

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM
סיכום פעילות השנה האקדמית תשע"ה

FVF



דבר מייסדי הפורום

בימים אלה, אנו מסכמים שנה אקדמית נוספת לפעילותנו של פורום שווי הוגן, במסגרת תכנית חשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה. חלק מרכזי מהדיונים השנה עסק בנושאים שנמצאים בליבת המסחר בשוק ההון: נושא משמעותי בהקשר זה היה הדיון במסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטרז' הבנקאי במסחר בסיכונים אשראי, אשר עסק בהשלכות המעשיות של מסקנות הוועדה. נושא משמעותי ורגיש נוסף שיש לו השלכות רחב משמעותיות היה הדיון בפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג גלובלי ועד כמה הוא משפיע על תמחור בחסר של סיכון האשראי באג"ח הקונצרני כיום בישראל. דיונים אלה הציפו בעיות פוטנציאליות שעומדות כיום לפתחה של הרגולציה הפינסית.



נושא מרכזי נוסף בו עסק הפורום השנה נוגע לממשק שבין חשבונאות ומשפט, בהקשר של שוק ההון, שלעיתים קרובות סובל מבעיות של חוסר סנכרון והתאמה בין תחומי הדעת השונים. במסגרת זאת, עסקנו בקשר שבין דיווח כספי לשווי ניירות ערך בהקשר של תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של דוחות כספיים וכן עסקנו בסוגיה העקרונית של אופן ההתייחסות לדוחות הכספיים כמידע פנים. בנוסף, עסקנו בהתנגשות שבין משפט, חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין התחייבות להון, באופן ההתייחסות להלוואות בעלים. אנו סבורים כי לעצם הדיון בנושאים אלה, זיהוי הבעיות ויצירת השיח בין הדיסציפלינות השונות בנושאים מורכבים אלה קיימת תרומה רבה.



נושאים נוספים בהם עסקנו השנה בפורום נמצאים בלב ליבו של הדיווח לשוק ההון גרידא: אי התלות של מערכי שווי והצורך בפיקוח חיצוני על רואי החשבון. בנושאים האלה, החלה כבר התפתחות רגולטורית שעשויות להיות לה השלכות משמעותיות על איכות המידע הכספי שמסופק לשוק ההון וכן על המקצועות הרלבנטיים.

אנו רוצים להודות למשתתפי הפורום על שנה נוספת של פעילות פורייה ועל דיוני עומק מרתקים וכן לגב' רקפת שני ולעו"ד יעל אלגרט זילבר שסייעו בארגון הפורום. כמו כן, אנו רוצים להביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום שמורכב מבוגריה המצטיינים של התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה: עידו ספקטור, ליאור שחק, מתן חגבי, אלכס וולקוב ולידור רזנצוויג.

תוכן עניינים

ע"מ

4	סיכום מפגש נובמבר 2014: "מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטריז' הבנקאי במסחר בסיכוני אשראי"
15	סיכום מפגש דצמבר 2014: "האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על סוגיית שוק העמוק"
32	סיכום מפגש ינואר 2015: "תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי ניירות ערך"
47	סיכום מפגש פברואר 2015: "הלוואות בעלים לאור הלכת 'ההון הדק' ותיקון 44 לחוק ני"ע: התנגשות בין משפט, חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין התחייבות להון"
61	סיכום מפגש מרץ 2015: "אי תלות של מערכי שווי: קריטריונים והשלכות"
74	סיכום מפגש מאי 2015: "הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מידי או מתמשך?"
91	סיכום מפגש יוני 2015: "PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני על רואי החשבון?"

השתתפו בדיונים בשנה האקדמית תשע"ה
טופס הצטרפות

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטרז' הבנקאי במסחר בסיכוני אשראי

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

תאריך המפגש: 2 בנובמבר 2014

נושא המפגש: "מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטרז' הבנקאי במסחר בסיכוני אשראי"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון נובמבר

אורחים שהוזמנו: שי שליטא (מזרחי טכחות), מיכאל קהן (מנהל האגף הפיננסי, חטיבת המחקר, בנק ישראל), אורון יואב (בנק לאומי), אנדרי ינאי (בנק ישראל), אלון הירש (בנק דיסקונט), אוריין דגן (בנק דיסקונט), ניר הלפרין (חבר ועדת האיגוח, רשות המיסים לשעבר), ניר שמר (בנק דיסקונט), איתי רושקביץ (גיזה זינגר אבן), ערן צימרמן (בנק הפועלים), ענת פייער (משרד האוצר), ארז סופר (BDO), נטלי ג'ייקובס (הרצוג פוקס נאמן).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), עמנואל אבנר, דני ויטאן, קרן בנגלס שנער (הפיקוח על הבנקים), זיו כהן (רשות ניירות ערך), איציק מאיסי, הדר נאות (כונס הנכסים הרשמי), נדב שטינברג, אבי בן נון (מדרוג), דב ספיר, ורד גולן (הבנק הבינלאומי), טל אבן זהב, קובי ישראלי (לשכת רואי חשבון), חיים חבין (BDO), אודי גרינברג, צביקה אקשטיין, אבי זיגלמן, ירון ייני, דן וייס, רמי חלף, צבי וינר, עמרי שטרן (P&S מעלות), רותי דהן פורטנוי.

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

מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטר'
הבנקאי במסחר בסיכונים אשראי

רו"ח שלומי שוב

הגוף המוסדי, וכך מסוגל הגוף המומחה להשתמש ביכולותיו ולתת אשראי נוסף.

מעבר ליעילות הקצאת המשאבים, נרצה להעלות לדיון שאלות מרכזיות נוספות, למשל עד כמה המלצות הוועדה מתמודדות עם הבעיות ומיישמות את הלקחים שעלו במשבר הפיננסי האחרון? כמו כן, נזכיר כי ישראל מדורגת במקום מאוד נמוך מבחינת היקפי האיגוח ביחס לעולם המערבי. בהינתן כי המלצות הוועדה ייושמו, עד כמה הן הולכות להיות אפקטיביות ועד כמה הן הולכות ליצור שינוי משמעותי בשוק האיגוח בישראל?

במסגרת הדיון בנושא האיגוח יש להתייחס גם לתמריצים של הבנקים, שהעיקרי שבהם הינו נושא הלימות ההון. למעשה, הגישה המסורתית של הלימות ההון שמיושמת בבנקים בישראל יוצרת עבורם ארביטר' בסיכונים האשראי, מה שמהווה תמריץ משמעותי לביצוע עסקאות האיגוח. כמו כן, העמלות התפעוליות הנגזרות בעסקאות אלו יכולות להוות אף הן תמריץ עבורם.

מנגד, נראה כי המרווחים הנמוכים מאוד במשכנתאות אינם מייצרים כדאיות גבוהה לעסקאות האיגוח. במילים אחרות, נראה שאין מספיק "בשר" לאיגוח משכנתאות בישראל למרות שבו התמקד לכאורה דוח הוועדה. מה שכן, יש לציין כי דווקא הדרישה האחרונה של המפקח על הבנקים אשר מגבילה את ההון המרוחק בצד המשכנתאות, עשויה לייצר קו פעולה ולחזק את התמריץ של הבנקים לעסקאות איגוח.

מעבר לכך, אנו רואים לאחרונה שנוצר לבנקים בישראל "כביש עוקף" לאיגוח וזאת באמצעות כספים שעוברים לבנקים מהגופים המוסדיים דרך עסקאות Funded CDS כאשר מדובר בלקוחות ספציפיים באיכות אשראי גבוהה וכן בעסקאות participati שבהם מדובר כבר בקיבוץ של קבוצות אשראי. כפי שניתן לראות העסקאות נבנו כך שהן נחשבות לצרכי הלימות הון למרות שמבחינה חשבונאית אין כאן גריעה. לכאורה יותר פשוט לבנקים מבחינה פרוצדורלית לבצע את זאת בצורות אלו, מאשר במסגרת עסקת איגוח cash flow שכוללת הקמת ישות חדשה (SPE). למרות שלעיתים עסקת

לפתיחת שנת הפעילות הרביעית של פורום שווי הוגן בחרנו להביא לדיון את נושא מסקנות ועדת האיגוח בראשות פרופ' צבי אקשטיין, כפי שהתפרסמו במסגרת דוח הביניים לפני כמספר חודשים. לדעתנו, הנושא הוא חשוב ובהחלט ראוי לדיון. אם אתחיל דווקא מהסוף אז נקודת הזמן שבה אנו נמצאים היום מציבה את נושא האיגוח באור מאוד מעניין, בעיקר בשני מישורים: במישור האחד אנו נמצאים מספר שנים לאחר המשבר הפיננסי העולמי, שם נושא האיגוח היווה פרק מרכזי, כך שעצם העובדה שפעילות הוועדה התבצעה לאחר המשבר, היא יתרון בכך שבעצם העבודה ניתן היה להפיק את הלקחים ולייצר פתרונות לבעיות שונות שעלו במשבר, כדוגמת הסיכון המוסרי (Moral Hazard) או לגבי מכשירים פיננסיים שהיו מורכבים מידי וקשים בסופו של דבר להבנה. אכן ניכר כי כך פעלה הוועדה. במישור השני, האפקטיביות של דרישות הלימות ההון המחמירות כיום מהבנקים, בין היתר, בעקבות המשבר: אנו עדים לכך שהרגולציה על הבנקים מתהדקת - מה שהופך את דרישות הלימות ההון לאפקטיביים מאד ומשפיעים על היקף העסקים. לרבות לאחרונה בקשר לדרישת ההון הנוספת על המשכנתאות. מהצד השני, אנו עדים גם לקושי של הבנקים לגייס באמצעות הנפקת מניות. כל אלו הופכים את נושא האיגוח לכאורה להיות משמעותי ורלבנטי מאוד בנקודת הזמן הזו.

ככלל, לנושא האיגוח ישנה חשיבות גדולה בכל הקשור להקצאת משאבים ושכלול שוק ההון - התפיסה הבסיסית היא כי אם הבנקים מאגחים את נכסיהם, כך הם מפנים הון למתן אשראי לגופים קטנים ובינוניים. הבנקים הינם גופים מקצועיים העוסקים במתן אשראי, זאת להבדיל מפעילות הגופים המוסדיים שבידיהם נמצא הכסף הגדול אך אין להם בהכרח את היכולות הניתוחיות של הבנקים במתן אשראי לעסקים שלא נמצאים בדירוג אשראי גבוה. ברמת המשק, לאיגוח חשיבות גדולה בעיקר בהיבט של שכלול השווקים הפיננסיים - הגוף המומחה (הבנק) נותן אשראי שאותו מממן

בשוק, מחיר הסיכון ירד והיקפי האשראי יעלו. יחד עם זאת לאיגוח ישנה גם מטרה סמויה, שלדעתי טומנת בחובה את השאלה המרכזית – כיצד האיגוח ישפיע על התחרות בשוק ההון? לדעתי, האיגוח לא בהכרח מגביר תחרות אלא אולי אף מוריד אותה, מאחר והדבר מאפשר לבנקים לשמור על יחסי לווה-מלווה בעוד שהגופים האחרים מקבלים תפקיד פאסיבי במערך, שלמעשה מאפשר להם לא להקים מחלקות אשראי גדולות ומסודרות שיתחרו עם מחלקות האשראי של הבנקים. אני מציע שנשמע תחילה את דבריו של פרופ' צביקה אקשטיין ולאחר מכן נדון בהשלכות האיגוח הן על מחירי האשראי, עלותו והיקפו והן על התחרות בשוק ההון, בראייה ביקורתית.

פרופ' צביקה אקשטיין

ברצוני להתייחס לשאלות שעלו פה, אך ראשית אציין שלדעתי הדיונים הקיימים בעיתונות כמו גם ההסברים לגבי פעילות וועדת האיגוח ומשמעותה, מלווים בחוסר הבנה בסיסי. ברצוני להבהיר כי אין דבר כזה שוק הון משובלל באיגוח. גם בישראל מתרחש איגוח, אך מדובר באיגוח גרוע מכל הבחינות ובהמשך אפרט מדוע. איגוח בעיקרו הינו העברת סיכונים בין גופים שונים בצורה יעילה ומהירה, המאפשרת הקצאה טובה יותר של הסיכונים בין כל השחקנים במערכת. בשום נקודת זמן – לפני המשבר, בזמן המשבר ולאחר המשבר – אף אחד לא העלה על דעתו להפסיק את שוק האיגוח, ואף ניתן לראות כי ה-QE3 שהסתיים לפני מספר ימים עוסק במחציתו בסבסוד האיגוח (בדומה ל-QE1 שעוסק בנושא אף הוא). אני מציע שנוני בצד את השוק האמריקאי. האיגוח קיים בכל העולם המערבי, החל מטורקיה וכלה בקנדה. ניתן לראות כי לכל אורך המשבר ישנם עשרות איגוחים מכל מיני סוגים, שאף אחד מהם לא נפל – כך למשל ספרד או אירלנד, בהן המשבר הפיננסי היה קשה יותר מבארה"ב, לא קרסו בגלל איגוח. בשורה התחתונה, אין לחבר את נושא האיגוח למשבר.

פרופ' אמיר ברנע

האם אתה טוען שאין קשר כלל?

פרופ' צביקה אקשטיין

לא אמרתי שאין קשר כלל – זה לא שייך לאיגוח בכללותו, אלא לאיגוח המשכנתאות בארה"ב באופן ספציפי שהן כשל מרכזי של ה-GSE. בארה"ב השתמשו באיגוח ככלי לסבסוד ענף המשכנתאות לפני המשבר, שנעשה בו שימוש קיצוני, תוך שה-GSE סבסדו גם את ה-Sub Prime, ובכך יצרו מכשיר פגום שהוערך לא נכון. יחד עם זאת, המכשיר הזה היה רק

כמו כן, במסגרת הדיון בנושא האיגוח לא ניתן להתעלם מהיבט החשבונאות. החשבונאות המודרנית אינה מקלה על הטיפול החשבונאי באיגוח כגריעה, ולמעשה, במבנה הקלאסי של איגוח ישנם שני שלבים לטיפול החשבונאי: בשלב הראשון הטיפול עוסק בשאלת הגריעה של הנכסים הפיננסיים בעקבות המכירה ל-SPE ובשלב השני הטיפול עוסק בשאלת איחוד ה-SPE בדוחות הגוף המאגח. כאשר לטיפול החשבונאי, ישנם כללים בינלאומיים וכללים אמריקאים, כאשר אין זהות מוחלטת ביניהם. בכל מקרה, הטיפול החשבונאי באיגוח אינו טריוויאלי – כלומר, בהחלט ייתכנו עסקאות במבנים מסוימים שהחשבונאות לא תכיר בהן כגריעה, אך מנגד ייתכנו עסקאות שהחשבונאות כן תכיר בהן כגריעה. חשוב לזכור כי התקינה החשבונאית אינה מקלה, וניתן להביא כדוגמה את השפעת יישום IFRS 10 על הדוחות הכספיים של חברת אדמה (מכתשים אגן לשעבר) לרבעון הראשון של שנת 2013, בעקבותיו אדמה החלה לאחד את ה-SPE שבאמצעותה היא מבצעת את איגוח הלקוחות שלה. כתוצאה מכך התמרץ הדיווחי של אדמה ירד, אך כמובן שאין זה אומר שלא קיימים עדיין תמריצים עסקיים לאיגוח בהזלת עלות המימון. כהערה, נזכור כי גופים רגילים מיישמים את התקינה הבינלאומית, בעוד שהבנקים מיישמים את התקינה האמריקאית, כך שנקודה נוספת לדיון יכולה להיות הפערים והסתירות בין תקינות אלו.

למרות שדוח הוועדה אומר אחרת, למיטב ידיעתי, כללי האיגוח די התייבשו כך שלא צפוי כרגע שינוי דרמטי בנושא, אך לדעתי השאלה המרכזית יותר הינה שאלת ניתוק כללי הרגולציה מכללי החשבונאות, וראוי לדון בה. כלומר, בהינתן כי החשבונאות לא מכירה באיגוח כגריעה, עד כמה צריך הרגולציה על הבנקים להכיר באיגוח לצרכי הלימות הון? על אף שניכר מדוח הוועדה שהוא מוטה לזווית הבנקאית ומתמקד בזווית הבנקאית, חשוב להבין שאיגוח הינו כלי חשוב גם לגופים עסקיים רגילים. עבור הגופים העסקיים האיגוח יכול לייצר יתרון נוסף בצורה של השגת מקורות מימון זולים, מה שפחות משמעותי עבור הבנקים. כמו שהדברים נראים לי דווקא הבשורה שיוצאת מדוח הוועדה בהקשר של הסדרת הצד המשפטי והמיסוי של האיגוח יכולה להיות משמעותית יותר מהזווית של הגופים העסקיים עצמם, שם פעולת האיגוח שמקבצת נכסים ומפחיתה כך את סיכון האשראי, יכולה להוביל לגיוס מקורות אשראי זולים יותר מבחינתם.

פרופ' אמיר ברנע

ישנם דברים ברורים מאליהם – האיגוח נועד להוריד את עלות הסיכון מתוך הנחה שעל ידי האלוקציה הנכונה של הסיכון

מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטר'
הבנקאי במסחר בסיכונים אשראי

האמור, כתיבת ה- True Sale בשלב הראשוני היוותה מרכיב הכרחי ודומיננטי ביותר, שבלעדיו אין תהליך איגוח מסודר. בשלב השני בחנו שיטות שונות של איגוח בעולם, בין היתר באוסטרליה ובאירופה. בהקשר זה, נזכיר כי החדרת נושא האיגוח בעולם הייתה משימה בינלאומית של הבנק העולמי וה- EPRD לפני המשבר, מתוך תפיסה כי האיגוח מוריד את העלויות, משפר את השוק ומעלה את הביטחון, מה שגם מספק תשובה חד משמעית לשאלה של אמיר. מהבדיקה המקיפה שביצענו, שכללה בין היתר את בחינת אופן האימוץ באיטליה וביוון, הבנו כי התהליך צריך להיות מעוגן במסגרת של חקיקה ראשית. מתוך תפיסה זו פעלנו כצוות שכלל את אנשי רשות המיסים בראשות ניר הלפרין, גורמים מרשות ניירות ערך, צוות מהפיקוח על הבנקים ונציגות ממשרד האוצר, מהחשב הכללי ומאגף שוק ההון. למעשה, יצרנו כיסוי של כלל המערכת בכל ההיבטים ולכל סוגי האיגוח – לאו דווקא לגבי משכנתאות.

לגבי ישראל – לדעתי הדבר הגרוע ביותר שמתרחש בישראל כיום הוא שחברות ביטוח הופכות להיות בנקים, עם פיקוח אחר. בנוסף, בישראל ישנו שוק מאוד משוכלל באיגוח של הלוואות לגופים גדולים, בסדר גודל של BDI, אך אין לא קיים איגוח לגופים הקטנים המהווים 50% מהמשק. האיגוח בעולם נבע מהרצון של הגופים הקטנים להגיע למרווחי שיווק אג"ח הזהים לאלו של הגופים הגדולים. בישראל אנו יודעים כי רמת המינוף הכללית של הסקטור העסקי היא קצת יותר נמוכה בעולם, והפער מיוחס כולו לגופים הקטנים. העניין המרכזי באיגוח הוא היכולת להפריד בין הסיכון של הנכסים המאוגחים לבין הסיכון של המאגח. למעשה, מי שיש לו סיכון גדול יותר כמאגח הוא זה שמרוויח מהעסקה ולכן באופן טבעי הדבר נותן תועלת לגופים הקטנים – החל מאותו אדם שמפיק תזרימים מהנכס שהוא משכיר וכלה בבנק ירושלים.

בקשר לפתרונות שהצענו – בישראל ישנו צורך אדיר לאיגוח אשר צמח בעקבות וועדת בכר (ואף היו וועדות קודמות שהתייחסו לנושא). אנו כוועדה, מטרתנו אינה להמליץ אלא לכתוב חקיקה מוסכמת. מעבר לפתרון בעיית ה- True

מכשיר אחד מן הרבים שהופעלו בצורה שגויה, וסביר להניח כי המשבר לא היה נמשך זמן רב כל כך אם המצב שם לא היה בעייתי ממילא. לכן, בדיון מקצועי מסוג זה אני מציע להפסיק עם האמירות הללו, ולקרוא את הדוחות הבינלאומיים – אך אחד לא מדבר על הפסקת האיגוח אלא על הטמעת שינויים מסוימים, אותם הפנמנו במסגרת דוח הוועדה.

לפני שאספר על המשימה שלקחנו על עצמנו, ברצוני להבהיר חד משמעית – היעדר האיגוח במדינת ישראל גורם נזק משמעותי לצרכן, ליצרנים ולשוק ההון. שוק האיגוח בעיקרו מעביר את הסיכונים מגופים שעוסקים בגיוס כספים, שבישראל אלו הגופים המוסדיים, לגופים שעיקר עבודתם הוא מתן הלוואות לציבור. לצורך המחשה, נניח אדם שבבעלותו בניין המפיק הכנסות שכירות אשר פונה לבנק ומתמקח איתו – אם לא קיים תחליף מידי זמין, כמו איגוח הנכס, בסופו של דבר אותו אדם ישלם ריבית גבוהה יותר.

כעת, אספר בקצרה על המשימה אותה הובלתי יחד עם מיקי ראשית, לא מדובר במשימה שעומדת אחריה החלטת שר או ממשלה, אלא ביוזמה שלי שנבעה מפורום שוק ההון במסגרתו מתנהלות שיחות מידי רבעון בין מערכת שוק ההון לבין המערכת הרגולטורית. טרם המשבר עלתה הטענה כי אחת הבעיות במשק הישראלי היא היעדר האיגוח, ולאו דווקא בהתייחס לבנקים. כפועל יוצא, הקמנו צוות שכלל מגוון גורמים. הראשונים שהתנגדו לנושא האיגוח במדינת ישראל היו אנשי משרד המשפטים, אך הצלחנו לשכנע אותם כי איגוח הינו דבר חיובי, ובסופו של דבר הם אלו שעשו את הצעד הראשון והחשוב – הטמעת המושג True Sale במסגרת חוק האיגוח. בעניין זה חשוב להבין שבאיגוח ישנו תזרים מזומנים שממשיך להיות מנוהל על ידי גורם מסוים, אך הסיכונים הם לא עליו אלא על מי שרכש את הסיכונים. במקרה של איגוח שהתרחש בעבר בישראל, קבע בית המשפט העליון כי בישראל הדבר מתנהל אחרת בהיבט העברת הסיכון (להבדיל מקנדה ואנגליה, שם בית המשפט כן תמך במנגנון העברת הסיכון). כתוצאה מאותה קביעה היה ברור מאז לכל מי שמבצע עסקת איגוח כי הסיכון הוא עליו והוא אינו יכול למכור אותו. לאור

אם ישנם כל הפתרונות, מדוע אין איגוח?

פרופ' צביקה אקשטיין

הסיבה המרכזית לכך שאין איגוח במדינת ישראל היא שאין לובי לאיגוח.

פרופ' אמיר ברנע

אבל מהן הסיבות?

פרופ' צביקה אקשטיין

אני אמחיש זאת בצורה הבאה: באופן אישי יצא לי להיפגש עם מרבית יושבי הראש והמנכ"לים של כל הבנקים בישראל. אף אחד מהם לא חשב שכדאי לו להשקיע מאמץ בנושא, בעיקר משתי סיבות: הסיבה הראשונה היא העיתונות שאינה מחבבת את הבנקים בלשון המעטה, ועשויה לפרש מהלך שכזה באופן שגוי. הסיבה השנייה היא שהבנקים הגדולים לא ייהנו ממהלך שכזה.

רו"ח ארז סופר

התשובה ההגייונית היא שיצרו פה חוק שמדבר על איגוח משכנתאות בלבד, והיום זה לא מעניין ולא כלכלי ללכת לכיוון הזה.

פרופ' צביקה אקשטיין

ראשית, הבנקים לא שיתפו פעולה, מכל מיני בחינות. שנית, הפיקוח על הבנקים לא עשה שום מאמץ בכדי להפוך את החוק לזמין מידית, ויצר תשתית רגולטורית רק על משכנתאות. אף מאמץ לא נעשה גם מצדם של גופים אחרים כגון חברות הסלולר או חברת החשמל. חברת החשמל לדוגמה, אשר נמצאת במצב בו הסיכון של החברה גבוה מהסיכון של הצרכנים שלה, יכולה לאגח את התזרימים שלה ולממן תחנות חשמל במחיר נמוך יותר.

רו"ח דב ספיר

מצד אחד צביקה דיבר על כך שהכלכלה בנויה על נושא האיגוח ועל כך שהאיגוח יפתור בעיות רבות, אך מצד שני כל מי שמעורב בעניין לא מתלהב מהעניין. בצורה כזו, בה אין מי שיידחק ויקדם את הנושא, אין סיכוי שהחוק יעבור. לעניין ה- True Sale, ראוי לציין שהפתרון היה כבר בידי האמריקאים

Sale אליה התייחסתי קודם, סיפקנו גם פתרון חשוב לנושא המיסוי. נושא המיסוי הינו קריטי ומורכב מאוד, אותו למדנו תוך כדי תנועה, כאשר הפתרון שניתן לו מבוסס על המערכת האנגלית. הנקודה המרכזית איתה התמודדנו הייתה האיסור שהאיגוח עצמו יגרור מיסוי נוסף. תזרים המזומנים של מרבית הנכסים המאוגחים הינו כזה שה- SPE מרוויח בהתחלה ומפסיד לאחר מכן, במיוחד במשכנתאות אך לא דווקא, מה שדרש התאמה לחוק הישראלי שאינו מכיר בניכוי בדיעבד של הפסדים.

פרופ' אמיר ברנע

האם נוצר פער בין הדיווח לבין חבות המס?

פרופ' צביקה אקשטיין

כן. אגב, למיטב ידיעתנו אין כמעט מדינה בעולם שקיים בה איגוח שלא התאימה את חוקי המס לבעיית האיגוח. הנושא בו הושקעו מירב המאמצים הוא נושא ההנפקה לציבור - למעשה, יצרנו "מסלול ירוק" להנפקה לציבור בשיתוף פעולה עם רשות ניירות ערך. בנוסף, סיפקנו פתרון לבעיית ה- Moral Hazard שהינו לחייב את המוכר לרכוש 10% מהתיק, במטרה שלא ירמה.

פרופ' אמיר ברנע

איך זה פותר את הבעיה?

פרופ' צביקה אקשטיין

אם המוכר עשה Moral Hazard, משמע הכניס תיק מסוכן יותר, אז הוא לוקח על עצמו חלק מהסיכון. כמו כן, ההיגיון שעומד אחרי ה- 10% הוא שזו רמת המינוף של הבנקים. בארה"ב למשל אימצו את רעיון דומה במסגרת הדיון על המשכנתאות - מדובר ברעיון כלכלי ופשוט לפתרון ה- Moral Hazard. בנוסף, בהיבט החשבונאות נמצא פתרון על בסיס הכלל הפשוט הבא: אם ה- SPE הינו בבעלות מלאה של הבנק, והבנק מיישם חשבונאות GAAP, אזי גם החשבונאות של ה- SPE תהיה לפי GAAP והפיקוח על הבנקים יכיר לפי GAAP. מנגד, אם ה- SPE הוקמה מחוץ לבנק (אך אם בבעלות חלקית), אזי החשבונאות תהיה לפי IFRS.

פרופ' אמיר ברנע

מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטר'
הבנקאי במסחר בסיכונים אשראי

ישנן כמה שאלות מורכבות שאני מתקשה למצוא את הפתרונות להן בדברים שעלו פה. שאלה ראשונה היא מה תהיה השפעת המעבר לבזל המתקדם ומדידת נכסי סיכון על בסיס סיכון ספציפי על נושא האיגוח? האם החבילות שיהיה כדאי לבנק לשווק הן לא חבילות עתירות סיכון בעצם? כמו כן, נטען כי לבנק הפועלים למשל, בשל פרופיל הסיכון שלו, פחות נחוץ לו האיגוח מאשר לבנק ירושלים. יחד עם זאת, אני בדעה שההפך הוא הנכון, מאחר שהעניין המרכזי הוא הממשק מול הלקוח ופחות הממשק מול שוק ההון.

פרופ' צביקה אקשטיין

הבעיה המרכזית של הבנקים הגדולים היא מגבלת החשיפה, למשל להלוואות לשוק הנדל"ן שם יש הרבה מאוד לקוחות במרווחים מאוד גדולים ונעשים מאמצים להיפטר מהסיכון. הדרך היחידה להתמודד עם הבעיה כיום היא דרך מנגנון CDS. יחד עם זאת, CDS אינו רלבנטי לתיקים אלא למספר לקוחות ספציפיים ומדובר בתהליך מסובך ויקר - אין "מסלול ירוק".

שי שליטא (מזרחי טכחות)

אחד הנושאים שעלו בדיון הוא עד כמה האיגוח הינו כדאי ברמה העסקית, כאשר מדובר במשכנתאות - לאור המרווחים שאנו מכירים כיום, אני נוטה לכיוון שאין באמת כדאיות. לעומת זאת, אם נסתכל קצת לאחור לשנים בהן הלוואות ניתנו במרווחים גדולים יותר, יתכן ששם הכדאיות גדולה יותר, אך עולה שאלה לגבי הסיכון בו נעשה איגוח בתיק משכנתאות, ולאחר מכן הלווה יעשה Refinance.

רותי דהן פורטנוי

ניתנו פתרונות בעולם לשאלות מסוג זה. אני בדעה כי הנקודה העיקרית היא שמוצר המשכנתאות, גם בארץ וגם בעולם, הוא מוצר שהרווחיות שלו נמוכה מאוד - לא ברור מדוע התחילו דווקא במוצר הזה, ולדעתי היו צריכים להתחיל בכיוון אחר.

לפני זמן רב, ולא מדובר בהמצאה חדשה של משרד המשפטים.

רו"ח שלומי שוב

ברצוני לפתח את הדיון ולשמוע גם את הזווית של הבנקים.

אורון יואב (בנק לאומי)

לדעתי, בהסתכלות על תמהיל האשראי העסקי במשק ועל מתמודדי האשראי העסקי במשק, הבנקים מחפשים דרכים לשיתוף פעולה ולא רק תחרות בין השוק המוסדי לבין שוק ההון בכללותו.

רו"ח דב ספיר

כבר בוועדת חיימוביץ', בה הייתי חבר, צוין כי המרווח משכנתאות הוא לא מספיק גדול בכדי שניתן יהיה לעשות איגוח.

אורון יואב (בנק לאומי)

לגבי נושא המשכנתאות אני בדעה שמלכתחילה היו צריכים להרחיב את הנושא באופן כללי לנכסים במאזן הבנק. כאמירה כללית, אני חושב שהבנקים היו עשויים להתעניין בפלטפורמה להעביר סיכונים, להתחרות ולשחרר הון היכן שהדבר עושה שכל, ולהישאר כמחוללי אשראי בחזית מול הלקוח. כמו כן, מניסיון אישי שלי - במקום בו נעשה שימוש מושכל במכשירים אלו, ברמת מינוף נכונה ובמקום בו הבנקים נשארו עם אותם 10%-15% לאורך כל התיק בצורה אנכית - הדברים עבדו. בנוסף, בפרספקטיבה של מי שעבד במשרד האוצר - לדעתי שינויים מהסוג הזה צריכים להיות מובלים על ידי הממשלה ולא דווקא להגיע מלמטה.

פרופ' אמיר ברנע

ד"ר דן וייס

אני בדעה שצריך להסתכל על הנושא בפרספקטיבה יותר רחבה מהפרספקטיבה של הבנקים, ובתור יו"ר וועדת ההשקעות בקבוצת מגדל ובקבוצת כלל אני רואה נקודה נוספת לדין. אמנם יש Moral Hazard, אך ישנה קונטרה ל-Moral Hazard. כאשר לקוח גדול מבקש אשראי מגוף מוסדי צוות שתי בעיות: הבעיה הראשונה היא הנחיתות האינפורמטיבית בהשוואה לבנק, שתמיד יודע טוב יותר על הלקוח. הבעיה השנייה והחמורה יותר היא שהלקוח תמיד יעדיף את הבנק. לכן, הגוף המוסדי ישמח לקנות הלוואה שה- Operator שלה הוא בנקאי, מאחר ולבנק יש יתרון מובנה במתן הלוואות על פני הגוף המוסדי. ברור כי ה-Moral Hazard לא ייפתר והוא ימשיך להיות קיים, אך עולה שאלה של המחיר, ובהחלט ייתכן כי במחיר מסוים יתאים לגוף המוסדי לקחת על עצמו את ה-Moral Hazard. לכן, מסיבות שונות לגמרי מאלו שצביקה ציין, אני נוטה להסכים שהאיגוח מאוד יעזור לגוף המוסדי.

פרופ' צביקה אקשטיין

הנקודה היא נכונה. הצורך העיקרי של הגופים המוסדיים בישראל הוא קבלת הלוואות יחסית בטוחות לטווח ארוך, וזה מה שעושה איגוח.

ד"ר דן וייס

חשוב לשים לב שאמנם על הידע ניתן להתגבר על ידי שימוש במומחים בנקאיים, אך בעיסוק עם הגופים הגדולים יש לגופים המוסדיים נחיתות הן בתהליכים והם באינפורמציה, עליה לא ניתן להתגבר.

פרופ' צביקה אקשטיין

שימו לב לכך ש-50% מהמשק נמצא בעמדת נחיתות ואני טוען כי השוק ידע לתמחר את זה לאור המרווחים הגדולים.

שי שליסטא (מזרחי טפחות)

בהקשר הזה, חשוב לי לציין בקשר לגופים המוסדיים כי אנו רואים הרבה מאוד "תאבון" להשתתף דווקא בהלוואות הקטנות והבינוניות יותר, ולהסתמך על פלטפורמת הניהול של הבנקים. בנקודה זו ברצוני להעלות שאלה: אם איגוח הוא מסובך ומורכב, אז למה לא לפתח מכשיר שהוא דומה יותר ל-CLO, שבו הגוף המוסדי מפקיד את הכסף בבנק והבנק משתף אותו בסיכון?

מעבר לכך, ישנה בעיה מבנית בישראל שהיא ההבחנה ברמת הלקוח העסקי בין המימון שלו בבנק לבין המימון שלו בשוק ההון - בעוד שלבנק הוא נותן בטוחות, בשוק ההון הוא לא נותן בטוחות. משמעות הדבר היא שאם הבנק מעביר כעת פורטפוליו של כמה עשרות לוויים כאלו לשוק ההון נוצרת בעיה משמעותית מאוד מבחינת הלווה. כמו כן, לדעתי צריך להביא בחשבון את איגוח הלקוחות הקטנים והבינוניים, אין ספק שמדובר באוכלוסייה שזקוקה לזה.

פרופ' אמיר ברנע

כיצד הסיכון עובר אם הלקוח ממשיך להתנהל מול הבנק וכל התזרים עובר לבנק?

רותי דהן פורטנוי

הבנק ממשיך להיות ה-Servicer. הקשר בין הבנק ללקוח ממשיך להיות אותו הקשר, אך הבנק מעביר את הסיכון.

פרופ' אמיר ברנע

הבנק ממשיך להלוות לאותו לווה הלוואות ישירות, נכון? אם כן, כיצד ה-10% פותרים את בעיית ה-Moral Hazard?

רו"ח דני ויטאן

אחת השאלות שעלו, גם במסגרת דוח הוועדה וגם במהלכים הקודמים, היא כיצד יש לפעול מול אשראי שאוגח, כאשר ישנו אשראי אחר מול אותו לקוח. העיקרון הוא שלא ניתן להפלות בין האשראי הנמכר לבין האשראי שנותר - זהו המנגנון שיצטרך להיות. לשם כך יש לבנות מערכת ברמה התפעולית, במיוחד בבנקים, אשר תשווה את הטיפול.

אוריין דגן (בנק דיסקונט)

אני מסכימה שהנקודה הבעייתית בקשר לבנקים היא חוסר הכדאיות הכלכלית בשל דירוגם הגבוה במילא. לגבי נושא הבידוד - מרבית הנכסים המאוגחים כיום בעולם הם במתכונת של הלוואות נון ריקורס או הלוואות שניתנו על ידי ישויות ייעודיות שמעניקות הלוואות מסוג ספציפי (כדוגמת בנק למשכנתאות אשר מעמיד רק הלוואות כנגד משכנתא). חשוב לציין שכל עוד אין יכולת לבדוד את הנכס המאוגח ברמת המדידה של התזרים והבטחונות (כולל מקור ההחזר) באחת משתי הדרכים האמורות, מדובר במשימה קשה מאוד תפעולית ועסקית.

מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטר'
הבנקאי במסחר בסיכונים אשראי

מהזווית שלך כעסק של קניונים בעלי תזרים מזומנים עתידי, תוכל להשתמש בתשתית שנבנית פה - סופק הן פתרון משפטי והן פתרון מיסוי.

אבי לוי (מנכ"ל מליסרון)

הדבר לא יוסיף לנו מהבחינה הזו - היום הגופים המוסדיים יודעים לעבוד גם ללא ביטחונות, על בסיס הדוחות הכספיים, התזרים של החברה והדירוג. בלי שום קשר, אנו נקטנו גם בגישה פייבוריטית יותר לשוק ההון, לפיה סיפקנו בטוחות על הקניונים עצמם, מה שהוזיל מאוד את העלויות וסייע בפריסה שיכולנו להשיג.

רותי דהן פורטנוי

לדעתי, ישנה שכבה מאוד גדולה שלא קיבלה התייחסות בדוח - ברצוני להפנות את הפוקוס מהמערכת הבנקאית למערכת העסקית. ישנן הרבה מאוד חברות עסקיות בישראל שנושא האיגוח הינו פתרון מעולה עבורן. כך למשל, חברת אלקטרה נדל"ן ניסתה לפני כשנה לבצע מהלך של עסקת איגוח ללא הצלחה, כל הצדדים היו מרוויחים - החברה הייתה מרוויחה מעצם ביצוע העסקה והמשקיעים המוסדיים היו מרוויחים נגישות לבניין משרדים מהטובים בארץ, אך למרות זאת הדבר לא יצא לפועל. בגלל סוגיית מיסוי. אם היה פתרון מיסוי לעסקה הדבר היה יוצא לפועל, חד משמעית.

רו"ח ניר הלפרין

להערכתי, עסקת אלקטרה לא יצאה לפועל מאחר שלא היה אישור של רשות המיסים.

רו"ח שלומי שוב

אמנם אנו ממקדים את הדיון לבנקים, אך חשוב להבהיר, כפי

רו"ח אודי גרינברג

עושים את זה, ולא רק הגופים המוסדיים אלא גם גופים אחרים.

שי שליטא (מזרחי טפחות)

למיטב ידיעתי, מבחינה רגולטורית גופים מוסדיים לא יכולים לשים פיקדון בנקאי.

מיכאל קהן (בנק ישראל)

ברצוני להזכיר שמדובר בדוח ביניים לגביו אנו אמורים לקבל תגובות ולבצע עדכונים, ככל שיידרש. השלב בו אנו נמצאים הוא בניית תשתית שהינה הכרחית עוד לפני שהולכים לכיוונים ספציפיים. כמו שנכתב בדוח, הכיוון הוא לא בהכרח משכנתאות אלא ישנם כיוונים מעניינים נוספים כגון אשראי לעסקים קטנים ובינוניים, על אף הבעיות שעלו פה. לכן, שלב זה במהותו נועד להסיר חסמים שיאפשרו התפתחות של השוק, שתחייב עבודה של עוד גורמים רבים - ולמעשה זו המטרה, להגיע מוקדם ככל שניתן לחקיקה שתאפשר את ההתפתחות של השוק לכיוונים הללו.

אבי לוי (מנכ"ל מליסרון)

אני מסתכל על הנושא מהזווית של החברות. חברת מליסרון ביצעה הרבה איגוחים לאחרונה. בנוסף, נתקלתי גם בהרבה מקרים בהם הבנקים מוכרים בשוק ההון הלוואות של גופים כמונו, כך שהדבר נעשה גם היום משיקולים עסקיים ולא דווקא עם משכנתאות. כמו כן, נושא האיגוח הוא מאוד תחרותי - הבנקים מנסים להתחרות בשוק ההון וללא הרבה הצלחה. גופים עסקיים גדולים בעלי יכולות גבוהות נזקקים פחות ופחות לשירותים של הבנקים, כך שהתחרות של הבנקים קשה מאוד.

רו"ח שלומי שוב

שנאמר פה, כי לנושא ישנה חשיבות גדולה גם מבחינת החברות העסקיות.

רו"ח ירון ייני

ברצוני להעלות נקודה נוספת לדיון – אני בדעה כי הנון ריקורס היונו כלכלי ונכון ויש מקום לשלב אותו במקומות מסוימים בארץ. אחרת, לאנשים אין אפשרות לפתוח עסקים ולרשתות אין אפשרות לקבל אשראים ולמעשה רק הגדולים מקבלים. האיגוח אמור להזרים כסף, ולדעתי אם היו מורידים ממנו את הריקורס, היה יותר אוויר במשק ולאנשים היה יותר כסף. אני חושב שבנקודה הזו, הוועדה הזו או וועדה אחרת, היו צריכות לחשוב מה עושים לטובת המשק בכללותו – לצורך העניין, גם אם רשת "קפה קפה" או "ארומה" יפלו, עדיין האיגוח נפתח גם לעולם המזון.

פרופ' אמיר ברנע

ירון, מה אתה מציע?

רו"ח ירון ייני

אין לי את הפתרון, אך אני מציע שההסתכלות תהיה כיצד לבצע שינוי ברמת המדינה. קודם כל יש להבין מה קורה בשוק האשראי בארץ. בנוסף, כיום חברות האשראי יודעות להגיע לכל בנאדם ויש להן אינפורמציה לגבי מצבו של כל אחד מהם. לדעתי, אם היו משתמשים בידע הזה בחברות ביטוח, שלהן יש את הכסף אך לא את הידע, היה אפשר לתת כסף לעסקים קטנים.

רו"ח שלומי שוב

לא מדובר בידע בלבד, אלא גם במומחיות.

רו"ח ארז סופר

איגוח הוא דבר נחוץ שעושים אותו בכל העולם, ואני בדעה שצריך לעשות אותו בצורה מושכלת. אני מסכים עם מיקי בכך שברגע שנתחיל לנוע ולקדם את הנושא נלמד דברים בדרך שהם ספציפיים למדינת ישראל, שהיא קטנה יותר. יחד עם זאת, אני מצר על כך שהכיוון אליו פנו בשלב הראשון הוא איגוח משכנתאות – כפי שציינתי, הכיוון לא מעניין מכל הבחינות ומבחינה כלכלית אין כדאיות לאור המרווחים הנמוכים. בנוסף, אם אתחבר לנקודה שצביקה העלה, הרי שכל עסקה עם הציבור כיום בעולם הבנקאי לא נתפסת טוב ולכן אין מי שיקדם את העסק. לגבי דבריו של ירון, אני מסכים עם כך

שהעסקים הקטנים הם מנוע הצמיחה – שם נמצאים המרווחים המתאימים, ולדעתי, זהו הכיוון אליו צריכים ללכת. בסופו של דבר, הלווים הגדולים יודעים לנהל משא ומתן ולהגיע למחירים שהם רוצים ויש להם את היכולת להגיע לשוק ההון.

פרופ' צביקה אקשטיין

אדגיש פעם נוספת, הוועדה לא התמקדה כלל בנושא המשכנתאות.

רו"ח ארז סופר

בכל אופן, זו הסוגיה שנמצאת כרגע על השולחן.

פרופ' צביקה אקשטיין

מבנה החקיקה, נושא המיסוי, נושא ה – Servicer, נושא ה – True Sale וכיוצא באלו – אין להם קשר למשכנתאות. המרכיב היחיד של משכנתאות הוא שהפיקוח על הבנקים יצר מסלול רק למשכנתאות, בעוד שהמסלולים האחרים ייבחנו בנפרד בהתאם לבזל 2.

עו"ד נטלי ג'ייקובס

מהזווית המשפטית, אמנם מדובר בתחומים ממוקדים כדוגמת ליסינג – אך איגוח היה קיים בישראל ואין בעיה משפטית ב – True Sale. כעת, אם נסתכל על הדוח ונשאל מה התחדש נראה כי למעשה הפיקוח לוקח תאגיד בנקאי – שהינו הגוף הכי מתוחכם ורלוונטי לאיגוח, שיש לו את מירב המשאבים והאמצעים ושיושב על Pool של הלוואות מכל מיני סוגים – ומתיר לו לאגח משכנתאות, שזהו הסוג הכי פחות כלכלי וריאלי. אם כך הדבר, אז מה נעשה פה בעצם? איזה תמריץ ניתן לגופים מוסדיים ולגופים הבכירים? אני בדעה שהיו צריכים לבוא במסר לשוק כלפי מי שיש לו נכסים טובים, כגון מליסרון ואחרים, ולספק לו את התשתית, את הכלים ואת הוודאות העסקים והמשפטית לביצוע עסקאות איגוח. כמו כן, היה צריך לאפשר לבנקים להיות Servicers גם של הגופים המוסדיים, מה שלהבנתי מהדוח אסור כיום.

רו"ח ניר הלפרין

ראשית, מהנקודות שעולות פה עשוי להשתמע כי הוועדה עסקה רק במשכנתאות – וזה לא נכון. הוועדה עסקה בשלל עסקאות האיגוח במשק. שנית, אני רוצה להדגיש כי ההמלצות שגובשו בתחום המס במסגרת דוח הוועדה מציעות פתרון לחסם מיסויי שהפך את עסקת האיגוח ללא כדאית כלכלית. פתרון זמני וחלקי לחסם זה ניתן באמצעות החלטות מיסוי

מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטר'
הבנקאי במסחר בסיכונים אשראי

הנקודה האחרונה שארצה להתייחס אליה היא השקיפות - חשוב להבין שבגין עסקאות שבסופו של דבר יגיעו לציבור, נדרוש לתת גילוי מלא ומפורט אשר יעזור למשקיע לקבל החלטת השקעה מושכלת.

פרופ' אמיר ברנע

אני מבין שהרעיון בשקיפות הינו ליצור תמחור לסיכון ואכן יש לכך ערך רב בשוק ההון. יחד עם זאת, יש לחשוב גם על הצד השני של המטבע - עד כמה יש ללכת לקראת גילוי? האם הגילוי יינתן באופן גלובלי או באופן ספציפי?

עו"ד (רו"ח) זיו כהן (רשות ניירות ערך)

זו שאלה מצוינת והתשובה היא שכל מקרה ייבחן לגופו. הקמנו צוות ברשות אשר יבחן כל עסקת איגוח לגופה וינסה להבין מהו הגילוי הנדרש שיעזור לציבור לתמחר את אגרות החוב בצורה נאותה בכדי למנוע כשל. לדעתי, זו הנקודה החשובה ביותר שאנו צריכים לדון בה.

רו"ח רמי חלף

אני בדעה שאם הבנקים לא יתחילו עם האיגוח, הסיכוי שהדבר יתפוס במשק כולו נמוך. הסיבות העיקריות לכך הן הבעיה התפעולית ובעיית התמחור, מדובר בנושא מאוד לא פשוט. לגבי הבנקים, מאחר וישנו חסם כרגע רק לאותו מכשיר שהוא לא רלוונטי, אני מעריך שהבנקים ילכו בדרכים אחרות, כגון CDS, ולא יחפשו בכלל את הפתרון של איגוח. אם הבנקים לא יהיו אלו שיוציאו את המרצע מן השק, אני מאמין שהנושא יישאר פחות או יותר ברמה של דיונים - הסיבה לכך היא שצריך גוף גדול בעל ידע ויכולת שיבצע את המהלך, ייקח על עצמו את הסיכון ולמעשה יבנה את הניסיון שעל בסיסו יכנסו לאחר מכן גם גופים אחרים.

רו"ח שלומי שוב

בשנת 2006 בעקבות וועדת חיימוביץ'-אשר ועל כן בוצעו באותה תקופה עשרות איגוחים. עת הפסיקו ברשות המיסים להוציא החלטות מיסוי כאמור, נעצרו גם רוב עסקאות האיגוח. להערכתי בעקבות הדוח הנוכחי, חברות רבות במשק - מהקטנות ועד הגדולות - יוכלו לאגח את חובות הלקוחות שלהם ואת תזרימי המזומנים הצפויים מנכסיהן בפשטות וללא חשיפות מס, משתי סיבות פשוטות: הסיבה הראשונה היא שהן לא יצטרכו לקבל חוות דעת משפטית מאחר והיא קיימת בדוח ובחקיקה הצפויה בעקבותיו. הסיבה השנייה היא שניתן פתרון לחסם המיסוי, אותו אנו סוחבים כבר מעל 10 שנים.

עו"ד (רו"ח) זיו כהן (רשות ניירות ערך)

ראשית, אני רוצה לחזק את דבריהם של מיקי וצביקה - מטבע הדברים הדוח עסק גם באיגוח של משכנתאות, אך אין ספק שגם איגוחים מסוגים אחרים יכולים להיות רלוונטיים. כראיה לכך, ברמת העובדתית, על שולחן הרשות מונחות עסקאות שנבחנות על ידינו ולמעשה מחכות להסרת החסמים לפי הדוח. שימו לב שבעסקאות איגוח מדובר בתזרים מזומנים מאוד ברור - סיכון האשראי של ה - Originator למעשה נעלם מהתמונה בגלל הנושא ה - True Sale. למעשה, זו אחת הנקודות החשובות בנושא האיגוח - לא מתמחרים את סיכון האשראי של היזם.

פרופ' אמיר ברנע

אבל היזם הוא זה שעושה את ה - Maintenance, לא?

עו"ד (רו"ח) זיו כהן (רשות ניירות ערך)

זה תלוי בעסקה. באיגוח משכנתאות למשל, נקבע במפורש שהבנקים יהיו ה - Servicers, כמקובל בעולם, ויש בכך היגיון מאחר וזהו הדבר היעיל ביותר לעשות - אף אחד אחר לא יכול לקחת על עצמו את כל המערכת הזו וללמוד אותה מחדש.

הרגילים שלהם התשתית צפויה לסייע, גם אם כאמור החשבונאות תקשה על העניין. כאנשי חשבונאות אנו יודעים שהחשבונאות בנושא האיגוח היא לא פשוטה כלל, ובהחלט ייתכן שייבנו מבנים שלא יהיו כשירים להכרה – אמנם מדובר בעניין משמעותי, אך הוא אינו מבטל לחלוטין את האינטרס בהשגת מקורות זולים.

איציק, היינו רוצים לשמוע את דעתך, הן מזווית של חברת דירוג בתפקידך לשעבר והן מזווית עסקית בתפקידך הנוכחי.

איציק מאיסי (קבוצת אלון)

באופן כללי, אני בעד. בחלק מהחברות שלנו, בקבוצת אלון, ניסינו לבצע מהלכים מסוימים אך בסופו של דבר הכול נעצר בגלל כל החסמים שעלו פה.

רו"ח שלומי שוב

בעקבות הוועדה החסמים האלו יוסרו.

איציק מאיסי

אני מסכים. מבחינתנו, כקבוצה שבה מגוון עסקים, איגוח בהחלט יכול להיות מעניין – בין אם מדובר באיגוח של הון חוזר ובין אם מדובר באיגוח בצד הנדל"ן, בדומה למליסרון.

רו"ח דב ספיר

מה לגבי שר האוצר? האם הוא מעורב בעניין?

מיכאל קהן (בנק ישראל)

דוח הוועדה נתמך על ידי כל הרגולטורים במשותף וחשוב גם להדגיש שזו הפעם הראשונה שיש הסכמה של כולם.

פרופ' אמיר ברנע

לדעתי, כל הנושא תלוי בהוראות הלימות ההון של בנק ישראל.

רו"ח שלומי שוב

נראה כי מיצינו את הדיון, לפחות בשלב זה. השינוי המשמעותי שתביא איתה החקיקה הן התשתית המשפטית והתשתית המיסוית. חשוב לשים לב שרשות המיסים הלכה פה צעד משמעותי קדימה, ולא טריוויאלי מבחינתם לדחות את המיסוי של הרווחים שנוצרים בשנים הראשונות ב-SPE. בכל מקרה, אני חושב שאחת הבעיות העיקריות שעלו בדיון היום היו היעדר "אבא ואמא" בממשלה לנושא האיגוח למרות החשיבות שלו ברמה המשקית. בהיבט החשבונאי, לצערי, אנו לא אנשי בשורות – החשבונאות לא הולכת לעשות חיים פשוטים, ובהחלט ייתכן כי חברות יבצעו את הפעולה דרך תמריצים אחרים וללא התמיכה של החשבונאות. בהתייחס למשכנתאות, השאלה המרכזית היא עד כמה הפיקוח על הבנקים יתמוך בעניין. מעבר לכך, קיים גם הצד של העסקים

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

האם הפער בין סולם דירוג
מקומי לסולם דירוג גלובלי
משפיע על תמחור בחסר
של סיכון האשראי באג"ח
הקונצרני ומהן ההשלכות
על סוגיית השוק העמוק?

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

תאריך המפגש: 7 בדצמבר 2014

נושא המפגש: "האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על סוגיית השוק העמוק?"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון דצמבר

אורחים שנכחו בדיון: ד"ר נדן בודו טרכטנברג (המשנה לנגידה, בנק ישראל), רונית הראל בן זאב (מנכ"לית S&P מעלות), ערן היימר (מנכ"ל מדרוג), אמיר הסל (משנה למנכ"ל, מנהל חטיבת השקעות, הראל), דני ירדני (סמנכ"ל השקעות, אלטשולר שחם), איתי רפל (S&P מעלות), דרור גילאון (סמנכ"ל ההשקעות במנורה מבטחים קרנות נאמנות), ד"ר רחל שיינין (מנכ"לית, מודלים שוקי הון), מתן גרוס (מנהל סיכונים, ביטוח חקלאי), ענת פייער (משרד האוצר), לימור גולדשטיין (מנהלת סיכונים, פסגות), עמית גל (מנהל אגף ניהול סיכונים, כלל), רו"ח שאול בן שימול (BDO).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), קרן בנגלס שנער (הפיקוח על הבנקים), ד"ר גיתית גור גרשגורן (רשות ניירות ערך), איציק מאיסי (אלון ריבוע כחול), דגנית דניאל (כונס הנכסים הרשמי), סיגל יששכר (מדרוג), רו"ח דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), חיים חבין (BDO), איתי רפל (P&S מעלות), רותי דהן פורטנוי, נטלי ג'ייקובס (הרצוג פוקס נאמן), רו"ח גיא טביביאן, פרופ' רוני עופר, פרופ' עמיר ליכט, דורון צור, פרופ' יורם עדן, אלי אלעל, אלון גלזר, שי קומפל.

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחף ומתן חגבי.

לשמוע מהם גם השלכות על 2 Solvency שלמעשה עוד לא אומץ בישראל אבל צפוי להיות החל מ-2017. בעוד בבנקים ההשפעה היא בעיקר לגבי האשראי לציבור, הרי שבחברות ביטוח מדובר גם בהשקעות באג"ח.

השפעה נוספת היא מבחינת החשבונאות ונוגעת להחלטה של רשות ניירות ערך בנוגע לקיומו של שוק עמוק בישראל. הפרשנות של ה-IFRS לקביעת מהו אג"ח קונצרני באיכות גבוהה היא הסתכלות על שתי הדרגות הגבוהות (AA ומעלה), והשאלה העולה היא האם יש להסתכל על דירוג מקומי או גלובלי. לפי דעתי, בהתאם להחלטה של ה-IFRIC מ-2013, הם מתכוונים לדירוג גלובלי, ולכן אין שוק עמוק. הקוריוז הוא שהחלטה על ביטול הדירוג המקומי ומעבר לדירוג גלובלי יכולה להפיל את ההחלטה על קיומו של שוק עמוק היות ולא יהיו אג"חים המדורגים בדרגת AA ומעלה בדירוג גלובלי. המצב שנוצר הוא שיש לנו כאן משהו על השולחן בעל השלכה עצומה.

פרופ' אמיר ברנע

לפי החומר שקיבלנו לפחות מ-5% בעולם ישנו דירוג – ומעלה, ודירוגים רבים טובים סביב -.

רו"ח שלומי שוב

בשנת 2008 פרסם המפקח על שוק ההון חוזר שדרש לכלול לצד הדירוג המקומי גם סולם המרה לדירוג גלובלי, כמעין PHASE 1 זאת לקראת מעבר עתידי לסולם גלובלי ב-PHASE 2. צירפנו את החוזר לחומר הרקע. עם זאת, חשוב לשים לב שלא מדובר בסולם המרה ברזולוציה שמאפשרת מעבר מסולם דירוג אחד למשנהו.

ניסינו לחפש מדינות בהן עדיין יש דירוג מקומי, כמובן שהרשימה אינה מלאה, ואתם רואים שהרוב המוחלט של המדינות אינו נמצא בדירוג האשראי של ישראל ורוב המדינות הן לא מדינות שאנו רוצים להידמות אליהן. כשאנחנו מדברים על הנושא אנחנו כמובן צריכים לדבר כאן על כמה מימדים, כמובן נושא ההשקעות וההשלכות על הדברים הכי בסיסיים כגון כיצד מקצים כאן אשראי לחברות בעלי דירוג גלובלי, ונוצרים כאן לבנקים אינטרסים שונים ויכול להיות שיגרם מצב בו הבנקים ירצו לתת פחות הלוואות לחברות מסוימות, וייקרו את עלויות ההלוואות, וכולנו מבינים שלהלימות ההון ישנו מחיר כלכלי.

