

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

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, למעט ראשי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 3 בפברואר 2014

נושא המפגש: "חוק הריכוזיות: השלכות על הדוחות הכספיים"

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש פברואר והחוק לקידום התחרותיות וצמצום הריכוזיות.

אורחים שהוזמנו: אבי ליכט המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (כלכלי-פיסקאלי), עו"ד דוד חודק (GKH), עו"ד אהוד סול (הרצוג פוקס נאמן), עו"ד רויטל כחלון ורו"ח שלומי כהן (גזית גלוב).

נוכחים: רקפת שני, אמיר ברנע, שלומי שוב, רון מלכא, משה גדנסקי, גיל כץ, אנה ברנשטיין, דני ויטאן, אבי זיגלמן, ירון ייני, רם לוי, עינת שפרלינג, גיל מור, יוסף פישלר, גיא טביביאן, אודי גרינברג, יורם עדן, דן אלנתן, ואדים פורטנוי, סיגל יששכר, אלון גלזר, גל עמית, עדי סקופ, דגנית דניאל, קרן בנגלס שנער, שלומי וינר, איל גבע, נדב שטיינברג, אפרים דרור, אסתר סטנובסקי, נבו ברנר.

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחף ומתן חגבי.

רו"ח שלומי שוב

הדיון היום יעסוק בחוק הריכוזיות והשפעתו על הדוחות הכספיים. נמצא אתנו כאן אבי ליכט, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה, שהיה מעורב בתהליך החקיקה ונשמע ממנו על האופן בו הוא רואה את החוק. ייתכן כי הראיה החשבונאית והראיה שלו לא תהינה חופפות בשל הכללים הייחודיים והעקרונות של החשבונאות. נקודת הזמן בה אנחנו נמצאים היא שיא עריכת הדוחות הכספיים השנתיים והסוגיות שנעלה כאן רלוונטיות כבר על הדוחות הכספיים הקרובים. אם אני מסתכל על ההשפעה של החוק, יש לו שני מישורים עיקריים מהבחינה החשבונאית – הראשון, איבוד שליטה חשבונאית בעקבות שינוי מבנה הדירקטוריונים והשני, ירידת ערך בעקבות פירוק פירמידות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בנוגע לשליטה, החל מהשנה האחרונה ישנו תקן חשבונאות חדש בשם IFRS 10 שמטרתו להבהיר מהי שליטה באופן עקרוני ומהותי ולא בצורה טכנית כמו שהיה נהוג לעיתים לפרש בעבר. תקן זה אמור להביא את המציאות לדוחות הכספיים ואם אין שליטה בפועל, לא יהיה איחוד של הדוחות הכספיים. יחד עם זאת, לא בטוח שההסתכלות החשבונאית על שליטה שהיא מנקודת ראשות של החברה זהה לזו של המשפט. מבחינת החשבונאות, מספיק שיש למיעוט זכות וטו על מינוי מנכ"ל כדי למנוע שליטה בחשבונאות, אבל לא בהכרח הדברים הם כך במציאות. אנחנו נראה שהחוק מחייב תוך חצי שנה שינוי במבנה הדירקטוריון של החברות בתחתית הפירמידה (שכבה שלישית ומטה) ודורש מצד אחד רוב של דירקטורים בלתי תלויים, דרישה פחות בעייתית מבחינה חשבונאית כיוון שעל אף שתנאי הכשירות הנדרשים לגביהם הם נוקשים, הבחירה והמינוי שלהם נעשים בידי בעל השליטה.

מצד שני, החוק קבע נוסחה למינוי דח"צים לפיה מספר הדח"צים צריך להיות שווה למספר הדירקטורים לחלק ל-2, מינוס אחד ומעוגל כלפי מעלה. לדח"צים יש גם את תנאי הכשירות הנוקשים והליך הבחירה שלהם נעשה באופן כזה שבעל השליטה מציע אותם, אך הבחירה שלהם נעשית על ידי רוב מקרב המיעוט. לכאורה, מכיוון שמדובר בפחות ממחצית הדירקטוריון, לא אמורה להיות פגיעה בשליטה, אך בחברות בהן לגורם שאינו בעל השליטה יש זכות מינוי אפילו לדירקטור אחד נוצר מצב בו רוב הדירקטוריון אינו ממונה על ידי בעל השליטה ואז מתקיים איבוד שליטה לפי החשבונאות. מעבר לכך, גם אם מועלה טיעון שבעל השליטה הוא זה שהציע את הדירקטורים החיצוניים ולפיכך למרות שלא הצביע עבורם הרי שיש לו עדיין רוב בדירקטוריון יחד עימם. טיעון זה הינו בעייתי הן מאחר והוא לא מצביע עבורם והן מאחר והוא לא יכול לסיים את העסקתם וכן המינויים הבאים לא בהכרח יהיו בשליטתו. לסיכום, אנחנו בחשבונאות רואים בדירקטוריון כגוף העיקרי שדרכו ממומשת השליטה ואם הדירקטוריון לא בידי בעל השליטה, הרי שהוא לא שולט בחברה.

