

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

תאריך המפגש: 05/02/2026

נושא המפגש: "השינויים המוצעים בדיווח התקופתי בישראל: דיון בהמלצות הביניים של הוועדה שהקימה רשות ניירות ערך"

לחומר הרקע למפגש: [לחצו כאן](#)

לרשימת המשתתפים: [לחצו כאן](#)

צוות מקצועי: דניאל אלביליה, טוהר זיני, ניר פלד, דותן פרידמן

שלומי שוב

בוקר טוב, אנחנו עוסקים הבוקר במסקנות הביניים של ועדת חמדני - זה נושא קריטי לשוק ההון. עברתי על דוח הביניים ואני חייב להגיד שלדעתי יש עוד מה לעבוד עליו כי אנחנו חושבים שהועדה צריכה לעשות באמת שינוי קונספט - ובדיוק בגלל שזה דוח ביניים יש מה לשפר לקראת הדוח הסופי וזה הזמן לכך. הכי חשוב זה שלא נפספס את האתגר הגדול שלפנינו - זה לא ארגון מחדש של הפרקים ושינוי סמנטיקה ואפילו לא הסלוגן של "קיצור הדוחות" אלא ממש שינוי קונספט - מעבר מתפיסה של ציות פורמלי לתפיסה של דיווח ניהולי-עסקי אמיתי למשקיעים. לפני כ- 7 שנים קיימנו כאן בפורום דיון משמעותי על דוח ברנע והמסקנה היתה גישת ההנהלה אבל לא כסיסמא וזה עוד היה לפני שידענו מה זה AI שרק מחדד את החשיבות של כך.

אני חושב שכולם מסכימים איתי סביב השולחן שמצב הדברים היום הוא שיש לנו בעיה של "ביצה ותרנגולת", מרבית החברות (ויש לכך כמובן יוצאים מהכלל, צריך תמיד להיזהר מהכללות) מדווחות בשביל לדווח - כלומר בכדי לצאת ידי חובה והמשקיעים כפועל יוצא מדלגים על הדיווח הזה וזה כמובן מעגל שוטים שמזין את עצמו.. בקיצור זה יותר משחק של יועצים משפטיים. ותכף אגיד לכם מה אני חושב שצריך לקרות כדי לשבור את המעגל הזה - זה שינוי תפיסה קשוח גם של החברות אבל לא רק - גם של הרגולציה!

אז קודם כל כדי שגישת ההנהלה תהיה אפקטיבית חייבים לעגן אותה – ואפשר ללמוד כאן מה- IFRS שמאמץ בשני בעשורים האחרונים את גישת ההנהלה – כך למשל ב- IFRS 8 שהוא אולי התקן החשובנאי המשמעותי והרגיש ביותר – מגזרי הפעילות והדיווח עליהם נקבעים על בסיס הדיווח ל-CODM לצורכי קבלת החלטות. דוגמה נוספת היא IFRS 18 החדש, שעסקנו בו בשנה שעברה בפורום, ועושה מהפכה בדיווח על התוצאות, אשר קובע את מדדי הנון גאפ, ה- MPMS, שידווחו בדוחות הכספיים לפי המצגת למשקיעים. אני קורא לגישה הזאת "האח הגדול".

זה אומר שחייבים עוגן וחייבים גם מסגרת מינימום של מידע. אני הצעתי בזמנו לעגן את הדיווח בדוח התקופתי על בסיס הדיווחים של הנהלה ובכלל זה סמנכ"ל הכספים לדירקטוריון, כמובן בכפוף לענייני סודיות. תחשבו על הדוח התקופתי של הבנקים שהוא רווי במלל, טבלאות בלי סוף ונתונים לא רלבנטיים – הרי סמנכ"ל הכספים של הבנק יודע מן הסתם לזקק לבורד שלו את העיקר..

אותו דבר צריך להיות גם לגבי ה- KPIs. אם לא נגדיר דיווח מינימלי של KPIs ענפיים, השוק יישאר עם מצגות שיווקיות במקום מדדים בני השוואה. חייבים כאן סטנדרטיזציה לגבי אותם מדדים שחשובים למשקיעים, כמו שהרשות עשתה לגבי ה- FFO בנדל"ן המניב. אני חושב למשל שבחברות SaaS צריך שתהיה סטנדרטיזציה של ה- ARR שהוא קריטי למשקיעים וזה לא סותר אם החברה רוצה להוסיף עוד יחס ניהולי או התאמה כמובן בגבולו של שקיפות ועקביות אבל לא במקום. או למשל מכירות של חנויות זהות Same Store Sales בקמעונאות, או למשל כשמדברים על חברות ביטוח אזי צריך ליצור סטנדרטיזציה של הרווח החיתומי שזה המספר הכי קריטי למשקיעים כיום תחת IFRS 17 וכו'. אחרת לא ניתן להשוות ביצועים.

פשוט צריך לעבור ענף ענף ולעשות סדר. רק תחשבו כמה תחום האנרגיה פרוץ היום וכמה צריך לעשות שם סדר. אני חושב שמהלך כזה גם יביא לכאן משקיעים זרים וישים את שוק ההון שלנו במקום אחר.

אבל זה לא מספיק – המעבר בין סיסמאות לשינוי קונספט מחייב אכיפה. שינוי אמיתי בתפיסת הדיווח צריך גם להגיע מהצד של הרשות – כי הרבה יותר קשה לאכוף את גישת ההנהלה וזה אתגר שהרשות צריכה לקחת על עצמה. גם אם זה אומר להחזיר דוחות עמוסי מידע שלא נוגעים בעיקר. תסתכלו למשל על הקושי באכיפה של IFRS 8 וזה תקן קריטי כי הוא פותח את הפעילות והמספרים לדוח התקופתי.. אפרופו הדיון שלנו היום. המצב כיום בארץ בנושא לא מושלם בלשון המעטה, בין היתר בקמעונאות..

אין מה לעשות, יש קשר חזק בין רגישות למנהלים לבין רלבנטיות למשקיעים – ובאמת בביאור על מגזרי הפעילות – שכאמור נערך לפי גישת ההנהלה, רואים את זה הכי חזק והחברות פועלות על מנת לצמצם ככל הניתן את החשיפה שלהם – וגם שם האכיפה של הרשות היא הדבר המרכזי.. ממש רואים מגמות באיכות הדיווח על מגזרים לפי מדיניות האכיפה והפרסונות המטפלות בכל ברשות בנושא על פני השנים...

יש כאן אתגר אכיפתי שצריך לעמוד בו וזה לא קל. הכי קל לרגולציה זה לאכוף תקינה מבוססת כללים. אתם יודעים בשבוע הבא יש מבחן לסטודנטים שלי שמרכיבים את הצוות המקצועי של הפורום – זה עם חומר פתוח אבל אני ממש מגביל אותם במילים של כל תשובה וגם הבדיקה מענישה על תשובות גנריות ומתגמלת על אותנטיות ויצירתיות..

זה לא פשוט גם לנו כסגל אבל אין מה לעשות חייבים רגולציה ואכיפה גם בגישת הנהלה..

