טוב ובכלל כפי שאתם יודעים הרבה מהדיונים שלנו נוגעים לחוסר התיאום בין הרגולטורים הפיננסיים בישראל (שראו היה לבצע שינוי מבני בהקשר זה) - אבל יכול להיות שלאור הנסיבות במקרה הזה אפשר להבין את הסיבות ליצירת הארביטריז' ולהמתין להסדרתו. הרי לפי אותו משקל גם אין הגיון שחברות כרטיסי האשראי כיום (לפני רפורמת הרישיונות ככל שאכן תשפיע) הם תחת הפיקוח על הבנקים ולא רשות שוק ההון. בכל מקרה אני לא רואה את הגופים החוץ בנקאים הקיימים קופצים לזרועות המפקח על הבנקים - ואפילו בנק הדואר, אפרופו ההפרטה שלו במרכז שנסגר לפני שבוע, לא חייב לכאורה לקבל רישיון בנק מופחת, לא בטוח ירוץ לרגולציה כזאת בשביל להתרחב לפעילות

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

המערכת שתביא לתחרות. אבל נדמה לי שהפתרון לתחרות הוא הדור החדש ששולט בפנינו, הדור החדש הזה ידאג לתחרות בין אם הרפורמה הזו תעבור בצורה מלאה או תעבור במתכונת חלקית או שלא תעבור כלל, רשות הדיבור למפקח.

דני חחיאשילי

תודה, בוקר טוב לכולם, קודם כל אני באמת שמח להיות פה ושמוח על ההזדמנות. אנחנו, הפיקוח על הבנקים, מדבר באופן ישיר גם עם השחקנים, גם עם השוק, גם עם שחקנים פיננסיים וגם כמובן עם כל הרגולטורים שנמצאים פה אבל יש גם ערך בשולחן עגול כזה עם חסות אקדמית של אוניברסיטת רייכמן.

אז אחד, אני שמח להיות פה ובאמת זה חשוב לקיים את השיח הזה, שתיים, מה שאני הולך להציג פה, זה תפיסה יותר כללית, שלנו כפיקוח על הבנקים בבנק ישראל באשר לתחרות, ואז אולי כן לרדת קצת ליותר פרטים, אבל חשוב לי לתת באמת הזדמנות גם לאחרים פה להשמיע את הדברים שלהם.

אחד היעדים שלנו בפיקוח על הבנקים הוא יעד של תחרות. זה יעד ששמנו אותו כבר לפני כמה שנים, אני לא המפקח הראשון ששם אותו, והוא נמצא לצד היעדים האחרים שלנו כי אנחנו חושבים שהוא יעד חשוב. דרך אגב הוא לא קיים אצל רגולטורים ציבוריים אחרים למעט באנגליה, גם שם הוא כפוף ליעד היציבות, ומי ששמע פעם את הנגיד של הבנק האנגלי מתבטא על זה הוא אמר שהיה מעדיף שהיעד הזה לא יהיה שם (גם באנגליה). אבל אנחנו כן רואים אותו כחשוב כי אנחנו מסתכלים על היעד הזה ואנחנו אומרים שהיעד הזה כן משלים לשני היעדים האחרים שלנו שזה הוגנות של המערכת הבנקאית וגם היציבות של המערכת הבנקאית.

עכשיו בסופו של דבר מה התחרות מביאה? התחרות מביאה לתמחור נכון יותר של המוצרים הפיננסיים, מביאה לחדשנות וליצירתיות ומביאה למגוון שירותים וזה מתחבר באופן ישיר גם עם היעד של ההוגנות, שכן הוגנות זה הנגשה של המוצרים הפיננסיים, הכללה - כלומר לכלל האוכלוסייה, ובסופו של דבר זה שהלקוחות יקבלו את המוצר הכי טוב שלהם. כעת, כאשר המערכת הבנקאית יש בה גם את ההוגנות וגם את התחרות אז האמון של הציבור במערכת הפיננסית גדל וזה גם משפיע בסופו של דבר על היציבות. אולי אני אגיד פה עוד משהו, שאתה מדבר על יציבות, והזכרת את זה שלומי, אז אנחנו זוכרים מה היה לפני רק שנה בארצות הברית

כלומר אנחנו רואים מהנתונים שאין בעיות תחרות מול לקוחות עסקיים, אין בעיה גם עם לקוחות כבדים יותר (הם לקוחות שבבנקים מוגדרים כלקוחות שהטיפול בהם הוא אישי) עם כל אלה אין בעיה של חוסר תחרות. אנחנו רואים זאת דרך המקדמ ששלומי הזכיר - יחס התמסורת, באיזה מהירות עליה בריבית עוברת למפקדים והיא גבוהה לגבי הלקוחות האלה, כלומר הבעיה מתמקדת בלקוחות משקי בית לא גדולים. למי עוברים הפקדונות? האם הגופים המאושרים יהיו מפוקחים על ידי רשות שוק ההון, האם חברות ביטוח יהיו חלק מזה, האם הגופים האלה יאמצו מנגנונים לתשלומים ללא חשבונות עו"ש, כל השאלות האלה פתוחות. המפקח יתייחס לשאלות אלה. נתייחס לאיסור שהוטל על גוף שאינו בנק לשלם ריבית על פיקדון או ריבית קבועה. כלומר קרן כספית מותרת, קרן כספית שהתמורה למחזיק הקרן היא דרך תשואת הקרן - מותרת. פה הטענה שאם אתה מתחייב לריבית קבועה אז מתעורר נושא הסיכונים והעברת הסיכונים, האם אותם משקי בית שעוברים לגופים חוץ בנקאיים מבינים שיש אלמנט של סיכון במעבר הזה ומה יקרה לפיקדון שלהם וכו', גם זה אני משאיר למפקח על הבנקים. אבל תסתכלו רגע, בוא נראה את זה רגע מנקודת ראות של משק הבית, מה אנחנו מצפים שהיכולת להעברת האינפורמציה תעביר את משק הבית לעשות תמחור בין מוסדות חוץ בנקאיים ובנקים אחרים כדי להעביר את החשבון אליהם יחד עם כל הפעילות הבנקאית שלו, מהבנק הגדול לבנק אולי חדש או לגוף חוץ בנקאי, אני ראיית את החשבון, תראו זה חשבון פשוט, כמה אחוז ריבית אני מקבל, אחוז ריבית או שני אחוז ריבית, כמה התמורה למשק הבית באיזשהו חשבון ממוצע בוא נניח של 40-50 אלף ש"ח, ונגד זה אותו משק בית צריך להעביר את הוראות הקבע, לחפש גוף אחר שהוא לא מכיר אותו. והשאלה היא אם התימרוץ במערכת הזאת שבנוי על מתכונת הבנקאות הפתוחה מספיק שינוי משמעותי בחלוקת הפיקדונות בין הבנקים? לדעתי התמרוץ לא קיים או אינו מספיק. נשמע את המפקח, אני מקווה שהוא ישכנע שזו לא רפורמת פייק. למה פייק? כי יש לחץ מהכנסת, יש לחץ פוליטי, צריך להגדיל את התחרות. אבל בעצם הנתונים מראים שהתחרות עובדת. אם למשל יחס התמסורת בארץ (תוציא את הפיקדונות הקצרים למשקי הבית) מתחרה מצוין עם יחס התמסורת באירופה ובארה"ב, אנחנו נמצאים במקום טוב באמצע ואולי אפילו למעלה. תראו את הטבלה בדו"ח של המפקח לגבי יחס התמסורת בעולם המערבי. התחרות בארץ עובדת, אולי לא מושלמת כמובן, אבל השאלה היא האם זאת

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

איך אנחנו בעצם מאפשרים לדברים האלה לקרות גם אצלנו. אז התפיסה שלנו זה באמת לקדם צעדים שהם צעדים תשתיתיים שבסופו של דבר יביאו להגברת התחרות במערכת הפיננסית, תחת הצעדים התשתיתיים האלה בעצם הגדרנו לעצמנו כמה עקרונות שאנחנו חושבים שהם בעצם יאפשרו לקידום של התחרות. אז העקרונות הם מדברים קודם כל ואני אמנה אותם ואחרי זה אולי אני קצת יותר ארד לפרטים:

הגברה של השקיפות של המוצרים והשירותים הפיננסיים כל מה שקשור למידע שהוא רלוונטי. העולם השני זה כל העולם של הרחבת הנגישות למידע הפיננסי וזה העולם הזה של הבנקאות הפתוחה יותר רחב מזה זה Open Finance. שלוש, עידוד של כניסה של שחקנים חדשים גם על זה אני ארחיב קצת על הרפורמה שלנו. ארבע, קידום של מוצרים ושירותים מגוונים. חמש, מדידת התחרות. הזכרתם את השאלה איך מודדים תחרות - האם כל האזורים האלה שאנחנו מזהים האם כולם הם לא תחרותיים, האם באשראי העסקי כן יש תחרות, האם התחרות היא פחות באשראי הצרכני, או בעולם של הפיקדונות, האם העולם של המשכנתאות הוא שונה? גם כל הדברים האלה צריך לראות איך אנחנו מודדים את זה ומזהים באמת את המקומות בהן התחרות מועטה. שש ואחרון, בסופו של דבר צריך להבין שהמטרה היא להגדיל את הרווחה של הצרכן. בסופו של דבר צריכים להסתכל בעיניים של הלקוח ולהבין באמת איך אנחנו משפרים את המצב שלו זאת המטרה בסופו של דבר.

אז תחת העקרונות האלו בעצם אנחנו באנו וישבנו בפיקוח על בנקים ואמרנו אוקיי מה תהיה תכנית העבודה שלנו לשנים הקרובות איך אנחנו מכניסים פה כל מיני צעדים שיביאו וישפרו את המערכת. אז בעולם הזה של השקיפות אז אנחנו קודם כל כבר היום מפרסמים באתר של בנק ישראל את הריביות גם על אשראי וגם על פיקדונות של כל המערכת הבנקאית כולל הגופים החוץ בנקאיים שנמצאים אצלנו - חברות כרטיסי האשראי. אפשר לראות מה הריביות שהבנקים וחברות כרטיסי האשראי גובים על האשראי ומה הריביות שהבנקים משלמים על הפיקדונות. אז זה משהו אחד שאפשר לקחת אותו ולהסתכל עליו. אבל מעבר לזה, לפני שבוע הוצאנו עוד הוראה שהיא גם אולי פחות צעד תשתיתי אבל כן נותנת ערך ואנחנו גם פועלים במישור הזה, כלומר גם בצעדים נקודתיים. אז הוצאנו הוראה שמחייבת את הבנקים לתת ציטוט למחירי הריביות שישלמו בעתיד. עד עכשיו פרסום הריביות היה מבוסס

שכמה בנקים שמה קרסו בגלל שהייתה ריצה אל הבנק. ואגב זה העולם הטכנולוגי, זה שאתה יכול להעביר בשנייה את הפיקדון שלך ממקום למקום זה חלק מזה ומה שקרה לפני שנה זה היה משהו שלא קרה לפני כן. כי ביום אחד או ביום וחצי 90% מהפיקדונות של "Silicon Valley Bank" נעלמו ואחרי זה "Bank Signature" נכנס לבעיות ואחרי זה "First Republic Bank" נכנס לבעיות וגם כן נמשכו פיקדונות מהבנקים אלו באחוזים מאוד מאוד גבוהים מסך הפיקדונות, וכשאתה מסתכל ואמיר פה הזכיר את שיעור התמסורת, אז שיעור התמסורת בארצות הברית על פיקדונות כשבישראל הממוצע הוא בערך 70% אם אתה לוקח את הממוצע, בארה"ב הוא 30% כי מה קרה שמה? אחרי "First Republic Bank", כולם הלכו לבנקים הגדולים ושמו שמה את הכסף בשיעורי ריבית מאוד מאוד נמוכים ואז אתה מבין שאם אין יציבות אז אולי גם לא תהיה תחרות, אז הדברים האלה בסופו של דבר כן מתחברים. אז אנחנו כפיקוח כן שמנו לעצמנו יעד של תחרות, כן אנחנו רואים בזה כמשהו שהוא רלוונטי במיוחד פה בשוק הישראלי, וששמנו את היעד אז גם הגדרנו לעצמנו אוקיי - מה זה אומר יעד של תחרות ומה זה אומר מבחינת התפיסה שלנו בבנק ישראל, מה אנחנו רוצים להוביל, מה הם העקרונות התחרותיים שאנחנו רוצים לעבוד לפיהם ואחרי זה התחלנו לבנות לעצמנו תוכנית עבודה לאיך אנחנו מקדמים את זה.

מה שאני אציג פה, אני אתחיל מהתפיסה, אעבור לעקרונות ואחרי זה גם לדברים ספציפיים יותר שבתוכנית העבודה שחלקכם פה הזכרתם אותם. אז כתפיסה, אנחנו מאמינים בכלכלת שוק, בסופו של דבר, תחרות תבוא מזה שיהיו פה שחקנים שיתחרו אחד בשני (שלומי ואמיר הייתם קצת סקפטניים לגבי מה עוד כבר אפשר לעשות), אני לא רוצה להגיד שאנחנו פה באיזשהו כשל שוק ושלא תהיה פה אף פעם תחרות. כי אם אנחנו הולכים לתפיסה כזאת אז באמת לא תהיה פה תחרות. אז אני אומר, יש דברים שצריך לטפל בהם ואנחנו כן מאמינים שאפשר לטפל בהם ולא להיכנס לאיזה אמירה שלא משנה מה הבנקים תמיד ירוויחו לא תהיה פה תחרות, יש 5 בנקים גדולים וזה מה שיהיה, אנחנו כן יודעים שאפשר לשנות ואנחנו רואים שהעולם משתנה, הטכנולוגיה מאפשרת שינוי והשינויים האלה הם קורים. זה משהו שאולי לפני 10 שנים היה קשה לראות והיום אתם רואים פה את כל הגופים שנמצאים. אתם רואים את ה-Fintech את הבנקים הדיגיטליים, אתם רואים מה קורה בעולם. המערכת הפיננסית משתנה ואנחנו כן רוצים לראות

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

של ניירות ערך. זה הדברים שבעולם עדיין מדברים עליהם אבל אנחנו יחסית מתקדמים בזה. הבעיה, אולם היא כשאתה מסתכל על החברות אז הם לא משתמשים במידע הזה עדיין. הבנקים פתחו את המידע הזה אבל אף אחד לא לוקח את המידע על פיקדונות אף אחד לא לוקח את המידע על האשראי אף אחד לא לוקח על ניירות ערך. אני חושב שזה בגלל שצריך לפתח את המודל העסקי מה עושים עם המידע הזה אז בעולם אין עדיין את המידע הזה אז לא היו הרבה חברות שפתחו מודל עסקי אבל פה בארץ זה כבר קיים. יכול להיות ה-Fintech הם צריכים לקחת את זה עוד כמה צעדים כדימה את המודל העסקי מה עושים עם המידע הזה שנפתח.