מצב דברים זה, בהינתן החוק הנוכחי שאמור להוביל למספר איבודי שליטה משמעותיים במשק מבחינה חשבונאית, אינו משקף את כוונת המחוקק והוא נובע מההסתכלות המשפטית על שליטה כדבוקת שליטה. כלומר, מבחינה משפטית, עצם קיומם של הסכמי בעלי המניות עם המיעוט שמקנים לו אפשרות להציע מועמדים לדירקטורים מוביל להתייחסות של החוק גם למיעוט כחלק מדבוקת השליטה. ניתן לראות זאת באופן חד מאד במקרים של מכתשים אגן ושל פרטנר שלהם כידוע בעל שליטה זר אבל מאחר ובהתאם להסכמי בעלי מניות אשר מקנים למחזיקות המיעוט בישראל, כור וסקיילקס בהתאמה, זכויות למינוי דירקטורים. הסכמים אלה הופכים את מכתשים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ואת פרטנר לחברות שכבה שלישית ואמורים להוביל לכאורה במצב של החוק הנוכחי לאיבוד שליטה בהן של כימציינה וקבוצת סבן בהתאמה. אין ספק שלא לכך כיוון המחקר.

היבט נוסף של החוק בו נעסוק בדיון יהיה ירידת ערך מוניטין בדוחות הכספיים הקרובים. בהתאם לחוק, חברות נדרשות לממש החזקות בחברות בתחתית הפירמידה וכן לממש החזקות אשר יוצרות החזקה צולבת של חברות פיננסיות וריאליות. מצב זה יוצר שני סוגים של בעיות: האחת, אם אנחנו נמצאים במצב שבו מחיר השוק של החברות שיש צורך לממש אותן נמוך מהערך בספרים של ההשקעה, אז החברה נדרשת לבחון ירידת ערך של המוניטין כבר בדוחות של דצמבר 2013. גם אם נעזרים בשווי שימוש (DCF) לצורך חישוב השווי ההוגן, נוצרת בעיה עם הערך הטרימינלי שכן על פי תקן IAS 36, העוסק בירידות ערך, הערך הטרימינלי יהיה לכאורה דומה לשווי ההוגן בשוק. ערך זה מהווה את הרכיב המרכזי של הערכת השווי ולכן ישנו סיכוי שבכל זאת תהיה ירידת ערך כבר בתקופה הנוכחית. נזכיר גם את נושא פרמיית השליטה, בו עסקנו בפורום בעבר, לגביה עולה השאלה: האם ניתן להוסיף אותה למחיר השוק? כאמור, במרץ 2013 קיבל המוסד הבינלאומי לתקינה החלטה טנטטיבית לפיה לא ניתן להוסיף את פרמיית השליטה למחיר השוק, אך בשל העובדה שלא בוצעו תיקונים בתקנים בעקבות החלטה זו כעת עולה השאלה: האם החלטה זו הינה החלטה מפרשת או החלטה שיש ליישם כבר עתה? ידוע לי שכיום יש החלטה מצד מחלקות מקצועיות רבות בארץ שעד שלא יתבצע תיקון של התקינה אין איסור בהוספת פרמיית השליטה על מחיר השוק. לנושא זה יכולה להיות השפעה של מאות מיליוני שקלים כבר בדוחות הכספיים הנוכחיים. גם בחברות ששווי השוק שלהן עולה על הערך בספרים, ייתכן כי החברות המחזיקות בהן יצטרכו לרשום מסים נדחים וזאת בשל מימוש ההשקעה הצפוי, כפי שנדרש ב-IFRS 5, דבר שיוביל להפסדים בתקופה הנוכחית.

על כל מה שצינתי אפשר לצרף גם את הזוויות השונות שיש לכל חברה בפירמידה. ייתכן כי חברה אחת בפירמידה מתכננת לבצע שינוי מבנה ארגוני כדי להתאים את עצמה לחוק ומצד שני חברה אחרת בפירמידה מתכננת לעשות רכישת מיעוט והפיכה לחברה פרטית. למעשה החוק הזה מייצר לנו הרבה אתגרים חשבונאיים איתם אנחנו נצטרך להתמודד בתקופה הקרובה.

פרופסור אמיר ברנע

הערה אחת – כאשר משתמשים ב-DCF ומחשבים את הערך הטרימינלי, לא לוקחים את מחיר השוק הנוכחי. מקובל להניח שייחודיות הפירמה מסתיימת והיא כפופה לשיעור צמיחה נורמלי מעבר לתקופת התחזית. בחישוב הערך הטרימינלי משתמשים בתזרים המזומנים החזוי לסוף תקופת התחזית עם מכפיל שווי נורמלי. התוצאה שתקבל צפויה להיות שונה משווי השוק הנוכחי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אבי ליכט

המטרה שלי בדיון הזה היא לא רק לדבר ולהסביר, אלא גם לשמוע אתכם ולהבהיר שהאחריות שלכם היא להעיר הערות ולבקש הקלות. לדעתי, נושא הדירקטוריון הוא פתיר ואני אסביר זאת בהמשך. למעשה, החוק נועד לעשות שינוי ולבזר את הריכוזיות בשוק הישראלי. יש בו שלושה פרקים – הראשון עוסק בזכויות שמקצה המדינה בין ההפרטה ובין במתן רישיונות ויוצר משטר חדש של רגולציה על ידי הכנסת שיקולים של תחרותיות וריכוזיות במשק בעת קבלת ההחלטות. פרק זה מאפשר לרגולטורים לא לתת רישיונות ולא להפריט לגופים גדולים במטרה לבזר את השליטה וגם להכניס תחרות. חלק זה לא חל על כל ההקצאות, אלא רק על פלח מסוים שהגדרנו כתשתיות חיוניות כמו תקשורת, מים וחשמל. הפרק השני עוסק בפירמידות והפרק השלישי עוסק בהפרדה בין גופים ריאליים משמעותיים לבין גופים פיננסיים משמעותיים. כלומר, למנוע מגוף ריאלי משמעותי לשלוט בגוף פיננסי משמעותי ולהיפך.