שימו לב שעד כה כל העניין של קיצור הדוחות וחזרתיות שמדברים עליו עכשיו שוב לא הצליח – חד משמעית. פרויקט קיצור הדוחות של הרשות שיצא לדרך בשנת 2012 נכשל בתכלס. הועדה עצמה מדברת על כך ש"אינפלציה דיווח" לא נעצרה מאז, בלשון המעטה. אגב, הרשות חזרה על נושא קיצור הדוחות גם כעת במכתב שיצא לתאגידים לפני שבועיים לגבי דוחות 2025 ותרשו לי להמר שגם כאן לא נראה שינוי מהותי..

למה זה קורה? כי המשפטיוזציה שולטת ולכולם זה נוח. עורכי הדין מיעצים להכניס הכל כדי לא לקחת סיכונים ומבחינת המנהלים זה סבבה להטביע את המשקיעים בתוך ים של חומר כשאין באמת רצון לדווח על הדברים הרגישים.. להפך - אני זוכר אפילו שלפני כמה שנים אחד ממנהלי החברות הכי גדולות במשק אמר לי שהוא הכניס מידע רגיש מסוים בתוך בליל של דברים כדי שלא ישימו לב.. כאן בדיוק נמצאת הבעיה! זה מעגל השוטים..

עשינו באמצעות הצוות המקצועי של הפורום בדיקה של מספרי עמודים בין הדוחות בישראל למנפיקים מקומיים בארה"ב. גילינו תופעה מעניינת – שלא רק שהדוח התקופתי בישראל הרבה יותר ארוך בכל הסקטורים (וזה עוד מבלי שנטרלו את הדיווח על גורמי הסיכון שיכולים להגיע שם ל- 50-60 עמודים..), אלא גם הדוחות הכספיים עצמם ארוכים משמעותית יותר. זה מרמז שמדובר בבעיה שורשית של תפיסה הדיווח שגם קיימת בדוחות הכספיים, הרי לא קיימים הבדלים כה עצומים בין היקפי הגילוי בין ה-USGAAP ל-IFRS. ומזכיר לכם שיו"ר ה-SEC אטקינס היה כאן לפני כמה שבועות ודיבר על זה שהוא רוצה לקצר את הדיווחים..

אגב, אחת הבעיות היא כנראה הדוחות לדוגמה של המשרדים הגדולים שזה ב-IFRS משהו כמו 100 עמודים בפונט קטן יחסית וגורמות לכולם לעשות "העתק הדבק" של גילויים וביאורים וכו... אגב, ממה שאני זוכר המשרדים לא מפרסמים ב-USGAAP דוחות לדוגמה בגלל נושא אי התלות ומחשש מתביעות – ואולי גם זה יכול לתת לנו רמז למקורות הבעיה..

ולא פחות חשוב הוא נושא שהועדה לא התייחסה אליו בדוח הביניים והוא התזמון של המידע. האמריקאיים עשו לפני יותר מ-20 שנה קיצור לדד לין של החברות הגדולות בדוחות השנתיים והרבעוניים ל-60 ו-40 יום בהתאמה. נטפליקס ומטא כבר פרסמו בינואר את ה-K 10 של 2025. לפני כעשור היה מהלך כזה בישראל שהתחיל עם הבנקים אבל לצערי נעצר מסיבות לא ענייניות. דו"חות חמשת הבנקים הגדולים ל-2015 פורסמו ב-23-29 בפברואר 2016, והדו"חות לרבעון השלישי ל-2016 פורסמו ב-14-17 בנובמבר.

אין סיבה שהחברות הגדולות לא יקצרו את הדד ליין. תחשבו על העולם הטכנולוגי של היום שלא לדבר על מהפכת ה-AI לא סביר שהמשקיעים יחכו כל כך הרבה זמן, שלא לדבר על בעיית מידע הפנים. גם רואי החשבון יודעים לעשות ביקורת כלשהם רוצים מהר מאד ואנחנו רואים שהם דה-פקטו גם אם לא אומרים את זה רשמית בודקים את המספרים של הדיווחים של הדואליות בינואר על הרווחים השנתיים כדי שלא יהיו סטיות בדוחות הסופיים – מה גם שזה גם יעזור לקדם את הטכנולוגיה אתל רואי החשבון וזה חשוב.

הוועדה הזאת צריכה לדעתי לקחת החלטות היסטוריות אמיצות! זה בדיוק הזמן ולא להיות במוד השגרתי והמרצה של "חלוקת טופינים" לחברות... בהקשר הזה אני חושב שגם ההמלצה של הוועדה לעניין הדיווחים המיידים פועלת בכיוון ההפוך! ותכף נדבר על זה גם אם זה לא פופולארי.

בשורה התחתונה, רק אם נצא מהדיון הזה עם ההבנה שגישת ההנהלה היא לא הקלה – אלא דרישה לחשוף את מה שבאמת חשוב להנהלה – נצליח לשבור על מעגל השוטים הקיים היום. זה לא רק עניין של דוח קצר זה עניין של דיווח כדיאלוג ולא ככיסוי בשביל לצאת ידי חובה. כן - דיווח רלבנטי צריך לגעת בדברים הכי רגישים לפי החשיבה הניהולית – פשוט לספר את הסיפור – איך החברה מתנהלת עסקית לפי העוגן שדיברנו עליו!

מי שמכיר אותי יודע שמבחינתי עקרון העל של החשבונאות הוא להסתכל למשקיעים בעיניים ולראות אם דיווחנו להם נכון על העסקה או האירוע. לצורך כך, חשוב שיהיה מנגנון אחריות מידתי שיאפשר להנהלות לתת מידע חשוב מבלי הפחד מתביעות – ורד פיליקובסקי ראשת תחום ניירות ערך במכון הפניקס לחקר שוק ההון שהכינה את נייר המדיניות מטעם המכון תתייחס לכך בהמשך. במסגרת נייר המדיניות אנחנו גם רואים שלא לבטח את הדוחות הסולו שהם קריטיים לבעלי החוב וגם חשובים במקרים רבים למחזיקי המניות והצענו פתרון קבע בנושא.

כאינדיקציה חזקה, כל עוד נמשיך למצוא את עצמנו כשעורכי דין ויועצים כותבים את הדיווח ולא המנהלים עצמם לא עשינו כלום – ובהקשר הזה, אסף, בלי לפגוע באף אחד בבקשה – אני ממליץ שאת הדוח הסופי של הוועדה יכתבו בעיקר מי שהם לא עורכי דין..

יש לנו כאן היום את אחד מהדיונים המעניינים והחשובים שהיו לנו – נמצאים פה – יו"רים, מנכ"לים וסמנכ"לי כספים מצד אחד ונציגי שוק ההון מהצד השני וכמובן גם נציגי רשות ניירות ערך בראשות היו"ר ספי זינגר וראש מחלקת תאגידים אמיר הלמר.

תודה שהגעתם לשמוע את דעתנו ואני חושב שזה בדיוק ההזדמנות לשפר את הדברים לקראת הדוח הסופי. ובכלל יש לנו כאן מפגש פסגה בין אסף חמדני – יו"ר הוועדה הנוכחי לאמיר ברנע יו"ר הוועדה הקודם אז נראה לי שאי אפשר היה לכתוב תסריט מעניין מזה.. יש לנו גם הצעה לפתרון קבע בנושא דוחות הסולו, שכללנו בנייר העמדה שצירפנו לכם אתמול.