מעבר לכך, לכל נושא חברות הדירוג יש כאן משמעות רבה והזמנו לכאן נציגות מחברות הדירוג ויהיה מעניין לשמוע מהם איך מתבצע תהליך הדירוג והאם המתודולוגיה היא

הנושא של סולם דירוג מקומי או גלובלי, נראה במבט ראשון נושא טכני, אבל זהו ממש אינו המצב. ראשית, שימוש בסולם מקומי ולא בגלובלי משליך על היכולת לבצע השוואה בין אג"חים של חברות ישראליות לבין חברות בחו"ל, וזה ברור לנו כי בנקודת הזמן בה אנו נמצאים ישנו הרבה כסף שמחפש השקעות וליכולת ההשוואה הזו ישנה משמעות רבה על השקעת כספי הציבור. צריך תמיד לזכור גם שלא כל המשקיעים בשוק ההון הם מתוחכמים מאד וקיימת חשיבות ליצירת אמון כלפי המשקיע הקטן. מעבר לכך, הדבר יוצר תיעודף להשקעות בישראל, ואם ניקח גם את הדוגמה של החברות האמריקאיות המנפיקות אגח בישראל, הן מתאגדות באי הבתולה ובהנחה שאי הבתולה אינם נמצאים בדירוג השקעה, ובהינתן שהבחינה של הרגולציה הינה לפי המדינה בה החברה התאגדה, הרי לכאורה הגופים המוסדיים היו מנועים מלהשקיע בחברות אלו.

נוצרים כל מיני עיוותים ואני מניח שנשמע כאן גם לגבי הנושא של קרנות הנאמנות. הרשות לניירות ערך דורשת סימן אזהרה בתשקיפים היוצר תיעודף להשקעות בישראל ועלולים ליצור חוסר שוויון מבחינת כספי המשקיעים בין השקעות בישראל אל מול השקעות בחו"ל.

מעבר לעיוותי השוואה אלה, ישנן מספר השלכות קונקרטיות כבדות משקל להחלטה של הרגולציה על מעבר לדירוג גלובלי. אני חושב שההשפעה הכי מהותית תהיה על הבנקים. לפי באזל 3, שהמפקח על הבנקים אימץ אותו-חברה שהבנק נותן לה אשראי והיא נמצאת בדירוג בינלאומי שמתחת לדירוג השקעה, למעשה צריכה להקצות נכס סיכון של 150%, ויש לכך השלכות דרמטיות מבחינת המערכת הבנקאית.

אם אנו עושים הערכה גסה של האשראי לציבור בבנקים - 500 מיליארד ש"ח ומניחים שבמעבר לדירוג גלובלי, לפחות 20% מהאשראי הוא לחברות שיש להן אג"ח מתחת לדירוג השקעה בינלאומי, הרי שעל פי הנחה גסה זו שאינה מופרכת, מדובר על 100 מיליארד ש"ח, ואם ניקח 50% מזה, שזו התוספת לנכסי הסיכון, כפול 10%, יחס הלימות הון בגדול, הרי שנקבל תוספת נדרשת להון הבנקים של 5 מיליארד שקל.

מדובר בהשלכה מאד משמעותית בדרישת הון מאד משמעותית מהבנקים, גם אם מדובר באבסורד לפיו באזל 3 עדיף לחברות לא להיות מדורגות בדירוג בינלאומי שהרי אחרת הבנקים יפגעו וסביר להניח שיעמיסו את העלות הנוספת על החברות, כמו גם שהדבר ישפיע על הקצאת המשאבים במשק.

קיימת גם השפעה לעניין 2 Solvency. יושבים כאן גם נציגים של חברות הביטוח, לרבות מהצד של ניהול הסיכונים, ונראה

האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג
גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון
האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על
סוגיית השוק העמוק?

כי הוא BBB אך הדירוג הבינלאומי לא יאפשר. אני מציע
לשקול כטווח הנראה לעין לאפשר להשתמש גם בדירוג
המקומי, במקביל לדירוג הבינלאומי.

בעניין אחר, אתה אומר (שלומי), כי סולם ההמרה אינו אחיד.
שאלה לחברות הדירוג: כשאתם מדרגים בדירוג בינלאומי
חברות ישראליות, האם כאשר אתם מדרגים בדירוג מקומי
פער הסולם נשאר קבוע, בגלל שישראל היא A+, או שיש
תזוזה דיפרנציאלית עקב אפיוני החברה. חברה המדרגת BB
בינלאומי, האם הדירוג הישראלי הוא ביחס לזה או לדירוג
הישראלי יש גם איפיון של העסקים של החברה הזאת, למשל
האם החברה היא יצואנית וכו', איך הדבר הזה עובד, כלומר
האם קיים פער קבוע בין הדירוגים או שיש שונות בפער על פי
אפיוני החברה המדרגת?

הערה אחרונה, ישנן הרבה מדינות מדרגות A+ כמונו. אתה
צינת מדינות בדירוג מקומי נמוך מישראל. מה קורה עם
מדינות מדרגות A+ נניח באירופה? האם אין השקעה במדינות
כאלו באג"חים מקומיות? האם ניתן לגזור מהמצב שם את מה
שעלול לקרות כאן אם עוברים לדירוג בינלאומי?

רונית הראל

השאלה היא מה ה-Benchmark של ישראל. קשה למצוא
מדינה דומה, גם שוק מפותח וגם קטן, תמיד אנו משווים את
ישראל בסוף ל-OECD, וברור שבהסתייגויות מסוימות.
במרבית השווקים בעולם, הדומים יחסית לישראל, מתייחסים
לדירוג גלובלי. השוק הישראלי שונה כי הוא התחיל מדירוג
מקומי, כשוק סגור יחסית, השוק צעיר. אפשר לומר שמשתנה
2006 השוק יחסית פעיל ולאט לאט הוא נפתח לעולם ואין
ספק שהדיון כאן הוא במקום, במיוחד לאור החשיפה של
המשקיעים המוסדיים להשקעות בחו"ל וגם לאור המגמה
של חברות ישראליות המבקשות לקבל דירוגים גלובליים.
השנה, לראשונה לאחר הרבה שנים, 6 חברות ישראליות ביקשו
דירוג גלובלי. וביצעו הנפקות של אג"ח בחו"ל, בהיקפים
משמעותיים, שנרכשו על ידי משקיעים זרים. בעבר היה נהוג

גם המתודולוגיה של החברה להם מסונפים/שייכים. אם
ניקח כדוגמה את באזל 3, הוא ממש מזהה את חברות הדירוג
הבינלאומיות ודורש כי המתודולוגיה תהיה בהתאם לחברה
הבינלאומית, וכשאנו מדברים על המעבר, החשש הוא ממעבר
חד מדי ויש גישה האומרת כי המעבר יתבצע בשלבים, תחילה
הדירוגים יופיעו זה לצד זה וזוהי סיטואציה מוזרה כי לכאורה
במצב בו יש הבדלים בין חברות הדירוג תיווצר העדפה לחברות
דירוג מסוימות. לחברות שאינן נמצאות כרגע בדירוג בינלאומי,
עדיף שלא יהיו בעלי דירוג בינלאומי שהוא מוכר לפי באזל 3
וזוהי סיטואציה של "מעגל שוטים" שעדיף שלא יהיה רשום לך
מאשר שכן יהיה רשום לך.

בשורה התחתונה, מדובר בהחלטה מאוד משמעותית שדורשת
התייחסות גם של הרגולציה, אם אנו מדברים על המפקח על
הבנקים, תידרש לדעתי הערכה מדויקת של השלכות המעבר,
כמו גם בדיקה של הממונה על שוק ההון על ההשלכה על
המערכת הביטוחית.

מה שאנחנו הולכים לדון בו היום הוא האם אנו משחקים
ב"נדמה לי". חשוב להבין לדעתי שמעל הסוגיה מרחפת בעיית
ה-Moral Hazard של הרגולציה שהיא למעשה אמורה לקבל
החלטה שנראית לכאורה טריוויאלית בעולם פינוסי גלובלי
ולכספים המחפשים השקעות, לרבות השאיפה להביא
משקיעים מחו"ל לישראל, אבל למעשה החלטה זו תשפיע
באופן מאוד משמעותי על הקצאת המשאבים במשק והלימות
ההון של הבנקים.

פרופ' אמיר ברנע

השאלה היא האם המעבר לדירוג בינלאומי ישפר את תמחור
הסיכון באשראי. לכאורה כאשר לפני ועדת ההשקעות שתי
חברות, מקומית ובינלאומית, בדירוג נניח BB התמחור צריך
להיות זהה אולי עם העדפה מסוימת למקומית עקב הכרות.
נניח דיון בוועדת אשראי בחברה לניהול קרנות פנסיה או
נאמנות, משהו שמגיש בקשה עם דירוג בינלאומי B שהוא
מתחת לדירוג השקעה. הדירוג המקומי מאפשר מתן אשראי

פרופ' אמיר ברנע

את אומרת שיש להתעלם מהסיכון הישראלי, זה הרעיון?

רונית הראל

כאמור, הגורם המוביל בד"כ את הדירוג של החברות הישראליות הוא הסיכון הפיננסי שאינו מושפע ממאפייני המשק הישראלי.

רו"ח גיא טביביאן

האם ההמרה היא חד חד ערכית?

רונית הראל

לא. שתי חברות בעלות דירוג בינלאומי B, חברה אחת יכולה להיות בדירוג ישראלי אחד ואחרת באחר. זה היתרון של הדירוג המקומי לצד הגלובאלי, הוא נותן סקלה רחבה יותר ומפורטת יותר.

פרופ' אמיר ברנע

אם זה לא עניין של סיכון ישראלי ודירוג מדינה, אז כדי להגיע לסקלה מקומית אתם פורסים את הסקלה בין B ל-BB?

רונית הראל

אמיר, מציעה שנסתכל על השקף שחילקנו, הוא נותן אינדיקציה להתפלגות הדירוגים הגלובאליים בעולם. ישנן מעט מאוד חברות בעולם המדורגות בדרוג AAA, וגם חברות בדרוג AA הן יחסית מעטות. אנו צריכים להתרגל לרמת והתפלגות הדירוגים הגלובאליים בעולם לפני שנעבור לשימוש בדרוג הגלובאלי. הדירוגים הגלובאליים בעולם הם בסקלה יותר נמוכה בדירוג גלובאלי בהשוואה להתפלגות הדירוגים בדרוג מקומי. בארה"ב הדרוג החציוני (הגלובאלי) הוא BB, כאשר הדירוג החציוני בישראל בדרוג מקומי הוא A.

רו"ח שלומי שוב

אבל בדירוג הבינלאומי היכן אנו נמצאים?

רונית הראל

לחשוב שמגבלת הדרוג של חברה היא דירוג המדינה. זה אולי היה נכון כשהיו מגבלות על תנועות הון מחוץ למדינה או היה נכון בעבר, כשחשבו ש-Default של מדינה גורם ל-Default של החברות הפועלות בה, אך היום אין הדבר כך. יוון הגיעה ל-Default והרבה חברות שם המשיכו לפעול ולהתקיים ולא פשטו רגל. כיום, אנו רואים לפחות 130 חברות, המדורגות מעל לדירוג המדינה שלהן, סדר גודל של כ-30 חברות בארה"ב, למשל, מיקרוסופט, "טאטא" בהודו, ובעוד הרבה מדינות מתפתחות ומפותחות. כלומר, דירוג המדינה אינו מגבלה, והדירוג לחברות ישראליות לא יוגבל בגלל דרוג מדינת ישראל. שלוש החברות הישראליות בדירוג הגבוה ביותר של חברה ישראלית הן שני הבנקים הגדולים וטבע, המדורגים בדרוג A(-).

פרופ' אמיר ברנע

מדוע יש פער בין הדירוג הבינלאומי למקומי? את אומרת שדירוג המדינה אינו רלוונטי או פחות רלוונטי?

רונית הראל

הדירוג של רוב החברות הישראליות נקבע בעיקר כתוצאה מהפרופיל הפיננסי של החברות ופחות מהפרופיל העסקי, כאשר הפרופיל הפיננסי מתייחס ליחסים פיננסיים, נזילות, מינוף ונמדד בכל מדינה ומדינה באותו אופן ולכן אינו מושפע מדירוג המדינה. הפרופיל העסקי יכול להיות מושפע מהאפיונים של המשק הישראלי - קטן, ריכוזי וכו'.

רותי דהן פורטנוי

מה שרונית מתכוונת הוא שגם אם מחר ישראל תהיה AAA חברות כמו בנק פועלים ולאומי, שהעסקים שלהם מושתתים על המשק הישראלי, הדירוג שלהם לא יעלה מעבר לדירוג היום.

רונית הראל

מעבר לכך, גם כאשר מתייחסים לפרופיל העסקי הרי שבחלק מהמקרים המשק הישראלי על מאפייניו, יכול לתרום לחיזוק הפרופיל העסקי של חברות. למשל, מאפייני המשק וגודלו מהווים חסמי כניסה למתחרים חדשים מחו"ל. בסקטורים לא מעטים אנחנו לא רואים חברות בינלאומיות המגיעות לשוק הישראלי, משיקולי כדאיות כלכלית ופירקטיות. לכן, המאפיינים של המשק הישראלי אינם בהכרח בעלי השפעה שלילית על הדרוג.

האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג
גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון
האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על
סוגיית השוק העמוק?

לא מדויקת ולא חד חד ערכית כי יש שם טווחים. אם היו 10
דירוגים אז זה היה חד חד ערכי אבל ברגע שיש 100 דירוגים עם
פלוסים ומינוסים אז זה לא חד ערכי. אני לא יודע על דירוגים
בינלאומיים שאנו מקבלים בארץ. אני לא יודע אם גיוסי האג"ח
האחרונים שנכנסו לכאן היו נכונים.

רונית הראל

מה השאלה? הדירוגים נכונים, בדיוק באותה מידה שה-AAA
של מיקרוסופט נכון.

פרופ' רוני עופר

כיוון שלא בדקתי לא את זה ולא את זה אני לא יכול להעיד. אני
אגיד רק שזהו תרגום טכני בסופו של דבר.

רותי דהן פורטנוי

טבלת ההמרה היא עניין טכני. יחד עם זאת, אני לא בטוחה
שכל המשקיעים שרוכשים אג"ח המדורגת במונחים מקומיים
בדירוג A מתמחרים אותה כאילו מדורגת במונחים בינלאומיים
בדירוג ++B, עובדה היא כי אג"ח ישראליות בדירוג A מקומי
נסחרות בתשואות נמוכות (מעל אגח מדינה) ביחס לאג"ח
בינלאומי המדורג בדירוג B.

פרופ' רוני עופר

נניח ברמה האישית. יש לי מגבלה של A בתיק ובישראל ואני
עובד איתה, ועכשיו אני יוצא החוצה, אני עושה את התרגום
לבד ומבין שאני לא הולך רק על A בחוץ ואני מסביר את זה
ויבינו את זה.

רו"ח שלומי שוב

במונחים של דירוג בינלאומי ממוצע הדרוג לקבוצת החברות
שאנו מדרגים בישראל הוא בקבוצת ה-BB.

רו"ח שלומי שוב

נמוך משמעותית מדירוג השקעה.

רונית הראל

אכן.

פרופ' רוני עופר

לי נראה שהבעיה היא טכנית. יש כאן שאלה של הבנת
המשקיעים. למעלות יש טבלת המרה שאינה חד ערכית
בגלל הבדלים מסוימים. ההגדרה של AAA בישראל שאלו
הן החברות הכי טובות במשק הישראלי, זוהי ההגדרה בלי
קשר לדירוגים. ברגע שיש טבלת המרה הכל נשאר חד ערכי
לחלוטין. אני מדבר כרגע על חברות ישראליות.

נניח שאני מנהל השקעות והוטלה עלי מגבלה שלא להשקיע
מתחת ל-A. למשל, אני יו"ר ועדת השקעות של אוניברסיטת
תל אביב והועד המנהל אמר לי לא להשקיע מתחת ל-A. בוא
נניח שנעבור לדירוג בינלאומי, אני אבוא לוועד המנהל ואגיד
לו שצריך להוריד את הסף. הם יהיו חייבים להוריד ל-BB או
משהו כזה. ברגע שהמשקיע מבין את עניין ההמרה אז אין
בעיה.

רו"ח שלומי שוב

אני לא בטוח עד כמה זה מייצג.

פרופ' רוני עופר

יש לך דירוג ישראלי, בינלאומי וטבלת המרה. הטבלה היא

אני רוצה לתת למנכ"ל חברות הדירוג להציג ולאחר מכן יש הרבה על מה לדבר.

רו"ח דב ספיר

מכל מה שנשמע עד עכשיו אז בעצם הדירוג המקומי הוא הונאה של הציבור. אני לא מבין את זה, אם יש טבלת המרה אז מה החוכמה? אם זה B אז מקומי זה A+. תעברו לגלובאלי ותאפשרו להשקיע גם נניח ב-B. למשל היום אומרים צריך להשקיע הכי נמוך ב-AA אבל אין בעיה הדירוג המקומי יפתור לכם את הבעיה. למה צריך את זה?

רונית הראל

השוק הישראלי כפי שנאמר, שונה ממרבית השווקים בעולם בכך שהמשקיעים מתבססים רק על דירוג מקומי. היציאה של המשקיעים הישראליים לחו"ל היא אחד הגורמים לדיון בנושא. אחת השאלות שעולות בהקשר זה היא האם אנו מסתכלים על אג"ח בדירוג מקומי מול אג"ח מקביל בחו"ל בעל דירוג גלובאלי, ומשווים את התשואה ביניהם, או שאנו מסתכלים על המרווח של כל אג"ח מעל איגרת חוב ממשלתית. כי אם אנו מסתכלים על המרווח של האג"ח מעל התשואה של האג"ח הממשלתי, למשל בארה"ב ובישראל התמונה המתקבלת היא שונה, בהשוואה להשוואת התשואה בין שתי אגרות החוב הישראלית והאג"ח בארה"ב באותו דרוג.

פרופ' עמיר ליכט

האם המעבר מדירוג ישראלי לבינלאומי יכול לגרום לדירוג של שתי חברות להתהפך? זו השאלה היחידה שרלוונטית.

רונית הראל

לא יכול שיתהפך, אבל חברה שדורגה בדרוג מקומי של ilA+ וחברה אחרת שהייתה ב-ilA יכול שיהיו בדירוג בינלאומי זהה היות והסקלה המקומית הרבה יותר מפורטת.

רו"ח שלומי שוב

האם הדירוג שאתם מבצעים הוא דירוג העומד בסטנדרטים של S&P העולמית? לצורך העניין אם אנך שוק ההון מקבל החלטה למעבר לדירוג גלובאלי, האם לפי באזל 3 הדירוג שמעלות מבצעת פה בארץ עומד בסטנדרטים הבינלאומיים של באזל 3?

רונית הראל

מעלות היא חלק מ-S&P הדירוגים הגלובאליים שנעשו השנה לכי"ל, תמר-בונד וכו', דורגו על ידי צוות של מעלות, יחד עם אנשים מהצוות הגלובאלי. אין הבדל בין הדירוג הזה לבין דירוג של מיקרוסופט.

פרופ' אמיר ברנע

הדירוג מוצג בחוץ לארץ כדירוג של S&P?

רונית הראל

כן.

רו"ח שלומי שוב

בסולם המקומי, בדירוג לחברות מקומיות אתם עובדים על פי מתודולוגיה בינלאומית?

רונית הראל

כן כמובן, ואז ממירים את הדרוג על פי טבלת המרה לדירוג מקומי.

רו"ח שלומי שוב

אז נמצאים אצלך כל הדירוגים הגלובאליים של החברות הישראליות?

רונית הראל

נכון.

אבי לוי

אז למה לא מפרסמים את זה?

רונית הראל

החברות הישראליות ביקשו דירוג בסולם מקומי, הרגולטור מתבסס על הסולם המקומי.

פרופ' רוני עופר

האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג
גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון
האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על
סוגיית השוק העמוק?

אבי לוי

אמיר, אני לא חושב שזו רק בעיה של רגולציה, גם בוועדת
ההשקעות שהאנשים שלך יושבים שם הרבה יותר נוח להם
להשקיע ב-A+ ישראלי מאשר ב-BB בינלאומי.
זה לא בגלל שהם לא מבינים. הם נמצאים במשק כאן, הם
מכירים את החברות, אם קורה משהו הם יהיו בחבורה שתנהל
את ההסדר, ובחול"ל מי סופר אותם. זו גם לא תהיה אותה
ריבית.

ערן היימר

יש כאן כמה דברים שמתחברים. שיפור דירוג האשראי של
ישראל הופך את תקרת סיכון המדינה של חברות ישראליות
לפחות רלוונטית, ככל שהדירוג עולה. תהליך אחר שכנראה
אתנו לנצח זה הגודל של חברות ישראליות, ואין מה לעשות
אין כמעט חברות ישראליות גדולות בסדר גודל בינלאומי
אמיתי. אפשר לאמץ את סולם הדירוג הבינלאומי כמו שהוא,
ואז אולי 10 חברות יהנו משוק האג"ח הישראלי, ועוד 10 שנים
נקים ועדת חקירה ונשב כאן כולנו ונדבר על הריכוזיות, היות
וכל הפנסיות נכנסו רק ל-10 חברות. יש כאן שוק עם מעט
מאוד אנליזה וזה המחלה האמיתית. יש שתי חברות דירוג
שלוקחות את האנליזה לתחום האג"ח. אנו מפרקים את זה
ליותר דרגות. אתם המשקיעים מקבלים יותר מידע.

פרופ' אמיר ברנע

דירוג של מדרוג יכול לבלבל כדירוג בינלאומי?

ערן היימר

אנו נותנים דירוג של מדרוג ומפרסמים שזה מקומי ולא בינ"ל.

פרופ' אמיר ברנע

בשנים האחרונות מאז המשבר חל שינוי, סקלת הדירוגים
המקומית התקרבה יותר לדירוגים הבינלאומיים, ואני חושב
שחלק מזה זה אימוץ הפרספקטיבה הבינלאומית של S&P,
וכבר היום מסתכלת עם אנליסטים מחו"ל על המשק הישראלי
וביצעה מהלך די חד משמעי של הורדת דירוגים בסולם
המקומי. מה שהיה AA ב-2007 היום הוא בממוצע A.

רותי דהן פורטנוי

הסיבה היא כי ב-2007 S&P הפכה לבעלים של מעלות.

פרופ' אמיר ברנע

כמשקיע, אתה צרכן דירוגים. מהי מבחינתך המשמעות
וההשלכות של המעבר לדירוג בינלאומי?

אמיר הסל

המחשבה שאנחנו כביכול לא מבינים את הדירוג המקומי או
שנעדיף חברה ישראלית היא מחשבה לא נכונה. אנחנו יודעים
ומבינים את הסיכונים של החברות לכן אם לכאורה יתקבל
סולם בינלאומי אנו נהיה די אדישים. אני אומר לכאורה כי יש
כאן את הצד הרגולטורי, שחלקו כמו שרוני אמר, הוא הנחיות
של הדירקטוריון או ועדת השקעות שקל יהיה להסב אותן,
אך ידרשו התאמות רגולטוריות. למשל, יש היום תקנות של
משרד האוצר שמי שמשקיע מתחת ל-BBB אז אתה צריך
להראות שיש בטוחה מספקת, יש דרישות הון על השקעה
מתחת ל-BBB, יש עיוותים מאוד חד משמעיים שאנו רואים
כמו למשל אם אני משקיע היום באג"ח בינלאומי BB, צריך
להעמיד הון של 16%, לעומת השקעה בחברה בדירוג מקומי A
בה אני שם 4%. הכוונה כמובן על הנוסטרו של חברות הביטוח.
אני מדבר על הדירוגים הבינלאומיים שהרגולציה לא מאפשרת
לנו להשתמש בה.

רונית הראל

אם מסתכלים על השווקים בחו"ל, צריך לקחת בחשבון כי בדרך כלל זו לא החלטה של הרגולטור, אלא דרישה של השוק. יש משקיעים זרים, חברות גדולות מנפיקות בשווקים הגלובליים ומשקיעים זרים רוכשים את האג"ח וזקוקים לשם כך לדרוג גלובלי. בשוק האג"ח הישראלי אין כמעט משקיעים זרים, ומעבר לחברת חשמל וטבע, עד לשנה האחרונה לא היו חברות ישראליות שהנפיקו אג"ח בחו"ל.

פרופ' אמיר ברנע

אבל משקיעים ישראלים משקיעים גם בחו"ל. תסביר לי עוד פעם מי צריך להחליט, מהו הפורמליזם של מעבר?

ערן היימר

לא הרגולטור החליט על דירוגים, אלא זה צורך של משקיעים. אחר כך באה רגולציה, ובעיקר בשנים האחרונות. לדעתי צריך להחליט מי שצריך להחליט. חברה ישראלית תפנה לאותם גופים שהיא מכירה, תשלם יותר כסף ותקבל דירוג בינלאומי.

פרופ' אמיר ברנע

זאת אומרת שיש מאבק פה, אתה תפנה את החברות ל-Moody's, אתה לא מסוגל לתת דירוג בינלאומי.

ערן היימר

מדרוג פועלת עשר שנים ואנו בבעלות של Moody's. בהסכם ביננו אנו מכסים את השוק הישראלי ומוציאים דירוגים מקומיים. יחליטו שהולכים לדירוג בינלאומי, נשנה כנראה את ההסכם. השנה היא חריגה, חברות ישראליות גילו שניתן גם לגייס כסף בחו"ל. האם השוק הישראלי צריך לעבור לדירוג בינלאומי? השאלה אם זה נותן יותר או פחות. אם אתה חושב שזה מבלבל, ואם היינו נותנים במקום AAA, אז זה היה פחות מבלבל?

פרופ' אמיר ברנע

מעלות יעברו לבינלאומי ואתה תמשיך עם המקומי?

ערן היימר**ערן היימר**

לא, אנו פועלים בשיטה אחרת ממעלות, אנו עובדים עם אנליזה ומתודולוגיה שלנו, אנו מתבססים על כל הידע של Moody's אבל עובדים במתודולוגיה מקומית.

פרופ' אמיר ברנע

אם יעברו לדירוג בינלאומי, אז Moody's תיתן גיבוי לדירוג של מדרוג?

רו"ח שלומי שוב

עדיף לו שלא אגב. אני מכניס קצת עניין לדיון.

ערן היימר

לא בטוח. דווקא בעולם אנחנו רואים יותר ויותר מדינות שעוברות לדירוגים מקומיים, כי יש גם העדפה לקונגלומרטים בינלאומיים כמו שאסם שמוכרת אצלנו, ויש הטיה כזאת גם בעולם, בדרום קוריאה יש סולם מקומי, בסין, הודו ובמדינות נוספות. אנו רואים במדינות בעולם שיש בהן מאבקים גיאופוליטיים כמו רוסיה ואירופה, או סין שמנסה לפתח אצלה שוק הון, כדי שדווקא השווקים המקומיים והחברות המקומיות יהנו ממנו ולא רק אמריקאים או אירופאים. תסתכלו על זה גם ברמה של תהליכים בינלאומיים גדולים יותר, גם ברגולציה שאנו מנסים להעתיק כי אירופאים טובים ברגולציה, אבל הרגולציה הזאת טובה לאירופאים ולא דווקא לישראלים אז אל תתבלבלו באינטרסים שיש בכל מקום. השאלה היא האם דירוג מקומי מוסיף ערך או לא?

עכשיו לשאלה ששאלת, אם נקבץ את כל ה-BBB הישראלי וניתן לו אות אחת, יש לך יותר מידע או פחות? יש לך Ba 1 או 2 או 3 בשפה שלנו. נהפוך את כולם לאות אחת אז פספסת מידע. אתה צריך כמה שיותר מידע, וזה מה שאנחנו מנסים לעשות. אתה יכול לקבל את זה או להגיד שזה שטויות וזה מבלבל. אני חושב שלא. אם יש מישהו שחושב ש-A מקומי שווה בדיוק ל-A בינלאומי? אני לא חושב.

פרופ' אמיר ברנע

מה יקרה לדירוגים של מדרוג במעבר לדירוג בינלאומי? אתה אומר שזה הכל דירוג מקומי.

האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג
גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון
האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על
סוגיית השוק העמוק?

אל תדאג לביזנס שלנו.

רו"ח שלומי שוב

יש כאן משהו מעניין גם מבחינת הביזנס של חברות הדירוג.

דורון צור

מעבר לעניין הטכני של סולמות המרה יש כאן עניין מהותי. בחברות הדירוג יש הנחה סמויה שיש כאן עניין של אובייקטיביות ומתודולוגיה. דירוג זה עניין סובייקטיבי. כמו שאמרו כאן, אותו מדרג ידרג את ג'ונסון וג'ונסון AAA בארה"ב, אבל במדינת ישראל, מדינה קטנה במזרח התיכון הוא ידרג ב-A+.

אם אני מסתכל על קאטרפילר, וול-מארט ואמזון שגייסה שבוע שעבר, האם הן יותר מסוכנות עבורי כמשקיע ישראלי יותר מאג"ח של מדינת ישראל? אני כמשקיע ישראלי חד משמעית יעדיף אג"ח של ממשלת ישראל. לעומת זאת, מנהל קרן פנסיה אמריקאית יעדיף להשקיע בהן כי הסיכון עבורו נמוך יותר, היות ואף אחד לא יפטר אותו אם הוא ישקיע בוול-מארט והיא תפשוט רגל. לעומת זאת אם הוא ישקיע במדינת ישראל והיא תפשוט רגל יגידו לו מדוע השקעת שם? זה לא פסיכולוגי זה רציונאלי לגמרי.

פרופ' אמיר ברנע

אז אתה אומר להישאר עם דירוג מקומי?

דורון צור

בטח. אם אני רואה מנגנון עם תוצאה אבסורדית, והמתודולוגיה לא משנה כרגע, בו וול-מארט מקבלת דירוג גבוהה יותר ממדינת ישראל, למרות שבשנים האחרונות ישראל מגייסת סכומי עתק בריבית אפסית. אם אני יושב בועדת השקעות

איציק מאיסי

יש לי שתי הערות, כבוגר חברת דירוג, כולם מדברים פה על סולמות אבל יש הבדל בין דירוג לדרגת השקעה. בסופו של דבר, חברות דירוג בינלאומיות מוכרות לנו אחת לשנה מטריצה, אם אתה A מה הסיכוי שלך להגיע לחדלות פירעון. בתרגום הזה לדירוג מקומי, יש בעיה וקשה מאוד לתת את המוצר. התרגום אומר כי חברה אחת טובה מעט מהשנייה, ואז הולכים לעניין של spread. אם כל החברות בארץ היו B אני מניח שמשקיעים מתוחכמים מספיק היו יודעים להבחין בין B יותר בסדר ל-B פחות בסדר. עניין spread הוא לא רק פונקציה של PD הוא פונקציה של הרבה דברים אחרים.

פרופ' יורם עדן

אני רוצה לדבר בכובע של מנהל השקעות במיליארדי שקלים. ועדות השקעות תתכנס ויש לה בנק ישראלי בדירוג גלובלי BB ויש בנק אמריקאי עם BB. מה שיקרה זה שאנחנו נוסף מיד שתי דרגות לכל דירוג גלובלי של חברה ישראלית. אנחנו פעם השקענו בנייר אמריקאי שדורג AA ובמשבר של 2008 כאשר המנפיק קרס, בדקנו מה הסיכוי שנוכל לגבות את הכסף בהליכי גביה. שמחנו למכור את זה בסוף ב 27 סנט לכל

דולר אחד, כי לא היה סיכוי לתהליכי הגביה כי זה רחוק, יקר וכן הלאה. אם אתה בשוק המקומי אז הסיכוי שלך לגבות הוא יותר גבוה.

פרופ' אמיר ברנע

רק ההסתברות לחדלות פירעון נלקחת בחשבון בדירוג? מה עם ההסתברות ל-Recovery?

רונית הראל

בסיטואציות מסוימות יש התייחסות גם לביטחונות ומכאן גם Recovery.

עו"ד נטלי ג'ייקובס

אני חושבת שצריך להסתכל על ההיסטוריה ולראות האם ישנו צידוק לסולם מקומי. כאשר נקבע הסולם המקומי הדירוג של מדינת ישראל היה במקום אחר והגלובליזציה היתה במקום אחר. היום בעצם חברות דירוג יודעות להסתכל גם על הכלכלה והדירוג הישראלי, ומאוד יכול להיות שיש להשוות תפוחים לתפוחים וכמו שאומר אמיר הסל, המוסדיים מספיק מתוחכמים בכדי לקחת דירוג בינלאומי ולנטרל Home Bias. הרגולטור יצטרך, אם זה למוסדיים או לבנקים, לסדר "סל" עם דירוג מקומי, עם חשיפה לשוק הישראלי עם Bias לשוק המקומי. אבל היום לפרוס את הדירוג לדירוג מקומי כאשר אנו לא בטוחים שההצדקות שהיו לו כאשר הוא נקבע עדיין קיימות. אז ערן אומר שמדובר במידע נוסף שהמשקיעים צריכים. זו נקודה חשובה אבל יכול להיות שאת אותנו מידע ניתן לתת לשוק ביחד עם כלי שיאפשר להשוות תפוחים לתפוחים. כאשר ועדות השקעה ישבו הם ידעו לבד לומר שבהשקעות ישראליות יש את יתרון המקומיות.

פרופ' אמיר ברנע

אז את בעד מעבר מלא לדירוג בינלאומי?

עו"ד נטלי ג'ייקובס

מדינת ישראל היא A+, משקיע ישראלי חשוף לחו"ל, אנחנו רואים גם את הבנקים הזרים נותנים פה מימון ב-6 השנים האחרונות, ומתחרים יפה בבנקים הישראליים, ואין הצדקה יותר בפער הזה.

דני ירדני

אני רוצה לשקף לכם את המציאות באופן טיפה שונה כי אני חושב שלא דובר פה בבעיה הכי חשובה. זה נכון שבעולם אוטופי בתור משקיע מוסדי כשאני רואה דירוג A אני יודע לעשות את ההמרה והכל בסדר, אבל המציאות היא לא כזו. מי שקובע את התמחורים בשוק הקונצרני בארץ זה לא המוסדיים, קופות הגמל או חברות הביטוח. אלו הם קרנות הנאמנות בלבד. היום רוב הגופים המוסדיים גדולים מדי בשביל להשתתף בהנפקות הקונצרניות וזה עובר להם מתחת לרדאר וזה בסופו של דבר קרנות הנאמנות. על פי הרגולציה מי שמשקיע בקרנות הנאמנות מתחת לדירוג השקעה צריך לשים איזשהו "סימן קריאה".

רו"ח שלומי שוב

כמו "הערת עסק חי" בעולם החשבונאות.

דני ירדני

בדיוק. בעצם אם הבנק רואה קרן עם "סימן קריאה" הוא לא מתקרב ואם בלי אז הוא קונה ללא חשש. קרנות הנאמנות קונות אגרות חוב עם דירוגי השקעה, ואני מסכים שבגדול זה הונאה של הציבור וזה למראית עין, ויום אחד עוד 10 שנים תהיה ועדת חקירה כי בסופו של דבר רמת הסיכון בתמחורים של אותן אגרות חוב מקומיות לא ראויים, בגלל ניפוח הדירוג. יש עוד חולאים שאנו לא מתעסקים איתם בהשוואה בין השוק המקומי לשוק הזר אבל בסופו של דבר אנו צריכים להמשיך להאכיל את המפלצת הזו ולתת לה דירוגים מקומיים ויום אחד נגלה שרוב שוק החוב הישראלי בכלל לא בדירוג השקעה. בתור אחד שכבר קרוב ל-10 שנים משקיע באג"ח בחו"ל, יש פערים מהותיים בין השוק המקומי לשוק הזר ואני חושב שיהיה טוב ככל שנתחיל לתת סולם דירוג מקביל ולאט לאט כדי שלא יהיה הלם בכל המערכת, ניפרד מהדירוג המקומי כדי שבסופו של דבר, זה לא סתם שגל ההגירה האמריקאי מגיע לכאן בשביל לנצל את פערי הריביות, וכשהוא ירצה לקבל דירוג בינלאומי אז הוא יקבל דירוג נמוך ולא יוכל לגייס בריבית שהוא מקבל כיום.

יותר מזה, הכל היה מאוד תאורטי עד השנה אבל השנה באו 3 הנפקות עם דירוג מקומי ובינלאומי, ואנו רואים את אותו פער של 5 דרגות. כיל מ- AA+ ל- BBB ביקום מ- A ל- BB- תמר בונדס מ- AA ל- BBB- ובסופו של דבר מי שהשקיע באג"ח הללו קיבל אחלה spread ביחס למצב אם היה רק דירוג מקומי. אם לא היה את הדירוג הזר לא היה את אותו spread.

שאל בן שימול

האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג
גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון
האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על
סוגיית השוק העמוק?

35% מהחברות מדורגות כ-B, וחלקן הן חברות קטנות וכו"ל באירופה ובשווקים אחרים. אין זה נכון שלא יודעים להתייחס לחברות קטנות. נכון שבמשק הישראלי ישנו ריכוז גבוה מאוד של חברות קטנות לעומת שווקים אחרים. בכל מקרה, אני לא חושבת שהדיון פה הוא בעניין ויתור על דירוג בסולם ישראלי, אלא, להוסיף דרוג בסולם הגלובלי לצידו של הדרוג המקומי.

פרופ' אמיר ברנע

יש לכם במעלות במגירה דירוג בינלאומי של כל החברות המקומיות. יש לכם דירוג בינלאומי לאותה חברה. באמת למה לא לפרסם אותו? יש אינפורמציה בכספת, מישוהו יודע אותה? אני רוצה לדעת אותה. אתם אומרים שהסולם אינו אחד לאחד. אם הוא אחד לאחד אז באמת זה מיותר אבל אם הוא לא אחד לאחד והוא מונח בכספת אז למה לא לפרסם אותו?

סיגל יששכר

יש גם חברות שמנפיקות ללא דירוג.

דרור גילאון

קרנות הנאמנות לא יכולות לקנות אותן, ומה שקורה הוא שהציבור קונה חברות שהוא חושב שהם מדורגות בעוד שהן בכלל ללא דירוג השקעה, והוא שם לעצמו דרגת סיכון מסוימת אבל אם אין לאג"ח דרגת סיכון אז אותו משקיע יוכל לבחור אם הוא קונה את קרן הנאמנות או לא. יש פה אינפורמציה שחסרה.

רו"ח שלומי שוב

בדיוק כמו שדני אמר, פה יש "סימן קריאה" ופה אין.

ד"ר רחל שיינין

אני רוצה לומר כמה דברים כאחד שהיה במעלות הישנה ובחדשה וראה איך הסולם מתבצע. חברת הדירוג הבינלאומיות לא יודעות לדרג חברות קטנות, והן פשוט לא מתעסקות עם זה. יש חשיבות לסולם דירוג מקומי. מה שקובע בתוך הדירוג הוא לא דירוג המדינה ה-Sovereign אלא דירוג ה-Country. זה דבר קצת שונה, כי זה לא מתייחס לתקציב, חוב ומושגים גיאופוליטיים אלא יותר למשטר הרגולטורי, משפטי וכו'. דבר נוסף שחשוב להגיד, כאשר אנו מסתכלים על סולם הדירוג של S&P, כל החברות צריכות להתכנס ל-BBB בינלאומי וברור שאנחנו מקטינים את הסולם בצורה כה מהותית שעלול להיווצר מדרון חלקלק מאוד. בדירוגים של B- בינלאומי או B בינלאומי אנו יכולים בקלות להידרדר ל-C שזה קרוב מאוד לחדלות פירעון בגלל ש-B- מגיע לאזור ה-BBB. לגבי חברות בינלאומיות אין לנו את ה-BIAS, או בעצם אם אני טוען שחברות ישראליות צריכות להתקדם בסולם הבינלאומי ולקזז קצת את הפער אז חברות בינלאומיות שבאות להנפיק כן הסיכון גדול יותר, כלומר אם ניקח חברה מסוימת בדירוג B בארץ אני טוען שהיא היתה צריכה לקבל BB- זה מקזז קצת את פער ההמרה מ-B- יותר לכיוון BBB+ כי בעצם זה היה צריך להיות BB- ואז זה בסדר יחסית ומקזז חלקית את הבעיה, אבל אם זה בדירוג בינלאומי אין את ה-Home Bias ואין את הקיזוז הזה, ובשלב הזה צריך להיזהר מאוד שאין לנו פער גדול מדי.

רונית הראל

אני רוצה להתייחס לשני דברים. אחד, ב-S&P מדרגים את סיכון המדינות וסיכון המדינה של ישראל הוא ניטרלי לדירוג. לדוגמה, סיכון המדינה של רוסיה מהווה גורם שלילי בדרוג של החברות הרוסיות, סיכון המדינה של אוסטרליה מהווה גורם חיובי. אבל לגבי ישראל סיכון המדינה הוא ניטרלי לדירוג. לגבי חברות קטנות אני לא מסכימה ש-S&P לא יודעת לטפל בחברות כאלו, בגרף של התפלגות הדרוגים בעולם רואים חברות רבות המדורגות בדרוג B גלובלי. בארה"ב מעל

אני חושבת שאיפשרו הדיון הפך להיות ממוקד בחברות הדירוג, ויותר מדי מדברים על הנושא של הדירוג. הבעיה המהותית היא האם ישנה הונאה של הציבור או לא, בחלק הזה מחסירים קצת אינפורמציה. אם זה כל כך פשוט אז איך זה שהרגולטור נמנע מלטפל בזה עד עכשיו. בואו נשים את הדברים בשוק הקונצרני כהווייתם, עבור המוסדיים השוק הקונצרני הוא זניח. רוב המחזיקים בשוק הקונצרני הם אנשים כמו גב' כהן מחדרה. מצד אחד, ישנם משקיעים מוסדיים שמנהלים פנסיה ומקבלים החלטות, אני מוציאה מהם את הפנסיות המיועדות. מנגד יש את קרנות הנאמנות שגם מוגדרות כמוסדיים אבל זה מוצר אחר, זה של גב' כהן מחדרה. הציבור, ישיר פלוס קרנות הנאמנות, שזה שוב הציבור, מחזיקים יותר מ- 50% מהשוק הקונצרני. המוסדיים כמנהלי פנסיה מקבלי החלטות הם חלק קטן מתוך השוק הזה. צריך לקחת את זה בחשבון כי אנחנו צריכים לפנות לגב' כהן ולהסביר לה את העניין.

אם מדובר בחברות הדירוג, אז הן יתנו את המידע ויותר מידע לעולם לא יהיה גרוע יותר, ולכן סולם בינלאומי לצד ישראלי זהו פתרון אופטימאלי. אבל קודם כל, השוק הזה ממונע על ידי רגולטורים ועד שהרגולטור לא ישים את כף ידו בקלחת ויקבל החלטות שום דבר לא ישתנה. אין פה הונאה זהו שוק צעיר, שוק ינוקא, זהו שוק שעד 2005 לא היה. עד 2003 השוק נשלט על ידי הממשלה באגרות חוב מיועדות.

רו"ח שלומי שוב

שוק ינוקא אבל עמוק.

ד"ר רחל שייני

זהו שוק צעיר וצריך להשאיר אותו עבור החברות הקטנות ולא לשפוך את התינוק ביחד עם המים. השוק שלנו אינו דומה לאף שוק אחר: 75% ממנו הוא צמוד מדד, הוא במטבע מקומי ויש לזה חשיבות לגב' כהן. אי אפשר רק להשוות רק דירוגים ולהתמקד רק אם ה-A הוא BBB-. זהו לא הדיון היחיד. צריך להתמקד בדברים החשובים, כי הסיכון מורכב מעוד גורמים.

רו"ח שלומי שוב

יש לנו די הסכמה רווחת לפחות ב- PHASE 1 לעבור לסולם מקביל, אבל בואו נדבר רגע על ההשלכות, אמרנו בנקים, ביטוח. מה תהיה ההשפעה על הבנקים להחלטה של דורית סלינגר לסולם מקביל?

רו"ח חיים חבין

המצב היום הוא שרוב החברות הקונצרניות לא מדורגות למעט בנקים שהקצאת הון בגינן נעשית בדרך אחרת, ברמה אחת פחות מדירוג המדינה. יש מעט מאוד קונצרנים ישראליים שמדורגים מהזווית של באזל 3. מה שבעצם הבנקים רואים זה לא דירוג בינלאומי מול מקומי, אלא שהדירוג המקומי לא מוכר כיוון שזה דירוג מעלות ולא S&P ומדרוג ולא Moody's. ברגע שיהיה דירוג בינלאומי יהיה כאן דירוג בכפייה. ברגע שתפנה ל-S&P אתה תצטרך להשתמש בדירוג שלהן לכל התיק. אתה לא תוכל להגיד שלקונצרני אתה משתמש ולבנקים לא. יכול להיגרם מצב בו הרבה מהחוב שעליו אתה חייב להחיל את דירוג האג"ח, עלול לרדת מתחת לדירוג השקעה. גם אם ההשפעה היא לא 5 מיליארד אלא 2 מיליארד לבוא ולגייס עכשיו הון של 2 מיליארד ברגולציה של באזל 3 ובתקנות אחרות שנכנסות, זו יכולה להיות מכה קשה לבנקים.

פרופ' אמיר ברנע

לבנקים יש דירוגים פנימיים. על פי באזל 3 הדירוג הפנימי קובע את הלימות ההון פר לווה. מה הסינכרוניזציה של הדירוג הפנימי עם דירוג מקומי או בינלאומי? אני לא רואה את ההשפעה הרוחבית בין הדירוג הפנימי של הבנק לבין הדירוג החיצוני.

רו"ח חיים חבין

ישנן שתי גישות עיקריות בבאזל. יש את הגישה הסטנדרטית ואת המתקדמת שהיא הדירוגים הפנימיים. בארץ הגישה המתקדמת אינה מקובלת. אם הדירוג הפנימי של הבנק משקף הסתברות חדלות פרעון של 0.5% אבל נניח שהלווה אינו מדורג אז הוא יקבל משקל סיכויי לחדלות פירעון נגזר של "1.3% - 1.5%" לדוגמה. בנק ישראל אינו מתיר את שיטת הדירוגים הפנימיים. והוא אינו נראה באופק.

שי קומפל

היחס בין תיק הנוסטרו לבין סך כל התיק הוא בין 10% ל-20%. Solvency לא משפיע על תיק המשתתף. המצב שיכול להיות הוא שתיקי הנוסטרו ישתנו אבל זה לא יגרום לזעזוע במשק. יהיה כנראה יותר כסף לחו"ל אבל זהו תיק יחסית קטן. בגלל הלימות ההון ישתנה תמהיל התיק, אך ההשפעה למשק לא תהיה גדולה.

עמית גל

האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג
גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון
האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על
סוגיית השוק העמוק?

להשקיע בחברות ישראליות הם מכירים את ההנהלות, רואים
מצגות, קוראים עיתונות, ובעולם יש נגישות מזערית לדברים
הללו. אני לא רואה חברה בינלאומית באה להראל או לפסגות
ואומרת להן תשקיעו באג"חים שלנו בחו"ל, ולעומת זאת
חברות ישראליות כל הזמן נמצאות בהראל ובפסגות על מנת
לשכנע אותם להשקיע.

עכשיו בואו נעשה דירוג בינלאומי, ונוריד חברות שנמצאות
כיום ב-A ל-B. ועדות אשראי ישבו ויחשבו אם להשקיע
בחברה זרה A שהם לא מכירים בכלל את השם שלה לעומת
חברה ישראלית B. מה הם יגידו כאשר הם יבואו להסביר מדוע
הם משקיעים בחברה זרה ולא בישראלית שידעו אותה
ומכירים אותה, ויודעים את ה-Recovery שלה ואת הנכסים
שיש לה. מה הם יודעים בחו"ל על נכסים בישראל?

רו"ח שלומי שוב

אולי הפתרון הוא באמת להכניס את ה-Recovery.

אבי לוי

אנחנו לא נשנה את זה עכשיו. אנחנו חיים במציאות מסוימת
שה-Recovery אינו נחשב. בוועדת השקעות כשהיא יושבת
היא גם לוקחת את זה בחשבון ולא רק מסתכלת על המספר
של מדורג או מעלות. הם לוקחים בחשבון שהם מכירים
ויודעים את החברה ועובדים איתה כבר 20 שנה ולא רק
מקבלים עליה מספר.

אלי אלעל

השאלה בסופו של דבר בדיון הזה היא- האם יש הקצאה נכונה
של סיכון? והאם יש פה תשואה נכונה לסיכון? ואלו השאלות
המהותיות. רק בשביל שניין, גם אם נניח שמדובר בסטייה
בין סיכון לתשואה של 0.5%, המשמעויות לחוסך הישראלי
הן עצומות. האם השומר בחניון, שמשלם לפנסיה, מסבסד

מהצד של סולבנסי אני רוצה שתי מילים. קודם כל הצד היותר
מתודולוגי. רוב הדיון שהתקיים בנושא הדירוג, זה יותר בהקשר
של תוחלת. כאשר אנו עושים חישוב של דרישות הון בסולבנסי
אנו בוחנים את התנהגות שהיא בזנב, והמרה אוטומטית גם
היא נכונה וקרובה לעניין ה-PD בתוחלת, היא ממש לא
ברורה מבחינת הזנב וההתפלגות. לא בטוח שההמרה באופן
הזה נכונה עבור סולבנסי. מבחינת חברות הביטוח זה לא נכון
שזה רק מתייחס רק לנוסטר. זה גם משפיע דרך שווי דמי
הניהול העתידיים היות וזהו מודל כלכלי הלוקח בחשבון גם
את ההשקעות בתיק המשתתף על הנוסטר והדבר רלוונטי
יותר עבור חברות ביטוח החיים (הגדולות).

דבר שני, חשוב להבין שדרישת ההון לפי סולבנסי מאוד תלויה
במח"מ, ככל שאנו מדברים על טווחים ארוכים יותר תהיינה
דרישת הון גבוהה יותר. בחברות ביטוח החיים שיש להם
משמעות מאזנת כמשקיעים לטווח ארוך, ובדירוגים נמוכים
יכולה להפוך למשמעותית מאוד, עם דרישות הון של עשרות
אחוזים, לעומת אם אנו משווים לבאזל שם זה 10% (גם במקרה
שמסקל הסיכון הוא 100%). יש פה גם שאלה האם כדי יהיה
להשקיע בנכס עצמו או חוב על הנכס והכרה בביטחונות.
אלו דברים מאוד משמעותיים, וכל זאת גם בהתחשב בנושא
של ההשקעה לטווח ארוך וההקשר הכולל של דרישות הון
ב-Solvency, שמתייחסות גם לסיכון ריבית שנותן מוטיבציה
לחברות הביטוח להשקיע במח"מ ארוך כדי לצמצם את פערי
המח"מ בין נכסים להתחייבויות. פה כשאנחנו מכניסים את
נושא הדירוג יש קושי בהמרה כזאת, וצריך לשאול האם אנחנו
גורמים לעוד השפעות בביקושים בין ארוך מול קצר ולדבר יש
השפעה במכפלות כפונקציה של המח"מ.

אבי לוי

אני חושב שמעבר לדירוג בינלאומי יהיה פשוט הרסני למשק
הישראלי. אי אפשר להתעלם מהפסיכולוגיה ומהתחושות,
אנשים מחליטים במה להשקיע ולא רק מסתכלים על הדירוג.
היום חברות ההשקעה, חברות הביטוח וכו', מרגישות בנוח

בשורה האחרונה, דרך מנגנוני הדירוג, את זה שגר בפנטהאוז?
עודף מידע לא סותר, ואם צריך עוד מידע, אז שיתנו עוד
מידע. השאלה כאן, כמו שכבר צוין, היא האם נוצרת הטעייה
לא נכונה ואשלייה של חזות של השקעה לא מסוכנת.אם
ההשקעה מסוכנת, אז זו שאלה מצוינת אם ישקיעו בה או
לא, אבל שאלה יותר עמוקה היא האם החוסך הישראלי מקבל
פיצוי נכון על הסיכון האמיתי שלו.

פרופ' אמיר ברנע

האם הבעיה שאתה מעלה תיפתר אם יגלו את המידע?

אלי אלעל

אני חושב שכן, כי בסופו של יום אחרי שכל השיקולים נשקלים,
ו-Recovery כן או לא וכן הלאה, ישבו האנשים המחליטים
על ההשקעות והם צריכים להיות מסוגלים להשוות תפוחים
לתפוחים. אם יהיה מידע הבעיה תיפתר.

פרופ' אמיר ברנע

אבי, האם אתה רואה בעיה שיפרסמו את הדירוגים?

אבי לוי

כן כי אמרתי לך, תראה היום המדד של חברת השקעות אם
זה ביחס למדינת ישראל שהיא AAA אז החברות הישראליות
נסחרות A ו-A, וחברות אלו זו יכולת טובה מאוד. אבל
הפסיכולוגיה עובדת כאן כי ברגע שתהפוך חברות של AA ל-
B, ואז יצטרכו בוועדות ההשקעה לשבת, ולהתמודד, ולנתח.
שאלו אותי האם יכולה להיות השפעה על המשק הישראלי? כן
והיא הרסנית. צריכים להשוות את החברות הישראליות ביחס
למשק הישראלי ולמדינת ישראל.

פרופ' אמיר ברנע

אבי, נניח בוועדת השקעות, שלפניה רק דירוג מקומי האם
זה מונע להשקיע גלובאלית? מה התשובה שלך? הדירוג
הבינלאומי הוא סודי?

אבי לוי

הוא לא סודי, אבל אתה צריך לבחון את עצמך ביחס למשק
הישראלי ולמדינת ישראל.

רונית הראל

מה שאבי אומר זה שתהיה אלוקציה להשקעה בישראל
ואלוקציה להשקעה בחו"ל. השקעות במסגרת האלוקציה
לישראל תבחנה לפי סולם ישראלי והשקעה בחו"ל תבחן לפי
סולם גלובאלי.

דני ירדני

אבי, ומה עם חברה ישראלית עם פעילות גלובאלית?

אבי לוי

אם אני אהפוך לחברה גלובאלית, ואשקיע הכל בחו"ל למשל
כמו גזית גלוב אז היא שונה, ואולי צריכה להיבחן בדירוג
גלובאלי. עזריאלי עם כמה נכסים לא נחשבת אבל גזית גלוב
למשל כן.

אלון גלזר

ברמה העקרונית אני עדיין חושב שלהשוות תפוחים לתפוחים
זה נכון, אבל דווקא במבחן התוצאה ועבור גב' כהן מחדרה
שאנו אוהבים לדבר עליה פה, לי נראה שאבי צודק, אני רואה
אנליזות. בבנקים אני רואה לפעמים אנליזות על חברות רכבות
בברזיל ומה אנחנו יודעים עליהן? אבל עושים אנליזות כאלו.
אלו שמזכירים לציבור אגרות חוב בחו"ל אין להם מושג על
החברות שהם מסקרים אז במבחן התוצאה, ואני לא יודע מה
נכון בתיאוריה, אבל בפרקטיקה יש בעיה גדולה עם סיקור של
המון חברות.

פרופ' אמיר ברנע

אז מה המסקנה שלך לא הבנתי?

אלון גלזר

שזה יהיה בעייתי ובמבחן התוצאה זה יהיה קשה. אני אומר
לעשות את זה הדרגתי ולאט.

רונית הראל

הקצב והעיתוי הן שאלות מאוד חשובות.

פרופ' רוני עופר

האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג
גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון
האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על
סוגיית השוק העמוק?

רו"ח שלומי שוב

יורם, מבחינת חשיפת המידע, אתה חושב שראוי לפרסם
אותו?

פרופ' יורם עדן

אני מסכים עם רוני זוהי בעיה של רגולציה. אני יושב בוועדת
השקעות אני אגלם את זה חזרה. אם יגידו לי שהפניקס שהיו
קודם A+ והפכו ל-BB נהפוך את זה חזרה ולא נשווה את זה
ל-BB אמריקאי. זוהי בעיה של רגולציה.

פרופ' אמיר ברנע

אז זה גילוי מיותר מבחינתך?

פרופ' יורם עדן

אם הוא כבר קיים, אמרתי שאי אפשר להסתיר אותו.

אלי אלעל

השאלה היא האם המחיר משקף בסופו של יום את הסיכון?
אם המידע מצוין, אין שום ספק שמנהלי השקעות יידעו
להשתמש בו. אבל מה לגבי המשקיע השולי?

פרופ' אמיר ברנע

אבל אם אנליסט יקבל דירוג הוא יודע מה המרווח נניח מדירוג
BB אמריקאי? הוא יודע מה המרווח מעל הממשלתי בארץ?

ד"ר רחל שיינין

זהו לא אותו מוצר, הסיכון לא מתבטא רק בדירוג. סיכון

לדעתי הבעיה העיקרית, ואמיר דיבר על זה, שכמובן יותר
אינפורמציה זה יותר טוב, אבל זו בעיה של רגולציה. ועדות
אשראי בגופים גדולים מבינים בדירוג בינלאומי וכן עושים
המרה או לא, עם זה אפשר להתמודד. הבעיה היא ברגולציה,
במעבר לבינלאומי צריך לשנות את כל הרגולציה ובעיה נוספת
זה לקבץ את הזנב, זאת אומרת היום נניח חברה שהיא AA פה
תדר ל-B אבל מה יקרה ל-B או BB או BBB. אתה מקבץ את
כל הזנב הזה ומאבד שם אינפורמציה. אז אם כבר צריך להיות
גם דירוג מקומי וגם בינלאומי וצריך לשנות את כל הרגולציה
וזאת בעיה. לי המצב הקיים לא מפריע ואני משקיע גם בארץ
וגם בחו"ל ואני יודע לעשות את ההמרות. תמחור הסיכון
זאת לא בעיה רק של דירוגים. בעיה יותר גדולה זה גם באג"ח
הממשלתי. אני לא חושב שבגופים מוסדיים לא יודעים מהו
מרווח ומה אתה צריך לקבל ומהם הסיכונים להם אתה חשף.