הפרק השני העוסק בפירמידות רוצה להביא לפירוק של פירמידות קיימות ומניעת הרחבה של פירמידות חדשות. פרק זה ממוצה בסעיף אחד בלבד בו נאמר שבמשק יהיה מבנה פירמידה של שתי שכבות בלבד (אם ובת) ומי שלא יישם את סעיף זה צפוי לסנקציות. על פי הסעיף פירמידות קיימות צריכות להתקפל לשתי שכבות בתוך טווח זמן של 4 עד 6 שנים. ייתכן שתהליך זה יהיה על ידי מכירה של החברות התחתונות, רכישה שלהן והפיכה לחברות פרטיות, מיזוגן וכן ישנה אפשרות לבצע דיבידנד בעין. בנוסף, חברות מדווחות תוכלנה לבצע רכישה חוזרת של האג"ח שהן הנפיקו. השאלה הגדולה שעלתה בדיונים שלנו הייתה: מה יקרה בחצי השנה מהרגע שהחוק ייכנס לתוקף ועד לרגע שבו הן יקפלו או ימכרו את החברות? הרעיון שלנו היה להכניס כללי ממשל תאגידי לתקופת ביניים זו כיוון שאנחנו רוצים למנוע התנהלות לא נאותה בתקופה זו שהיא תקופה ארוכה למדי. לאור זאת, החלטנו על ביצוע שינויים בהרכב הדירקטוריון – רוב הדירקטורים יהיו בלתי תלויים ומספר הדח"צים יהיה שווה למספר הדירקטורים לחלק ל-2, מינוס אחד ומעוגל כלפי מעלה.

במסגרת החוק ניתנו גם הקלות לחברות שהחוק חל עליהן. יש שתי נקודות עיקריות שאני רוצה להתייחס אליהן – ראשית, חברות מסוימות יקבלו פטור מהגדרת "שכבה" מדובר בחברות שהאינטרס הציבורי בהן הוא מועט. וניתן לפטור אותן בהתקנת תקנות

שנית, שר המשפטים, באישור ועדת הכספים של הכנסת, רשאי לבחור מספר נמוך יותר של דירקטורים חיצוניים מזה שנקבע בנוסחה, ובלבד שלא יפחת משליש. הסיבה לכך היא שידענו שיש חברות שהן תהיה בעיה להחיל עליהם משטר מלא לפי הנוסחה הרגילה בגלל המבנה המיוחד של

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הדירקטוריון. למשל, חברות שבהן יש לעובדים זכות לבחור דירקטורים או למשקיע אחר שאינו בעל השליטה. המטרה שלנו בחוק לא הייתה שחברות תאבדנה שליטה בחצי השנה הקרובה.

רו"ח שלומי שוב

השאלה היא, אם אכן זו הייתה המטרה, כיצד חברות שנמצאות במצב שהזכרת, כמו בי-קום לעניין בזק, וכמו דסק"ש לעניין שופרסל, יוכלו להימנע מאיבוד השליטה?

עו"ד אודי סול

מה גם שיש חברות שגם אם תוריד את מספר הדח"צים לשליש עדיין יש איבוד שליטה ואז החוק לא יוכל לעזור במתכונתו הנוכחית כי הוא מגביל למינימום של שליש.

אבי ליכט

ראשית, אנחנו לא נשנה את החוק עכשיו. אני מודע לחשש שאתם מציגים לגבי איבוד השליטה, אך אני חושב שהוא מוגזם. פנו אלינו חברות ואמרנו להן שאנחנו נטפל בבעיה על ידי החרגה של חברות אלו. בנוסף, הבנתי שבחלק מהחברות יבצעו שינויים בהסדרים בין בעל השליטה לשאר המחזיקים כך שלא יתרחש איבוד שליטה בחצי השנה הקרובה. אני רוצה שתבדילו בין שני סוגים של חברות: האחד, יש חברות שכבה שהן לא באמת חברות שכבה שהחוק מכוון אליהן הסוג השני, חברות שידענו שתהיה בהן בעיה בסוגיית השליטה כאשר הן תיישמנה את חוק ה"לחלק בשתיים פחות אחד" ולכן הכנסנו את הסעיף המקל. אם נראה שיש מסה של חברות שנמצאות במצב הבעייתי הזה, אנחנו נטפל בזה. שוב, אין לנו כוונה לגרום לאיבודי שליטה בטווח הקרוב.

רו"ח שלומי שוב

אנחנו נמצאים עכשיו בפברואר, ממש בשיא הכנת הדוחות הכספיים, והם יוגשו לכל המאוחר בסוף מרץ. אני רוצה להזכיר בעצם שהזמן דוחק ואם יש איבוד שליטה הוא צריך לקבל ביטוי כבר בדוחות הקרובים. אודי, איך אתה חושב שאפשר לטפל בבעיה?

עו"ד אודי סול

הבנו שההקלה של שליש במקום חצי לא תמיד תפתור את הבעיה. במקרים אלו אפשר לטפל על ידי הגדלת מספר חברי הדירקטוריון, אך גם מצב זה אינו תמיד ריאלי בחברות מסוימות כיוון שיש הגבלה בתקנון ולפעמים אף השותפים האחרים בחברה ינצלו את מצב זה כדי לסחוט את בעל השליטה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רו"ח גיא טביביאן

לדעתי, מבחינה חשבונאית איבוד השליטה לא צריך לקבל ביטוי בדוחות הקרובים. אני חושב שבסיטואציה הזו אנחנו צריכים להפעיל שיקול דעת. אני לא חושב שתקן IFRS 5 מיועד להתמודד עם מקרים כמו שלנו. לכן, למרות שזה לא מסתדר עם כמה סעיפים בתקן, אולי צריך להפעיל את השכל הישר ולא דווקא צריך ליישם את התקן בצורה יבשה. אני חושב שהתקינה לא ברורה בנושא הנדון.