אמיר ברנע

רק למען הרקורד, הזכרת את הוועדה שקדמה לוועדת חמדני. אני רוצה לציין שמבחינה מקצועית חלק ניכר מדו"ח הוועדה היא נעשה על ידי דוקטור אייל סולגניק ואביבה בן משה שניהם אם אני לא טועה עבדו אז ברשות ניירות ערך. והתרומה שלהם לדו"ח הוועדה היא הייתה קריטית. אני מודה לחברי וועדת חמדני, הם עשו עבודה יסודית, מקיפה, שכללה בחינה ביקורתית של כל סעיף בהוראות הגילוי, מנקודת ראות של מהותיות, מניעת כפילות, קיצור דו"חות, פורמט מסודר, עם פרקים מובחנים, עם הגיון פנימי. פירוק מגזרים ומדדי ביצוע, KPI, אומדן גילוי שהוא נגיש לטכנולוגיה, דבר שחשוב לאלגוריתמים ובינה מלאכותית. הוועדה אימצה את הגישה ששלומי דיבר עליה, נקודת המוצא של ההנהלה, עם דרישה שתאפשר השוואה רוחבית בין החברות. למעשה נושא זה נסגר, בהשוואת האינפורמציה בדו"ח התקופתי, עם אינפורמציה שהייתה בתשקיף. תיאור עסקי החברה בתשקיף, הוא אב טיפוס של היקף האינפורמציה שצריך להיות בדו"ח התקופתי. לפנינו רק דו"ח ביניים של ועדת חמדני שמשקף רק חלקית את המלצות הוועדה. ואני שואל את השאלה הפשוטה הבאה, מה פירוש נקודת המוצא של ההנהלה? להבנתי, נקודת המוצא של ההנהלה פירושה עקביות בין המידע שמועבר למשקיעים בדו"ח, לבין המידע שמשרת את ההנהלה בהחלטותיה. כמובן תוך שמירה על מהותיות והגנה על סודיות מסחרית. זה תחת העיקרון של העקביות, מה לדעתי יש לכלול בדו"ח ואיננו. ראשית התייחסות לתחזיות, לצפי. למיטב ידיעתי, תחזיות וצפי הן בלב פעילות דירקטוריון והנהלה. ההפתעה היא שאם תחזיות הן בלב פעילות ההנהלה, למה אין כלום בדו"ח הנוכחי שמתייחס לנושא התחזיות. חוץ ממשפט אחד בעמוד 47, עמוד אחד מתוך 119 עמודי הוועדה כן? הוא כותב שאין חובה לפרסם, אך יש לעודד לספק תחזיות, עמוד 47 בשורה למעלה. זאת אומרת, אלמנט מרכזי בעבודת הנהלה ועבודת דירקטוריון, שזה יצירת תחזיות, תוכנית אסטרטגית ותוכנית עבודה שעקבית עם תוכנית אסטרטגית, אין פה. עכשיו, תוכנית עבודה וניתוח, אני אומר תראו, אני מצטער, אני יושב בדירקטוריון ואני רואה, המעקב אחרי תוכנית עבודה וניתוח הסטיות בין ביצוע ובין תוכנית העבודה במהלך חודש, רבעון ושנה, הוא בלב פעילות ההנהלה והדירקטוריון. כל הבקרה מתמקדת בנושא הזה, זה איננו. קראתי את הדו"ח, ולא מצאתי התייחסות לשאלה הזאת, בוא נאמר אפילו אם יש נניח התפתחות עסקית, שבעיני ההנהלה יש לה משמעות לגבי העתיד. אז יכול להיות שיהיה איזה דיווח מידי מקוצר, אבל איך הדבר הזה יבוא לידי ביטוי בדו"ח? איפה? איפה ביקשתם? איפה ההתייחסות לזה? כלומר, לדעתי היעדר הנושא הזה מביא לתקוות שווא. לדוח שמגשר בין פעילות ההנהלה עם הדיווח למשקיעים. זאת אומרת, אני מחפש את הקשר בין הצעות הוועדה לדיווח למשקיעים, ובין פעולת ההנהלה והבורד. לפי דעתי הקשר הוא בלב העניין. האם יש קשר? ובמיוחד הרי דרך הפעולה של ההנהלה והבורד, היא צופה פני עתיד. והדו"ח הוא היסטורי. כל הדו"ח המוצע פה עם התיקונים שלו הוא היסטורי. אני לא נכנס לשאלה של הדיווחים המידיים, אני רק רוצה לסיים ולהדגיש שמה שנקבע לפני 20 שנה ויותר, ודאי שדורש ריענון מאסיבי. והוועדה עושה אותו ביסודיות,

מתייחסת באמת לאלמנטים שאמרתי קודם, אבל אני בספק, אם דו"ח הביניים באמת מגשר בין דיווח למשקיעים ובין פעולת ההנהלה בלשון אמיתית הוא לא מגשר.

ספי זינגר

בוקר טוב ושלוש לכולם, תודה על ההזמנה, תמיד משמח להגיע לפה והיום במיוחד, בין ברנע לחמדני, זה ממש מעבר בין דורי. אני לא רוצה לדבר על ההמלצות עצמן – כי בעיקר באנו לפה לשמוע – אני כן רוצה לדבר קצת יותר מלמעלה על מה שהוביל אותנו, ועל מספר נקודות שמבחינתי הם ציונים חשובים בעבודה של הוועדה.

שלושה שותפים באדם, אביו, אימו והקדוש ברוך הוא. בפראפרזה, גם לעולם הדיווחים יש שלושה שותפים, המשקיעים, החברה והרגולטור. אני רוצה לדבר על השותפות הזאת בכמה רבדים. קודם כל, מבחינת הרכב הוועדה, הוועדה הוקמה כוועדה ציבורית שמשתפת את כל השחקנים ולא בכדי. אם אתם מכירים קצת איך נראות וועדות ממשלתיות או וועדות ציבוריות בשנים האחרונות, רובן, לא כוללות את השוק, נותנים לשוק להופיע בפני הוועדה, אבל הוועדות עצמן בדרך כלל לא מחברות את השוק. בוועדה הזו בכוונה תחילה, בחרנו לא לעשות כך. בחרנו לעשות וועדה, עם כל השוק, עם כל הצדדים של השוק, עם כל המגוון של השוק, מתוך הבנה שזו הדרך הנכונה לייצר את אותה שותפות שדיברתי עליה. כלומר, ראייה שמסתכלת על כל השחקנים וכל השותפים בדו"חות החברות. והבחירה הזאת גם משפיעה על המסקנות של הוועדה.