אמיר הסל

לב העיוות הקיים היום הוא בקרנות הנאמנות ומה שאמרתי
בנוסטרו וגם אצלנו יש נכסי סיכון שאם אני משקיע ב-BB
בינלאומי אני נחשב כעושה דברים נוראיים, לכן זה פה
ברגולציה, אם לרגולציה יש סולם בו דירוגים בינלאומיים B
ו-BB יחשבו נכסים שאינם לובשים "סימן קריאה" או נכסים
שלא דורשים הקצאת הון אבסורדית אנו נלך צעד קדימה
עבור מנהלי הקרנות וההשקעות לתקן את העיוות הרגולטורי
הקיים היום. ואז נלך צעד צעד כך שבעוד 3 שנים זה יהיה
פחות דרמטי.

פרופ' יורם עדן

כיצד אוניברסיטאות יוקרתיות בארה"ב מקבלות תלמידים?
באיזה רייטינג אתה על פי האוניברסיטה שלך. הן לא עושות
דירוג על פי כל המוסדות בעולם. אם אתה בא ואומר AA בארץ,
יש לזה משמעות לא פחותה מלהגיד שהיא B גלובלית.

מתחלק ל- 3 מרכיבים: מטבע, אינפלציה ודירוג. כשמדברים על האם יש כאן פרמיית סיכון מתאימה צריך להתייחס לזה שזה לא אותו מוצר.

דני ירדני

את מאוד בקלות ממירה גם מטבע וגם הצמדה.

ערן היימר

תעשה את ההמרה למטבע. איטליה למשל, רק לפני יומיים S&P הורידו לה את הדירוג ל- BBB והיא נסחרת יותר נמוך מישראל וארה"ב. בסך הכל התמחור רגיש להרבה מאוד דברים וההטעיה אינה מהדירוגים אלא בעיקר מכמות הכסף בשוק, כי בנקים מרכזיים מפמפמים את השוק הישראלי והזר מ- 2009.

דני ירדני

בסופו של דבר, כתוצאה של הרגולציה, בפס ייצור כסף נכנס לקרנות נאמנות בלי "סימן קריאה" וכתוצאה מזה יש ניפוח של כל הנכסים המדורגים ואין על זה עוררין. יושב מנהל הקרן, וחושב מה לעשות עם שקל שנכנס, וקודם הוא חייב לקנות בארץ. יש קרנות שחייבות 75% לקנות בארץ.

ערן היימר

אז למה יש כזאת קרן?

דני ירדני

כי הציבור חושב שזה בטוח.

רו"ח שלומי שוב

לסיום, בואו נתייחס גם להשלכות החשבונאיות. אם דורית סלינגר מחליטה על סולם גלובלי, מה יקרה עם החלטת הרשות לגבי קיומו של השוק העמוק?

רו"ח גיא טביביאן

זה לא ברור אחרי הדיון? לי זה נראה ברור. לא משנה אם הסעיפים בתקן על שיעור ההיוון להתחייבויות לעובדים הם הגיוניים או לא. בדיון שהזכרת ב- IFRIC הקביעה בעקרון היתה שצריך לעשות את הבדיקה בצורה אבסולוטית כלומר ביחס למטבע וזה נתן פתרון למדינות בגוש היורו שהיו במשבר

ואמרו להן תסתכלו ביחס לגוש של המטבע שלכם. התייחסו למצב בו באזור מסוים בעקבות משבר כלכלי אין מספיק אג"חים באיכות גבוהה. בדיון זה ציינו כי קביעת האיכות הגבוהה אינה בהכרח על פי דירוגים של סוכנויות הדירוג, אבל הפרקטיקה המקובלת היא שאיכות גבוהה נקבעת לפי דירוגים של סוכנויות דירוג ברמה של A ו- AA. המונח שהם השתמשו בו הוא Internationally recognized rating agencies. יכול להיות שלמדורג יש הסכם עם Moody's ומעלות עובדים על פי מתודולוגיה של S&P. בדקנו את זה גם עם Deloitte, וד"ר חיים לוי-קידר ציטט בעבודתו עמדה של Deloitte שלכאורה קובעת כי הדירוג צריך להיות דווקא מקומי. על פי הדיון ב- IFRIC הבחינה צריכה להיות אבסולוטית, ויכול להיות מצב בו אתה באזור מסוים ויש ירידה בכמות האג"ח המדורגות באיכות גבוהה ולכן אין לך שוק עמוק.

הבחינה היא יחסית, אתה לא לוקח את ה- 100 החברות המדורגות הכי גבוה באזור שלך. לדעתי הקביעה של Internationally recognized rating agencies לא התכוונה לדירוג בסולם מקומי, כי אמרו שהקביעה תהיה אבסולוטית. אמנם ההחלטה שהתקבלה בישראל להתבסס על דירוג מקומי היא הגיונית מבחינה כלכלית, כי ברירת המחדל בתקן היא שאם אין לך אג"ח קוצרניות באיכות גבוהה אתה הולך לאג"ח ממשלתיות, ולכן זה מאוד הגיוני ומפתה להגיד שאם האג"ח מדינה שלי הוא A+ אז מה אני מחפש אג"ח קוצרניות AA. יש פה סתירה לוגית, יש פה תקן בעייתי. אנחנו היום בישראל בסיטואציה מוזרה ששני רגולטורים קובעים אחרת לחלוטין לגבי אותן נסיבות ועובדות, ברשות נירות ערך אומרים שיש שוק עמוק בישראל, ובמפקח על הבנקים אומרים שאין, אבל אומרים שתיקחו תשואה של אג"ח ממשלתיות ותוסיפו מרווח מארה"ב, שה- IFRIC אמר שזה אסור.

אני אסכם את התשובה שלי, לדעתי, יכול להיות שהתקן הוא לא הגיוני, אבל לפי התקן הקיים והדיון שהתקיים לגביו ב- IFRIC לא צריך לחכות לביטול הדירוג המקומי וברור כבר היום שבחינת איכות גבוהה של אג"ח קוצרניות וקיום שוק עמוק צריכה להתבצע לפי הסולם הגלובאלי.

פרופ' אמיר ברנע

אם המדינה במצב חדלות פירעון, או בדירוג נמוך נניח יון, מה ההיגיון לקחת את שיעור התשואה של המדינה לצורך היוון התחייבויות פנסיוניות.

רו"ח גיא טביביאן

אני מסכים שזה מעוות. התקן אמר באמת שהמטרה היא רק ערך זמן וחסר סיכון. מאיפה התחיל הדיון ב- IFRIC? בגלל

האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם דירוג
גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון
האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על
סוגיית השוק העמוק?

מדינות כמו ארגנטינה, יוון, ספרד, אז ליוון וספרד פתרו את זה
כשאמרו שתלכו לגוש היורו. לארגנטינה לא פתרו את הבעיה.
אבל בישראל הוחלט שיש שוק עמוק.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

**תביעות ייצוגיות בעקבות
הצגה מחדש של דוחות
כספיים: הקשר בין דיווח
כספי לשווי ניירות ערך.**

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

תאריך המפגש: 4 בינואר 2015

נושא המפגש: "תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי ניירות ערך".

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון ינואר

אורחים שנכחו בדיון: עו"ד פיני רובין, עו"ד עמית נאור, עו"ד רנן גרשט, פרופ' אלון קלמנט, פרופ' אסף חמדני, פרופ' שרון חנס, אייל זקובסקי (מתמחה), השופט חאלד כבוב, בית המשפט הכלכלי, מחוזי תל אביב, שיר אשכול (עוזרת משפטית, השופטת רות רונן, בית המשפט הכלכלי, מחוזי תל אביב), עמית גונן (מתמחה), השופט איתן אורנשטיין, בית המשפט הכלכלי, מחוזי תל אביב, ד"ר רועי שלם, ד"ר טל מופקדי, עו"ד עודד רביבו (פישר בכר חן).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), קרן בנגלס שנער (הפיקוח על הבנקים), דגנית דניאל (כונס הנכסים הרשמי), גיא טביביאן, פרופ' רוני עפר, פרופ' עמיר ליכט, דרור גילאון (סמנכ"ל ההשקעות במנורה מבטחים קרנות נאמנות), פרופ' דן סגל, גל עמית, חיים מכלוף, יפעת פלקון-שניידר (רשות ניירות ערך), שלומי וינר (רשות ניירות ערך), אפרים דרור, פרופ' דן גלאי, פרופ' צבי וינר, יניב זיו, מיכל אלשייך (לידר שוקי הון), אורי לוי, עדי סקופ, עמית צוברי, נבו ברנר, דני ויטאן, הדר נאות (מחלקת תאגידים, כנ"ר), יזהר קנה, משה גדנסקי, ד"ר אסתר גילעז-רן.

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

תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של
דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי
ניירות ערך.

רו"ח שלומי שוב

כלומר, המשמעות היא שאם יהיה משבר בנדל"ן, ההון העצמי של חברת החשמל יגדל פלאים?

פרופ' אמיר ברנע

חשוב לזכור שמשבר יגרום לכך שהדירוג של חברות הנדל"ן ירד ובמקרה זה אגרות החוב שלהן לא יעמדו בקריטריונים של מבחן השוק העמוק.

פרופ' צבי וינר

הבעיה היא שהורדת דירוג לא נעשית במקביל למשבר ולעיתים ישנו פער זמן בין השניים. ישנה אופציה להוריד חלק מהתצפיות ולא לפעול בהתאם לדירוג. אלו בעיות טכניות שאני מאמין שיהיה להן פתרון בעת הצורך.

דני ויטאן

אם יהיה משבר גדול יכול להיות שנצטרך לחזור לעקום הממשלתי. חשוב לציין שההבדל הגדול בין החברות שמבצעות את החישוב של עקום התשואות הוא מבחינת המדגם, לא המתודולוגיה. כלומר, יכול להיות שחברה אחת תכלול תצפיות שונות מאשר חברה אחרת. אבל, מכיוון שיש מספר מועט כל כך של תצפיות בשוק הישראלי, גם הבדל קטן של חברה אחת או שתיים בין שני מדגמים שנבחרו יכול לגרום להבדל גדול בין העקומים שמתקבלים מאותם מדגמים.

רו"ח שלומי שוב

מעניין לראות מה יהיה המסקנות שלכם בהמשך לגבי הנושא הזה, ואני לפחות לא בטוח שהייתי ממליץ לקפוץ ראש לברכה של השוק העמוק.

רו"ח שלומי שוב

לפני שנדון בנושא שנמצא על סדר היום, מכיוון שאנו נמצאים מספר ימים לאחר תאריך החתך החשבונאי ובשל כך שהפורום עסק לא מעט בהחלטת הרשות לניירות ערך לגבי קיומו של שוק עמוק בישראל, היינו שמחים לשמוע מהחברים סביב השולחן שעוסקים במלאכה לגבי אמידת עקום התשואה ל-31 בדצמבר. יש היום מספר חברות וגופים שמציעים עקום תשואה קונצרני לאור ההחלטה על שוק עמוק.

פרופ' צבי וינר

יש היום כמה חברות שמספקות את החישוב של עקום התשואה של השוק העמוק. הבעיה הגדולה היא שבטווח הארוך יש מעט מאוד תצפיות - אפשר לספור על האצבעות בין כך יד אחת לבין שתי כפות ידיים את מספר אגרות החוב הקונצרניות שעונות על הקריטריונים. בסופו של דבר הפער מעקום התשואה הממשלתי הוא אחוז אחד כלפי מעלה ומזה ניתן להניח שחלק מהחברות יקטינו את ההתחייבויות שלהן. הדרישות החשבונאיות, כמו שהחישוב ייעשה רק בתאריך האחרון של השנה, שלא ניתן להשתמש בממוצע ושלא ניתן לעשות שימוש ב"החלקות", הן מאוד נוקשות ולכן הנושא יהיה רגיש.

רו"ח שלומי שוב

האקטוארים אומרים שהם דואגים שהתוצאות הן מוטות ענף.

פרופ' צבי וינר

כל שוק האג"ח בארץ הוא מוטה לכיוון ענף הפיננסים או ענף נדל"ן ויש מעט מאוד חברות מתחומים אחרים. כשמסתכלים על הטווח הארוך, רוב התצפיות הן מענף הנדל"ן.

על סדר היום עומד נושא התביעות הייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של דוחות כספיים – מהו הקשר שבין הדיווח הכספי לבין שווי ניירות ערך. כמו שאנחנו יודעים, בשנים האחרונות חלה עלייה ניכרת במספר התביעות הייצוגיות שקשורות להצגה מחדש של דוחות כספיים וחלק מהמגשים של העתירות נמצאים סביב השולחן היום. מדובר בנושא מורכב שיכול להיות לו מצד אחד יתרון חשוב בכך שהוא מגדיל את האחריות על הדוחות הכספיים וחשיבותם, אך מצד שני, קיים חשש שמוגשות תביעות שאין להן בסיס והן מייצרות הרבה רעש במערכת ומכבידות שלא לצורך על ההתנהלות של החברות הציבוריות. הדיון שלנו היום הוא סביב שאלת הנזק והקשר למהות ההצגה מחדש של הדוחות הכספיים. הפרדוקס הוא שלמרות ריבוי התביעות בנושא, אין כמעט מקרים שמגיעים להחלטת בית משפט כי לרוב התביעות מסולקות או שמגיעים לפשרה כלשהי כך שאין תקדימים משפטיים והתחדדויות בנושא.

אנחנו צריכים קודם כל להבין את המהות של הצגה מחדש (Restatement) בהיבט החשבונאות. הצגה מחדש מעידה על כך שמידע שמשקיע היה צריך לקבל לא הגיע אליו בזמן ואף על כך שהמשקיע קיבל מידע מטעה, בין אם הדבר נבע מטעות בתום לב ובין אם ממעשה מכוון. השאלה היא אילו טעויות מגיעות לכדי הצגה מחדש וזה אלמנט חשוב בכדי להבין את ההשפעה של הטעויות על מחירי ניירות הערך.

ה-IFRS קובע שבכדי שטעות שהתגלתה תגיע למצב של הצגה מחדש עליה להיות טעות מהותית. המסגרת המושגית מתייחסת למהותיות כרלוונטיות סובייקטיבית, כאשר רלוונטיות נבחנת על ידי בחינה האם מדובר במידע שיש לו פוטנציאל להשפיע על קבלת החלטות של המשקיעים (משקיעים במניות ובאג"ח ונותני אשראי – בפועל ופוטנציאליים). כלומר, יכול להיות שמידע מוטעה מסוים יהיה מהותי ולכן רלוונטי בחברה אחת אך לא מהותי ולכן לא רלוונטי בחברה אחרת. לצורך המחשה, נניח שלמרות שמדובר באותו סכום של טעות, החברה הראשונה היא חברה קטנה ולכן המידע הוא מהותי לגביה, בעוד החברה השנייה היא חברה גדולה ולכן המידע אינו מהותי לגביה. אגב, ה-IFRS קובע במפורש חזקה שטעות שנעשתה במכוון על ידי ההנהלה היא מהותית ולכן דורשת הצגה מחדש.

מכיוון שהמסגרת המושגית לא נותנת כלים פרקטיים אלא רק בסיס תיאורטי, לפרקטיקה היה קשה להתמודד עם סוגיית המהותיות, ולכן במהלך השנים התפתח בפרקטיקה רף כמותי של 5% מהרווח לקביעת מהותיות. כפועל יוצא, לפני כעשור הרשות לניירות ערך בישראל אימצה לפני כעשור את המבחן

הדו שלבי. לפי מבחן זה, אם עוברים את הרף הכמותי אין ספק שמדובר בפריט מהותי, אבל אם לא עוברים את הרף הכמותי צריך לבדוק את הפן האיכותי. לדוגמה, יכול להיות שטעות נמוכה מ-5%, אך היא משפיעה על קובנט של החברה ואז היא מהותית. החלטת הרשות הגיעה בעקבות החלטה חשובה בנושא של הרשות לניירות ערך בארה"ב – (SEC), במסגרת SAB 99, אשר חששה מכך שהפרקטיקה נעזרת רק בספים כמותיים, ולכן הנחתה את החברות להשתמש גם במבחנים איכותיים לצורך המסקנה האם מדובר במידע שיכול להשפיע על החלטות של משקיע.

עד שלפני שנתיים וחצי הכלל של הרשות בארץ למבחן הכמותי היה רף של 5% מהרווח או 2% מההון. מאותה נקודה רשות לניירות ערך ביצעה רביזיה מאד משמעותית של ההנחיה כאשר הבסיס לרביזיה היה בדיקה של המחלקה הכלכלית של הרשות לפיה שוק ההון בישראל אדיש למקרים של הצגה מחדש. הרביזיה כללה העלאת הרף מ-2% מההון ל-5% מההון בעוד שהרף של 5% מהרווח נותר על כנו, אך גם הכירה בקיומם של מצבים בהם עוברים את הרף הכמותי, אך באופן חד פעמי ולכן אותם מצבים לאו דווקא ייחשבו כמהותיים. כלומר, ההחלטה המעודכנת של הרשות אמורה להוביל לכך שרק מקרים שבאמת מהותיים למשקיעים יטופלו כהצגה מחדש. בנוסף הרשות הכניסה דרגת ביניים שנקראת "התאמה לא מהותית של מספרי השוואה", כלומר מצב שנמצא בין מקרה שבו אין הצגה מחדש לבין מקרה שבו יש הצגה מחדש. לשם המחשה, נניח שבכל אחת מ-40 השנים האחרונות עשינו טעות של שקל אחד בהוצאות הפחת ומכאן היא אינה מהותית בכל אחת מהשנים בנפרד, אך לאחר 40 שנים כשגילינו את הטעות היא הגיעה לסכום מצטבר שהינו מהותי לגבי התקופה אתה נרצה לתקן ואז נעשה הצגה מחדש ללא המאפיינים של הצגה מחדש. כלומר, לא יפורסמו הדוחות מחדש ולא תהיה הפניה מדוח המבקר, אלא רק תיקון של מספרי השוואה עם כוכבית קטנה שמכונה "התאמה לא מהותית של מספרי השוואה". זה מעניין אבל אנחנו רואים בשטח שמאז הרביזיה של הרשות הרבה חברות שגילו טעויות בעבר מנסות להיכנס לקטגוריה הזו בכדי להימנע מהצגה מחדש שחושפת אותן לתביעות. מבחינה אמפירית מעניין לבחון מה קרה מאז שהתקבלה ההחלטה של הרשות ואם אכן הייתה השפעה על היחס של השוק כלפי הצגה מחדש והאופן שבו הוא מתמחר הצגות מחדש. בנושא הזה ביצעו סטודנטים של תכנית חשבונאות עבודה סמינריונית בהנחיית פרופ' דן סגל וגילו ממצאים מעניינים שנתייחס אליהם בהמשך.

השאלה המרכזית לדעתי היא האם כל הצגה מחדש בהכרח צריכה להשפיע על שווי של ניירות ערך. לכאורה, לאור מה

תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של
דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי
ניירות ערך.

320 מיליון שקל. למי שזוכר, לפני 10 שנים פלאפון החליפה את הרשתות ונשארו כרטיסים מהטכנולוגיה הקודמת. הנהלת פלאפון החליטה לא להפחית את הכרטיסים מהרכוש הקבוע כי לטענתה היא תשתמש בהם בעתיד. כתוצאה מההצגה מחדש עלה דיון נורא מעניין. בחוות דעתו רוני עפר טען שאמנם הייתה פה פגיעה בהון של החברה, אך מכיוון שחברות בשוק התקשורת, כמו פלאפון, נמדדות לפי DCF מה זה משנה שהרכוש הקבוע השתנה משום שבלאו הכי הרכוש הקבוע לא משפיע על ה-DCF. רוני עפר כתב את חוות הדעת בזמנו ולכן הוא יוכל לספר על הפרטים.

פרופ' רוני עפר

מה שקרה זה שיוזם דנצינגר מונה כבודק ולאחר שבחן את הנושא הוא קבע שיש לעשות הצגה מחדש. במרץ 2007 נעשתה הצגה מחדש בדוחות של שנת 2004 כולל מחיקה בהון. השאלה הייתה האם הייתה פגיעה בבעלי המניות של החברה וזו שאלה מאוד רלוונטית במקרים של הצגה מחדש. בית המשפט קיבל את העמדה שלי לפיה העובדה שהמידע לא היה בידי הציבור בשנת 2004 לא פגע בקבלת החלטות ההשקעה של המשקיעים בחברה זאת משום שאם אין למידע השפעה על תזרים המזומנים אין לו גם השפעה על השווי של החברה.

רו"ח שלומי שוב

למעשה ניתן לראות שצריך לבחון לגבי כל חברה באופן נפרד מה ההשפעה של הצגה מחדש על השווי של חברה. נקודה מעניינת נוספת היא ההשפעה של הצגה מחדש על תמחור אגרות חוב. מקרה מעניין שבו לטעות לא היתה השפעה על ההון הוא הסיפור שהיה במלר, שם יש תביעה מצד בעלי האג"ח לגבי סיווג מזומנים - האם הם חופשיים או מוגבלים. טל יוכל לספר לנו את הפרטים של המקרה.

ד"ר טל מופקדי

שאמרנו, התשובה התיאורטית שנגזרת ממקצוע החשבונאות, היא לכאורה כן אך זהו לא בהכרח המצב לדעתי. בשלב הזה אני רוצה להתייחס לשווי של נייר ערך לפי הערכת שווי. לדעתי, לא בטוח שכל הצגה מחדש צריכה להשפיע על הערכת שווי. הרי בסופו של דבר הצגה מחדש מכך שנקבע כי טעות מסוימת היא מהותית והחלטה זו כוללת שיקול דעת רב. כמו כן, לא בהכרח שכל טעות משפיעה על הערכת השווי הרעיונית שאמורים לעשות בכל רגע נתון המשקיעים על בסיס הדוחות הכספיים הזמינים להם. לדוגמה, טעות בערך בספרים של רכוש קבוע בחברת תקשורת שמשפיע על ההון העצמי שלה, לא בהכרח צריך להשפיע על השווי שלה שנגזר מהערכת שווי על פי DCF. לעומת זאת, בחברות נדל"ן מניב, למשל, לטעות בשווי ההון של הנדל"ן להשקעה תהיה כנראה השפעה על שווי המניות שהרי הערכת השווי שלה מתבססת על ההון העצמי (מודל NAV). מעבר לכך, לא בהכרח שטעויות צריכות להשפיע על ההון העצמי בכדי להשפיע על תמחור ניירות הערך. לדוגמה, טעות בהצגה בין יתרת ספקים לבין התחייבות פיננסית לא משפיעה אמנם על ההון העצמי אבל יכולות להיות לה השפעות דרמטיות על הערכת השווי הרעיונית, שהרי הספקים הם חלק מההון החוזר בעוד החוב הפיננסי מופחת משווי הפעילות. בדומה, גם טעות בגילוי - שהיא גם יכולה לדרוש מבחינת חשבונאית הצגה מחדש של הדוחות הכספיים - יכולה להשפיע על תמחור ניירות הערך. אבל גם כאן יכולה להישאל שאלה מהו סוג הטעות? לאחרונה, למשל, פורסמה החלטת אכיפה של רשות ניירות ערך שדרשה הצגה מחדש של דוחות כספיים בעקבות טעות בביאור בעלי עניין. השאלה אם טעות בביאור כזה משפיעה על הערכת השווי? מנגד, ראינו בעבר שתיקון טעות בביאור על מגזרי הפעילות השפיע על אנליסטים שתמחרו את המניה מאחר והוא הוסיף להם מידע משמעותי על רווחיות המגזרים השונים של החברה.

יש לא מעט מקרים שפתוחים היום לדיון משפטי ולכן קשה לנו לדבר עליהם, אבל אפשר לקחת כדוגמה בסיסית את הטעות שהיתה בעבר בבזק-פלאפון שבוצעה בגינה הצגה מחדש של

ראשית יש לציין שעוד לא התקבלה החלטה. במלרע היו מזומנים שסווגו כמזומנים חופשיים ולאחר בדיקה של החברה נתגלה כי המזומנים משועבדים לבנקים. עלתה השאלה האם ואיך יש השפעה או פגיעה בבעלי אגרות החוב הנחותים לבנקים. הרשות לניירות ערך קבעה שזה מידע מהותי והייתה ירידה במחירי האג"ח. נציין גם שעלו לאחר מכן אבל לא באותה מידה. בנוסף עלתה השאלה מהו האירוע שגרם לירידת האג"חים שכן באותו המועד התפרסמו פריטי מידע נוספים.

אורי לוי

אני מרגיש לא בנוח עם הנושא מכיוון שכאשר אנחנו עושים הצגה מחדש, על פי הגדרת החשבונאות להצגה מחדש, אמורה להיות לה השפעה על קבלת ההחלטות של משקיע. לכאורה אם הצגה מחדש לא הורידה ולא העלתה את השווי של החברה אז מלכתחילה לא היה מקום לעשות הצגה מחדש.

שלומי שוב

זו נקודה מעניינת כי היא מעמידה אותנו כרואי חשבון במקום שבו אנו נזכרים כי החלטנו לעשות הצגה מחדש ובסופו של דבר אין לה השפעה, אז החשבונאות לא הייתה רלוונטית. כשאנחנו מדברים על שיטות לאומדן הנזק למעשה יש לנו שתי גישות עיקריות: האחת, על פי מחיר המניה והשנייה על פי הערכת השווי הרעיונית. במאמרם של פרופסור חנס ופרופסור קלמנט הם ממליצים להתבסס על מחיר המניה בעזרת גישה לה הם קוראים "גישת חיסכון הכיס המקורבת" אותה הם יציגו בפנינו בהמשך. כשאנחנו מסתכלים על התבססות על מחיר מניה בשוק הישראלי אני מוטרד מכיוון שלא בטוח שהנחת השוק היעיל בישראל מתקיימת ולא ברור עד כמה המחיר של המניה משקף את המידע בכל נקודת זמן. יש לכך מספר ראיות תומכות כמו הרביזיה שעשתה רשות לניירות ערך שמעידה על כך שלפי הבדיקות שהרשות עשתה השוק לא מגיב בצורה טובה להצגות מחדש. נוסיף לזה את ההצגה מחדש שנעשתה על ידי א. דורי וכאשר בוחנים את מחיר המניה שלה מגלים שבעלי המניות מביאים בחשבון את העובדה שבעלי השליטה (קבוצת גזית) משפה את החברה על הטעות, לכן ההסתכלות על מחיר המניה יכולה להיות בעייתית. ראיה נוספת היא החלטת בית המשפט העליון בנושא של הגנת מיעוט במקרים של הצעות רכש, נושא בו עסקנו בעבר בפורום, לפיה יש להתבסס על הערכות שווי ולא על מחיר המניה.

פרופ' אמיר ברנע

השאלה העיקרית היא אמידת הנזק והעיתוי שלה. אם עיתוי הנזק של ההטעה הוא ביום שבו היא נעשתה אז שימוש בשיטות כמו event study לבחינת הנזק אינן רלוונטיות, ואילו אם העיתוי הוא ביום שבו התגלתה הטעות יש צורך לבחון את השינוי במחיר המניה באותו מועד ולנסות להבין האם השינוי נובע מהטעות. הבחינה כוללת ראשית כל מודל כלכלי שקושר את כיוון השינוי והיקפו עם הטעות הנדונה. בנוסף נלוות שאלות רבות כמו האם חלק גדול מההשפעה לא התממשה כבר קודם בעסקאות בעלי עניין בתקופה שבין המועד שבו נעשתה הטעות לבין המועד שבו היא התגלתה או שאלה כמו האם יש לנו מספיק נתונים בשוק ההון הישראלי לבדוד את ההשפעה הנקייה של הטעות או מספיק סחירות כדי להישען על מחירי ני"ע בחלון הכרזה מצומצם. הקשר בין המידע החשבונאי לבין מחירי ניירות הערך נדון כבר בסוף שנות ה-60 של המאה שעברה במאמר הקלאסי של Ball and Brown שהתייחס לפרסום רווח והשלכתו על מחיר השוק של ניירות הערך.

יש לי שתי הערות לצורך הדיון: ראשית, הנושא של נכסים תפעוליים (רכוש קבוע, מלאי עסקי) ושינויים בערכם בפרוצדורה חשבונאית הם בלב הנושא שיוצר פער בין הערכת השווי לבין הדיווח החשבונאי והשלכתו על ההון ועל הרווח. דבר שני, בחלק גדול מהתביעות בעלי המניות משלמים לעצמם ולכן חשוב שנעסוק בסוגיה למי צריך להינתן הפיצוי במקרה של תביעה כתוצאה מהצגה מחדש והאם מדובר בתביעה ייצוגית או נגזרת מול חברות ביטוח שמבטחות נושי משרה.

פרופ' שרון חנס

ראשית אומר שבנושא של חישוב הנזק יש כמה שאלות מקדמיות שהמאמר שלנו לא עוסק בהן והראשונה מהן היא: למה מפצים? השאלה הזו לא מאוד ברורה בדיני ניירות ערך. בדרך כלל רוצים לתת פיצוי כדי להרתיע מישהו מלעשות משהו מסוים. המחשבה היא שאם מישהו ישלם על נזק שהוא גורם בעתיד הוא ינסה להימנע מזה על ידי הוצאת משאבים נוספים. הנזק בשוק ההון נחלק לנזק מול השוק הראשוני שבו המנפיק מטעה את המשקיע וכן נזק בשוק המשני שמי שנהנה ממנו הוא משקיע אחד ומי שסובל ממנו הוא משקיע אחר ולפעמים מי שהטעה לא נהנה מהנזק באופן ישיר והשאלה היא האם הוא זה שצריך לשאת במלוא גובה הנזק. באיזה מקרים יש לתת פיצוי ומהו גובה הפיצוי? אלו שאלות שלא התעסקנו בהן במאמר שלנו כי יצאנו מנקודת הנחה לפיה החוק הישראלי כבר עשה את החשיבה בנושא וקבע את המקרים שבהם יש לתת פיצוי.

זו נקודה הפתיחה של המאמר שלנו ולגבי איך לחשב את אותו

תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של
דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי
ניירות ערך.

לדעתי לא דווקא מתקיימת. אנו רואים לפעמים כתבות
בעיתון על הצגות מחדש אשר יוצרות תהודה בציבור שמביאה
להשפעה על שוק ההון. עד כמה באמת אנחנו יכולים להסתמך
על השוק?

פרופ' שרון חנס

זו שאלה של טכניקה. גם אם אתה מתעקש לא להשתמש
בתנודות במחיר בשוק ההון ומנסה להסתכל על הדוחות
הכספיים ולרדת לשווי המהותי של ההטעיה, עדיין לפי דעתנו
צריך לבחון את ההשפעה של ההטעיה ביום הגילוי ולא ביום
שבו היא נעשתה.

אבי לוי

מה עם מקרים שבהם ההטעיה היא לטובה?

פרופ' שרון חנס

אם מדובר בהסתרה של מידע חיובי ההבדל היחיד הוא בזהות
הנפגע, כלומר במקרה זה הנפגע הוא מי שמכר. הטכניקה
שתשמש לחישוב הפיצוי היא עדיין הטכניקה שאנחנו מציעים.

פרופ' רוני עפר

יש לכם הנחה סמויה לפיה מידע שלא התגלה לא משפיע
על החלטות מחזיק המניות. נניח שהמידע שלא התגלה הוא
שהסיכוי לנפטי יורד מ-70% ל-50%. יכול להיות שהמשקיע היה
מוכר את המניה ביום שבו המידע הזה היה אמור להתפרסם.
כעת נניח שבתקופה שבין הטעות לבין המועד שבו היא
התגלתה היו גם ירידות במחיר הנפט. אם המשקיע היה מוכר
את המניות במועד שבו הייתה אמורה להתפרסם הטעות הוא
לא היה סופג את הירידות העתידיות במחירי הנפט. אתם
למעשה מניחים שהמידע הזה לא משפיע על הפעילות כלומר

נזק הראינו במאמר גם את הטכניקה לפיה יש לבצע את החישוב
וגם את הגישה העקרונית של מהו בעצם הנזק. לדעתנו, השוק
צריך לחשב את הנזק נכון ליום שבו התגלתה הטעות ולא לפי
היום שבו נעשתה הטעות בפועל או כל יום אחר. למשל, נניח
שמשיקיע כלשהו השקיע בחברת נפט שאמרה שיש סימנים
של גילוי נפט בקידוח מסוים ולאחר מכן מתגלה שהיא שיקרה
וכתוצאה מזה נגרם נזק מסוים. אנחנו באים ואומרים שבתי
המשפט לא היו ערניים לכך ששווי הנזק משתנה כל הזמן ביחד
עם מחירי הנפט. שווי ההטעיה ביום ההטעיה הוא לא כמו שווי
ההטעיה ביום הגילוי או בכל יום אחר שבו אנשים קנו מניות
של אותה חברה בתקופת ההטעיה. בית המשפט העליון הציע
את שיטת "חסרון הכיס" לפיה ההבדל בין שווי נייר הערך ביום
שבו נרכש נייר הערך תחת ההטעיה לבין הערך של נייר הערך
באותו יום. כלומר גישה זו מנסה למצוא את גובה הנזק ביום
ההטעיה. אנחנו חושבים שהגישה הזו אינה מיטבית ועל פי
הטענה שלנו, מי שקנה מניות של חברת נפט חושף את עצמו
לתנודות בשוק זה לא רק בנקודת הזמן שבו הוא קנה את
המניה, אלא לאורך תקופה. כלומר, צריך להתחקות אחר שווי
ההטעיה עד ליום הגילוי וכל תנודות בנייר הערך עד ליום הגילוי
הן תנודות שהמשקיע היה בכל מקרה חשוף אליהן גם אם לא
הייתה הטעיה. יש טכניקות שונות לעשות זאת ובמקרה טהור
(בו לא קיים גילוי של מידע פנים) אפשר להשתמש בטכניקה
פשוטה שנקראת "הנפילה הקבועה במחיר". על פי שיטה זו
צריך לעשות event study על יום הגילוי ולקחת את כמות
המניות שנרכשו בתקופת ההטעיה והבעלים שלהן ממשיכים
להחזיק אותן ביום הגילוי ולהכפיל אותן בירידה בערך המניה
ביום הגילוי והתוצאה תהיה הפיצוי שיש לתת. זו טכניקה
פשוטה, אך לא תמיד ניתן להשתמש בה. במקרים מסובכים
יותר יש טכניקות אחרות, אך גם הן, על פי דעתנו, צריכות
להתבסס על יום הגילוי.

רו"ח שלומי שוב

אז למעשה אתם יוצאים מנקודת הנחה שהשוק יעיל, אשר

שהוא היה מחזיק את המניה עד מועד הגילוי. מכיוון שזה לא דווקא נכון אני חושב שצריך להסתכל על כל מקרה לגופו ולא לקבוע מסמרות. זוהי הנחה סמויה ובכדי להשתמש בה אתה צריך לחזור למועד שבו הייתה אמורה להתפרסם הטעות ולהוכיח שהמשקיע היה ממשיך להחזיק במניות.

פרופ' שרון חנס

מה שאתה אומר זה שאותו משקיע היה מוכר את המניות שלו ושם את הכסף הזה בפיקדון בנקאי ממנו הוא היה מקבל ריבית והצמדה. לדעתי זו הנחה סבירה פחות ממה שאני מציע מכיוון שמלכתחילה אותו משקיע רצה לחשוף את עצמו לשוק הנפט וגם אם אותה חברה ספציפית שינתה את פניה ללא היכר בגלל ההטעיה הזו, לפי דעתי אותו משקיע היה מסיט את הכסף לחברה אחרת בשוק הנפט.

פרופ' רוני עפר

שרון תחשוב שאני מנהל כסף ואני מוגבל להחזיק אג"ח בדירוג - ומעלה. נניח שהיה מידע שאם אני הייתי יודע אותו בזמנו הדירוג של האג"ח היה יורד ל-BBB ואני הייתי מוכר אותה באותו יום בגלל ההנחיות שיש לי. נניח שלא רק שמחיר האג"ח ירד, אלא גם הריבית עלתה. במקרה זה אני מפסיד פעמיים.

פרופ' אלון קלמנט

צריך להבין שני דברים בנוגע לתביעות ייצוגיות: האחד הוא חישוב הנזק והשני הוא האם צריך להוכיח הסתמכות או לא. הכלל של תביעות ייצוגיות אומר שלא צריך להוכיח הסתמכות וכלל זה גם אושר על ידי בית המשפט העליון האמריקאי לאחרונה. המשמעות של זה היא שההנחה הבסיסית היא שהשוק הוא יעיל. אם אנחנו הולכים לעולם אחר שבו יש צורך בהוכחת הסתמכות אנחנו נהיה במקום שבו התביעות הייצוגיות שבהן אנחנו עוסקים לא נמצאות ולכן גם המאמר שלנו לא עוסק בהן.

עו"ד רנן גרשט

אני מתחבר למה שאומר אלון. ברגע שאנחנו מכניסים את אלמנט ההסתמכות אנחנו מעקרים מתוכן את עולם התובענות הייצוגיות וזה משהו שאנחנו לא רוצים לעשות. כשאני מסתכל על משקיע בניירות ערך הוא מקבל כל יום החלטה האם למכור או לקנות (למעשה אי מכירה מעידה על כך שהוא מוכן לקנות). אם כאשר אנחנו בודקים את הנזק

שנגרם לאותו משקיע בודד אנו נצטרך לבדוק את ההסתמכות של כל אחד מחברי הקבוצה המעורבת בתביעה זה בלתי אפשרי. זו זירה מאוד נוחה לנתבעים כי הם יכולים להראות שיש בקבוצה אנשים שלא היו מוכרים. לכן זה גם לא רלוונטי לבדוק את ההסתמכות של המבקש עצמו.

פרופ' שרון חנס

אני רוצה להמשיך עם הנקודה שהעלה רנן - הזכרנו במאמר שהסעד למשקיעים מיוחדים ייעשה על ידי הפרדה של אותו משקיע מהקבוצה. אם המשקיע יוכל להוכיח שהוא באמת עושה משהו שונה עם הכסף שלו ממשקיע סביר, אז הפיצוי שלו גם יהיה שונה.

נניח שאני קונה בית ספציפי בשכונה מסוימת. נניח שהטעו אותי ואני קניתי את הבית ב-300 אלף למרות שהוא שווה 200 אלף. מגיע צונאמי והרס את כל הבתים בשכונה ועכשיו הם כולם שווים 0. מהו הפיצוי שמגיע לי? אין לדעת מה הייתי עושה עם הכסף אם הייתה ידועה לי העובדה הזו מלכתחילה. הנתבע יכול להגיד שבכל מקרה שאני הייתי קונה בית באותה שכונה ב-300 אלף וגם הבית הזה היה נהרס ושווה 0 ולכן לא מגיע לי כלום. אני הייתי אומר שאם הייתי יודע שהבית שווה 200 אלף הייתי בכלל קונה בית בשכונה אחרת ואז הצונאמי לא היה משפיע עליי. המשפט הולך על ההנחה הסבירה לפיה אני רציתי את הבית הספציפי הזה ולכן אני אקבל את השווי של הבית הזה עם ה-100 אלף שהייתי שם בצד. בשוק ההון ההנחה היא שאנשים באים רוצים מניות של חברה מסוימת בסכום מסוים, ואם המחיר היה צריך להיות נמוך יותר מלכתחילה הם היו מוציאים את אותו סכום בלאו הכי ופשוט היו להם יותר מניות של אותה חברה. כלומר, בכל מקרה הייתי חשוף לשינויים בשוק במלוא הסכום ולא רק בסכום שהייתי משלם על אותה השקעה אם היו ידועות לי כל העובדות.

ד"ר טל מופקדי

הנחת העבודה שאומרת שבעלי המניות חשופים אחד לאחד למחירי הנכסים אינה נכונה. צריך להתחשב גם במינוף של החברה. אם החברה ממונפת החשיפה למחירים של הנפט שונה בצורה קיצונית. אם החברה ממונפת לא בהכרח ההטעיה הותירה אותי באותה חשיפה למחירי הנפט.

פרופ' עמיר ליכט

אני רוצה לשמש מליץ יושר לבית המשפט העליון שלא מקבל את הגישה של שרון ואלון. היתרון הגדול בשיטה של

תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של
דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי
ניירות ערך.

אני רוצה להדגיש שבית המשפט לא דחה את הגישה שלנו. אנחנו מראים שתי גישות, האחת לפי מה שאומר בית המשפט והשנייה לפי הגישה החדשה שלנו שבית המשפט פשוט לא היה חשוף אליה. שתי הגישות מנסות להראות מה היה קורה לאדם שנפגע מהטעות אלמלא ההטעה.

רו"ח שלומי שוב

אני רוצה לשלב גם את אנשי החשבונאות והמימון לדיון ולשאול אותם – האם לדעתכם נכון להגיד שהנחת שוק יעיל מתקיימת בישראל? האם הצגה מחדש באמת משתקפת במחיר המניה בצורה נכונה?

פרופ' רוני עפר

לפי דעתי שוק המניות בישראל אינו שוק עמוק ואם משקיע ירכוש כמות גדולה של ניירות ערך של חברה כלשהי הוא ישפיע על מחיר המניה. למרות זאת, אני חושב שזה לא צריך למנוע את ההתייחסות למחירי המניות. זאת הסיבה שקודם לכן אמרתי שלא צריך לקבוע מסמרות. אני לא חושב שהגישה צריכה להיות דווקא ביום הטעות או דווקא ביום הגילוי. צריך לבחון כל מקרה לגופו ולקבל החלטה. אם יש חברה קטנה עם סחירות נמוכה אזי נמצא שיטה לחשב את הנזק שתהיה שונה מהשיטה שבה נשתמש כדי להעריך נזק כשמדובר באחד מהבנקים הגדולים.

פרופ' דן גלאי

אני לא חושב שהנקודה העקרונית היא האם קיים שוק עמוק. הבעיות הן הרבה יותר גדולות, לדוגמה האם נגרם נזק, באיזו כמות ומי צריך לשלם. יכול להיות שאלו שנפגעים הם גם אלו שעשו את הנזק.

שרון ואלון היא שהיא מאוד נוחה לתפעול כי היא מתייחסת לאירוע שאנחנו יכולים להסתכל עליו ויודעים לעשות עליו event study. הבעיה היא שהגישה הזו לא נכונה מבחינה קונסטרוקטיבית. אנחנו מטפלים על אי גילוי בשוק במונחים של תרמית, כלומר שמישהו שיקר. במי שלא מגלה מידע מהותי אנחנו המשפטנים יודעים לטפל. הגישה של המשפטנים במקרים אלו אומרת שיש לבדוק מה קרה למי שנפגע ביום של התרמית ולא ביום שבו התגלתה התרמית. כלומר, אין מנוס מלהסתכל אחורה ולהבין מה קרה למי שנפגע ביום שבו נעשתה התרמית. זו גישה מאוד ספקולטיבית, אך היא הגישה הנכונה במקרים אלו. האם גישת התרמית מתאימה לשוק ההון? זו השאלה הגדולה. בית המשפט העליון עדיין עובד בכלים של רמאות בהם יש לבחון מה קרה ביום הפגיעה ולמרות שיש אנשים שמרוויחים מזה, כמו עורכי דין ומבטחים, אין מנוס מלעשות את זה. יש אי נוחות גבוהה מהמנגנון המשפטי הזה, אבל אנחנו לא יודעים להתמודד עם זה. לדעתי הגישה הזו תישאר אתנו עוד זמן רב. התחליף היחיד שהרבה מדינות הולכת לכיוון שלו הוא אכיפה ציבורית שבה מוציאים את האכיפה מידיהם של עורכי דין פרטיים ומעבירים אותה לידיה של רשות ציבורית. לא בטוח שזו הגישה הנכונה, אבל היא מעידה על כך שקיימת אי נוחות עם המצב הנוכחי.

עו"ד פנחס רובין

נקודת המוצא שלך שמדובר בתרמית היא בעייתית כי הרבה מההצגות מחדש נובעים מטעות או רשלנות.

פרופ' עמיר ליכט

אני משתמש במונח תרמית בצורה המונית ולא משפטנית ככוללת כל מצב של אי גילוי מהותי מבלי להיכנס לסוגיית היסוד הנפשי.

פרופ' שרון חנס

האם תביעה ייצוגית כזו צריכה להיות מלווה גם בתביעה נגזרת? על מנת למנוע מצב שבו בעלי המניות הנוכחיים ישלמו את הנזק שלא הם עשו אותו האם זה מיד מועבר למנהלים, לדירקטוריון או למישהו אחר (חברת ביטוח)?

עו"ד רנן גרשט

אמיר, היה מקרה כזה בדיוק בפרשת דלק נדל"ן. אחד מבעלי המניות תבע את החברה בגין טעות בדוחות הכספיים. נקבע שלא צריכה להיות תביעה ייצוגית, אלא תביעה נגזרת, כי הנזק הוא לא לבעלי המניות, אלא לחברה עצמה. העמדה שלי היא שונה כי הדוחות הם עבור המשקיעים ולא עבור החברה. יכולים להיות מקרים שבהם יש חפיפה וההצגה מחדש יכולה להוות עילה גם לתביעה ייצוגית וגם לתביעה נגזרת ולכן לא צריכים להיות דווקנים בהבחנה.

ד"ר טל מופקדי

האם המחירים בשוק ההון באמת מגלמים את כל האינפורמציה? זו לא שאלה חד-חד ערכית לגבי עומק שוק. ישנם מודלים שמראים שדווקא העובדה שאין מסחר במניה משקפת מצב שהמחיר הוא המחיר ההוגן. בנוסף, צריך להבין שאם כל תביעה ייצוגית הייתה מלווה בתביעה נגזרת אז בשוק יעיל לא היינו רואים כלל שינוי במחיר מניה כי כל בעלי המניות היו יודעים שהחברה תפצה אותו.

רו"ח שלומי שוב

אנשי החשבונאות, אומרים לנו פה אנשי המימון והמשפט שאנחנו בכלל לא רלוונטיים. איך אנחנו עונים להם?

פרופ' דן סגל

אני לא חושב שאפשר להגיד שהחשבונאות היא לא רלוונטית. תגובת השוק עצמה מעידה על כך שהמידע החשבונאי הוא חשוב. אם המידע החשבונאי כולל בתוכו אלמנט של טעות זה בא לידי ביטוי במחירי השוק ויש הרבה מחקרים שמעידים על כך. לגבי השאלה איך לאמוד את הנזק או לחלק אותו זה כבר עניין אחר, אבל אין שום ספק שהמידע החשבונאי רלוונטי לקביעת שווי של מניות.

פרופ' אמיר ברנע

הכללים האלה של הצגה מחדש מדברים בין היתר על השפעה על ההון העצמי. אם אתה מתייחס לחברה על בסיס של עסק חי ותזרים מזומנים, אז אתה יודע שכל שינוי בשווי נכסים שמופעלים בייצור אין לו השלכה על תזרים שקובע שווי כלכלי אך יש לו השפעה על ההון העצמי המאזני.

פרופ' דן סגל

אבל התחזית לגבי תזרים המזומנים משתנה. יכול להיות שבנקודת זמן של היום אין השפעה על תזרים מזומנים, אבל למידע בזמנו הייתה יכולה להיות השפעה על תחזית תזרימי המזומנים.

פרופ' עמיר ליכט

זה חצי מהסיפור, אותו מלאי מת בפלאפון יכול לנבוע מהנהלה רמאית או הנהלה רשלנית. השוק יגיב בצורה כזו או אחרת לנסיבות שונות.

פרופ' רוני עפר

אתה מכניס כאן אלמנט נוסף. כאשר מדברים על הצגה מחדש יש שני אלמנטים - הראשון, ההשפעה הכלכלית על שווי החברה והשני מה זה אומר על ההנהלה. בדיון הזה אנחנו דנים בעיקר על ההיבט הכלכלי ובשאלות כמו איך אנחנו מעריכים נזק ומתי, האם דרך שוק המניות, האם השוק יעיל וכדומה.

פרופ' צבי וינר

אני רוצה להוסיף מידע לגבי טכניקת המדידה. באותן התביעות הייצוגיות שנחשפתי אליהן ברוב המקרים בודקים כמה המניה ירדה ומזה גוזרים את הנזק. אילו המניה הייתה מתרסקת זה היה מקרה ברור לחשב את הנזק. הבעיה היא מה קורה כאשר שהמניה ירדה ב-1% ובאותו יום השוק ירד גם ב-0.5%. המשפט לא נותן מספיק משקל למובהקות. לדעתי אילו הכלים המשפטיים היו מאפשרים לקחת את המקרים שבהם יש נזק גדול וברור ומובהק ופחות היו עוסקים בשוליים של ירידות של שברירי אחוז אז המצב היה פשוט יותר. בשורה התחתונה המובהקות היא רכיב מאוד חשוב.

פרופ' אסף חמדני

אני רוצה להתחבר לדברים שנאמרו קודם לכן על ידי פנחס רובין, עמיר ושרון. האכיפה הפרטית בשוק ההון היא דוגמה

תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של
דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי
ניירות ערך.

מבין את החוק, מספיק להגיד שהייתה הצגה מחדש כדי להגיד
"הנה יש הפרה של הוראות החוק ועל כן יש עילת תביעה".

עו"ד עמית מנור

בארה"ב לא תוגש תביעה אלא אם כן התובע יוכל להראות
שהטעות נובעת מתרמית. גם בארה"ב וגם בישראל אין הרבה
תביעות ייצוגיות בגין הצגה מחדש. בארה"ב זה קורה משום
שחלק קטן מההצגות מחדש מלוות בתרמית. בישראל אין
הרבה תביעות ייצוגיות כאלו מכיוון שאין פה שוק יעיל ואין
תגובה של מחירי המניות. אנחנו כתובעים נגיש תביעה ייצוגית
אחרי הצגה מחדש רק אם נראה שהייתה ירידה במחיר המניה
בעקבות ההצגה מחדש. אם אין ירידה, אז אין נזק ולכן לא נגיש
תביעה. אם הירידה הייתה של 2-3 אחוז אני אצטרך להביא
מומחה שיראה שיש מובהקות בקשר הסיבתי שבין ההצגה
מחדש לבין הירידה ולא מסיבה אחרת. במקרה שבו הייתה
ירידה של 30% במחיר הירידה לאחר ההצגה מחדש, אז אין
צורך במומחה מכיוון שברור שיש קשר סיבתי מובהק בין
השניים.

פרופ' אמיר ברנע

אבל איך אתה מודד מובהקות? במחקרים המקוריים שנעשו
בנושא הזה לקחו מדגם גדול. במקרה שלך, אתה מדבר על
חברה בודדת שקרה בה אירוע בודד ולכן המובהקות צריכה
להימדד על פי השינוי בשער. ניקח את התפלגות השינויים
בשער ונבחן האם השינוי שראינו הוא ב-5% העליונים או
משהו כזה. אבל יש פה כמה הנחות סמויות מאוד בעייתיות.
ראשית עלינו לשאול האם האוכלוסייה היא הומוגנית. יכול
להיות שבמהלך השנים שאתה בודק לצורך ההתפלגות היו
שינויים בעסק, שינויים בשוק, שינוי במינוף החברה וכדומה.
כלומר, אני לא יכול לקחת את השנים הללו באותו מדגם
ולהניח אוכלוסייה הומוגנית. שנית, נניח שהשתמשנו במודל

למודל אמריקאי שבישראל לקחו אותו ועשו והפכו אותו
למחמיר יותר. הבעיה היא שעל ידי שימוש במודל אנחנו
מסתמכים על תבנית חשיבתית של שווקים יעילים אשר
תקפה בארה"ב, אך לא דווקא בארץ. אני חושב שהגישה הזו
הייתה נכונה אולי בעבר, אבל היום צריך חשיבה מחודשת. זו
סוגיה שקשורה גם לנושא המובהקות שצבי העלה וגם לסוגית
מעמד החשבונאות. אני אתן דוגמה קונקרטית - סעיף 52יא
לחוק ניירות ערך מעניק פיצוי לכל מי שנפגע ממצב שבו הייתה
הפרה של חוק. זה מביא למצב שבו בכל פעם שאתה עושה
הצגה מחדש אתה מודה שעברת על החוק וחשוף עקרונית
לתביעה. אין כל פילטר ברמת הדין שאומר האם הטעות
הייתה מהותית או האם הייתה תוצאה של רשלנות. לכן גם
טעות בתום לב נכנסת לעילה הזו ואז אנחנו צריכים להתעסק
בעיקר במדידת הנזק. אני מסכים עם צבי שברמת המבחנים
המשפטיים חייבים להיות פילטרים כלשהם כתנאי לקיום
עילה. לי זה לא נראה הגיוני שהשאלה הראשונה שהמשפטן
בה היא רמת הנזק. לדעתי, יש לקבוע פילטרים שיגרמו לכך
שלא כל טעות תוביל לפיצוי.

פרופ' דן סגל

אני לא משפטן, אבל אני לא בטוח שאפשר לקרוא לטעות
תרמית. בארה"ב ב-15 השנים האחרונות היו אלפי הצגות
מחדש. לדעתכם, כמה מתוכם היו תרמית? אולי 15-10 אחוז
אם אנחנו נדיבים. כלומר כשאתה משקיע במניה אתה צריך
לקחת בחשבון שיכולה להיות טעות. כשמסתכלים על ממוצע
ההצגות מחדש בשנה מגלים שמתוך כלל החברות בשוק יש
בערך 5% שיעשו הצגה מחדש. כלומר הנחה של משקיע סביר
היא שיהיו טעויות והן לא דווקא ינבעו מתרמית.

עו"ד רנן גרשט

ההבדל הוא שבדין האמריקאי צריך להראות שהייתה תרמית
ולא רק שהייתה הצגה מחדש. בישראל לכאורה, כפי שאני

כלכלי כלשהו שמראה שהטעות הזו הביאה באמת לירידה של 1% שאינו מובהק סטטיסטית. אז מה? מדוע המובהקות היא בכלל קריטריון? למה אנחנו צריכים שינוי מחיר גבוה, נניח מעבר ל-5%? האם עצם העובדה שהראיתי בעזרת מודל כלכלי שחל שינוי כלשהו אינה מספיקה? הרי שינוי של 1% בחברה כמו בנק לאומי או טבע שקול הרבה מאוד כסף.

עו"ד פנחס רובין

המובהקות עלתה לדיון שלנו אך יש לזכור שהיא אינה נושא משפטי. אנחנו צריכים להוכיח קשר סיבתי במשפט. אם אנחנו נצליח למצוא קשר סיבתי בין ירידת מחיר המניה לבין ההצגה מחדש אז נתבע. מכיוון שנחש לעשות את ההוכחה הזו באמצעות מובהקות אנחנו הולכים לכיוון הזה, אבל זה לא אומר שרק כך אנחנו יכולים לתבוע.

ד"ר רועי שלם

שתי הערות - ראשית, לגבי השאלה האם מדובר בכישלון של החשבונאות ברגע שיש הצגה מחדש שלא מלווה בשינוי במחיר ניירות הערך, אני חושב שברור שלא. הסיבה לכך היא שברגע שאתה אומר שהמבחן הוא טכני כדוגמת 5% מהרווח ויכול להיות ששווי השוק של אותה חברה הוא פי כמה מאשר השווי בספרים אז ברור שאתה לא תראה השפעה. עצם זה שאין שינוי זה לא אומר שזה כישלון. שנית, בנוגע לנושא המובהקות, הדוגמה שאנחנו אוהבים לתת בנושא היא: נניח שהיינו רואים את המנכ"ל נכנס לכספת של החברה וגונב 1,000 ש"ח. אם היינו מנסים להשתמש בכלים סטטיסטיים לבדוק את ההשפעה על המניה ככל הנראה לא היינו רואים שום השפעה לחיסרון של סכום שכזה בחברה בהתחשב בסטייה של מחירי המניה. אולם, זה לא אומר שלא הייתה שם גניבה בפועל. לכן, זה שלא ראינו קשר סטטיסטי זה לא אומר שלא היה את הקשר הסיבתי.

רו"ח שלומי שוב

אז אתה אומר שההסתכלות על מחיר המניה היא נכונה?

ד"ר רועי שלם

על פי עולם המימון יש לעשות מבחן אירוע, אך כאשר אנחנו עושים דבר שכזה אנחנו מניחים מספר הנחות כמו: שמדובר בשוק יעיל, שהתיקון של הטעות נעשה תוך כדי פרסום דוחות חדשים, מתי השוק הבין את המצב באמת ושאלות

רבות אחרות שצריך להתחשב בהן. ניתן להשתמש גם בשיטה האלטרנטיבית לפיה נעשה הערכת שווי רגילה ובנוסף הערכת שווי שתראה מה היה יכול להיות אם הייתה מתגלה הטעות כשהיא קרתה ואז נבחן את ההפרש בין השתיים.

פרופ' אסף חמדני

חייבים להכניס את מחיר המניה במקום כלשהו למשוואה אחרת אנחנו צריכים לשאול את עצמנו איך בכלל הגענו לתביעה ייצוגית. הרי כל התפיסה המשפטית הזו שאומרת שלא צריך להוכיח הסתמכות על המידע המטעה מתבססת על כך שיש למידע השפעה על המחיר של המניה. לכן, אם אתה רוצה להיות עקבי לפחות כנקודת מוצא חייבת להיות איזושהי התייחסות למחיר המניה.