רו"ח רם לוי

אם אתה יודע היום שבעוד 4 שנים החברה הולכת להימכר, אתה לא תיקח את בחשבון בבדיקת מוניטין שלך?

רו"ח גל עמית

נניח שאין הקלות לאף חברה ובעוד חצי שנה צריך למכור, איך אתה פותר את זה? למיטב ידיעתי, ההוראות בתקן די ברורות בנושא זה.

רו"ח גיא טביביאן

אמנם יש סעיף שעוסק באיבוד שליטה, אך השאלה היא איך אנחנו מתייחסים לאיבוד שליטה שלא נובע ממכירה, אלא ממימוש רעיוני?

התקן אינו חד משמעי כיוון שיש בו לעיתים סתירות. אחת מהן היא מצד אחד ההוראה לגבי איבוד שליטה שהזכרנו ומצד שני ההוראה בתקן שקובעת כי התקן חל רק על מכירה. בעיני הדרך הנכונה לפרש את זה היא להגיד שההוראה של איבוד השליטה צריכה לחול במצבים של פעילות מופסקת וכמובן מכירה ולא במקרים של מימוש רעיוני.

פרופסור יורם עדן

בארץ יש היסטוריה של חברות שהכריחו אותן למכור החזקה וזה יצא להם טוב במיוחד. למשל, בנק הפועלים נאלץ למכור את בנק אוצר החייל וזה נעשה בסכום גבוה מיוחד. דוגמה נוספת היא שקופות הגמל נאלצו למכור את קופות הנאמנות וקיבלו סכומים גבוהים מאוד. כלומר, אם מכריחים מישו למכור משהו תוך 6 שנים, זה לא אומר שהוא ימכור את זה במכירת חיסול. התפיסה של התקינה הבינלאומית היא שמי רוכש את החברות הללו הוא משתמש שוק רלוונטי שיכול לקנות את המניות במחיר שהוא רואה לנכון. לכן, לדעתי, אם יש אופק של 6 שנים זה לא אומר שהנכס כבר עתה צריך להיות מוצג כמוחזק למכירה. לא ניתן לדעת כיום מה יהיו תנאי השוק בעוד 6 שנים וזה לא יהיה נכון לומר ששווי השוק של החברה היום משקף את השווי שלה בעוד 6 שנים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רו"ח שלומי שוב

מצד שני, יש כללים בעת הכנת הערכות שווי שצריך לפעול לפיהם.

רו"ח דני ויטאן

גיא דיבר על אובדן השליטה בהרחבה וכמו שאבי אמר יש שאלה מאוד משמעותית לגבי אובדן שליטה בחצי השנה הקרובה. זה נכון שהחברות צריך לפעול מהרף אבל אנחנו רואים שיש לחברות אפשרות לפנות ולקבל הקלות. בנוסף, אנחנו רואים פניות למוסדות התקינה בנושא זה כבר עתה מצד החברות. אני לא חושב ש-IFRS 5 נועד לטפל במצבים של אובדן שליטה שלא בדרך של מכירה וזאת למרות גישת המימוש הרעיוני. כמובן שבטווח הארוך יש לבחון האם יהיו מצבים שחברות תאבדנה שליטה בעקבות מינוי דח"צים, על אף שזו לא כוונת החוק. אם אכן זו לא המטרה בחוק, יש לטפל בכך במסגרת החוק.

פרופסור אמיר ברנע

אני מתייחס לזווית אחרת לגמרי בחוק. לדעתי, החולי שהתגלה במבנה הפירמידלי הוא נושא המינוף. המינוף הופך כל תנועה קלה למשבר. אני מבין מעו"ד ליכט שכל נושא ספירת השכבות הוא על בסיס חברות מדווחות. למעשה, אין שום מגבלה לבנות את המינוף מעל בסיס זה בחברות פרטיות. האם חוק הריכוזיות בכלל עוסק בזה?

אבי ליכט

אני רוצה להבהיר – ישנו סעיף נוסף בחוק שעוסק במגבלות אשראי. זה נכון שהחוק לא מטפל באופן ישיר בנושא המינוף, אלא רואה את השכבות כפרוקסי למינוף, אך יש הוראות המטילות חובה על הרגולטורים לקבוע מגבלת אשראי כללית על הקבוצה בשלמותה וזה אמור לטפל בנושא.

עו"ד דוד חודק

לדעתי ההוראה הזו היא שערורייה. אין בה בכלל קריטריונים והיא מעין חקיקה פרטית למספר חברות. למעשה זה מעביר את כוחות השוק למשרד האוצר כמו שהיה בשנות החמישים ולא בטוח שזה יהיה מתאים לעידן הנוכחי כמו גם שבשנות החמישים לא בטוח שזה היה טוב.