עכשיו כשאנחנו מדברים על עיקרון של נגישות מידע זה בגלל שאנחנו מבינים שהמידע הזה זה הדלק של העולם החדש. הכל יהיה מבוסס על מידע במיוחד שאנחנו רואים את ההתפתחות של ה-AI ושל אולי אפילו מחשוב קוונטי כל הדברים האלה המידע הוא יהיה הבסיס, ולפתח את המידע כמה שיותר זה משהו הוא יהיה הדלק שיתן את התחרות ואת היכולת של כל הגופים להיכנס ולתת בעצם את השירותים, אז אנחנו כן בעד לפתוח יותר את העולם הזה של המידע לא רק את המידע מהבנקים אלא גם מידע מגופים אחרים, גם מידע מחברות הביטוח, גם מידע מגופים פיננסיים אחרים. ככל שהמידע הזה יהיה פתוח יותר גופים יוכלו להיכנס ולאסוף את המידע הזה ולתת ערך ללקוחות ואנחנו נראה הגברה של תחרות. בסופו של דבר המדינה צריכה להגדיר לעצמה פרויקט כזה כמטרה, לא המפקח על הבנקים כי אנחנו מדברים פה על מידע הרבה יותר רחב.

בינתיים המידע שנפתח לצדדים שלישיים זה מידע בנקאי. ומה שאנחנו עושים זה לקדם את הסטנדרטיזציה של המידע לפי סטנדרט בינלאומי, נכון להיום אנחנו הסטנדרט שנפתח במידע הבנקאי הוא מבוסס על סטנדרט בינלאומי של קבוצת 'ברלין' שאנחנו בנק ישראל חלק מהגוף הזה. לדוגמה המידע על ניירות ערך לא היה בסטנדרט כי זאת לא הייתה דרישה באירופה, אנחנו ישבנו עם קבוצת 'ברלין' והגדרנו את הסטנדרט של ניירות ערך הם פרסמו את זה לכל אירופה ואז אנחנו פרסמנו את זה למערכת הבנקאית אצלנו כדרישה שהם חייבים ליישם. אנחנו עובדים מולם בעוד נושאים.

אני רואה פה את המנכ"ל של VCHECK אז זה גם בעולם של צ'קים דיגיטליים אנחנו עובדים מול קבוצת 'ברלין' איך להכניס את הצ'קים הדיגיטליים לתוך הסטנדרט של קבוצת 'ברלין' ואז להביא

על הנתונים בפועל ומפרסמים מה הבנקים שילמו, אבל עכשיו יש הוראה שאומרת לבנקים אתם לא רק נותנים את ההיסטוריה, אנחנו לא מפרסמים רק את ההיסטוריה אלא טבלה שמרכזת את הפיקדונות הנפוצים ויש שמה כל בנק מה המחיר שהוא נותן על פיקדונות. עכשיו לוקחים את הנתונים האלה ואפשר להשוות אותם יש פה המון גופים Fintech וגופים אחרים שאוספים את המידע ויכולים להסתכל מה הריבית שכל בנק נותן וזה כמובן בר השוואה. במסגרת התיקון הזה גם כי תקנו את ההוראה שלנו של מערכת סגורה. קצת יותר להקל מי שרוצה לגייס פיקדון מבנק אחר אז הוא במערכת סגורה יכול לעשות את זה תוך הקלה בכל מה שקשור לפתיחת חשבון ולתנאי הזיהוי שהוא צריך לעשות ללקוח והכסף יכול לעבור. עכשיו אני מחבר את זה לעולם של הבנקאות הפתוחה ולחוק העיסוק בשירותי תשלומים שעומד להיכנס לתוקף בתחילת יוני. תארו לכם עולם בו, הגופים כבר משתמשים בבנקאות פתוחה, כך שמצד אחד כצד שלישי (צד שלישי יכול להיות גם חברת כרטיסי האשראי גם חוץ בנקאי וגם בנק) אתה יכול לראות את המידע שעל הלקוח כמה הוא מקבל על פיקדונות כמה הוא משלם על אשראי. בנוסף, אתה יכול לראות את המידע על הציטוטים מה הריביות שבנקים שונים משלמים על פיקדונות, ואז בעולם של ייזום תשלומים, צד ג', בהסכמת הלקוח, הוא גם יכול להיכנס לחשבון של הלקוח לבצע את ההעברה מהחשבון שלו לחשבון של בנק אחר או למקום אחר שנותנים לו ריבית יותר טובה, והוא עושה את זה בהליכי זיהוי יותר מקלים. זה עולם שמשנה את התמונה התחרותית.

וזה עוד צעד יחסית קטן. שאנחנו מדברים על בנקאות פתוחה אז יותר נכון לדבר על Open Finance ובעולם כבר מדברים על אפילו Open DATA כלומר אפילו מידע פתוח. והזכרתם בפתיח את הבנקאות הפתוחה וגם צרפתם נתונים. אנחנו פרסמנו גם נתונים עדכניים - נכון להיום יש למעלה 170 אלף לקוחות שנתנו את ההסכמה שלהם לצדדים שלישיים להיכנס לתוך המידע הבנקאי שלהם. זה לא מספר גבוה, אולם הגידול במספר ההסכמות עולה מרבעון לרבעון, לפני שנה זה היה 30 אלף לערך, בנוסף, יותר ממאה מיליון קריאות ה-API עוברות בחודש, שזה מידע שעובר מהבנקים לצדדים שלישיים. עכשיו זה כמו ששלומי הזכיר אנחנו בישראל אנחנו בעולם יותר רחב של בנקאות פתוחה מאשר בעולם. כשאתה מסתכל על ה-OB באנגליה אז זה בעיקר היה שמה קודם כל המידע שיש בעו"ש המידע לכרטיסי האשראי וייזום תשלומים, בישראל פתחנו את העולם של פיקדונות גם עולם של אשראי וגם עולם

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

כשאתה בא ואתה מסתכל מעבר לחברות כרטיסי אשראי בכלל על העולם החוץ בנקאי ואני כן נפגש גם עם גופים חוץ בנקאים בחו"ל, ואתה שואל מה האבולוציה של הגופים האלה לאן הם יכולים להתפתח האם הם יישארו חוץ בנקאים או שיש איזה התפתחות טבעית, ואתה רואה שחלק גדול מהגופים החוץ בנקאיים בעולם הם אומרים אנחנו רוצים להיות בנקים, דרך אגב גם בישראל, אני שמעתי מהגופים החוץ בנקאים פה לא רק אצלי אלא גם הם אמרו את זה גם בעוד כל מיני הזדמנויות, הם אומרים אנחנו רוצים לגייס פיקדונות. מה זה לגייס פיקדונות, לגייס פיקדונות זה להיות בנק. אין דבר כזה לגייס פיקדונות ולתת אשראי במקביל ולא להיות בנק. זה חיה שלא קיימת בשום מקום בעולם. יכול להיות אולי בישראל ימציאו משהו כזה אבל אין דבר כזה ולכן.

אבי לוי

בנק הדואר. החלטתם שהוא לא בנק, יש לו 5 מיליארד בפיקדונות בלי ריבית.

שלומי שוב

אבל הוא לא נותן אשראי.

דני חחיאשילי

החיבור הזה של פיקדון ואשראי זה מה שהופך את זה לבנק, ויש גופים שכן רוצים להיות שם. אז הקול קורא מטרה שלו הייתה לשתף את הציבור ולהבין מה החסמים שקיימים היום בשביל שהגופים האלה שאולי זאת האבולוציה הטבעית שלהם אולי זה במודל העסקי שלהם אנחנו רוצים כן לפתוח להן את האפשרות להיות בנק. בסוף אם הם יחליטו שזה לא מתאים למודל העסקי זאת תהיה הבחירה שלהם, אבל אנחנו כן רוצים לתת את הקרקע גם לגופים החוץ בנקאיים לבוא ולהסתכל ולהגיד אוקיי בתנאים האלה שהפיקוח יגדיר שבנק ישראל יגדיר אנחנו מוכנים להיכנס לתוך העולם הבנקאי הזה. אני אפרט את ההערות המרכזיות שכן עלו בניירות עמדה שקיבלנו, והיו לפחות 20 ניירות עמדה: עולם אחד נגענו זה לכל מה שקשור לעיסוקים הבנקאיים, אנחנו יודעים הבנקים יש להם לפי החקיקה בישראל רשימה מאוד מוגבלת של

אותו פה וליישם אותו בישראל. זה דברים שאנחנו עושים אותם אז העולם הזה של הבנקאות הפתוחה ושל המידע הפתוח זה עולם שצריך להמשיך ולדחוף אותו והוא יעשה שינוי משמעותי.

אמיר ברנע

למי זה פתוח? זה כולל גם גופים חוץ בנקאיים?

דני חחיאשילי

זה פתוח לכלל הגופים הפיננסיים לבנקים אנחנו, הפיקוחי על הבנקים, נותנים להם את האישור. לגופים שתחת רשות שוק ההון הם נותנים ולכלל הגופים האחרים שהם לא תחת הרגולטורים הייעודיים אז רשות ניירות ערך היא זאת שנותנת להם רישיון. ואז מי שיש לו רישיון הוא בעצם עושה את החיבור שלו לגופים שהם מקורות המידע. נכון להיום אלו רק בנקים.

אמיר ברנע

הלקוח צריך להבין מה משמעות מעבר של המידע והאם זה מפוקח?

דני חחיאשילי

קודם כל זה מעבר של מידע, ועל בסיס זה הצעות יעוץ או ערך אחר ללקוח. אבל זה כאילו התפיסה היא ברגע שהמידע פתוח אז אתה יכול בעצם לתת את הערך המוסף ללקוח.

עוד דבר שאצלנו בתוכנית העבודה והזכרתם את זה המתווה לרישיון אולי מדורג והקול הקורא שהוצאנו. אז באמת הוצאנו קול קורא ועוד פעם מתוך מטרה לראות איך אנחנו מביאים עוד גופים להיכנס לתוך העולם הבנקאי בתוך המערכת הבנקאית וזה עוד פעם בהסתכלות תחרותית. עכשיו אני אגיד אולי פה שני דברים, אחד היה לנו את רפורמת 'שטרם' לפני כמה שנים שהפרידה את חברות כרטיסי האשראי מהבנקים. ברפורמה אמרו אנחנו רוצים שחברות כרטיסי האשראי יהיו בנקים, זאת הסיבה שאנחנו מפרידים אותם. זאת הייתה אחת המטרות של הרפורמה זה לא קרה מכל מיני סיבות, שלומי הזכיר חלק מהם.

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

אז כאילו לכאורה לא הייתי מאשר לחברות החזקה של גופים מוסדיים בכלל להחזיק גופים פיננסיים. אבל ברור שבישראל בשוק שלנו הקטן אתה לא יכול ללכת לקיצוניות כזאת, כי אז אולי מאוד יהיה קשה לגופים האלה להתפתח ולהתקיים. ולכן צריך לראות איך אנחנו כן בונים אולי משהו שישקף איזון שוק קצת אחר. לסיכום, אנחנו יושבים עם השוק השחקנים גם אם הרגולטורים האחרים כל השאלות האלה אנחנו חושבים עליהם, אנחנו כן אני אחזור ואגיד שבהיבט שלנו מי שמגייס פיקדונות ונותן אשראי הוא חייב להיות תחת רישיון בנקאי. יש כל מיני כאלה שחושבים שאפשר לגייס פיקדונות אולי עד סכום מסוים לבלי לקבל רישיון בנקאי. אני חושב שזה שנושא ארה"ב לפני שנה היה צריך לעמוד מול כל הציבור האמריקאי ולהגיד להם מערכת הבנקאות בטוחה זה אומר מה המשמעות של לתת לגופים לגייס פיקדונות בלי האחריות שנלווית לכך ובלי הפיקוח יציבותי המתאים. אז אנחנו כמובן נגד זה. אנחנו כן בעד לתת את הרגולציה המדורגת המתאימה ואנחנו באמת עובדים פה גם עם השחקנים גם אם השוק בשביל להביא להצלחה.

שלומי שוב

דני, השאלה המרכזית היא עד כמה המדינה מוכנה לתת ביטוח פיקדונות שזה מאוד מאוד רלוונטי לתחרות עבור בנקים קטנים וגופים פיננסיים בינוניים. אם באמת רוצים לעודד את התחרות אנו רואים שעד שהציבור לא יהיה בטוח בשמירת הפיקדונות שלו הוא לא באמת ימרה להעביר אותם לגופים קטנים יותר. זה משהו שקרטי בתהליך.

דני חחיאשילי

הנושא הזה של ביטוח פיקדונות זה נושא שנדון הרבה. מאז שאני בפיקוח בבנקים בשנת 2002 אני זוכר את הנושא הזה עולה וחוזר, בסוף זה לא החלטה רק של בנק ישראל זה החלטה באמת של המדינה כי אתה מקים קרן, ויש לזה השלכות גם תקציביות.

שלומי שוב

אז זה משהו דני שצריך לעשות אותו. אני פונה לנציגים של משרד האוצר שנמצאים כאן, צריך לעשות אותו אם באמת רוצים תחרות.

עיסוקים, מה מותר להם ומה אסור להם. לגופים חוץ בנקאים יש יותר גמישות והם יכולים אולי ללכת למקומות שלבנקים אסור, אז פה בעולם הזה, הגופים החוץ בנקאיים רוצים לשמור על הגמישות בפעילות שלהם. השאלה הזאת של עיסוקים מטרידה אותי גם בהקשר של המערכת הבנקאית כי היא מאוד מגבילה גם את המערכת הבנקאית ואנחנו חושבים גם איך לתקן אותה בהקשר הזה אבל העניין הזה אצל הגופים החדשים כמובן הוא קריטי. הנקודה השנייה שעלתה בהערות זה פעילות נשנית לעומת פעילות כוללת. יש המון גופים שהיו רוצים לעסוק במשהו מאוד מאוד מצומצם לגעת באיזה תחום, זה גם הפריקות והיום החקיקה כשהיא מסתכלת אז היא מחייבת בנקים לתת שירות הרבה יותר רחב לכלל הלקוחות. יש כאלה שרוצים לתת שירות מצומצם ויש כאלה שרוצים ללכת לסוג מסוים של לקוחות, והחקיקה היום היא לא מאפשרת את זה. אתה חייב אם אתה פותח חשבון עו"ש אז אתה חייב לתת גם צ'קים.

אז צריך לראות גם איך פותרים את זה. דרך אגב חלק מהדברים יושב פה שוקי (יו"ר דירקטוריון ONE ZERO) זה דברים שאנחנו למדנו אותם מ ONE ZERO מהתהליך שעברנו ביחד איתם. הנקודה השלישית של הערות זה כל מה שקשור לרגולציה מידתית והדרגתית. איך אנחנו בונים את הרגולציה באופן הדרגתי שמתאים למודל העסקי או לגודל הפעילות של כל אחד מהגופים האלה. זה יותר בעולם שלנו של הרגולציה שלנו.