התפיסה הזו באה לידי ביטוי גם במסקנות הדוח. אני רוצה לדבר על שני עקרונות על. העיקרון הראשון שנמצא לכל אורך דו"ח הוועדה, הוא רעיון המעבר מפורמליסטיקה למהות, כלומר מיקוד במה נדרש למשקיעים בדו"חות. בבסיס הדיווחים, הם הדרך שבה החברה מתקשרת עם המשקיעים שלה. תפקיד הרגולציה הוא לייצר סטנדרטיזציה, ולהרחיב במקומות מסוימים את חובות הדיווח. אבל אסור לשכוח שהדיווחים נועדו ביסודם לשרת את המשקיעים, לא את הרגולציה. צריך להגיד ביושר, שמסיבות שונות, לפעמים העיקרון הפשוט הזה קצת התעמעם.. זהו אחד מעקרונות העל של הוועדה – חיפוש ומיקוד הדיווחים במהות שנדרשת למשקיעים.. ההמלצות של הוועדה הם צעד חיוני לשם כך אך לא צעד מספיק. השינוי הזה לא יכול לקרות רק מרגולציה, או רק מחקיקה. הוא חייב להיות מלווה גם בפרקטיקה הפיקוחית.

זאת הכוונה שלנו. המיקוד במהות ובעיקר יכווין גם את העבודה הפיקוחית השוטפת כך שזו תתמקד פחות בפורמליסטיקה ויותר בשאלה המהותית האם המידע שניתן למשקיעים הוא המידע הרלוונטי? האם יש פה את המידע שהמשקיעים צריכים כדי לקבל החלטות השקעה מושכלות? העקרון השני שאני רוצה לדבר עליו בדו"ח באופן כללי הוא התבססות על הדין האמריקאי. גם בהקשר הזה, הדבר משקף תפיסה רגולטורית יותר רחבה של התאמת הרגולציה הישראלית לסטנדרטים המקובלים בעולם.

אנחנו לא מעט זמן מדברים על הנושא, קראנו לזה: "מיישרים קו עם העולם". המטרה היא לייצר סטנדרטיזציה של רגולציה בישראל, שתדמה לשווקים הגלובליים, מתוך תפיסה שאנחנו צריכים

להיות חלק מהשווקים הגלובליים, מתוך תפיסה שהכלכלה הישראלית יכולה וצריכה להיות שחקן באקוסיסטם הגלובלי. התפקיד שלנו כרגולטור בהקשר הזה הוא לבנות את הרגולציה הישראלית כך שתהיה יותר מכוונת, יותר מוסדרת ויותר תואמת לרגולציה המקובלת בשווקים המובילים בעולם. זה לא אומר שבכל נקודה נהיה זהים. אנחנו צריכים לבחון כל נושא לגופו ולעשות את ההתאמות הנדרשות למשק הישראלי ולמאפיינים הייחודיים שלו אבל זה בהחלט אומר שזה קו המחשבה שלנו, וזו נקודת המוצא שלנו ביצירת רגולציה חדשה.

יש לעיקרון הזה גם מחירים. לפעמים אנחנו פחות אוהבים את הרגולציה המקובלת בעולם.. אבל אם מסתכלים על התמונה הרחבה, חשוב להבין שלכל סטיה יש מחיר בהיבט הסטנדרטיזציה עם השווקים הגלובליים. זה העיקרון המוביל, והעיקרון המוביל הזה, עליו אנחנו משתדלים לשמור, כמובן מתוך התאמות למציאות, מתוך התאמות לסטנדרט הישראלי, לפרקטיקות שבישראל אבל זה הכיוון שמנחה אותנו.

אני רוצה להוסיף גם נושא נוסף במבט צופה פני עתיד. דיברתי על זה גם בכנס שהיה לא מזמן עם יו"ר רשות ניירות ערך האמריקאי.

אחת המסקנות המשמעותיות מהדו"ח הזה, זה החשיבות של יכולת קביעת הכללים, מה שנקרא: Rule making power. לרשות ניירות ערך. הדו"ח הזה בעיניי הוא דוגמה מצוינת לצורך האקוטי הזה בשלושה מובנים.

ראשית, עצם העובדה שעברו 20 שנה מאז דו"ח ברנע ועד לדו"ח הזה. זו תקופה הרבה יותר מדי ארוכה בשביל התיקונים האלה. העולם משתנה הרבה יותר מהר מאשר מקצבים של 20 שנה. הסיבה העיקרית לקיפאון הארוך הזה היא העובדה שתהליכי החקיקה הם ארוכים ומורכבים. כך בכלל וכך במיוחד בתחומי האחריות של הרשות בהם מדובר בנושאים מורכבים וטכניים שקשה לקבל לגביהם קשב מהדרג הפוליטי. חשוב גם להגיד שלא מדובר בהחלטות ערכיות או החלטות מדיניות רוחבית שבהם חשוב פיקוח ואישור של הדרג הנבחר. אנחנו מדברים על נושאים טכניים/מקצועיים שמקובל להסדיר בהוראות רגולטור, גם בישראל וגם בעולם. הסיבה היחידה שברשות כל תיקון דורש תקנות היא שאריות היסטוריות של מבנה רגולציה שנכון היה לשנות השבעים והשמונים. הוא אינו מתאים לרגולציה פיננסית מודרנית והתוצאה היא סטגנציה.

שנית, זה חשוב גם להפחתת רגולציה עודפת. רגולציה, בדרך כלל בנויה בשכבות שנבנות אחת על גבי השנייה. הניסיון מראה שרגולציה ממוקדת יותר ביצירת שכבות נוספות ופחות בבחינה מחודשת של ה-"מלאי" של הרגולציה הקיימת. ככל שהתהליך של קביעת רגולציה יהיה יותר גמיש, יותר מהיר, היכולת שלנו כרגולטור לעשות את זה, תהיה הרבה יותר גבוהה וכך גם הלגיטימיות של הדרישה מאיתנו לעשות את זה גם היא תהיה יותר גבוהה. אם לנו יש, 'סלוטים' קטנים מאוד של חקיקה, אז מטבע הדברים ב'סלוטים' האלו ננסה יותר לצמצם סיכונים, ופחות להתמקד בצמצום עמודים או הפחתת היקף הדיווחים. שלישית, זה חשוב גם במבט צופה פני עתיד. בדו"ח לדוגמה יש לא מעט אמירות בקשר ל-AI, אבל אין המלצה אופרטיבית בקשר לזה, כי אנחנו בעולם מתפתח, זה עולם שאנחנו לא יודעים בדיוק להגיד לאן הוא יגיע אבל בהחלט יכול להיות שבגלל AI, או בגלל התפתחות

טכנולוגית חדשה אחרת שאנחנו לא מכירים, בעוד שנתיים או שלוש, יהיה צורך בשינויים נוספים. דוגמה נוספת, נושא קיצור הדו"ח אולי יהיה פחות רלוונטי בעולם שאנשים כבר מפסיקים לקרוא, הדרך שבה זה מונגש, הדרך שבה דברים נקראים, כל הדברים האלה יכולים לעבור שינויים מאוד מאוד משמעותיים וגם מאוד מהירים. ובשביל שאנחנו נהיה רלוונטיים ובשביל שאנחנו נוכל להתאים את עצמנו לא פעם ב-20 שנה וגם לא פעם ב-10 שנים, אלא כשיש באמת צורך בזה, והצורך הוא הרבה יותר דחוף, חייבת להיות גמישות בקביעת הרגולציה.

