

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 ללא ציון שמות 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: 2 בינואר, 2012

נושא המפגש: מודל מרווח הוגן לחישוב שווי הוגן של נכסי חוב לא סחירים והשלכותיו.

חומר רקע למפגש: מצגת בנושא "סקירת המתודולוגיה – מרווח הוגן בע"מ", פרופ' צבי וינר

אורחים שהוזמנו: ר"ח אדיר ענבר (ברייטמן אלמגור זוהר Deloitte), מר ניסים כהן (מרווח הוגן בע"מ), פרופ' אריה מלניק (אוניברסיטת חיפה).

נוכחים: ר"ח יבגני אוסטרובסקי, ר"ח אלי אל-על, ר"ח קרן בנגלס שנער, ר"ח אביבית בן שמחון, מר אבי בראור, פרופ' אמיר ברנע, ר"ח עידו גליל, ר"ח אורי גרוסמן, פרופ' צבי וינר, ר"ח יובל זילברשטיין, ר"ח גיא טביביאן, מר אסף סגל, ר"ח איציק מאיסי, ר"ח גיל מור, ר"ח זאב נהרי, פרופ' יורם עדן, ר"ח גל עמית, מר יוסף פישלר, ר"ח גדי קוניא, מר אורן רוזמן, ר"ח שלומי שוב, ר"ח אפרת שוסט, גב' רקפת שני, ר"ח עינת שפרלינג, מר שלי תשובה.

צוות מקצועי: רוני זוכוביצקי, חן לוטן.

שאלות לדיון (שלומי שוב):

- האם יש להתייחס למודל של מרווח הוגן כמודל תואם IFRS ובפרט IFRS 13 לתמחור מכשירי חוב לא סחירים?
- האם יתכנו מצבים שהמודל מביא לתוצאה כי השווי ההוגן של הנכס הפיננסי במועד ההכרה הראשונית שונה מעלות רכישתו ואיך צריך להתמודד איתם לאור הקביעות של IAS 39, תוך הבחנה במידת הצורך בין אג"ח מיועדות (*) לבין מכשירים אחרים.
- במידה והתשובה ל-1 הינה חיובית, האם צריך לבצע בו שימוש גורף בחברות הציבוריות לצורך דרישות הגילוי על שווי הוגן בהתאם ל- IFRS 7?
- כיצד המודל (ומדידת שווי הוגן של נכסי חוב לא סחירים) בכלל עולה בקנה אחד עם מדידת נכסי תוכנית בהתאם ל- IAS 19 שנעשית בפרקטיקה על פי הדיווחים של חברות הביטוח על ערכי פדיון?

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

(*) כידוע מסיבות היסטוריות, הממשלה הסכימה לתת אגרות חוב בתנאים מטיבים לקרנות פנסיה, לקופות גמל ולעוד מספר חברות. עם הזמן משרד האוצר ניסה לצמצם את ההיקף של ההנפקות הנ"ל ולכן, כיום בקושי מנפקים אגרות חוב מיועדות והן מונפקות רק לאותם עמיתים אשר קיימת להם זכאות לקבלן. עם זאת ההיסטוריה חוזרת: לאחרונה לאחר לחץ מצד ההסתדרות, פורסם בקשר עם המודל הציליאני כי משרד האוצר בוחן שינוי באופן מתן האג"ח המיועדות לגופי החיסכון לטווח ארוך, מתוך כוונה כי המדינה תנפיק אג"ח מיועדות רק - או לכל הפחות בעיקר - למקבלי הקצבאות, ואולי גם לעמיתים חוסכים בגילאים מבוגרים, הנמצאים לקראת פרישה.

סקירת המתודולוגיה – חברת מרווח הוגן בע"מ (פרופ' צבי וינר)

המערכת הפנסיונית בארץ הינה מערכת שמנהלת כסף רב כאשר נכון להיום יש במערכת כ-800 מיליארד ₪ וחלק גדול מהכסף מושקע בנכסים לא סחירים. כאשר אדם פונה לקרן הפנסיה שלו ומבקש לקבל את חלקו או לעבור לקרן אחרת או למשוך את הכסף, המערכת הפנסיונית צריכה לבצע שערוכים של הנכסים הלא סחירים הנ"ל.