רו"ח שלומי שוב

התחושה שלי עד כה מהדיון היא שיש פה משולש שאף צלע בו לא מדברת עם השתיים אחרות והצלעות הן השוק היעיל, החשבונאות והמשפט.

פרופ' אמיר ברנע

בוא נוריד את נושא התרמית לרגע ונניח שהטעות הייתה בתום לב. האשמה היא על בקרת הפנים בחברה, משמע מבקר הפנים או ועדת הביקורת. אם רואה החשבון רואה שמערכות הדיווח של החברה אינן תקינות והוא נתן חוות דעת חלקה על הדוחות הכספיים האם יש לו חלק באשמה? ברוב המקרים הנזק הוא של בעלי המניות הקיימים ולכן האם הם אלו שצריכים לשאת בו?

עו"ד פנחס רובין

האבסורד הוא שהאשמה היא בגילוי. אם הטעות לא הייתה מתגלה אז לא היה נגרם נזק.

ד"ר טל מופקדי

האם תפקיד החשבונאות היא לשאול את השאלה הפטרנליסטית האם המידע הוא מהותי או האם המטרה היא להציג את המידע העדכני ביותר? אני חושב שתפקיד החשבונאות הוא להציג את המידע העדכני ביותר. יכול להיות שיש מידע שהשתנה ותפקיד ההנהלה הוא להציג את המידע הזה דרך החשבונאות, אבל בסופו של דבר הוא לא מעניין את בעלי המניות.

תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של
דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי
ניירות ערך.

רו"ח שלומי שוב

לא מאשים אותם, אבל אני רוצה להדגיש שבחלק מהמקרים
הסיבה היחידה לתביעה היא ניסיון לגרוף רווח על ידי עורכי
הדין.

רו"ח שלומי שוב

השאלה שלי היא האם התהליך הזה משפיע על קבלת
ההחלטות של מנהלי החברה בקשר לדוחות הכספיים.

אבי לוי

אני לא יכול להגיד לך שזה מה שאנחנו חושבים עליו כשאנחנו
מפרסמים דוחות, אבל זה כן משפיע על הדקדוק שלנו ועל
השקיפות בחברה. אבל אלו דברים שהם בפני עצמם חיוביים
ושאנחנו שואפים אליהם לאו דווקא בגלל החשש מתביעה
הייצוגית.

רו"ח גיא טביביאן

חשוב לציין שמהות מקצוע הביקורת זה לוודא שלא יהיו
טעויות מהותיות בדוחות הכספיים. התביעות הייצוגיות
אולי מחדדות את הנקודה הזו, אך זו תמיד השאיפה שלנו.
יכול להיות שהיה נוח לאנשים שלא הייתה קיימת המגמה
של התגברות התביעות, אבל לדעתי מקצוע החשבונאות
והביקורת בישראל הם ברמה טובה ואני חושב שאלו הם חוקי
המשחק.

דני ויטאן

בהחלט יש תביעות מופרכות כי יש ידיעה שגופים לעיתים
יעדיפו להתפשר מאשר להיגרר לתביעה. בנוסף ההוצאות
המשפטיות הן לא גבוהות ולכן מבחינת התובעים זה כמו
לקנות כרטיס לוטו שיכול להביא לזכייה גדולה בעלות נמוכה.

בהגדרה החשבונאות אומרת שהיא תדווח על מידע רלוונטי,
לכן אני אומר שיש פה קצר בתקשורת בין הגורמים השונים
שנוגעים לסוגיה. כמנהל של חברה ציבורית, איך אתה רואה
את כל התובנות פה ואת ההתפתחות של התביעות הייצוגיות
בשנים האחרונות? האם ניתן לומר שהחשש שלך מהתוצאה
משפיע לך על ההחלטה האם המידע הוא מהותי או לא.

אבי לוי

יש פה בעיה בקביעת המהותיות כי אם קובעים שרף
המהותיות הוא 5% מהנכסים זה בסדר, אבל ברגע שהרף הוא
5% מהרווח נוצרת בעיה. מה קורה בשנה שבה הרווח הוא נמוך
במיוחד, שלא לומר אפילו אפסי.

יפעת פלקון-שניידר

בנושא הזה יש עדכון מהשנה האחרונה. כשנמצאים במצב של
חברה שיש לה רווח אפס אז זה מצב שקבענו שניתן לסתור
את החזקות הכמותיות של טעות מהותית. אם חברה נמצאת
בנקודת איזון, היא יכולה לפנות אלינו או להשתמש בשיקול
דעת על פי ההוראות המפורשות שאנחנו מציגים. כמובן
שצריך גם לתת על כך גילוי כדי שמי שירצה להציף שאלה יוכל
לעשות זאת.

אבי לוי

הנקודה שאני רוצה להעלות זה שבהרבה מהתביעות
הייצוגיות למעשה מדובר בעורכי דין שמחפשים את מי
שיעשה את הטעות והם עצמם מי שיוצרים את התביעה.
מספיק לראות שבדרך כלל תביעות ייצוגיות נגמרות בכך
שעורכי הדין מקבלים חצי מהכסף. זו הפרנסה שלהם ואני

השוק. המשמעות היא שהעלאת הרף עשתה ניפוי של הצגות מחדש שאין להם השפעה.

פרופ' אמיר ברנע

האם יש התייעצות עם הרשות לניירות ערך לגבי הנושא הזה של מהותיות? אם חברה לא מבצעת הצגה מחדש בעקבות התייעצות עם הרשות, האם זה אומר שהרשות מקבלת את העמדה שמדובר בטעות שאינה מחייבת הצגה מחדש?

יפעת פלקון-שניידר

יש שתי אפשרויות - או שאנחנו נתערב בהחלטת החברה וטוענים שהטעות היא כן מהותית או שאנחנו נאמר שאנחנו לא מתערבים ומשאירים את ההחלטה בידי החברה.

משה גדנסקי

בהמשך למה שאמיר אמר, אני חושב שהמשפטים עושים לעצמם חיים קלים בגישה שלהם שכל הצגה מחדש זהה אחת לשניה והיא בהגדרה מאפשרת הגשת תביעה. הניתוח המשפטי שהוצג עד עתה מצביע על כך שכל שבוצעה הצגה מחדש ולא משנה מה אופייה והנסיבות שלה הרי שהיתה הפירה של הוראות החוק ומשכך ניתן להגיש בגינה תביעה. אני חושב שיש מקום לאבחן בין הצגות מחדש שונות. כך למשל, רשות ניירות ערך יודעת לעשות את ההבחנה בין הצגה מחדש אחת לרעותה. עובדה שעל חברות מסוימות שביצעו הצגה מחדש הוטלו סנקציות כמו שלילת תשקיף מדף ויש כאלו שעל אף הצגה מחדש לא הוטלו סנקציות כלשהן. ניתן להפעיל שיקול דעת ביחס לאופי ההצגה מחדש ועד כמה היא חמורה ולא באופן אוטומטי לקבוע שכל הצגה מחדש מחייבת דין זהה

רו"ח שלומי שוב

בכדי להמחיש את מה שמשה אמר אני רוצה לציין שיש מצבים של הצגה מחדש שהם מעין ויכוח חשבונאי. לדוגמה, היה דיון עם רשות ניירות ערך האם דיור מוגן הוא רכוש קבוע או נדל"ן להשקעה. הרשות אמרה לחברות ליישם רכוש קבוע עד שהיא תסיים את הבדיקה של הנושא ותקבל החלטה. לאחר כמה שנים החליטה הרשות שזה נדל"ן להשקעה ואז החברות היו חייבות לעשות הצגה מחדש.

פרופ' עמיר ליכט

מבחינה משפטית אתה מטיל חבות על אנשים רק אם הם פעלו לא כשורה. במקרה שאתה מתאר ההנהלה התנהלה כשורה על אף שבסופו של דבר התגלתה טעות ולכן אין סיבה

אני חושב שזה בהחלט ראוי שיהיו תביעות ייצוגיות, אבל גם חושב שיש חוסר פרופורציה בין הקנס לפרס ושביט המשפט חוטא בהיבט זה. אם תובע מקצועי היה חוטף בראש על תביעה לא ראויה זה יימנע תביעות מיותרות.

רו"ח יזהר קנה

אני הייתי מעורב במספר תביעות ייצוגיות כמומחה והתחושה שלי שזה היה כמו זריקת חכה. יש הוצאות עצומות לכל המעורבים מלבד התובע. לא יכול להיות שבית המשפט לא ייתן קנס כבד לכאלו שמגישים תביעות מופרכות. אני לא אומר שאין תביעות ייצוגיות מוצדקות, אבל הקלות של הגשת תביעה היא בלתי נסבלת. מעבר לכך, בית המשפט אפילו מאפשר לתובע לתקן את התביעה שלו. למשל, התובע יכול להגיש תביעה בלי חוות דעת מומחה בכלל בשלב הראשון ולצרף אותה מאוחר יותר אחרי שכבר התחילו הדיונים בסוגיה. לגבי הדיווח בדוחות הכספיים, יש לתביעות הייצוגיות תרומה חיובית ושלילית בו זמנית. הצד החיובי הוא שהחברה תהיה מדוקדקת יותר ומצד שני יכול להיות שהחברה סתם תכניס ביאורים כי היא חוששת מתביעה. זה מביא למצב מנוגד למגמה של הרשות לניירות ערך היום שמנסה לפשט את הדוחות הכספיים. תפתחו ביאור תביעות משפטיות של חברה גדולה ותגלו פתאום 4-5 עמודים שלא תמצאו בהם את הידיים ואת הרגליים.

רו"ח גיא טביביאן

רציתי להעיר הערה בנוגע לנושא הספים המהותיים - שלומי הזכיר שהרשות לניירות ערך האמריקאית הוציאה את החלטתה שמידע מהותי הוא מידע שמשפיע על קבלת החלטות של משקיעים ולא נתנו לו סף כמותי. בישראל אולי חששו שאם לא יהיה סף כמותי אז אף אחד לא היה קובע שיש טעות מהותית. אבל הספים הללו לא מחייבים ויש הרבה מבחנים איכותיים שיכולים להפריך את החזקה הכמותית. לדעתי הספים הללו נועדו להוות איזשהו בסיס לבחינה של האם מידע הוא מהותי אשר עליו יש לבחון את ההיבטים האיכותיים והבסיס הזה הוא חשוב אחרת כל חברה הייתה בוחרת לעצמה סף כמותי לפי מה שנוח לה.

פרופ' דן סגל

ניתן לראות שבעקבות העלאת רף המהותיות יש הרבה פחות מקרים של הצגה מחדש וההשפעה שלהם היא הרבה יותר שלילית. כלומר יש קשר ישיר בין העלאת הרף לבין תגובת

תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של
דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי
ניירות ערך.

לתבוע את החברה.

משה גונסקי

אני אומר שצריך לעשות הבחנה בין סוגי טעויות או במינוח שלך בין סוגים שונים של מקרים שבהם אנשים לא פעלו כשורה. למשל, בהתאם להוראות ההנחיה של רשות ניירות ערך שינויי סיווג שלא משפיעים על השורה התחתונה (כמו שינויי סיווג בתזרים מזומנים וכד') מחייבים ביצוע הצגה מחדש – האם זו הצגה מחדש שהדין שלה זהה למצב בו ערכים מוחלטים בספרים היו מוטעים. דוגמה נוספת היא החיה שנקראת התאמה לא מהותית של מספרי השוואה – מה הדין שלה? מדובר במצב בו אם בוחנים ביחס לעבר הטעות לא מהותית אך בזקיפה מצטברת של השפעת הטעות היא מהותית. מההנחיות הרשות נראה שהסיטואציה הזאת נחשבת כטעות מהותית וישנה הקלה רק ביחס לאופן התיקון – האם סיטואציה זו שקולה להצגה מחדש רגילה? האם היא זהה מבחינת החומרה להצגה מחדש. אני חושב שיש מקום לבחון את השאלות האלו כשאלות מקדמיות להנחה שכל ביצוע של הצגה מחדש מאפשר הגשת תביעה.

פרופ' אסף חמדני

יש שני דברים – האחד זה הקשר הסיבתי שהוא מרכיב בעייתי לדעתי. לשלוח כל מקרה-ללא כל בחינה מקדמית-לבית המשפט בכדי לערוך שם דיונים בנושאי מימון על מהו נזק בניירות ערך זה לא נכון. הדבר השני הוא שהחוק מאפשר לחברה להוכיח שהיא נקטה בכל האמצעים הסבירים כדי למנוע את הטעות. אני חושב שהעובדה שהנטל הוא על החברה בשילוב העובדה שקונספט הרשלנות בישראל הוא מרחיב מאד גורם לכך שאני לא הייתי מיעץ לחברה לבנות על ניסיון להוכיח בבית משפט שהיא לא הייתה רשלנית.

עודד רביבו

בתור מי שמייצג נתבעים אני אתן דוגמה של חברת אנדרומדה

שעוסקת בפיתוח תרופות. בחברה זו עלתה השאלה האם צריך להציג בדוחות הכספיים רווח מעסקה של החברה בעקבות תוצאות ניסוי. החברה פנתה לאחת מפירמות הביג 4 ואף נעזרה בסניף של הפירמה בלונדון וכולם אמרו שחייבים להכיר ברווח. לאחר כמה חודשים עלתה טענה שהייתה תרמית בדיווחי החברה על תוצאות הניסוי שהיא ערכה וכתוצאה מכך נפל מחיר המניה של החברה. בעקבות זאת הוגשו שתי תביעות ייצוגיות, האחת על עצם התרמית והשנייה על כך שההכרה ברווח הייתה בניגוד לכללי החשבונאות. הדבר המעניין הוא שכאשר החברה דיווחה בדיווח מיידי שהיא הולכת להכיר ברווח וגם כאשר היא הוציאה את הדוחות הכספיים שכוללים את אותו רווח לא הייתה תזוזה במחיר המניה. גם כשהחברה הודיעה שהיא מבטלת את הרווח לא הייתה תזוזה במחיר המניה. מקרה זה בא ללמד אותנו שגם כשאין לטעות שום השפעה עדיין ניתן להגיש תביעה ייצוגית שתגרום לחברה להוצאות משפטיות כבדות. הרי במקרה הזה התביעה הייצוגית על כך שלא היה צריך להכיר ברווח לא רק שהיא אינה נכונה מכיוון שהדבר נבדק על ידי טובי החשבונאים, אלא גם לא היה שום נזק בגין ההכרה ברווח כי לא היה שינוי במחיר המניה.

רו"ח שלומי שוב

האם לא מטריד אותך שהשוק לא מגיב על הודעה כל כך משמעותית?

עודד רביבו

כאשר דווח על העסקה המניה עלתה, אך כאשר דווח שמבחינה חשבונאית יש להכיר ברווח לא היה שינוי. כנראה שהמשמעות היא שהעניינים החשבונאיים הטכניים פחות מעניינים את השוק.

רו"ח שלומי שוב

קשה לסכם דיון בעל מרכיבים רבים כל כך, אך רק אומר

שיושבים פה אתנו העוזרים של השופטים בבתי המשפט הכלכליים ואני במקומם הייתי מוטרד מהנושא הזה מכיוון שראינו במהלך הדיון, וגם בדיונים אחרים שהיו לנו, את חוסר ההרמוניה בין המקצועות השונים בנוגע לנושא הזה.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

הלוואות בעלים לאור
הלכת 'ההון הדק' ותיקון
44 לחוק ני"ע: התנגשות
בין משפט, חשבונאות
והערכות השווי בהבחנה
בין התחייבות להון

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

תאריך המפגש: 1 בפברואר 2015

נושא המפגש: "הלוואות בעלים לאור הלכת 'ההון הדק' ותיקון 44 לחוק ני"ע: התנגשות בין משפט, חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין התחייבות להון"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון בפברואר

אורחים שנכחו בדיון: עו"ד פנחס רובין, אמיר אפרתי (קרן ברוש קפיטל), ניר הלפרין (המרכז הבינתחומי הרצליה), עו"ד גיא גיסין. נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, גיא טביביאן, אודי גרינברג, שמוליק ויינשטיין (רשות המיסים), משה גדנסקי, ד"ר אסתר גילעז-רן, אשר פלייסינג, מישל דהן (דסק"ש), טל מופקדי, ד"ר דן וייס, רון מלכא, הדר נאות ודגנית דניאל (מחלקת תאגידים, כונס הנכסים הרשמי), שלומי כהן (גזית גלוב), מנחם שוורץ, עדי סקוב, יניב זיו (BDO), ד"ר מורן אופיר, פרופ' צבי וינר, שי קומפל (מנורה מבטחים), גל עמית, דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית), פרופ' עמיר ליכט, ד"ר רועי שלם, רקפת רמיגולסקי, ואדים פורטנוי.

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

שיעור ההחזקה במניות, ולאחר מכן להמשיך ולמשוך הפסדים עד לאיפוס ההלוואה לפי שיעור הזכאות להלוואה. זהו למעשה "מפל התשלומים". ניתן לראות כי גם במקרה זה החשבונאות מתעלה על עצמה, ולמעשה רואה בהלוואה כהשקעה במניות. לאחרונה, ראינו את היישום של שיטת השכבות גם במקרה של גירעון בהון של חברה בת - מקרה גזית גלוב דורי. נציין כי בחלק מ"החברות האמריקאיות", מנפיקות בישראל לאחרונה אג"ח, ישנם אף מצבים שבתוך ההון של החברה ישנו "מפל תשלומים", ולמעשה החשבונאות לא רואה הבדל בין מקרה בו המפל קיים בשכבות שונות בתוך ההון לבין מקרה בו המפל קיים בין הון והלוואות בעלים.

כאשר הלוואת בעלים ניתנת שלא בתנאי שוק, קרי ההלוואה שניתנה לא מייצגת את שוויה ההוגן, אזי נדרש ב-IFRS להפריד את מרכיב הסבסוד מיתרת ההלוואה ולרושמו כהשקעה הונית - מה שמאתגר את החשבונאות ולרוב מעלה את הצורך בשימוש במערכי שווי כחלק מהניסיון לאמוד את מרכיב הסבסוד. כאן נכנס גם העניין המעגלי, כלומר, מה הציפיות של המשקיעים לתמיכה של בעל השליטה בחברה בעתיד. כמו כן, עולות שאלות נוספות סביב הנושא כגון כיצד מתמחרים ערבויות בעלים, לרבות כל הרגישויות בנושא, שהרי מבחינה כלכלית ניתן לראות לכאורה בערבות בעלים לטובת הלוואה שגישה חברה מהבנק למשל כסוג של סבסוד שדומה במהותו לזה שנובע מהלוואת בעלים.

נרצה לדון גם בנושא של הדחיית הלוואות בעלים, כפי שנשמע בהמשך בקשר לפס"ד אפרוחי הצפון ולתיקון 44 לחוק ניירות ערך, שיש להם קצת מן המשותף באופן זה שבשל זהות נותן ההלוואה, בסיטואציות מסוימות, משתנים תנאי ההלוואה. דבר זה מעלה מספר שאלות חשבונאיות מעניינות - לאור העובדה ששווי הוגן נמדד בחשבונאות מנקודת מבטם של משתתפי שוק ולא לפי השווי הספציפי, עולה השאלה האם במדידת שווי ההוגן יש לקחת בחשבון גם את אלמנט זה. בנוסף, ההתייחסות לשינוי משמעותי של תנאי ההלוואה לפי IAS 39 היא כמעין מימוש רעיוני, כלומר, פירעון החוב הקודם והנפקת חוב חדש במקומו, תוך רישום רווח או הפסד כתוצאה משערוך החוב הקודם, כך שעולה השאלה האם יש לראות בהדחיית חוב כשינוי תנאים לצרכי IAS 39. לדוגמה, אם בעל השליטה קונה בשוק אגרות חוב של חברה ציבורית שבשליטתו, לכאורה אם נתייחס לכך כאל שינוי תנאים, הרי שעצם רכישת האג"ח בשוק לכשעצמה עשויה להביא לכך שהחברה תידרש לטפל בחלק הנרכש כשינוי תנאים, שזה מצב מוזר. במילים אחרות, השאלה הנשאלת היא האם נקודת ההתייחסות לתיקון 44 לחוק ניירות ערך היא כאל חלק מתנאי האג"ח, או כאל משהו חיצוני. לכאורה, אם המגבלה נמצאת

הנושא שלפנינו היום הינו הלוואות בעלים, לרבות הדחיית הלוואות בעלים, שמעלה שאלות מעניינות הן בהיבט החשבונאי והן בהיבט הכלכלי. הלוואות בעלים היא מונח המתאר את ההלוואה על בסיס מחזיק ההלוואה. הלוואות בעלים יכולה להיות בתנאים סטנדרטים כמו הלוואה רגילה, אך יכולה גם להיות בעלת מאפיינים שדומים יותר להון מאשר להלוואה רגילה. החשבונאות הינה דיכוטומית מאוד בהבחנה בין חוב להון, ומבחינתה דיי בכך שלחברה קיימת המחויבות להחזיר את ההלוואה בעתיד בכדי שההלוואה תסווג כהתחייבות ותירשם לפי שוויה ההוגן ב - Day 1. כלומר, ההבחנה לא מבוססת על תנאי הריבית של ההלוואה והתקופה שלה אלא אך ורק על זהות הצד שיש לו את הזכות להחליט משפטית אם ההלוואה תוחזר. ברמה המעשית, ההבחנה של החשבונאות היא "נאיבית", שכן אם למשל בעל שליטה נותן לחברה פרטית שבשליטתו שטר הון הניתן לפירעון על ידי החברה ובהחלטתה, אין משמעות לכך שלמעשה בעל השליטה הוא החברה, ועדיין הסיווג יהיה כהון ולא כחוב כפי שהיה נדרש במידה והפירעון היה נתון להחלטת בעל השליטה. אמנם מדובר במקרה קיצוני, אך הוא ממחיש את המידה הניכרת שבה מסתמכת החשבונאות על הממשל התאגידי ועל ההפרדה הקיימת בין החברה לבין בעליה זה עוד בלי שדיברנו על השינוי בתפיסה החשבונאית לפיו מחויבות להנפיק מספר משתנה של מניות מוצגת כהתחייבות ולא כהון, לרבות עיוותים נגזרים כגון סיווג של כתבי אופציה שהונפקו בתוספת מימוש צמודה למדד כהתחייבות ולא כהון.

בהמשך נדון גם בהיבטים נוספים כגון היבט המס, אך בהיבט החשבונאי ניתן לראות כי החשבונאות מכירה בבעייתיות הקיימת סביב הנושא וערה לכך שקיימות הלוואות בעלים שאינן במהותן הלוואות פיננסיות גרידא אלא בעלות מאפיינים הוניים. בפרט, ניתן לראות זאת בשני תקנים עיקריים: IAS 21 ו- IAS 28. בהתאם ל - IAS 21, יש לדחות לקרן הונית את הפרשי השער הנוצרים בגין השקעה במניות, עד למועד המימוש. באופן דומה, IAS 21 מנחה לדחות לקרן הונית גם את הפרשי השער הנוצרים בגין הלוואות בעלות אופי הוני - כלומר, החשבונאות "מתעלה על עצמה" ולמעשה רואה בהלוואות אלו כהון. בהתאם ל - IAS 28 שעוסק בחברות כלולות ובעסקאות משותפות, יש ליישם את שיטת השווי המאזני לגבי השקעה בחברה כלולה. במקרה בו ישנו גירעון בהון של החברה הכלולה, יש למשוך רווחי אקוויטי עד לאיפוס ההשקעה במניות. בנוסף, לפי IAS 28, במידה וקיימות הלוואות בעלים, התקן מנחה להמשיך לקחת חלק בהפסדים עד לאיפוס ההלוואה. הדבר מכונה "שיטת השכבות" - לפיה יש למשוך חלק בהפסדים עד לאיפוס ההשקעה במניות לפי

הלוואות בעלים לאור הלכת 'ההון הדק'
ותיקון 44 לחוק ני"ע: התנגשות בין משפט,
חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין
התחייבות להון

הנושא של הלוואות בעלים והדחיית הלוואות בעלים קשור למתודולוגיה מימונית. הקשר בא לידי ביטוי בעיקר בארבעה מישורים: בהערכות שווי, בכדי למדוד את שווי ההון הרי שיש להפחית את שווי החוב. במידה וההשקעה בהון ובחוב בעלים הינה באותה פרופורציה אין בעיה, אך בהינתן כי בעלים משקיעים סכומים שונים בהון מניות רגיל ובהלוואות הבעלים, עולה בעייתיות בהיבט הערכת השווי, למשל: האם יש להפחית את כל הלוואות הבעלים? האם ההפחתה מתבצעת לפי השווי החשבונאי של הלוואות הבעלים או השווי ההוגן? כיצד יש ליישם את נוסחת שווי הפעילות (EV) פחות חוב בקשר לאותן הלוואות בעלים? במישור שני קיימת השאלה מהו המינוף הפיננסי של החברה? כולל או לא כולל הלוואות בעלים. קחו למשל בעל שליטה שרוכש חלק מאגרות החוב של חברה שבשליטתו או לחילופין במקרה בו בעל שליטה רוכש מבנק חוב של חברה שבשליטתו לבנק – האם שינוי השם של בעל ההלוואה אכן משנה את אופייה? ומהו המינוף הפיננסי?

הלוואות בעלים מעלות שאלות בנושא חישוב ה-WACC, כלומר כיצד יש להביא בחשבון את הלוואות הבעלים במסגרת החישוב?

ובמישור הרביעי לגבי הדיבידנד, אם ההתייחסות להלוואות הבעלים או אל חלקן כאל הון, האם כל תשלום בגין צריך לעבור מסלול דומה למסלול דיבידנד, כדוגמת מבחן יכולת הפירעון?

אזכיר גם את נושא ההון הדק – להבנתי את פס"ד אפרוחי הצפון, אם ביום ההנפקה לחברה לא היה הון עצמי סביר אזי הלוואות הבעלים נדחות והופכות למעשה למעין הון עצמי, ללא קשר לתנאים הספציפיים או לתנאים החוזיים שלהן.

ברמה העקרונית, אין ספק שמנקודת מבטה של החברה יותר נוח שתהיה חייבת לבעל השליטה מאשר לבנק או לגורם חיצוני אחר. אך מנקודת המבט של בעל השליטה, במצב משפטי של הדחייה אנו מפחיתים את התמריץ של בעלי שליטה להיות נושים של החברה, בעיקר לאור החקיקה שיוצרת אי בהירות

רק כתוצאה מהאחזקה והיא תוסר במקרה של מכירת האג"ח על ידי בעל השליטה, הרי שהדחייה היא אקסוגנית לאג"ח ולא צריכה להיכלל במסגרת מדידת השווי ההוגן שלה ולכן גם לא צריך להתייחס אליה כשינוי תנאים.

כאמור, עולות שאלות גם בהיבט הערכות השווי ובפרט כיצד מעריכים את הלוואות הבעלים, וייתכן שיש להעריך אותן באופן דומה למניות בכורה. נושא הערכות השווי מקבל התייחסות במדריך של ה-AICPA בקשר להערכת שכבות שונות בתוך ההון העצמי, וכן במודל מרטון באמצעותו נעשה שימוש באמידת שווי הלוואות הבעלים.

נציין כי מצד החשבונאות, לצד העיקרון הכללי דלעיל לפיו יש להכיר בהלוואה לפי שווי הוגן, יש לספק בביאורים לדוחות השנתיים (שהינם חלק אינטגרלי מהדוחות) גם נתונים בקשר לשווי ההוגן, ועולה השאלה כיצד אלו נמדדו. נוסף גם כי על רקע IFRS 9 שהינו תקן חדש בנושא מכשירים פיננסיים, הבעייתיות סביב הנושא רק הולכת וגבור, וזאת לאור העובדה שהתקן מבחין בין הלוואות רגילות – מודל פשוט של קרן וריבית, אותן יש למדוד לפי שיטת העלות המופחתת, לבין הלוואות בעלים שכאמור הן בעלות מאפיינים הוניים אותן יש למדוד לפי שווי הוגן, לא רק בביאורים לדוחות אלא בדוחות הכספיים עצמם. יודגש כי אם מדובר בחברה בת הרי שבמסגרת המעבר למאוחד הדבר מתבטל, אך במידה ומדובר בהלוואות לחברה כלולה או עסקה משותפת או לחילופין מדובר בדוח סולו לפי IFRS, הרי שנדרש יהיה למדוד את ההלוואות הללו לפי שווי הוגן ולתת להן ביטוי בדוחות הכספיים, ובכל מקרה יש לעשות זאת לצרכי הגילוי של השווי ההוגן.

בנוסף, נראה כי סביב הנושא ישנן שאלות פשוטות, לכאורה אך כבדות משקל, שטרם התחדדו מספיק כמו למשל, האם החזר הלוואת בעלים כפופה למגבלות של חלוקת דיבידנד בהתאם לחוק החברות?

פרופ' אמיר ברנע

הדחייה אנו מפחיתים את התמריץ של בעלי שליטה להיות נושים של החברה, בעיקר לאור החקיקה שיוצרת אי בהירות לגבי זכויותיהם במצב של נשייה.

פרופ' עמיר ליכט

בעיני, הסוגיה הנדונה הינה הסוגיה הקשה ביותר בתחום דיני התאגידים, לא רק בשל חשיבותה, אלא גם לאור השילוב החריג של חוק ופסיקה בעייתיים מאוד בנושא. החוק הינו חוק החברות בגרסה של שנת 2004, לאחר תיקון מספר 3 העוסק בין היתר בהדחיית חוב והרמת מסך, במסגרתו תוקן משמעותית סעיף 6 שהינו הסעיף החולש על הסוגיה. לתיקון זה מצטרף פס"ד של בית המשפט העליון בעניין אפרוחי הצפון, שנחשב בעיני לפסק הדין השגוי ביותר בדיני התאגידים. חשוב לזכור כי כאן ישנו מתח בין התוצאה לבין הנמקה. במקרה של אפרוחי הצפון אמנם התוצאה היא נכונה, אליה היה אמור להגיע כל בית משפט מיומן. הבעייתיות היא שבדרך אל התוצאה הנכונה בית המשפט נוקט בשורה של צעדים ונוגע כמעט בכל סוגיית יסוד, אך בצורה לא נכונה תוך ניתוח משפטי רעוע. מהחלק הלא משפטי של פסק הדין ניתן ללמוד לגבי הנחות המוצא העקרוניות שעמדו בבסיסו, כך למשל בפסק הדין צוין כי: "בעל המניות אינו אמור בדרך הטבע להלוות כספים לחברה שבבעלותו ולהפוך לנושה שלה, תפקידו הטבעי הוא לשמש משקיע בחברה. לפיכך, הלוואות בעלים בתאגיד עסקי אינן בבחינת תופעה טבעית ומובנת מאליה והפיכתו של בעל מניות לנושה החברה אינה מצב שיש לעודדו". תפיסה עסקית וכלכלית כגון זו ננקודת התחלה, ברור כי תביא לתוצאות בעייתיות.

הקושי נובע מקיומו של מצב חריג, בו גם החוק שגוי וגם ההלכה שגויה. דבר זה יוצר בעייתיות רבה לאור העובדה ששני מקורות אלו מחייבים באופן פורמאלי, אך במקביל מקורות אלו מכילים טעויות יסודיות באופן כזה שהם גורמים לאי וודאות ניכרת סביב הסוגיה המיוחדת הזו. כך למשל, ייתכן כי שני צדדים יציגו עמדות הפוכות לחלוטין אך שניהם צודקים, כאשר צד אחד מחזיק בעמדה התואמת את המקורות הפורמאליים בעוד שהצד השני מחזיק בעמדה שהינה נכונה מבחינה עסקית וחשבונאית וגם משפטית עקרונית. במקרה כאמור קיים סיכוי שבתי המשפט, שמבינים את הקושי, ינסו לאתגר את המצב המשפטי, למשל בדרך של פרשנות, מה שמגדיל בצורה חריגה את אי הוודאות בסוגיה זו.

בהיבט הדין הנכון, לרבות בקשר להדחיית חוב, הדין הוא דין הדבק באופן אמיתי בהסדר המשפטי שנקבע בין הצדדים. כלומר, דיני התאגידים לוקחים ברצינות רבה את המושגים תאגיד וחוב, כמו גם את עיקרון הישות המשפטית הנפרדת.

באותה נשימה, הדין מכיל שורה של כלים שנועדו לסייע בהתמודדות עם מצבים בהם אחד הצדדים עשה שימוש לרעה (Abuse) בחוק, ואחד המאפיינים של כלים אלו הוא כי הם הדרגתיים - קרי, כמידת החומרה של השימוש לרעה כך הדין מוכן לסטות במקרה קונקרטי מההסדר הפורמאלי. על "סקאלה" זו, ופה הטעות הגדולה, גם של בית המשפט וגם של המחוקק, היא שהדחיית חוב היא המתונה ביותר. במילים אחרות, במסגרת הצעדים שניתן לנקוט בבית משפט כנגד מי שמשתמש לרעה במנגנון המשפטי של חברה ושל חוב - הדחיית חוב היא הכי קלה, הכי מתונה והכי פחות הרסנית להסדר הפורמאלי, וזאת בהשוואה להרמת מסך, "אפיון מחדש" (דוקטרינה שהופכת חוב להון) וסעדים אחרים שאפשר לקבל בגין הפרות של ממש. לאור העובדה שהדחיית חוב היא הקלה ביותר במידת הסטייה שלה, הרי שהיא גם צריכה להיות הליברלית ביותר מבחינת הנכונות לתת אותה. הטעות הגדולה של המחוקק ושל בית המשפט העליון הינה שהם לא משקפים שום מודעות למצב המשפטי הזה.

הדוקטרינה של הדחיית החוב הינה דוקטרינה אמריקאית, והיא מונה שלושה תנאים בסיסיים: (1) מדובר במצב של אי יושר; (2) מדובר במצב של חוסר הגינות כלפי נושים אחרים; (3) מדובר בפעולה שהיא קונסיסטנטית עם דיני פשיטת הרגל. תנאים אלו, במילים אחרות, אומרים כי הכול מבוסס על "חוש הריח" של השופט או "חוש המומחיות" של המשפטן. ניתן לראות כי אי הוודאות שמובנית בתוך הדוקטרינה אינה מוסתרת, אך מזה נובע שמדובר במקרים חריגים. לכן, המצב שתקון 44 לחוק נירות ערך יוצר אותו, לפיו הדחיית חוב הופכת להיות מצב שבשגרה, אינו מצב נורמאלי.

ברצוני להוסיף כי במקרים רבים אנו נתקלים בסוגיות כגון מהותיות או שליטה, לגביהן הן בדיסציפלינה המשפטית והן בדיסציפלינה החשבונאית ישנן התלבטויות שונות. לעומת זאת, מבחינת המשפט המקרה של הדחיית חוב הינו מקרה חריג במובן זה שיש בו צבע נורמטיבי מאוד חזק - חשוב לזכור שצריכות להתקיים שתי אמות מידה עיקריות: אי יושר וחוסר הגינות.

רו"ח שלומי שוב

בעניין זה אנו יוצאים מנקודת המוצא של המשפט - כלומר, ברגע שברמה המשפטית יש הדחיית חוב, רק אז הדבר עובר למגרש של החשבונאות.

פרופ' עמיר ליכט

מה שמאפיין הדחיית חוב או הופך אותה לסוגיה קשה במיוחד, הוא שהגורמים המכוננים אותה בבית המשפט, הם

הלוואות בעלים לאור הלכת 'ההון הדק'
ותיקון 44 לחוק ני"ע: התנגשות בין משפט,
חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין
התחייבות להון

ככלל, קיימת הבחנה בדיני המס בין חוב לבין הון. הבחנה זו באה לידי ביטוי גם בפקודת מס הכנסה שם קיימת הגדרה לאמצעי שליטה לעומת הגדרות שונות לחוב והלוואה. גם בפסיקה, בחוזרים ובהנחיות של רשות המיסים ניתן ללמוד על ההבחנה האמורה בין הון לבין חוב. כך לדוגמה עת נבחנה סוגית מחילות החוב אגב הסדרי החוב הרבים אליהן הגיעו חברות רבות במשק, נתנה רשות המיסים את דעתה בעניין המרת החוב להון וקיומו של אירוע מס בשל המרה זו, עמדה שמעידה על ההבחנה בין חוב להון, לרבות כאשר מדובר בהלוואות ו/או אגרות חוב שמוחזקות ע"י הבעלים. יש לציין כי להבחנה בין חוב לבין הון קיימת חשיבות גם לגבי אופן מיסוי התשואה. בעוד תשואה על ההון תחויב במס כדידידנן בידי המקבל ולא תותר כהוצאה במישור המחלקת, הרי שתשואה על חוב תסווג כריבית בידי המקבל ותותר בד"כ כהוצאה בידי המשלמת. מקור להבחנה זו נמצא גם בעיקרון המיסוי הדו שלבי לעומת המיסוי החד שלבי והשקילות המיסוית ביניהם. מעקרונות אלו ניתן ללמוד שאחת המטרות בשיטת המס בישראל היא לחייב במס בסופו של יום את היחיד בשיעור מס מלא ודומה, בין אם מדובר בבעלי שליטה (או 'בעלי מניות מהותיים') שהריבית תמוסה בידם בשיעור מס שולי (50%-48%), ובין אם מדובר בחברה שתחויב במס חברות (26.5%) והיחיד בעל השליטה יחויב במס בגין הדידידנן (30%) על היתרה). על אף האמור, בדיני המס קיימים חריגים שונים להבחנה זו בין חוב לבין הון. כך לדוגמה, ניתן למצוא בפקודה הוראות בדבר הלוואות בין חברתיות אשר בהתקיים תנאים מסוימים (יחסים מיוחדים; ללא הצמדה וריבית; הלוואה 5 שנים לפחות; ההלוואה נדחית כלפי התחייבויות אחרות) לא יידרשו הצדדים לזקוף ריבית רעיונית לצרכי מס בגין הלוואה אלו כפי שהיה נדרש לולא עמדו ההלוואות בתנאים האמורים. עם זאת, יודגש כי על אף שהמחוקק מחריג הלוואות אלו הרי שעדיין המחוקק לא מסווגן כהון לכל דבר ועניין.

רו"ח שלומי שוב

מדובר בעניין משמעותי, מאחר וכבר בשלב זה נוצר פער בין

מאוד ערכיים, נורמטיביים ומבוססים על חוש ריח.

ד"ר אסתר גילעז-רן

האם קיימת בעולם חקיקה סביב הנושא?

פרופ' עמיר ליכט

כן, כאמור הדחיית חוב היא דוקטרינה אמריקאית וותיקה, כאשר ההלכה המכוננת היא משנת 1939. כל בית משפט של פשיטת רגל בארה"ב עוסק בנושא כעניין שבשגרה. מדובר בדוקטרינה אקוויטבילית במובן זה שהיא מבוססת על חוש ריח במעין הליכה דואלית - כלומר, התפיסה היא שמדובר בחוב שאינו באמת חוב, אך עדיין לא מדובר בהון. מעבר לכך, על רקע העובדה שהמשפט האמריקאי מכיר בנושא כעניין שגרתי, אני מניח שבארה"ב ישנה פרקטיקה חשבונאית מבוססת לטיפול בהדחיית חוב.

ד"ר אסתר גילעז-רן

האם בארה"ב ישנו משהו מקביל לתיקון 44 לחוק ניירות ערך?

פרופ' עמיר ליכט

למיטב ידיעתי לא.

רו"ח שלומי שוב

לטובת הדיון, ראוי לשלב בנקודה זו גם את נושא המס. כאמור, ההבחנה החשבונאית בין חוב להון היא מאוד פשטנית, דיכטומית ונאיבית, כשלמעשה ההבחנה בכללותה מבוססת על קיומה של מחויבות של החברה כלפי בעל השליטה, וכפי שצוין בתחילת הדיון, אם החזר ההלוואה נתון לבחירת החברה אזי מדובר בהון ולא בהתחייבות. ניר, כיצד שלטונות המס מתייחסים להבחנה זו - האם כל הלוואות בעלים מהווה התחייבות?

רו"ח ניר הלפרין

רו"ח גיא טביביאן

דרך אגב, באירופה ישנם מכשירים היברידיים בהיבט שלצרכי מס הם נחשבים התחייבות ובחשבונאות, לפחות לפני ה - IFRS, הם נחשבו להון.

רו"ח ניר הלפרין

למיטב ידיעתי, קיימות חברות שמנסות לייבא את המכשירים הללו לישראל, אך ככל שידוע לי הנושא טרם קיבל התייחסות רשמית על ידי רשות המיסים. אני משער שמדובר בעניין של זמן עד שיקבעו כללים לגבי מתי מדובר בחוב, מתי מדובר בהון ומתי חוב הופך להון וכו'. ניתן לראות גם כיצד בשנים האחרונות חובות אמיתיים הפכו מהר מאוד להון במסגרת הסדרי חוב וכיצד רשות המיסים התמודדה עם המעבר הזה. בהקשר זה, ראוי לציין כי ברגע שחוב הופך להון, בין אם באופן רצוני ובין אם לאו, עולה השאלה האם מדובר במחילת חוב בתמורה להון. היה ואכן מדובר בהליך הזה, יש לבחון האם ישנה מחילת חוב גם לגבי הריבית הצבורה שטרם שולמה.

רו"ח שלומי שוב

בחשבונאות אנו אומרים שכן. מה עמדת שלטונות המס?

רו"ח ניר הלפרין

עמדת רשות המיסים הינה כי הכלל הוא שמדובר במחילת חוב בגובה הפער בין ערך ההתחייבות לשווי ההון שמונפק בהמרה, אלא אם מלכתחילה מדובר למשל באג"ח להמרה (לגבי החוק מציין במפורש כי אין אירוע מס ברמת המחזיק בעת ההמרה). עם זאת, ניתן ללמוד מהחלטות מיסוי שניתנו ע"י רשות המיסים בנושא הסדרי חוב לפיהם חובות (לרבות הלוואות בעלים) הומרו להון נקבע מפורשות שמדובר באירוע מס שהינו מחילת חוב, אך באותה הנשימה נקבע שלא יחול תשלום מס, הן בשל הקלות לעניין קיזוז הפסדים והן בשל הקלות בעניין הפחתת עלויות נכסים בגובה יתרת מחילת החוב. בשורה התחתונה, בהיבט המס ישנה הבחנה בין חוב להון, אך לצידה קיימים חריגים. כמו כן, ברצוני להזכיר ולהדגיש כי ריבית שמשולמת, בין אם מקורה בהלוואת בעלים ובין אם מקורה באג"ח שרכש בעל השליטה בשוק, תחויב אצל היחיד בעל השליטה במס שולי, לעומת יחיד אחר שישלם מס בגין הריבית בשיעור 15% או 25%, בהתאם לנסיבות, כך שאין בעניין זה תכנון מס כלשהו מבחינת התשואה.

גיא גיסין

הביקורת על אפרוחי הצפון היא מקובלת ואכן ייתכן שפס"ד

זה מפספס משהו בתהליך, אך ברצוני לדבר על נושא אחר. לדעתי, הבעיה היא בקשר להגדרת הנקודות בחיי חברה, שבהן יש לשנות את ההתייחסות. כלומר, אני יכול להבין את דבריו של עמיר בקשר לכך שנקבע עיקרון שנוגד את דיני החברות או את תהליך הרמת המסך, אך עם זאת אני בגישה שהבעייתיות הזו מלווה אותנו תמיד - כמו למשל בשאלה מהי הנקודה שבה חברה היא חדלת פירעון או לצורך העניין בשאלה מהי הנקודה שבה יש להתייחס לחוב שלא כאל חוב.

נקודה זו עולה במספר תהליכים, וברצוני לצטט את סעיף 6 לחוק החברות: "בית משפט רשאי לייחס חוב של חברה לבעל מניה בה, אם מצא כי בנסיבות העניין צודק ונכון לעשות כן, במקרים החריגים שבהם השימוש באישיות המשפטית הנפרדת נעשה באחד מאלה: (א) באופן שיש בו כדי להונות אדם או לקפח נושה של החברה; (ב) באופן הפוגע בתכלית החברה ותוך נטילת סיכון בלתי סביר באשר ליכולתה לפרוע את חובותיה, ובלבד שבעל המניה היה מודע לשימוש כאמור, ובשים לב לאחזקותיו ולמילוי חובותיו כלפי החברה לפי סעיפים 192 ו-193 ובשים לב ליכולת החברה לפרוע את חובותיה. [...]". (ההדגשות אינן במקור). הדגש הוא כי החוק מתייחס לבעל מניה ולא רק לבעל שלטה, וכי לבית המשפט יש שיקול דעת בנושא. כמו כן, סעיף קטן (א) הינו סעיף מורכב שלא הופעל אף פעם בישראל וסעיף (ב) עוסק למעשה במימון הדק, ושם יכול להיות משולב הנושא של בעלי שליטה. נקודה עיקרית היא שרק סעיף קטן (ג) דן בהדחית חוב כפתרון. ייתכן והנושא קיבל פוקוס על רקע הלכת אפרוחי הצפון והזוויות החשבונאיות שלו, אך עדיין חשוב לזכור שמדובר במקרה פרטי של עניין הרבה יותר רחב. ישנם מקרים רבים בהם אנו מגלים בדיעבד שחברה מתנהלת בתקופת חייה האחרונה מתוך מטרה של בעלי השליטה "לסדר את העניינים" לפני שהחברה קורסת. בתהליכים אלה, אני בגישה שהגיע הזמן שבתי המשפט לא יעצרו עצמם אלא ירחיבו את יכולתם ויפעילו את שיקול דעתם.

פרופ' אמיר ברנע

האם הכוונה להעדפת נושים?

גיא גיסין

הכוונה היא למימון דק.

פרופ' אמיר ברנע

מתי נמדד המימון הדק - במועד ההנפקה, באופן שוטף או במועד אחר?

פרופ' עמיר ליכט

הלוואות בעלים לאור הלכת 'ההון הדק'
ותיקון 44 לחוק ני"ע: התנגשות בין משפט,
חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין
התחייבות להון

פרופ' אמיר ברנע

אם כך אז מדובר בדיבידנד אסור, שיוצר למעשה העדפת נושים.

רו"ח אודי גרינברג

גיא, האם אתה בעצם אומר שישנה בעיה בקשר להגדרת מבחני החלוקה בכך שהם לא תופסים את הכול?

גיא גיסין

כן, אך זו נקודה אחת. נוסף על כך, אם נדבר על מצב עולם של קריסה או של חברות לפני קריסה, אני בגישה כי הדבר שחסר בחוק, בפסיקה ובכלל - הוא החלטה לגבי העיתוי. אם שאלת העיתוי הייתה פתורה, אני בטוח שהיינו מסתכלים אחרת על שאלות רבות שעולות בדיון. אני חושב שיש להסתכל על חוב של בעל שליטה כעל חוב רגיל שצריך להתנהל ולהיות מוחזר באופן סדיר, גם מבחינה חשבונאית, כל עוד החברה מתנהלת באופן תקין. בעיני, אם בעל שליטה רכש אגרות חוב של חברה שבשליטתו מהטעם שאלו מניבות תשואה טובה, אין זה סביר להתייחס אליו באופן שונה, ובדיעבד לפי החוק ותיקון 44 לחוק ניירות ערך, הרי שבמצב של חדלות פירעון החוב נדחה כבר מרגע רכישתו. לאור האמור, אני חושב שקביעת המתי, היא הנעלם החסר בתוך המסגרת הזו.

רו"ח גיא טביביאן

בעיני, בהיבט המשפטי תיקון 44 לחוק ניירות ערך הוא דרקוני מידי. בחשבונאות אנו מתמודדים עם הסוגיה גם במצבים של הסדרים. כפי שצוין קודם כאשר מתרחש שינוי תנאים מהותי יש לרשום רווח ולמדוד את ההתחייבות לפי שווי הוגן, והרבה פעמים במסגרת הסדרים אלו יש התחייבויות לבעלי שליטה, חלקן הלוואות בעלים וחלקן אגרות חוב. במקרים אלו עולה השאלה האם יש לנקוט באותו הדין גם לגבי התחייבויות לבעל שליטה. IFRIC 19 מדבר על מעין הסדרים - פירעון התחייבות כנגד הקצאת מכשירים הוניים, וכבר בסעיפי התחולה מוחרגות

פה הנקודה הקשה ופה ההבדל הגדול בין הרמת מסך, העדפת נושים והברחת נכסים לבין הדחיית חוב. הדחיית חוב היא דוקטרינה שבוחנת ברגע העמדת החוב - כלומר, באפרוחי הצפון המעשה הפסול קרה כאשר החברה הייתה משגשגת ופורחת, רק שהיה לה מבנה חוב לא תקין. לפיכך האתגר הרבה יותר גדול, שכן ההפרה או הסטייה נעשית כאשר מצב החברה עדיין טוב. כאשר החברה מתקרבת למצוקה פיננסית, אז באמת הנושא נהיה יותר רגיש ובתי המשפט הופכים אגרסיביים יותר.

גיא גיסין

מבדיקות שעשיתי, לא ידוע לי אף לא על מקרה אחד בו ביצע בית המשפט הרמת מסך לפי סעיף 6.

פרופ' אמיר ברנע

אז מתי נמדד ההון הדק - ביום ההנפקה או ערב הקריסה?

גיא גיסין

ההון הדק נמדד בסופו של יום בדיעבד ובנקודת הזמן של יום ההנפקה, אך אני מדבר על משהו אחר - מצב בו חברה מנוהלת על ידי בעל המניות באופן בו היא נוטלת סיכון.

גל עמית

למעשה, אתה מתאר מצב בו בתחילת הדרך הכול היה בסדר אך לאחר מכן הקטינו את ההון באופן חצי תרמיטי. כלומר, כאשר מצב החברה מתערער, בעל השליטה באופן מכוון מקטין את ההון ומגדיל את הלוואות הבעלים.

גיא גיסין

מעבר לכך - אין חברה שקרסה שיש לה ערבויות בעלים, פרטית או ציבורית, שבהמלצת יועציה המשפטיים, לא ביצעה מהלך של ניצול כל נכסי החברה בכדי להחזיר את החובות שיש לבעלי השליטה ערבויות אישיות לגביהם.

בנחש רובין

ברצוני להעיר מספר הערות – ראשית, סעיף 6(ג) בו אנו עוסקים, שלמעשה מטפל בנושא של הדחיית חוב, הינו סעיף קוגנטי שלא ניתן לשנות את תוכנו. לכן, חוששני שאסיפה כללית לא הייתה מועילה בעניין זה, מאחר והדין היה כופה את הדחיית החוב חרף החלטת האסיפה הכללית. מה גם שהדבר לא פרקטי, לאור העובדה שאנשים שמתכוונים לממן את החברה שבבעלותם בעת משבר לא פונים לבית משפט, וגם לא פונים בשלב זה לנושים שלהם. שנית, על אף שהעניין חוזר ונשנה במהלך הדיון, אינני רואה את הקשר בין חלוקת דיבידנד לבין פירעון חוב. כפי שעמיר ציין קודם, אמנם נכון שבמקרה בו ישנה חפיפה מלאה בין שיעור החוב לשיעור ההון, אזי ניתן לומר מבחינה מהותית, אך לא צורנית, שמדובר בעצם בהון ועל כן ניתן אולי לחשוב במונחים של הפחתת הון, אך הדבר כמעט ולא קורה, ובכל מקרה עדיין לא מדובר בדיבידנד. לעומת זאת, זאת יכול לקרות, כפי שניר ציין בהיבט המס, שהלוואות בעלים ארוכות טווח שאיננה נפרעת תלמד מעצם התנהגות הצדדים, על כך שהיא איננה חוב אמיתי. דוקטרינה זו מיושמת בבתי משפט בהקשרים רבים, אך היא איננה מיושמת בפרקטיקה שנוהגת אצלנו בקשר להלוואות בעלים. העובדה שפרקטיקה זו אינה מיושמת כיום, אין משמעותה שלא תיושם בעתיד. היישום בעתיד ייתכן ויהיה בדרך של כפייה על בעלי השליטה את הפיכת החוב להון – כלומר, יראו בו כאילו מלכתחילה הוא נועד להיות הון ואף פעם לא התכוונו לפרוע אותו. הדבר יוצר פער הן בהיבט המס והן בכך שאין לי את ההון שהייתי חפץ שיהיה, שזו סוגיה בעייתית בפני עצמה. במילים אחרות, כאשר ישנה סיטואציה של הדחיית חוב, למעשה אני לא מקבל את החוב כיוון שהוא נדחה אולי לעולמי עד, ומאידך אני לא מקבל את ההון – כלומר, ישנה מצוקה כפולה, וסביר להניח שאילו הייתי צופה מראש להגיע לסיטואציה של הדחיית חוב, משמע שהוא לא ייפרע, אולי הייתי מעדיף מלכתחילה לקבל את ההון ולא לקבל את החוב.

הערה נוספת שברצוני להזכיר קשורה לתחום הערכות השווי – כאשר באים להעריך שווי חוב של בעל מניות ושווי חוב של גורם חיצוני באותו שיעור ריבית ובאותם תנאים, נצפה כי יתקבל שווי שונה, ובפרט אם החברה מתנדנדת. הסיבה לכך היא שישנה גיבנת על החוב של בעל המניות לעומת החוב של הגורם החיצוני, ולדעתי, מי שמבצע הערכת שווי ואינו כולל את מרכיב זה במסגרת ההערכה, שוגה לתפיסה היסודית שמונחת בבסיס הסיטואציה הזו של חובות. אני משער שהפרקטיקה איננה כזו, אך מבחינה מתודולוגית חייב להיות פער שכזה.

בהקשר למבחני החלוקה, אני בדעה שהחוק בישראל נותן מענה סביר בנושא, בכך שהוא מאמץ את הכללים החשבונאיים מתוך ההבנה שהחשבונאות יכולה להשתנות. ה-Linkage לחשבונאות מקבל ביטוי במסגרת סעיף 312 לחוק, לפיו מבחני החלוקה יחולו רק על מה שסווג כהון עצמי מבחינה חשבונאית. עם זאת, החשבונאות הינה משענת קנה רצוף בנושא זה – מספיק כי ישנו חוב שניתן להמרה למספר משתנה של מניות בכדי שהוא יסווג בחשבונאות כהתחייבות ולא כהון עצמי, ובעיני מבחני החלוקה דווקא כן היו צריכים להיות מופעלים לגביו.

בנוסף, באופן אישי אני מופתע מההתנהגות של הנושים – אני בדעה כי הנושים החזקים והנושים הפיננסיים אמורים לדאוג לאינטרסים שלהם ולטפל מראש בנושא הזה במסגרת הקובנטס שלהם.

גיא גיסין

בזמן שמגייסים כסף, בטח בחברות הציבוריות בשוק ההון הישראלי, הקרב הוא הפוך.

רו"ח אודי גרינברג

הדבר היה נכון עד לפני 4-5 שנים, אך כיום המצב שונה.

רו"ח גיא טביביאן

אם נשים בצד את בעלי השליטה שפועלים בתרמית בכדי "לסדר את העניינים", גיא – האם אין לך בעיה, אפילו ברמה המוסרית, עם המצב שנוצר בו בעל שליטה נפגע מכך שהוא מחליט לתמוך בעסק שלו שנקלע לקשיים בדרך של מתן הלוואות בעלים או העמדת ערבויות חלף השקעה בהון?

גיא גיסין

בעל השליטה לא צריך להיפגע, אך לדעתי עליו לדאוג להגדיר את הכול מראש – לצורך העניין, אם אותו בעל שליטה היה מכנס אסיפת נושים בנקודת הזמן של העמדת ההלוואה, ומצהיר בפני בית המשפט כי הוא מעמיד את הכסף כהלוואה, הוא היה מוגן.

פרופ' עמיר ליכט

לדעתי הוא לא היה מוגן והייתה נטענת כלפיו הטענה שהוא מימן את החברה במימון דק, ועליו היה להזרים לחברה אקוויטי ולא חוב.

רו"ח שלומי שוב

הלוואות בעלים לאור הלכת 'ההון הדק'
ותיקון 44 לחוק ני"ע: התנגשות בין משפט,
חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין
התחייבות להון

גיא גיסין

צריך להפחית למעשה את שווי החוב לבעל השליטה.

פנחס רובין

צריך להפחית את שווי החוב של הבעלים כיוון שיש בה אלמנט של סיכון, אלא אם כן מפצים עליו על ידי דיבידנד. האבסורד הגדול, כפי שהועלה בדיון, הוא התמריץ השלילי של בעל מניה מלהזרים הלוואות בעלים לחברה או במילים אחרות להזרים הלוואות בעלים לחברה שמשקפת את הסיכון האדיר של הדחיית החוב, ובכך מסכנים באופן כללי את הרעיון שעומד אחרי הזרמת חוב לחברה.