ושאלה האחרונה, שפה יש המון שיח, זה אגב מבנה האחזקות בגופים אלו. אנחנו יודעים כמו שאמרת יש לפחות חברת כרטיסי האשראי אחת שמוחזקת על ידי חברת אחזקות מוסדית ויש גם גופים חוץ בנקאיים אחרים שמחזקים על ידי גופים מוסדיים. אנחנו זוכרים שוועדת בכר בשנת 2005 אמרה שחברת החזקות לא יכולה החזיק במקביל גם גוף מוסדי וגם בבנק. עכשיו אנחנו כן שמים את השאלה הזאת זה פה מה נכון לעשות בהקשר הזה, האם נכון איפשרו לעשות איזון שהוא קצת אחר מהאיזון שוועדת בכר קבעה לפני 20 שנה? כי מצד אחד כמו שאמרתי יש את האבולוציה הטבעית של ההתפתחות של הגופים האלו, ומצד שני, יש ניגודי עניינים. ועדת בכר באה להתמודד עם העולם הזה של ניגודי עניינים. עכשיו באיזון הזה שממילא היום גופים מוסדיים כן מחזקים בגופים חוץ בנקאיים, וניגודי העניינים קיימים, אז אם ניגודי עניינים מנחים את קבלת ההחלטות שלי (כמו בנייר של משה מלובי 99, הציג את זה בצורה ברורה מאוד), אז בעולם הזה כשיש לנו את ניגודי עניינים

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

דני חחיאשילי

אנחנו רואים גם את בנק ONE ZERO שמצליח לגייס פיקדונות.

שוקי אורן

בוקר טוב, אני זוכר על פני השנים היו כל מיני רפורמות או ועדות שאנחנו זוכרים אותם כאבני דרך היסטוריות כמו המשבר של הבנקאיות שהשפיע על תחום הבנקאות ואיך שהבנק עובד. מי שזכר ריאלי, לא ריאלי וועדת ברודט ואחריה וועדת בכר. אני אומר את זה כי דברים לוקחים הרבה מאוד זמן, כלומר, רפורמות או שמסתכלים על מבנה של משק ומבנה של בנקאות זה לא איזה משהו שעושים עכשיו ומחר בבוקר משנים את הרפורמה, זה לוקח הרבה מאוד זמן וזה מחייב עבודה רציפה של המערכת. וועדת שטרם כבר 9 שנים בערך משנת 2015. לצערי, אני חייב להגיד שהיחידים שנותרו במשחק זה בנק ישראל. משרד האוצר לא מלווה בכלל את נושא התחרות והוא פשוט לא קיים. זה לא נמצא באג'נדה של אף אחד. עכשיו, בנק ישראל כמו שדני אמר שבעצם אבן היסוד שלו זה הציבות של המערכת, אז היום זה קשה לשנות פאזה ואני חושב שזה קרה באמת בתקופה של וועדת שטרם. אבל היום בנק ישראל הוא היחיד שמשחק במגרש של התחרות. בעיניי זה נשמע מדהים ומשרד האוצר לא קיים. כדי להמשיך ולקדם את הרפורמות האלה ויש כאן הרבה מה לקדם, זה לא רק בידיים של בנק ישראל. מה שבידיים של בנק ישראל, אני חושב שהוא קיבל בצורה יפה, יש הרבה מאוד נושאים שקשורים לחקיקה.

שלומי שוב

יש פה גם נציגים ממשרד המשפטים.

שוקי אורן

נכון, אבל בסופו של דבר, אני חושב שהרפורמות הכלכליות והמשמעותיות דרך אגב ואפילו את וועדת שטרם משרד האוצר הוביל אז עצם העובדה שאני לא יודע במה משרד האוצר מתעסק היום, יש כנראה דברים שהם עוסקים ממש טוב אבל בראיה משקית שככה רוצים לראות את המשק קדימה- משרד האוצר חייב לקחת

מעורבות יותר ולא רק לעסוק בלריב עם בנק ישראל אלא לעבוד ביחד עם בנק ישראל זו תובנה של הרפורמה. עכשיו, אחד הדברים שאנחנו נוטים זה להסיק מסקנות מהירות כי זה דברים שלוקחים זמן, אז יש לנו את הנטייה לקבוע נורא מהר. אני זוכר ששנה אחרי וועדת בכר, ניהול הרפורמה נכשלה. זו הייתה קביעה חד משמעית. אני חושב שיש הרבה שרואים את הדברים הטובים שהיו ברפורמה, בטח ובטח מבחינת הכוח של המערכת הבנקאית. חלק גדול מרציונל הרפורמות היה שהם נועדו להפחית את הכוח של חמשת הבנקים הגדולים או במיוחד שני הבנקים הגדולים שהכוח שלהם היה עצום ונשאר עצום למרות כל הרפורמות האלה. אז אחד הדברים שבאמת קרו זה הקמה של בנק חדש, הבנק שלנו, אבל אני חושב שיש כל מיני קביעות כמו שאני שמעתי כאן על הבנקאות הפתוחה שזה לא יצליח. אני חושב שזה טעות להסתכל על זה ככה, לא רואים שהבנקאות הפתוחה עשתה משהו כי זו תחילת הדרך.

הבנק שלנו ובצורה שאנחנו עובדים עם הלקוחות מכיוון שזה בנק דיגיטלי אז אנחנו עובדים עם הלקוחות בצ'אט ומדברים איתם. זה השירות לקוחות שלנו, בצ'אט. אז למשל, אני מקריא לכם הודעה של לקוח שהוא גם עובד בנק ולכן, הוא הרשה לי להשתמש בהודעה שהוא קיבל מהמערכת שלנו שאומרת לו: היי ניב, עברתי על חשבונות הבנק שלך ורציתי לעדכן אותך שחשבונך בבנק הפועלים נמצא ביתרה שלילית של 3,500 ₪ ואילו חשבונך שנמצא תחת ONE ZERO נמצא ביתרה חיובית. חשוב לי שתדע שלרוב הריבית הנגבית על יתרה שלילית היא גבוהה ולכן, אני ממליצה לבצע העברה של 3,500 ₪ מחשבונך ב-ONE ZERO לחשבונך בפועלים כדי לחסוך את תשלום הריבית. זה דוגמה אמיתית של סוג של שימוש שיוכל להיות לבנקאות הפתוחה. בלי הבנקאות הפתוחה אין לנו זכות קיום, אני כבר אומר את זה כי שחקן חדש ובטח שחקן שרוצה להיות סוג של ONE STOP SHOW. אנחנו מראש קבענו יעד מאוד מאתגר שאנחנו רוצים, בניגוד להרבה בנקים דיגיטליים בעולם, אנחנו לא בנק של מוצר- רק פיקדון או רק הלוואה, אלא אנחנו רוצים שלקוחות ינהלו את מרכז הפעילות אצלנו. לכן, שאנשים חושבים או שוקלים להעביר את החשבון אחד המחסומים הגדולים ביותר זה המידע כי אין מידע. ברגע שאנחנו מאפשרים חיבור של בנקאות פתוחה, זה כמו ברפואה, אז מעבירים את התיק הרפואי שלך. יכולים ללכת לבנק אחר והוא יודע מה יש לך בבנק האחר והוא יכול לתת לך שירותים טובים יותר כך שמהבחינה הזו, אני חושב שהרפורמה הזאת היא רפורמה שהיא רק בתחילת

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

חושב שזה בדיוק המקום שאם אתה מאפשר לשחקנים שהם לא
גדולים לעשות את הדברים.

אמיר ברנע

משהו נראה לא כל כך סביר בדברים שלך בעיניי. אם המאמץ
השיווקי שהבנק ONE ZERO בנוי על זה שלקוח יבוא אליך, ייתן
לך, יחתום לך ואתה תקבל את החומר כאילו ממנו, זה כביכול לקבל
את זה ממנו. אז מדוע המאמץ השיווקי שלך לא בא לאפיין לקוחות
ולפנות אליהם? אני לא מבין, כל הקהל פה הוא קהל פוטנציאלי
שהיה תורם לבנק שלך. תראה את הקהל פה- מעמד בינוני גבוה,
כלומר, נציג את זה ככה- פנית למישהו מהם?

שוקי אורן

אני לא בא לדבר על הצרות ברכישת לקוחות של ONE ZERO.
אנחנו רכשנו עד היום למעלה מ-100,000 לקוחות, יש לנו הרבה
מאוד מהלקוחות שלנו שעושים פעילות מלאה. ההכנסה שלנו פר
לקוח והפעילות שלנו פר לקוח אם אתה משווה את זה לבנקים
דיגיטליים בעולם היא פי כמה מבנקים אחרים. אחד הדברים שאני
אומר זה שצריך לתת לשחקנים החדשים, כוח עודף בדברים
מסוימים והדברים המסוימים האלה זה אותם מקומות שאסור
לבנקים אחרים לעשות. דרך אגב, אפילו ביטוחים- בנקים בעולם
יכולים להפיץ ביטוחים? יכולים! בארץ, אסור מסיבה מוצדקת.
תודה לבנקים הגדולים. בעיניי, עזוב את הסוכנים רגע בצד כי
זה מרכז הליכוד. אני מדבר עכשיו אמיתית על מה צריך להיות
במדינה- אני חושב שלבנקים הגדולים אסור לתת להם לשווק
פוליסות ביטוח, אסור לתת להם לעשות ייעוץ פנסיוני דיגיטלי כי כל
הדברים האלה נותנים להם את הכוח העודף שממילא קיים היום.
אני חושב שחייבים לתת את הכוחות האלה לשחקנים החדשים. כן
צריך לאפשר ודרך אגב, גם זה הובטח הנושא של שיווק פוליסות
על ידי משרד האוצר והוא היה אפילו בטיטות חוק ההסדרים- נפל.
יש כאן מספר דברים שבסופו של דבר אם השחקנים החדשים
וכרגע לצערי, אני מדבר רק עלינו כי לא קם בנק חדש בישראל חוץ
מאיתנו. יש בנק שאני מקווה מאוד שהוא יקום בזמן הקרוב כי אנחנו
רוצים תחרות. אני לא שמעתי על בנק נוסף אחר אבל כולנו מכירים
את בנק אש. אני חושב שהשינויים הרגולטוריים מחייבים עדיפות

הדרך וכמו שנאמר דווקא בישראל אני חושב שהיא יכולה להיות
יותר משמעותית מאשר מקומות אחרים בעולם בגלל שוק המידע.
אפשר לחבר את הרפורמה הזו מהר מאוד גם למקורות מידע
נוספים שיש כמובן, אם זה אפילו הפנסיוני או הביטוח וכדומה.
כלומר, בכל מקרה להגיע למידע זה בעיניי הדבר הקריטי ביותר
למי שרוצה לפעול. עכשיו, יש דברים שהתחייבו לעשות וצריך
להמשיך לעשות. כלומר, גם אולי בקול הקורא כי על פני השנים
קבעו מה לבנקים מותר לעשות ותמיד שדיברו על בנקים על מי
חשבו? על הפועלים ועל לאומי כי אלה היו השחקנים. עם הזמן,
שאני הייתי צעיר היו למעלה מ-20 בנקים בישראל והיום אמיתית,
יש 5 בנקים. נזכיר את בנק ירושלים שהוא בנק למשכנתאות ויש
אותם, זהו. אחד הבעיות הגדולות ביותר זה ההסתכלות הזוהר על
כל הבנקים. כמו שהמפקח אמר, מה מותר לבנק לעשות. אז אני
חושב שאחד הדברים החשובים אם רוצים באותה תחרות חייבים
לתת כוח עודף לשחקנים הוותיקים. כוח עודף, כלומר, אפליה. אני
אתן את זה בדוגמאות:

אחת הדוגמאות היא, לתת ייעוץ פנסיוני. כדי שמהתחלה יהיה
יותר כוח אני חייב להיות במצב שאני יכול לתת מעבר לזה שאני
משלם ריביות יותר גבוהות כי לפעמים ריביות יותר גבוהות זה אומר
שאנשים יפקידו אצלי ואין בעיה. אבל, אני רוצה לתת דווקא בגלל
שאנחנו בנק שנבנה על מידע אז אני רוצה לאפשר ייעוץ פנסיוני
אצלי ואז מה שקורה זה בעצם, היום על פי החוק למרות אפילו שיש
לי רישיון של יועץ פנסיוני, יועץ פנסיוני בבנק יכול להתבצע רק
בסניף פיזית כי ככה כתוב בחוק. משרד האוצר אמור לטפל בשינוי
החקיקה כבר למעלה מ-5 שנים.

שלומי שוב

מה הסיבה שה-AI לא יעשה את זה? הרי ה-AI יכול לפתור את כל
הבעיות תלות שיש פה עם היועצים האלה.

שוקי אורן

יפה, אבל צריך תיקון חוק. תיקון קטן שיכול להיות ייעוץ דיגיטלי.
עכשיו, האם לאפשר את זה עכשיו זה חלק גדול מהסיפור, האם
לתת לבנק הפועלים ולבנק לאומי ייעוץ פנסיוני דיגיטלי? אז נכון
שיש את ההתנגדות של סוכני הביטוח אבל מעבר לזה. כאן, אני

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

היה מקבל על הריבית. אז, צריך גם שינוי תודעה ומודעות, אני חושב שהפיקוח על הבנקים עשה הרבה מאוד בשנה, שנה וחצי אחרונות, תרם לזה שהסכומים קטנו מ- 700 ל-500, ואי אפשר לזלזל ב-200 מיליארד האלה אבל זה עוד רחוק מהמדדים הבינלאומיים כפי שאני מכיר אותם, בעיקר כשלא מתקבלת ריבית כלשהי על הכספים שחונים בעו"ש.

הדבר השני, היכולת להנגיש את הפעולה הזאת ואני לא יודע עד כמה אתם יודעים אבל אם תכנסו לאתר האינטרנט של הבנקים בישראל ותנסו לסגור פיקדון מהעו"ש זכות אז הבוקר תקבלו 0 נקודה משהו ריבית, לפחות בבנק שאני מנהל בו את החשבון. הבת שלי שהיא בת 31 היא מקבלת 0.2% נכון לשלוש ונצבר לה 12,000 ₪ בעו"ש ועכשיו היא צריכה לפנות לבנקאי בטלפון שרק לאחר שזה קרה היא קיבלה 3.75%. הפיקוח על הבנקים תרם להגברת המודעות הרבה בתקשורת והולכת ונצברת התועדה וההנגשה בלעשות את זה כי מודעות כבר יש. בנוסף, גם השתפרה היכולת הטכנית הפשוטה של לשבת בסלון בבית וב-3 שניות לסגור את הפיקדון של 12,000 ₪, ואלה אותם משקי בית שדוברת עליהם קודם. לא צריך להסתכל רק על התמסורת וכמה מהעלייה בריבית בפיקדונות בסופו של דבר עברה ללקוח, אלא גם כמה מתוך העו"ש זכות עבר לפיקדונות בכלל וזה לדעתי נעצר עם פריצת המלחמה מטעמים מובנים של רצון של הלקוח בנזילות. בתום המלחמה לכשתסתיים, אני חושב שצריך להסתכל על זה עוד ולעודד את זה עוד כי זה נכון לציבור.