כתוצאה מכך נשאלת השאלה, כיצד משערכים את אותם נכסים (אגרת חוב, הלוואה, משכנתא וכדומה)? כאשר חשוב להדגיש שבכדי לעשות את השערוך יש לבצע שערוך מתמשך ולא רק שערוך חד פעמי. כבר בנקודה זו אנחנו מגיעים לאיזושהי "צומת" בין מימון לחשבונאות:

מבחינה היסטורית, החשבונאות הסתכלה על ערכים הסטוריים. לדוגמה, קנינו בניין ב-100 לירות וכעבור תקופה מסוימת לאחר התחשבות בפחת, הבניין שווה סכום מסוים. כלומר, חשבונאות היסטורית תמיד הסתכלה אחורה. לעומת זאת, במימון תמיד מסתכלים קדימה, כלומר לא משנה בכמה קנית, הדבר הרלוונטי הוא התזרים הצפוי, כאשר באמצעות היוון של התזרים הנ"ל ניתן לחשב כמה הבניין שווה. על כן, יש איזושהו צורך ששתי הגישות, המימון והחשבונאות, יגיעו לאותה תוצאה.

אולם, בתקופה האחרונה החשבונאות עברה שינוי מאוד דרמטי בכל הנושא של שווי הוגן. כלומר, היא עשתה מעבר מהתייחסות היסטורית להסתכלות צופה פני עתיד, דבר אשר קירב במידה ניכרת בין החשבונאות למימון.

מודלים לתמחור חוב בלתי סחיר

1. **שיטה היסטורית.** בהתאם למודל הנ"ל אם לדוגמה נוטלים הלוואה בסך 100 ש"ח הנושאת ריבית שנתית בשיעור 5%, כעבור שנה שווי ההלוואה הינו 105. כלומר, בהתאם לשיטה

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ההיסטורית אין התייחסות לתשואה הקיימת נכון להיום אלא מחשבים את השווי של החוב על בסיס צבירה.

2. **מודל אקטוארי - מודל לסיכונים אשראי.** בהתאם למודל הנ"ל יש להסתכל על הערכה האקטוארית, לדוגמה - מה צפוי להתקבל מקרן הפנסיה ולנסות להעריך את התזרים הזה. המודל פותח בזמנו בשוויץ בשם credit risk plus.

3. **מודל מבוסס דירוגים.** בהתאם למודל יש להסתכל על קבוצת הייחוס. לדוגמה, נניח שישנה הלוואה שמדורגת AA והיא לא סחירה, במקרה הנ"ל יש להסתכל על אגרות חוב אשר גם מדורגות AA ולנסות למשוך משם את הריבית לצורך ההלוואה.

4. **מודלים מקובלים במימון** כמו לדוגמה מודל Merton ומודל עם קפיצות. המודלים הנ"ל מאפשרים לגשת לחוב ספציפי, לקחת את המאפיינים שלו ולתמחר.

5. **מודל דירוג.** כאשר לא מדובר בדירוג רגיל אלא בדירוג שנובע ממחירי השוק ועליו נדבר בהרחבה בהמשך.

כאמור, התרחש שינוי מאוד משמעותי בתקנים החשבונאיים בכל הנוגע למדידת שווי הוגן וכתוצאה מכך החשבונאות התקרבה מאוד למימון. בהתאם לחשבונאות קיים מדרג מסוים ביחס למקורות מידע המורכב מ-3 רמות המבוססות על נתוני שוק נצפים לעומת הערכות סובייקטיביות של הישות המדווחת:

רמה 1 - מחירים מצוטטים בשוק פעיל של נכסים והתחייבויות זהים ;

רמה 2 - נתוני שוק שאינם מחירים מצוטטים הנכללים ברמה 1 ; כלומר, אין שוק פעיל למכשיר אך קיים מכשיר מאוד דומה לו שנסחר בשוק פעיל. לדוגמה, תמחור התחייבות של ממשלת ישראל לחודשיים וחצי כאשר קיים מק"מ לחודשיים ומק"מ לשלושה חודשים, אשר באמצעותם ניתן לגזור כיצד לתמחר את ההתחייבות של הממשלה לחודשיים וחצי.

רמה 3 - נתונים שאינם נצפים בשוק. בעצם עוברים לחישוב בהתאם למודלים ועל כן ברמה 3 יש להשתמש בהנחות ובשיקול דעת. כאשר מדובר במודלים שיש להם input שלא ניתן לצפייה ישירה מהשוק.

ברגע שמשתמשים במודל שיש לו מרכיבים שונים, מחשבים שווי בהתאם לרמה הנמוכה ביותר, דבר אשר יוצר לעיתים בעיות מאחר ונשאלת השאלה האם ה-input מהותי או לא מהותי. אבל הכלל הינו שאם יש לך input שהוא מהותי, אזי הרמה הכי נמוכה שלו זו הרמה שקובעת.