אבי ליכט

היו קריטריונים וזה יעשה באופן שקוף. גם בבנקים וגם בהוראות של הממונה על שוק ההון יש הוראות כאלה, אך לא הייתה ראייה כוללת לנושא. הכנסת ביקשה שתהיה ראייה כוללת, כדי שלא כל רגולטור יפעל בנפרד.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עו"ד דוד חודק

קראתי את הפרוטוקולים של הכנסת בנושא ואני רואה להט חקיקתי. זה לא מצב רצוי ולדעתי חקיקה צריכה להיעשות באיפוק. זכור לי שאחד מחברי הכנסת אמר "במהלך הזה אין אופוזיציה ואין קואליציה". גם כאשר יו"ר רשות ניירות ערך טען ששתי שכבות זה לא מקובל בעולם, חברי הכנסת פסלו זאת על הסף, למרות שהוא המומחה בתחום. הבעיה שהחוק בה לפתור נוגעת לשתיים או שלוש קבוצות גדולות בשוק ובכדי לעשות זאת העבירו חוק מוגזם שנוגע לכל השוק.

לגבי נושא הדח"צים, אני לא מבין מדוע דח"צים הם יותר טובים מדירקטורים בלתי תלויים בתנאי דח"צ. הנוסחה שנקבעה לא מקובלת בעולם ודח"צים בלתי תלויים הם מספיק טובים כדי לשרת את המטרה של החוק. לדעתי, צריך לתקן את החוק כך שיהיו שניים או שלושה דח"צים והיתר בלתי תלויים.

בהנחה שלא משנים את החוק, יכול להיות שניתן יהיה לטעון שדח"צים הם עדיין של בעל השליטה כי הוא זה שממליץ עליהם, למרות שהוא לא בוחר אותם בפועל. בשנה השלישית תהיה בעיה, כי בעל השליטה כבר לא פקטור בבחירה או בהמלצה על הדח"צים. בתקופה זו צריך לבחון האם בעל השליטה נמצא במצב שבו הוא מתנגד לדח"צים שנבחרו והציבור למעשה כופה אותם עליו. רק במקרה כזה אפשר לבוא ולומר שיש איבוד שליטה.

רו"ח שלומי שוב

קשה לי לראות איך החשבונאות תקבל הצעה למינוי דח"צים כשליטה ולא מינוי בפועל. כמדומני, גם בבזק, הוועד יכול להציע שניים ולאלוביץ' יש זכות וטו על נציגי הוועד, אך אנחנו לא יכולים לראות אותם כנציגים של אלוביץ' עצמו. אנחנו רוצים שבעל השליטה גם יציע את הדירקטורים וגם ימנה אותם בפועל.

עו"ד דוד חודק

התקינה מדברת על שליטה כהכונת מדיניות התאגיד והדירקטוריון הוא רק דוגמה פרטית שהתקן נותן לדרך בה אפשר לעשות זאת. מדוע לא די בכך שבעל השליטה ממליץ בכדי להביא לשליטה? הרי בסופו של דבר המיעוט צריך לבחור מתוך רשימה שבעל השליטה נותן לו, אז בכל מקרה ייבחר מישהו שבעל השליטה רוצה שהוא ייבחר.

עו"ד אודי סול

אני חושב שההקלה של שליש דח"צים תפתור את מרבית הבעיות לעניין איבוד השליטה. מעבר לזה, אנחנו אימצנו מדיניות משרדית לא לבקר את החוק. אני חושב שזה חוק מעולה שפותח הזדמנויות עסקיות מדהימות. צריך לזהות את החברות שיתקפלו ולהבין איפה אפשר לעשות רכישה עסקית

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כדאית. אני רוצה להפנות את תשומת ליבכם לכך שרוב החברות הציבוריות מפספסות חלק חשוב בחוק. החוק קובע מינוי רוב דירקטורים בלתי תלויים עד יוני ומינוי דח"צים לפי הנוסחה עד ספטמבר. בפועל, הם יצטרכו למנות את הדח"צים כבר ביוני כי לא יקרה מצב שבו ימנו ביוני רוב של דירקטורים בלתי תלויים ואז יפטרו חלק מהם בספטמבר כדי להכניס את הדח"צים. אני לא יודע אם החוק מתייחס לכך, אך גם אם חברת שכבה נמכרת, השולט החדש בה יישאר עם הדח"צים בכמות המופרזת שמונו בתקופת הביניים. מצב זה הוא בעייתי ורוכשים חדשים לא ירצו להיכנס לחברה שבה יש דירקטוריון שלא הוא המליץ עליהם ולא הוא מינה אותם. זה יחליש את האטרקטיביות של הרכישה. יכול להיות שפתרון הבעיה הוא FIFO. לפטר את הדירקטורים הוותיקים ולהכניס את החדשים במקומם.

פרופסור אמיר ברנע

יש פה עוד בעיה – הנחת המוצא בחוק היא שאם המיעוט הוא זה שיבחר את הדירקטורים החיצוניים הם ינהלו את החברה לטובת כלל המשקיעים. אבל מה זה בעצם המיעוט? זה שלושה ארבעה גורמים מוסדיים שיש להם אינטרסים רוחביים הן בחברה (בעלי מניות ואג"ח), הן בחברות אחרות והן בבנקאות להשקעות. מי אמר שאם המיעוט הוא זה שיקבע מובטח אינטרס המשקיעים בחברה? האם המעבר מבעל השליטה למיעוט יביא להקטנת ניגודי האינטרסים?