הדבר הנוסף שרציתי להעיר לפני הנושא שאני מבקש להקדיש לו את דברי העיקריים זה הנושא של התחרות במערכת הבנקאית. בגדול, אפשר למצוא את הסלוגן הזה במשפט. מדובר על הפרגמנטציה של מוצרי הבנקאות. זה כל העניין, בכל העולם זה ככה- הייתי אומן בתפקידים שונים במשך שנים על האסטרטגיה של בנק הפועלים. כל הזמן רצינו לבדוק מה קורה בעולם ולאן העולם הולך- לשם הולך העולם. להערכתך, לא יהיו יותר בנקים חדשים בישראל, וצר לי לאכזב אותך דני כי בלהיות בנק יש הרבה מאוד יתרונות אבל גם יש המון חסרונות. יחד עם זאת, גופים אחרים, בזכות טכנולוגיה מתקדמת כן רוצים למכור מוצרים או שירותים פיננסיים ספציפיים, ובאמצעות התשתית שבניתם אתם והמחוקק, באמת פשוט יותר ויותר לקבל את האפשרות להיכנס בהרשאת הלקוח לחשבונות הבנק ולעשות את הפיקדון במקום אחד ואת האשראי במקום שלישי ולסחור בניירות ערך במקום אחר, ואת

לשחקנים החדשים. בסופו של דבר, בראייה משקית, זה הדבר שיכול לחזק את התחרות בישראל.

שלומי שוב

תגיד שוקי, אם אנחנו מסתכלים על שנת 2023 שזו שנה שהיית פעיל בה - איך אתה מסביר את העובדה שהמשיכו לשכב פיקדונות ובכל המערכת של 500 מיליארד שקל בעו"ש? זאת עלות הרכשת לקוח? זה עניין של אסטרטגיה?

שוקי אורן

איך אני מסביר את זה שלא כולם באו אליי? קודם כל, מזל שלא כולם באו אליי. אני לא הייתי רוצה שיפילו עליי עכשיו 500 מיליארד. קודם כל, הקהל הזה נמצא ב-500 מיליארד שלא יהיה לך ספק. צריך להבין, שאמנם דיברו הרבה על העו"ש אבל אני דווקא חושב שהסיפור האמיתי היה בפיקדונות ולא בעו"ש כי הייתה תקופה ארוכה שבנק ישראל העלה את הריבית והריבית עלתה זה היה ממאי 2022, ואז דווקא הבנקים לא הזיזו את הריביות שלהם. העו"ש תמיד יהיה כמה מאות מיליארדים לא משנה מה הריבית כי זה חלק מהכסף הפעיל וזה חלק מהנזילות והתזרים כי אנשים צריכים את זה וזה פחות מעניין אותם לנהל את הכסף הזה ברמה היומיומית. לכן, אני חושב שהסיפור הגדול הוא דווקא בפיקדונות שבפיקדונות המרווחים לטובת הבנקים היו סופר דרמטיים וכאן, אנחנו כשחקן נתנו ריבית גבוהה יותר אבל חלק גדול מהאנשים לא מעבירים ישר את הפיקדונות אליי רק בגלל שאני משלם ריבית יותר גבוהה אלא יש את השיקול הכולל של הפעילות שלך.

ארז יוסף

ארז יוסף, אני יושב ראש הפניקס גמא. אני אנסה בצניעות לענות על השאלה האחרונה של שלומי למה עודף הכספים שהציבור משאיר בעו"ש, בכל קנה מידה ובכל פרמטר של המפקח על הבנקים, עודפים על הצורך בנזילות בעו"ש. ב-15 שנה האחרונות בגלל הריבית הנמוכה שהייתה נהוגה עד לפני שנה וחצי, לאדם הסביר לא היה אינסנטיב להניע אותה לכיוון פיקדון. לפעמים גם העמלה שהוא היה משלם רק על הפעולה הייתה יותר גבוהה מאשר הוא

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

חשבון העו"ש הבסיסי להשאיר בבנק.

מבקש גם להעיר לדיון קודם- זה ביטוח פיקדונות. ביטוח פיקדונות בעיניי אגב מצוין בסעיף בחוק שטרם, אבל בסופו של דבר הוא לא התקדם לכדי פרקטיקה או בפועל. לא סתם אמר שלומי שכמעט כל מדינה מתוקנת יש בה ביטוח פיקדונות. זה אכן יכול לשכלל את השוק ע"י הגברת ה-TRUST של הלקוח בגוף שבו יופקד הפיקדון.

אמיר ברנע

למי הוא ניתן? יש ביטוח פיקדונות לגופים חוץ בנקאיים?

ארז יוסף

לא בכל העולם אין לחוץ בנקאיים אלא יש מקומות מסוימים שיש בהם. שלומי העלה נקודה- האמון זה דבר מאוד מאוד משמעותי פה. כדי שמישהו ישים פיקדון אפילו בבנק ONE ZERO זה מגבילה פסיכולוגית מאוד קשה ללקוח. לכן, מעדיפה המדינה משום מה, ואינני יודע למה, להעדיף לחיות באשליה שבנק חס וחלילה חס ושלוש יתמוטט אז המדינה תחלץ אותו, אבל לא תפעל להחלת ביטוח פיקדונות מאוד פשוט על מנת לשכלל את השוק ובאמת לבטח את הכסף הזה. נאמר עד 200,000 דולר או 150,000 דולר בסכום מסוים על מנת להניע את משקי הבית. אלה אותם באמת סגמנטים שאין בהם תחרות. כפי שאמרתי, בחלק ממדינות העולם הוא לא רק לבנקים אלא הוא גם לגופים מפוקחים אחרים.

שלומי שוב

גם אם זה יהיה רק לבנקים קטנים או לבנקים חדשים זה גם משמעותי. מה צריך כדי שבאמת זה יהיה?

ארז יוסף

מה צריך? לקחת לאקסטרים את הבנקאות הפתוחה כמו שדני אמר ואני חושב שבהקשר הזה נעשית עבודה מאוד יפה. אני חושב שגם בעקבות חוק ייזום תשלום שיכנס ביוני זה יקבל עוד נפח. אבל, במודעות ובתודעה של כולנו, זו התחזית האישית שלי, לא יהיו

לנו עוד בנקים. יהיו עוד שחקנים שבאמצעות הטכנולוגיה ויכולות פיננסיות כאלה ואחרות ירצו למכור מוצרים בנקאיים ולא לנהל חשבונות בנקאיים מלאים.

אני רוצה להתמקד רגע ברשותכם בקול הקורא שפרסם המפקח על הבנקים להרחיב את הרישיונות הבנקאיים בצורה כזו או אחרת אבל תחת האצטלה של לתת לגופים נוספים רישיון לקחת פיקדונות בישראל. אנחנו הפניקס גמא פועלים למול 17 אלף לקוחות עסקיים, ואגב אין תחרות בתחום העסקים הקטנים ואני אומר את זה קטגורית. לדעתי, 93% מתיק האשראי בשוק מנוהל בבנקים, ולכן זה סגמנט שסובל מהיעדר תחרות, ומדובר בשוק אשראי של מעל 200 מיליארד שקל. אנחנו בהפניקס גמא נותנים ללקוח מענה בכמה וכמה מוצרים ושירותים שאנחנו מספקים לו, אנחנו מתעסקים גם באשראי לנדל"ן, ואוטונו מסוימים להקים זרוע של אשראי צרכני. זאת אומרת שאנחנו רוצים לטפל באותם סגמנטים מהבינוני ומטה שיש בבנקים על מנת להוות לבנק אלטרנטיבה באמצעות טכנולוגיה מתקדמת, באמצעות יכולות אחרות שיש לנו, באמצעות אנשים מבנקים שכבר קיימים אצלנו- יש לנו לדעתי בקבוצה, למעלה מ-30/40 עובדי בנקים לשעבר גם בתחום הטכנולוגיה והחדשנות וגם בתחום הבנקאות עצמה.

היכולת בסופו של דבר לחולל תחרות קיימת אצלנו והוכחנו אותה, הפניקס גמא מוחזקת ב-100% על ידי הפניקס החזקות. בשנים האחרונות גם חוללנו תחרות אמיתית, הפכנו להיות מאגד סליקה כתוצאה מחוק שטרם והפחתנו עד מאוד את עמלות הסליקה לבתי עסק בישראל. נכנסנו לפני שנתיים לעולם ערבויות הפיננסיות, מה שלא היה עד אז בישראל, ויש לנו תיק ערבויות מאוד גדול. בקיצור אנחנו יודעים לקחת פלטפורמה שמאפשרת, כלומר חקיקה, תקנות ורגולציה ולהביא אותה בסופו של דבר גם לתחרות עם השחקנים הקיימים. אני טוען שהמתווה שהפיקוח על הבנקים פרסם, לא יתרום בסופו של דבר לפיזור הפיקדונות בישראל, ואני חושב שבסופו של דבר כדי להעיר את התחרות בתחום האשראי חייבים ליצר מקורות לגופים החוץ בנקאיים שהם זולים כמו מקורות של הבנקים או בדומה להם, והדרך היחידה זה אפשרות לגיוס פיקדונות בישראל ולא רק אג"ח שנסחר.

אמיר ברנע

קרנות כספיות יכולות להיות מקור כזה?

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

ארז יוסף

האחרונות תחרות משמעותית ומציאות זו יכולה לרדת לטימיון, ולכן אם אני מסכם את הדברים, אז באמת עם כל הרפורמות הגדולות שנעשו, ודני סקר אותן, גם המידע, גם הטכנולוגיות, גם קידום מודעות צרכנית וגם הסדרת מבנה השוק, בסופו של דבר חסרה הנקודה האחרונה שהיא הנגשת מקורות זולים לשחקנים אחרים בשוק שהם לא בנקים. אפשר לעשות את זה, אני מקווה שהפיקוח יחשוב גם הפעם מחוץ לקופסא ואם זה יקרה אז באמת תהיה תמונה יותר מושלמת.

שלומי שוב

אני רוצה לשמוע עוד רגולטורים אבל לפני זה אולי נכניס את הזווית שלכם ברק לתמונה בתפקידך כסמנכ"ל בבנק דיסקונט ויו"ר CAL.

ברק נרדי

יש לכאל אג'נדה תחרותית מאוד משמעותית ואם היא בעתיד תחליט להפוך לבנק או לא להפוך לבנק זה שאלה לעתיד. אני די מסכים עם מה שאמר ארז, שבסופו של דבר אפשר להשיג חלק גדול מהיתרונות הכלכליים מבלי להפוך להיות בנק ולקבל את כל העול הרגולטורי הכרוך בהפיכה לבנק. אני כן רוצה להתייחס דווקא בראי דיסקונט. כשמדברים על תחרות במערכת הבנקאית זה לא נכון לשים את כל הבנקים במקשה אחת, כי יש שונות גדולה בין הבנקים. יש שני בנקים מאוד גדולים ו-3 בנקים אחרים שהינם משמעותית קטנים יותר. אני חושב שאחת הפרדיגמות שצריך להוריד מהשולחן, פרדיגמה שעד היום בנקים רבים מחזיקים בה, היא שלקוח של הבנק הוא מי שחשבון העו"ש שלו נמצא ומנוהל בבנק. אני חושב שהפרדיגמה הזאת תעבור מהעולם והרבה אודות גם לבנקאות הפתוחה ולכן לא נכון להסתכל על בנקאות פתוחה כמשהו נפרד, ולהגיד אם זה מצליח או לא מצליח. הבנקאות הפתוחה היא חלק ממכלול, או חלק מאוד חשוב ממכלול כשהוא בא ביחד עם הפריקות וביחד עם הדיגיטציה וביחד עם טעמי הצרכנים, הכל כמקשה אחת יעשה לטעמי שינוי מאוד גדול. אני חושב שכבנק בינוני עם 15% נתח שוק גם אם דיסקונט תעשה הצלחה אדירה, אני חושב שנתחי השוק של חשבונות העו"ש לא ישתנו דרמטית בישראל. ניוד בקליל זה הצלחה אדירה, זאת אחת מההצלחות הכי גדולות של בנק בישראל ואם תשאלו 80% מהאנשים מכירים את

לא, הן לא יכולות לשמש למתן אשראי כי יש צורך בנזילות שם. בסופו של דבר המתווה הנוכחי שמוצע על ידי הפיקוח על הבנקים כולל דרישות פיקוח רבות לגופים שלא מפוקחים על ידו וזה יעקר מהתוכן את היכולת שלנו לאמץ אותו משיקולי עלות תועלת ולא מתוך חוסר רצון או חוסר כבוד. אני מכיר את הפיקוח על הבנקים, יש לי הערכה מאוד גדולה להשפעה שלו וליכולת שלו לנהל יציבות כמו שצריך במערכת בנקאית לתפארת בישראל, אבל אנחנו גוף שמפוקח על ידי רשות שוק ההון עם ממשל תאגידי בעיני ברמות הכי גבוהות (אני הייתי בבנק אז אני יודע מה זה ממשל תאגידי ברמה נדרשת), עם אנשי מקצוע באמת מהשורה הראשונה, לרבות דירקטורים שהם בוגרי מערכת הבנקאות. יש לנו הון עצמי של כמעט מיליארד שקל, אנחנו חברה מדווחת ומפרסמת דוחות כספיים, אנחנו נשלטים על ידי חברה ששולטת בניהול כספי ציבור של כחמש מאות מיליארד שקל, שזה לפעמים גם יותר מבנקים בישראל, ואנחנו לא רוצים להיות בנק. להיות כפוף לפיקוח על הבנקים זה חובות אדירות בתפעול היומיומי השוטף, לא רק חוק בנקאות רישוי ולא רק חוק בנקאות שירות לקוח, אלא הרבה מאוד תקנות, נב"תים בלשון המקצועית, שמתווים את דרך התנהלותו של בנק. אני לא חושב שאפשר לקחת פיקדונות ללא פיקוח, שלא נדבר על זה שאני מכיר לגמרי את הצורך ביציבות גם של מה שנקרא הסיכון הסיסטמי. אני כן חושב שאפשר לעשות את זה בצורה דיפרנציאלית עמוקה, עשיתם את זה לדוגמה בבנקים בהקמה, אפשר לקחת את זה אפילו עוד צעד קדימה, ולתת יחס הלימות הון חובה ויחס נזילות, אני חושב שזה כן אפשרי, זאת נקודה ראשונה. נקודה שנייה שאני רוצה להגיד, והיא צועקת מהקול הקורא, שהינו מאוד מוכוון לחברות כרטיסי אשראי. המינוס הגדול בזה הוא כזה: אחד, חברות כרטיסי אשראי, כפי נאמר פה על ידי שלומי בהתחלה, עדיין קשורות בעבותות לבנקים, אי אפשר לטאטא את המציאות הזאת, אני יכול להוכיח את זה בכל פורום, אני מכיר את כל מערכות היחסים בין בנקים לחברות כרטיסי אשראי. דבר שני, אם בסוף כל המהלך הזה מה שיקרה זה שרק חברות כרטיסי אשראי תוכלנה לקחת פיקדונות בנוסף לבנקים זה יפגע נואשות בתחרות בשוק התשלומים והסליקה כי כולנו מכירים את היכולת לסבסד סבסוד צולב. הפיקדונות האלה פשוט יאפשרו לחברות לסבסד את הפעילויות האחרות. התפתח פה בשוק התשלומים והסליקה בשנים

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

אמיר ברנע

אתה נותן ערבויות בנקאיות?