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

ברוב המקומות בעולם, חברות שמנהלות פנסיה צריכות לתמחר הלוואות בלתי סחירות שנתנו. עליהם לפתח מודל ולהיות אחראים כלפי הרגולטור באותה מדינה ולהסביר מדוע החישוב נעשה בדרך שנעשה. לעומת זאת, בארץ, מונה על ידי הרגולטור גוף בתשלום (חברה בשם "שערי ריבית") אשר ייחשב את השווי של כל הנכסים הבלתי סחירים עבור כל קרנות הפנסיה בכדי שתהיה אחידות במערכת. לא ניתן לפתח מודל שייכנס לפרטי פרטים של כל הלוואה והלוואה ולכן היה צורך לעבוד באופן גורף.

מודל "שערי ריבית"

בהתאם לשיטה הקודמת שהייתה נהוגה על ידי שערי ריבית, היה צריך להגדיר לכל חוב קבוצת ייחוס, כלומר חוב דומה בדירוג דומה. לדוגמה, בוא ניקח את כל ההלוואות AA הסחירות שיש היום בשוק, נגזור איזשהו עקום, נעביר קו ונגיד שזה טווח המבנה (term structure) של הריביות מותאמות ל-AA. אם נתתי הלוואה בדירוג AA למישהו, נהוון את התזרים ונקבל את השווי.

מודל "מרווח הוגן" - סקירה:

ניתן להסביר את המודל באמצעות גרף כדלקמן: ציר X מייצג את משך החיים הממוצע של ההלוואות וציר Y מייצג תשואה לפדיון. מעבירים קו אשר מייצג תשואה ממשלתית, כאשר מעל הקו הנ"ל קיים "ענן" של נקודות המייצג את אגרות החוב הסחירות הקיימות בארץ אשר קיים בגין דירוג (סה"כ קיימות בישראל בין 300 ל-400 אגרות חוב כאמור). הנקודות שהכי קרובות לקו המייצג את התשואה של הממשלה מייצגות את אגרות החוב עם הדירוג הכי גבוה אשר הינו AA+. לאחר שיורדים בדירוג מ-AA+ הענן הופך לגדול ומפוזר. בנוסף, רמת האחידות שיש בגין אגרות חוב באותו דירוג משתנה כדלקמן: בהתחלה כשהדירוג הינו AA+ רמת האחידות הינה טובה, אבל ככל שיורדים בדירוג היא הופכת להיות פחות ופחות טובה עד שהיא הופכת לגרועה.

המבנה הלוגי של המודל

המידע האיכותי ביותר מגיע מהשווקים הפעילים, לכן המידע הכי טוב קיים אם מתקיימות עסקאות. קיום של עסקה עדיין לא אומר שקיים שוק פעיל ולכן גם בחוב הלא סחיר לפעמים יש עסקאות. כאשר אין מידע איכותי וזמין – במקרים מסוימים ניתן לגזור את המחירים מניירות ערך סחירים שהם מאוד דומים ("אחיות"). לדוגמה, לעיתים ישנם מקרים שלאותה חברה יש כמה סדרות, סדרה סחירה וסדרה בלתי סחירה. במידה ומתקיימים תנאים מסוימים ניתן להגדיר את הסדרות כ"אחיות", כאשר במקרים כאמור אגרת החוב הבלתי סחירה "נגררת" אחרי אחותה הסחירה תוך התחשבות ברמת הסחירות של האחות. במקרים שבהם אין מידע איכותי וזמין ואין

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

סדרות אחיות, משדכים אגרת חוב לא סחירה עם קבוצה של אגרות חוב סחירות בעלי מרווח אשראי דומה וגוזרים את המחיר מהשינויים במחיר במשפחה הרחבה. כלומר, במועד הנפקת אגרת חוב עם מרווח אשראי מסוים מגדירים את אגרות החוב שהיו סחירות ביום המסחר במרווח דומה כ"משפחה קרובה" ומאותו רגע מצמידים את אגרת החוב הבלתי סחירה ל"משפחה" שלה.

בעצם ניתן לראות שהמודל מנסה לדמות את אותו מבנה שקיים בהיררכיית השווי ההוגן לגבי רמה 1, 2 ו-3, ולכן קודם כל הולכים לעסקה, אם יש עסקה זה הדבר הדומיננטי. אם לא קיימת עסקה מחשבים לפי אחות ואם לא קיימת אחות הולכים למשפחה הרחבה.

ישנם מקרים מורכבים יותר, לדוגמה לעיתים בעסקה מנפיקים לא רק אגרת חוב אלא חבילה הכוללת אגרות חובה, מניות ואופציות, או קיימים מקרים בהם יש כביכול עסקה אבל לכולם ברור שהיא לא עסקה בתנאי שוק כמו אגרות חוב מיועדות אשר עליהם נדבר בהמשך.