מבחינת פסק הדין, אני מצטרף לביקורת שהעלה עמיר בקשר לאפרוחי הצפון. כאשר אנו מדברים על מימון דק, קיימות שתי סנקציות שהחוק עוסק בהן. האחת הינה הדחיית חוב והשנייה, כפי שבאה לידי ביטוי בפס"ד אפרוחי הצפון, היא הרמת מסך שנוצרת מעצם קיומו של מימון דק, החושפת את בעלי המניות לתביעות, על הרקע הזה שהם אלו שחוללו את המימון הדק והם אלו שביצעו Abuse. הסנקציה השנייה - הרמת מסך - הינה הרבה יותר הרסנית מאשר אי פירעון של חוב. הרמת מסך, לא רק שהיא לא פורעת לבעלי המניות או בעלי השליטה את החוב, אלא היא גם חושפת אותם לפירעון של חובות אחרים לחברה. בנקודה זו עולה השאלה שהיא הגדולה והעיקרית בעיני, העומדת ביסוד פסק הדין של אפרוחי הצפון ואחרים, והיא מתי אנו מגיעים לאותו מימון דק אשר מחייב אותנו בהדחה של החוב. אם כדוגמה ניקח מצב בו המימון הדק כבר קיים זמן רב בעקב חובות שחייבת החברה כלפי צדדים שלישיים שאינם בעלי המניות, וכעת מחליט בעל השליטה לרכוש את חובם של האחרים, האם בהכרח הוא משנה באופן מובנה את אופי החוב? האם רכישת החוב על ידי בעל השליטה מהווה את אותו Abuse אשר מחולל את אותה שרשרת סנקציות משפטיות שבסופן הוא גם לא ייפרע על חובו? תוצאה זו הינה קשה ולא הגיונית, וזו התוצאה שעלולה להשתמע מפסק הדין אפרוחי הצפון. דוגמה אחרת

שאף היא נעדרת Abuse, יכולה להיות בעל שליטה בחברה ללא מימון דק שסוחף את החברה להפסדים שלא באשמתו, וכתוצאה מהם נוצר המימון הדק. האם גם במקרה זה נוצר באופן אוטומטי אותו מימון דק, עליו מדבר סעיף 6(ג) לחוק, אשר מחולל את כל הסנקציות האלימות הללו?

לסיום, זה נכון שלבית המשפט ישנו שיקול דעת ובידיו ההחלטה האם להחיל או שלא להחיל את סעיף 6 לחוק, אך התוצאות של לשון החוק, קל וחומר לשון פסק הדין, הן הרסניות וכיום על כל בעל מניות להיזהר לפני שהוא מלווה לחברה הלוואות בעלים. גם אם החליט בעל המניות שכן להלוות, הרי שבדרך הוא לרוב מעשיר מתווך פיננסי, שכן בעל מניות שרוצה להציל את החברה שלו יעדיף שהבנק ילווה את הכסף.

פרופ' אמיר ברנע

למעשה בעל המניות המלווה לחברה כאילו נותן לה ערבות.

רו"ח שלומי שוב

כחשבונאים וכמערכי שווי, בנקודה זו עולים קשיים אדירים בקשר למדידת השווי של חובות וערבויות אלה.

פרופ' צבי יונר

ברצוני לשאול שאלת הבהרה - במידה וישנו חוב של בעל שליטה וכעת הוא מחליט למכור את החוב לגורם אחר, האם הדבר מעלה את שווי החוב מבחינת מעריך השווי? במידה וכן, על חשבון מי?

פנחס רובין

אם החברה חייבת לבעל המניות ובעל המניות ממחה את הזכות שלו בחברה לצד שלישי, אזי לצד השלישי יש חוב טוב יותר משל בעל המניות.

רו"ח גיא טביביאן

שולטת.

רו"ח אודי גרינברג

עדיין, התפיסה בחשבונאות היא שבעל השליטה נתן את ההלוואה.

רו"ח שלומי שוב

כהמחשה, ניתן לראות את ההלוואה של החברה לישראל לקנון כהלוואה מבעל שליטה, על אף שמדובר בחברות אחיות.

גל עמית

מהזווית הפרקטית החשבונאית שלנו, כל הנושא של הלוואות בעלי שליטה וערבויות לחובות של בנקים, יוצר סוגיות מורכבות מאוד ואנו מתמרנים כל הזמן בין גישות תיאורטיות לבין גישות פרקטיות. דוגמה קלאסית לכך היא חוב של בעל שליטה ללא מועד פירעון – ניתן לראות במסמכים של הרבה חברות פרטיות, בעיקר כאלו לפני IPO, כי הניירות "שותקים" בקשר למועד הפירעון. בעבר היה נייר שעסק בעסקאות בין תאגיד לבעל שליטה, שלימים הפך לתקן חשבונאות 23, לפיו נדרש היה לראות את מועד הפירעון כאילו כשנה. בשלב מסוים נכנס רואה החשבון המבקר לתמונה שרואה הלוואה ללא מועד פירעון, ומעלה את סוגיית העסק החי. כמענה לכך, על אף שהחוב עומד לפירעון כמסמך חוזי, בעל השליטה מוציא מכתב נפרד לחברה בו הוא מצהיר כי אין בכוונתו לפרוע את החוב. זו דוגמה למורכבות אחת, ובנקודה זו חשוב להבין כי רישום קרן הון מגדיל את ההון בצורה משמעותית והדבר מקבל משמעות בעיקר לפני הנפקה. מורכבות נוספות שעולה היא בקשר לריבית – נניח שישנו מועד פירעון לחוב ורוצים לחשב ריבית, הפרקטיקה מלמדת שכמעט ובלתי אפשרי לחשב ריבית להלוואות מסוג זה, שכן במהות מדובר בהון עצמי ולא סתם הבנקים מגדירים הון מוחשי כהון בתוספת הלוואות בעלים. כנ"ל לגבי ערבויות – כיום, באופן עקרוני בנקים בארץ לא נותנים לחברות פרטיות הלוואות בנקאיות ללא חתימת ערבות אישית, וגם סביב נושא זה נוצרת מורכבות.

רו"ח משה גונסקי

אני רוצה להעיר שתי הערות. ההערה הראשונה מתייחסת לתחולה המשפטית של סעיף 6 לחוק – נניח שבמועד ההנפקה המקורי שיעור המינוף היה סביר ובהמשך הדרך ולאור ירידה בשווי הנכסים שאינה נובעת מפעילות רשלנית של החברה שיעור המינוף עלה משמעותית. בהינתן מצב זה, הרי שניתן לבחור בכמה דרכי פעולה. ניתן לבצע פעולות שיקטינו את שיעור המינוף, ניתן להגדיל את שיעור המינוף או שניתן לחדול ולא לעשות דבר. השאלה היא האם אפשר לייחס את

מבחינה חשבונאית, IFRS 13 שהינו התקן ב – IFRS העוסק בנושא של שווי הוגן, מדבר על שווי הוגן ניטרלי שאינו קשור למחזיק הספציפי או לזהותו. כאשר ישנו חוב של בעל שליטה, מבחינה כלכלית אכן יש חוב שהוא נחות ומשכן הוא שווה פחות, וזאת על חשבון הנושים האחרים. לצורך העניין, כאשר בעל שליטה רוכש בשוק אגרות חוב של חברה בשליטה, הרי שתאורטית הנושים האחרים הרוויחו. עם זאת, לאור כללי הניטרליות שקובעת החשבונאות, יש להתעלם מכך במסגרת הערכת השווי וזאת על אף שכלכלית החוב של בעל השליטה שווה פחות.

כפי שהוזכר קודם, בעל השליטה יכול לפעול בשתי דרכים: דרך אחת היא לקחת הלוואה מהבנק ולהעמיד הלוואה לחברה, ודרך שנייה היא מתן ערבויות להלוואות של החברה, בין אם להלוואות קיימות ובין אם להלוואות חדשות שתיטול החברה. מבחינה כלכלית, ברור כי גם במקרה של מתן ערבות לחברה גלומה הטבה. כיום בחשבונאות, במקרים בהם בעל השליטה מעמיד הלוואה לחברה, התפיסה היא למדוד את ההלוואה בשווי הוגן, בהתאם למצבה של החברה ולפי שיעור הריבית שמשקף את כל התנאים של המכשיר, כאמור למעט העובדה שמדובר בבעל שליטה. עם זאת, כאשר מדובר בערבויות בעלים הנושא הופך למורכב יותר, מאחר וכבר לא ניתן להסתכל ניטרלית אלא יש להכניס להערכת השווי את הון הבעלים ואלמנטים נוספים.

פנחס רובין

כהערה, חשוב לציין ולהיות ערים לכך ששעבוד לא יועיל לבעל השליטה שנותן הלוואות בעלים לחברה. גם אם השעבוד הינו קנייני, מכיוון שהחוב נדחה הרי שגם השעבוד נדחה עד אשר יפרעו את החוב כלפי יתר הנושים, כולל באמצעות הנכס המשועבד. במילים אחרות, לא רק שדוחים לבעל השליטה את מועד הפירעון, אלא גם שוללים לו את הנכס.

פרופ' אמיר ברנע

חשוב לציין כי בהיבט המבנה הקונצרני, ובפרט במבנה של פירמידה, גם נושא זיהוי בעל השליטה עשוי להיות בעייתי. נניח כי חברה למטה קיבלה הלוואה מחברה כלשהי, האם יש לעלות למעלה ולראות האם מתקיימת שליטה בעקיפין?

רו"ח אודי גרינברג

בחשבונאות התשובה היא כן – הבחינה תיעשה ברמת הקבוצה כל עוד מתקיימת שליטה.

פרופ' אמיר ברנע

ומה עם חברה אחות היא נותנת ההלוואה? הרי היא לא

הלוואות בעלים לאור הלכת 'ההון הדק'
ותיקון 44 לחוק ני"ע: התנגשות בין משפט,
חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין
התחייבות להון

הבעלים, שיש להוון אותה, נושאת הוצאות ריבית מנופחות
תיאורטיות אשר מקטינות במהלך הדרך את העודפים, אני
בגישה שכעת לבוא ולטעון שיש ליישם לגביה את מבחני
החלוקה ביום האחרון, מהווה פגיעה כפולה בחברה.

פרופ' אמיר ברנע

נניח כי נפרעת הלוואת בעלים ולאחר מספר חודשים החברה
נכנסת לקשיים, האם הדבר באופן אוטומטי מהווה רמיה או
העדפת נושים?

גיא גיסין

כאמור לדעתי יש לבית המשפט שיקול דעת בנושא, וכיום
שיקול הדעת של בית המשפט בחדלות פירעון הוא לפסול
בהתאם למבחן של שלושה חודשים אחורה.

פרופ' אמיר ברנע

מיקדנו את הנושא לפירעון הלוואות בעלים או תשלום ריבית
בגינו, במסגרת הממשק בין החברה לבין בעל השליטה בה יש
תזרים תשלומים גם בהקשרים אחרים, כגון דמי ניהול. האם
כל אלו נכנסים תחת אותה קטגוריה? ובכלל, מהי ההבחנה בין
התחייבות פיננסית לבין התחייבות תפעולית לבעל השליטה?

גיא גיסין

המבחן הינו מבחן בדיעבד, מבחן של שיקול דעת בית המשפט
ומבחן של בעל התפקיד שמתמנה לחברה. ישנו נטל הוכחה
כי הייתה כוונה, פזיזות או התנהלות שגויה, ומבחינתי אין
מדובר במבחן אוטומטי. אין ספק שהדבר מפחית את הוודאות
במקרה בו החברה מתנהלת בצורה סטנדרטית, לאור העובדה
שלא ניתן לדעת מה יהיה בדיעבד, אך אי וודאות זו מאפיינת
כמעט כל החלטה עסקית שמקבלים הדיקטטוריון או ההנהלה.

פרופ' אמיר ברנע

סעיף 6(ג) בקשר למימון דק, גם למקרים בהם חברה נקלעה
לקשיים שלא באשמתה ונקטה בצעדים לא הגיוניים או לא
סבירים - לצורך העניין לא הקטינה את שיעור המינוף, שזוהי
פעולה מתבקשת בנסיבות העניין. אם התשובה היא שמחילים
את הסעיף במצב המתואר, זה בהחלט מרחיב את התחולה
של סעיף 6(ג) לחוק.

פרופ' אמיר ברנע

השאלה הרלוונטית היא מהי פעולה מתבקשת?

רו"ח משה גדנסקי

נניח כי החברה הגדילה השקעה בנכס בעייתי, ברור כי זוהי
פעולה לא סבירה בשעה ששיעור המינוף עלה משמעותית
לכיוונים שמסכנים את החברה. נאמר קודם כי במידה ובמועד
ההנפקה החברה לא הייתה במצב של מימון דק אך לאחר
מכן החברה נקלעה לקשיים אזי לא ניתן ליישם את הסעיף
מאחר ובמועד ההנפקה שיעור המינוף היה סביר. לדעתי,
ההיגיון מחייב לא לבחון את זה באופן קטגורי שכזה - אם
במועד ההנפקה מצב החברה היה טוב אך לאחר מכן היא
נקלעה לקשיים ולא נקטה בפעולות המתבקשות או שנקטה
בפעולות שאינן הגיוניות, אני בגישה שעדיין יש מקום ליישם
את הוראות סעיף 6 לחוק גם אם לא מדובר בפעולות בעלי
אופי תרמיתי..

ההערה השנייה מתייחסת למה שגיא ציין קודם על תחולת
מבחני החלוקה ביחס לפירעון הלוואות בעלים בנסיבות
מסוימות. לדעתי, סעיף 312 לחוק והתחולה של מבחני
החלוקה מגיעים על רקע העיקרון של הסתמכות הנושים על
ההון העצמי, כלומר ההון העצמי שראו הנושים ביום הראשון
הוא כרית הביטחון מבחינתם. לכן החוק מבצע את ההקבלה
שבין הסיווג החשבונאי כהון או התחייבות לצורך ביישום
מבחני החלוקה. לאור זאת, לסיווג החשבונאי חשיבות קריטית,
שכן אם מדובר בהלוואה הנושים לא יסתמכו עליה אך אם
מדובר בהון הם כן יסתמכו עליו. לכן, לאור העובדה שהלוואות

בוודאי, על פי החוק בעל שליטה יכול להגיש בקשת פירוק נגד החברה. כל העניין הוא שמבחינת החוק אין דבר כזה הלוואת בעלים.

רו"ח ניר הלפרין

כפי שאני למד מהדיון, התחושה שלי היא שככל שהמשפט והחשבונאות ילכו לכיוון של סיווג הלוואות בעלים מסוימות כהון, לרבות בנושא של הפחתות הון, וככל שרשות המיסים תלך לכיוון של הסדרת הנושא של הפחתות הון, יצטמצמו ההבדלים וההבחנות הללו בין הלוואות בעלים לבין הון.

רו"ח שלומי שוב

למרות המחמאות שהרעפת על החשבונאות, אינני רואה אותה הולכת לכיוון הזה, גם לא בטווח הלא קרוב. בקשר לנושא ההסתמכות שעלה קודם בדיון – אני לא חושב שהוא כל כך טריוויאלי, שהרי החשבונאות בעצמה לא מסתמכת על עצמה. כך לדוגמה בהקשר של מספר משתנה של מניות, כפי שגיא ציין קודם לכן, מדובר ברעיון חדשני של החשבונאות, שנוגד את ההבחנה המסורתית בין חוב להון, שאינני בטוח שהוא זה שצריך להכריע האם מדובר בחוב או בהון. אני מסכים שהחשבונאות הינה משענת קנה רצוף מאוד בנושא.

ברצוני להכניס את הנושא של הערכות שווי וערבויות לדיון – כפי שכל החשבונאים כאן יודעים, איכשהו בדוחות אנחנו מצליחים להתחמק מהנושא של מדידת ערבויות באמצעות כל מיני תירוצים, מה שמכונה שוק התירוצים החשבונאיים. בכל פעם הרשות לניירות ערך דורשת להעריך את שווי ערבות הבעלים אך כאמור איכשהו מצליחים לצאת מזה, בין אם זה דרך חוסר יכולת אמידה ובין אם דרך ההתייחסות לכך שמדובר ביחידת מדידה אחת. בסופו של יום, חשוב להבין את השלכות המדידה של ערבות כזו – מדידה של ערבות בעלים הינה למעשה מתן דירוג אשראי לבעל השליטה, וזהו לא דבר של מה בכך. ישנה התנגשות בין הרצון לעזור לנושים לבין השקיפות, והיו מקרים בעבר שבהם הדבר הביא להתנגשות כה חזקה עם רשות ניירות ערך, באופן שהוביל לביטול הערבות.

פרופ' אמיר ברנע

האם רואים בתמורה בגין ערבות בעלים שכזו עסקה עם בעל עניין?

רו"ח שלומי שוב

לרוב אין תמורה, הערבות ניתנת חינם. ברצוני לשמוע את הזווית של יניב בנושא הערכות שווי.

רו"ח יניב זיו

אני חושב שמצינו את האספקט החשבונאי – ברצוני להעלות לדיון את ההיבטים המימוניים של הנושא. צבי, למשל כאשר אנו מחשבים WACC, כיצד יש להתייחס להלוואות בעלים, שלמעשה נמצאת בין הון לבין חוב? האם יש לטפל בה באופן דומה למניות בכורה?

פרופ' צבי וינר

הבעיה הגדולה נובעת מן הדיכטומיה ומכך שמנסים להשתמש בשני כלים – הון או חוב. בפועל, כיום בעולם, הרבה יותר מאשר בישראל, ניתן לראות הרבה מצבי ביניים ויש ספקטרום רחב. ניתן ליצור היום מכשירים שהינם בעלי מאפיינים גם של הון וגם של חוב, וכל הנושא הזה דינאמי.

פרופ' אמיר ברנע

אבל ישנה הפרדה, התפיסה היא לפצל את המכשיר למרכיב הון ולמרכיב חוב ורק לאחר מכן לחשב את ה-WACC.

פרופ' צבי וינר

נכון, אך עם זאת באים כעת המשפטנים וטוענים שהגדרת זהות הבעלים משנה את הזכויות, מה שמשפיע על השווי. כלומר, יש מעין התאמה משפטית שגם אותה יש להביא בחשבון.

ד"ר מורן אופיר

במרבית המקרים הלוואת הבעלים אינה נושאת זכויות הצבעה, ולכן לא בטוח שיש לראותה באופן אוטומטי כהון בחישוב ה-WACC.

בנוסף, מעבר להסדר המשפטי שהינו חלק משמעותי בעניין, ישנם סיבות ותמריצים נוספים שלא עלו בדיון, אשר מובילים בפועל לתת הלוואת בעלים. נקודה ראשונה קשורה בהיבט המיסוי והיא הטבת המס, נקודה שנייה הינה שהלוואת בעלים מהווה דרך להזרים הון מבלי לדלל את יתר בעלי המניות ונקודה שלישית היא שהלוואות הרבה יותר ממטורות את המנהלים, שכן כאשר מוזרם לחברה הון שאין חובה להחזירו הרי שהמנהלים פחות לחוצים לפעול בצורה יעילה כי הם פחות חוששים לכך שהחברה תיכנס לקשיים. כלומר, המצב המשפטי רק מצטרף לתמריצים הקיימים בפועל בקשר לשאלה הזו.

פרופ' אמיר ברנע

האם אי פירעון הלוואת בעלים מהווה חדלות פירעון?

גיא גיסין

הלוואות בעלים לאור הלכת 'ההון הדק'
ותיקון 44 לחוק ני"ע: התנגשות בין משפט,
חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין
התחייבות להון

התשובה לכך תלויה באופי הלוואת הבעלים - האם ההלוואה עומדת לפירעון מיידי, האם להלוואה יש תאריך פירעון, האם להלוואה אין מועד פירעון כלל וכיוצא באלו.

פרופ' אמיר ברנע

נניח כי להלוואה אין תאריך פירעון.

רו"ח יניב זיו

בתרחיש זה יש להסתכל על מצבה של החברה, ובהינתן כי החברה מצויה בקשיים מבחינתי לחלוטין מדובר בהון עצמי.

פרופ' אמיר ברנע

אין לי ספק שעקב קדימות הלוואות הבעלים על ההון העצמי ("מזנין") הרי שלצורך חישוב מחיר ההון העצמי, הלוואות בעלים תהיה חלק מהחוב. צבי, מה דעתך?

פרופ' צבי וינר

לדעתי הדרך היחידה לפתור את הסוגיה היא דרך מודל מרטון.

רו"ח יניב זיו

אני מסכים. כעיקרון מודל מרטון בא לבדוק את שווי ההתחייבויות, כאשר על פי מודל זה ההון העצמי הינו אופציית Call על הנכסים. כאשר מדובר בחברה יציבה אזי אין בעיה ושווי הנכסים כמעט בכל מצב עולם יהיה גבוה משמעותית משווי ההון העצמי. לעומת זאת, בחברה בעייתית - בהתאם למודל יש כאמור לראות בהון כאופציה על הנכסים, כאשר בכדי לקבל את אותו ההון יש לפרוע את ההתחייבויות, כולל התחייבויות בעלים. למעשה, המודל מסתכל על הנכסים בכל מצב עולם ובוחן את האפשרות לפדות את התחייבויות הבעלים. כלומר, המודל מסתכל מהי הסבירות, תחת כל מצב עולם, שאותה התחייבות בעלים תיפרע ומהוון אותה בריבית חסרת סיכון. מכך נגזר שווי הלוואת הבעלים, וכפועל יוצא נגזרת גם הריבית האמיתית שהחשבונאות צריכה לראות

בנושא ה - WACC, באופן עקרוני הלוואות בעלים לא אמורה להשפיע מאחר וה - WACC מחושב על הפעילות ולרוב תוך שימוש בערכים נורמטיביים. כלומר, אם ישנה הלוואת בעלים או הלוואה רגילה ואם שיעור המינוף של החברה הינו ייחודי, השימוש ב - WACC נעשה לצורך הערכת שווי הפעילות.

פרופ' אמיר ברנע

כיצד מחושב מחיר ההון העצמי? האם להלוואה יש קדימות על ההון העצמי?

רו"ח יניב זיו

בעיני, לטובת מחיר ההון העצמי הלוואות בעלים לרוב תיחשב בתור הון עצמי.

פרופ' אמיר ברנע

למרות שיש לה קדימות על ההון העצמי?

רו"ח יניב זיו

כן.

פרופ' אמיר ברנע

מדוע? במידה ואין זהות בבעלות - נניח כי הלוואת הבעלים ניתנה על ידי רק אחד מהבעלים - הרי שיש לה קדימות.

רו"ח יניב זיו

לדעתי, הדבר הראשון והבסיסי שצריך לבחון הוא האם מדובר בחברה יציבה או בחברה לקראת סיכון.

פרופ' אמיר ברנע

בנוסחת מחיר ההון העצמי מופיע המינוף, השאלה היא האם הלוואת הבעלים תיכלל במינוף כחלק מהון החברה?

רו"ח יניב זיו

לעניין הלוואות הבעלים הזו. בכל אופן, יש להבדיל בין מודל מרטון לבין חישוב ה-WACC, מדובר בשני דברים שונים.

פרופ' אמיר ברנע

בעיני מודל מרטון לא משנה את האלמנט המהותי בנושא. הנקודה המרכזית היא שמבנה המימון של החברה כולל מרכיבי מימון שונים, כמו למשל במקרה של מניות בכורה שההתייחסות אליהן היא כאל רכיב נפרד. אם הלוואות הבעלים ניתנות על ידי בעלים שונים, כך שהחלק בהון העצמי לא שווה לחלק בהלוואות הבעלים, הרי שנוצר מפל. האם בחישוב מחיר ההון העצמי יש להביא בחשבון מפל זה?

רו"ח יניב זיו

בוודאי.

רו"ח גיא טביביאן

ישנה גישה של האמריקאים שקיבלה ביטוי בנייר שפרסמה לשכת רואי חשבון האמריקאית, AICPA, העוסק בין היתר בנושא הערכות שווי של מבנה הון מורכב. הדבר אמנם נהוג יותר בחברות אמריקאיות, בהן ניתן לראות הרבה פעמים מניות רגילות לצד מספר סדרות של מניות בכורה כאשר לכל אחת מהן מאפיינים משלה, אך הדבר קיים גם בישראל בעיקר בחברות סטרט-אפ. אני מציע לאמץ את הגישה הזו, הן מהסיבה שיכולנו לכוונת את ההלוואה כמניית בכורה והן מהסיבה שבסופו של דבר גם הון מניות טומן בחובו סוג של התחייבות והיא התחייבות לחלק דיבידנד, אך בכפוף להחלטת דירקטוריון ולמבחני החלוקה.

ה-AICPA הציגו שתי מתודולוגיות מאוד הגיוניות בעיני, אך בפרקטיקה נהוג לעשות שימוש במודל ה-OPM שהינו מודל להערכת אופציות שלמעשה משלים למודל מרטון. בשלב הראשון יש להעריך את שווי האקוויטי בכללותו, בהתעלם מהעובדה שישנם מספר סוגים של הון עצמי. בשלב השני יש להפעיל את המתודולוגיה של מודל מרטון או מודל ה-OPM ולהקצות את השווי של האקוויטי המורחב, לרבות הלוואות הבעלים, בין המרכיבים שלו.

דגנית דניאל

הדיון מתמקד בעיקר בהתייחסות החשבונאית וההתייחסות מעריכי שווי לאופן שבו יש להתייחס לחובות בעלי השליטה בחברה, הן במצב רגיל והן במצב של חדלות פירעון. נקודה חשובה היא שבעל שליטה בחברה שהוא גם נושה שלה חובש שני כובעים עם אינטרסים שונים ומנוגדים. במצב בו החברה נמצאת באזור חדלות הפירעון אותו בעל שליטה שחובש שני כובעים אלה נמצא בניגוד עניינים מובנה, מהצד הכלכלי הוא

מעדיף את כובעו כנושה, אבל מחויב לפעול לטובת החברה מתוקף כובעו כבעל שליטה. אני חושבת שלזה התכוונה השופטת בציטוט שהביא עמיר ליכט מאפרוחי הצפון בתחילת הדיון לגבי זה שלא נכון/טיבעי שבעל שליטה בחברה יהיה נושה שלה.

רו"ח דב ספיר

אני לא מומחה בתחום, אך הרי מוציאים בארץ הערכות שווי כבר שנים רבות - מה עשו עד כה בקשר להלוואות הבעלים?

פרופ' אמיר ברנע

לסיכום הדיון, כאשר מדובר בחברות ציבוריות, הערכת השווי מתבצעת לגבי הון המניות הרגיל הנסחר בשוק. הלוואות הבעלים הן מעל רובד הון המניות הרגיל, לכן יש להעריך את הלוואות הבעלים על בסיס שווי הוגן ולחלץ את שווי ההון העצמי כשארית, לאחר ניכוי שווי החוב כולל מרכיב החוב בהלוואות הבעלים, משווי הפעילות. הבעיה העיקרית שעולה בנושא הדחיית החוב היא שהמחוקק חודר לתוך התנאים החוזיים של ההלוואה, וכפי שציין צבי קודם לכן, הדבר משפיע על השווי של אותה הלוואת הבעלים. כלומר, עד כה ההתייחסות לניירות ערך הייתה באופן אנונימי, ואילו כעת נדרש לראות מי הבעלים כדי לקבוע את שווי החוב.

דבר אחרון שברצוני להתייחס אליו - חוק ניירות ערך בא ומגביל את כוחו של בעל השליטה, בין אם דרך זה שמשכורת המנכ"ל עוברת את האסיפה הכללית ובין אם דרך הפרוצדורה הארוכה הכרוכה באישור עסקאות עם בעלי עניין. מצד שני, אנו טוענים כעת כי הידע של בעל השליטה על החברה מקנה לו מעמד מיוחד ונחות יותר כנושה של החברה. כלומר, נוצר מעין בלבול מסוים סביב הנושא.

מה שלמדנו מכל הדיון הזה הוא שמדובר בשאלה מורכבת, וכפי שעמיר ליכט ציין, מדובר באחת הבעיות העיקריות בתחום דיני התאגידים. בעיני, ראוי שהרכב מורחב יותר של בית המשפט העליון ידון מחדש בסוגיה זו ויקבע את הנחיותיו בקשר לאפרוחי הצפון, באופן שלא ישמש תקדים להעלאת מסך ולפגיעה בעיקרון של חברה כאישיות משפטית נפרדת. רק לאחר מכן נוכל יותר להבין ולדעת מראש, מהו אותו חוזה שיש לבעל השליטה מול החברה.

רו"ח שלומי שוב

תודה רבה לכולם.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

אי תלות של מעריכי שווי: קריטריונים והשלכות

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

תאריך המפגש: 1 במרץ 2015

נושא המפגש: "אי תלות של מעריכי שווי: קריטריונים והשלכות"

חומר רקע למפגש: נוסח להערות ציבור בנושא "גילוי בדבר אי תלות מעריך שווי ומהותיות מעריך שווי הנובעת ממספר הערכות שווי", רשות ניירות ערך (8.2.2015)

אורחים שנכחו בדיון: רוני עמיחי ויבגני אוסטרובסקי (רשות ניירות ערך), יוסף זרניצקי, שמאי.

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, גיא טביבאן (---Deloitte), משה גדנסקי, דגנית דניאל (מחלקת תאגידים, כונס הנכסים הרשמי), עדי סקופ, יניב זיו (BDO), שי קומפל (מנורה מבטחים), גל עמית, ד"ר רועי שלם, ואדים פורטנוי, אבי בראור (אקטואר), יוסי רייטן (לשכת השמאים), דני ויטאן (KPMG), רני שחם, אלי אלעל, גיל כץ (EY), דן אלנתן, עו"ד סיגל רוזן רחב, קרן בנגלס שנער (הפיקוח על הבנקים), אסף סגל, גיורא אליגון (אקטואר), אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), לילי איילון, פרופ' יורם עדן, אבי זיגלמן, עינת שפרלינג (EY).

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

הוא ברמת החברה הבת או ברמת הפירמה בכללותה? בנוסף, החזקות הכמותיות עשויות להיות בעייתיות עבור מומחים קטנים שהינם מצוינים ובעלי אינטגרטי, אך עם זאת היקף עבודתם אינו רחב מספיק. הפרדוקס הוא שדווקא מומחים כאלה שלא מעסיקים כמויות גדולות של עובדים יכולים להיות יותר סלקטיביים בעבודות שהם לוקחים על עצמם.

כמו כן, אני מניח שבמסגרת הדיון יעלה גם הנושא של קשרים עסקיים ומקצועיים בין המעריך לבין המוערך. כזכור מהעיתונות, עלה לפני כשנה הקשר העסקי במקרה של ישראיר וסוארי דרך קרן סקיי, מה שהעלה את השאלה עד כמה באמת הערכת השווי הייתה בלתי תלויה.

בנוסף, לא ניתן להתעלם מהחלטת בית המשפט במקרה של בזק וגיזה, אשר הוסיפה מימד חדש והוא שגיזה סיפקה שירותי יעוץ ברכישה הממונפת לצד מתן חוות הדעת לבית המשפט בעניין הפחתת ההון, באופן בו לראיית השופטת התקיימה תלות.

היבט נוסף שנרצה לדון בו הוא נושא השיפוי, כאשר לפי נייר הרשות יכול ויהיה נזק בגובה פי 3 משכר הטרחה, שמהווה סוג של השתתפות עצמית. נושא השיפוי נדון גם בפסק הדין של בזק וגיזה, בו ראתה השופטת בשיפוי המלא לגיזה כפגיעה באי התלות. להחלטה זו היו השלכות על הפרקטיקה בנושא מתן שיפויים למעריכי שווי. למיטב הבנתי, ההחלטה הובילה לכך שבמקרים רבים הופסקו השיפויים.

באופן כללי, נושא אי תלות מעריכי השווי ומומחים חיצוניים מאוד מזכיר את כללי אי התלות החלים על רואה החשבון המבקר, ואני מניח שגם חלק מהחזקות הכמותיות נשאבות משם, כדוגמת הסף הכמותי של 15%. בנוגע לשיפוי, חל איסור בשיפוי כאשר מדובר ברואה החשבון המבקר, אך כאשר מדובר במעריכי שווי ישנו מנגנון שיפוי היוצר מעין השתתפות עצמית של פי 3 מסך הנזק. סביר כי יעלו שאלות האם זהו המצב שצריך להיות.

נייר הרשות אמנם קצר, אך הוא מעלה שאלות מעניינות נוספות שגם בהם נרצה לדון – כך למשל, האיסור להתנות את שכר הטרחה בתוצאות, הבחנה בין מעריך שווי לבין מעריך שווי מהותי מאוד וכיוצ"ב. כמו כן למיטב הבנתי נייר הרשות מתייחס גם לשמאים ואקטוארים, כך שנרצה להבין מהנציגים הנוכחים בדיון מהן ההשלכות על תחומים אלו שהם כבר מוסדרים.

פרופ' אמיר ברנע

נייר הרשות עוסק במעריכי שווי – עולה השאלה מה מייחד את המקצוע בעיני הרשות? האם אותם כללים חלים גם על

הנושא בו נדון היום הינו הצעת הרשות לניירות ערך בנוגע לגילוי בדבר אי תלות של מעריכי שווי. כידוע, החשבונאות היתה מאז ומתמיד מבוססת על אומדנים והדבר התגבר מאד בעקבות ה-IFRS שהגביר את השימוש באומדני שווי. התפיסה הבסיסית של החשבונאות הינה שהדוחות הכספיים, לרבות האומדנים בהם, הם מצגי ההנהלה ובאחריותה. ב-IFRS אין דרישה לעשות שימוש במעריכי שווי חיצוניים, פרט לדרישה כאמור הקיימת ב-19 IAS, אשר כולל המלצה בלבד להיעזר באקטואר מוסמך.

בשימוש במעריכי שווי ומומחים חיצוניים גלומים מספר יתרונות כגון מומחיות והוספת נדבך של אמינות לדיווח הכספי. אבל מעבר לכך, לשימוש במומחים חיצוניים ישנה משמעות רבה מנקודת מבט של רואה החשבון המבקר, לגבי יכולתו להסתמך על העבודה. אי תלות של המומחה מגבילה את יכולתו של רואה החשבון המבקר להסתמך על עבודת המומחה ודורשת ממנו לבצע בדיקות מעמיקות יותר.

ברקע הדברים, נציין שנקודה מעניינת נוספת לדיון הינה הדרישה לצירוף הערכות השווי לדוחות הכספיים, שאמנם קיימת בישראל אך דרישה זו אינה מקובלת בהכרח בעולם לרבות בשוק ההון האמריקאי. אין ספק שלצירוף הערכות השווי משמעות אדירה בהיבט הזה שהן זמינות לכלל משתתפי השוק ובמובן זה חשובות לביקורת.

לאחרונה פרסמה הרשות לניירות ערך נוסח להערות ציבור, המתייחס לגילוי הנדרש בדבר אי תלות מעריך השווי. מדובר בנייר פוטנציאלי מאד חשוב. מניסיון העבר, אנו יודעים שניירות הרשות שמתפרסמים לציבור הופכים למעין Benchmark או Best Practice, וכי לניירות אלו ישנן השלכות רוחביות, למשל בבתי משפט במסגרת קבלת החלטות בנושאי אי תלות. לאור העובדה שישנם אומדנים נוספים, מעבר להערכות השווי, נראה כי יש להעלות לדיון גם את השאלה עד כמה נרחבות ההתייחסויות בנייר הרשות. עד כמה למשל הדברים יכולים להיות מושלכים לגבי יועצים משפטיים חיצוניים שמספקים חוות דעת על סיכויי התממשות של תביעות?

העיקרון המנחה בנייר הרשות בדבר אי תלות מעריכי שווי ומומחים חיצוניים הינו ברור, אך עם זאת ישנן נקודות מעניינות שנרצה להעלות לדיון. העיקרון המנחה הוא בחינת אי התלות מנקודת המבט של האדם הסביר, אך עם זאת הנייר מונה מספר חזקות כמותיות שיש להן השלכות. כך למשל, ישנה חזקה של 15% - 1 שנים ביחס להכנסות של מעריך השווי, מה שעלול ליצור יתרון לגודל. כמו כן, נניח כי הערכת השווי מתבצעת על ידי חברה בת של Deloitte, עולה השאלה האם המבחן

אי תלות של מעריכי שווי: קריטריונים
והשלכות

הניתנות לסתירה - מצד אחד הדבר מקל מאחר שישנו סף כמותי, אך מנגד הוא איננו סוגר הרמטית את כל המקרים.

הדבר הבסיסי, שלקח לנו הכי הרבה זמן לעבוד עליו, הוא מציאת האיזון בין מקרים בולטים בהם ישנה פגיעה באי התלות לבין צמצום התחרות באופן בו מומחים לא יוכלו לבצע הערכות שווי. הרשות בגישה שלתחרות ישנו אמנם צד שלילי אך גם צד חיובי - בו לא רצינו לפגוע. כמו כן, לא מצאנו באופן חד משמעי כי הגדולים יותר "בסדר" מהקטנים, או להפך, ואין מטרת הנייר להגדיל את הגופים המעריכים.

ברמה המעשית, יצאנו מהכללים החלים על רואי החשבון המבקרים והיו נושאים שאילולא היו כללים לרואי החשבון, היינו אף מחמירים בהם יותר - אך ישנו משהו צורם בכך שרואה החשבון המבקר, שנחשב לשומר הסף החיצוני מספר אחד, יהיה כפוף לכללים פחות מחמירים ממעריך השווי.

כמו כן, מספר אנשים שאלו "מדוע לא אסרנו?" התשובה לאותם אנשים היא שהחשבונאות מאפשרת לחברה עצמה לבצע את הערכות השווי, שזוהי התלות הקיצונית ביותר, ומכאן גם כל המגוון הקיים בפרקטיקה - כך למשל, מעריכי שווי לא תמיד מבצעים הערכה מלאה אלא לעיתים מקבלים נתונים והנחות מהחברה, מחשבים את שיעור ההיוון בלבד ומבצעים את פעולת ההיוון. כפועל יוצא, הנייר מתמקד בפן הגילוי בלבד.

נקודה נוספת שנכון למצוא בה איזון הוא מה מעריך השווי יודע, מה שעליו לדעת ומתן הפעולות שבהן עליו לנקוט בכדי לדעת - ייתכן והדבר לא מנוסח בצורה ברורה, אך חשוב להדגיש כי אם אנחנו מרחיבים את המעגל לבני משפחתו של מעריך השווי, אין הכוונה כי זה יבצע תחקיר לפני כל הערכת שווי, אלא הכוונה היא לחזקת ידיעה בלבד.

במקביל לנושא הנדון, ישנו נושא אחר שאנו יוזמים מול משרד המשפטים, הערכות שווי כבסיס לדיבידנדים, אשר נועד להפחית "לחצים" למרות שברור לנו שגם אם הערכות השווי

שמאים? האם שמאי כפוף להוראות אלה? הרי שמאות היא פעולה שגרתית המתבצעת על בסיס רבעוני. לדבריו של יוסי זרניצקי, שמאים אינם כפופים לנייר הרשות מאחר ובמקצוע השמאות ישנו קוד אתי. אם כך, האם גם למעריכי שווי כדאי לאמץ קוד אתי ובכך לנטרל את הצורך בנייר?

ברבים מהסעיפים המפורטים בנייר הרשות יש היגיון, אך ישנן שאלות שעולות כמו למשל מה קורה אם מעריך שווי מבצע מספר הערכות שווי לאותו גוף? האם הוא בהכרח נגוע באי תלות? כמו כן, מדוע יש לספק הסברים מקום שבו נעשה שימוש באותו מעריך שווי? מדוע פנייה שגרתית לרואה החשבון בכל שנה, ללא דרישת רוטציה, הינה לגיטימית בעוד שפניה למעריך שווי אינה לגיטימית? למרות שישנו היגיון בסיסי לפיו אם מעריך שווי מבצע הערכת שווי לנכס מסוים בשנית הוא "שבוי" להערכה הקודמת וישתדל להגן עליה, עדיין ישנה אי בהירות סביב הנושא.

לאור העובדה שהערכת שווי אינה דבר מוגדר - נשמח לשמוע מרוני עד כמה מקיף נייר הרשות ושאלה, האם בדיקת הוגנות (fairness) או שמאות מהווה לצורך העניין הערכת שווי ומכפיפה את עצמה לכללים המוצעים?

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

הסוגיה הנדונה אינה פשוטה, ואציין כי נפגשנו עם עשרות גורמים בטרם פרסום נוסח הערות הציבור. לגבי התחולה - הערכות שווי, מכוח הגדרת הערכת שווי בתקנות, כוללת גם אקטואריה ושמאות וזהו לא דבר חדש (למשל הנושא כבר קיים בעסקאות עם בעלי שליטה). באופן דומה, שמאות ובדיקות הוגנות אף הן בתחולה. בנוסף, ברצוני להדגיש שהתקנה בנושא אי התלות הינה תקנה קיימת ולא נוצרה כעת במסגרת פרסום הנייר, וכך גם הצורך במתן הסברים כאשר ישנם אלמנטים של תלות - מדובר בדרישה שאיננה חדשה והיא קיימת בתקנות.

מטרת הנייר הינה לספק ודאות מסוימת, הן לחברות והן למעריכי השווי, ובכך גם להקל על הפיקוח, כך שלמעשה שני הצדדים יוצאים נשכרים. ניתן לראות כי הנייר מפרט חזקות

לא יהוו בסיס לדיבידנדים, זה לא שלא יהיה יותר עניין להגדיל את הערכות השווי.

פרופ' אמיר ברנע

לא ברור לי כיצד הנייר חל גם לגבי שמאות?

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

הגדרת הערכת שווי בתקנות כוללת בחובה גם שמאות.

לגבי נושא התלות הנוצרת בהערכה אחר הערכה שהוזכרה קודם – זוהי נקודה שלא נכנסנו אליה בנייר, אך זה לא שלא חשבנו עליה. דווקא כאשר מדובר בהערכות שווי, עצם העובדה שחולף הזמן וכי מדובר במידע צופה פני עתיד מאפשרת למעריך השווי לשנות את הערכתו ביתר קלות, וזאת בניגוד לרואה החשבון המבקר.

נקודה נוספת שחשבנו עליה לעומק, אשר קיבלה התייחסות בנייר, הינה הערכת שווי לשם ביצוע עסקה. ייחסנו חשיבות גבוהה יותר להערכה כאמור לאור העובדה שישנה יציאה של כסף בעקבותיה. לדוגמה, אם חברה רכשה נכס – הרי שהיא בפועל הוציאה כסף בכדי לרכוש, ועל כן הנחנו שישנו קושי גבוה יותר לשנות את ההערכה בתקופה עוקבת.

רו"ח גיא טביביאן

הדבר תקף גם לגבי Fairness?

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

אותו היגיון תקף גם ב – Fairness.

רו"ח יבגני אוסטורבסקי (רשות ני"ע)

אם התבססו על העבודה, בין אם זה Fairness ובין אם זו עבודה שנוקבת בשווי, אז לכאורה ישנה תלות בפעם הבאה שמעריך השווי יעריך את אותו הנכס לצורך דיווח כספי.

רו"ח גיא טביביאן

אם נניח יש שתי חברות אחיות שרכשו יחד נכס מבעל שליטה, האם הם יוכלו להחליף ביניהם את מעריכי השווי? הרי אם אתם באים מהרציונל לפיו יצא כסף, אז מה זה משנה אם הוא עושה את העבודה עבור חברה כזו או אחרת?

רו"ח יבגני אוסטורבסקי (רשות ני"ע)

ניתן להסתכל על המקרה שתיארת לפי אותו רציונאל, כך שנוצרת תלות.

רו"ח גל עמית

האם הרשות רואה הבדל בין הערכות שווי לצורך דיווח כספי, על בסיס התפיסה שקיימת גם אצל רואי חשבון לפיה מעריך השווי הינו יועץ של ההנהלה, לבין הערכות שווי לשם עסקה עם בעל עניין שמוגשת לדירקטוריון או לאסיפה הכללית? לעניות דעתי, נדרשות רמות אחרות של אי תלות בין סוגי הערכות השווי הנ"ל.

בנוסף, האם בסף ה – 15% הכוונה היא לפירמה בכללותה? האם ישנו הבדל בין פירמה גדולה בה ישנם הרבה שותפים כאשר לכל שותף מרכז רווח משלו, לבין פירמה קטנה בה יש שותף אחד?

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

התשובה לשאלה הראשונה היא שאין הפרדה, היות ופורמאלית גם תקנות עסקאות בעל שליטה, תקנות הקצאה פרטית ותקנות פרטי תשקיף – כולן שואבות מאותו המקום.

ברמה המהותית, אנו חושבים שזו שאלה טובה מאחר שדווקא בעסקאות בעלי שליטה הערכת השווי באה לאסיפה הכללית ולכאורה בעלי המניות יכולים להצביע, ואילו כשהערכה נועדה לדוחות הכספיים היא ב – Back Office.

רו"ח יבגני אוסטורבסקי (רשות ני"ע)

שאלת ה – 15% מההכנסות הינה שאלה חשובה ואותה בעיה קיימת גם אצל רואי חשבון. אצל רואי חשבון הבחינה נעשית ברמת המשרד, גם אם השותף המטפל בתיק מקבל נתח גבוה יותר מ-15% מהכנסותיו מהתיק ומייחס לתיק חשיבות רבה. בפועל, לא רצינו להחמיר מעבר לנהוג אצל רואי חשבון.

רו"ח גיא טביביאן

ומה לגבי בחינה ברמת הפירמה או ברמת חברה בת, כפי ששלומי ציין?

רו"ח שלומי שוב

יבגני, אז כמו שאני מבין את הנייר אתם מסתכלים על הפירמה בכללותה.

רו"ח יבגני אוסטורבסקי (רשות ני"ע)

נכון – ייתכן והנושא לא הודגש, אך ישנה הגדרה למעריך שווי בתחילת הנייר שכוללת את כלל השותפים בפירמה, ואם זו חברה אז את כלל בעלי העניין בה.

רו"ח גיא טביביאן

אי תלות של מערכי שווי: קריטריונים
והשלכות

בנוסף, בפן של הגבלת האחריות – אני בדעה שיש לבחון האם מצב שמגביל את האחריות כפונקציה של שכר הטרחה הוא רצוי, והאם לא נוצר כאן Moral Hazard.

אבי בראור

ברגע שיש לך שיפוי אז לכאורה לא אכפת לך מה יהיה כתוב בעבודה – כעת השיפוי שלך הוא 3 פעמים שכר הטרחה.

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

בקשר לנקודה הראשונה – מדוע התקנות נחוצות – יש להדגיש כי פורמאלית התקנה היא עובדה קיימת, החידוש הינו הוא ברמת מפרט ובחזקות כמותיות.

לגבי העניין של ה-Moral Hazard, בסופו של דבר כל עניין ההשתתפות העצמית נובע מה-Moral Hazard.

אבי לוי

אני בדעה כי במקום מסוים אנו מעוותים את המציאות. נאמר פה כי ישנה דרישה לגילויים משמאים על שיפויים בעוד שלרואי החשבון נושא השיפוי אסור בתכלית האיסור. עם זאת, רואי החשבון דואגים להחתים אותי כמנכ"ל על הצהרת מנהלים בנוגע לכך שהדוחות הכספיים הינם בבעלות ההנהלה וכי נמסרו לרואה החשבון המבקר כל הנתונים הנדרשים וכי נתונים אלו נכונים. כפועל יוצא, לכאורה אין לרואי החשבון שיפוי היות והאחריות הינה של ההנהלה – אך אם למחרת תצוץ תביעה כנגד רואה החשבון, הם יפנו את האחריות כלפי ההנהלה, כך שלא ניתן באמת להגיד שאין לרואי החשבון שיפוי. לגבי שמאים, אני בספק כי אם אדון זרניצקי דורש תשלום בסך 50,000 ש"ח אזי החל מ-150,000 ש"ח הוא יעוות את השמאות, ולכן זו לא דרישה מציאותית.

מעבר לכך, אני בדעה שהגישה בישראל, לא רק בהתייחס לרשות ניירות ערך אלא בהתייחס לכלל הרגולטורים, היא גישה של "האח הגדול מסתכל עליך" בכל עת, מה שיוצר שמרנות

יש לכאורה יתרון לפירמות הגדולות במבחן של ה-15% מסך ההכנסות, אבל אם אני מבין נכון את הנייר אז הפירמות הגדולות לא יוכלו בכלל לבצע הערכות שווי מבלי להיות בלתי תלויות. אם אתה סופר בחברה בת של Big 4 את מספר השותפים בפירמה תהיה בעיה מבחינת כללי ההחזקה בניירות ערך. אם אתה פונה לחברה בת של Big 4 לצורך ביצוע הערכת שווי – למי בעצם אסור להחזיק בניירות הערך של הגוף נושא הערכת השווי? לשותפים בחברה הבת בלבד או לכלל השותפים בפירמה? בנייר כתוב כי זה חל גם על שותפים שפרשו.

רו"ח יבגני אוסטורבסקי (רשות ני"ע)

לכלל השותפים בפירמה.

רו"ח גיא טביביאן

אם כך, לדעתי Big 4 לא יוכלו לבצע הערכות שווי.

ענית שפרלינג

אני מסכימה עם גיא כי תיווצר בעיה במשרדים הגדולים – קשה לתת גילוי על כלל החזקות השותפים ב-Big 4.

פרופ' יורם עדן

דבר שלא דנו בו הוא מדוע בכלל צריך את התקנות הללו – הרי עם פרסום הערכות השווי ישנה חשיפה למעריך השווי, ובדיוק כמו במקרה של ישראיר ואחרים יש מצבים שמעריך השווי יעדיף להימנע מהם.

בנוסף, מעריך שווי שעושה כל שנה הערכת שווי צריך להסביר מה השתנה מההערכה הקודמת ומדוע היא לא התממשה.

כמו כן, ישנה הגדרה לעניין אישי בחוק החברות כמו גם איסור להתנות את שכר הטרחה בתוצאות.

לאור האמור, אני באמת שואל מה רע במצב הקיים?

בעניין הזה מגבלת זמן.

ברור שהסימנים בנייר הם רק חזקה וניתן לסתור אותם אך לדעתי אף תאגיד לא ירצה להיכנס למקום הזה של סתירת חזקת התלות. לדעתי עדיף שמגבלת הזמן תוגדר במבחנים עצמם.

פרופ' אמיר ברנע

נניח שמעריך שווי ביצע עבודות לאותו גוף בהיקף הגבוה מ- 15% מהכנסותיו, האם הוא יוצג בחוות הדעת כתלוי? למעשה, יש פה שני דברים: (1) הגדרה עצמית כתלוי; (2) הסבר מדוע בכל זאת פנו אליו ולא למעריך שווי אחר.

רו"ח משה גדנסקי

הגילויים נועדו למנוע מצבים כאלה - הרי אף אחד לא יגיע לוועדת מאזן ויטען שמעריך השווי תלוי לאור מבחן ה- 15% אך בכל זאת בחרו לעבוד דווקא איתו. המטרה היא לייצר נורמה.

פרופ' אמיר ברנע

במשק הישראלי הריכוזי, 15% מההכנסות מתאגידים כמו בזק ובנק לאומי זהו לא דבר נדיר.

אלי אלעל

צריך גם לזכור שבהערכת שווי יש מרכיבים שהם פרויקטאלים ולמעשה העבודה כוללת "פיקים", וזאת לעומת ראיית חשבון בה יש חלקים רוטיניים.

פרופ' אמיר ברנע

דרך אגב, עקב ריכוז עבודת האקטואריה אצל מזמינים מועטים ביחס הרבה אקטוארים יחשבו כתלויים בחברה המזמינה.

רו"ח דני ויטאן

תקנות הצירוף של הערכות השווי לא חלות על מבטחים.

רו"ח שלומי שוב

שי - האם בחברות ביטוח משתמשים באקטואר פנימי?

שי קומפל

בוודאי, ישנה מחלקה פנימית העוסקת בתחום. בשנה שעברה דנו בנושא ה- EV של תיק ביטוח החיים, שזהו הנכס הכי גדול, שהוערך על ידי אקטואר פנימי.

רו"ח שלומי שוב

יתר. השאלה שיש לשאול היא האם שמרנות זו נכונה? האם שמרנות היתר מציגה נכונה את הדוחות הכספיים? הסיבה לכך שחברות נדל"ן נסחרות מעל להון העצמי שלהן היא אותה שמרנות יתר, שמביאה עמה שמאוויות לא נכונות שאינן משקפות נכונה את מצב העסקים.

לסיכום, אני חושב ששמרנות היתר לא מציגה את הדוחות הכספיים באופן נכון ושהמעורבות של רשות ניירות ערך בכל דבר ועניין אינה בהכרח טובה.

רו"ח שלומי שוב

עבורנו, אנשי החשבונאות, טעות הנובעת משמרנות יתר הינה טעות לכל דבר ועניין.

אבי בראור

צריך לזכור, כמו שרוני ציין, כי אין חובה לעשות שימוש במעריך שווי. למה חברות לוקחות מעריך שווי? כדי להתהדר בכך שמישהו חיצוני בלתי תלוי היה מעורב, ולכן הדרישה לתת גילוי על כל מיני מקרים היא דרישה הגיונית לטעמי.

פרופ' אמיר ברנע

אבי - זה לא מדויק, הרי כתוב שאם אתה תלוי אז תגיד למה עדיין לקחו אותך.

אבי בראור

ואם המנכ"ל או סמנכ"ל הכספים עשו את הערכת השווי זה יותר טוב? לכאורה הם יכלו לעשות זאת. דרישות הגילוי לא קשורות לכך אם שמאים הם שמרנים יותר או פחות.

רו"ח משה גדנסקי

ככלל אני מתחבר לנייר של הרשות, ולדעתי עמדת הרשות עושה שכל יחד עם זאת, אני חושב שצריך לחלק את סממני האי תלות שנקבעו בנייר העמדה לשתי קבוצות. הקבוצה הראשונה אלו אכן מקרים שהתלות בהם נראית מובהקת והם גם די דומים למבחני אי התלות של רואי החשבון המבקרים. אלו הם למשל המקרים שהכנסת מעריך השווי מהלקוח מהווה 15% מכלל הכנסותיו או שיש לו קשרים עסקיים מתמשכים עם בעל השליטה בתאגיד. אך יש בנייר קבוצה שניה של סממנים והיא לדעתי הרבה פחות מובהקת ולכן צריך לסייג אותה. למשל, ביצוע הערכת שווי על ידי מעריך שהעריך את הנכס בעבר לצורך ביצוע עסקה. פה אי התלות פחות מובהקת ולכן הייתי קוטם את החזקה בפרק זמן. כלומר, אם הוא ביצע את הערכת השווי הקודמת לפני שנתיים או שלוש הוא לא יחשב תלוי אם הוא מבצע הערכת שווי כעת. לפי נוסח הטייטה אין

אי תלות של מערכי שווי: קריטריונים
והשלכות

אגב, המצב שתוארת לגבי ה - EV מזר.

שי קומפל

הערכת ה - EV אינה בדיוק הערכת שווי, מדובר בערך כלכלי לפי ריבית חסרת סיכון. לאור הכללים הנוקשים, ניתן לראות שחברות לא נסחרות לפי ה - EV.

רו"ח דני ויטאן

כפי שגיא ציין, ישנה הקשחה לגבי המשרדים הגדולים, וזאת במקביל לבעיית המעקב שנוצרת בהגדרה. בשונה מרואי חשבון, אין איסור להחזיק ניירות ערך כלל אלא מדובר בהחזקה מהותית בלבד - כלומר 5% מתיק ניירות הערך של מעריך השווי או בן זוגו, וישנה גם התייחסות לנאמנות עיוורת, כך שבאופן כללי ישנה בעיית מעקב.

בהמשך לדבריו של יורם, לדעתי הנושא הקריטי אינו הגילוי, אם כי הדרישה לצרף הערכות השווי ביחס לשוק האמריקאי, בו השימוש בשווי הוגן פחות משמעותי מאשר בישראל.

רו"ח שלומי שוב

האם ישנה דרישה בארה"ב לצירוף הערכת שווי?

רו"ח דני ויטאן

לא, אין בארה"ב דרישה לצירוף הערכות שווי. עם זאת, בישראל יש להביא בחשבון את המאפיינים של השוק הישראלי - כך לדוגמה, עסקאות עם בעלי עניין או כמות חברות הנדל"ן הנסחרות בארץ. ייתכן ובעקבות האמור נולד הצורך בהנחיה מסוג זה.

כאמור, אני בדעה שהנושא הינו רחב יותר כאשר הגילוי בדבר אי התלות הינו נדבך אחד בלבד.

פרופ' אמיר ברנע

אז בואו נדון בשאלה פשוטה, האם יש צורך בהנחיות אלו או

שמספיק לתת גילוי מלא בדבר כל עסקה של חברה עם מעריך השווי נניח בתקופה שתוגדר (5 שנים אחרונות)?

רו"ח שלומי שוב

ברצוני לשמוע את נציג לשכת השמאים.

יוסי רייטן (לשכת השמאים)

ראשית, אני רוצה לברך את הרשות על יוזמתה.

בהתייחס להערכות שווי נדל"ן - בלשכת השמאים ישנן תקנות מכוח חוק משנת 1966, שכבר במסגרתן נאמר שאסור לעשות שומה מקום שבו יש עניין אישי. מעבר לכך, יש לנו תקנות אתיקה מקצועית כמו גם תקנים מקצועיים, שהינם באחריות מועצה חיצונית של הלשכה ליד מועצת השמאים. כלומר, אמנם הרשות הגדירה חזקות כמותיות, אך אצלנו ההתייחסות רחבה אף יותר.

למעשה, לקחנו על עצמנו במסגרת התקנים אמות מידה מחמירות יותר מאלו שציננה הרשות - כך למשל אם מעריך שווי קודם סקר לפני שנתיים את הנכס שנסקר על ידי כעת, עליי לציין עובדה זו בהערכת השווי לרבות ציון השווי שהוערך על ידו ופירוט סטיות משמעותיות שחלו מאז ואת הנימוקים להן.

יוסף זרניצקי

ברצוני לציין שהשיפוי שאנו מקבלים הוא רק לגבי הנתונים המתקבלים על ידי החברה.

פרופ' אמיר ברנע

אז מה נשאר לך?

יוסף זרניצקי

הנתונים שאני מקבל מהרשות המקומית, נתוני השוק בהם

אני משתמש וכיוצא באלו - הם כולם פרשנויות שלי.

פרופ' אמיר ברנע

מה לגבי התקשרות קבע? האם הדבר מותר?

יוסף זרניצקי

כן.

פרופ' אמיר ברנע

אם כך, אז להבנתי, לאור ההנחיות המוצעות, אסור לך לבצע התקשרות קבע.