דני בן נר

חוץ בנקאיות, יש לנו רישיון עם הרשאה לתת ערבויות, הערבות של
החברה שלנו היא אותו דבר כמו ערבות בנקאית רק שהיא ערבות
חוץ בנקאית, ללא צורך בפיקדון.

אמיר ברנע

מה מגבה אותך? ההון העצמי שלך?

דני בן נר

מבחינת רגולציה יש הון עצמי נדרש מינימאלי, בנוסף אני מחזיק גם
כריות ביטחון, ביטוחי אשראי.

שלומי שוב

בשורה התחתונה איפה הדברים עומדים מבחינתך?

דני בן נר

בשורה התחתונה זה מוצר שהולך ומפתח והחדירה לשוק היא יפה,
אבל המאבק על הצרכן והבנה פיננסית של מה התועלת שאני מביא
לו זה חינוך שוק שאני חושב שבכל תחום צריך ולא באתי מהעולם
הפיננסי. אני ניהלתי חברת דלק מעל 10 שנים, אז יש לי מה להשוות
בין מוצר צריכה לבין מוצר פיננסי. השוואה שאני מאוד אוהב לעשות
זה שעשיתי פעם מבצע של שבוע של דלק חינוך במשך שעה ב- 2
תחנות כל יום והיו פקקי תנועה של קילומטרים, לקבל דלק חינוך
בשווי של 250 ש"ח אבל אם אני אתן אותו ערך במוצר פיננסי לא
250 ש"ח אלא 500 ש"ח, 1,000 ש"ח ויותר לא יעמדו בתור, האתגר
לדעתי הוא שיווקי ובחינוך פיננסי.

ניוד בקליל, שמעו על זה ואפילו שוקלים האם לעבור בנק, אבל בסופו
של דבר מעט מאוד לקוחות יעברו בנק על המלא. מה שכן יקרה
הרבה מאוד לקוחות ישאירו את חשבון העו"ש שלהם בבנק מסוים
ויתחילו לצרוך שירותים פיננסיים משחקנים אחרים, מבנקים נוספים
או משחקנים חוץ בנקאיים. הפריקות בשירותים בנקאיים, שמאוד
נוכחת בעולם המשכנתאות, צפויה להתרחב גם לפיקדונות, ניירות
ערך, הלוואות, ועולמות תוכן נוספים. נהוג היה לחשוב שכל הבנקים
מאומים מבנקאות פתוחה כי יש להם מה להפסיד, אך לבנקים
הבינוניים יש גם הרבה מאוד מה להרוויח מבנקאות פתוחה ואם הם
ישחקו בגישה אופנסבית הם יכולים למשוך לקוחות נוספים, מבלי
להעביר את חשבון העו"ש שלהם. זה שהבנקים הבינוניים, הבנקים
החדשים ושחקנים חוץ בנקאיים יפעלו כך צפוי לייצר אימפקט
גדול על השוק ונראה את התוצאה של זה.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את חברות הפינטק.

דני בן נר

לפני כ-5 שנים הגעתי למסקנה שיש מיליארדי שקלים שתקועים
בבנקים כנגד ערבויות בנקאיות, אני פחות אדבר על הפיקדונות
יותר אדבר על תחרות בבנקים מהזווית שלי, משם התחלתי לעשות
תוכנית עסקית, חפיתי בדוחות של הבנקים ולא הצלחתי למצוא
נתונים על שיעורי ערבויות או שיעורים של חילופי הערבויות אז
הנחתי הנחות ויצאתי לדרך. לפני כ-3 שנים התחלנו לפעול. אנחנו
החברה היחידה שמנפיקה ערבויות חוץ בנקאיות למשקי הבית
וגם לעסקים. היכולת לעשות מוצר שהוא תחרות בבנקים נוצר
מכמה דברים, הרשות לעסקים קטנים/בינוניים תמך גם במענק
וגם בהלוואה נון ריקורס ללא ריבית והאמין בשוק הזה שפתחנו,
לאחר מכן גם הרגולציות הבינו שזה מביא ערך לעסקים קטנים/
בינוניים ורשות שוק ההון וגם משרד האוצר שהכיר עכשיו בערבויות
של חברות חוץ בנקאיות לטובת מכרזים של חברות ממשלתיות.
המעטפת שתומכת בנו עכשיו מאפשרת לנו לקחת מוצר בנקאי
ולהתחרות בבנקים.

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

ענבל פולק

זה חשבון עו"ש, חשבון תשלום הוא למעשה חשבון עובר ושב. המחוקק עשה כמה דברים יוצאי דופן ופורצי דרך. אנחנו קפצנו, בגלל שלקח לנו זמן להיכנס ולהכין את החקיקה, אנחנו מביאים חקיקה בחלקה אף חדשנית ביחס לחוק האירופי, הPSD. זה נכון שאנחנו מבוססים מאוד על החקיקה הזאת אבל התקדמנו בשני נושאים. אחד נוגע להעברת משכורות שיוכלו להיות מועברות לחשבון התשלומים, שזה חשבונות עו"ש לכל דבר ועניין, והדבר השני נוגע לריבית, אנחנו מאפשרים בהוראת שמירת כספי לקוחות, לחברות האלה להציג ללקוח כמה הוא יקבל על הכספים שישמרו אצלו.

אמיר ברנע

הן משלמות ריבית?

ענבל פולק

הן ישלמו ריבית. איך הם ישלמו ריבית? הם לא משלמות ריבית באמצעות הלוואות, הן לא יכולות לתת הלוואה על חשבון הכספים של הלקוחות שנשמרים בחשבון התשלום. הם יכולים להשקיע את זה בנכסים שאנחנו הגדרנו, כמו קרן כספית או מוצרים בשוק הכסף. הגדרנו עוד כמה איזונים ובלמים להבטחת ניהול הריבית, למשל לרשות יהיה סמכות להגיד לחברות להוסיף עוד כרית ביטחון להון העצמי שישימש את מדיניות הריבית שנקבעה על ידי הדירקטוריון. בנוסף, אנחנו יכולים גם לדרוש מהחברה להפעיל מנגנון קיזוז לריבית המוצעת.

שלומי שוב

אתם מפקחים עליהן אלא אם כן רשות שוק ההון מפקחת, נכון?

ענבל פולק

לא. חברה שעיסוקה מתן שירות תשלום, ולא נותנת הלוואות לכל מטרה אלא הלוואה אגב פעולת תשלום בלבד, צריכה ברישיון

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את הרגולטורים הנוספים.

ענבל פולק

ענבל פולק מרשות ניירות ערך. כמה נקודות שאני אתייחס אליהם. משרד האוצר ושלוחותיו, רשות שוק הון, רשות ניירות ערך, פועלים לנושא התחרות, אני חושבת בצורה מובילה לצד בנק ישראל ובשיתוף בנק ישראל על כל הרפורמות שהיו בשנים האחרונות בתחום הפיננסי, הן להוצאה של מתן שירותי אשראי, לאשראי חוץ בנקאי והן לנושא של בנקאות פתוחה או עולם פיננסי פתוח והסדרת העיסוק בשירותי תשלום. חוק הסדרת העיסוק בשירותי תשלום יכנס לתוקף בעוד כשבועיים וכל החברות שעוסקות בפעולת תשלום, שזה העברת כסף מחשבון לחשבון תשלום, משמע חשבון עו"ש, יצטרכו לקבל רישיון ספציפי ע"י רשות ניירות ערך לעסוק בתחום. חוק זה מקנה עוד תחרות ומביא לפתיחת השוק והכנסה של גופים חדשים, גופים מחו"ל שמתעניינים להגיע לפה וגופים ישראלים. יש חברות פינטק ישראליות מאוד גדולות שבפעם הראשונה חושבות להוציא רישיון מקומי ולהציע את השירותים שלהן פה בישראל.

שלומי שוב

זה אמור להיות בקרוב?

ענבל פולק

ב-6.6 החוק יכנס לתוקף, ההוראות שעבדנו עליהן במהלך השנה האחרונה יכנסו לתוקף והרשות תתחיל לקבל בקשות מה-6.6. יש תקופת מעבר, תלוי במאפיינים שונים של הסטטוס הרגולטורי של החברה, אם לחברה יש רישיון או פטור כזה או אחר. ייקח בין 3 חודשים לחצי שנה ונתחיל לתת רישיונות.

שלומי שוב

עד כמה את חושבת שזה יהפוך להיות גם סוג של חשבון עו"ש?

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

אמיר ברנע

איך?

שלומי שוב

זה בדיוק היה המתח לאחרונה בין בנק ישראל לבין רשות ניירות
ערך.

ענבל פולק

למשל, החברה תפקיד את כספי הלקוחות בפיקדון.

אמיר ברנע

ואם התשואה תהיה נמוכה יותר מהריבית המובטחת? הם ישלמו
מההון העצמי?

ענבל פולק

הדירקטוריון של חברות התשלום יצטרך לאשר את מודל הריבית
ולרשות ניירות ערך קיימת הסמכות לא לקבלו. לרשות קיימת
סמכות להורות לחברות להוסיף כרית ביטחון הון נוסף לשרת את
מודל הריבית.

אמיר ברנע

אני מכיר קצת את רשות ניירות ערך, אולי לא כמוך, אבל אני מכיר
קצת, לרשות ניירות ערך יש מערכת פיקוח פיננסית שיכולה לעקוב
באופן שוטף אחרי התוצאות העסקיות לבוא ולהתריע?

שלומי שוב

יכול להיות שצריך שיהיה פה תיאום בין הרגולטורים. רשות שוק
ההון צריכה לדעתי לסייע בנושא לרשות ניירות ערך.

תשלום חברה שמציעה הלוואה לכל מטרה צריכה גם רישיון לנותן
שירות אשראי.

אמיר ברנע

עם כל הכבוד לרשות ניירות ערך האם יש לכם את היכולות לפקח
על חברה כזו? על יכולות התשלום שלה? נניח שהחברה הזאת
משקיעה בניירות ערך שמתברר בדיעבד שהם בקריסה, אז תהיה
ריבית שלילית ללקוח?

ענבל פולק

באיזה מובן?

אמיר ברנע

נניח שהיא תשקיע בניירות ערך בחברות שמאחר יותר שפשטו את
הרגל, יש לרשות ניירות ערך מנגנון פיקוח?

ענבל פולק

אין כזאת אפשרות, החוק מדבר על עיקרון ההפרדה, כספי
הלקוחות מופרדים מכספי החברה. החקיקה וההוראות אומרות
במה מותר להם להשקיע. הנכסים שמותר להשקיע את כספי
הלקוחות מפורטים בהוראה והם נכסים הסולידיים ביותר, מתוך
נכסי שוק הכסף.

אמיר ברנע

ההבטחה ללקוח היא לקבל את התשואה של הניירות האלה, לא
תשואה מובטחת, לא ריבית קבועה.

ענבל פולק

הם כן יכולים לתת ריבית.

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

אלי טובול

שלומי רק עוד מילה ברשותך, ולא ארחיב יותר מדי. הנושא של מבנה השוק, מבנה האחזקות, השחקנים השונים שקיימים, מה מותר להם לעשות ומה אסור, ובפרט כשמדובר בחברות ביטוח ובשאלה האם לאפשר להם שליטה בפעילות בנקאית. אני חושב שפה נדרשת חשיבה מאוד יסודית ומעמיקה לפני שאנחנו מכריזים על U-turn בהקשר הזה לוועדת בכר, ואני משוכנע שזו עוד תתבצע.

שלומי שוב

אני רוצה לשמוע גם את אוריאל מרשות התחרות, לכאורה הכל טוב והכל יפה, איך אתם רואים את זה? ומה המשמעות של הכרזה כזאת ככל שהיא תתקיים על הבנקים?

אוריאל סיטראן

אז קודם כל תודה שהזמנתם אותי. נעשו המון צעדים והתחרות באמת מתחילה להתפתח אבל יש עדיין המון חסמים והרבה בעיות. אני רוצה רגע לדבר מלמעלה ואז אני אכנס לקבוצת הריכוז. אז אני חושב שתחרות מסדר ראשון זה באמת בנקים חדשים שנכנסים למערכת ותחרות מסדר שני זה הניסיון לפרק את הסל. ושייכנסו עוד גופים חוץ בנקאיים ויתחרו. אני חושב שיש עוד משהו אחד שעוד לא התחלנו לגעת בו והוא מאוד חשוב, זה כל מיני תמריצים של השחקנים וזה קשור גם להחזקות צולבות שיש של גופים פיננסיים לגופים שמתחרים בהם, צריך להסתכל על זה ולבחון את הדבר הזה, זה משהו שהוא נושא מאוד חם גם בארץ וגם בעולם. וגם כל הנושא של התמריצים דיברתם פה על ההנפקה, התלות של חברות כרטיסי האשראי בבנקים זה משהו שצריך לחשוב עליו, עבר הרבה זמן מאז ההפרדה וכדאי להתחיל לחשוב האם זה נכון שהבנקים ינפיקו כרטיסי תשלום כי זה באמת יוצר תלות, ומקשה על חברות אשראי להתחרות בבנקים מבחינת התמריץ שלהם. עכשיו אני אדבר רגע על קבוצת הריכוז והפיקדונות - אז קודם כל אני אגיד מה הפרוצדורה.