כל הגופים מחויבים לדווח לנו על עסקאות, גם על עסקאות בהנפקה וגם על עסקאות ביניהם. כלומר, יש להם מידע על כל העסקאות ואנחנו משתמשים במידע הזה לצורך המודל שלנו.

עקום חסר סיכון – עקום הריבית הממשלתית

תחילה נתחיל בהסבר על הנוסחאות הבאות:

נוסחת ערך נוכחי (Present value) $PV = \sum_t \frac{CF_t}{(1 + r_t)^t}$ – בהתאם לנוסחה לצורך חישוב ערך נוכחי, יש

לקחת תזרים חזוי ולהוון אותו בריבית מותאמת לסיכון, כאשר לכל תקופה ריבית אחרת.

נוסחת חישוב תשואה (IRR) $price = \sum_t \frac{CF_t}{(1 + y)^t}$ – כל הנתונים ידועים למעט שיעור הריבית (y), אשר

נגזר מהצבת יתר הנתונים.

נוסחת Z-spread $price = \sum_t \frac{CF_t}{(1 + r_t + s)^t}$ – בנוסחה הנ"ל לוקחים תזרים צפוי ועושים היוון לפי

ריבית חסרת סיכון שיש לה מבנה עיתי פלוס תוספת מרווח אשר הינה תוספת אחידה (S) לכל התקופות. התוספת האחידה היא בעצם המרווח שהינו הנעלם אשר אמור לגרום לכך שצד שמאל יהיה שווה לצד ימין. המרווח הנ"ל אמור לשקף הרבה גורמים, בין היתר סיכון אשראי.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

עקום ריבית במט”ח

עקומי הריבית בדולרים ובאירו נגזרים בתהליך הבא :

1. לוקחים עקומי Libor-swap בדולר ובאירו (מספק חיצוני)

2. מתרגמים אותם ל-zero coupon

3. מוסיפים את מרווח האשראי של ממשלת ישראל (הנגזר מ-CDS).

גזירת עקום ממשלתי

לצורך גזירת עקום ריביות ממשלתי מסמנים על ציר זמן (כאשר ציר ה-X מייצג זמן וציר ה-Y מייצג תשואה) נקודות המייצגות תשואות של אגרות חוב ממשלתיות. קיימות מספר שיטות עיקריות לבניית עקום ריביות כדלקמן :

- Bootstrapping – בהתאם לשיטה הנ”ל מעבירים קו המחבר בין כל הנקודות של אגרות החוב הממשלתיות. הבעיה עם השיטה הנ”ל הינה שבמידה וינסו לגזור באמצעותה ריבית פרוורד, יכולות להתקבל ריביות שליליות או ריביות מאוד גבוהות. מדובר בשיטה מאוד לא חלקה ולכן היא אינה מומלצת.
- Parametric (דוגמאות: Nelson-Siegel ו-Svensson) – השיטה הנ”ל מבוססת על סוג של גרסיה, כאשר בהתאם לשיטה הזאת יש להעביר קו אשר פחות או יותר מקרב את כל הנקודות בו זמנית.
- Non-parametric methods – Forward spline – בהתאם לשיטה הנ”ל קובעים מספר נקודות על ציר הזמן ומחפשים נקודות “עוגן” כאשר בין הנקודות הנ”ל מעבירים אינטרפולציה ליניארית. התוצאה החשובה בשיטה הנ”ל הינה שמקבלים גם קירוב טוב יותר וגם יש יכולת להתחשב בחוסר הסחירות, כמו לדוגמה של אגרות חוב צמודות קצרות. בשיטה הנ”ל בחרנו לצורך יישום המודל וכך גם מספר בנקים בעולם.

מרווחי סיכון אשראי

במידה ולאגרת חוב הלא סחירה קיימת אחות (יש לציין כי יכולות להיות כמה אחיות לאותה אגרת חוב), יש להצמיד את האגרת חוב הלא סחירה לאחיות הסחירות והן פחות או יותר מנהלות אותה. אם אין אחיות לצורך חישוב אגרת החוב הולכים למשפחה הרחבה.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ההגדרה של אגרות חוב אחיות (sister) הינה: אגרת חוב סחירה ובלתי סחירה בעלת: מנפיק זהה, דירוג זהה, אופי בטחונות דומה (רלבנטי לאגרות חוב בלתי מדורגות), אופציות גלומות דומות ויחס מח"מ מוגבל. כתוצאה מההגדרה הנ"ל קיימות מעט מאוד אחיות. אבל באותם מקרים מובהקים שקיימת אחות סחירה מחשבים את האג"ח הלא סחיר בהתאם לאותה אחות.