רו"ח שלומי שוב

היכן הכללים של שמאי המקרקעין מחמירים יותר? קראתי את התקנים ולא ראיתי התייחסות ספציפית לנושא אי התלות.

יוסי רייטן (לשכת השמאים)

ניתן למצוא את ההתייחסות במסגרת התקנות משנת 1966.

רו"ח שלומי שוב

האם סף ה-15% נכלל שם? כפי שנשמע, אתם תעמדו באופן אוטומטי בכל דרישות הרשות. האם אכן לא תהיינה השלכות על אף שמאי?

יוסי רייטן (לשכת השמאים)

השמאים נמצאים בהסדר רגולטורי שהחובות בו נרחבות ממה שהרשות קבעה בנייר. אז אמנם נקבעו אמות מידה כמותיות, אבל אנו נמצאים בהסדר רגולטורי שמחייב אותנו.

אני מניח ששמאי הבית של מליסרון או עזריאלי הוא כזה ששכר טרחתו יכול מאוד ויעלה על 15% מסך שכר טרחתו, כך שיתכן והדבר יעורר איזושהי מחשבה מצד השמאי או המזמין.

רו"ח שלומי שוב

האם אקטואר של חברת החשמל חייב להיות Big 4? אני מניח שמדובר בעבודה רצינית עם שכר טרחה נאה לצידה. קשה להאמין שאקטואר עצמאי יכול לקחת על עצמו את עבודה זו.

אבי לוי

אני מסכים עם שלומי - בפרקטיקה חברות לא ייקחו שמאי או מעריך שלגביו הן יצטרכו לספק הסבר. גם כאשר החברות מספקות הסבר הן מקבלות מיד לאחר מכן שאלות מרשות ניירות ערך. כלומר, זוהי פינה שמלכתחילה חברות לא ירצו

להיכנס אליה, במיוחד שגם ההסברים לא באמת מתקבלים.

גיאורא אליגון

כאשר אני מסתכל על אי תלותם של אקטוארים אני מבחין בין מצבים בהם הכנסותיו של האקטואר תלויות בתוצאות המלצותיו במקרה הספציפי, לבין מקרים בהם אין תלות כאמור, כך שלאקטואר אין אינטרס בתוצאה של המלצתו.

רו"ח שלומי שוב

גיאורא ואבי - האם סף ה-15% הוא בעייתי בעיניכם?

גיאורא אליגון

לא.

אבי בר אור

אני כן רואה בזה בעיה. אפילו מבחינת חופש העיסוק.

גם ה-15% וגם השיפוי אלו שתי נקודות שיש להן תמריץ לדחוף את שכר הטרחה כלפי מטה.

אני הבנתי בפתיחה שהמטרה העיקרית היא גילוי נאות אז הישות צריכה לגלות ולהסביר למה בחרו באיש הזה ולמה באיש ההוא, ועם זה אין לי בעיה.

אני עשרות שנים ניסיתי לאגד גופים של אקטוארים, וזה לא הלך. במקצוע שלנו אין לנו הגנה חוקית ואנו עובדים לפי חוקי אתיקה מקצועית ברורה, אבל עדיין יש מצב שתמיד בהגדרה אקטואר יהיה קטן מול חלק מהישויות. בחלק מהדיווחים של IAS 19 לישויות קטנות שכר הטרחה הוא שולי אבל יש ישויות גדולות מאוד שבהגדרה שכר הטרחה יהיה גבוה.

נתת כדוגמה את האקטואר של חברת חשמל, לפני מספר שנים חח"י שילמה פוליסה לאחריות מקצועית ופרמיה עבור אקטואר שסירב לחתום על חוות דעת.

יש בהחלט מקצועות כמו אקטוארים שתיק אחד ספציפי יהיה מעל 15%.

רו"ח שלומי שוב

אז אתה מקבל כאן רוח גבית להקים ביג 4 לאקטוארים.

לילי איילון

גם אקטוארים ומעריכי שווי מקצועיים, לא בהכרח נמצאים בביג 4. יש אקטוארים מאוד מקצועיים ולא רבים בארץ שאינם חלק מפירמה גדולה, וכשתמדוד אותם בהיקף הכנסות מול

אי תלות של מעריכי שווי: קריטריונים
והשלכות

כשירות, בחירת מתודולוגיה, גילוי נאות, מבנה נכון של דו"ח ועוד, למרות שאי התלות זו האבן הראשה בתוך התהליך הזה.

הנקודות המרכזיות שעולות גם בבדיקה שלי, והכנתי רשימה מאוד ארוכה של חזקות, גם בלשכה האמריקאית של רואי החשבון שדנים בפרסומים על רואי חשבון שעוסקים בעבודות נלוות, מדברים על הלך רוח, להיות נקי מאינטרסים, איך להימנע ממעורבות נמשכת כאשר אי התלות נפגעת, תפקוד כזם, חתם, ברוקר או מפיץ ניירות ערך של הלקוח, קבלה או אישור בניהול של סיכונים עסקיים וזה נמשך עוד ועוד.

גופים נוספים מדברים על אותם דברים. זה זמין וזה קיים.

בשום מקום לא ראיתי, ובטוח לא בארה"ב אמירה כמותית כגון 10%, 15% או כל מספר אחר. בין היתר עלול להיווצר כאן מנגנון של חסם כניסה של אנשים חדשים בתחום שיצטרכו לעמוד ברף של - כדי לעבור את הרף הנדרש. כמובן זה גם חל גם על פרופסורים ומומחים בודדים אשר פועלים כבר.

שווה בהקשר הזה לעשות מחשבה שניה, ולא להיצמד לאותה רשימת מכולת של חזקות כמותיות הניתנות לסתירה.

פרופ' אמיר ברנע

לוותר על ה-15%?

אלי אלעל

לא יודע אם לוותר, אולי להגדיר בצורה יותר מתאימה.

פרופ' אמיר ברנע

אלי, קראת מה קורה בעולם. האם יש צורך בתקנות האלה לדעתך?

אלי אלעל

לטעמי יש צורך בתקנות אלו בישראל בעיקר מהסיבה

הכנסות ה-BIG 4 זה בטל בשישים.

ההנחיה הזו יכולה לפגוע בחברות לקבל את השירות הכי מקצועי. לפחות ממה שאני ראיתי האקטוארים הכי מקצועיים לא נמצאים במשרדים הגדולים.

בנוסף, אני חושבת לעניין המדידה שיש למדוד את המחלקה עצמה בתוך המשרד הגדול.

רו"ח שלומי שוב

לילי אז זה גם יכול לפתור את הבעיה של מעריכי השווי.

לילי איילון

לגמרי, יש כאן גם מעריכי שווי לא גדולים שהם משכמם ומעלה.

רקפת שני

חלק מהגילויים הנדרשים כאן אנו רואים גם היום. שיפוי, שכר, אחזקה במניות, עבודות אחרות שביצענו, אנו מגלים גם היום.

מה שמטריד אותי פה זה הכללה, והדרישה להגדיר אי תלות גם לחברות גדולות וגם לקטנות. יש הבדל בין חברת ייעוץ גדולה לבין חברה מתחילה שצריכה לבסס את עצמה. יש גם הבדל בין חברה ציבורית גדולה או קטנה. יש הבדל גם אם הבן של הבעל השליטה עובד באותה חברה רואי חשבון או בן של בעל משרה (במסמך אין הבחנה). אני חושבת שצריכה להיות הבחנה.

אלי אלעל

בואו נרחיב את היריעה גם למה שקורה בחול בהקשר של אי התלות. בדקתי מה קורה בחול לקראת הדיון. בדקתי מה קורה בלשכות האמריקאיות, ב-AICPA וכו'.

אלו לא נושאים חדשים עבורם וצריך לזכור שאי התלות זו אבן יסוד אחת אבל היא לא הבלעדית. יש גם עוד שאלות כגון

המרכזית שאין גורם מטעם מעריכי השווי שבה ומבצע אכיפה פנימית לעומת שמאים וכו'.

יתכן ויש לייצר מנגנון של איזושהי לשכה מקצועית שתייצר פרמטרים של התנהגות נאותה ואתיקה כמו בכל מקום בעולם.

בהעדר גוף כזה כן יש צורך שמישהו ימלא את זה.

רקפת שני

אין ספק שהביג 4 יכנסו ישר לסטנדרטיזציה אז לא פתרנו שום בעיה.

אלי אלעל

דווקא בארה"ב תחום הערכות השווי מאופיין בריבוי של Sole Practitioners. ארה"ב מלאה במעריכי שווי, ולא דווקא עבור דיווח כספי. יש את עולם המס, בתי משפט, יש הרבה עולמות שבהם אינפוט של מעריכי שווי הוא חשוב. בהקשר זה מכיוון שבישראל אין מערכת וולונטרית שמסדירה את התחום מישהו כן צריך לעשות משהו כדי לייצר מנגנון מתאים.

פרופ' אמיר ברנע

תקנות האי תלות עושות את זה?

אלי אלעל

הכיוון הוא כן נכון, אפשר לדבר על הניואנסים, כן 15 לא 15 וכל דבר אחר אבל מישהו כן צריך לעשות סדר.

אבי לוי

אז באי סדר הזה, על פי מה שאתה אומר היום הערכות השווי לא טובות? אם זה עובד היום אז למה להתערב? איך זה יגרום לך או לאדון זרניצקי להיות יותר טובים?

אלי אלעל

אני אומר שזה עובד אבל זה יכול לעבוד יותר טוב. אתה מדבר על שני מרכיבים שונים, אחד הוא מה יהיו הכללים ושני זה מה תהיה תפיסת הציבור. אם תהיה הסדרה ואנשים יעבדו על פי חוקים ברורים אז אמון הציבור יעלה ויגבר.

רו"ח שלומי שוב

אלי, אז אם אני מסכם אותך לפי מה שאתה אומר זה שאם הייתה עבור מעריכי שווי הסדרה כמו לשמאים למשל, אז הרשות לא הייתה צריכה להתערב!?

אסף, בבקשה.

אסף סגל

אני אתחיל לגבי השיפוי, אני חושב שעניין הפי 3 לא צריך להפחית את שכר הטרחה ולא צריך להתרגש מזה.

אני כן רוצה לגעת במה שלילי אמרה לגבי חברות בוטיק, שהאסטרטגיה שלהן היא לא לקחת כמה שיותר תיקים. אני חושב שהיסוד הנפשי של חברת בוטיק גם אם יש לה לקוח שמהווה 25%, שונה מיסוד נפשי של שותף בחברה גדולה שיש לו תיק מאוד גדול. אבל התנאי הזה זה כן ייתן יתרון לגודל בקבלת עבודות גדולות או במכרזים למשל.

בעיה נוספת היא מה אתה מכניס פנימה בחישוב ומה לא? אני חושב שבאמת יש כאן בעיה.

רציתי גם מילה לגבי עבודה לצורך עסקה. הרי בסופו של דבר יש פה לקוח שרוצה תוצאה נכונה.

אותו לקוח ניגש למעריך השווי ושואל כמה זה שווה. מעריך השווי אומר 100 ובסוף מסתבר שזה שווה 50. למעריך השווי יהיה קשה מאוד לעמוד מול מזמין העבודה ולהגיד תקשיבו עשיתי טעות. הם לא ירצו יותר יועץ כזה. אני דווקא כן חושב שהערכות שווי הן מאוד אמתיות. הלקוח רוצה מספר, הוא לא נותן שיק עם טווח. כלומר, אני צריך לעמוד מול לקוח שהוא לקוח חכם ומבין עניין.

אני עוזב רגע בצד עסקאות עם בעלי שליטה.

אבי בראור

נכון, אם בעל שליטה רוצה למכור נכס לחברה, הוא ישמח להערכה עודפת וכאשר הוא רוצה לקנות הוא ישמח שזו תהיה בחסר וכנראה שאף אחד לא יבוא אלייך בטענות.

מה שאתה אומר זה נכון לגבי דברים אחרים אבל לא לגבי עסקאות עם בעלי שליטה.

ואדים פורטנוי

אני מתחבר למה שאמרו האקטוארים. בתור משרד קטן יחסית אני רוצה לומר כמה דברים על ההסדרה. קודם כל זה ברור שאי הסדרה עדיפה על הסדרה. תמיד טוב שיפקחו עליך פחות.

אלי אלעל

מבחינת מי? מבחינתך. מבחינת הציבור עדיפה הסדרה.

ואדים פורטנוי

רגע. נטיית ליבנו היא לשאול למה קבעתם 15% ולמה לא 25%? תמיד אפשר לומר רגע, אנחנו לא מעוניינים.

אי תלות של מעריכי שווי: קריטריונים
והשלכות

לפי המפרט כרגע, אין מניעה.

אלי אלעל

אני חושב שזה המצב שבו אתה מלווה עסקה ונוקט בשווי, ושנה הבאה עלול להיווצר מצב שאתה עושה ירידת ערך, ואומר בעצם ששילמת 100 אבל זה שווה 50.

פרופ' אמיר ברנע

יש כאן גם בעיה של ניסוח. למשל מה לגבי עסקים אחרים שיש למעריך השווי מול החברה? האם נדרש גילוי? לגבי השיפוי, האם צריך לרשום שהמעריך קיבל שיפוי? מה צריך לכלול הגילוי?

מדברים פה על אי תלות מעריך השווי. ומה אם בודק ההוגנות ומעריך השווי הוא אותו גוף? אולי אפתיע אבל למיטב ידיעתי אין בעיה בארצות הברית שאותו גוף יבצע את הערכת השווי וגם את ההוגנות.

אלי אלעל

דרך אגב זה שהוא בלתי תלוי לא אומר עדיין שהוא כשיר.

פרופ' אמיר ברנע

זו בדיוק הנקודה.

התחמקנו פה מכל השאלה המרכזית. מה צריכה לכלול הערכת השווי כדי שתהיה קבילה? הרשות הנייר העמדה הזה איננה עוסקת כלל בשאלה מה צריכה לכלול הערכת השווי.

יוסף זרניצקי

זה נמצא אצל שמאי המקרקעין מה צריך לכלול בהערכת שווי.

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

אז אני עונה לגבי נושא הגילוי - הוא כן מוסדר, עוד מלפני

האמת שאני מתחבר למה שאלי אמר. זה תהליך ארוך ואני אשמח בסופו של דבר שלא יקרה מה שקורה היום וזה שאני עומד מול תלמידים שלי ואומר שיש שני מקצועות שלא דורשים אישור. זה אינסטלטורים ומעריכי שווי. מה שאני אומר שזה כן כיוון נכון.

אני לא חושב שיש יתרון לגודל, גם הקטנים יוכלו להסתדר. אבל ברור זה כן בעייתי.

אלי אלעל

וזה יכול לחייב אותי לקחת עבודה שאני לא רוצה.

ואדים פורטנוי

אני אומר שהסדרה זה משהו חיובי כתופעה, אבל מדידה של 15% מההכנסות למישהו שעובד לבד על הערכות שווי, לעומת ביג 4 זה מדידה לא רלוונטית.

נקודה שניה זו מבחינת החברה. הבחנו בין שני סוגי עסקאות, אחת היא לצורך עסקה והשנייה נניח PPA, אז אם הוא עשה שנה אחת אז שנה הבאה הוא תלוי? מה המשמעות?

רו"ח שלומי שוב

אם בזמנו סוארי עשו את הערכת השווי על קלאבמרקט ואז עשו ירידות ערך כל שנה אז לפי התקנות החדשות זה אי אפשר?

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

שלומי, הבהרה - למה אי אפשר שנה אחרי שנה?

רו"ח שלומי שוב

אני שואל, אם עשיתי PPA לשופרסל על קלאבמרקט ואחר כך בודק לה ירידת ערך, האם זה אפשרי לפי התקנות החדשות?

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

10 שנים כאשר התקנה הזו נוצרה, נוספה לה תוספת בה ישנה רשימה של פרטים שיש לתת גילוי עליהם והיא אינה סגורה ואומרת שיש לתת את כל הגילויים שיסייעו להבין את ההערכה.

רו"ח יבגני אוסטרובסקי (רשות ני"ע)

גם לשיפוי יש התייחסות. נדרש גילוי על שיפוי בלי קשר. אין התייחסות לשאלה האם שיפוי יוצר אי תלות אבל יש חובה לתת גילוי על קיומו של שיפוי גם כיום, ללא קשר לנייר שפורסם על ידו.

רו"ח גיא טביביאן

גם על סטייה מהערכת שווי קודמת.

בהקשר למה שמשה אמר קודם אני גם בעד ומברך, אבל צריך לזכור שהערכת שווי לצרכי דוחות כספיים לעומת הערכות שווי אחרות, כפופות לביקורת של רואי חשבון מבקרים.

זוהי בסופו של דבר קודם כל פונקציה של ההנהלה שבחרה כנראה את האנשים הכשירים והמתאימים ביותר לזה. מבחינתנו כרואי חשבון מבקרים זה עוזר. שלומי, כמו שצינת בפתיח שלך, קיימת התייחסות גם בתקני הביקורת למעריך שווי תלוי ובלתי תלוי, אבל החשש שלי שבמקומות בעייתיים כמו בחברות קטנות ולא מוסדרות החוששות לכסף ופחדות מגילוי, אני חושש שיתפתח מצב לא רצוי שבמקום לתת את הגילוי או ללכת למעריך שווי אחר, תתפתח מגמה של ייעוץ להנהלה ויעשו התקשרויות עם ההנהלה ויגידו שזה לא מעריך שווי אלא יועץ, ואז אני לא אהיה כפוף לדרישות הגילוי היות ואני לא מעריך שווי אלא יועץ.

לגבי הערכות שווי מהותיות מאוד יש דרישות צירוף אבל בכל העולם של הלא מהותי יש חשש בעיני שבמקום שלא ירצו להתעסק עם הדברים האלה, ההנהלות ייקחו יותר אחראיות על עצמן הרי בכל מקרה לא צריך לצרף את העבודות האלו.

פרופ' יורם עדן

לגבי כך שההנהלה מעריכה את עצמה, למשל בואו ניקח דוגמה שאני מכיר מאל על – האם צריך לשנות את הפחת של המטוסים? היא צירפה חוות דעת של ההנהלה שאמרה את מה שאמרה. זה יכול להתפצל לטוב ולרע.

עכשיו לגבי השיפוי, במסמכי שיפוי סטנדרטיים נרשם שאם מעריך השווי פעל בזדון או ברשלנות אז הוא לא חל. אני זוכר למשל שבבנק לאומי, לכל דירקטור היה גם ביטוח וגם שיפוי, אבל יכול להיות מאוד שאלו לא יתפסו בכל התביעות הנגזרות אז לא צריך לחשוב שאם אתה מחזיק בכתב שיפוי אז גמרנו

ואתה יכול לכתוב כל מספר ולהגיד יש לי שיפוי.

עדי סקוב

יש לי שאלה – האם התקנות רלוונטיות גם לעבודות האנליסט, שתוך כדי האנליזה עושה גם הערכת השווי?

רו"ח שלומי שוב

זו שאלה מצוינת, האם אנליזה היא הערכת שווי?

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

זו שאלה לא טריוויאלית אבל אנליזה מוסדרת בחוק ייעוץ השקעות. זו שאלה מה מהות הערכת השווי. לא בטוח שהבנתי את השאלה.

אבי לוי

אנליזה עבור משקיעים לצורך רכישת המניה?

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

זה מוסדר היום בחוק ייעוץ השקעות.

רו"ח משה גנדסקי

נניח הערכת שווי שלא לצורך דיווח כספי שהחברה הזמינה ולעיתים היא עשויה אף להתפרסם כדיווח מיידי.

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

התקנה לא חלה לגבי הערכות שווי שאינן לצרכי דיווח של החברה.

אני רוצה להגיד גם לגבי תקנת הגילוי, שמכוחה הפרשנות עליה אנו דנים היום, היא חלה על כל מה שלצרכי דיווח. אם העבודה אינה לשם דיווח אז היא לא חלה.

רו"ח שלומי שוב

באופן כללי, איך אתם רואים את כל הדיון היום? ככה לסיום.

רוני עמיחי (רשות ני"ע)

כמובן רשמנו דברים שונים שאנחנו נחשוב עליהם. נושא ה-15% לגבי האקטוארים בעולם בו אקטואריה זה רק לשתי חברות ענק, יכול להיות שדורש עוד מחשבה. יחד עם זאת יתכן שגילוי על למה לקחו בכל זאת את המומחה עדיין פתרון סביר שהרי מדובר בחזקות ניתנות לסתירה.

אני גם חוזר למה שהתחלתי אתו, קביעת הקווים הכמותיים

אי תלות של מעריכי שווי: קריטריונים
והשלכות

שיהיו ברורים.

והמפרט הזה נועד לתת איזושהי ודאות למעריכי השווי, לחברות ולנו, כי כרגע התקנה של אי התלות קיימת ברמת הכלל הכללי והמצב הגרוע ביותר עבור מעריך שווי זה שפתאום בדיעבד יגידו לו שהוא תלוי. עדיפה תמיד מידה מסוימת של ודאות ואז הוא יכול להתחבט עם עצמו האם הוא יכול או לא יכול לסתור את החזקה.

אלי אלעל

אני רואה בצעד של הרשות קריאה גם אלינו לנסות ולהסדיר את זה בעצמינו וזה תמיד יותר טוב שאנו נבוא עם הסדר או עם הצעה להסדר.

אבי לוי

משפט אחרון, מה יקרה לדעתי בסופו של דבר מבחינתי כמוהל חברה. מנקודת מבט שלי ושל זרניצקי שעובד אצלי. אני לא אהיה שם. אני לא רושם שזרניצקי תלוי. אני פשוט לא נותן שיפוי של פי 3 משכר הטרחה ואז אדון זרניצקי יגיד מבחינתו, רגע אני עלול להיתבע מחר, ומה אני יכול לעשות כדי לא להיתבע? להיות שמרן.

אם הערכתי שווי של נכס ומחר מכרו אותו ביותר אז זה בסדר. אבל אני לא רוצה לרשום נכס במיליארד כשמחר ימכרו אותו ב-950. זו שאלה של חשיפה מבחינתו, כי אני יפסיק לתת לו שיפוי כמו שאני נותן לו היום היות ואני לא מוכן לרשום בדוחות הכספיים שלי שהוא תלוי.

כדי לא להיות חשוף הוא יהיה שמרן יתר. שמרנות יתר זה לא בהכרח דבר נכון.

רו"ח שלומי שוב

חייבים לסיים. לדעתי היה דיון חשוב.

פרופ' אמיר ברנע

קיבלתם גיבוי פה ויש הגיון לקבוע כללים אבל תבהירו אותם

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי או מתמשך?

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

תאריך המפגש: 4 מאי 2015

נושא המפגש: "הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי או מתמשך?"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון מאי

אורחים שנכחו בדיון: עו"ד רוני טלמור (משרד המשפטים; ועדת האכיפה המנהלית), ד"ר לאה פסרמן-יחזקוב (ועדת האכיפה המנהלית), רו"ח אסף נגר (סמנכ"ל כספים ביג), עו"ד גיא כשר (יועץ משפטי מליסרון), עו"ד טל אבן זהב (הרצוג פוקס נאמן).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אילן פלסו (יו"ר איגוד חברות ציבוריות), לילי איילון, דב ספיר (המוסד לתקינה חשבונאית), גיא טביבאן (Deloitte---), אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), שמוליק ווינשטיין (מנהל מחלקת הערכות השווי, רשות המיסים), עדי סקופ (IBI-), דגנית דניאל והדר נאות (כונס הנכסים הרשמי, מחלקת תאגידים), יוסי רייטן (נציג לשכת השמאים), שלומי כהן (חשב גזית גלוב), רני שחם, דרור גילאון (מנחה מבטחים), יניב זיו (BDO), ד"ר מורן אופיר (הבינתחומי הרצליה), צבי וינר (האוניברסיטה העברית), משה אטיאס (סמנכ"ל כספים, מטריקס), ליאור רזנפלד (---), דקלה מושקוביץ (משרד האוצר), נדב שטינברג (בנק ישראל), אורן פרנקל (סמנכ"ל כספים, אלוני חץ), מאיר סלייטר (בנק ירושלים), משה גדנסקי (CFO קבוצת נץ), אמיר סוראיה.

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

הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי
או מתמשך?

שלומי שוב

אנו עוסקים הבוקר בנושא דוחות כספיים כמידע פנים על רקע ההחלטה של ועדת אכיפה המנהלית בנושא איתן בר זאב. החלטה מאוד משמעותית לטעמי שתהיה בסיס לדיון. איתן בר זאב עצמו רצה להגיע לדיון אבל הוא נמצא בחו"ל. נמצא פה אסף שהוא ה - CFO וינסה לייצג אותו.

הנושא מחבר בין דוחות כספיים למושג "מידע פנים". ההחלטה נותנת תוקף לחזקה שדוחות כספיים באשר הם, הם מידע פנים. כולנו מבינים ועסקנו באחד המפגשים השנה שבדוחות הכספיים צריך לדווח מידע מהותי, אבל השאלה אם מדובר בכל מקרה במידע פנים, גם כאשר יוצאים מנקודת הנחה שהמידע שמוצג בהם הוא מהותי.

כך למשל, האם גם כאשר הדוחות הכספיים מצביעים על מצב של steady state. בהחלטת של בר זאב אחת הטענות היתה שבר זאב התייעץ עם אנשי הכספים והם אמרו לו שבטיטוט הדוחות הכספיים שנמצאת על השולחן אין משהו חדש. בשורה התחתונה הוא ביצע עסקה בני"ע 10 ימים לפני פרסום הדוחות הכספיים והטענה היתה שבתקופה הזאת היתה טיטוט דוחות כספיים של הרבעון השני לנגד עיניו. זו שאלה בפני עצמה מאוד מעניינת - האם דוחות כספיים שלא מצביעים על אירוע מסוים לכאן או לכאן הם מידע פנים?

סוגיה מעניינת נוספת בהקשר זה מידע על שווי הוגן - בהקשר של השערוכים, נאמר שברמה העסקית אנחנו steady state אבל השערוך הוא חיצוני, הטענה היתה שהוא מבוסס על פרמטרים שהם חיצוניים וכל משקיע מבחון היה יכול לבצע את אותה הערכה וזה מעלה שאלה מאוד מעניינת האם מידע על שווי הוגן בהיתן שהוא מבוסס על נתונים אקסוגניים הוא מידע פנים. כמו שאנו יודעים יש בפרקטיקה הערכות שווי שמבוססות אך ורק על בסיס נתונים שידועים לציבור מבלי נתונים סובייקטיביים של ההנהלה, ובאמת עולה השאלה האם המידע הזה הוא גם מידע פנים רק בגלל שההנהלה סמכה את ידה עליו. כי בכל זאת יש פה אמירה - שווי הוגן זה האומדנים

דב ספיר

אין כללים ברורים בנושא הזה כמה ימים לפני פרסום הדוחות?

שלומי שוב

יש נוהג בחברות לא לעשות - ימים לפני, יחד עם זאת אתה בדיוק מעלה את השאלה של הגבולות. בגלל זה רצינו גם לקיים פה את הדיון באמת בהיתן שזאת ההחלטה איפה עובר הגבול כי אנחנו יודעים כמי שמכירים את הנושא של דוחות כספיים שדוחות כספיים זה לא דווקא אירוע מידי שיש תאריך מסוים שממנו מתחילים להצטבר הנתונים. דווקא נתונים שמכריעים בדוחות כספיים לדעתי הם רציפים. זה מידע שמן הסתם אתה מודע לו כשהוא מתרחש ולא דווקא - ימים לפני פרסום הדוחות.

משה אטיאס

בחברה כמו שלי אנחנו כל חודש עושים דוח. בעיני אני כל הזמן עם מידע שפוטנציאלית עשוי להיות מידע פנים. זאת בעיה מאוד חמורה.

שלומי שוב

הבעיה היא שאם לוקחים החלטה כזאת שבפני עצמה משפטית היא כמובן נכונה מבחינתכם, עם מה שאנחנו יודעים - שדוחות כספיים למעשה זה מידע שהוא מידע רציף. אני חושב שעם האומדנים הקריטיים אף אחד לא מחכה לתאריך מסוים לקבל אותם. אני יכול להוסיף על זה גם מדיניות חשבונאית קריטית - אם אתה מטפל כנכס פיננסי או רכוש קבוע. כל מני החלטות חשבונאיות שאף אחד לא מחכה איתם ל-X ימים לפני הדוח הכספי אלא עורכים בהן דיונים באופן רציף על פני השנה. לדוגמה, קיומם של סימנים לירידת ערך.

לא חזקה זה תקנות מוחלטות. אין כאן עניין לפרשנות.

שלומי שוב

בכלל אני חושב שזאת הזדמנות מעבר לשאלות המשמעותיות שהצבנו, בכלל להתייחס לנושא הזה של אכיפה מנהלית, זה נושא שלפחות כאן עדיין לא דנו בו. קודם כל השאלה באמת עד כמה הנושא של האכיפה מנהלית מוביל לכך שהיא קובעת חזקות יותר רחבות. כלומר, לכאורה יותר קל להחמיר ועד כמה באמת אפשר להקיש מההחלטות שלה בצורה רוחבית.

פרופ' אמיר ברנע

כמעט כל פסיקה של ועדת האכיפה המנהלית גוררת אחריה או תביעה ייצוגית או נגזרת. בתביעות הנגזרות והייצוגיות האלה יש הסתמכות על האכיפה.

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

יש רק תביעה ייצוגית אחת בינתיים. יש ברשות ניירות ערך שני סוגים של עיצומים – יש עיצום כספי פשוט, עיצום כספי פשוט זה הסגל של רשות ניירות ערך, זה בכלל לא מגיע לוועדת אכיפה מנהלית זה על דברים טכניים לחלוטין כמו למשל איחור בהגשת הדוח.

פרופ' אמיר ברנע

במקרה שאנחנו מדברים הסיבה היתה שלא פרסמו, לפי דעת הרשות, הנחות תזרים המזומנים החזוי (שצורך לדוח הדירקטוריון). החברה היתה תחת סימני אזהרה ואז היתה מחויבות לפרסם את תזרים המזומנים. טענת הרשות היתה שלא היה פירוט מלא של ההנחות שהשתמשו בהם לצורך בניית התזרים. זה טכני?

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

כן. זה לא משהו של ועדת אכיפה.

פרופ' אמיר ברנע

האם הנחת הרשות היא שדוחות כספיים אוטומטית מהווים אינפורמציה רלוונטית? כלומר ידע על דוחות כספיים בזמן פעילות מסחרית בניירות הערך מניות ואג"ח, אוטומטית מבסס אשמה של ניהול שימוש במידע פנים? השאלה היא האם אנחנו מוותרים על מבחני רלבנטיות? אני רואה במבחני 'איבנט סטדי', שפרסום הדוחות הביא לשינוי שערי – ניירות הערך. אני הולך אחורנית ואומר מי שסחר והיה חשוף למידע שהיה בדוחות הכספיים אשם בשימוש במידע פנים ואז זאת עילה לקיפוח או לנזק שנגרם. אינני בטוח שזה מוצדק. אינני חושב שדוחות כספיים הם באופן אוטומטי רלוונטיים. אבל לפחות

עוד שאלה בהקשר של גבולות – עד לאן זה מגיע? האם אנחנו מדברים רק על נושאי משרה שעושים עסקה או גם על פעולות שהחברה עצמה מבצעת. הרי אין לזה סוף, אם לוקחים את זה לאקסטרים בכל נקודת זמן לחברה עצמה יש מידע פנים אז היא לא יכולה לבצע הנפקה, לא יכולה לבצע רכישה עצמית, לאו דווקא – ימים לפני הדוח הכספי. במיוחד אם אנחנו מקבלים את הטענה שדוחות כספיים שמצביעים על steady state הם מידע פנים כי אם יש אירוע חריג מן הסתם סביר להניח שיש עליו דיווח מיד.

בהקשר הזה אנחנו לא יכולים להתעלם מהסיפור של מליסרון לפני כחודשיים. יושב פה המנכ"ל, אתם פרסמתם השנה לפני פרסום הדוחות הכספיים את הערכות שווי, שאני מניח שזה חלק מהחשש מסוג ההחלטות הזה, היה כתוב בדיווח המידי שהייתם בתהליך הנפקה של אג"ח ולמעשה פרסמתם טיוטות של הערכות השווי.

אבי לוי

ועדיין כשהנפקנו הנפקנו אחרי פרסום הדוחות הכספיים, לא לקחנו סיכון.

שלומי שוב

חשש זה באמת מחבר את הנושא של מידע פנים בהקשר של דוחות כספיים עם העניין של דיווח כספי מקדים שהוא מאד מוגבל על ידי הרגולציה בארץ. מה שמכניס את החברות בין הפטיש לסדן. זה בכלל מעניין כי זה אומר שיש השלכות ריאליות על מה שקורה. רק נציין שהחלטה זו עוררה לא מעט מחלוקת ורעש. בעקבותיה ביוני 2014 רשות ניירות ערך הוציאה עמדת סגל שלמעשה ממה שאני מבין היא מאשררת את החזקה. למרות שקיומן של חזקות הוא נוח לרגולטורים, צריך להיזהר מזה כי זה יכול לגרום לעיוותים ולהביא להעדפה של אלמנטים טכניים על אלמנטים עקרוניים.

אני לא יודע אם כולם שמעו מלונות דן נדרשה לעבור מ-EY לסומך, בעקבות חזקה שבתקנות אי תלות כתוב שאם שותף במשרד רואי חשבון קרוב משפחה של נושא משרה בחברה. בדין יש כמות גדולה יחסית של נושאי משרה בגלל המבנה, והתברר שאחד השותפים ב-EY הוא גיסו של נושא משרה בדין. הבעיה היא שהחזקה הזו לא מביאה בחשבון ששותף במשרד רואי חשבון גדול היום הוא במקרים רבים סוג של שכיר בכיר אך לך תתווכח עם חזקות.

דב ספיר

לצורך העניין אחרון אמרתי לך שהתפלאתי, חרה לי בשם אלה שלקחו להם את התיק. שוחחתי על זה עם יהודה אלגריסי זה

הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי
או מתמשך?

היתה שהמבחן הוא מבחן תיאורטי.

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

יש קושי והבדל בין המבחנים המשפטים לכלכליים - זה לא בהכרח חופף. אחד הדברים הנוספים שכתבו בהחלטה זה שהוא אמר שהתייעץ עם אנשי הכספיים והם אמרו לו שאין עם זה בעיה. שאלה אחת זה האם אתה מתייעץ עם אנשים שכפופים לך האם זה ייעוץ? אבל גם אם היית הולך להתייעץ עם חוות דעת של פרופסורים לכלכלה - הייעוץ על ידי מומחים לכלכלה הוא לא הייעוץ הנכון כאשר אנחנו מדברים על עבירה משפטית כי המבחנים שנקבעו על ידי בתי המשפט ואנחנו הועדה כפופה להלכות של בית המשפט הם לא דווקא לפי הפרמטרים הכלכליים ולכן אם יש לך בעיה משפטית בשאלה האם מתבצעת עבירה אתה צריך להתייעץ עם איש מקצוע הנכון שזה עו"ד ומשפטנים.

משה אטיאס

אני לא מכיר עו"ד שייתן clearness על כאלה דברים אפילו בתוך חוות דעת.

פרופ' אמיר ברנע

אני מסכים איתך במאה אחוז. בחברה יודעים את הרווח באופן רציף. אם אנחנו מדברים על דוח כספי שהוא אוטומטית רלוונטי אז כל מי שעוסק בזה ברמה הכי רחבה - החשב, מנהל הכספים וגם הדירקטוריון כולם יודעים. אבל מחכים שלושה חודשים בדוח שנתי או חודשיים בדוח רבעוני עד הפרסום לציבור. האם זה בכלל אוסר על מסחר של אנשי פנים? כי לכאורה אתה מדבר על גילוי רציף.

משה אטיאס

זה מה שעשינו. היו לי מניות של מטריקס שהתמניתית לCFO, הכריחו אותי למכור ובצדק. כחלק מנוהל האכיפה הפנימית בני"ע שהחברה אימצה, אסור לאף אחד מקבוצה גדולה של

אני אומר שנדרשת שיטה כזו שיוצרת קשר בין החשיפה למידע, מסחר בכיוון השינוי הצפוי בשער והשפעת פרסום הדוחות על השער. התוצאה השלילית של אכיפה מנהלית שמופעלת בכל מקרה בו היה מסחר בזמן חשיפה לדוחות היא שבעלי שליטה והחברות לא יוכלו כלל לסחור בניירות הערך ותפגע יעילות השוק.

אסף נגר

אבל זה קצת יותר מזה למשל במקרה הספציפי שבו אנו דנים, העסקאות שאיתן ביצע היו למעלה מ-50% מהיקף המסחר באותם ימים שהוא ביצע והוא באופן יזום זה שהעלה את מחיר המניה, אבל כשמתרחקים 10 ימים ממועד פרסום הדוחות אחרי שהוא הפסיק לבצע את אותן עסקאות רואים שמחיר חזר להיות אותו מחיר ואפילו קצת יותר נמוך מהמחיר ערב הדוחות הכספיים.

זה גם אומר שהיתה עליה במחיר המניה? אני חושב שבמקרה הספציפי הזה איתן הוא זה שהעלה את מחיר המניה בזה שהוא היווה מעל 50% מהיקף המסחר.

הוא מדבר על איבנט - משהו שאפשר להוכיח - האם עלה מחיר המניה או לא עלה מחיר המניה בימים שלאחר פרסום הדוחות. גם את המקרה הזה צריך לבחון בצורה קצת יותר מעמיקה. כי בייחוד לאור העניין שאמרת עם בעיית הסחירות בארץ בחברה כמו שלנו שהמסחר היה מאות אלפי שקלים בודדים ואיתן ביצע למעלה מ-50% מהיקף המסחר אז ברור שהוא השפיע על המחיר אין בכלל ספק. בתום לב כמובן.

וכשמתרחקים לא פרק זמן ארוך - 10 ימים אותו מועד פרסום הדוח אחרי שהוא הפסיק לבצע את אותן עסקאות שהוא ביצע ביומיים-שלושה שהוא ביצע רואים שהמחיר חזר ואפילו ירד מעבר למחיר ערב פרסום הדוחות.

שלומי שוב

רק לשם האיזון להגיד - נקודת המוצא של ועדת האכיפה

מנהלים, כולל המנהלים הבכירים ומנהלי הביניים, להחזיק בני"ע של החברה. יש לנו אופציות למנהלים, וגם אותן לפי תכנית האכיפה הפנימית אפשר למכור רק בתקופה מאוד קצרה אחרי הדוחות הכספיים. זה מטורף ומקשה על ההתנהלות. כל פעם מחדש אני אומר שזה פשוט בלתי נסבל.

פרופ' אמיר ברנע

האם זה מצב רצוי שלשם ההגנות של שוק ההון אנחנו פוגעים ביעילות שלו?

משה אטיאס

הקטע של מידע פנים הוא פחד תמידי, ואני רוצה להגיד לכם שאני באתי לפורום, נורא שמחתי לבוא לפה כי אני בא מהצד הפרקטי. אנחנו חברה בין הגדולות במשק והמסחר בני"ע שלנו מגיע למיליון שקל ביום, שהיום במצב הבורסה זה יפה. זה מטורף, כי כמעט תמיד אני בתחושה שיש לי מידע פנים באופן רציף. גם הנושא של מהותיות המידע בתוך המידע פנים, יש לו הרבה מאוד סוגיות – הרי מה זה מידע פנים? האם הוא באמת מהותי? והדבר היותר גרוע, הוא שאפילו אם זה אולי מידע שמעניין את שוק ההון, עם כל הכבוד שוק ההון לא משוכלל, והמידע לא בטוח שישפיע על שער המניה.

לנו יש חברות בארה"ב והאמריקאים מאוד פטריוטים ולך תסביר למנהלים האמריקאיים שאסור להם להחזיק מניות של מטריקס, הם לא מבינים את זה אפילו. הם לא מבינים איך זה שכל ההנהלה לא מחזיקה מניות וברגע שיש 'vesting' של אופציות מיד אנחנו מוכרים. יש בזה משהו מאוד חולני אבל לקחנו את זה על עצמנו במסגרת תכנית האכיפה הפנימית, כי אני שכיר בכיר שמרוויח הרבה מאוד כסף, ואני חושש ליפול על משהו שעשיתי בתום לב גמור ולא הבנתי בכלל את המשמעות, ולכן בחרנו לא לאפשר את זה בכלל. זה הפחד העיקרי שיש לנו – ממה שאנחנו לא יודעים. לכן אנחנו מחילים על עצמנו דברים מאוד מחמירים, רק בגלל החשש. אני פעם בשבוע יש לי פגישה ביומן עם היועצת המשפטית על אכיפה מנהלית, אני הממונה על אכיפה מנהלית בחברה.

בחברה כמו שלי יש לנו בערך 200 פעילויות של חברות בארה"ב – תמיד יש משהו. אנחנו רוכשים כל שנה 5-6 חברות, תמיד יש עסקה על הפרק. השאלה אם יש מידע פנים או לא.

רצינו להעניק אופציות, דחינו את זה ובסוף הענקנו אותם באפריל, זה מטורף.

ליאור רוזנפלד

אני שומע מה שאתה אומר ויש סתירות פנימיות במה שאתה אומר. מצד אחד אתה אומר שזה חולני, מצד שני אתה אומר –

כל הזמן יש לי מידע פנים בין אם זה בארץ ובין אם זה בארה"ב.

האמריקאים הכתיבו את הנושא הזה של blackout period הם בעצם נתנו הנחיות בנושא.

משה אטיאס

יש לנו blackout period.

ליאור רוזנפלד

אתה עשית blackout period לכל התקופה, אתה על ה-safe side. יש לך כל כך הרבה מניות ישראליות, כל כך הרבה מניות בנאסד"ק להשקיע בהן. למה דווקא להשקיע בחברה שלך? למה להסתבך?

אסף נגר

הוא רוצה לגייס את העובדים הכי טובים במשק והוא רוצה לתת להם מניות ואופציות.

משה גרנסקי

זה נכון על נושאי משרה. מה עם חברה אם שרוצה לרכוש מניות של חברה בת?

ליאור רוזנפלד

אנחנו רואי חשבון של חלק גדול מהחברות ואצלנו השותפים וגם עובדים זוטרים שעובדים בתיק ביקורת לא יכולים להשקיע בלקוח ביקורת של החברה. אז מה זה פוגע לי בביזנס?

אבי לוי

עשיתי קצת שיעורי בית – בנייר עמדה שאתם הוצאתם אתם דיברתם על שימוש במידע פנים אבל לא אמרתם מה זה מידע פנים. ההגדרה שלך למידע פנים היא לא מדויקת מכיוון שמידע פנים זה "מידע על התפתחות בחברה, על שינוי במצבה, על התפתחות או שינוי צפויים. סעיף סל – או מידע אחר על החברה אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר הערך של החברה". מה שיש לך זה מידע. זה לא הגדרת מידע פנים.

משה אטיאס

מה זה משמעותי? 2% זה משמעותי?

אבי לוי

היות ורשות ניירות וועדת האכיפה לא סומכים על שיקול דעת שלך ושלי, ולא של הדירקטוריון. הם אמרו לא נשאר

הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי
או מתמשך?

להשפיע משמעותית על שער המניה, אז אולי בואו נפרסם דיווח מיידי ברגע שאנו יודעים את היקף המכירות. ברגע שאנו יודע הערכת שווי זה משמעותי זה עשוי להשפיע על שער המניה תיאורטית, אז בואו נוציא דיווח מיידי. אין לזה סוף ואני לא יודע לאן חותרת הועדה.

אמרו - כל מידע בדוחות חזקה שהוא מידע פנים. זאת אומרת אם עשיתם פעולה בניירות ערך. חזקה שאתם עבריינים, אבל חזקה זו ניתנת לסתירה. עכשיו לך תוכיח שאין לך אחות.

במקרה של איתן בר זאב תאמינו לי לא היתה פה עבירה על כלום אבל האם הוא ילך עכשיו לבית משפט על 200 אלף שקל? ברור שלא, אז בסדר הוא שילם.

במקרה של ביג דובר על שינוי משמעותי לכאורה בשער המניה. האם הועדה התכוונה לכל נייר ערך? גם אגרות חוב? האם מידע על המכירות באמת משפיע בצורה משמעותית על שער אגרת חוב? האם גם פעולה באגרות חוב אסורה להיעשות? והאם הכוונה היא גם לא רק לנושא משרה אלא גם לחברה.

בואו ניקח חברה שמעוניינת להנפיק ואנחנו יודעים שהיום ההנפקות של אגרות חוב 99% הולך למוסדיים, זה הולך לאנשים מתוחכמים אבל אנחנו צריכים להגן על ריקי כהן למרות שהיא כמעט ולא נמצאת שם. או אם חברה נניח רוצה לעשות הנפקה פרטית של ניירות ערך, ולמי הם עושים את זה? מן הסתם גם לאנשים מתוחכמים כמו מוסדיים שלא מעניין אותם הדוחות הכספיים הקרובים, בטח לא בחברת נדל"ן שכל האנליסטים יכולים להגיד לך בדיוק מה הולך להתפרסם בדוחות הקרוב.

אם ככה, אז בואו נסגור את הבורסה לשישה-שבעה חודשים בשנה. הלה התכוונו? ואז אומרים לי הכוונה של הועדה בפועל היא לנושא משרה לא לפעולות שהחברה עושה. אמרתי - איפה זה כתוב? ואז אומרים מי שאומרים - אתה רואה כולם מנפיקים ולא קורה שום דבר. על זה יש לי להגיד - שגם אני נוסע בכביש 6, ואני רואה שכולם נוסעים מעל המהירות המותרת ולא קורה שום דבר. מה זה בדיוק אומר? ואז אומרים

להם שהם יחליטו מה זה משמעותי אז אמרו שדוחות כספיים "כל מידע בדבר הנתונים המופיעים בדוח הכספי של החברה בסמוך לפרסומם נחשב אינהרנטית מידע מהותי שהינו מידע פנים. המידע שבדוחות הכספיים הוא בכל מקרה מידע פנים - לא יכול להיות מצב הדוחות הכספיים עצמם לא מהותיים. המבחן להיותם של דוחות כספיים מידע מהותי אינו אם בדוח ספציפי של חברה ספציפית יש הפתעה או חידוש אלא עצם פרסומם של הדוחות הכספיים הרשמיים מהווה את החידוש".

באו והגדירו שלא סומכים על שיקול הדעת. לא אמרו איזה חברה, איזה אופי של חברה, האם חברת הייטק דוחות שלה זה מידע מהותי, האם חברת נדל"ן הדוחות שלה זה מידע מהותי, האם בנקים דוחות שלהם זה מידע מהותי.

אני רוצה להגיד לכם שבדקתי את חברות הנדל"ן-15, הלכתי חמש שנים אחורה והסתכלתי האם עצם פרסום הדוח הכספי השפיע בצורה משמעותית על שער המניה? רבותיי אין דבר כזה. תסתכלו חמש שנים אחורה אין שום שינוי משמעותי.

אבל אנחנו נסמוך על שיקול הדעת של המנכ"לים? נסמוך על שיקול הדעת של דירקטוריון? לא. עכשיו גם הבהירו ואמרו מה זה למשל כל מידע בדוח כספי - אמרו "רווח", אמרו "מכירות". אני לא יודע מה ממציפים ממנכ"לים - אם ממציפים ממנכ"לים שלא ידעו מה היקף המכירות בחברה שלהם אז בואו נפטר את כל המנכ"לים.

יש מנכ"לים ואני מכיר לא אחד ולא שניים, אם תיקחו את כל הסופרמרקטים, אם תיקחו את כל הפארמה, הם מקבלים דיווח אינטרנטי יומי על היקף המכירות ובטח ובטח שבועי וחודשי. אז האם היקף המכירות הרבעוני הוא מידע פנים? חודשי הוא לא מידע פנים?

זאת אומרת, ניקח חברת סופרמרקט שהמנכ"ל יודע את היקף המכירות. נניח שרבעוני זה מידע פנים וחודשי זה לא מידע פנים אז יום למחרת סוף הרבעון עד פרסום הדוחות אסור לו לעשות פעולה. לא הוא, לא החברה. עד איפה זה יכול להגיע? אם "מכירות" זה מידע פנים זה מידע משמעותי שיכול

לי שהמקרים היחידים שרשות ניירות ערך החליטה להתערב זה כשהיה כשמיד אחרי ההנפקה פרסמו אזהרת רווח.

ואז אומרים לי תשמע יש לנו בעיה, מה שאתה מעלה זה באמת נכון, אבל יש פה הנחיה הועדה וזה מעין שיפוט, מבחינתנו זה בית משפט, אין לנו שיקול דעת. ואז אתה קורא שהעמדה הזאת משקפת את דעת סגל הרשות. זה אומרת מי הזין את הועדה? מי הזין את בתי המשפט בדבר הזה? סגל הרשות. אז יבוא ויתכבד סגל הרשות ויזין את הועדה בדברים אחרים אחרת אנחנו במצב אבסורדי שאנחנו לא מסוגלים לתפקד.

בסוף אומרים - כן אנחנו מבינים שיש בעיה, אנחנו נוציא הבהרות. אתם ראיתם איזושהי הבהרה?

פרופ' אמיר ברנע

מה אתה מציע?

אבי לוי

אני אגיד לך מה אני מציע - אני חושב שדוחות כספיים זה לא מידע פנים. אבל אם זה מידע פנים אזי אתה תפעיל שיקול דעת. כמו שהחוק כותב ש"אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי בנייר הערך. תבוא ותתכבד אדון מנכ"ל ואדון דירקטוריון ותעמדו על הדבר הזה ותבחנו האם במידע הזה יש בו כדי לגרום שינוי משמעותי בנייר הערך. זה מה שאומר החוק, בואו נצמד למה שאומר החוק.

פרופ' אמיר ברנע

אתה אומר לא באופן אוטומטי וכל מקרה לגופו

שלומי שוב

הוא לא מקבל את החזקה

אבי לוי

נכון. אבל נגיד שלא מקבלים את זה ואני מוכן לא לקבל אז בואו נגדיר דברים ברורים, חד משמעיים, לא להשאיר פרשנויות. ואני בא ואומר דבר כזה - תתנו תקופה. תגידו בדוח רבעוני שבועיים לפני פרסום הדוח אין פעולות בנייר. אבל תבטלו את החזקה. אין דבר כזה חזקה של דוחות כספיים זה מידע פנים תבטלו אותה. ותגידו לפני דוח שנתי נניח שלושה שבועות, אסור לבצע פעולות.

עדיין אתה אדון מנכ"ל ואדון דירקטוריון תתכבד ולפני שאתה עושה פעולה בנייר ערך תעשה לעצמך תצהיר, תרשום, תיתן למזכיר החברה, תעשה החלטה בפרוטוקול ותרשום החלטה שאנחנו לא רואים שיש לנו מידע שיש בו כדי להשפיע בצורה

משמעותית על נייר הערך. פעלת כך - חזקה שפעלת בסדר.

עכשיו יבואו ויטענו אחרת - החזקה עליכם אדון רשות לבוא ולתקוף אותי ששיקול הדעת שלי היה רשלני ומוטעה. לא אני הוא שצריך להתגונן. אתם תתקפו אותי אם שיקול הדעת שלי מוטעה.

שלומי שוב

אני רוצה לשמוע את הזווית של האנליסטים.

מאיר סלייטר

קודם כל דוחות כספיים הם מאוד משמעותיים והם משנים את מחיר המניה. לא כל דוח אבל הם משנים את מחיר המניה. לראיה שופרסל שעלתה 10% אחרי הדוח הרבעוני האחרון, פוקס שירדה לא מעט אחוזים אחרי הדוח הרבעוני של הרבעון הראשון שהתברר שהחורף הקודם שלא היה קיים גרם לירידה משמעותית במכירות.

אבי לוי

אני לא אמרתי שכל דוח לא משמעותי, אבל יש גם דוחות לא משמעותיים.

מאיר סלייטר

בחברות נדל"ן מניב ספציפית החדשות הן לא מסעירות אף פעם. אבל בהרבה חברות אחרות החדשות הן מאוד מסעירות.

בחברות אחרות יש משמעות מאוד גדולה גם לעונתיות בין רבעוניים. הדוח הכספי זה המועד היחיד שיש נתונים אמיתיים שאפשר להסתמך עליהם לאורך זמן וזה לא הודעה חד פעמית ולכן הדוחות הכספיים מאוד משמעותיים וזה משפיע על מחיר המניה באופן מיד.

שלומי שוב

גם אם הדוחות הכספיים לא מבשרים בשורה חדשה?

מאיר סלייטר

כן גם אם הם לא משמעותיים זה מקור המידע העיקרי של המשקיעים. אין משהו אחר אלא אם כן יש הרבה רעשים אבל במהלך העסקים הרגיל זה מקור המידע העיקרי.

שלומי שוב

אז לשיטתך גם בחברות נדל"ן. גם בחברות נדל"ן שההנהלה שלה שמה את הראש על הערכות השווי האלו וחותרת שאלו האומדנים הכי טובים ואם לא תתבעו אותי אז זה גם.

הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי
או מתמשך?

אסף נגר

אני ממש לא מסכים. יכול להיות בחברות קמעונאיות וכו' יש משהו בדבריו. עולה שאלה מי זה המשתמש בדוחות הספיים האם גברת כהן מחדרה שרמת הניתוח שלה נמוכה לאין ערוך מעיקר משתמשי הדוחות הכספיים שהם האנליסטים. אני מדבר עם אנליסטים על בסיס יומי הם לא מסתכלים על השערוכים שלי זה לא מעניין אותם, הם מבצעים הערכה משלהם. כל אנליסט יודע לאמוד את ה- NOI הצפוי שלי, הוא משערך לפי שיעורי ההיוון שהוא רואה לנוכח שבמרבית המקרים לא תואמים את הערכות ההנהלה, ומשם הוא גוזר את השווי החברה ולכאן האמירה שהדוחות הכספיים משפיעים או שהם בהכרח מידע פנים אני לא מסכים.

העסקאות החדשות אני לא מחכה לדוחות הכספיים אם זאת עסקה חדשה ומהותית אני מוציא אותה בדיווח מדי, אני לא מחכה לדוחות. שם אני נותן את כל המידע המהותי - מה ה- NOI הצפוי, אם יש הלוואה מה הריבית. כל אחד יכול לגזור ה- NOI המעודכן ואת הוצאות המימון המעודכנות שלי שזה מה שמעניין.

שלומי שוב

לפי מה שאמרת בדוגמא של שופרסל אי אפשר לקחת את התקופה הזאת של החברות הקמעונאיות כאיזושהי תקופה מייצגת. זאת תקופה מאוד תנודתית ורגישה, ויש תחרות מאוד גדולה.

אבי לוי

אני לא אמרתי שדוחות כספיים אף פעם לא מידע פנים. אבל להגיד שכל מידע וחזקה שכל מידע ובכל מקרה דוחות כספיים הם מידע פנים זה פשוט לא יאמן.

אסף נגר

תיקחו את מה שאבי אמר את ההגדרה של מידע פנים. במקרה

מאיר סלייטר

כשיש הערכות שווי מהותיות אז כן.

רני שחם

אין קונצנר יכול להתנהל בכלל בצורה שאתם רוצים שזה יתנהל פה. תחשבו על קונצרנים שיש להם כמה חברות ציבוריות בתוך שרשרת. הם מנהלים בקפדנות יתרה את הנושא של מידע פנים ותזכרו יש חמישה חודשים, נניח ברבעוני אם אתה רוצה להנפיק יש לך דוח אחרון במרץ ואתה יכול להנפיק רק עד סוף אוגוסט. השוק לא כל הזמן כל כך טוב יש הזדמנויות ואתה רוצה לנצל אותן בצורה חיובית.

ואז אתה צריך לחכות שכל הקבוצה תפרסם את הדוחות הכספיים שזה מגיע עד סוף אוגוסט. אז הקונצנר רוצה בכל זאת באמצע אוגוסט כי יש מצב בשוק ואתה רוצה לטובת החברה. מה אתה עושה בתהליך? אז בעצם יש מהלך שכל הקבוצה הזאת מנהלת מידע פנים.

ואז אתה מגיע לאמצע אוגוסט ואתה מבצע את ההנפקה. לפי מה שאתם אומרים פה כרגע ישמור אלוהים אי אפשר את המצב הזה בכלל. אז איך השוק הזה יתנהל?

אסף נגר

אני יכול להגיד לך שאנחנו דחינו את ההנפקה של המניות של המניות שלנו בחודש ימים, אנחנו חשבנו שמצב השוק הוא מצוין, חששנו מזה ודחינו וזה יכול היה לעלות לנו ביוקר, לשמחתנו זה לא קרה אבל זה יכול היה לקרות.

רני שחם

אני חושב שזה לא סביר. אני חוזר לעניין של הדוחות הכספיים ואני חושב שזה לא סביר להגיד שכל דוח, אם יש סטייה מהותית, החברות יושבות והן זהירות מאוד בעניין הזה. להגיע לאמירה כל כך כללית כזאת אני חושב שזה לא סביר.

לילי אילון

את זה אני לא אמרתי. בסופו של דבר התפייסה של בעלי שליטה ושל דירקטוריונים זה רצון כן להחזיק במניות של החברה כי זו איזושהי הבעת הזדהות עם החברה. זאת הסיבה שהאמריקאים לא תופסים את זה, זה ברור שאתה חלק מהחברה. ולכן אני חושבת שצריך כן לאפשר לנושאי משרה למרות שהדוחות הכספיים הם מהותיים. כי בסוף נושאי משרה כל הזמן יודעים.