לממונה על התחרות יש סמכויות להכריז על קבוצה של גופים כקבוצת ריכוז ולקבוע הוראות שימנעו פגיעה בתחרות. אנחנו רואים עדיין שיש המון לקוחות שחשוב להם ללכת דווקא לבנקים

אלי טובול

קודם כל יש פה קצת מסע בזמן, תוך כדי הדברים שעלו פה לא מצליח שלא להזכר בוועדת בכר ובהיסטוריה ושבחדש שעבר חגגנו 20 שנה למינוי וועדת בכר שניסתה לטפל גם היא בנושא התחרות והריכוזיות בשוק ההון. אנחנו מדברים על תחרות בבנקים, ויש שאלה נוספת לדין והיא מה קורה בתחרות בין הבנקים? דני ואני שוחחנו בנינו מעט לפני הדיון ותהינו היכן יש כזאת תחרות אם בכלל, וזו שאלה שראוי להעמיק בה. בסופו של דבר כשנדרשים לנושא, צריך להבין שמדובר במסע ארוך, מפותל וכנראה כזה שלא מסתיים בפעולה בודדת, ויש צורך לתחזק את נושא התחרות באופן רציף. דובר פה הרבה על בנקאות פתוחה שמבטאת תפיסה ברורה בנוגע לבעלות הלקוח על המידע והנגשתו. מדובר בתפיסה שאנו ברשות שוק ההון מקדמים כבר יותר מ-10 שנים ודי להזכיר את השקת המסלוקה הפנסיונית וכלים דיגיטליים לשימוש הלקוח, שהגיעו שינוי משמעותי לטובת החוסכים בישראל, תוך השקעה ברגולציה, בטיוב הנתונים ובניהול הסיכונים שנלווים לנושא, ביניהם גם כאלה בעלי מאפיינים מערכתיים, דוגמת סיכונים טכנולוגיים וסייבר. בבחינת התשתית הרגולטורית המתאימה, ועלה פה ממספר דוברים ההבדל בין הרגולציה שחל על חוץ בנקאים לעומת זו של הבנקים, לפחות מהכיסא הצנוע שלי מדובר בשאלה כבדת משקל שאנו עוסקים בה ממש יום יום. כלומר, היכן נמצא האיזון שבו אנו מחילים הוראות רגולטוריות שמתאימות לסיכונים ולהתפתחות העסקית הכלכלית, מבלי שהדבר הופך לנטל המכביד על התפתחות בריאה של שוק. בכל נוגע לפינטקים חשוב לומר, כי הם קיימים ופועלים כבר היום תחת המסגרת הרגולטורית הנוכחית. כמובן שיש היבטים מסוימים שהרגולציה החדשה שנכנסת תאפשר יותר בקלות, תיתן איזשהי מסגרת חוקית יותר מקיפה אבל כבר היום הרבה מאוד מהחסמים הוסרו ופעילותם מתאפשרת. אחד המאפיינים העיקריים שאנחנו רוצים לראות כרגולטורים הוא רגולציה ברורה. ועצם העובדה שיש פה שאלה שעולה ע"י אנשים מאוד מנוסים מי המפקח בדיוק ועל איזה פעילות לדעתי מחייבת אותנו הרגולטורים לקחת לתשומת ליבנו.

שלומי שוב

אין ספק שיש פה "ברדק" גדול

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

אוריאל סיטרוואן

כן Benchmark. היום תמצא בבנק שלך איפה אתה מקבל ריבית.

אמיר ברנע

היום לא מוצעת לך קרן כספית?

אוריאל סיטרוואן

מה שאני אומר זה שלצד ההצעה של הפיקדון, הפריק וריבית יוצע
לך גם קרן כספית שתוכל לרכוש אותו בכמה פעולות פשוטות.

אמיר ברנע

אבל זה קיים גם היום.

שלומי שוב

הוא מדבר בראייה הצגתית

אוריאל סיטרוואן

בסוף הלקוחות לא מודעים בכלל לאפשרויות שלהם מאוד קשה
להם בכלל לראות מה הריביות. אני היום בארצות הברית אם אתה
רוצה לפתוח cd בלחיצת כפתור אתה רואה כל הבנקים, את כל
ההצעות שלהם ובכמה פעולות פשוטות אתה יכול לפתוח cd בלי
לפתוח חשבון עו"ש.

בארץ זה בלתי אפשרי. ניסיתי את זה בארה"ב, בארץ זה בלתי
אפשרי.

שלומי שוב

לוחות זמנים יש לכם? לצורך העניין יכול להיות שהפיקוח על
הבנקים יישמו כעת את הדברים ואז זה ייתר את הצורך בקבוצת
ריכוז?

כדי לקבל את השירותים הבנקאיים והם לא רוצים להסתכן, או
ללכת לגופים חוץ בנקאיים, אני מאמין שעם השנים המצב ישתפר
ולקוחות יהיו מוכנים ללכת לגופים חוץ בנקאיים, אבל כל עוד הם
רוצים ללכת למערכת הבנקאית- לבנקים, ולבנקים אין תמריץ
בעצם להתחרות על הלקוחות האלה במוצרים פריקים כי יש להם
כבר מלאי עו"ש די רחב, אז הם לא רוצים עכשיו להתחיל מלחמת
מחירים יש בעצם שיווי משקל מתואם בן הבנקים ורואים את זה
כשאתה בא לקחת פיקדון, אתה צריך לפתוח חשבון עו"ש הם
אומרים לך אם תעשה ככה תקבל ריבית יותר טובה, אני לקחתי
הלוואה מבנק אמרו לי קח כרטיס אשראי, רק אם תשלם עם
הכרטיס אשראי בסכום מסוים תקבל ריבית כזו. כל הזמן מנסים
למכור לי סל, כי כשאני צריך עכשיו לקנות סל הסיכוי שאני אעבור
לבנק אחר עם פיקדון הוא נמוך. בנוסף, הם די מסתירים ממני בכלל
מה הריבית שאני יכול לקבל זה נאמר פה, מאוד קשה לי בכלל לדעת
בבנק שלי איזה ריבית אני הולך לקבל פיקדונות, ושלא נדבר בכלל
שבנקים לא מנסים למשוך אותי רק עם הפיקדון ולהציע לי פיקדון
בריבית גבוהה. עכשיו נזרקו פה מספרים אם סתם לדוגמא שליש
מחשבונות העו"ש היו הולכים לפיקדון יומי בריבית של 3%, הציבור
היה מרוויח קרוב לארבעה מיליארד שקל 4 מיליארד ש"ה היה הולך
לציבור ובעצם קבוצת הריכוז תטיל הוראות על הבנקים ככל שזה
יתקדם כי עכשיו זה יצא לשימוע ואנחנו נשמע את הבנקים, אבל
ככל שהוראות כמו שהם היום יוטלו על הבנקים, המשמעות היא
שבעצם הבנקים יהיו מחויבים להציג ריביות בצורה מאוד פשוטה.
קודם כל הם יראו לי את הריביות, כל הבנקים יראו מה הריבית על
הפיקדונות, בוא נגיד 5 או 10 פיקדונות מאוד פשוטים ואני בכמה
לחיצות כפתור אוכל לפתוח חשבון פיקדון בכל בנק שאני ארצה
בלי עכשיו לפתוח חשבון עו"ש בלי שיגידו אתה צריך לעשות אלף
בשביל לקבל את הריבית. הריבית הזאת כן נגישה לכולם, עכשיו
יש לנו איזשהו חשש שהריביות שמפרסמים יהיו מאוד נמוכות ולכן
לצד זה הם יהיו מחויבות גם להציע לי קרן כספית עם ריבית ואז זה
משהו שהוא לא תלוי בהם.

שלומי שוב

איזשהו Benchmark

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

אוריאל סיטראון

זה פתוח לשימוע, הבנקים צריכים להתארגן כדי להשתמע.

ענבל פולק

לגבי הקרן הכספית אנחנו מתחילים דיונים, זה כן מצריך חקיקה
אנחנו לוקחים קרן כספית, מועדים קבועים מאפשרים לה לתת
תשואה צפויה כדי שהיא תוכל באמת להיות מושווית בצורה קלה
לריביות הפיקדונות הבנקאיים.

אביב אפרים

נעים מאוד אני אביב מקבוצת נאווי. רציתי להפנות את תשומת הלב
לכיוון שאולי חשבנו עליו, אולי הלכנו מסביבו, נגיד איזשהו ערוץ
ישיר שמחבר בין חברות האשראי החוץ בנקאי לבין בנק ישראל.
זאת אומרת הלוואות ישירות - אם אנחנו רוצים באמת לפתח
תחרות, אני לא אומר שזה קל, אני לא אומר שזה טריוויאלי, אבל
צריך לחשוב בכיוון הזה ואם יש מכשולים אז בטוח שאפשר לפתור
אותם, אני חושב שדבר כזה כן יכול לפתח תחרות, כי אנחנו דנים
אולי אני טועה בשכלול של שוק האשראי ולא דווקא בהקמת עוד
בנק, יכול להיות שזה עוד יהיה אבל לדעתי זה מאוד חשוב בשביל
שתהיה איזושהי אפשרות ללוות כסף במחיר שהבנקים לווים. הרי
אנחנו לוקחים אשראי מבנקים ואנחנו מתחרים איתם על אותו פלח
לקוחות ברגע שאנחנו נוכל להוזיל את המקורות נוכל גם לתת
אשראי ללקוחות טובים יותר ולהתחרות על הפלח הזה.

אלון גלזר

אני חושב שמה שעשו ברשות התחרות זה דבר מאוד נכון, אני חושב
שהבעיה היא בלקוחות, כאשר הרוב המוחלט של לקוחות הבנקים
לא מבינים ולא מתעניינים, והבעיה שלא יעזור על מה שנעשה
הבעיה היא שהלקוחות חסרים הבנה פיננסית, לא יודעים להבדיל
בין 4% לבין 3.5%, ולא מודעים למה הם זכאים.
לדעתי בנק ישראל לא עושים מספיק כדי שהציבור יקבל את מה
שמגיע לו. אני חושב שבנק ישראל לא לוחץ מספיק על הבנקים
לתת מה שאפשר לתת. בחישובים של רשות התחרות הגעתם ל-

4 מיליארד ש"ח, אבל בפועל זה סכום עתק של 20 מיליארד שקל
שהציבור מעביר לבנקים כל שנה. זה היום 26% מהפיקדונות
בעו"ש, ב-2010 זה היה 10%, ואם היינו חוזרים לרמה של 2010,
היה נמנע מהציבור הפסד של 12 מיליארד ש"ח.

אמיר ברנע

איך זה יפחית את עלות ההלוואות, איך זה ישפיע?

אלון גלזר

לא יקל על ההלוואות, פשוט הבנקים ירוויחו קצת פחות, לא חושב
שזה ישנה משמעותית את התמחור של ההלוואות. היום הציבור
לא יודע מה אפשר לקבל בפיקדונות ואם 26% בכלל משאירים את
הכסף בעו"ש אז אנחנו עושים משהו לא נכון.

אמיר ברנע

הציבור זה משקי בית?

אלון גלזר

הציבור זה בעיקר משקי בית, זה לא רק משקי בית, אמרתם בחדר
הזה אנשים לכאורה מבינים, אבל גם כאן בחדר הזה יש לדעתי
מעל 100 מיליון שקל שנמצא בעו"ש, ואם כאן האנשים לא מספיק
מבינים אין מה לצפות ממשקי הבית להבין. לדעתי כאמור, בנק
ישראל היה יכול יותר כדי לסייע למשקי הבית.

קובי רם

אני אספר קצת את הסיפור וגם הרגולטורים וגם המערכת
הבנקאית, לדעתי אנחנו עוברים שינוי מהותי פה, אבל השינוי הזה
לוקח זמן וצריך להבין זאת.
אני התחלתי להניע את הפעילות של וי צ'ק ב-2012, תהליך מאוד
מאוד קשה ומורכב החלטתי להקים מערכת לצ'קים דיגיטליים,
ראיתי מה קורה בעסקים קטנים היום בישראל וכמה קשה להם
להיכנס לכל האירוע הזה.

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

פיקדונות, ועד כה החליטו כידוע לא להתקדם עם זה. אנחנו באמת מתעסקים וחושבים על זה שוב עכשיו, אני מעלה שאלה באמת שתעזרו לנו למצוא עליה תשובה, עד כמה אנשים שאנחנו מכירים ביום יום יודעים בכלל אם יש ביטוח פיקדונות.

שלומי שוב

הם חוששים.

שלומית ווגמן

שמי שלומית ווגמן. כיום עמיתה בהרווארד, מרצה ברייכמן וסמנכ"לית בחברת תשלומים בינלאומית Rapyd. ברצוני להציג כמה נקודות מהנקודות המבט של תעשיית הפינטק הגלובלית ששוקלת להיכנס לשוק בישראל.

נתחיל בשורה התחתונה - ישראל זה לא שוק אטרקטיבי במיוחד. יש צורך לשכנע חברה גלובלית למה להיכנס לישראל. השוק קטן מדי, חסמי השפה משמעותיים, העבודה מול מרבית הרגולטורים והתעשייה היא בעברית, המסמכים המקצועיים הם בעברית, המערכות מאוד מורכבות. חלק מהרגולטורים עשו קפיצת דרך משמעותית מאוד, אבל עדיין צריך להכיר base line הזה ולחברה גלובלית לבוא להיכנס לישראל זו החלטה לא פשוטה שמצריכה shift מסוים.

אני אדבר קצרות על הבנקאות הפתוחה ואז על הכניסה לישראל. בתור חברה גלובלית שפועלת כבר במציאות של הבנקאות הפתוחה בעולם, ונמצאת בשווקים הבינלאומיים אנחנו רואים שכשל מאוד משמעותי (גם בשווקים שנכללו בסטטיסטיקה שכללתם) שלכאורה זה פותח את התחרות וכן הלאה. יחד עם זאת, במציאות ישנם חסמים רבים, למשל נירמול דאטה וסטנדרטיזציה. בלי זה, המידע המועבר הוא מאוד מאוד מוגבל ויש פערים בנירמול שלו, שגורמים לכך שהלכה למעשה מרבית היתרונות של הבנקאות הפתוחה לא מנוצלים עד תום כי כל אחד מהשחקנים צריך אחר כך לגשת ללקוח הסופי ולאסוף ממנו המידע מחדש.