הגדרה של אגרות חוב ממשפחה מורחבת: בהיעדר אגרות חוב אחיות, משויכת כל אגרת חוב בלתי סחירה לרובד הנגזר משוק אגרות החוב הסחירות בהתאם למודל העשירונים.

כאמור, לרוב אגרות החוב אין אחיות ולכן עולה השאלה כיצד יש לטפל באגרות החוב הנ"ל? לוקחים עקום חסר סיכון אשר מורכב מאגרות חוב ממשלתיות כאשר מעליו יש ענן של נקודות המייצגות את אגרות החוב הסחירות הקיימות במשק הישראלי. כעת יש לחלק את הענן הנ"ל למשפחות. בהתאם למודל יש להעלות את העקום חסר הסיכון בצורתו המקורית כלפי מעלה, כך שככל שמעלים את העקום, יותר ויותר אגרות חוב סחירות נופלות למרווח שבין אגרות חוב ממשלתיות לבין המיקום שבו העקום נמצא כתוצאה מההזזה. ברגע ש-10% מאגרות חוב סחירות נפלו בטווח הנ"ל, יש להעביר קו אשר ייצג את הרובד הראשון, אשר כולל את אגרות החוב האיכותיות ביותר.

לאחר מכן יש להמשיך ולהעלות את העקום כלפי מעלה עד ש-10% נוספים מאגרות החוב נמצאים מתחתיו וזהו בעצם הרובד השני אשר כולל אגרות חוב שהינן עדיין מאוד איכותיות אבל לא כמו אגרות החוב ברובד הראשון.

את כל הנקודות שנפלו ברובד הראשון מגדירים כמשפחה ראשונה, את הנקודות שברובד השני מגדירים כמשפחה שנייה וכך הלאה. כאשר כתוצאה מהמודל הנ"ל מגיעים בסה"כ ל-10 משפחות של אגרות חוב סחירות אשר בכל אחת מהן יש בגדול את אותה הכמות של אגרות חוב.

עם זאת, יש לציין כי בפועל בארץ מכיוון שישנן אגרות חוב שנותנות תשואות של עשרות אחוזים, קיים רובד 11 אשר בתוכו כלולות כל אגרות החוב שנחשבות כאגרות חוב "זבל". את האגרות חוב הנ"ל לא מביאים בחשבון במסגרת המודל.

חישוב השווי של אגרת חוב שאינה סחירה

כעת, נניח שמתבצעת הנפקה של אגרת חוב בלתי סחירה כאשר במועד ההנפקה התשואה של אגרת החוב "נופלת" באמצע של הרובד השני. כתוצאה מכך נותנים לאגרת החוב הנ"ל תווית – היא מסומנת כשייכת למשפחה שנייה. מאותו יום כל עוד אין עסקה שמתרחשת בפועל או עסקה יוצאת דופן, האיגרת חוב נשארת באותו מיקום. במקרה הנ"ל לצורך חישוב מחיר אגרת החוב הלא סחירה שנמצאת במשפחה השנייה, ההיוון מורכב משלושה חלקים:

1. ריבית חסרת סיכון (הריבית של אגרות חוב ממשלתיות)

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

2. ההפרש שבין הגבול התחתון של הרובד שבו האיגרת חוב נמצאת (במקרה שלנו רובד שני) לבין תשואת ריבית חסרת סיכון, ו-

3. החלק היחסי בתוך הרובד שבו האיגרת חוב נמצאת.

במידה ומתרחשת עסקה בשוק, מחשבים את האיגרת חוב הלא סחירה בהתאם לעסקה שהתרחשה בשוק מאחר שעסקה בשוק מהווה את אופן החישוב הטוב ביותר לשווי של האג"ח.

לגבי עסקאות יוצאות דופן, יש להגדיר מהן אותן אירועים יוצאי דופן, תוך מתן דגש שמדובר בקבוצה מצומצמת של אירועים אשר הינם: ריבית משתנה; נולדה/מתה "אחות"; אופציות גלומות; שינוי דירוג – יש להדגיש כי שינוי דירוג יחשב כמקרה מיוחד רק בתנאי שזה לא היה מתומחר מלכתחילה במודל. בעצם בהתאם למודל קיימות שתי מערכות שרצות במקביל. המערכת הראשונה הינה מערכת הרובדים שתוארה לעיל (שמהווה דירוג שנובע מהשוק), ויש במקביל מערכת שנייה אשר לוקחת אגרות חוב מדורגות, וגוזרת לכל רובד את העקום שלו.