אבי לוי

אז מה את אומרת? הם אומרים שאסור לי

לילי אילון

אני אומרת שכולם יודעים פחות או יותר התוצאות של הדוחות הכספיים. אתה יודע את התוצאות של שופרסל יותר טוב משופרסל. צריך להגדיר את הנושא של השינוי המשמעותי בערך המניה. גם זה לפי דעתי ברגע שינסו להגדיר את זה בארץ שאין סחירות זה מאוד קשה.

אבי לוי

אז אין בעיה, זה מה שאני חוזר ואומר, צריך לסמוך על השיקול דעת של המנכ"ל והדירקטוריון שיבואו ויגידו שלדעתנו אין מה שיש בו כדי להשפיע ולגרום שינוי מהותי בשער נייר הערך.

פרופ' אמיר ברנע

איך זה הולך ביחד מה שאת מציעה? אם הדוחות הם רלוונטיים.

לילי אילון

בכל זאת אתה מגיע למצבים שהם אבסורדים כיוון שכל השוק פחות או יותר, כל המוסדיים וגם החברות יודעים מיד בתום הרבעון בהתאם לפדיונות, ובנדל"ן מניב בהתאם לקריטריונים של נדל"ן מניב, מה התוצאות שיהיו בדוחות שיתפרסמו.

שלומי שוב

את אומרת מצד אחד שהמידע נמצא בחוץ ומצד שני את אומרת שהדוחות הכספיים הם תמיד מידע מהותי.

לילי אילון

מה שאני אומרת שבעצם אני חושבת שיש כאן אבסורד. אני לא אומרת דבר שהוא מוחלט אבל המידע קיים אצל פחות או יותר כולם החל מתום הרבעון. ברור לי שאי אפשר לאסור

שלנו בדקנו בדיעבד. אז אם בדיעבד אחרי עשרה ימים מחיר המניה לא השתנה, איך אפשר להגיד שהיה במידע שם משהו לכדי להשפיע באופן מהותי על מחיר המניה אם מחיר המניה לא השתנה.

שלומי שוב

אבל אמרו לך שהחוק מדבר על הבחינה התיאורטית.

לילי אילון

קודם כל לגבי שופרסל, מה שקרה כשפורסמו דוחות שופרסל הסיבה שהמניה עלתה לדעתי זה בגלל שההפסד של שופרסל היה שונה ממה שהאנליסטים העריכו. זאת אומרת, הדוח מאוד השפיע. אני חושבת שדוחות כספיים הם מידע מהותי בהתאם לחזקות שאתה מתנגד להן. כיוון שאני לא חושבת שיש הבדל בין נדל"ן מניב לריטייל. גם בריטייל אנחנו יודעים בדיוק בסוף הרבעון מה יהיו התוצאות כיוון שאנחנו יודעים בדיוק מה הפדיונות וכיוון שאנחנו יודעים בדיוק מה עלויות קבועות.

אבי לוי

אז צריך להוציא דיווח מיד, מיד בתום הרבעון להגיד מה היו המכירות.

לילי אילון

לא, כי עדיין יש את ההפרשות, ועדיין יש תאריכים בפרסום אבל זה לא דברים שהם שונים בין נדל"ן מניב לבין ריטייל, זה לא נכון להגיד שבנדל"ן מניב אתה יודע ובריטייל אתה לא יודע, בסופו של דבר כמעט בכל תעשייה ובכל ענף למדנו לדעת בסמוך למועד תום הרבעון איפה אנחנו עומדים. אין חברה שלא יודעת בסוף הרבעון ועדיין היא מפרסמת את הדוחות כשהיא צריכה לפרסם את הדוחות חודשיים אחרי, כיוון שיש דברים נוספים וביקורת של רואה חשבון.

אבי לוי

אז את אומרת שאסור לה לעשות פעולה מתום הרבעון עד פרסום הדוחות.

לילי אילון

מה שאני אומרת זה קודם כל לגבי הדוחות הכספיים שאני חושבת שהם כן מידע מהותי. כיוון שכשהם מתפרסמים אז בסופו של דבר כן יש את האמירה הסופית.

אבי לוי

הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי
או מתמשך?

עכשיו השאלה אם אנחנו משלימים עם זה, אם אנחנו חושבים שזה נכון או לא נכון. אני חושב שזה לא נכון והפתרון צריך להיות שהרשות תאפשר מסחר בצורה יותר ברורה אבל עם כללים ברורים – מתי מותר ומתי לא. הנושא הזה של החסימה הוא חשוב כמה ימים לפני ואחרי.

פרופ' אמיר ברנע

כל עסקה של בעל עניין תדווח מיד בדיווח מיידי?

אבי לוי

כבר היום כל עסקה של נושא משרה ובעל עניין מדווחות בדיווח מיידי.

אילן פלס

צריך לבטל את העניין הזה של "היה עליו לדעת" ולהשאיר ידע. וזאת הבעיה באכיפה מנהלית. כי באכיפה המנהלית בניגוד לא למה שהיה בעבר הכוונה היא לא הכרחית. פעם היית צריך להוכיח כוונה. עברו לאכיפה המנהלית ובאכיפה המנהלית לא צריך להוכיח כוונה.

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

כל הרעיון של אכיפה מנהלית זה שהעבירו את היסוד הנפשי מהמינימום מודעות שיש בפילי לרשלנות. זה לא משהו שהועדה יכולה לשנות וגם לא רשות ניירות ערך.

לפי מה שהבנתי מאנשים ברשות שהיו מעורבים בתהליכי החקיקה, הם לא רצו שזה יהיה ככה ומשרד המשפטים רצה ובעקבותיו זה הפך להיות רשלנות.

אילן פלס

חובה לשנות את הסטאטוס של חובה שהיה עליו לדעת ורק באמת אם ידע והיה לו מידע פנים.

מסיבות שהן לא סיבות רק של שוק ההון אלא מסיבות גם של התנהלות של חברות והעולם הריאלי של התנהגות של נושאי משרה לא צריך לאסור על עסקאות של נושאי משרה.

שלומי שוב

הדיווח הוא למעשה דיווח רציף. הדברים הכי משמעותיים לא מתקבלים דווקא בימים האלה.

אילן פלס

לפי דעתי במצב היום כשאתה מסתכל גם על החוזר האחרון של רשות ניירות בנשא safe harbor. מה הם מגדירים כ-safe harbor, גם כשאתה מסתכל על הסטנדרטים על האכיפה המנהלית חד משמעית אסור לסחור בניירות ערך לנושאי משרה. כל נושא משרה שהיום סוחר בניירות ערך לפי דעתי מסתכן בצורה משמעותית משום שהיום לפי הסטנדרט של האכיפה המנהלית לא צריך להוכיח שידעת – יש פה את העניין של האם היה עליך לדעת. גם אם לא ידעת אבל כנושא משרה היה עליך לדעת זה גם מספיק כי זה היום הסטנדרט. לכן חד משמעית נכון להיום זה המצב.

מה זה ה-safe harbor של רשות ניירות ערך – מותר לך רק לשלוח הוראה של שגר ושכח. שלח הוראה בלתי הדירה שאתה לא יכול לחזור בה שאומרת בשער מסוים אז אפשר יהיה למכור. זאת אומרת חוץ מהאלטרנטיבה הזאת שהיא כמובן לא אלטרנטיבה מיטבית, כל נושא משרה בטח אלה שמתעסקים בדוחות כספיים כי יש להם כל הזמן מידע וגם אם הם לא יודעים אותו באותה נקודה היה עליהם לדעת – אסור לסחור. זה המצב היום, מי שחושב אחרת לוקח על עצמו סיכון רב ביותר אם הוא הולך לעשות במסחר מניה ולא משנה אם זה בתוך התקופה או מחוץ לתקופה.

מהנייר הזה ניתן להבין מה הרשות חושבת. מה שלא נמצא שם היא כנראה חושבת שזה לא בסדר כי אחרת היא היתה מכניסה את זה בהוראות. אם היא לא הכניסה את זה זאת אומרת שכל מה שלא נמצא שם הוא לא בסדר.

לדעתי העוקץ המרכזי שהוא באמת הביא לסוג של התדרדרות של כל העניין הזה והחלטות שנהיות יותר ויותר גורפות זה דווקא התיקון בפסיקה שנעשה בחוק בהגדרה של מידע פנים נאמר שאם המידע היה ידוע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי. הפסיקה הוסיפה עוד מילה – היה עשוי לגרום שינוי. הבחינה של השאלה האם עשוי או לא עשוי לא נותנת למציאות לבלבל אותה, זאת אומרת לא משנה אם חברה חמש שנים מדווחת ועושה וממשיכה באותה פעילות וההיסטוריה מראה שבאמת פעילות כזאת, שינויים כאלה או מידע כזה הוא לא שינה בהמשך תקופה ממושכת. זה לא מעניין אף אחד. אנחנו בוחנים את זה תיאורטית. משם הדרך לקביעה הקונסטטואלית שאמרת דוחות כספיים אמרת מידע פנים היא קצרה מאוד ולשם הגיעו כי הבחינה היא לחלוטין מנותקת מהמציאות.

אורן פרנקל

כמו שנאמר פה יש חברות שיש להם מידע כספי כל יום, כל שבוע או כל חודש כשסוגרים תקציב חודשי, לכן פנינו לרשות ניירות ערך לפני ארבעה חודשים ואמרנו שאנחנו לא מבינים אם לחברה מותר לעשות פעולות או כי חברה יודעת אחת לשבוע או אחת לחודש את כל המידע הכספי שלה ולא מחכה לסוף הרבעון. לא שאלנו על נושא משרה כי על נושא משרה יש אומרים לא ושאלנו על החברה עצמה ועד היום לא קיבלנו תשובה מהרשות מה מותר ומה אסור לעשות.

סוגיה שניה – ביקשנו שעובד יוכל לתת פקודה הדירה באמצעות נאמן. הם אמרו כן אבל רק אם הפקודה תכנס לתוקף עוד שישה חודשים. זה בצורה נימוסית להגיד שזה לא רלוונטי. אני יכול להבין שיסכימו למנגנון שיתן פקודה שתכנס לתוקף עוד שבוע אבל שישה חודשים קדימה זה פשוט לעג לרש. אז גם פה לא קיבלנו שום מענה רציני. כעקרון בקבוצה אנחנו לא נוהגים לעשות פעולה בנייר ערך, לא החברה ולא העובדים, בתקופה של בלאק-פיריד – זאת הוראה בקבוצה עצמה. אם במקרה חברה רוצה לעשות פעולה בניירות ערך, כשמתחיל להתהוות מידע זה עדיין לא הבלאק-פיריד עושים פעולה בניירות ערך ופשוט מצהירים בדוח המידי שלא השתנה שום דבר מהותי בחברה עצמה ובזה אנחנו חושבים שאנחנו מנקים את המידע פנים שהיה בידי החברה.

שלומי שוב

רוני את רוצה להתייחס לחוק?

עו"ד רוני טלמור

קודם כל לגבי אכיפה מנהלית ובניגוד לאכיפה פלילית היא

בנויה על בסיס אחר. באכיפה פלילית בניירות ערך הדבר הראשון שמחפשים זה את היסוד הנפשי הכוונה את המודעות למה שקורה. אכיפה מנהלית באה לחפש את ההתנהגות גם אם לא היתה כוונה, גם אם זאת התרשלות. ברגע שמגיע תיק כזה אז השאלה היא לא האם אותו נושא משרה היתה לו כוונה להשפיע, האם הוא התכוון בהכרח לעשות רווח, אבל יש איזשהו מינימום של סטנדרט שהחוק מצפה שיקרה וגם במקרה שלנו לגבי מידע פנים. אני חושבת שבדברים האלה הועדה פה לא הלכה מאוד רחוק. לא משנה אם היעוץ המשפטי שהוא קיבל טוב או לא טוב. אני חושבת שאם התוצאה מההחלטה הזאת שהיא היתה נותנת רשות לכל מנכ"ל ולכל נושא משרה ללכת לסחור בניירות ערך ימים בודדים לפני שהדוחות הכספיים מתפרסמים זה היה מסר מאוד בעייתי. מצד שני אני חושבת שמה שעולה כאן בצורה חדה זה שחסרים כללים ברורים לשימוש יום-יומי מה נושאי משרה יכולים ולא יכולים לעשות. יכול להיות שהכללים צריכים להיות שונים בסוגי חברות שונות. בגלל שיכול להיות באמת שבחברות מסוימות צריך יותר זמן לפני וכל זה בלי לפגוע בכל ההיבטים האחרים שיכולים להוות מידע פנים חוץ מהדוחות הכספיים.

אבי, אני רוצה לשאול אותך שאלה כזאת – אם אתה הולך יום לפני הדוחות הכספיים ועושה עסקה על איזה מידע מהדוחות הכספיים אתה מבסס את ההחלטה שלך ללכת ולמכור?

אבי לוי

אני טוען בדוחות הכספיים של חברה כמו חברת נדל"ן מניב אין מידע פנים.

אז בואו נגדיר שבועיים, בואו נגדיר תאריך שמעבר לו תבטלו את החזקות ותשאירו את השיקול דעת למנהלים ואם באמת היה משהו שפעלו לא נכון תתקפו אותם, אבל חזקה שפעלו בסדר.

עו"ד רוני טלמור

אני חושבת שהחזקות כאלה חשובות. ההנחה שלך שצריך לבוא ולקחת את הדוח הכספי ולחלק אותו דווקא בשלב של ההכנה שהוא בסוף של הבישול כשהוא ממש בטיטת דוח הסופית, לבוא ולהגיד איזה חלק הוא כן מידע פנים ואיזה לא זה פחות חשוב כי אתה כבר יודע את הכל.

אבי לוי

קיבלתי, לא בהכרח אני מסכים אבל בואו נקבע שבשבועיים אסור לך לבצע פעולות. זה לא אומר שלפני זה יש לך מידע פנים – תפעיל שיקול דעת אם יש לך או אין. אבל אל תגידו לי שכל מידע שיש הוא מידע פנים ואסור לפעול. לא סביר מה

הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי
או מתמשך?

הספציפיות של עסקה מספר ימים לפני הדוחות הכספיים הקפיצו לשמיים. השאלה אם באמת היתה צריכה להיות החלטת אכיפה במקרה זה או איזושהי הבהרה לשוק. כי הרי מה הקפיץ את כל השוק? השוק פעל בהנחות עדינות, כל מקרה לגופו, ולקחת מקרה אחד וגם אמרת שפעל בתום לב וגם קבעת קביעה עקרונית כללית לגבי דוחות כספיים.

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

אנחנו בית משפט אנחנו לא מחליטים מה להגיש. מי שמחליט איזה תיקים להגיש לבית המשפט זה רשות ניירות ערך.

אתם קוראים בהחלטה הרבה מעבר למה שכתוב בה. ההחלטה ניתנה לעובדות והעובדות מוסכמות והיה מוסכם שהיה לו את טיוטת דוחות ולא איזה שהם נתונים.

עו"ד טל אבן זהב

הבעיה הראשונה לפני התביעות הייצוגיות היא שההחלטות האלה אמורות גם לכוון התנהגות והן השאירו את השוק תלוי באי ודאות בשל אמירה עקרונית וחד משמעית לגבי דוחות כספיים ואפילו טיוטות דוחות כמידע פנים.

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

אני חושבת השוק קרא בהחלטה הרבה מעבר למה שיש בה. אנחנו דנים בקייס ספציפי, בקייס הספציפי היו עובדות מוסכמות, העובדות הן שהיה לו את הטיטה של הדוחות, זה היה קרוב למועד פרסום הדוחות ולא רק זה אלא שביג עצמה עוד לפני שהתחילה חקירה של הרשות עשו תוכנית אכיפה פנימית והם קבעו בעצם שיש תקופת זמן שהם לא יקנו ניירות ערך.

אסף נגר

אני רוצה להתייחס לדברים שאת אמרת בשתי נקודות וזה דבר שחשוב לדעת בנוגע למקרה הספציפי הזה. דבר ראשון

שנקבע, תשאירו את שיקול הדעת להנהלה ולמנכ"ל.

אני מסכים עם הגדרת החוק ואם יש משהו שעשוי להשפיע משמעותית חייבים לדווח עליו. אני לא תוקף את הדבר הזה, ברור שצריך לדווח עליו. אני בא ואומר קבעו שחזקה שכל מידע, אז אם אני יודע את המכירות אז אסור לי לעשות פעולה?

עו"ד טל אבן זהב

אני חושבת שבפעם מכל הא ודאות אנחנו מגיעים למשהו פשוט. מה שאבי מבקש קיים היום אז הרשות לא הגדירה את התקופה בדיוק אבל היא איפשרה הגנה במסגרת נהלי אכיפה פנימית שיתייחסו לתקופה כזו שבה אין מסחר טרום פרסום דוחות. אם אצלך התקופה שאסור בה לעשות עסקאות לפני הדוחות הכספיים היא שבועיים או חודש אף אחד לא יבוא אליך בטענה.

אבי לוי

זה בדיוק מה שנאמר - באו ואמרו אתה רואה שכולם מנפיקים ושום דבר לא קורה. גם בכביש 6 נוסעים מהר ושום דבר לא קורה.

עו"ד טל אבן זהב

אני חושבת שיחד עם זאת, לא יכולות ולא צריכות להיות הגדרות, הרשות לא יכולה לקבוע הגדרות ואתם רואים מה קורה שהרשות מנסה לקבוע חזקות כאלה. זה מה שקרה בנמל מבטחים, היא קבעה חזקות שקשה לעמוד בהן. אתה לא יכול לאמץ את התוכנית ואז יש אי ודאות עוד יותר גדולה כי אם אתה פועל שלא בהתאם לתוכנית לפחות לכאורה יש עליך נטל עוד יותר גדול להסביר למה לא אימצת את התוכנית. לכן הרעיון של קביעת חזקות הוא לא נכון לדעתי וצריך לחזור אחורה. אני חושבת שהבעיה בהחלטת האכיפה היתה השאלה האם זה המקרה להעניש מישהו שנמצא שפעל בתום לב במצב של לפחות אי ודאות מסוימת לגבי המותר והאסור היא היתה באמת החלטה בעייתית. נכון שהנסיבות

- היתה לו תקופה ספציפית שבה הוא יכל לקנות. היה מדובר על אישור של תנאי העסקה השל המנכ"ל שהשתנו. הדבר הזה פורסם ב-7 באוגוסט, כלומר פורסם ב-7 באוגוסט שיש לו זמן מה-7 באוגוסט עד ל-30 באוגוסט. אחרי זה הוא לא יכל לקנות. זה מה שנקבע דירקטוריון ובאסיפה הכללית אז יכול להיות שזאת היתה התקלה. אני לוקח את דבריך ודווקא פה אני מסכים איתך - שזה לא המקרה שצריך לקחת אותו דווקא בגלל כל הדברים החריגים.

דבר שני - את אומרת שבגלל שהחברה קבעה אחרי המקרה שיש בלאק-פיריוד של חודש ימים חזקה מה שהוא עשה בעבר זה לא תקין.

אורן פרנקל

אני לא מבין את הדיון הזה. ברור שפעולה בנייר ערך יומיים לפני פרסום דוחות כספיים היא פעולה אסורה. לא צריך לכתוב 200 עמודים, אפשר להכריע שזאת פעולה אסורה נקודה. לא היה טעם להמשיך בעשרת אלפים פרשנויות שאחר כך צריך ארבעת אלפים עו"ד יכתבו חוות דעת אם מותר או אסור. אפשר לפרסם החלטה פשוטה - זה אסור נקודה.

אבי לוי

לאה, את יכולה להגיד לי לפי הבנתך את ההחלטה שלכם, מתי רשאי נושא משרה לפעול במניות ומתי חברה רשאית לפעול במניות?

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

מספר ימים לפני פרסום דוחות כספיים

אבי לוי

אמרתם שכל מידע זה מידע פנים אז אסור לפעול כשיש מידע פנים, לא כתוב מספר ימים. הרשות לא פרסמה מתי מותר.

אילן פלסו

הרשות פרסמה שההוראה בלתי הדירה.

אבי לוי

בקיזור למנכ"ל אסור לעשות פעולה בניירות ערך אלא רק בהוראה בלתי הדירה. מההחלטה שלכם מתפרש שדוחות כספיים זה מידע פנים. אתם כותבים את זה במפורש.

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

לא כתוב את זה בהחלטה, יש ציטוטים מפסקי דין אחרים.

אבי לוי

האם דוחות כספיים זה מידע פנים או לא? חד משמעית אתם אמרתם שדוחות כספיים זה מידע פנים ואפילו הבהרתם וכתבתם את זה.

אורן פרנקל

לאה, אני חושב שאתם לא מבינים את ההשלכה של מה שאתם עושים על השוק.

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

קוראים את ההחלטות ומהם יוצאים לכל מיני דברים היפותטיים שלא עולים באמת מההחלטה.

משה אטיאס

כי עורכי הדין מפרשים את זה.

אבי לוי

זה לא עו"ד מפרשים את זה, זאת פרשנות של הרשות. אני מצטט לכם מההחלטה של הרשות. הרשות אומרת שדוחות כספיים זה מידע פנים. ואומרים שרווח זה מידע פנים ומכירות זה מידע פנים. ואם אתה יודע את המכירות וכל אחד יודע את המכירות וזה מידע פנים. ברגע שיש מידע פנים ופעלת - עשית שימוש במידע פנים.

עו"ד טל אבן זהב

האמירה הזאת שדוחות כספיים הם מידע פנים היא לא נאמרה לראשונה בהחלטה הזאת. היא נאמרה בפסיקה היא נאמרה רק בהבדל קטן. הפסיקה אמרה שדוחות כספיים ככלל עשויים להיחשב כמידע פנים וזה ההבדל הקטן שבפסיקה עדיין נשארה הבחינה של כל מקרה לגופו.

הרשות פרסמה הבהרה ואני חושבת שבהבהרה היא ביקשה לחזור ולהבהיר שכל מקרה לגופו.

שלומי שוב

ההבהרה למעשה באה ואומרת שנתוני הדוחות הכספיים הם מטבעם מידע פנים.

משה גדנסקי

אני רוצה לחדד את הבעיה לאור פרסום אחר של רשות ניירות ערך.

קודם כל אני מסכים עם הנקודה הראשונה של הדיון פה.

הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי
או מתמשך?

אם אמרו שמכירות זה מידע פנים, זה מתגבש יום לאחר סוף הרבעון אז יום אחרי סוף הרבעון יש מידע פנים.

ד"ר מורן אופיר

אני חושבת כולנו מסכימים שנושאי משרה בכירים מחזיקים כל הזמן במידע פנים מכל מיני סוגים. השאלה שלא שאלנו היום מה נכון מבחינת השוק. האם ראוי שנושאי משרה ישתמשו במידע שיש להם ויסחרו או שלא נכון. אם נשאל פה את מי שיושב סביב השולחן אז אני בטוחה שיש שתי קבוצות – שנושאי המשרה יחשבו שראוי שנושאי המשרה יפעלו במניות והאנליסטים שנמצאים פה בצד השני יחשבו שלא.

יש על השאלות האלה הרבה מאוד כתיבה כי השאלה היא למי הולך הרווח העודף שנמצא בשוק? יש טרייד אף בין שתי הקבוצות האלה ובטרייד אף הזה אנחנו מעדיפים את האנליסטים כי הם פועלים בשוק תחרותי, ולכן הראשון שפועל הוא זה שבאמת ירוויח ונושאי המשרה הם סוג מונופול על המידע והם יכולים לשלוט בעיתוי שהם מביאים את המידע הזה לשוק או לא. זה נכון שזה עומד בסתירה לזה שאנחנו מאלצים את נושאי המשרה להחזיק במניות ובאופציות. השאלה מה אנחנו עושים עם זה, אני חושבת שהסיבה היחידה שבגללה אנחנו מקצים לנושאי משרה מניות או אופציות זה לקשור את התמריצים שלהם עם התמריצים של החברה. ולכן הכלל של הוראה מראש בלתי הדירה לא פוגע ברעיון של קשירת תמריצים כי זה תמריצים לטווח ארוך זה לא משנה באיזה יום יממשו או לא. אם נותנים הוראה מראש לפי מחיר מטרה או לפי מועד מטרה אנחנו עדיין משיגים את קשירת תמריצים ולא נותנים לנצל את המידע העודף שיש לנושאי משרה.

משה אטיאס

אני יכול לספר ממקרה שקרה לנו, אנחנו אימצנו נמל מבטחים. המנכ"ל נתקע כי הוא נתן מחיר מטרה ואי אפשר היה למכור את זה. הפרקטיקה היא קצת יותר בעייתית בשוק שאין בו

שלומי אמר את זה מקודם – לדעתי לייחס חשיבות מכרעת לימים ספורים לפני פרסום הדוחות הכספיים זה חוסר הבנה של הליך עריכת הדוחות הכספיים. בדרך כלל היום האחרון או היומיים לא רלוונטיים בכלל. מה קורה אם למשל חודשיים לפני פרסום הדוחות קיבלת החלטה לתכנן חשבונאי לגיטימי שימנע מהחברה להכיר בהפסד. כל התקופה שלאחר מכן זו עבודה טכנית אך המידע המהותי כבר ידוע הרבה לפני פרסום הדוחות.

נקודה שניה, לדעתי, על רקע פרסום אחר של רשות ניירות ערך שפורסם בהקשר אחר לדעתי הבעיה מתחדדת.

לכאורה היה ניתן לפתור הבעיה הזאת של מידע רציף בדרך של דיווח מידע חלקי על תוצאות החברה באופן מקדים לפרסום הדוחות הכספיים עצמם. רשות ניירות ערך בפרסום אחר אומרת שבהיבט של פרט מטעה ותרמית אסור לך לפרסם מידע חלקי על תוצאות החברה ולמעשה הדרישה היא לפרסם סט דוחות בגרסה כמעט סופית שלהם.

זאת אומרת יש פה סיטואציה של בין הפטיש לסדן מצד אחד המידע הכספי הרציף עשוי להוות מידע פנים אך מאידך אי אפשר לפרסם מידע חלקי אלא במתכונת של דוחות כספיים.

אבי לוי

לאה, אנחנו מפרשים את החלטות הועדה בצורה מחמירה? אני אקרא לך את הפרשנות של רשות ניירות ערך, זה נייר של רשות ניירות ערך. הרשות מפרשת וכותבת כי "קיימת חזקה כי מידע הכלול בדוחות כספיים בסמוך לפרסומם הינו מידע פנים. יתרה מכך, גם כאשר מדובר בנתונים חלקיים מתוך הדוח כדוגמת נתוני רווח או מכירות סבר בית המשפט כי חזקה זו מתקיימת גם לגביהם". הם כותבים גם כי "נתוני הדוח הכספי הם מטבעם מידע פנים". אחר כך הם כותבים ש"ביצוע עסקה בסמוך לפרסום דוחות כספיים חזקה לעניין מהותיות המידע הנוגע לדוחות, אולם חזקה זו ניתנת לסתירה". כמו כן, נתוני דוחות עשויים כמובן להוות מידע פנים אף קודם לכן כפועל יוצא של מידת התגבשותם וחדשנותם". זאת אומרת,

ד"ר מורן אופיר

פרט לקשירת תמריצים אין סיבה. מבחינת פיזור סיכונים זה לא נכון שנושאי משרה יחזיקו גם בניירות ערך או נושאי משרה בכירים שמקבלים שכר ובנוסחים, זה לא נכון מבחינתם להחזיק גם במניות של החברה.

אבי לוי

מה לגבי חברה שרוצה לבצע פעולה?

פרופ' אמיר ברנע

אבי, קח פעולה של החברה כמו Stock repurchase רכישה חוזרת. כל המחקר בנושא זה בא ואומר - דווקא נוצר יתרון לשוק בכך שהרכישה מגלה מידע פנים בדרך עקיפה. כלומר, כשחברה מודיעה על רכישה חוזרת זאת אינדיקציה שאומרת שבידע הפנימי שהצטבר בה מחיר המניה היום נמוך מהמחיר שצריך להיות. אתה רוצה לאסור על החברה לעשות רכישה חוזרת?

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

במקרה של אפריקה ישראל שעשו הצעת רכש והם לא גילו שנגב הולכת לעשות עסקה מאוד גדולה. זה לא רק איתנות, זה מידע אמיתי שיש לך על החברה.

אילן פלטו

הם טוענים שלא היה להם מידע.

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

זה שהם טוענים אומר שזה נכון? זה מה שנקבע בהחלטה ואומץ על ידי השופט.

פרופ' אמיר ברנע

אם אני לא טועה בהנפקה של דלק רכב לא דווה על זיכיון שקיבלה החברה מפורד זאת בזמן תשקיף פתוח. הידע הזה הוא ידע שמחייב דיווח מידי אם עסקת הזיכיון בשלה. מה הקשר להחלטה?

השאלה של אבי אם אני מבין אותה נכון היא שיש רוטינה של דוחות כספיים, נתעלם מעסקאות חד פעמיות, מדברים על רוטינה של דוחות כספיים, והוא אומר שחברה רוצה להנפיק באמצע רבעון - היא צריכה לדווח את מצב המכירות בחודש שעבר?

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

לא נדרש.

אבי לוי

לאה, מותר לה לבצע הנפקה לפי דעתך?

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

רשות ניירות ערך כשחברה באה להנפיק היא דורשת מהחברה נתונים מעבר למה שבדוחות? לא.

אבי לוי

אבל גם בכביש 6 נוסעים מעל המהירות המותרת. הם לא אומרים שזה מותר.

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

בהנפקה אתה יכול להיות בטוח ולו מהטעם הפרקטי שהרשות נותנת לך את ההיתר להנפקה.

אבי לוי

היא לא נותנת היתר להנפקה. אתה לא מבקש היתר להנפקה אלא לתשקיף. יש לי כבר תשקיף.

שוב לאה, אם יש מידע על המכירות, האם החברה יכולה להנפיק או לא?

פרופ' אמיר ברנע

אני מציג את השאלה של אבי בצורה החדה ביותר שיש - האם חברה יכולה בשקט נפשי לבצע פעולה של רכישה חוזרת, של הנפקת אגרות חוב או מה שזה לא יהיה באמצע התקופה שבין סוף הרבעון עד פרסום הדוחות?

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב

אני לא רשות ולא יכולה לענות בשם הרשות.

אני הייתי קובעת שחברה תקבע לעצמה תקופה ב-black period. אם אתה שואל אותי הייתי קובעת אתה בתוך תקופה אותם כללים יחולו גם על החברה וגם על נושאי משרה. אם אתה מחוץ לתקופה הזאת אז רגיל - אם יש לך אירוע יוצא דופן שמתגלה אחר כך שידעת ולא דיווחת זה לא בסדר.

אבי לוי

אז את אומרת מה שאני אומר - לקבע black period וחזקה שאם הנפקתי מחוץ ל-black period זה בסדר.

הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי
או מתמשך?

תכתוב אתה 400 עמודים בשבוע נראה אותך.

גיא טביביאן

בכל הדיון הזה יש הרבה צודקים אבל מה שנאמר לגבי נושא משרה אני יכול להגיד לכם שגם בנושא של רואי חשבון מבקרים יש כללי אי תלות. המסקנה שלי שעדיף להיות זהירים אבל בחוק ובתקנות מבחינה משפטית ניטרלית תיאורטית אני מסכים שאין הבדל בין פעולות שהחברה עצמה עושה בניירות ערך לנושאי משרה. אני מבין את ההחמרה לגבי נושאי משרה.

אורן פרנקל

למה אתה מבין את זה? מה אנחנו אויב נושאי משרה? מה שאסור לחברה אסור לנושאי משרה.

גיא טביביאן

נכון זה מה שאמרתי אבל בפועל מול מי ינקטו את פעולות האכיפה? דרך אגב, אפרופו אויבי המדינה, גם אם הכלל הוא נמל מבטחים של חצי שנה ואותו נושא משרה שכולם יוצאים מנקודת הנחה שהוא רמאי וגנב ועברייני, אז הוא נתן הוראה חצי שנה מראש לעשות פעולה אז אם הוא כזה עברייני לא יכול להיות שזה יהיה לו תמריץ להוציא הודעה חיובית רגע לפני פעולת המכירה? הוא ירשום לעצמו ביומן ואם יש הודעה שלילית אז אולי קצת לחכות איתה. אתה יודע זה אף לא ברור מה העיתוי של לפרסום מידע שלא דווקא בדוחות הכספיים. הסנדול הזה גם עם ההחלטה על מידע - מה צריך להיות במידע מקדים? החברות מסונדלות היום חזק.

פרופ' אמיר ברנע

את החשש וזהירות היתר אפשר למנוע על ידי הבהרה ברורה למה הם מתכוונים. אין ויכוח לגבי אירועים בידידים אבל הדוחות בתור משתנה רציף וכאשר ידוע שבחברות היום יש דיווח שוטף ברמה יומית, שבועיות או חודשיות. פה צריך להבהיר את העניין הזה על ידי כללים של תום לב.

משה גרונסקי

אני לא חושב שיש פה שאלה. יש תקנות ניירות ערך מאוד ברורות בנושא הדוחות הכספיים שיש לכלול בתשקיפים. ככלל, ניתן לפרסם תשקיף ולגייס מכוחו עד 5 חודשים לאחר מועד הדוח ואין צורך לעדכן נתונים כספיים חלקיים מתוך הדוחות הכספיים.

יוסי רייטן

יש פה בעיה של פער מידע. יש בידי נושאי משרה והחברה מידע שאין בציבור. נראה לי הולכים לחפש את הפתרון תחת הפנס. אז בואו נחשוב בצורה יותר יצירתית איך להעביר את המידע הזה, את אותו מידע שיש בידי החברה.

עדי סקוב

יש פה מעבר ליכולת של נושאי משרה כן לקנות מניות או לא לקנות מניות. יש פה דבר יותר משמעותי לדעתי וזה יעילות השוק.

התקנות האלה כמו גורמות חוסר ודאות לנושאי משרה אם הם יכולים לקנות ולמכור, אני מזכיר שמידע פנים כולל לא פעולה וזה גם מי שמסר את המידע לאחר. פה כאנליסטים שמקבלים מידע מכל מיני מקורות, כמו שנושאי משרה לא רוצים להסתבך אז הם לא רוצים להעביר מידע הלאה ולקבל מידע ואז כל היעילות השוק נפגעת בצורה מאוד קשה. כל התיאוריות הכלכליות מבוססות על הנחה של שוק יעיל ומשוכלל שכל הזמן המחירים משקפים את מה שקורה בחברה. ואם נושא משרה צריך לחכות חודש-חודשיים עד שהוא יוכל להעביר מידע זה פוגע ביעילות של השוק.

מאיר סלייטר

הצעת ייעול קטנה לחברות - תקצרו את תקופת הדיווח. למה בישראל כל החברות מחכות לחצי השני של מאי?

אורן פרנקל

לא רק שאנחנו אומרים שזה תום לב, אנחנו באים וכותבים שאין לי מידע שלדעתי יש בו כדי לגרום לשינוי משמעותי.

משה גדנסקי

לדעתי, עצם העובדה שנושא המשרה עצמו חותם לא מעלה ולא מוריד.

אבי לוי

אני מסכים ל- black period. אבל קודם כל להחליף את החזקה. חזקה שפעלתי בסדר. עכשיו אם הם חושבים שעדיין יש פה משהו מהותי אז עליהם לתקוף אותי ולא להפך. הם כרגע אמרו שכל דבר זה מידע.

אבי לוי

אם אני פועל אני לוקח האחריות. אם החברה עושה פעולה שיבוא הדירקטוריון, יחתום ויקח את האחריות. הם צריכים עכשיו להוכיח שהמידע שידעתי היה עשוי להשפיע משמעותית. היום הם קובעים חזקה שזה מידע פנים.

שלומי שוב

אנחנו יכולים לסכם, בסך הכל מה שראינו ומה שחששנו ממנו גם זה התנגשות בין הזווית שלנו - של כל מי שעוסק בדוחות כספיים שידוע שדוחות כספיים זה מידע רציף ולא מידע נקודתי, לבין החזקה המשפטית שנוצרה. דווקא לפעמים כשאתה פחות בתוך זה יותר קל לך לבוא ולהגיד שיש תקופה מסוימת. לדעתי כל תקופה כזאת היא שרירותית והיא בהכרח לא נכונה. החלטות משמעותיות מאוד שקשורות לדוחות הכספיים ומאוד מעניינות את שוק ההון דווקא לא מתקבלות בתקופה הזאת. יש כאן בעיה אמיתית שיוצרת כיום חוסר וודאות גדול אצל חברות ונושאי משרה שיכול לפגוע בתפקוד של שוק ההון. לא נראה לי שיש פתרון קסם אך בהחלט יתכן שתקופת ה- black period יוצרת וודאות אבל כך הולכים לפתרון טכני בלי מהות מאחוריו שפשוט יוצר וודאות ולכן חיים איתו בשלום. אנחנו נעביר את הדיון שהיה פה גם לרשות ניירות ערך שמתמודדת עם השאלה הזאת.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני על רואי החשבון?

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

תאריך המפגש: 22 ביוני 2015

נושא המפגש: "PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני על רואי החשבון?"

חומר רקע למפגש: מצגת רשות ניירות ערך אשר הוצגה במהלך הדיון (יוני 2015), עמדת מועצת רואי חשבון בנושא (אפריל 2015).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, מוטי ימין (מנהל מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך), שלומי וינר (רשות ניירות ערך), יפעת פלקון-שניידר (רשות ניירות ערך), לילי איילון, דב ספיר (יו"ר המוסד לתקינה חשבונאית), גיא טביביאן (Deloitte), דני ויטאן (KPMG), דוד וליאנו (Deloitte), אודי גרינברג (BDO), רונן מנש (EY), גל עמית (עמית חלפון ושות'), אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), רני שחם, משה גדנסקי (קבוצת נץ), יהודה בן אסאייג (מנכ"ל מנורה מבטחים), פרופ' יורם עדן, עו"ד רווית צמח (איגוד החברות הציבוריות), דגנית דניאל (כונס הנכסים הרשמי), ואדים פורטנוי, מנחם שוורץ, איציק מאיסי (הריבוע הכחול), אילן פלשו (יו"ר איגוד החברות הציבוריות), ארנון אטיס (KPMG), רו"ח אפרת עתיק (מחלקת חשבונאות, אגף שוק ההון, משרד האוצר), רו"ח ארנון רצ'קובסקי.

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחק, מתן חגבי, אלכס וולקוב, לידור רוזנצוויג.

כמה שנים לאחר הקמת ה-PCAOB, הוקם בישראל המוסד לסקירת עמיתים על ידי לשכת רואי חשבון. המוסד לסקירת עמיתים לא מוכר על ידי גופי הרגולציה השונים בעולם, מה שאומר למעשה של - PCAOB קיימות סמכויות אכיפה בישראל על רואי חשבון מבקרים של חברות ציבוריות הנסחרות בארה"ב, וישנה חשיפה גם לבקרה של האיחוד האירופי לאור העובדה שהדירקטיבה האירופאית אף היא לא מכירה במוסד לסקירת עמיתים הישראלי.

על רקע דברים אלו פרסמה הרשות לניירות ערך, אשר תציג גם היא את עמדתה בהמשך, טיוטת תזכיר חוק בנושא בסוף שנת 2012, ומאז למעשה הייתה "שתיקה". בראייה פשטנית, ניתן לראות כי קיימים בתזכיר שני מישורים: המישור האחד הינו עצם הוצאת הפיקוח על רואי החשבון החוצה והמישור השני הינו נושא התקינה בביקורת, שלמעשה בהתאם לתזכיר מועברת מלשכת רואי חשבון לגוף הפיקוח. חשוב לזכור שככל שאנו מדברים על תקינה בביקורת, לא ניתן להתעלם ממה שקורה בימים אלו לביקורת, שלמעשה הופכת להיות בינלאומית, בדומה למה שקרה לחשבונאות בעשור האחרון ואף לפניו. כלומר, היום הלשכה מתרגמת את תקני הביקורת הבינלאומיים ומבצעת התאמות מסוימות, וכעת עולה למעשה השאלה מי יהיה הגוף שינחה לגבי אילו התאמות לבצע. אני חושב שככל שהתקינה הופכת להיות בינלאומית, כפי שצריך להיות לטעמי, הסוגיה הנ"ל הולכת ומתייתרת.

ניתן להבין כי לנושא הפיקוח יש לא מעט משמעויות, ובמקצוע שלנו מדובר בסוג של "רעידת אדמה" - אירוע מכונן ומאוד משמעותי. חשוב לציין שאותן משמעויות מתייחסות גם להיבט החברות המדווחות - את אותו גוף פיקוח צריך יהיה לממן על מנת שאנשים בעלי שיעור קומה ילכו ויעסקו במלאכה בצורה מקצועית, ובסביבה שבה מספר החברות הציבוריות הולך וקטן הנטל הולך וגדל, ואיני בטוח אם כלל נלקחו בחשבון תחזיות שונות לעניין העלות. לכאורה, גם אם העלות תוטל על משרדי רואי החשבון בלבד, הרי שכלכלית היא יכולה להתגלגל בסופו של דבר גם על החברות המדווחות. מן הצד השני, לא ניתן להתעלם מהמגמה בעולם סביב הנושא.

במסגרת חומרי הרקע ניתן לראות את תוצאות הדיון שהתקיים בנושא במועצת רואי חשבון לפני מספר חודשים, אשר כוללות מספר נימוקים נגד הקמת גוף הפיקוח. מבלי להיכנס לנימוקים שהועלו בדיון האמור, לדעתי הבעיה העיקרית היא נושא התקצוב והחיסרון לגודל שקיים בישראל, לעומת המודל המקביל האמריקאי.

לא ניתן להתעלם מכך שבסופו של דבר לגוף חיצוני ולביקורת עצמאית שאינה חלק מהמקצוע, יכולה להיות אפקטיביות מאד גדולה. אנו בעד שיתפתח דיון ענייני בנושא שיחדד את

תחילה חששנו שנושא ה-PCAOB ייתפס כרלוונטי לרואי חשבון בלבד ושהנושא לא יהיה מספיק מושך. אנו חושבים שפורום שווי הוגן, בתפיסה שלו, נועד לתרום ככל שניתן לאיכות הדיווח וכולנו מבינים כמה חשוב מקצוע ראיית החשבון לאיכות הדיווח ולכן גם לשאלת נחיצותו של PCAOB יש חשיבות רבה מבחינת שוק ההון. זה לא שאנחנו במצב אופטימלי. רק מהסתכלות על אירועים שהתרחשו בשנה האחרונה ניתן לסמן שלושה כישלונות חרוצים של החשבונאות, ככלל, ושל הדוחות הכספיים וה-ISOX בפרט: בחברת דורי - שם הכישלון נוגע לאומדן עלויות, שהינו האומדן הקריטי ביותר בדוחות הכספיים של קבלן מבצע, וכן בחברות טלדור ואפריקה תעשיות - שם הכישלון נוגע לסעיפים הכי קלאסיים בדוחות הכספיים כמו הכנסות ומלאי להם אנו נוהגים לקרוא בפרקטיקה סעיפים "רכים". מבלי להיכנס לשאלה מי אשם, ואם בכלל הביקורת היתה יכולה למנוע את האירועים הנ"ל, אין ספק שאירועים מסוג זה פוגעים באמון המשקיעים בדוחות הכספיים. אמון שהוא חשוב מאוד על מנת שיתנהל כאן שוק הון יעיל ובורסה אטרקטיבית עם מחזורי מסחר גבוהים.

נושא הפיקוח על רואי חשבון הוא חשוב ביותר - למרות שאנו מחייבים את הסטודנטים שלנו לשנן את כללי האי תלות ואף בבחינות המועצה נדרש מהנבחנים להבין ולציין שרואה החשבון הינו בלתי תלוי במבוקר, כולנו מבינים שכאשר רואה החשבון נבחר, ממונה ומתוגמל על ידי החברות עצמן, אי התלות לא בהכרח מתקיימת וצריך לדאוג שזו תתקיים. בנוסף, אני חושב שהדיון כיום מתקשר במידה מסוימת לדיון שערכנו בשנה שעברה בנושא שכר טרחתו של רואה החשבון המבקר והחשש שהירידה בשכר הטרחה תגרור עמה פגיעה באיכות הביקורת, כך שלמעשה פיקוח על עבודתו של רואה החשבון בצל חשש שכזה מקבל משנה תוקף. מצד שני, יתכן ודווקא הקמת גוף פיקוח חיצוני, כאמור, יגרום לתמורות בנושא שכר הטרחה.

אנו מכירים את המודל האמריקאי, ה-PCAOB, אשר פותח בתחילת שנות האלפיים על רקע סיפורי אנרון ווורלד קום, כבר אז היה קיים גם מודל של סקירת עמיתים בארה"ב שהופעל על ידי לשכת רואי החשבון שם (AICPA). כהערת אגב, למיטב זכרוני, ביום שהודיעו על הקמת ה-PCAOB בארה"ב, הסוקרים של סקירת העמיתים התפטרו במחאה, מה שמעיד גם על המתיחות לה אנו עדים כיום.

ה-PCAOB הינו גוף סטטוטורי בעל סמכויות אכיפה נרחבות, שבטח נשמע עליו בהמשך הדיון. רק בשנים האחרונות הוטלו קנסות על ידי ה-PCAOB על כמה ממשרדי ראיית החשבון הגדולים, הן ברמה פרסונאלית והן ברמת המשרד.

PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני
על רואי החשבון?

חשבון בעצמם כך שהמשרד בו הם עובדים כפוף לביקורת צולבת מצד סוקרים אחרים. כמו כן, לגוף כמו המוסד לסקירת עמיתים אין סמכויות אכיפה שכן גוף זה לא מעוגן בחקיקה. בנוסף, אנו עוקבים אחר הממצאים והתוצאות של סקר העמיתים אך קיים שיהוי בקבלת הממצאים והיו אף מקרים בהם המתנו שנה וחצי לקבלת הממצאים. מעבר לכך, ישנה בעיית שקיפות ביחס לממצאים שמפרסם סקר העמיתים, היקף הסקירה הוא מצומצם ואנו לא רואים שיתוף פעולה אמיתי בין המוסד לסקירת עמיתים לבין הרשות לניירות ערך – שיתוף פעולה חשוב שאנו מייחסים לו חשיבות עליונה בכל מה שקשור במתן הגנה נאותה למשקיעים. נקודה נוספת היא העובדה שהמוסד לסקירת עמיתים לא עומד בסטנדרטים בינלאומיים של פיקוח, בעיקר בשל בעיית התלות וניגוד העניינים, ולא בכדי ה- PCAOB והרשויות האירופאיות לא מכירות בו. כמו כן, מתוך שיחות שקיימנו עם קרן המטבע העולמית ועם ארגון ה- OECD, עולה כי הם אינם מאמינים כי מודל סקירת העמיתים הקיים בישראל יכול לייצר את האמון שהמשקיעים צריכים לקבל ביחס לעבודת רואי החשבון, וכי יש להם ציפייה שבישראל יוקם גוף עצמאי ובלתי תלוי.

לגבי טעויות מהותיות בדוחות כספיים, אציין כי מעבר לבחינה שאנו מבצעים כסגל רשות מול החברה עצמה ובמקרים המתאימים גם מגיעים להבנה לעניין אופן ההצגה מחדש של הטעות, ישנם גם מקרים בהם אנו מקיימים דיאלוג עם משרד רואה החשבון המבקר של אותה חברה. צריך להדגיש שדיאלוג זה איננו רחב והוא אינו מתייחס לעבודת הביקורת ולבקרת האיכות במשרד באופן כללי, אלא הוא מצומצם ומוגבל רק לאותן בדיקות ובחינות שנעשו בקשר לסעיפים המתייחסים לטעות. מדובר למעשה בבדיקה שמגיעה מהכיוון העקיף ומכוח הסמכות הכללית שבידנו להבטיח שהדוחות הכספיים ערוכים ומבוקרים כדיו, ואיננה מגיעה מהכיוון של פיקוח על עבודתו של רואה החשבון. בהקשר זה, במצבים מסוימים בעקבות בדיקה שאנו מקיימים מול אותו משרד, אנו גם מפרסמים החלטות אכיפה בתחום הביקורת. כלומר, הנקודה היא שטעות מהותית בדוחות הכספיים אינה עניין שהוא

כל היתרונות והחסרונות, על מנת שנוכל להבין בסופו של דבר איפה צריכות לעמוד המשקולות.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

בטרם אציג את עמדת הרשות, נציין כי צורם לנו שבדיון לא נוכחים נציגים של לשכת רואי חשבון, שאנו רואים בה גורם מאוד רלוונטי לדיון ציבורי שמתקיים לגבי השאלה האם יש מקום להקמת גוף פיקוח בישראל. כמו כן, לא נמצאים אתנו גם נציגים של הרגולטורים הכלכליים הנוספים בשוק ההון – כגון המפקח על הבנקים ואגף שוק ההון, וצר לנו על כך, שכן חלק מהנקודות כפי שאציג בהמשך נוגעות גם להם.

כהקדמה, כולנו מבינים את חשיבות רואה החשבון כשומר סף וכחוליה מאוד חשובה בבקרה על המידע הפיננסי, וכולנו מבינים שלא אמון הציבור בשוק ההון בכלל ובדיווחי החברות בפרט, קשה לדבר על שווקים פיננסיים מתקדמים, מה שכמובן תקף לא רק בישראל אלא בכל העולם. אם נשאל את עצמנו מדוע בכלל להסדיר את נושא הפיקוח על הביקורת של רואי חשבון, אני בדעה שלכולנו ברורה מהי החשיבות של הדיווח הכספי כחלק מאוד משמעותי ביכולת של משקיעים לקבל החלטות השקעה מושכלות ביחס לחברות נסחרות, וזהו לא סוד שהתגלו בעבר ומתגלים כיום כשלים בדיווח הכספי ובתהליכי ביקורת של רואי חשבון, לא רק בשווקים מחוץ לישראל אלא גם בשוק המקומי.

כיום ישנה מגמה של גלובליזציה שלא ניתן להתעלם ממנה – בכל העולם קיימים גופים שמפקחים על אפקטיביות הביקורת שמעניקים רואי החשבון לחברות ציבוריות, כמו גם גופים עצמאיים שמתקינים את תקני הביקורת. אם נבחן מה המנגנון שקיים כיום בישראל, אז כמו שצוין קודם אכן ישנו המוסד לסקירת עמיתים אשר הוקם בשנת 2004, כאשר בין החסרונות העיקריים של המוסד לסקירת עמיתים ביחס לגופים עצמאיים בעולם שמבצעים את עבודת הפיקוח על רואי החשבון, ניתן למנות את נושא התלות וניגודי העניינים המובנים, הנובעים בעיקר מהעובדה שהסוקרים הינם רואי

נקודתי לחברה מסוימת ברמת ההשפעה שיש לה, אלא יש לה השפעות רוחב שחורגות מעבר לתאגיד בו התגלתה הטעות אשר נוגעות למידת האמון המשקיעים בדיווחי החברות באופן כללי - כולו זוכרים את הדרמות הגדולות מאוד שהיו בארה"ב בשנת 2002, עם קריסת אנרון ווורלד קום. למעשה, ניתן לומר כי הסיט של כל משקיע הוא להתעורר בבוקר בהיר אחד ולגלות שחברה שנחזתה להיות חברה יציבה הופכת בן רגע לחברה שנמצאת בקשיים פיננסיים משמעותיים, ללא הרמת דגלים אדומים לאורך הדרך קודם לכן. אנו, כרגולטורים, רואים חשיבות עליונה למנוע תרחישים מסוג זה, ובראייתנו, מתן מענה לצורך להבטיח בקרה נאותה על הדיווח כספי מתחבר לנושא של הקמת גוף פיקוח ביחס לענף ראיית החשבון ולהצדקתו.

אם נסתכל על מה שקורה בעולם, ניתן לומר כי בכל המדינות המפותחות יש כיום פיקוח מסודר, עצמאי ובלתי תלוי על ענף ראיית החשבון ושירותי ראיית החשבון הניתנים לחברות ציבוריות. כך למשל, ישנו כאמור ה - PCAOB האמריקאי שהוקם בארה"ב על רקע המשברים הגדולים בשנת 2002 וחקיקת חוק סרבנס-אוקסלי, וכהערת אגב בהקשר זה, נציין כי מבדיקה שערכנו ה - PCAOB הוקם כגוף עצמאי ולא כחלק מה - SEC דווקא מסיבה תקציבית ולא מסיבה קונספטואלית, כאשר הרעיון היה למשוך אנשים בכירים מענף ראיית החשבון שיעסקו בגוף החדש שיוקם, אשר יוכל לשלם משכורות גבוהות יותר מאלו שיכול היה ה - SEC לשלם. בהיבט המיני והדיווח, ה - PCAOB מתמנה על ידי רשות ניירות ערך האמריקאית ומדווח לו, וזהו המודל הראשוני שרצינו להציע גם בישראל. בדומה ל - PCAOB, ישנו ה - FRC באנגליה וה - CPAB בקנדה. באוסטרליה למשל, הפיקוח על ענף ראיית החשבון נמצא בתוך ה - ASIC, שהינו הרגולטור בניירות ערך, ובהקשר זה נציין שכאשר יצאנו לדרך התלבטנו האם נכון להציע הקמה של גוף נפרד או ליזום תיקון חקיקה אשר יקנה לרשות ניירות ערך סמכויות רלוונטיות לצורך הפיקוח, אך לבסוף הבנו שנון יותר יהיה לנתק את גוף הפיקוח מרשות ניירות ערך ולהקימו כתאגיד סטטוטורי נפרד, לאור היתרונות שיש בניתוק זה ובעיקר בשל הנושא של התקנת תקני ביקורת.

לגבי מודל הפיקוח שאנו מציעים להקים בישראל - נציין כי הרשות פרסמה את המודל הראשוני במסגרת הצעת חוק בנושא בשנת 2012 וניתן לראותו באתר הרשות, אך ישנם כמה שינויים במודל המעודכן, שאותו אנו מתכוונים לקדם בחודשים הקרובים. המודל הראשוני הינו מודל שמעתיק במידה רבה את ה - PCAOB האמריקאי לישראל מבחינת סמכויות התאגיד שיוקם, הקשר שלו לרשות ניירות ערך והניתוק שלו מהתעשייה עצמה. לאחר חשיבה נוספת

שעשינו בנושא בשנתיים האחרונות ובעקבות שיחות שקיימנו לאחרונה עם לשכת רואי חשבון ורגולטורים בשוק ההון, החלטנו לשנות מעט את המודל הראשוני שפורסם לציבור, באופן בו מבחינה עקרונית ומהותית ניצמד למודל האמריקאי, אך זאת בכפוף לביצוע התאמות שלדעתנו יכולות להקנות אפקטיביות טובה יותר למודל הרלוונטי בישראל. ברוח דברים אלו, הרעיון הוא להקים בישראל תאגיד פיקוח סטטוטורי בלתי תלוי, כאשר לתאגיד זה תהיה מועצה, בדומה למועצה הקיימת בבנק ישראל, בה יהיו 7 חברים. מרבית חברי המועצה ימונו על ידי רשות ניירות ערך, אך תהיה במועצת התאגיד נציגות גם לרגולטורים הנוספים בשוק ההון - המפקח על הבנקים והממונה על שוק ההון, וכן למשרד המשפטים לאור העובדה שכבר היום מועצת רואי החשבון נמצאת תחתיו. כמו כן, לתאגיד יהיה יו"ר אשר ימונה על ידי יו"ר רשות ניירות ערך, ומנכ"ל אשר ימונה על ידי המועצה ועל דעת יו"ר רשות ניירות ערך. הרשות לא תפקח באופן יומיומי על קבלת ההחלטות ותהליכי הבקורות שמבצע אותו תאגיד, אך יהיה פיקוח "מלמעלה" במטרה לוודא שהתאגיד מתנהל באופן תקין, יעיל והוגן, דבר שלדעתי יצור את האיזון החשוב בין האינטרס להבטיח חופש פעולה ברמה היומיומית של תאגיד הפיקוח לבין הרצון לוודא שהוא מתחבר עם האג'נדה, האסטרטגיה הכללית והמנדט שיש לרשות ניירות ערך להגן על עניינם של המשקיעים. הגופים שיימצאו תחת הפיקוח של אותו תאגיד הינם אותם גופים שמספקים שירותי ביקורת לתאגידי שהנפיקו ניירות ערך לציבור על פי תשקיף - קרי, חברות ציבוריות או חברות אג"ח, לרבות חברות מהותיות שנמצאות תחת התאגיד המדווח שהינן חברות מאוחדות (שלא באיחוד יחסי) שהן בעלות חשיבות ניכרת לעסקי התאגיד. בהקשר זה, נציין כי המודלים המיושמים בארה"ב ובמדינות רבות בעולם כוללים אף הם את החברות המוחזקות.

רו"ח דוד וליאנו

האם ישנו רף כמותי לעניין מהותיות שירותי ראיית החשבון המסופקים על ידי הפירמות? בארה"ב למשל, הרף הכמותי לעניין זה הינו 20%.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

נכון לרגע זה אין רף כמותי בהצעה, אך ייתכן וייקבע רף שכזה בהמשך - אלו בדיוק הנקודות שנצפה לקבל אליהם התייחסות מהשוק לאחר שנפרסם את ההצעה המעודכנת.

בהיבט סמכויות תאגיד הפיקוח - התאגיד ינהל מרשם של משרדי רואי חשבון שיהיו רשאים להעניק שירותי ביקורת לתאגידי ציבוריים, כאשר התאגיד יהיה רשאי למחוק משרדים מהמרשם במקרים המתאימים. בנוסף ייקבעו

PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני
על רואי החשבון?