אנחנו מנהלים את הדיון הזה כבר תקופה מול התעשייה. החשש שלהם הוא מעודף כוח לרגולטור. אני יכול להבין את החששות אבל חשוב להבין שהמחיר לתעשייה מהיעדר גמישות הוא הרבה יותר גבוה מהחשש מזה שיהיה עודף כוח לרגולטור. זה לא אומר שצריך לתת כוח בלתי מוגבל, יש תהליכי היועצות, תהליכי שיתוף ציבור. הם היום גם מפותחים ואפשר לחשוב איך משכללים אותם עוד יותר. אבל בסוף גמישות רגולטורית היא אינטרס של התעשייה לא פחות מכך שזה אינטרס של הרגולטור. אם יש לקח רוחבי שצריך לקחת מהדו"ח הזה – זה הלקח. תהליך יצירת הרגולציה צריך להיות עם יכולת להתאים את עצמו למציאות לא בקצבים של 20 שנה אלא בקצבים הרבה הרבה יותר מהירים.

שלומי שוב

תודה, ספי. אני רק מסתכל על הדוגמה המביכה של הפיגור שלנו בעשרות שנים בנושא ה- XBRL ומתבייש שבעידן הטכנולוגי של היום אנחנו עדיין בעולמות של PDF. והרשות ניסתה, זה לא שלא ניסתה, אבל לא היה לה את הכוח להעביר את זה לאור העלויות מבחינת החברות המדווחות.

אסף חמדני

ראשית, אני מודה לשלומי ולאמיר על ההזמנה. אני מסתכל על אמיר וחושב לעצמי אם עוד 25 שנה יביאו אותי לדון בוועדה, מה אני אחשוב. אני לא יודע אם הייתי שמח או לא. עוד מעט גם אראה לכם שלפעמים אתה מאוד מעריך עבודה של מישור ואז הוא נוזף בך על זה שבעצם לא שינית שום דבר ממה שהוא כתב לפני 25 שנה על מידע צופה פני עתיד. אני רוצה לברך את שלומי על הקמת מכון הפניקס. המכון החדש והקהל שנמצא כאן היום רק מעידים על האכזר של העבודה. אני אתייחס בקצרה כי המטרה המרכזית שלנו היא לקבל הערות, אני מודה לחברי הוועדה, וגם לסגל הרשות שעשה עבודה באמת מאוד אינטנסיבית. לספי, עוד לא החלטתי אם אני מודה או לא, על הכבוד להיות יו"ר הוועדה, ייקח עוד זמן. תראו, הוועדה כמו ששמתם לב, עבדה בשני צירים בעצם. יש לנו הרבה מאוד המלצות קונקרטיות, שזה נובע מכך שאם כבר מתכנסת ועדה אחרי הרבה מאוד שנים, אז זו הזדמנות לעשות קצת סדר. אבל מה שאני אדבר עליו בקצרה הם הדברים שניסינו לעשות יותר ברמה הקונספטואלית, לא לקצר את הדו"חות, אלא איך להפוך אותם להיות יותר רלוונטיים. ואני רוצה לומר משהו שהוא סוג של תשובה גם לשלומי וגם לאמיר, בואו נעבור רגע לעולם אחר, כן? אנחנו כבר יודעים היום שחלק מבעיות יוקר המחיה בישראל נובעות מכך שהיו הרבה אנשים שהיו רעיונות מצוינים על איך לעשות תקינה למזגנים, למשל, ואיך לעשות תקינה בכל מיני הקשרים אחרים וכן הלאה. לכל אחד אני מניח הייתה מחשבה מאוד סדורה של למה זה הדבר הנכון ולמה כולם טועים

ואנחנו צודקים אבל בסופו של דבר, כמערכת, אני חושב שאנחנו לומדים היום שהתועלת (של תקינה מקומית) לא הצדיקה את העלות. וזה מביא אותנו לפער בין העולם האקדמי לעולם של מדינה כמו ישראל, כשהיא עושה רגולציה. אני יכול לחשוב שיש לי מודל מדהים לאיך צריכים להיראות דיני ניירות ערך, ובשיעור הבא בקורס מבוא לדיני ניירות ערך אולי באמת אדבר על המודל שלי. אבל לא בטוח שבתור יו"ר ועדה הייתי ממליץ לספי לנסות את המודל הזה עכשיו פה בישראל. יכול להיות שצריך לכתוב מאמר אקדמי בנושא הזה, אבל לא בטוח שזה רלוונטי לרגולציה. אני חושב שזה מתחבר לשתי נקודות, במענה מאוד מהיר, לדברים ששלומי ואמיר אמרו. ראשית, לא כל הדוח מבוסס על גישת הנהלה רק החלק שעוסק בדו"ח ההנהלה שמדבר על איך צריך להראות דו"ח ההנהלה. אנחנו לוקחים את ההתייחסות לגישת הנהלה לא במובן החשבונאי אלא ההשראה היא המודל של ה-SEC לדו"ח הנהלה, שמגדיר באופן שונה את גישת הנהלה. לעניין תחזיות, הביקורות היחידות ששמענו על דו"ח ברנע, היה שהם לא נתנו מספיק הקלות כדי לעודד תחזיות. מצד שני ברור שאין הצדקה לחייב חברות לדווח על תחזיות. אין מדינה בעולם שמחייבת תחזיות. אז לא נגענו בהיבט הזה, ולכן זה מופיע רק בעמוד, לפעמים אתה לא כותב משהו, כי אתה חושב אם אני לא משנה את המצב הקיים, אז אין טעם להרחיב. אבל מי שיקרא את סעיף המטרות של דו"ח ההנהלה, יראה שאנחנו גם לקחנו בהמלצה את הנוסחה האמריקאית לאיך כן מנסים בכל זאת לעשות אופטימיזציה בין זה שלא מחייבים תחזיות, לבין התפתחויות ידועות שהנהלה כבר יודעת עליהם וכן הלאה. חשבנו על הדברים שעלו כאן, אבל בסוף באנו ואמרנו אנחנו לא רוצים להיות המדינה הראשונה, לא שמחייבת תחזיות, לא שבאה ואומרת אם הנהלה מציגה לדירקטוריון אז אנחנו נקבע עכשיו כלל משפטי, שמשקיף את זה, זו לא הדרך שבה מיישמים רגולטורית גישת הנהלה בעולם. ויש לי גם תחושה, שלומי, שלמרות כל הדיונים פה, אתה קצת נאיבי לגבי עורכי דין. החשש הוא שההצעות לקבוע כללים נרחבים יותר לגבי יישום גישת הנהלה, לרבות דרישה שכל מדד שיוצג לדירקטוריון יהיה חייב בדיווח, רק יגבירו את המעורבות של עורכי הדין בדיווח.

שלומי שוב

אמרתי שאני גם לא עושה הכללות

אסף חמדני

ואני אסיים רק במשפט אחד. הדבר הכי חשוב הוא להדגיש שזה דו"ח ביניים, ואנחנו מאוד שמחים לקבל אינפוטס גם היום, וגם כמובן בכתב. תודה רבה.