לכן, במידה ואגרת החוב מוקמה באמצע הרובד השני, כאשר בוחנים את הנקודה הנ"ל במערכת השנייה, הדירוג של אגרת החוב יוצא קרוב לדירוג מסוים (נמצא בין שני דירוגים). כאשר מודיעים שמבצעים שינוי דירוג בגין האיגרת חוב הנ"ל, יש לבחון האם מלכתחילה במערכות המודלים אגרת החוב כבר הייתה קיימת בדירוג הנ"ל, כאשר במידה והתשובה לכך הינה חיובית יש להתעלם משינוי הדירוג.

לכן, רק במידה ושינוי הדירוג הינו כל כך משמעותי כך שהדירוג שונה מעבר למה שחושב במערכת, רק אז לוקחים זאת בחשבון. בנוסף יש להדגיש כי במקרה כאמור מבחינת היררכיית השווי ההוגן עוברים מרמה 2 לרמה 3.

פרופ' אמיר ברנע:

המודל המוצע על ידי פרופ' וינר מתאים לקרנות נאמנות והוא עקבי עם גישת האוצר לדיווחי קרנות פנסיה חדשות אשר כמו קופות גמל, מציגות את הסכום שהצטבר לזכות החוסך שמורכב מהפקדות ועוד תשואה פחות דמי ניהול ועלויות ביטוח. בקרנות הותיקות הסיפור שונה לחלוטין משום ששם מוצגת זכאות לפנסיה שנקבעת לפי דמוגרפיה וריבית עתידית בנוסף לסכום שהצטבר. אולם מכיוון שאין מעבר מקרנות אלה שהן מחוץ למסלוקה הפנסיונית, רלבנטיות המודל לגביהן היא מוגבלת. שאלה נפרדת שאיננה נוגעת למודל היא האם דיווח בקרנות פנסיה במתכונת קרן נאמנות ובלי קשר עם הזכאות לפנסיה הוא ראוי. אני חושב שאינו ראוי גם אם הוא מקל על יצירת המסלוקה הפנסיונית.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

עניין אחר שקשור למודל הוא ההנחה על פרמיית סיכון קבועה ביחס למח"מ הנכס. הנחה זו סותרת את מודל האופציות בו מושפעת פרמיית הסיכון מהמח"מ.

התייחסות לשאלות לדיון

שאלה ראשונה: האם יש להתייחס למודל של מרווח הוגן כמודל תואם IFRS ובפרט IFRS 13 לתמחור מכשירי חוב לא סחירים?

ההתייחסות היום בפרקטיקה של חברות הביטוח למודל היא כתואם IFRS בד"כ ב- LEVEL 2 להוציא מקרים חריגים בהם לפי המודל יש התאמה המבוססת על ירידה בדירוג האשראי כי אז ככל הנראה מדובר בירידה ל- LEVEL 3.

שלומי שוב: לכאורה המודל יכול להיחשב כתואם IFRS אם כי ייתכנו אף מודלים תואמים אחרים. הבחירה במודל לגבי חברות מדווחות שאינן כפופות להוראות הממונה על שוק ההון נתונה בידי ההנהלה של החברה וכפופה לנסיבות תוך בחינת שיקולי עלות ותועלת ומהותיות. כך למשל, ייתכן שכאשר מדובר בהשקעות בכמות קטנה יחסית של נכסים פיננסיים מהותיים יש לשקול מודל שלוקח בחשבון נתונים נוספים.

במסגרת הדיון ציין אחד הדוברים כי בהתאם ל-IFRS 13 כל חברה חייבת לקבוע בעצמה שאכן הסכומים שמחושבים הן בהתאם ל-IFRS, דבר אשר מטיל אחריות מלאה על החברה ולכן היא לא תוכל להסתמך לצורך חישוב השווי במודל של מרווח הוגן. כתוצאה מכך, כאשר התקן החדש ייכנס לתוקף מחייב תעלה בעיה מאוד גדולה לחברות אשר הינה - כיצד מיישמים את הבדיקה שאכן השווי הינו בהתאם ל-IFRS?

שאלה שנייה: האם יתכנו מצבים שהמודל מביא לתוצאה כי השווי ההוגן של הנכס הפיננסי במועד ההכרה הראשונית שונה מעלות רכישתו ואיך צריך להתמודד איתם לאור הקביעות של IAS 39, תוך הבחנה במידת הצורך בין אג"ח מיועדות לבין מכשירים אחרים.