המיקוד שלנו כרשות ניירות ערך מבחינת כללי ההפרה הוא באותם מקומות שבהם נעשו טעויות מהותיות בדוחות הכספיים שגרמו להטעיית הציבור. לעומת זאת, לתאגיד הפיקוח יש סמכות אכיפה למשל גם בנוגע לנהלים פנימיים שקיימים בתוך המשרד, דבר שלא נעשה ברשות. למעשה, הרשות נוהגת ליזום הליכי אכיפה נגד רואי החשבון רק באותם מקרים בהם ניתן לקשור מבחינה אכיפתית-משפטית בין פעילות רשלנית לבין קיומו של פרט מטעה בדוח, כך שתאגיד הפיקוח נמצא במישור שונה בהקשר האכיפה.

נקודה חשובה אחרונה שברצוני להציג ביחס לסמכויות תאגיד הפיקוח קשורה לרצון לאפשר שיתוף פעולה של אותו תאגיד פיקוח עם המפקח על הבנקים והממונה על שוק ההון, באותן נקודות שמתייחסות לתאגידים בנקאיים ולמבטחים. באותן נקודות ממשק, תהיינה לרגולטורים אלה הסמכות לקחת חלק בקביעת הכללים הרלוונטיים – למשל, בנוגע לכללי הכשירות של משרדי רואי החשבון אשר ייכללו במרשם, התקנת תקני ביקורת, כללי אתיקה ואי תלות ונושאים נוספים. כמו כן, בעת ביצוע ביקורת במשרד רואי חשבון על תיק בנקאי או על תיק של מבטח, נציגי המפקח הרלוונטיים יהיו רשאים להשתתף ולהצטרף לביקורת, כך שהיא תתבצע במשותף איתם. נוסף על כך, לנציגים במועצה שהתמנו על ידי המפקח על הבנקים והממונה על שוק ההון תהיה מעורבות בהליכי העיצום הכספי הנוגעים לביקורת על תאגיד בנקאי או מבטח, ולמפקחים עצמם תהיה מעורבות בהחלטת הפרסום של ממצאי הביקורת ושל הליכי האכיפה.

הנקודות שציינתי לעיל הינן תיאור כללי של עקרונות החוק, אני מקווה שנוכל להעלות להערות הציבור כבר בחודשיים-שלושה הקרובים נוסח מעודכן מלא על מנת לקבל פידבקים נוספים.

אבי לוי (מנכ"ל מליסרון)

במה שונה המודל המוצע מה – PCAOB האמריקאי?

חובות דיווח מצד משרדי רואי החשבון לתאגיד הפיקוח, ונקודה משמעותית נוספת הינו מתן סמכות לתאגיד הפיקוח לקבוע כללים בקשר עם שירותי ראיית חשבון, בדגש על תקני ביקורת וסקירה, אתיקה מקצועית, בקרת איכות ואי תלות. כמו כן, בהקשר לממשקים של גוף הפיקוח מול משרדי רואי החשבון – בראש ובראשונה תהיה לתאגיד הפיקוח סמכות לבצע ביקורות על משרדי רואי החשבון, סמכות לפרסם את דוחות הביקורת (לרבות שמות הפירמות שנבדקו על ידי תאגיד הפיקוח, אך ללא ציון תיקי הביקורת שנדגמו), סמכות להטיל עיצומים כספיים על הפירמות במקרים הרלוונטיים וכן סמכות ליזום בירורים והליכי אכיפה מנהליים במקרים המתאימים.

רו"ח גל עמית

האם גם בארה"ב נהוג לפרסם את שמות הפירמות?

רו"ח אודי גרינברג

בארה"ב ישנם שני חלקים – החלק הראשון מתפרסם ולגבי החלק השני, בהינתן כי קיימות הערות בחלק השני, אזי לפירמת רואי החשבון יש שנה לתקן ולהטמיע את ההערות, ואם היא אכן עשתה כך החלק השני לא מתפרסם.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

גם בישראל אין מניעה, במסגרת הצעת החוק הנוכחית, להגיע להתאמות לגבי האם לפרסם רק חלק מהדברים או האם ניתן יהיה לדחות פרסום או אף למנוע פרסום במקרה של תיקון הליקויים.

רו"ח משה גדנסקי

מה היחס בין סמכות האכיפה של גוף הפיקוח לסמכות האכיפה המנהלית שקיימת כיום לרשות ניירות ערך לגבי רואי חשבון?

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

המודל שונה בכמה מובנים. ה- PCAOB האמריקאי דומה יותר מודל הראשוני שהצענו. ה- PCAOB האמריקאי הינו גוף הכפוף אך ורק לרשות ניירות ערך וחבריו ממונים על ידי יו"ר ה- SEC ללא מעורבות של ה- FED או רגולטורים נוספים.

אבי לוי (מנכ"ל מליסרון)

מדוע למעשה המודל הזה לא אומץ גם בישראל? למה הוחלט לעשות משהו אחר?

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

מאוד רצינו לקדם את המודל האמריקאי, אך הבנו שבשוק המקומי יש הצדקה לחשוב במובנים רחבים יותר, וזאת בכדי למנוע מצב בו יהיה פיקוח על חברות ציבוריות מצד אחד ובמקביל הרגולטוריים הרלוונטיים שמפקחים על בנקים ועל חברות ביטוח יזמו פיתוח של גוף פיקוחי משל עצמם. לכן, חשבנו שנכון יהיה לבצע את החיבור בין השניים. ניתן לומר כי למרות שהרשות לא מתערבת באופן יומיומי בהתנהלות תאגיד הפיקוח כאמור, עדיין גוף הפיקוח נמצא במעין שליטה של רשות ניירות ערך, אשר מתבטאת בכך שהרשות ממנה את מרבית חברי המועצה.

אני חושב שהשינוי העיקרי שניתן להצביע עליו ביחס להצעה הקודמת, הוא בשני מובנים: במובן האחד מעורבות משמעותית יותר במידה רבה של הפיקוח על הבנקים, של אגף שוק ההון ושל משרד המשפטים בהרכב המועצה, ובמובן השני שינוי בסמכויות המועצה, שקיבלה כוח רב יותר ביחס לזה שהוגדר בהצעה המקורית.

ואדים פורטנוי

כיצד ימומן גוף הפיקוח?

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

גוף הפיקוח ימומן, ככל הנראה, באמצעות אגרות שיגיעו ממשרדי רואי החשבון, ובשלב הראשון - גם מתקצוב של הרשות לניירות ערך.

רו"ח דוד וליאנו

האם לא כדאי ליישם מנגנון דומה למנגנון האמריקאי, לפיו המימון מתבצע על ידי החברות המבוקרות?

אבי לוי (מנכ"ל מליסרון)

אני לא חושב שכלל יש הבדל - הרי ברור שמשרדי רואי החשבון לא יממנו את גוף הפיקוח על חשבון משכורות השותפים, הדבר יגיע בסופו של דבר גם לחברות עצמן.

רו"ח גל עמית

לדעתי הדבר יגביר עוד יותר את התחרות הקיימת בין משרדי רואי החשבון. מצד אחד ישנו קושי רב בארץ ב"גלגול" העלויות על הלקוחות, ומצד שני אף משרד לא מוותר על תיקים.

רו"ח שלומי שוב

מוטי, האם יש הערכה לתקציב של הגוף הפיקוח?

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

כן, ישנה הערכה כזו - אני יכול לומר שנעשה ניתוח תקציבי ברמת מספר העובדים שיועסקו על ידי גוף הפיקוח וברמת כל הצרכים הכספיים הנוספים שלו, אך אינני רוצה להיכנס למספרים לפני שהנושא ייסגר.

פרופ' יורם עדן

למען הגילוי הנאות, אני גם חבר בוועד המרכזי של לשכת רואי החשבון וגם דירקטור במוסד לסקירת עמיתים.

ברצוני להעיר מספר הערות - ראשית חשוב לציין כי הנושא איננו חדש, כבר בימי פרופ' זוהר גושן התחילו עם היוזמה הזו והייתה הבנה בין פרופ' גושן לבין ראשי המשרדים הגדולים שיוצאים למהלך כזה, זאת בליווי שני דברים עיקריים: שינוי תקנות אי התלות וניגוד עניינים ותוך ביצוע מהלך בנושא הגבלת האחרייות של רואי החשבון. בדיעבד, נראה שלא בהכרח צריך היה לכרוך בין פעולות אלה. כיום הרשות טוענת שיש לבנות מהלכים לעניין הגבלת האחרייות ולטפל בנושא אי התלות, בנפרד וללא כל קשר לנושא של המוסד לסקירת עמיתים.

לדעתי, למשרדים הגדולים הדבר יעשה רק טוב - החולשה של המוסד לסקירת עמיתים שקיים היום היא שמנקודת מבטם של משרדי ראיית החשבון הוא נתפס כ- Level 3, כלומר, ב- Level 1 נמצא ה- PCAOB האמריקאי שחל על משרדי ראיית חשבון מסוימים בישראל, ב- Level 2 נמצאת הרשת של אותו משרד שאף היא עושה ביקורת ורק ב- Level 3 נמצא המוסד הישראלי לסקירת עמיתים. לכן, ברור כי אם יוקם בישראל מוסד שיוכר באופן בינלאומי יחול פה מעין איחוד והדבר יקל על המשרדים הגדולים, כך שאינני רואה סיבה שהם יתנגדו לכך. עם זאת, מה שעשוי לקרות הוא שהקמת גוף הפיקוח "תנקה" מהשוק חלק מהמשרדים הבינוניים והקטנים, שאמנם כיום יכולים להסתדר עם המוסד לסקירת עמיתים בישראל,

PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני
על רואי החשבון?

המשבר, נסוגים אט אט.

פרופ' אמיר ברנע

אז מהי דעתך יורם, האם אתה נגד הקמת גוף הפיקוח?

פרופ' יורם עדן

אינני חושב שהקמת גוף הפיקוח תשנה משהו בצורה משמעותית. עם זאת, אני מוטרד מהשפעות הנושא על הגדלת הריכוזיות בענף.

רו"ח דוד וליאנו

ברצוני לדבר בשם עצמי ולא בשם המשרדים הקטנים, הבינוניים או הגדולים. בהקשר לדבריו של יורם - ראשית, שיעור החברות הציבוריות שמבוקרות על ידי ה - BIG 4 או BIG 5 בשווקים עיקריים בעולם דומה מאוד לשיעור הקיים בישראל, כך שלטעמי לא יהיה זה הגורם שייקבע.

שנית, ברמה העקרונית צוין שהדירוג ברמת משרדי ראיית החשבון בהיבט הביקורת על המשרד הוא קודם כל PCAOB, לאחר מכן הרשת ולבסוף המוסד לסקירת עמיתים. מבחינתי ולפחות ממה שקורה אצלנו, אני יכול לומר שכל ביקורת שכזו הינה חלק מתהליך של בקרת איכות של הפירמה ואיננו מתייחסים לכל סוג של ביקורת כיותר חשובה או פחות חשובה. ייתכן ויש מקומות מסוימים שבהם, אולי, מסתכלים עם ה - PCAOB קצת יותר, אך אינני חושב שזהו המצב בארץ.

שלישית, אנו מברכים על כל התהליך של פיקוח בענף ראיית החשבון באופן חד משמעי. עם זאת, ובתור חבר בדירקטוריון במוסד לסקירת עמיתים, אני בדעה שלאחר כל כך הרבה שנים הגיע הזמן שמשהו יקרה - גם במוסד לסקירת עמיתים חלו שינויים בשנים האחרונות, אך מבלי להפנות אצבע מאשימה כלפי אף גורם, ההרגשה שלי היא שאין מספיק אינטראקציה או רצון להגיע לאיזשהו פתרון מוסכם. דבר אחד ברור שקורה היום, כאשר יש לנו מוסד שאינו מוכר על ידי הגופים

אך סביר להניח שעם מוסד דומה ל - PCAOB הם כבר לא יוכלו להסתדר. בהקשר זה, אנו עדים כעת גם לנושא של ירידה ל"קומה שנייה" - כלומר, חברות אקוויטי מהותיות של חברות ציבוריות, כך שרואה חשבון המטפל בחברה כלולה של חברה ציבורית יהיה כפוף גם הוא לגוף הפיקוח, וייתכן שאף הוא לא יוכל להתמודד עם הדבר.

בהקשר זה ברצוני לציין, כאיש אקדמיה, שאם נסתכל על המאמרים המקצועיים משנות ה - 90, שבתקופה זו היו 8 משרדי רואי חשבון עיקריים - ניתן לראות כי הדעה הרווחת הייתה שיש קרטל במקצוע וריכוזיות גבוהה מדי בענף ראיית החשבון. אם נסתכל כיום על המצב, גם בארץ וגם בעולם, ניתן לראות שיש 5 משרדי ראיית חשבון גדולים שמטפלים ב - 87% מהחברות הציבוריות. ניתן אמנם לטעון שמטרת הרשות היא להגן על אינטרס ציבור המשקיעים ומבחינתה עדיף שיהיו 5 משרדים עיקריים שמטפלים בכל החברות הציבוריות מאשר שיהיו משרדים נוספים שאינם כשירים לטפל בחברות ציבוריות, אך לדעתי אם נסתכל על האינטרס הציבורי לטווח הארוך - זו טעות גדולה.

לסיום, אציין כי בשנת 2012 מנו עשור לחקיקת חוק סרבנס-אוקסלי וביצעו כל מיני בחינות לגבי האם החוק הצליח או נכשל. דבר אחד אנו יודעים בוודאות, והוא שאת המשבר של שנת 2008 החוק לא מנע, והשאלה היא האם אנו לא נלחמים במלחמה שכבר הסתיימה.

רו"ח שלומי שוב

לדעתי, לא ניתן לבוא כעת ולהאשים את החשבונאות גם במשבר.

רו"ח אודי גרינברג

חשוב לציין כי למרות המשבר, בסופו של דבר פחות ופחות חברות כיום בארה"ב נדרשות שרואה החשבון יבצע ביקורת לפי SOX. כל תיקון שהתבצע מאז המשבר נועד להקל וכיום עדיין ממשיכים להקל. כלומר, גם האמריקאים, למרות

פרופ' אמיר ברנע

האם הקמת גוף הפיקוח משחררת בצורה כלשהי את רואה החשבון מאחריות משפטית במקרה של תביעות?

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

התשובה היא לא והדבר מתחבר לדבריו של יורם - אכן בעבר דובר על כך שיהיו שלושה "ראשים" לרפורמה בענף ראיית החשבון: הקמת מוסד פיקוח, סדר באי התלות והגבלת אחריות על משרדי רואי החשבון. לפני תקופה מסוימת הצענו לכרוך את נושאים אלו יחדיו מכיוון שיש Trade-Off בין הנושאים - כך למשל, כאשר ישנו מוסד פיקוח על הענף אזי קל יותר להציע פתרונות שנועדו להגביל את האחריות. ברוח דברים אלו ומתוך הבנת צרכי הענף, הרשות ציינה כי תהיה מוכנה לשקול תמיכה בתיקוני חקיקה מתאימים בהקשר של הגבלת אחריות ושל ענייני אי התלות, מתוך הנחה שהענף מקדם גם את הנושא של הקמת מוסד פיקוח. לצערנו, הרעיון של קידום הרפורמה התלת-ראשית לא נענה בחיוב על ידי נציגי הלשכה. יחד עם זאת, חשוב לציין שרשות ניירות ערך הודיעה למשרד המשפטים כי לאחר שגוף הפיקוח יוקם, הרי שבאופן טבעי הוא יעסוק גם בסוגיות אי התלות תוך הסדרת הכללים השונים ויצירת מערכת מסודרת אחת בנושא, וכן בסוגית הגבלת האחריות של פירמות רואי החשבון. בהקשר זה אדגיש כי אילו היה שיתוף פעולה מלא מצד הגורמים השונים, הרשות הייתה מוכנה לשקול לאפשר לשני מסלולים אלו להתקדם במקביל להקמת גוף הפיקוח, מבלי לחכות להקמת גוף הפיקוח לצורך הטיפול בנושאים אלו.

פרופ' אמיר ברנע

בראייה כללית של הנושא, נראה כי רשות ניירות ערך מעבירה את הבקרה על ענף ראיית החשבון, כגוף מקצועי, לתאגיד הפיקוח. עם זאת, ישנם גופים מקצועיים נוספים כגון שמאים ומשפטנים שנוגעים לעבודת הביקורת. בהקשר זה, עולה השאלה היכן עובר הקו? מדוע רואה החשבון נתון לפיקוח ואילו השמאי שמספק את האינפורמציה לא?

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

אין בכוונת הרשות להמציא את הגלגל - לא קיימים בעולם גופים רגולטוריים שמפקחים על משפטנים או שמאים. מעבר לכך, ההצדקה אינה נובעת מהגלובליזציה בלבד, אלא ישנה גם הצדקה עניינית להיעדר פיקוח כאמור.

רו"ח שלומי שוב

חשוב להבין כי ברגע שגוף הפיקוח אחראי על ענף ראיית החשבון, אזי באופן עקיף הוא גם אחראי על אותם מערכי

הבינלאומיים, הוא שלנו כרואי חשבון יש כפל ביקורת. ה - Practice Review של הרשות הוא מבורך ונחוץ, אך בכל מה שלא מתנהל מול הרשות מספיק לנו גוף חיצוני אחד שיבצע את עבודת הביקורת - אין צורך גם במוסד לסקירת עמיתים וגם ב - PCAOB פעם ב - 3 שנים, רק בשל כך שה - PCAOB לא מכיר במוסד לסקירת עמיתים.

בשורה התחתונה, אציין כי אני מברך על השינויים שמציעה הרשות, אין ספק שישינה התייחסות וקירוב לדרך הפעולה של ה - PCAOB האמריקאי, אך לדעתי חשוב לנצל את העובדה שמדובר בהצעת חוק חדשה ולהתקדם עם הנושא מהר ככל שניתן, מאחר וההשתתחות לא עושה טוב לאף אחד.

מעבר לכך, ברצוני לנצל את הפורום ולהתייחס לנושא ההקלות לחברות חדשות שהוצעו על ידי הרשות, ובפרט לעניין ההקלה של 5 שנים הניתנת בקשר לוועדה לבחינת הדוחות הכספיים. הן מחילופי הדברים בדיון והן מהצעת התזכיר, הוזכרו רואי החשבון במידה מסוימת כאלה שאחראיים למשברים - בהקשר זה אין ספק שאנו חלק ממערכת שלמה אך אנו לא רק. לכן, בהזדמנות זו חשוב לי לציין כי אחד הדברים הטובים שיזמה הרשות היא הוועדה לבחינת דוחות כספיים, אשר הוסיפה המון לרואי החשבון לאור העובדה שמדובר בגוף שיש לו הגדרה וסמכויות בחוק. אין ספק כי וועדות אלו לקחו צעד אחד קדימה את הדיון בדוחות הכספיים, ונושא זה מתקשר מבחינתי לאחריות רואי החשבון, שכן אחריות זו לעולם אינה עומדת בפני עצמה אלא היא מהווה חלק ממערכת שלמה של נהלים, פיקוח וממשל תאגידי. לכן, במקביל לדיון על פיקוח בענף ראיית החשבון, אני מציע שתשקלו מחדש את ההקלה ולהשאיר את וועדה זו, אשר כפי שצינתי קודם לכן תורמת לאיכות הדיווח.

פרופ' אמיר ברנע

ברצוני לשאול מספר שאלות הבהרה - ראשית, מהו הממשק בין גוף הפיקוח שיוקם לבין לשכת רואי החשבון ומערכת התקינה? האם קיים ממשק שכזה? להבנתי, נראה כי אין ממשק כאמור וכי מדובר בגוף ביקורת "טהור" אשר ניזון מרשות ניירות ערך ומהרגולציה בלבד, ללא קשר לגופים השונים במקצוע.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

נכון להיום זהו אכן המודל המוצע - אני יכול לספר כי במסגרת שיחות עם לשכת רואי חשבון נעשתה מחשבה לגבי היכן וכיצד לייצר נקודות ממשק מבלי שהדבר יפגע בתלות ובעצמאות שחשוב מאוד שתהיה לגוף הפיקוח. עם זאת, במסגרת שיחות אלו לא הגענו לכדי הסכמות, והמודל שכרגע מונח על השולחן הינו מודל שאיננו כולל ממשקים מול הלשכה.

PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני
על רואי החשבון?

שלומי וינר (רשות ניירות ערך)

במסגרת הדיון הראשוני שנערך ברשות, אחת ההתלבטויות העיקריות אכן הייתה בעניין זה, בעקבותיה נעשה מיפוי מקיף של היתרונות והחסרונות תחת כל חלופה. אחד הנימוקים העיקריים לכך שעל גוף הפיקוח לפעול בשיתוף עם רשות ניירות ערך היה שקיים צורך בגוף שמכיר את שוק ההון בצורה טובה, אשר לו הגישה, הידע והניסיון בהפעלת אמצעי אכיפה. מעבר לכך, לא ניתן להתעלם גם מהנימוק התקציבי שקיים – בהקמת גוף שנמצא בממשק עם רשות ניירות ערך ישנו אלמנט סינרגטי, כך שבהיבט התקצוב ניתן למעשה להקים גוף שממומן כחלק מהפעילות הענפה של הרשות במקום גוף חדש לגמרי שממומן באופן עצמאי. כלומר, נעשתה מחשבה רבה בנושא בזמנו, אך לאור מבנה השוק הקיים בישראל הוחלט כי זהו המודל העדיף.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

חשוב להדגיש גם כי מבחינת הפירמות קיים יתרון משמעותי בכך שאותו גוף פיקוח שיוקם בישראל יהיה תואם ככל שניתן, בהיבט עקרונות ההקמה, לקריטריונים שנקבעו על ידי ה- PCAOB האמריקאי, זאת על מנת לאפשר הסתמכות. למעשה, יישום מודל שאינו המודל האמריקאי מקטין מאוד את ההסתברות שגופים כגון ה- PCOAB יהיו מוכנים לקבל את המודל בישראל כמודל שהינו בר-הסתמכות, מה שייצר באופן טבעי כפל ביקורת במשרדי רואי החשבון שמטפלים גם בחברות מקומיות וגם בחברות אמריקאיות.

לילי איילון

בסופו של יום, סדר גודל של 90% מהחברות המבוקרות מבוקרות על ידי 5 משרדים גדולים, אשר מבוקרים על ידי ה- PCAOB. האם אין מודל גלובלי כלשהו לעניין אימוץ הביקורת שה- PCAOB עורך? בנוסף, האם אנו באמת רוצים שיוקם בישראל עוד גוף רגולטורי?

השווי ואנשי המקצוע הנוספים.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

אנו מסכימים עם טענה זו.

אילן פלטו (יו"ר איגוד החברות הציבוריות)

בעיני, ההתייחסות שחסרה בדבריו של מוטי הינה השוואה רחבה מעט יותר רחבה למה שנעשה בעולם בנושא, ולא רק בארה"ב. להבנתי, ברוב העולם דווקא מיושמים מודלים שונים מהמודל המיושם בארה"ב, לפיהם ישנה אי תלות גדולה יותר ואף מוחלטת בין תאגיד הפיקוח לבין רשות ניירות ערך. לדעתי, חשוב לבדוק אפשרויות נוספות ולא להיצמד באופן אוטומטי למודל האמריקאי.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

ביצענו עבודה מקיפה מאוד בהיבט זה – אכן מיושמים בעולם מודלים בהם גוף הפיקוח פועל כגוף עצמאי, אך מיושמים גם מודלים אחרים שבהם גוף הפיקוח הינו מחלקה בתוך רשות ניירות ערך.

אילן פלטו (יו"ר איגוד החברות הציבוריות)

היכן בעולם פועל גוף הפיקוח כגוף עצמאי?

שלומי וינר (רשות ניירות ערך)

באנגליה ובצרפת למשל גוף הפיקוח פועל כגוף עצמאי, ללא קשר לרשות ניירות ערך. לעומת זאת, באוסטרליה למשל גוף הפיקוח פועל כגוף בתוך הרשות.

רו"ח שלומי שוב

מהם היתרונות והחסרונות של פעילות גוף הפיקוח כגוף עצמאי ביחס לפעילות בתוך הרשות?

הרצון בשנים האחרונות לחזק ולהדק את הרגולציה יוצר עוד ועוד גופים חדשים, וחשוב לזכור שיש לכך עלות – הן בכסף והן במשאבים, שבסופו של דבר מתורגמת לעלות כבדה מאוד של זמן יקר. התוצאה בסופו של דבר היא שכל מערך קבלת ההחלטות בשוק הולך לכיוון אחר מאשר לכיוון של התעסקות בעסקים.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

חשוב לזכור שהפיקוח עליו אנו מדברים אינו מתייחס במישרין לחברות הציבוריות עצמן, אלא לפירמות רואי החשבון אשר נותנות להן שירותי ביקורת.

אבי לוי (מנכ"ל מליסרון)

אינני מסכים – בדיקה של פירמת רואי החשבון על ידי גוף הפיקוח תמשיך "למטה" לבדיקה של החברה על ידי רואה החשבון.

לילי אילון

בהמשך לדבריי, ברצוני לציין כי הרעיון שעמד אחר ה – SOX בעת כניסתו היה מאוד יפה בעיני – כלומר, מקום שבו סמנכ"ל כספים בחברה לא חשב בעצמו ליישם בקורות, אז למעשה באו וכיוונו אותו. עם זאת, ראיתי לאחר מכן כיצד מתבצעת ביקורת רואה החשבון על אותן בקורות, ובעיני התוצאה שהתקבלה בשורה התחתונה היא עוד רשימת Checklist ארוכה ומלאה בסעיפים, שרק מטה את תשומת ליבו של רואה החשבון מהנקודות המהותיות והמשמעותיות. לדעתי, רואי החשבון כיום מפספסים דברים רבים בעקבות אותן רשימות תיוג ארוכות, וישנו חשש שדבר דומה יקרה גם כאן.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

אני מציע שנשמע מהפירמות כיצד משפיעה עליהן ביקורת PCAOB האמריקאית. לדעתי, הדבר מעלה משמעותית את איכות ורמת הביקורת.

רו"ח גיא טביביאן

אני מסכים עם דבריו של מוטי בהקשר זה.

לילי אילון

כיצד משרדי רואי החשבון מעריכים את ביקורת ה – PCAOB לעומת הפיקוח שישנו מצד הרשתות על המשרדים, בהיבט העלאת הרמה?

רו"ח דוד וליאנו

מבחינתנו מתבצע אותו תהליך של הפקת לקחים לגבי כל סוג ביקורת שמגיעה לפתחנו – ללא קשר לשאלה האם מדובר בסקר עמיתים, ב – PCAOB החדש, ב – PCAOB האמריקאי או ב – Practice Review המשרדי, ואני מניח שגם חבריי ביתר המשרדים הגדולים מתייחסים לעניין באותה הרצינות. לכן, מבחינתנו ישנה שאיפה להגיע למספר סביר של גופים שבודקים אותנו – לא ייתכן כי יהיו כל כך הרבה גופים שבודקים אותנו.

אמנם לא בטוח שניתן לומר כי נקודת התייחסות לרגולטורים השונים היא זהה – כלומר, כאשר מגיע הרגולטור האמריקאי לבצע ביקורת פעם ב – 3 שנים אזי אכן מדובר באירוע מעט גדול יותר, אך עם זאת, התוצאה הסופית של התהליכים היא זהה בכולם – קרי ניתוח הממצאים, הפקת הלקחים ושיפור התהליכים מתבצעים באותה רמת רצינות.

רו"ח דב ספיר

למיטב הבנתי, אם יוקם בישראל PCAOB הרי שה – PCAOB האמריקאי יחדל מלבצע פה ביקורת, הרי זו המטרה.

רו"ח דוד וליאנו

אנו מקווים – אין בכוונתנו להיכנס כרגע לדרך הפתרון, אך בסופו של דבר המטרה שלנו היא שיהיה גוף פיקוח אחד.

ואדים פורטנוי

בעיני, ישנם יותר מדי גופים בענף ראיית החשבון שכל אחד מהם מבצע לכאורה תפקיד מאוד חשוב – אך אם נסתכל על המכלול נראה שישנם מועצת רואי החשבון, המוסד לתקינה, לשכת רואי חשבון, המוסד לסקירת עמיתים וכעת על הפרק גם ה – PCAOB הישראלי. השאלה היא האם נעשתה ברשות מחשבה לגבי ביצוע רפורמה כוללת בענף ראיית החשבון?

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

זהו אכן רעיון שראוי לתת עליו את הדעת, ואף הייתה הצעה בעבר בנושא, אך הוא כנראה איננו ישים – ישנם יותר מדי גורמים מעורבים שכל אחד מהם מושך לכיוונים שונים בניסיון להגיע לפתרון המושלם, וזה למעשה היה הגורם "שתקע" את התהליך במשך הרבה שנים.

רו"ח שלומי שוב

יהודה – כאיש שוק ההון, כיצד אתה רואה את הנושא? האם בכלל מעניין אותך מה שעולה בדיון או שלדעתך מדובר בכלל במעין התכתשות פנימית בין אנשי המקצוע בענף?

יהודה בן אסאייג (מנורה מבטחים)

PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני
על רואי החשבון?

על שותפים במשרדים אחרים, אני רואה שיטת רווחה של השותף כאשר הוא מתחלף מחברת PCAOB – ואני שואל מדוע כך הדבר אם הרי אנו אומרים שלמעשה זה אותו הדבר?

מעבר לכך, אנו חושב שגם ההתייחסות מצד הרשת היא משמעותית וכבדה במידה רבה יותר כאשר שותף לא עובר בצורה מספיק טובה ביקורת PCAOB.

ככלל, אני בעד שתהיה בישראל ביקורת ברמת PCAOB, אך אנחנו חייבים להיות ריאליים בנושא – בעיקר בכך התקצוב והעלות. הדבר מתקשר גם לפרויקט שיזמה הרשות בזמנו בנוגע לעלות שכר טרחה לשעה של רואה החשבון. אם נסתכל על המספרים לעומת כל הדברים שנדרשות פירמות רואי החשבון להתמודד עמם, ובהתחשב בעובדה שללא ספק לא תהיה ירידה באיכות העבודה, נראה כי מעבר לפגיעה ברווחיות המשרדים ישנה גם פגיעה בתנאי עובדי משרדי רואי החשבון – המשכורות של רואי החשבון הצעירים כיום הן מגוחכות וליבי כואב עליהם, ובניגוד לדעתו של אבי אינני חושב שבהכרח העלות "תגלגל" רק על הלקוחות. בשורה התחתונה, על אף שזו החתירה והשאיפה, אינני בטוח שכיום הביקורת על חברות ציבוריות בישראל מתבצעת ברמת ה- PCAOB ואינני בטוח שמשרדי רואי החשבון יוכלו לעמוד בהצעה שנמצאת כרגע על השולחן.

ר"ח שלומי שוב

היכן אם כך אתה רואה את האיזון?

ר"ח רני שחם

אני יכול להבין שני הצדדים אך לדעתי חשוב להסתכל על המכלול. אם נבחן את הנושא ביחס לסומך-חייקין, אשר לו לקוחות מאוד גדולים, ייתכן ושם יהיה קל יותר לשאת בדברים. לעומת זאת, אני בספק אם ניתן לומר את אותו הדבר לגבי המשרדים הקטנים והבינוניים.

פרופ' אמיר ברנע

כמתבונן מהצד אציין כי אני יכול להבין את שני הצדדים של המטבע, את הצורך במערכי פיקוח ובקרה משוכללים יותר אך עם זאת אני מאוד מוטרד מהטבעת הרגולטורית שהלכה והתהדקה על שוק ההון והבורסה בישראל. אני מסתכל על מה שקורה מספר החברות בבורסה הישראלית וליבי כמשקיע מוסדי נחמץ – אני יכול לציין שאנו שולחים כיום צוותי בדיקה לכל קצוות תבל במטרה לחפש השקעות ראויות ונכונות לכספי העמיתים שלנו. זאת בעוד שאני רואה כיצד חברות ישראליות טובות וראויות שגישות לבורסה הישראלית – נמנעות מכך באופן גורף. אין פשוט רצון וכוונה להנפיק ולהירשם כאן. אחת מהסיבות לכך היא כנראה אותה טבעת רגולטורית שנוצרה בישראל בשנים האחרונות סביב הפעילות העסקית, ואני חושש שהיזמה שעל הפרק תיצור טבעת נוספת שרק תחזק את המגמה השלילית.

לדעתי, חשוב ליצור את האיזון בין הפיקוח על הגופים השונים לבין היכולת לאפשר להם לפעול בצורה חופשית, דינאמית ויזומת, כדי למנוע המשך דעיכת הפעילות העסקית. המצב העובדתי כיום הוא שאנו המוסדיים משקיעים יותר ויותר כספים בחו"ל לא רק בגלל הצורך לגוון את ההשקעות ולפזר סיכונים, אלא כי שם לא פעם יותר נוח ופשוט לנו. יש לכך לא מעט סיבות אשר בחלקן הן גם רגולטוריות – אני באופן אישי עדיין לא מבין מדוע זה היה חייב לקרות כך כאשר כאן אצלנו יש כל כך הרבה צרכים ואפשרויות.

בשורה התחתונה, לדעתי אנו מצויים במצב שאנו חייבים למצוא מוצא ממנו – חשוב לנסות לחשוב כיצד ניתן לרופף את אותה הטבעת הדוקה מבלי לוותר על עיקרי הפיקוח והבקרה הנדרשים.

ר"ח רני שחם

ברצוני להתייחס ולומר שכאקס סומך-חייקין, לשמחתי, לא ביקרתי חברות PCAOB. עשוי להישמע בדיון ש- PCAOB וסקר עמיתים זה אותו הדבר, אך לפחות מהניסיון האישי שלי לא ניתן לומר זאת. מהסתכלות על השותפים שלי, כמו גם

מוטי - האם פעילות אותו תאגיד פיקוח שבכוונת הרשות להקים תחלחל גם לפירמות המבוקרות עצמן למשל בהקשר לנוהלי ביקורת פנים. האם נכון לצאת מהנחה שלא יהיה קשר ישיר בין הגוף והפירמות והקשר יתבצע רק באמצעות המשרד המבקר כשליח של הגוף המוצע? אני מתקשה מעט להבין כיצד הדברים ינוהלו הלכה למעשה.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

קשה לספק תשובה חד משמעית בשלב זה לשאלה כיצד הדברים יתנהלו בפועל. הרעיון הוא שהביקורת תתבצע על פירמת רואי החשבון, אם כי ייתכנו מצבים מסוימים שבהם גוף הפיקוח יגיע גם לחברות עצמן על מנת להשלים מידע, ככל שיידרש. כלומר, תחת הדוגמה שנתת, ברמה העקרונית הגורם המפוקח על ידי ה- PCAOB הוא לא הבנק, אלא המשרד המספק לו את שירותי ראיית החשבון.

רו"ח שלומי שוב

רון - מהי דעתך על הנושא?

רו"ח רונן מנשס

ב- EY אנו כמובן מתייחסים ברצינות רבה לסקר עמיתים ומיישמים את מסקנותיו באופן מלא, אך אין ספק שלקראת הגעת ה- PCAOB לביקורת פעם בשלוש שנים או לפעמים שנתיים, ההיערכות וההסתכלות של שותפי הביקורת שעושים ביקורת לפי תקני ה- PCAOB היא רצינית יותר ומלווה בחשש רב יותר, שכן לא ניתן להתעלם מכך שמדובר ברגולטור שבוחן את עבודת הביקורת שנעשתה.

נקודה שלדעתי חשוב לשים לב אליה היא העלייה בשכר הטרחה בקרב החברות האמריקאיות, שהתרחשה בעת כניסתו של ה- PCAOB. אין מה לעשות נגד הדבר, כאשר רגולטור חיצוני בא ומפקח על רואה החשבון אזי באופן טבעי רואה החשבון זהיר יותר - דבר שמצריך גם מהחברה משאבים רציניים יותר, לרבות מבחינת הון אנושי איכותי יותר במערך הכספים שלה. כלומר, ואינני אומר זאת מפוזיציה של רואה חשבון שמעוניין להגדיל את שכר הטרחה ואת שעות העבודה, אין לי ספק שהמהלך יחייב העלאה בשכר הטרחה, מה שגם עשוי לצמצם את מספר החברות הציבוריות בישראל שממילא הולך ומצטמצם, דבר העומד בניגוד מוחלט לכל הפעולות שהבורסה לניירות ערך ורשות ניירות ערך נוקטות בהן בימים אלו על ידי פרסום הקלות לחברות המנפיקות מניות לציבור לראשונה, וזאת מתוך מטרה להגדיל את מספר החברות הציבוריות.

בשורה התחתונה, באופן כללי אני חושב שהיזמה הזו מבורכת

ואני בעדה, אך לעניות דעתי כן צריך להימצא איזון כלשהו וכן צריכה להיות התאמה מסוימת לשוק הישראלי, אלא אם כן אנו רוצים להקטין את מספר החברות הציבוריות הנסחרות בבורסה בת"א.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

מה הכוונה בהתאמה לשוק הישראלי?

רו"ח רונן מנשס

לדעתי צריכה להיעשות מחשבה מעמיקה בנושא. התאמה כאמור יכולה להיות למשל בצורה של הדרגתיות - אם נסתכל על סוגיית התקינה בביקורת, ייתכן וניתן ליצור מעורבות כלשהי של תאגיד הפיקוח שיוקם בנושא התקינה בביקורת, למשל על ידי מתן סמכות לקביעת כללים בעניין אימוץ תקנים בינלאומיים או קביעת מסגרת זמן לתרגום תקנים בינלאומיים. עם זאת, אינני רואה סיבה שהסמכות תצא לגמרי מלשכת רואי חשבון ותעבור לתאגיד הפיקוח, לפחות לא בשלב הראשון. בסופו של דבר, חשוב לזכור שתהליך התקינה בביקורת הינו ברובו תרגום של התקינה הבינלאומית, אשר בעיני נעשה כיום בצורה מספיק טובה על ידי לשכת רואי החשבון ובהתנדבות, כך שלהטיל על המוסד החדש עול כספי כתוצאה מהתעסקות עם תקינה בביקורת הוא מיותר.

רו"ח גיא טביבאן

לדעתי הבעייתיות היא כלל לא בתקני הביקורת.

רו"ח רונן מנשס

אני מסכים - ישנם מקרים שלא עלו בדיון, ואני סבור שחלק מהנוכחים מכירים אותם, אשר לא היו נמנעים בין אם היה PCAOB ובין אם לאו. רואה חשבון אמנם יכול להיכשל בתהליך הביקורת, אך עם זאת ישנם כשלים שנובעים ממעשים של אותם גורמים בחברות עצמן, אשר מחליטים לחרוג מהכללים ומנורמות ההתנהלות התקינה. מצבים אלו קרו וקורים לא מעט, גם בארה"ב, למרות ה- PCAOB, ולצערנו גם ימשיכו לקרות בעתיד

רו"ח דני ויטאן

ככלל, אני בדעה שבהחלט יש מקום לנושא של ביקורת על רואה חשבון וכמו בכל מקום שבו ישנה ביקורת חיצונית, הדבר מעלה את רמת העבודה שנעשית.

בהיבט ההתאמות שצוינו לעיל - חשוב לזכור שמערכת הכללים האמריקאית, לרבות ה- PCAOB, נכתבה בסביבה של חברות גדולות מאוד, בעלות תהליכים מאוד משמעותיים,

PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני
על רואי החשבון?

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

הרשות ניסתה לקבל אינדיקציה מראש לכך שה- PCAOB האמריקאי יכיר בגוף הפיקוח הישראלי, אך לא התקבל מצדם אישור פורמלי.

רו"ח אודי גרינברג

הדבר אפשרי. כך למשל, ה- CPAB הקנדי הוקם תוך כדי הסכמה עם ה- PCAOB האמריקאי ותוך בחינה שהמודלים תואמים.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

לא ידוע לנו שכן התנהל התהליך בקנדה.

בכל מקרה, התהליך שניסינו לבצע בזמנו באופן מסודר מול ה- PCAOB האמריקאי לא הוביל לאמירה חד משמעית מצדם כי הם יסתמכו על הגוף הישראלי שיוקם, אך מנגד הם גם לא הביעו התנגדות. אני יכול לציין כי לנו, כרשות ניירות ערך, יש הסכם שיתוף פעולה מול ה- PCAOB האמריקאי ויש לנו קשרים מאוד טובים עמם. אנו מאמינים ומקווים שהקמת תאגיד הפיקוח בישראל תחת הכלל המאוד ברור של עצמאות וניתוק מהתעשייה עצמה, תאפשר הסתמכות מלאה או חלקית מצד האמריקאים.

רו"ח אודי גרינברג

אין ברצוני לחזור על הדברים שכבר נאמרו על ידי הקולגות שלי מהמשרדים הגדולים, אך ברצוני להעלות מספר נקודות נוספות שיש לקחת בחשבון, מניסיוני האישי עם ה- PCAOB, שכולל 5 ביקורות PCAOB, שב- 4 מתוכן הייתי בין אלו שהובילו את הביקורת במשרד מול ה- PCAOB.

ראשית - כיצד תוקם בתוך אותו PCAOB שיוקם בישראל מערכת של בקרת איכות פנימית? האם הדבר בכלל נלקח בחשבון? עד שמתקבלת הערה מה- PCAOB האמריקאי

ועבור משרדים מאוד גדולים. למעשה, התאמה לשוק המקומי חייבת להיות - שכן רמת הדרישות ורמת העבודה המצופה ממשרד שמעסיק כמה עשרות אלפי עובדים ומבקר חברות ענק, לא בהכרח מתאימה לשוק הישראלי ולגדלים של החברות בישראל, שבה החברות הכי גדולות הן בקושי חברות בינוניות בקנה מידה של ארה"ב. ללא התאמה שכזו כל נושא העלויות שעלה קודם בדיון יהיה מאוד בעייתי - ובאופן כללי ניתן לומר שלא ניתן לעשות מהלך בשוק המקומי ללא ביצוע התאמה לסוג ולגודל החברות המקומיות ולמשרדים המקומיים, כאשר הכוונה היא לא רק למשרדים הגדולים אלא גם למשרדים הקטנים והבינוניים אשר מטפלים בחברות ציבוריות או חברות מוחזקות של חברות ציבוריות.

בנוסף, אני בדעה שכל המהלך שעל הפרק תלוי וכרוך בכך שהביקורת אשר תתווסף לא תהיה בגדר ביקורת נוספת לכל מערך הביקורות שכבר קיים על המשרדים הגדולים. אם בסופו של יום המהלך שיבוצע לא יאפשר ל- PCAOB האמריקאי להסתמך על עבודת ה- PCAOB הישראלי, אז התוצאה למעשה תהיה תוספת של מערך בקרה על המשרדים המקומיים והשתת עלויות נוספות. משכך, בטרם ממשיכים את המהלך, אני חושב שאחת המטרות שיש לסמן ולהשיג היא שאכן הגופים הבינלאומיים, בין אם ה- PCAOB ובין אם רשויות אחרות בחו"ל, יוכלו להסתמך על תאגיד הפיקוח המקומי שיוקם.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

זו בהחלט המטרה. לא ניתן להגיע לוודאות מוחלטת שה- PCAOB האמריקאי יסתמך על התאגיד שיוקם בישראל, אך אין לנו ספק שבכדי להגדיל את ההסתברות שזה יקרה, חשוב לוודא שהתאגיד מוקם על פי עקרונות וקריטריונים שמקובלים על ה- PCAOB האמריקאי, וזהו הכיוון שבו הרשות מתקדמת.

רו"ח שלומי שוב

האם ניתן לעשות Pre-Ruling מול האמריקאים?

- בארה"ב ראשי הצוותים הינם שותפים לשעבר במשרדי
ראיית החשבון הגדולים והצוותים עצמם מורכבים מאנשים
שעבדו בעבר במשרדים הגדולים. מדינת ישראל היא מדינה
קטנה, וברור לכולנו כי כוח האדם פה הוא הרבה יותר מצומצם
- מדובר בפער משמעותי נוסף מול ארה"ב, ויש לקחת גם
אותו בחשבון.

אבי לוי (מנכ"ל מליסרון)

בעיני, ההסתכלות על המהלך שעל הפרק ככזה שהשלכותיו
נוגעות לפירמות רואי החשבון בלבד, ושאינן לו השפעה
על חברות עצמן, הינה הסתכלות שגויה. הסיבה לכך היא
פשוטה - ברגע שגוף הפיקוח יבוא בטענה לרואה החשבון כי
הבדיקות שביצע בנקודה מסוימת אינן מספיקות, הרי באופן
טבעי הוא יבצע בדיקות נוספות ורחבות יותר בחברה. מעבר
לכך, מדיונים שקיימתי עם משרד רואי החשבון המבקרים
שלנו בנוגע לקביעת שכר הטרחה, אני יכול לומר שבדרך כלל
ישנה השוואה והסתכלות על היקף שעות העבודה הקיים
בחברות אחרות בענף כדוגמת עזריאלי ו-BIG, ועל כמות זו
המשרדים מוסיפים ומעמיסים עוד שעות. אגב, אפקט דומה
התקבל גם לאחר שנכנסה הדרישה לפרסם את שכר הבכירים,
כאשר כל אחד שואף להרוויח יותר מהשני.

למעשה, מה שעלול לקרות כאן הוא שהמשרדים ימשיכו
להעמיס עוד שעות עבודה ועלויות - וזה פשוט לא יעיל.
לדעתי, מידת הפיקוח והבקרה הינה מוגזמת וכלל אינני בטוח
שהקמת גוף הפיקוח תצליח למנוע את הכשל הבא, כמו
זה שהתרחש לכאורה באפריקה תעשיות או בדורי. לעומת
זאת, מה שבטוח יקרה הוא שאותה עלות "תגולגל" לחברות
פעמיים - פעם אחת באופן ישיר על ידי העלאת שכר הטרחה
ופעם שנייה בעקבות התוספת בשעות העבודה ובבדיקות
שיתבצעו, שכפי שצוין לעיל, עשויות לכלול גם בדיקות
בחברות באופן ישיר על ידי גוף הפיקוח. בנוסף, מעבר לעלות
הכספית, לא ניתן להתעלם גם מהעלות הכבדה של זמן יקר
של כל העוסקים במלאכה.

רו"ח שלומי שוב

גל - מה דעתך בנושא?

רו"ח גל עמית

אני תומך במהלך, אך לדעתי חשוב לנסות ולהבין כיצד
מבצעים את הדברים בדחילו ורחימו. בשנים האחרונות יצא
לי לעבוד רבות מטעם חברות מול משרדי רואי החשבון, וחשוב
לי להדגיש כי רואי החשבון בארץ מעולים וכי פירמות רואי
החשבון שלנו מתנהלות ברמה גבוהה, בדומה למה שקורה
בענף ההיי-טק. כלומר, צריך לזכור שאנו נמצאים בנקודת

ישנם שלבים רבים של בדיקה מאוד איכותית, ואינני יודע
אם גוף בישראל בכלל יוכל לעבוד באותו אופן ובאותה רמת
בדיקה. כאן למעשה נכנסת הדרישה בנוגע להתאמות לשוק
הישראלי שיש לבצע במודל האמריקאי, ואין לי ספק שגם ב
- PCAOB האמריקאי היו מבינים זאת, ובמובן מסוים מבינים
זאת כבר היום.

שנית - כיצד יבוא לידי ביטוי הנושא של שיקול דעת? מניסיוני,
אם יש משהו אחד שה - PCAOB מכבדים ללא ספק הוא
שיקול דעת של רואה החשבון, הן בפן הביקורת והן בפן
החשבונאות, וניתן לומר כי בפן ההבנה של שיקול הדעת ה
- PCAOB האמריקאי נותן Grace יותר מכל גוף רגולטורי
שקיים בישראל. כמו כן, בעניין הדיווח ל - SEC, חשוב לזכור
כיצד בנוי המנגנון בארה"ב ולהבין כי דיווח כאמור מתבצע רק
במקרים חמורים מאוד.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

איננו חולקים על ההתאמות השונות שעולות בדיון, לרבות
אלו שציינת בנוגע לבקורות הפנימיות ולשיקול הדעת - עם
זאת, התאמות אלו צריכות להיקבע בפרקטיקת העבודה של
תאגיד הפיקוח, לכשהוא יוקם, ואין טעם להיכנס אליהן כרגע
במסגרת של הצעת החוק.

רו"ח אודי גרינברג

אני דווקא בדעה שכן חשוב לדון בנושאים אלו בשלב הקמת
תאגיד הפיקוח, ולקבוע כבר בשלב זה את הגבולות של אותו
ארגון שיוקם. בארה"ב למשל, הגבולות דיי ברורים למבקרי ה
- PCAOB.

רו"ח דב ספיר

מה הכוונה בגבולות ברורים?

רו"ח אודי גרינברג

מבקרי ה - PCAOB יודעים בדיוק לאילו מקומות להיכנס
ולאילו מקומות לא להיכנס. למשל, כפי שציינתי, הם לא נכנסים
לעניין שיקול הדעת.

רו"ח דוד וליאנו

אודי, חשוב לזכור כי אדם הוא אדם וכי מדובר בעניין מאוד
אינדיווידואלי - שיקול דעת של אדם אחד איננו בהכרח שיקול
דעת של אדם אחר.

רו"ח אודי גרינברג

נקודה אחרונה שרציתי להתייחס אליה היא בעניין כוח האדם

PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני
על רואי החשבון?

רו"ח שלומי שוב

תודה רבה לכולם - להזכירכם כי אנו יוצאים לפגרת קיץ לאחר
דיון זה.

פרופ' אמיר ברנע

קיץ נעים לכולם.

פתיחה טובה מבחינת הרמה, ובעיני זהו לא מקרי שלא
התרחשה בארץ שערורייה גדולה כלשהי בקנה מידה חריג. עם
זאת, למרות הרמה הגבוהה בענף שקיימת בישראל, אני חייב
לציין כי אני מזועזע מרמת התגמול בו.

לאחר שקראתי את הצעת הרשות המקורית להקמת
PCAOB בישראל, אני בדעה כי בנוסף לדברים שעלו בדיון, יש
לבחון היטב את נושא הסמכויות שניתנות בידי הרשות, אשר
על פניו נכון להיום מאפשרות לה לסגור פירמת רואי חשבון
תוך זמן קצר מאוד. צריך לזכור כי ברשות ישנן תקופות, היום
יושבים בה אנשים טובים כמותכם אך בעתיד ייתכן וישבו בה
אנשים אחרים, ועל כן עולה השאלה האם הענקת סמכויות
משמעותיות מאוד כאמור הינה מוצדקת.

אבי לוי (מנכ"ל מליסרון)

ברצוני לשאול שאלה נוספת - האם ניתן לעשות ביטוח לגבי
קנסות שיוטלו על ידי גוף הפיקוח על משרד רואי החשבון?

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

להבנתי, התשובה על כך היא שלילית.

אבי לוי (מנכ"ל מליסרון)

אם כך, מהיכן פירמות רואי החשבון תשלמנה את קנסות אלו?
סביר להניח כי עיצום שיוטל על פירמת רואי חשבון יסתכם
בסכום משמעותי של כמה מיליוני שקלים - דבר שעלול להפיל
פירמות מסוימות. ברור כי על מנת להתמודד עם עיצומים אלו
הפירמות יצטרכו להצטייד ולגבות מראש סכומים גבוהים
יותר.

מוטי ימין (רשות ניירות ערך)

אינני שולל את הטענה כי העלויות הכרוכות בפיקוח על
פירמת רואי החשבון עשויות 'להשתרש' בחלקן מחוץ למעגל
של פירמות רואי החשבון.

השתתפו בדיונים בשנה
האקדמית תשע"ה
(לפי סדר א-ב)

מר אלון גלזר	מר קובי ישראלי	רו"ח יפעת פלקון שניידר
מר מתן גרוס	גב' סיגל יששכר	ד"ר לאה פסרמן יחזקוב
רו"ח אודי גרינברג	רו"ח זיו כהן	רו"ח אורן פרנקל
עו"ד רונן גרשט	רו"ח שלומי כהן	מר עמית צוברי
גב' אוריין דגן	רו"ח גיל כץ	רו"ח דורון צור
מר מישל דהן	עו"ד גיא כשר	מר ערן צימרמן
גב' רותי דהן פורטנוי	מר אבי לוי	גב' רווית צמח
גב' דגנית דניאל	מר אורי לוי	מר מיכאל קהן
רו"ח אפרים דרו	פרופ' עמיר ליכט	מר שי קומפל
מר אלון הירש	מר איציק מאיסי	פרופ' אלון קלמנט
מר ערן היימר	ד"ר טל מופקדי	רו"ח יזהר קנה
רו"ח ניר הלפרין	רו"ח דקלה מושקוביץ	עו"ד עודד רביבו
מר אמיר הסל	מר חיים מכלוף	עו"ד פני רוזין
גב' רונית הראל בן זאב	ד"ר רון מלכא	עו"ד סיגל רוזן רחב
פרופ' צבי וינר	רו"ח רונן מנשס	רו"ח ליאור רוזנפלד
רו"ח שלומי וינר	עו"ד עמית נאור	רו"ח איתי רושקוביץ
רו"ח שמוליק ויינשטיין	גב' הדר נאות	מר יוסי רייטן
פרופ' דן וויס	רו"ח אסף נגר	רו"ח רקפת רמיגולסקי
רו"ח דני ויטאן	פרופ' דן סגל	מר איתי רפל
רו"ח דוד וליאנו	רו"ח אסף סגל	רו"ח ארנון רצ'קובסקי
מר אייל זוקובסקי	רו"ח ארז סופר	רו"ח שלומי שוב
רו"ח אבי זיגלמן	רו"ח אמיר סוראיה	רו"ח מנחם שוורץ
רו"ח יניב זיו	מר מאיר סלייטר	רו"ח רני שחם
מר יוסף זרניצקי	רו"ח דב ספיר	מר נדב שטינברג
רו"ח חיים חבין	מר עדי סקופ	מר עמרי שטרן
רו"ח רמי חלף	פרופ' יורם עדן	ד"ר רחל שיינין
פרופ' אסף חמדני	פרופ' רוני עופר	מר שי שליטא
פרופ' שרון חנס	רו"ח רוני עמיחי	ד"ר רועי שלם
רו"ח גיא טביביאן	רו"ח גל עמית	מר ניר שמר
עו"ד רוני טלמור	רו"ח אפרת עתיק	גב' רקפת שני
רו"ח ירון ייני	רו"ח ואדים פורטנוי	רו"ח עינת שפרלינג
עו"ד מוטי ימין	גב' ענת פייער	
מר אנדרי ינאי	מר אילן פלטו	
מר דני ירדני	רו"ח אשר פלייסינג	
עו"ד טל אבן זהב		
מר עמנואל אבנר		
רו"ח יבגני אוסטרובסקי		
ד"ר מורן אופיר		
מר יואב אורון		
רו"ח משה אטיאס		
רו"ח ארנון אטיס		
רו"ח לילי איילון		
מר גיורא אליגון		
פרופ' דן אלנתן		
רו"ח אלי אל על		
גב' מיכל אלשייך		
מר אמיר אפרתי		
פרופ' צביקה אקשטיין		
גב' שיר אשכול		
ד"ר נדין בודו טרכטנברג		
מר יהודה בן אסייג		
רו"ח קרן בנגלס שנער		
מר אבי בן נון		
רו"ח שאול בן שימול		
מר אבי בראור		
פרופ' אמיר ברנע		
רו"ח נבו ברנר		
רו"ח משה גדנסקי		
גב' לימור גולדשטיין		
רו"ח ורד גולן		
מר עמית גונן		
ד"ר גיתית גור גרשגורן		
מר דרור גילאון		
עו"ד נטלי גייקובס		
ד"ר (רו"ח) אסתרי גילעז רן		
עו"ד גיא גיסין		
מר עמית גל		
פרופ' דן גלאי		

טופס הצטרפות לרשימת הדיוור
של פורום שווי הוגן

שם משפחה: _____ Last Name: _____

שם פרטי: _____ First Name: _____

מקום עבודה: _____ Company: _____

תפקיד: _____ Position: _____

טלפון בעבודה: _____ Telephone (w) _____

טלפון נייד: _____ Telephone (c) _____

פקס: _____ Fax: _____

דוא"ל: _____ E-Mail: _____

כתובת לדואר: _____ Address: _____

הערות: _____ Comments: _____

☐ מאשר/ת קבלת דיוור עדכונים שוטפים על פעילויות הפורום בדוא"ל

אנא מלאו את הטופס ושילחו למייל או לכתובת הרשומים מטה.

פורום שווי הוגן, תכנית חשבונאות, בית ספר אריסון למנהל עסקים

המרכז הבינתחומי הרצליה, רח' כנפי נשרים, הרצליה, 46150

טל'. 09-9527675

fvf@idc.ac.il, www.fvf.org.il

על הפורום

פורום שווי הוגן (Fair Value Forum - FVF) הוקם בכדי לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בסוגיות מקצועיות הקשורות לשוק ההון. לצורך השגת מטרה זו, הפורום משמש כקבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק, כפלטפורמה לשיתוף ידע מקצועי בתחום וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשתמשים בדוחות.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ור"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים, הוקם במסגרת התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה.

הפורום, שמקיים מפגשים חודשיים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל.

חברי הפורום מהווים אינטגרציה הבאה לידי ביטוי במספר מישורים: חיבור בין אקדמיה לפרקטיקה, חיבור בין השחקנים השונים לרבות מדווחים, אנליסטים ורואי חשבון מבקרים, חיבור בין תחומי הידע השונים הקשורים להערכות השווי ההוגן החשבונאיות, לרבות אקטואריה ושמאות.

החברת מאגדת את סיכומי הדיונים שהתקיימו בשנה האקדמית תשע"ה אשר הוכנו על ידי הצוות המקצועי של הפורום והתפרסמו לציבור הרחב.