שלומי שוב

תודה אסף, אנחנו נשמע גם את הצד של החברות, גם את הצד של שוק ההון.

יוסי זינגר

קודם כל תודה, וברכה על היוזמה לועדה ואני חושב שבסוף האתגר זה היישום.

הקמת ג'נריישן קפיטל שהיא קרן התשתיות הנסחרת הראשונה והגדולה בארץ, יחד עם שותפי ארז בלשה, הייתה על בסיס העיקרון של חיבור של נכסי תשתיות לשוק ההון. אני חושב שבהיבט הזה אחת הנקודות הראשונות שמבחינתנו הייתה כעיקרון יסוד בתהליכים כאלה הייתה השקיפות והבהירות, ובטח כמי שמנהל כסף של אחרים, של משקיעים, אז המידע ביחס לפורטפוליו של ההשקעות שלנו אמור להיות מוצג בצורה הטובה ביותר גם ברמה המתודולוגית, גם ברמה של הרלוונטיות, גם ברמת העומק וגם בבהירות של הנתונים. צריך לזכור שאנחנו "ישות השקעה" (מבחינה חשבונאית), אז אנחנו מדווחים אחרת מחברה עסקית ולכן מבחינתנו האתגר אפילו גדול יותר – איך להקנות לשוק את המידע הכי מדויק ורלוונטי כך שיוכל להבין את מצב העסקים של הקרן וכדי שיוכל גם לבצע בעצמו אנליזה וניתוח. אני חושב שבכלל בתור מי שמאתגר את האקסיומות שלו, זה היה לנו ברור כבר במועד התשקיף שנרחיב את רמת הגילוי, ואין ספק שתקנות ניירות ערך הן בסדר, אבל בהיבט הזה הם לא יתנו לנו את התמונה המלאה והיה לי העונג לעבוד עם ניצן בהיבט הזה.

כבר בכתיבת התשקיף אנחנו בנינו פורמט דיווח וגם הצגה מאוד ברורה, גם משוכללת, גם מטויבת, ואני חושב שהדבר הכי חשוב בהיבט הזה, זה שיצרנו קשב וקשר מאוד ברור עם השוק – לכל פרמטר שהשוק ביקש אנחנו התייחסנו כבר בדו"ח הבא. המפתח הוא לייצר דו"ח שיהפוך להיות כלי חי. בהקשר הזה אין ספק שלאנליסטים ולמשקיעים בשוק יש מבחינתנו מה שנקרא השפעה איזה מידע הם רוצים לראות.

ואני אגיד בהקשר הזה, מי שכותב את הדו"ח, זה לא עורכי דין, זו ההנהלה של הקרן, מי שעובר עליו אחר כך הם עורכי הדין שבוחנים אם אמרנו משהו מיותר. אני תכף אתייחס להיבטים שקשורים לתחזיות בצורה מאוד מפורטת, אבל שוב אדגיש שמי שכותב את הדו"ח זה צוות פנימי שלנו. אני חושב שבהיבט הזה הדגשנו את המאמץ בשלושה רבדים. אחד דו"ח דירקטוריון, או דו"ח הנהלה למעשה, שהוא דו"ח כלכלי עסקי, הוא לא דו"ח חשבונאי לחלוטין. אמנם, הוא מסתמך על נתונים חשבונאיים, אבל הוא דו"ח כלכלי פרופר. אמנם אנחנו לא "וורן באפט", אבל אנחנו פעם בשנה גם נותנים מכתב מפורט לבעלי המניות שמציג מה אנחנו עושים, מה נעשה השנה, לאן פנינו מועדות ואיך זה מתחבר לשנה הקודמת. הסתכלתי כהכנה לדו"ח השנתי הקרוב, שנה שעברה זה היה מכתב של שבעה עמודים. השני, הערכות שווי, שזו צורת המדידה החשבונאית שלנו כמו שאמרתי, שגם בהיבט הזה של מעריכי שווי כותבים הערכת שווי ב-90% מהמקרים אף אחד לא מבין מה כתוב שם, אז אנחנו דורשים מהם סוג של סטנדרטיזציה ויתרה מזאת אנחנו גם מתרגמים את זה לרובד השלישי שהוא מצגת משקיעים, שכולל גם תזרימי מזומנים של הנכסים הנמדדים, ואני חושב שבהיבט הזה הגענו לרמה שהיא מספקת. עכשיו אני אגע באבנים הגדולות ואני ארוץ קדימה.

אחד זה מיקוד בעיקר הבנה בין עיקר לטפל וביטול כפילויות. אני חושב שאנחנו מתחילים בתמצית מנהלים, בדו"ח הדירקטוריון עם מידע פיננסי מאוד רלוונטי גם ברמת הקרן וגם ברמת ההשקעות, שזה מדבר גם על תשואות, גם על תזרים מזומנים, אח"כ ההשקעות, גם התמהיל, מה מניב, מה בהקמה, מה ביזום. זה חשוב, דיברת על אנרגיה, השוק היום מתמחר נכסי יזום בסכומים עצומים

והוא יכול לעשות את זה ככה והוא יכול לראות הערכה של תזרים מזומנים. ואחר כך יורדים לפירוט של כל השקעה והשקעה, גם ברמה של התיאור האיכותי וגם ברמה של התוצאות. ולמעשה בעצם נותנים למשקיע את האפשרות להבין מה אנחנו עושים.

דבר שני זה הנושא של המטרות, מה אנחנו רוצים להגיד בדו"ח ההנהלה, אז אחד זה שיקוף למשקיעים על מצב הפורטפוליו שלנו, שזה גם תוצאות בפועל וגם תחזית לתוצאות של כל השקעה והשקעה, בטח לגבי השנה קדימה. ואם יש תחזיות לטווחים יותר ארוכים והם כולם נמצאים גם בהערכות השווי, אז אם מישהו רואה את תזרים מזומנים הוא מסתכל עליו קדימה. שתיים, שיקוף האסטרטגיה של הקרן ביחס לפורטפוליו, ושלוש זה למעשה לקחת את עיקרי הנתונים הרלוונטיים ולעשות על בסיסם אנליזה מאוד ברורה בצורה יעילה וגם ברמה המקצועית.

שלוש זה היבט אסטרטגי, זאת אומרת, מה אנחנו הולכים לעשות בשנים הבאות בהקשר להשקעות, כולל אסטרטגיית יציאה מהשקעות, אסטרטגיית כניסה לתחומים נוספים וכיו"ב. מה תפיסת ההפעלה שלנו. כך שאני חושב שבהיבט הזה המשקיעים יודעים מה אנחנו הולכים לעשות ובמה אנחנו עוסקים.

ארבע זה נושא של תחזיות, אני חושב שהתחזיות הן סופר חשובות, הן ניתנות גם ברמת הקרן בפרמטרים של תזרימי מזומנים שעולים בקרן, שנוצרים על ידי הנכסים, ותזרימים שמחולקים על ידי הקרן למשקיעים כדיבידנד ואני חושב שבהיבט הזה המטרה היא בעיקר להוריד את אי הוודאות בהסתכלות קדימה.