חסם נוסף שאנחנו רואים זה למשל בנושא של AML (משטר איסור הלבנת הון). יש פערי מידע מאוד משמעותיים בין הצדדים השונים לעסקה. אם היו יכולים לחלוק במידע, זה היה מפשט את הדברים. גישה מתקדמת יכולה להיות, בהסכמת הלקוח, של

התהליך הזה של להקים חברה להביא אותה למצב שבנקים או המפקח על הבנקים, רגולטורים, מתחילים להבין את הקונספט של מה זה צ'ק דיגיטלי, איך הוא אמור לתת לך מענה ועל זה להתחיל להלביש רישיונות רלוונטיים שאתה נדרש אליהם אלו תהליכים ארוכי טווח, אני מקשר את זה גם לבנקאות הפתוחה כי השינוי הזה הוא שינוי מהותי, הוא רוחבי תחשבו כמה מכם היו מוכנים להכניס כרטיס אשראי להזמנה של פיצה בשנת 2000, כנראה שבדודים, היום הדבר הזה הוא מתקיים באופן שוטף מכיוון שהמערכות מתקדמות, הכל נהיה יותר זמין. לכן, אני חושב שהבנקאות הפתוחה עושה פה שינוי מהותי ואנחנו היום מאפשרים ללקוחות שלנו אפשרויות תשלום, הרבה מעבר לצ'ק דיגיטלי, ממש מערכת תשלומים לכל דבר ועניין. מאפשרים להם בעצם לנהל את כל מערך התשלומים והגבייה, גם של העסק שלהם, וגם לפרטיים לשלם שהפעילות היא ישירות לחשבון הבנק וההפקדה ישירות לחשבון הבנק, אין תהליך של סליקה של כרטיסי אשראי בתהליך לחלוטין, והפעילויות החדשות שצפויות לצאת אם זה ה-request to pay דרך ה-fast payment, יזום תשלומים, אלו אמורים לתת מענה אל מול כרטיסי האשראי. הולך ומתפתח פה שוק שלדעתי בשנים הקרובות יכול לתת מענה אמיתי למשהו שלא היה פה, והתהליך הזה לוקח זמן וחשוב לזכור זאת.

אמיר ברנע

אתם מדווחים ללקוח על יתרות זכות?

קובי רם

עדיין לא אבל הכסף עובר דרכינו.

שלומי שוב

אני אם הייתי כעת חברת אשראי חוץ בנקאי הייתי קונה אותך.

אוהד מרדכי

נושא ביטוח פיקדונות עלה בהרבה שיחות שעשינו בזמן האחרון. היו בשני העשורים האחרונים כבר כמה סבבים של שיח על ביטוח

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

שלומי שוב

בינתיים זה לוקח זמן.

שלומית ווגמן

לגבי CBDC - אציין שאף מדינה מערבית עוד לא אימצה את זה
עדיין וככל הנראה גם לא תאמץ לעוד משך זמן רב. כל המדינות
בעמדת המתנה למקרה שאחרות יקדמו זאת, אך נמנעות מלקדם
זאת בינתיים בעצמן, בשל מגוון סיבות שניתן להרחיב עליהן בפורום
מתאים.

שלומי שוב

לפני כמה שנים זה היה נראה שזה יגיע יותר מהר.

יהודה בן אסאייג

בנושא השקל הדיגיטלי בישראל אנחנו יושבים על הגדר בשביל
לראות איך זה יתפתח בעולם ורק נקווה שלא נעלה על הרכבת הזו
מאוחר מידי.

בועז נגר

כדי שתהיה תחרות צריכים להתקיים שני תנאים אחד גישה ללקוח
ושתיים יכולה להציע הצעת ערך. גישה ללקוח - חברי הבורסה היום
כבר ביצעו את הגישה ללקוח, הלקוח כבר אצלם. כדי לשפר את
התחרות כל מה שצריך לעשות זה לאפשר להם לתת הצעת ערך
כלומר לא לקשור לחברי הבורסה את הידיים בתחרות עם הבנקים,
יש פער היום ברגולציה בין בנק ישראל לבין הבורסה. יש פה שוק
ענק, יש פה כמות לקוחות אדירה שמצטרפת כל שנה, צריך להסיר
חסמים לחברי בורסה בתחרות מול הבנקים. אנחנו מתחילים לדבר
על הבנקאות הפתוחה, על העתיד. אבל יש דברים שאפשר לעשות
כבר היום, זה עכשיו ולצערי לא נעשה מספיק וצריך לעשות הרבה
יותר, יש היום לחברי הבורסה מעל 150,000 לקוחות שאפשר לטפל
בהם כבר כיום באמצעות הסרת חסמים לחברי בורסה בתחרות
מול הבנקים.

שימוש בטכנולוגיות משמרות פרטיות (Privacy Preserving Technologies), כמו Zero Knowledge Proof, יחד עם
אלגוריתמיקה של AI כפי שנאמר כאן קודם, יכולות לנסוק וכדאי
שישראל שנכנסת לשם כבר תהיה אחרי חבלי הלידה שמדינות
אחרות גילו שהם פתחו את הבנקאות הפתוחה אבל הוא לא באמת
התקדם.

לגבי השוק המקומי: הרפורמה של שירותי התשלום שנכנסת לתוקף
בשישי ביוני ראשית באמת שאפו גדול כי יש פה איזושהי קפיצת
מדרגה משמעותית שמאפשרת להסתמך על רישיונות זרים. יחד
עם זאת, מה שאנחנו רואים כמי שמנסה להביא חברה בינלאומית
לכאן, זה בסופו של דבר שיש עדיין פערים ונקודות חלשות בכל
השרשרת הזו להתאמה למכלול הרחב של המערכות. למשל,
תחום הסליקה, תחום מאוד מאוד מורכב בעוד בכל העולם ניתן
להתחבר ישירות לסכמות הבינלאומיות ולהתחיל לעבוד, בישראל
ישנם כשלי שוק מסוימים שנמצאים מחוץ ליכולת האכיפה והניטור
של הרגולטור. גופים שלא מפקחים למשל הקופות בחנויות.
הרפורמה כולה נועדה לאפשר הנגשת הרבה מאוד שירותים
פיננסיים יחסית במהירות, אבל בסוף היא מעבירה את חברות
הבינלאומיות להמתנה של לפעמים שנה כדי להיות מסוגלות לגשר
על כל מיני פערים של פרטוקולים מקומיים שלא מאפשרים גישה
בגלל שוק לא תחרותי וקבוצות עבודה.

שלומי שוב

תודה שלומית, יהודה שאלה אליך קבוצת הפניקס דיברו מקודם,
ממה שאני הבנתי הם לא קופצים על הקול קורא של המפקח
אצלכם יש רשימה אחרת?

יהודה בן אסאייג

אם כבר רצית שאני אגיד משהו הדבר שלא התייחסנו אליו בכל
הדין הזה ולדעתי יגרום למהפכה הרבה יותר משמעותית בתחרות
הבנקאית והפיננסית, זה השקל הדיגיטלי. תחשבו מה זה היה
עושה לכל עולם הפיקדונות והאשראי וכמה נוח היה להעביר
ממקום למקום את יתרות המזומן. זה אולי הדבר הדרמטי ביותר
שהולך לקרות בנושא אם יקרה.

כיצד יוצרים תחרות אפקטיבית במערכת
הבנקאית הקיימת? החל מרפורמה ברישוי
עד לבנקאות פתוחה.

להתחרות, זה מה שיביא גם בסוף לריבית טובה יותר על פיקדונות. לבוא לבנקים ולהגיד תתנו יותר על העו"ש, זה לא עובד ככה. מה שכן הוא בעל פוטנציאל להצליח, זה שהיו עוד גופים, גופים עם גישה גדולה ללקוחות, שייתנו ריבית טובה על הפיקדונות. כלומר, בסוף התחרות היא שתביא לשיפור, ואנחנו מנסים לכוון לשם.

אמיר ברנע

רק הערה אחת, שמעתי את הדיון ואולי בגלל הגיל המתקדם שלי אינני רץ הפעם בעקבות הרפורמה המוצעת למכור את מניות הבנקים. וכמו שנאמר פה התהליכים האלו לוקחים זמן. בכל זאת העניין וההשתתפות הגדולה בדיון היום מעלה את האפשרות שהבנקאות הפתוחה הזאת תגדל ותפתח צוהר להגברת התחרות.

שלומי שוב

כמה מילות סיכום שלי. אני חושב שהיה לנו דיון מאוד חשוב, למרות שלצערי לא הספקנו לשמוע את כל מי שרצה לדבר. שני דברים עיקריים, שאני חושב שצריכים כן לקרות, אחד זה באמת הנושא של משרד האוצר יחד עם משרד המשפטים צריך לפעול בנושא של ביטוח פיקדונות. דבר שני, אני חושב שבסופו של דבר אי אפשר יהיה למנוע את הכניסה של התחרות דרך הטכנולוגיה במיוחד כשרשות התחרות תדאג לדבר את המידע בצורה בהירה למשקי הבית. לדעתי זה רק עניין של זמן.

בשורה התחתונה, לא יעלה על הדעת שלקוח מקבל באפליקציה ריבית אפסית אבל אם הוא מתקשר להתמקח הוא מקבל הרבה יותר. זה מצב שלא ניתן לחיות איתו! שימו לב שאנחנו מדברים על משקי הבית צריך להסתכל לא רק על החבר'ה שיושבים בחדר הזה, אלא גם על פריפריות. מאוד חשוב שהדברים יועברו גם לקהל הרחב ולא ליצור פה אפליות בין אוכלוסיות שונות. יש חשיבות כבר לצמצום פערים חברתיים וצריך תמיד לזכור את זה. דבר נוסף, זה באמת השיתוף פעולה בין הרגולטורים, אני מבין שנוצר מצב היסטורי שיש קצת חפיפות, וקצת חוסר סדר, ומי שמכיר אותי פה מהפורום או ממקומות אחרים יודע שאני הראשון שזועק על ארביטראז'ים וכו', אבל יכול להיות שבסיטואציה הזאת שנוצרה זה בסדר לחיות עם זה בשלבים האלו, כדי באמת לסייע לפתור את המצוקה הזאת. בעתיד יהיה צורך לסדר את מכלול הרגולציה. תודה לכולם.

סוגיה נוספת נוגעת לשוק קרנות כספיות ושוק הקרנות, שוק הקרנות מחזיק היום מזומנים בהיקף של 250 מיליארד שקל, מתוך זה 120 מיליארד זה בקרנות כספיות ועוד כ-120 מיליארד שקל זה כסף שיושב בקרנות פסיביות מחקות מדדים. היום המפקח על הבנקים קונס את הקרנות או ליותר דיוק נותן הוראה לבנקים לקנוס את הקרנות בנזילות מאוד גבוהה (דרישת נזילות לגופים פיננסיים). המשמעות של זה שקרנות נזילות (בשילוב ההוראה של רשות ניירות ערך שמחייבת את הקרנות האלה להיות נזילות), גורמת לאובדן הכנסות ריבית ללקוחות. יש פה ערימות של כסף שהולכות לאיבוד, כסף שיושב כביכול נזיל בעוד שבעקום הריבית הנוכחי, הארכת המח"מ תניב ריביות גבוהות יותר. על מנת שהציבור בשוק הקרנות על 240 מיליארד שקל ירוויח הרבה יותר, צריך לטפל בשני מישורים מישור אחד שרשות ניירות ערך עושה זה להאריך את המח"מ ולפתור את בעיית הנזילות אבל גם בנק ישראל בדרישות הנזילות שלו מול גופים פיננסיים צריך להקל. במידה והוא יהיה מקל יותר, הכנסות מפקדונות יגדלו והכסף הזה בעולם הקרנות מגולגל 100% ללקוח, אין עלויות, זה 100% כל הקלה בדרישות הנזילות שתהיה לגופים פיננסיים ובעולמות של הקרנות זה כסף לציבור ובמזומן ויפה שעה אחת קודם.

שלומי שוב

אנחנו צריכים למעשה להתכנס לסיום, דני אתה רוצה להתייחס ולתת מילות סיכום שלך.

דני חחיאשילי

קודם כל אני חושב שהיה דיון טוב. גם לשמוע את אלה שיותר חושבים שיש סיכוי, או אלה שחושבים שאין סיכוי. אני רשמתי לי כמה דברים: את כל העולם של החינוך הפיננסי שזה משהו שהוא קריטי, כל העולם של השינויים הטכנולוגיים שאנחנו רואים שהם ישנו את המערכת בין אם נרצה או בין אם לא נרצה זה עלה מאוד מאוד חזק וזה המנוע שמוביל את זה. השיתוף פעולה בין הרגולטורים שאני חושב שאנחנו עובדים טוב ביחד וגם משרד האוצר אני רואה אותם שהם גם כן חלק מהסיפור הזה ואנחנו עושים את זה ביחד איתם. בסוף אני חושב שהתחרות זה שוק חופשי, אנחנו כקובעי מדיניות צריכים לתת את הפלטפורמה התחרותית ולתת לשחקנים

רשימת משתתפי פורום שווי הוגן לפי סדר
א'-ב'