ירון ייני

אני מסכים מאוד עם הדברים של אמיר ורוצה לחזק אותך. אנחנו רואים שהאסטרטגיה במשק הישראלי היא לקחת פוזיציות מיעוט בכל החברות. באופן כזה אתה לא נכנס לאש הניהול מצד אחד, ונהנה מתשואה חסרת סיכון ומשיג סמכויות רבות בהתערבות בחברה מצד שני. לדוגמה, אם אתה בעלים של בנק אתה לא יכול לעשות כלום, אבל אם אתה פוזיציה מיעוט חזקה בבנק הכוח אצלך בידיים. בקצב הזה, אנחנו נראה בעוד עשר שנים חוק שמגביל את המיעוט. יש פה ניסיון לשנות משק באמצעות חוקים, אך אם הייתה חשיבה כלכלית רחבה, היו מבינים שהעברות הידיים בחברות לא ישנו את המצב הקיים. בסופו של דבר, מי שייפגע מהמהלך הזה יהיה הציבור.

לגבי נושא הדח"צים, יש לי היכרות רבה עם דח"צים והם לאט לאט הופכים לרואי חשבון ולעורכי דין שמבינים את התחומים ואת החוקים. כלומר, כל חשיבת השוק נעשית באותו אופן על ידי אותם אנשים. הסיכון הגלום בשוק גדל כי כבר אין את הדירקטורים החכמים של פעם, אלא רק כאלו שעברו תואר ראשון או תואר שני שאין שום גיוון בחשיבה העסקית שלהם. המסקנה היא שכאשר מנסים לפתור את הבעיה על ידי מינוי דח"צים, אין שינוי בפועל כי הם כולם אותו דבר. צריך לחשוב על חינוך והכשרה כדי ליצור שינוי ממשי במשק בעוד 20-30 שנה. יכול להיות שהחוק הזה נכון

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לעכשיו, אך בטווח הרחוק הוא אינו בהכרח יפתור את הבעיה. ההזדמנויות העסקיות שיפתחו בעקבות החוק יהיו רק של כמה קבוצות וכמה גופים ולא של המשק בכללותו.

עו"ד אודי סול

יש נקודה נוספת שצריך לקחת בחשבון והיא הקביעה שחברות דואליות הן חברות שכבה. קביעה זו היא הפוכה למטרה שחברות דואליות יירשמו למסחר בתל אביב. מה תעשה כל אותן חברות? הן ימחקו את עצמן מהמסחר בתל אביב וכך לא ייחשבו כחברות שכבה. הרי אם הן צריכות לבחור מקום אחד להיסחר בו, הן יבחרו להיסחר בחו"ל.

עו"ד דוד חודק

אני חושב שצריך לבקר כל חקיקה, גם אם היא כבר נעשתה. לכן, מה שיקרה לדעתי הוא שלא יהיו שחקנים ישראלים שייקחו את ההזדמנויות הללו מההון הישראלי שלהם ואז נישאר רק עם המוסדיים. מכיוון שהמוסדיים לא יכולים להחזיק בגרעיני שליטה, גרעיני השליטה יתפזרו ואז אנשים ייקחו פוזיציות מיעוט של 20% בחברה ציבורית או שמחזיקה ב-40% בחברה ציבורית ב' ובסופו של דבר האקוויטי שלהם בחברה למטה יהיה 8%-6%. אני שואל אתכם, במה המצב הזה שונה מהמדרג של IDB? בסופו של דבר אחרי כל הבלגאן הזה נחזור למצב ממנו התחלנו.

רו"ח שלומי שוב

יכול להיות שזה נכון, אבל בכל זאת ייתכן וייוצר ממשל תאגידי טוב יותר בעקבות חוק זה.

פרופסור יורם עדן

אתה חושב שבחוק זה יותר טוב? אתה יודע איזה פיזור מניות היה באנרון?

רו"ח גל עמית

החוק הזה שכולם יורדים עליו, בסופו של דבר לפעמים זה טוב לבוא ולשנות דברים באופן חד כל כך. כולנו יודעים שזה לא טוב להתמודד עם דברים בחקיקה, אבל איכשהו צריך להתמודד עם המצב.

אבי ליכט

נכון מאוד, אי אפשר לקחת את החשבונאות והמשפטים ולמתוח אותם עד הקצה ואז לבוא לפה ולהתלונן כשעושים שינויים כמו מה שעשינו. אני שומע את הביקורת שלכם ולא חושב שכל חקיקה היא מושלמת ואנחנו נרצה לתקן עיוותים כאלו ואחרים. אני חושב שהיושבים בחדר צריכים לעשות גם חשבון נפש ולשאול מה החלק שלכם במה שקרה בכנסת.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עו"ד אודי סול

הבעיה עם החוק הזה הוא שאין דומה לו בעולם. לנו כעורכי דין אין מקור לפנות אליו ולהבין איך עלינו להתמודד עם החוק הזה. זה תקף במיוחד לגבי הפרק הראשון בחוק שהוא פרק שלא מצאתי מקבילה לו בשום מקום בעולם. יש רצון לעודד תחרות, אך לא נקבעו כלל קריטריונים מינימאליים בחוק כיצד לעשות זאת. זה יוביל למאבק משפטי אדיר כאשר משהו יבקש רישיון והמתנגדים יפנו לבתי משפט כדי למנוע זאת.

אבי ליכט

נכון, זה באמת יכול להוביל למצב כזה. המחוקק אומר שהוא לא רוצה שיהיו קבוצות גדולות מדי במשק שלנו שבסוף יהיה קשה מאוד לבצע שינויים רגולטוריים שהקבוצות האלו לא מעוניינות בהם. כולנו יודעים את הסכנה הנובעת מכך שמספר מצומצם של חברות יכולות ללחוץ על המשק ולנווט אותו כראות עיניהן. את זה בדיוק אנחנו רוצים למנוע. אנחנו לא רוצים לבוא ולפגוע בכלל המשק, אלא לגרום לכך שלמדינה תהיה אפשרות להתנגד לחברות ענק כאלה ולהעביר רפורמות.