א. בהתעלם מאג"ח מיועדות

בהתעלם מאג"ח מיועדות, נקודת המוצא של המודל היא העלות של הנכס הפיננסי ועל כן לא נוצר כלל מצב של רווח ב- DAY1. כלומר, המודל של מרווח הוגן מצמיד רק את השינוי בריבית הנגזר מההצמדה לקבוצת הייחוס שנקבעה ולא את הריבית עצמה. כאן קיים לכאורה חסרון מסוים בכך שלא קיימת במודל בקרת שוק על נתוני הפתיחה, לרבות בהקשר של בחינת הסיבות לשוני בין השווי ההוגן במועד ההנפקה לבין מחירה. ניתן אולי לראות זאת גם במעבר שהתרחש השנה ממודל שערי ריבית למודל מרווח הוגן, שבו כל חברות הדיווח

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שטיפלו בכך כבשינוי אומדן דיווחו כי לא היתה לכך השפעה מהותית – הדבר נובע ככל הנראה שנקודת המוצא של המודל הותאמה לנקודת הסיום של שערי ריבית.

לעניין זה יש לציין כי בהתאם ל- IAS 39 הראיה הטובה ביותר לשווי הוגן של מכשיר פיננסי בעת ההכרה לראשונה הוא מחיר העסקה, אלא אם מקבלים ראיה לשווי הוגן של אותו מכשיר על ידי השוואה לעסקאות שוק שוטפות אחרות הניתנות לצפייה במכשיר זה או בהתבסס על טכניקת הערכה שהמשתנים שלה כוללים רק מידע משווקים הניתנים לצפייה (AG 76). נראה כי אין שינוי בנושא בתקן החדש IFRS 9.

אמנם מ- IFRS 13 עולה כאילו באופן עקרוני יכול להיווצר רווח ביום הראשון אם מחיר היציאה שונה ממחיר הרכישה ומתיר להכיר ברווח הזה (סעיף 60), אבל זאת אלא אם כן תקן אחר אוסר זאת. לכן נדמה שלא צריך להיות שינוי בנושא בעקבות פרסום התקנים החדשים. יש לציין כי בעבר כאשר יושם המודל של שערי ריבית היו מצבים של רווח במועד ההכרה הראשונית. לעניין מודל שערי ריבית בעבר, יש להזכיר כי עמדת משרד האוצר היתה כי לא ניתן להכיר ברווח מיידי כזה והוא נזקף לפרמיה או לניכיון והופחת בשיטת הריבית לאורך חיי אגרות החוב.

ב. אג"ח מיועדות

השאלה שעולה לגבי אגרות חוב מיועדות הינה כיצד יש לחשב את השווי ההוגן שלהן? לדוגמה, נניח שהממשלה מנפיקה אגרת חוב מיועדת תמורת 100 ש"ח. להלן חלופות חישוב השווי ההוגן של אגרת החוב הנ"ל:

חלופה 1 – להוון את התזרים מאגרת החוב לפי עקום ממשלתי ולקבל שווי. הסכום שיתקבל בהתאם לחלופה הנ"ל יהיה גבוה מ-100 ועל כן יש להכיר ברווח במועד הרכישה.

חלופה 2 – ביום ההנפקה לראות מהו המרווח מעל העקום הממשלתי שהיה מביא לשווי 100 ול"מרווח" את הרווח על פני הזמן (דומה לטיפול לפי שערי ריבית).

חלופה 3 – להסתכל על העסקה כעסקת סוואפ ולא כעסקה בין קונה מרצון למוכר מרצון ולכן הסכום אינו אמור לשקף את תנאי השוק הנוכחיים. בהתאם לחלופה הנ"ל צריך להכיר במועד ההנפקה ברווח.

במקרה של אגרות חוב מיועדות, קיימת סובסידיה מאוד משמעותית מהממשלה ולכן בהגדרה מחיר הרכישה אינו מייצג את השווי ההוגן. לפיכך, נראה כי יש לבצע הפרדה בין מרכיב המענק הממשלתי לבין השווי ההוגן של האגח, ובמידה וההשקעה באג"ח המיועדת מטופלת בשיטת העלות המופחתת לפרוס אותו בהתאם ל- IAS 20 בשיטת הריבית על פני אורך החיים של אגרות החוב. נדמה כי פתרון זה מתיישב גם עם המהות הכלכלית של אגרות חוב אלו. יש לציין כי אילו היה מדובר בנכס פיננסי שנמדד בשווי הוגן דרך רווח והפסד אזי לפי הכללים של IAS 20 יירשם רווח מיידי ב-day 1.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שאלה שלישית: במידה והתשובה ל- 1 הינה חיובית, האם צריך לבצע בו שימוש גורף בחברות הציבוריות לצורך דרישות הגילוי על שווי הוגן בהתאם ל- IFRS 7?

עצם העובדה כי קיים גוף אחד שמבצע הערכה באמצעות מודל שהוא נאות אינה שוללת שימוש בהערכות אחרות או מודלים אחרים. בסופו של דבר ההחלטה על נאותות אומדני השווי ההוגן נתונה לכל הנהלה והנהלה בפני עצמה בהתאם לנסיבות, לרבות שיקולי מהותיות ושימוש באילוץ עלות תועלת.