זיו כהן	גלי עטרון	אסף רגב	איילת בורנשטיין	אבי אורטל
זיו רייך	גליה מלכה	אסתר גילעז-רן	איילת בן עזר	אבי בן בסט
חגי אורן	גלית ברודו	אפי מור	איילת דוידוביץ - עובד	אבי בן נון
חגי שרייבר	גלית רובינשטיין	אפי סנדרוב	איל דשא	אבי ברקוביץ
חגית מעטוף	גלעד אלגור	אפרים דרור	איל מוסקל	אבי ורטהיים
חובב אלסטר	דב נתנזון	ארז טל	אילה רזניק-דותן	אבי לוי
חזה פרידמן שפירא	דב ספיר	ארז יוסף	אילי פיטרמן	אבי נימון
חזה שכטר	דב קצוביץ	אריאל בינו	אילן גילדין	אבי קמחי
חיים סאמט	דבורה ויזל	אריה וירצבורגר	אילן פלאטו	אבי שטרנשוס
חיים פרנקל	דבי פרקש אולך	אריה נחמיאס	אילן ציוני	אביב אפרים
חיים קידר לוי	דביר גלבע	אריק פרישמן	אילנית אדסמן	אביבה בן משה
חנן מלצר	דגנית דניאל	אריק פרץ	איציק מורוביץ	אביבה וייס
טארק דיביני	דוד האן	ארנון שגב	איציק שנידובסקי	אביגדור קפלן
טובי פישביין	דוד סנטורי	בארי כספי	איתי גוטליב	אביטל יונר צוהר
טירן זקן	דודו סלמה	בועז דהרי	איתי טמקין	אביטל קרופניק
טל דרור שווימר	דודי בן חיים	בועז נגר	איתי ינאי	אביעד פרידמן
טל הפלינג	דודי וקסמל	בן אוריון	איתי מקמל	אביעד שמעון
טל זהרני	דור אייכנבאום	בן המבורגר	איתי קדמי	אברהם פרוכטמן
טל חי ציון	דורון ארכלי	בני גבאי	איתמר שולשטיין	אברמי וול
טל טובי	דורון ישראל	בני ספירשטיין	איתן לוי	אדם אבו שמיס
טל כהן	דורון ספיר	ברק נרדי	אלדד דרור	אהד עובד
טל מופקדי	דורון רחמים	ברק סורני	אלה תמיר שלמה	אהוד מוריה
טלי ביסקר-אבישר	דורון שורר	בשאר קאסם	אלון גלזר	אהוד שפירא
יאיר המבורגר	דורין אבריאן	ג'וליאן אסוס	אלון דנגוט	אודי גרינברג
יאיר לפידות	דורית סלינגר	ג'קי אהרון	אלון וקסמן	אודי סדן
יאיר שלהב	דיב לובצקי	ג'קי כהן	אלון זקן	אוהד מרדכי
יאירה פרנקל	דן אבנן	גבי בן דוד	אלי אלעל	אוהד עובד
יבגני אוסטרובסקי	דן בראון	גדעון סיטרמן	אלי ברגלס	אולגה אלכסייב
יבגניה קרמר	דן וייס	גדעון שלום בנדור	אלי טובול	אופיר שריד
יגאל נימון	דני בן נר	גור נאבל	אלי לזרוב	אור חרוש
יהודה אינדיג	דני ויטאן	גיא ברכה	אלי שוורץ	אור קליינמן
יהודה בן אסיאג	דני חחיאשוילי	גיא דנציג	אלי שמעוני	אורי גלאור
יהודה גראוס	דניאל ישראלי	גיא טביביאן	אליעד בן אבי	אורי ידורף
יהונתן כהן	דניאל כצמן	גיא לקן	אלית אלקון	אורי סירקיס
יואב אטיאס	דניאל פסרמן	גיא מני	אלעד בנבגי	אוריאל סיטראן
יובל זילברשטיין	דניאלה אליגון	גיא נימון	אלעד סירקיס	אורלי קורן
יוכי יעקובי	דנית אברהם אורינבסקי	גיא נתן	אלעד שלף	אורן הר נבו
יולי פרלמן	דפנה קאופמן	גיא רטקוף	אמיר ברנע	אורן וולך
יוני צברי	דקלה מושקוביץ	גידיל שלום בנדור	אמיר הלמר	אורן פרנקל
יונל כהן	דרור רג'אן	גידעון סיטרמן	אמיר הסל	אורן קופר
יונתן ברנר	הדר נאות	גירא רם	אמיר לוי	אורן שקדי
יונתן חיימי	הודיה שניידר	גיל כץ	אמיר סוראיה	אורנה נחום
יונתן שוורץ	הילה קונפורטי	גיל רזה	אמיר פלד	אושר גריי
יוסי בן ברוך	הילי וולנר חיותא	גיל רושינק	אנאבל סער	אייל בן אבי
יוסי זינגר	הראל דואק	גיל רפאלי	אנה נחום	אייל בן סימון
יוסי מולקנדוב	ואדים פורטנוי	גילה פונטה שלוש	אסף חמדני	אייל דבי
יוסי רזניק	ורד פיליכובסקי	גל עמית	אסף סגל	איילין טולדנו

רשימת משתתפי פורום שווי הוגן לפי סדר
א-ב'

שי נבו	קובי רם	עדי רוימי	מירב הלר	יוסי רייטן
שי קומפל	קים שהם ניר	עודד שריג	מירי עברי	יורם עדן
שיראל גוטמן עמירה	קרן ולדנר	עומר אונגר	מירי קמחי	ינבי אבדי
שירה אחיעז	קרן קיבוביץ	עופר ברנדט	מירית כהן	יניב סביון
שירה ליכטנשטט	רויטל פיאדה היכל	עופר הורביץ	מישל דהן	יעל אנדורן
שירלי טוויג	רוסן ריידמן	עופר רז-דרור	מלי מרגליות	יעל גרסי
שירן מאור	רון הדסי	עינת רום	מוני נאמן	יעל וייס
שלום זינגר	רון הוכמן	עירית רוט	מנשה שמש	יעל לרנר פירסט
שלום סופר	רון זרניצקי	עמיחי פינקלשטיין	מרים שוורץ	יעקב שיינין
שלומי ברטוב	רוני זוכוביץקי	עמיר ליכט	מורק זק	יקי גולד
שלומי גלעד	רוני זכאי	עמית בן-צור	משה אטיאס	יריב מדר
שלומי יונר	רוני טלמור	עמית גל	משה ארנסט	ישראל מימון
שלומי שוב	רוני עפר	עמית חלפון	משה ברקת	כפיר אילני
שלומית ווגמן	רונית בודו	עמית נתנאל	משה גדנסקי	כפיר בץ
שלומית זקש	רונית הראל	עמית עזרא	משה מגיד	כפיר קלדרון
שלי תשובה	רונית חיוחמו	עמנואל אבר	משה פרידמן	כרמל קני
שמואל הרטשטיין	רון הלפרן	עמנואל ברזק	משה קאשי	לבנת מזרחי רינסקי
שמואל שוורץ	רון ינוגרד	עמיר גל	משה שחף	לודמילה דיאק
שמוליק האוזר	רון יפו	ענבל פולק	משי בן נפתלי	לי בן - זקן
שמוליק ווינשטיין	רוני יחזקאלי	ענת גירון	מתן בנימין	ליאור זהר
שמעון מירון	רות לוי	ענת כהן טולדנו	מתן גרוס	ליאור טלר
שמרית חזן	רות פלאטו-שנער	ענת כנפו-תבור	נגה אברהם	ליאת שוב
שמשון אדלר	רותי יהודיוף כהן	עפרי אשל	נחמה ברין	לילי איילון
שני בלו הרפניסט	רז יונאי	עפרי שלו	נטלי גייקובס	לילך כץ
שרה קנדלר	ריטה בעל-טכסא	ערן גולן	נטע ורדי	לילך סלמה
שרון גור	ריקי אלבז	ערן היימר	ניל הראל	ליעד ברזילי
שרון זאורבץ	רם לוי	ערן יחיאל	ניסן דר	לירון הריס זינגר
שרון חנס	רמי לוי	ערן יעקובי	ניר גביש	לירון שלו
שרון לקס	רן בן אור	ערן צ'רינסקי	ניר דוד	לירן לאור
שרון מימון	רן עוז	ערן רז	ניר הלפרין	לירן לובלין
שרון רייך	רן פרלמן	ערן שלו	נירה בהט	לנה שוורץ
שרית ויסטוך	רן קלמי	פבלו סלבין	נירית היבי	מאיה גרטי גלבו
שרית מנחם כרמי	רן שטרית	פז רגב	נמרוד ספיר	מאיה לגרבאום
תום טרילניק	רעות ברון	פזית כהן חזוט	נעמה חשמונאי	מאיה מדר
תמיר סולומון	רעות קסלר	פרידה עבאס-יוסף	נעמה לוי	מאיר יהודה
תמר גלבו	רענן דוד	צבי יונר	נעמי שפירר בלפר	מאיר סלייטר
תמר מסוארי	רקפת שני	צבי סטפק	נתלי רז	מגי בראום
	שאנל בן דרור	צביקה אפל	סבינה בירן	מוטי דטלקרמר
	שגיב מזרחי	צביקה אקשטיין	סיגל יששכר	מוטי ציטרין
	שוני אלבק	צביקה יוכמן	סיון מעוז	מור ברנשטיין
	שוקי אורן	צביקה שכטר	סימה שפיצר	מורן אופיר
	שושי כהן	צור גינת	סלבה לטרגאוס	מורן משה חנציס
	שחר אושרי	צור פינגשטיין	סער זכריש	מיה ליקוורניק
	שחר הלל	צחי זנזורי	עדו מלין	מיכאל קלמן
	שחר עקה	צחי חבושה	עדי הוברמן מזוז	מיכל ארלוזורוב
	שחר רניה	ציון ששון	עדי סקופ	מיכל לוי
	שי למדון	צפריה הולצבלט	עדי פוזנר	מיכל לשם

תשפ"ג

- מפגש נובמבר 2022: "השלכות עליית הריבית על הערכות שווי, תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים פיננסיים"
- מפגש ינואר 2023: "קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות"
- מפגש מרץ 2023: "האיגוף בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות"
- מפגש מאי 2023: "כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם: האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?"
- מפגש יוני 2023: "איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן AI-חסמים והשלכות על שוק ההון".

תשפ"ב

- מפגש נובמבר 2021: הרפורמה המוצעת באג"ח מיועדות: רציונל והשלכות תקציביות ואקטואריות
- מפגש דצמבר 2021: "המלצות ועדת חודק - חשיבה מחדש במלאת עשור ליישומן"
- מפגש פברואר 2022: לקראת אימוץ המלצות ועדת יפה: האם המלצה על מעבר למסלול לניהול השקעות פאסיבי ולמודל דמי ניהול בשיטת "הכל כלול" ייטיבו עם הציבור?
- מפגש אפריל 2022: קריפטו בשוק ההון: האם השקעה של חברות ציבוריות ושל גופים מוסדיים במטבעות קריפטוגרפיים היא לגיטימית?
- מפגש מאי 2022: "הכניסה לתוקף של מודל הפסדי האשראי החזויים (CECL) בבנקים: יישום והשלכות על רווחיות הבנקים והתשואה להון"

תשפ"א

- מפגש נובמבר 2020: "פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע מבנה השליטה בחברות הביטוח".
- מפגש דצמבר 2020: "מגמת ההשקעות החברתיות (ESG): הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי ואחריות דירקטוריונים"
- מפגש ינואר 2021: "ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותים על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים"
- מפגש פברואר 2021: "מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים: עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים ורווחים".
- מפגש אפריל 2021: "חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקעמהתזכיר החדש לתיקון חוק החברות".
- מפגש מאי 2021: "מבול ההנפקות ודילמת מודל-SPAC סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי בשוק ההון"
- מפגש יוני 2021: "בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל וההשלכות על המגזר הפיננסי"

תש"פ

- מפגש דצמבר 2019: "סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי"
- מפגש ינואר 2020: "נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".
- מפגש פברואר 2020: "אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".
- מפגש אפריל 2020: "הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".
- מפגש מאי 2020: "השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".
- מפגש יולי 2020: "השתקפות משבר הקורונה בדוחות הבנקים: ניהול סיכונים פיננסיים וצפי לרווחיות".

תשע"ט

- מפגש יוני 2019: "כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".
- מפגש מאי 2019: "הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".
- מפגש אפריל 2019: "מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?"
- מפגש פברואר 2019: "מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות פירעון"
- מפגש ינואר 2019: "השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח: מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית".
- מפגש דצמבר 2018: "המעבר של חברות הביטוח לסולבנסי II: כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאזן הכלכלי החדש לבין מחיר השוק?"
- מפגש נובמבר 2018: "הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?"

רשימת דיונים משנים קודמות

תשע"ח

- מפגש דיון מאי 2018: "כיצד יוצאים מהמשבר במקצוע ראיית החשבון: החל ממתכונת בחינות המועצה ושכר המתמחים ועד למהפכת הביקורת".
- מפגש דיון אפריל 2018: "עשור וחצי לדוח ברנע הדור הבא - חשיבה מחודשת ושאלת אחריות דירקטורים על נתוני חברות בנות וכלולות".
- מפגש דיון פברואר 2018: "מתודולוגיית מחירי הרכב והשלכותיה רחבות ההיקף על שוק הרכב ונגזרותיו: החל מביטוח ושווי השימוש, דרך דוחות כספיים ושווי בטחונות ועד לתנופת האשראי הצרכני".
- מפגש דיון ינואר 2018: "הצורך באסדרת מידע כספי לא חשבונאי: החל מנון גאפ, דרך מידע פרופורמה ועד למטריקות ענפיות חדשניות".
- מפגש דיון דצמבר 2017: "ההשלכות של כניסת החכירות התפעוליות לדוחות הכספיים: הערכות שווי, מינוף, והתנהגות עסקית ריאלית".
- מפגש דיון נובמבר 2017: "תופעת ה-CO₂: האם מטבע דיגיטלי הוא נייר ערך במסגרת גיוס הון?"

תשע"ז

- מפגש דיון יולי 2017: "כניסת מניות הבכורה לשוק ההון הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות".
- מפגש דיון מאי 2017: "מהפכת הדיווח שנבלמה: האם החרגת הרשויות המקומיות מדיווח על בסיס צבירה מוצדקת?"
- מפגש דיון אפריל 2017: "החמרה באחריות דירקטורים בחלוקת דיבידנד? השלכות פס"ד מלרע על יישום מבחן יכולת הפירעון והקשר למבחן הרווח".
- מפגש דיון פברואר 2017: "רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?"
- מפגש דיון ינואר 2017: "כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון הנפקת "שלנו גרופ".
- מפגש דיון דצמבר 2016: "המלצות ועדת וינוגרד - מהו שיעור ההיוון הראוי בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות הכספיים של חברות הביטוח?"
- מפגש דיון נובמבר 2016: "הבורסה בתל אביב על רקע הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל לשאלת השוק הפעיל".

תשע"ז

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

תשע"ז

- מפגש דיון יוני 2015: "PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני על רואי החשבון?"
- מפגש דיון מאי 2015: "הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי או מתמשך?"
- מפגש דיון מרץ 2015: "אי תלות של מעריכי שווי: קריטריונים והשלכות".
- מפגש דיון פברואר 2015: "התנגשות בין משפט, חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין התחייבות להון".
- מפגש דיון ינואר 2015: "תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי ניירות ערך".
- מפגש דיון נובמבר 2014: "מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטרז' הבנקאי במסחר בסיכונים אשראי"
- מפגש דיון דצמבר 2014: "האם הפער בין סולם דיוג מקומי לסולם דירוג גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיון האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על סוגיית השוק העמוק?"

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 שבניהם".

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 מעוט".
- מפגש דיון נובמבר 2013: "דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטול: תועלת מול עלות".

תשע"ג

- מפגש דיון יוני 2013: "פרמיית שליטה בעידן IFRS 13: מהי והאם היא בכלל קיימת?".
- מפגש דיון מאי 2013: "חשבונאות וכלכלה: כיצד לבסס ומהו הקשר בין סולבנטיות, כושר פירעון והערות עסק חי".
- 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 אפריל 2013: "הפרשה ו-Recovery של חובות פגומים במערכת הבנקאית: האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את
- מפגש דיון דצמבר 2012: "השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון הרגולטוריות: השלכות כלכליות".
- מפגש דיון נובמבר 2012: "שיעור ההיוון של התחייבויות ארוכות טווח לעובדים".

תשע"ב

- מפגש דיון יוני 2012: "הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני אזהרה בדוחות הכספיים".
- מפגש דיון מאי 2012: "שימוש ב-FFO לצורך הערכת חברות נדל"ן מניב מול מודל ה-IFRS (NAV)".
- מפגש דיון אפריל 2012: "מבחני חלוקת דיבידנד: חשיבה מחודשת".
- מפגש דיון פברואר 2012: מערכת היחסים במשולש: מעריך השווי - רואה החשבון המבקר - רשות ניירות ערך והשלכותיה על נאותות