הנקודה החמישית ומבחינתנו היא האבן הכי בסיסית זה הערך. בסוף כשאתה נמדד כישות השקעה, אנשים רוצים להבין, איך הדו"חות הכספיים שלך נבנים. בהקשר הזה אני חושב שזו נקודה שהוועדה הבאה שתעמוד בראשה צריכה לעשות, כי בסוף אין סטנדרטיזציה של מעריכי שווי ואני בא מהעולם הזה. סך הכל, לכן אני, קשה איתי יותר אבל אני חושב שאין סטנדרטיזציה של מעריכי שווי, איך הם מציגים הערכת שווי כמצורפים לדו"חות הכספיים, זה חלק מהדיווח וזאת נקודה חשובה מאוד.

שלומי שוב

הבעיה הזאת קיימת ולכן אני אומר שיש פה משהו שורשי שהוא נמצא גם בדו"ח התקופתי, גם בדו"חות כספיים וגם בהערכות השווי. הרבה מלל מיותר ומעט נגיעה בדברים הקריטיים באמת.

יוסי זינגר

אני רק אסיים בזה שהדו"ח שלנו שנפרסם אותו בדו"ח השנתי של 25', אנחנו רוצים להעלות אותו עוד רמה, בשלוש נקודות. אחת זה הרבה יותר מידע תפעולי על הנכסים, גם ביחס להשקעות וגם לפורטפוליו. שתיים, היבטים שקשורים לניהול הסיכונים הכולל שלנו איך אנחנו מתמודדים איתם. הרבה מאוד סיכונים שקרו נניח לאור המלחמה בטח בנכסים שהיו בהקמה ושלוש על היבטים של אסטרטגיה.

אמיר ברנע

אתה עושה אגב הבחנה בין סיכון שיטתי לסיכון לא שיטתי?

יוסי זינגר

כן, כן, לגמרי.

אמיר ברנע

אם מדברים על נקודת ראות ההנהלה, יש אי התאמה בין נקודת ראות ההנהלה ונקודת ראות המשקיע. למשל המשקיע יש לו תיק מפוזר, או תיק מעורב, התייחסות הסיכון שלו שונה לגמרי מהתייחסות ההנהלה לסיכון.

יוסי זינגר

קרן השקעות שהיא סקטוריאלית היא באנרגיה ותשתיות, אז המשקיע שקונה את הקרן הזאת הוא מסתכל על סיכון ייחודי בסקטור מסוים. מהעבר השני, הנקודה שאתה מעלה היא רלוונטית לגבי הפיזור וכמה מהנכסים שלנו הם פעילים, כמה הם בהקמה וכמה הם בייזום ששם התמהיל מקבל משמעות בניהול הסיכונים.

שלומי שוב

ניצן, איך את מהזוית שהייתה לך גם זוית כיועצת משפטית של בנק גדול וכחברת וועדה - האם את חושבת שהדוח שלכם כרגע, דו"ח הביניים, משנה את המצב?

ניצן סנדור

בדיוק, שאלת כמה שאלות מחוברות, איך את רואה את המצב, האם הדו"ח משנה את המצב? אני רוצה להתייחס לחלק מהדברים שיוסי אמר, כי אני חושבת גם שהם משתלבים באופן שבו אני רואה את המצב. אקדים ואומר, אני יועצת משפטית של אחד הבנקים, אני חברת הוועדה, אך הדברים שאומר עכשיו, דווקא מייצגים את הניסיון המצטבר שלי מלא מעט שנים כיועצת משפטית חיצונית בעולמות שוק ההון ודיני ניירות ערך. ליויתי הרבה מאוד חברות בכל מיני סוגים ומינים, היו לי הרבה אינטראקציות גם עם רשות ניירות ערך וגם עם השוק. יוסי, לצערי, הוא לא דוגמה מייצגת של רוב החברות שנסחרות בבורסה מכמה סיבות. א' כי יוסי הוא פדנט, ואיכות הגילוי למשקיעים חשובה לו מאוד. מעבר לכך, הייתה לו את הפריבילגיה של להקים משהו מאפס וקרן ייחודית שבאמת אפשר היה לחשוב, ממש מסקראצ', על איך צריך להיראות מודל הגילוי שלה, מודל גילוי שדווקא אינו סטנדרטי. גם כי הוא חברה שמבנה האחזקות בו הוא מאוד מאוד מבוזר והאינטראקציה עם המשקיעים, היא מאוד חשובה. זאת אומרת, יכול להיות שההיזון החוזר מהמשקיעים - מה המשקיע רוצה לדעת - הוא חשוב יותר לקרן השקעות כזו מאשר לחלק מהחברות במשק, ואני חושבת שגם בגלל רמת המעורבות המאוד גדולה של ההנהלה שם באמת בעריכת הדו"חות. לצערי זה לא המצב

בחלק מהחברות, והתופעה שתיארתם של עורכי דין שעורכים דו"חות, היא תופעה יחסית נפוצה. אני חושבת שחלק מזה נובע גם ממודל האחריות בשוק. אחת השאלות שהוועדה גם פתחה כשאלה פתוחה לציבור היא סוגיית מודל האחריות האזרחית. בסופו של יום, אני זוכרת עוד מימיי כעורכת דין, חלק מהרפורמות שרשות ניירות ערך לאורך השנים ניסתה לקדם של מיקוד ומהותיות וכו', נפלו בין היתר בגלל שכשעורכי הדין שקלו משני הצדדים מה עדיף לומר יותר ולא לקחת את הסיכון שאחר כך יגידו שהחסרת משהו או באמת לדייק, לחדד ולמקד. אז אני חושבת שההרבה מאוד מקומות ההמלצה הטבעית, גם שלנו כעורכי דין הייתה, עדיף שיהיה שם. וזו הייתה אחת הבעיות.

שאלת האם הוועדה עושה מהפכה? אני לא חושבת שהוועדה הזו עשתה מהפכה. בניגוד לכותרות בעיתון, אני לא חושבת שזו גם הייתה הגדרת פונקציית המטרה שלה. אני חושבת שהמטרה העיקרית של הוועדה הייתה להביא להיום את עולם גילוי ולמצוא את המקומות שבהם יש כשלים שצריך לטפל בהם. ולטפל בנקודות הכאב העיקריות. לא חושבת שהוועדה עשתה מהפכה בעולמות האלה אני חושבת שיש עוד, זאת אומרת חלק מהנושאים הפתוחים שהוועדה השאירה, גם להתייחסות הציבור, יכול להיות שעשויים לעשות שינוי. אני כן חושבת שנכון שאולי גם הצד החשבונאי יתייחס, אני חושבת שגם בהיבטים החשבונאיים יש שם כמה המלצות שעושות שינוי.

אלון גלזר

אז קודם כל תודה על ההזמנה ואני חייב להגיד שאני לא מהמתנגדים למסקנות הועדה, אני חושב שבסך הכל אני גם חושב שלאורך השנים הרשות עושה עבודה טובה בנושא הדוחות. היא שואלת, היא מזמינה אותנו לשולחנות עגולים, לשמוע מה אנחנו חושבים, הטבלאות ומה שיש בדוחות זה הרבה בזכות פגישות שלנו איתם ואני חושב שזה טוב. ואני מסכים, עם מה שניצן אמרה, שאי אפשר להגיע לרמת הדיווח שיוסי זינגר עושה. זה נהדר שיש חברות שמדווחות ככה, והן יזכו לאהבת המשקיעים ויהיו אולי שוות יותר, אבל אי אפשר להגיע לזה. כלומר, אי אפשר לעשות את זה באמת.