רו"ח שלומי שוב

בואו נעבור לבעיית ירידת הערך. אני רוצה להביא דוגמה של בנק דיסקונט והחזקתו בבנק הבינלאומי מהשבוע האחרון. בנק דיסקונט מחזיק 26% בבנק הבינלאומי ומחיר השוק של ההשקעה נמוך מהערך שלה בספרים. בנק דיסקונט רשם הפרשה ב-2012 של 113 מיליון ש"ח ומדובר בסיפור דומה למצב שלנו. בנק דיסקונט מחויב למתווה ליציאה מהשקעה בבנק הבינלאומי תוך מספר שנים. לפי המתווה, בסוף חודש מרץ הקרוב הוא אמור לאבד את זכויות הצעת הדירקטורים וייפסק ההסכם עם פיבי השקעות לפיו הם צריכים לדאוג למינוי הדירקטורים שהוא מציע. כלומר, במרץ הוא מאבד את ההשפעה המהותית שלו. מעבר לכך, ב-2017 או 2018 הוא צריך לממש את עיקר ההשקעה בבנק הבינלאומי. הסיטואציה הזו דומה למצב שיווצר עקב חוק הריכוזיות. ישנו שוני אחד – לאור תיקון ב-28 IAS בתחילת 2013, באיבוד השפעה מהותית ללא פעולת מכירה יש להמשיך ליישם אקוויטי עד למועד איבוד ההשפעה המהותית בפועל.

אם ככה, נשארנו עם 36 IAS העוסק בירידת ערך. התקן קובע שאם יש סממן לירידת ערך להשקעה יש לבחון ירידת ערך לפי סכום בר השבה. סכום בר השבה הוא הגבוה מבין שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה לבין שווי השימוש. שווי שימוש הוא למעשה DCF וכשבנק דיסקונט עושה DCF לבנק הבינלאומי הוא מכניס אליו את מימוש ההשקעה. זה מחזיר אותנו לסיטואציה שדיברנו עליה, אם החברה נדרשת לממש את ההשקעה בעוד מספר שנים, לדעתי ולפחות לפי פרשנות מילולית של

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

התקן, יש לקחת בערך הטרמינלי את השווי ההוגן. בשבוע שעבר הודיע בנק דיסקונט שברבעון הרביעי של 2013 הוא ירשום את ירידת הערך למחיר השוק.

פרופסור אמיר ברנע

יש פה עניין של בלוק (חבילת מניות משמעותית יחסית לכמות שהונפקה) מניות- כאשר אני בעלים של בלוק מניות האם יש לייחס לו ניכיון או פרמיה? כלומר, כשאני אלך לממש בלוק, האם הקונה ישלם פרמיה עבור זכויותיו ומעמדו בהסכמי שליטה ובאסיפה הכללית? ניקח לדוגמה את פרטנר – האם הזכויות שיש לסקיילקס כיום יעברו לרוכש עתידי של חבילת מניות פרטנר שמחזיקה סקיילקס? מדוע להניח ירידת ערך כאשר אפשר לייחס לבלוק הזה את התכונות העודפות שאין למניית מיעוט שנסחרת בשוק?

רו"ח שלומי שוב

אני מבין את מה שאתה אומר, אבל אני רוצה להפנות אתכם ללשון תקן IAS 36: "במסגרת שווי השימוש, צריך לקחת את אומדן תזרימי המזומנים שיתקבלו ממימוש הנכס בתום החיים השימושיים שלו. אומדן זה ייקבע באופן דומה לשווי הוגן של נכס בניכוי עלויות מכירה". להזכירכם, שווי הוגן של נכס בניכוי עלויות מכירה בחשבונאות היום למניות סחירות מבוסס על שווי השוק שלהן.

פרופסור יורם עדן

ב-2010 מחיר השוק של הבינלאומי היה 48% מהערך בספרים וכיום הוא 85% ממנו. מהדוגמה הזו ניתן להבין שאי אפשר להשתמש בשווי השוק כיום בכדי להעריך את שווי השוק בעוד מספר שנים.

רו"ח אודי גרינברג

ה-IASB אמנם יצא באמירה של ה-P כפול ה-Q במרץ, אבל חלק מהחברים בוועדה התנגדו וטענו שהמודל לא נכון בהכרח. בנוסף, לדעתי אנחנו לא נכנסים לתחולה של IFRS 13.

רו"ח דני ויטאן

זה לא כזה ברור. בתקן לא כתוב שווי הוגן ואין בו הפניה ל-IFRS 13. אם אנחנו נמצאים במודל של שווי שימוש שהוא סובייקטיבי, אנחנו לא רוצים לערבב אותו עם דברים אחרים כמו IFRS 13. הסעיף הזה שקראת נועד לנכסים כמו רכוש קבוע וערך הגרט שלו וזה לא דומה למדידה של השקעות בחברות שצריך למכור. אני לא בטוח שיש פרשנות אחת וחד משמעית בנושא זה, בטח ובטח

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כשאנחנו נמצאים במודל סובייקטיבי כמו שווי שימוש ומנסים להלביש עליו את אילוץ השווי ההוגן שמתחבר לשוק.