יש לציין כי חברות הביטוח שלהן זמינות לנתונים עושות במודל שימוש גם לצורך הגילוי על השווי ההוגן של נכסים פיננסיים לא סחירים בתיק הנוסטרו שלהן ומתייחסות לכן למודל כתואם IFRS.

שאלה רביעית: כיצד המודל בפרט ומדידת שווי הוגן של נכסי חוב לא סחירים בכלל עולים בקנה אחד עם מדידת נכסי תוכנית בהתאם ל- IAS 19 שנעשית בפרקטיקה על פי הדיווחים של חברות הביטוח על ערכי פדיון?

בדיון עלה כי מרבית החברות בפרקטיקה מתבססות על הציטוטים של קרנות הפנסיה ו/או חברות הביטוח מהדוחות התקופתיים שלהם למבוטחים. יחד עם זאת, אין זה בטוח שציטוטים אלה, שמתייחסים לערך הפדיון, עונים להגדרת שווי הוגן ב- IFRS.

במקביל הועלתה על ידי רואי החשבון גם בעיית הבקרה והביקורת בהקשר של הסתמכות של הנהלה ורואי החשבון על נתונים אלה. בהקשר זה ציין אחת הדוברים כי לפני כשנתיים וחצי ה-PCAOB קבע לגבי חברה בארה"ב שהחזיקה נכסים בקרן פנסיה, שהיא אינה יכולה להסתמך רק על הסכומים המחושבים עבורה על ידי לשכת שירות, אלא, היא חייבת לבחון את כל הבקרה של לשכת השירות בכדי לוודא שהסכומים המתקבלים הינם נכונים.

נראה כי מאחר והמודל הנ"ל שואף לאמוד את השווי ההוגן של נכסי התוכנית הוא עדיף על ערכי הפדיון של חברות הביטוח וקרנות הפנסיה לצורכי IAS 19.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת “פורום שווי הוגן” (FVF) Fair Value Forum היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, וזאת על רקע הוואקום המקצועי שנוצר בתחום השווי ההוגן לצרכי דוחות כספיים. הפורום משמש כקבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות המקצועיות, כפלטפורמה לשיתוף ידע מקצועי בתחום וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשתמשים בדוחות.

בפורום שהוקם במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, משתתפים הרשות לניירות ערך, המפקח על שוק ההון ונשיא לשכת רואי חשבון.

הפורום, בראשותם 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 כ- 25 מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה, המימון, האקטואריה, השמאות, וייתר הערכות השווי.

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.

הפורום יקיים מפגש חודשי על מנת לדון בסוגיות מקצועיות שנמצאות על סדר היום.

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

אתר הפורום: www.fvf.org.il

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חברי הפורום (לפי סדר א'-ב'):

פרופ' רפי אלדור (המרכז הבינתחומי הרצליה), גיורא אליגון (אקטואר), רו"ח אלי אל-על (חברת שווי הוגן), רו"ח אביבית בן שמחון (KPMG סומך חייקין), רו"ח נבו ברנר, אבי ברבור (אקטואר), ירון בלוד (לאומי פרטנרס), רו"ח דוד גולדברג (לשכת רואי חשבון), פרופ' דן גלאי (האוניברסיטה העברית), אלון גלזר (לידר ושות'), פרופ' צבי וינר (האוניברסיטה העברית), רו"ח דני ויטאן (KPMG סומך חייקין), רו"ח שחר זיו (זיו האפט BDO), רו"ח יובל זילברשטיין (גיזה זינגר אבן), רו"ח גיא טביביאן (ברייטמן אלמגור זוהר Deloitte), רו"ח רם לוי (Variance Economic Consulting Ltd), מר איציק מאיסי (מעלות S&P), רו"ח גיל מור (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח רונן מנשס (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), חיים מסילתי (שמאי מקרקעין), רו"ח זאב נהרי (לאומי פרטנרס), פרופ' יורם עדן (המסלול האקדמי המכללה למנהל), רו"ח גל עמית (עמית חלפון), יוסף פישלר (שמאי מקרקעין), רו"ח צור פניגשטיין (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח אורן פרנקל (אלוני חץ), רו"ח דורון קופמן (נשיא לשכת רואי חשבון), רו"ח גדי קוניא (גזית גלוב), רו"ח עינת שפרלינג (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), שלי תשובה (טריגר פורסייט).

משקיפים:

עו"ד שיראל גוטמן עמירה (רשות ניירות ערך)
פרופ' עודד שריג (הממונה על שוק ההון)
רו"ח עידו גליל (הפיקוח על הבנקים, בנק ישראל)