פרופסור אמיר ברנע

מה שאתה אומר זה שהעובדה שצריך לממש עוד כמה שנים לא רלוונטית? כשאני הולך לערך השבה ומשתמש ב-DCF, מה עושים עם הערך הטרימינלי?

רו"ח דני ויטאן

ראשית, אני מניח שלכל אחד ממערכי השווי פה יש את הגישה שלו. שנית, יש את הוראות התקן וכל עבודה של הערכת שווי צריכה להתחבר לתקינה החשבונאית. מה שאני חושב זה שהתקינה לא חד משמעית בנושא זה ואני לא חושב שיש אמירה אחת לפיה יש ללכת למחיר השוק.

רו"ח גל עמית

יש פה עניין של common sense – אם אתה יודע שיש לך שנתיים לקבל דיבידנד ובשנה השלישית אתה צריך למכור, איך אתה יכול לעשות שווי שימוש עם הנחת דיבידנדים לאינסוף?

פרופסור אמיר ברנע

אם כך, מדוע נקבע בספרות המקצועית שהערך הטרימינלי הוא הערך הנוכחי של הדיבידנדים העתידיים?

רו"ח גיל כץ

העמדה בעולם היא לא בהכרח P כפול Q. כולנו מבינים שזו בעיה ויש גישות אחרות בעולם. כל עוד אתה לא בשווי הוגן, לא צריך ללכת לשווי שוק היום. אפשר לעשות DCF ל-4 שנים ואחרי זה ערך טרימינלי. צריך להבין את התוצאה הסופית – נניח שאני אפחית היום את הערך בספרים לשווי השוק ומחר אמכור מעל לשווי השוק, אז אני אחזיר את הרווח? זו תוצאה מעוותת ולדעתי לא לשם כיוון התקן, כך שאין צורך ללכת לשווי בבורסה.

רו"ח שלומי שוב

איך אנחנו מתמודדים עם זה שנקבע ב- IAS 36 שאם יש נכס שיש כוונה למכור אותו בטווח הקצר, אז שווי השימוש מתכנס לשווי השוק?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רו"ח אבי זיגלמן

אם אתה שואף למכור נכס בעוד 4 שנים, שווי השימוש שלך הוא היוון הדיבידנדים שתקבל ב-4 השנים הקרובות בתוספת היוון מחיר המכירה שאתה צופה לקבל בעוד 4 שנים. מחיר זה הוא פונקציה של התחרות וניתוח של השחקנים שאתה צופה שישתתפו בתחרות על רכישת הנכס והוא צריך להביא בחשבון את הדיבידנדים העתידיים שהקונה מעריך שיקבל.

רו"ח רם לוי

אני מסכים עם מה שאמר אבי. בנוסף, יש פרמטר כלכלי שצריך להוסיף והוא שיעור המס שישלם המוכר כי בנטו יישאר לו פחות. אמנם תמכור בשווי השימוש שגבוה משווי השוק, אבל מבחינת תזרים המזומנים בסוף תקבל תמורה יותר נמוכה. יכול להיות שצריך לקחת את מס רווח ההון שיש למוכר בערך הטרמינלי.

רו"ח עינת שפרלינג

אם אתה בשווי שימוש ותעשה את מה שהצעת, צריך לנטרל את השפעות המס. אם צריך לרשום השפעת מס זה מסתבך מאוד.

רו"ח ואדים פורטנוי

לדעתי, לבוא ולטעון שהשווי ההוגן בעוד 4 שנים הוא השווי הבורסאי היום זו טענה מופרכת. אפשר לבחון את זה בגישה סטטיסטית. נניח שיש מניה שבעל שליטה צריך למכור בעוד 6 שנים ובשנים האחרונות השונות של המחיר שלה הייתה מאוד גבוהה. כמו כן, נניח שבעל השליטה פועל בצורה רציונלית. במצב זה, יכול להיות שצריך להניח שאותו בעל שליטה יממש את המניה כאשר היא תהיה בשיא שלה ולקחת את זה בחשבון בעת הערכת השווי.

אלון גלזר

אני רוצה להתייחס למה שנאמר לגבי בנק דיסקונט. אם היינו נותנים לבנק דיסקונט לעשות הערכת שווי לבנק הבינלאומי, הוא לא היה מוכר את המניות לעולם. כלכלית, מה שקורה עכשיו מכריח את בנק דיסקונט לבצע מהלך שהוא היה צריך לעשות מזמן. בנק דיסקונט מחזיק רבע מההון של בנק שאין לו שום שליטה עליו. כלומר, קורה פה מהלך שהוא טוב מבחינה כלכלית.

פרופסור אמיר ברנע

האם בחבילה של 25% שיש לו הוא מנוטרל מהצבעה באסיפה הכללית? כי אם הוא לא, אז יש לו כוח יותר גדול מבעל השליטה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אלון גלזר

הבעיה היא שהוא לא עושה שם כלום. היה עדיף לו להחזיק מניות של מדד תל אביב בנקים מאשר את אלו של הבינלאומי.

רו"ח שלומי שוב

לסיכום, אני חושב שהדיון היום היה חשוב ומעניין. עלו כאן גם כמה תובנות ואני מרגיש שראינו פה גישה חיובית של הרגולציה לנושא של איבודי השליטה והעיוותים של החוק. כמו כן, ראינו גישה מקלה, לטעמי לפחות, מצד המחלקות המקצועיות של המשרדים הגדולים לראיית חשבון לעניין ירידת הערך והערך הטרימינלי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, סגן דיקן (חשבונאות), בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il