לגבי קיצור הדוחות, אני חושב שטוב שיש הרבה מידע בדוחות וכל עוד דו"ח ההנהלה/דירקטוריון טוב אין לי בעיה שהדוחות יישארו ארוכים. כשאני פותח דו"ח אני הולך לדו"ח דירקטוריון, אבל אני אוהב שהמידע נמצא בדו"ח. כלומר, אני אגיע אליו בהמשך ולכן כן צריך לנסות להגיע לדו"ח הנהלה שהוא כמה שיותר טוב וכמה שיותר אומר את הדברים שקרו ברבעון. לגבי התחזיות, אני מודה שאני פחות לחוץ על תחזיות קדימה אלא יותר אוהב לדעת מה שהיה. כלומר, שיהיה ברור מה שהיה. יש לי רעיון לועדה: אני חושב שאחד הדברים שאולי חסר זה מה קרה מהדו"ח האחרון. כלומר, שיהיה ברור, ושההנהלה תצטרך בישיבה שלה לפני הדו"חות, להגיד מה קרה לעומת הדו"חות הקודמים או הדו"ח הקודם, לפי דעתי צריך להגיד את זה ולדעתי צריך לכתוב את זה. ולגבי התחזיות, אני לא מאמין גדול בתחזיות של הנהלה, כי הן יהיו בדרך כלל שמרניות, וכשהיה פחות טוב גם נספיק לשמוע אותן.

ניצן סנדור

ותרחישים?

אלון גלזר

כן, אבל אז נחזור לפתרון בית הספר עם כל התרחישים האפשריים ולא נקבל יותר מדי דברים.

שלומי שוב

אלון, מבחינתך המצב הקיים הוא טוב?

אלון גלזר

הוא לא רע בכלל. אני חושב שהדו"חות שלנו הם בדרך כלל יותר טובים רואים בהשוואה לעולם, אני חושב שהגענו מדו"ח ברנע לעכשיו במצב לא רע. אני חושב שאנחנו מקבלים את המידע, אני חושב גם אמרתי, אני לא אוהב שחלק מהמידע החשוב נמצא בביאורים, אבל אני רוצה שהמידע יהיה בדו"חות מצד שני, אז אני חושב שנכון הרעיון להתמקד בדו"ח הנהלה שיגיד כמה שיותר ויהיה איכותי וברור ככל הניתן.

שלומי שוב

בואו נשמע עוד את שוק ההון.

עומר וונש

אני עומר וונש, מנהל המחקר בחברת כלל. הציפיות שלנו מהדו"חות הפורמליים די נמוכה. הדו"חות מספרים את מה שכבר קרה באופן סביר ולא ממוקד. למזלנו, כגוף מוסדי גדול יש לנו את הפריבילגיה והזמן להיפגש עם ההנהלות וכך להבין איך הן מפרשות את הנתונים וגוזרות אסטרטגיה לעתיד.

שלומי שוב

בקיצור אנחנו סתם פה. כן?

עומר וונש

לא. אפשר וצריך לשפר את הדו"חות. שיפורי הועדה מבורכים ואם ימליצו על חיוב פרסום של KPI לפי סקטור הפעילות זה אפילו יהיה טוב יותר. יש תחומים שלמים שכל חברה מפרסמת נתונים באופן שלא באמת מאפשר השוואה בין הביצועים. חיוב פרסום נוסחת FFO אחידה ונוסחת התשואה הנגזרת לנכסים בחברות הנדל"ן המניב שידרגו את הדו"חות ואת יכולת ההשוואה ביניהן ותוספות ההנהלה לאיזה נוסחה משקפת טוב יותר (כדוגמת FFO ריאל) אפילו מוסיפות.

ברור שקשה להגדיר בתקנות מהותיות ותמציתיות. להנהלות יש אג'נדה ולכן אנליסטים נדרשים לפרש את מה שנכתב/ נאמר, וגם את ה-למה זה נכתב/ נאמר. דהיינו, אנחנו מתייחסים לדו"חות החברה כחלק מתקשורת שמנסה לנהל את הציפיות שלנו. הדו"חות הם חלק מתקשורת כוללת של מסרים לגבי איך ההנהלה מבינה את המצב הקיים ומה היא מתכננת לעשות כדי לנצל את ההזדמנויות.

בסופו של דבר, להנהלות יש אג'נדות והדו"חות מבחינתן נועדו לייצר ציפיות משקיעים שיתמכו באג'נדה. ברור לי שחברות לא ממונפות פחות אגרסיביות בתחזיות התזרים ובהערכת שווי הנכסים. חברות שמפרטות על הזדמנויות בשוק כנראה יפנו לאסטרטגיית צמיחה אגרסיבית. חברות שמפרסמות פרמטרים לא מחמיאים על יעילות עצמן מתכננות כנראה תהליך הבראה והתייעלות. לרוב אפשר לזהות דו"חות של הנהלות מקצועיות לעומת הנהלות של בעלי שליטה.

לפיכך, צריך שילוב. יש חשיבות גם לסובייקטיביות של מהותיות אבל גם לפורמליסטיקה של נתונים שחייבים להופיע באופן אחיד.

אני לא חושב שניתן להגדיר בתקנות דו"חות שלא יידרשו פרשנות. הוספת KPI'ס רלוונטים ואחידים לפי סקטור ללא ספק ישפרו את היכולת לנתח את הקיים ואת העתיד.

אציין גם שהצעת הועדה לריכוז הנתונים לפי הקשר - מימון, ממשל תאגידי וכו' מבורכות ותעזור ליעילות הניתוח.

עודד ורד

אני עודד ורד, מנהל המחקר של הפניקס, 12 שנה בערך כבר. בדרך כלל אני אוהב להיות בסוף להגיד שאני מסכים עם הדוברים, אבל אני לא מסכים עם שניהם יחסית, אני חושב שהעבודה של הוועדה היא מבורכת. גם מאוד אהבנו את העובדה שהיינו גם מעורבים בתהליך וחלק מהדברים שביקשנו באמת גם התקבלו, לפחות בדו"ח הביניים. אני המבחן שלי תמיד כאנליסט, הוא האם אני לוחץ על page down במהירות או האם אני מרפרף באיטיות עם החץ ומה אני מכניס למודל ומה לא, מה משפיע על האנליזה שלי בקבלת ההחלטות. אני חושב שזה צריך להיות הפוקוס. אני חושב שהמגמה הזאת באמת של צמצום והתמקדות היא חשובה והיא קריטית, דיברתם קודם על הבנקים, נפגשנו במקרה בשבועיים האחרונים עם שני מנכ"לים של בנקים גדולים, בסוף הדיון שעה וחצי או שעתיים הוא על הטבלאות, על הפרמטרים המרכזיים, וזה הדברים לדעתי שצריכים להיות בדו"ח ההנהלה, עליהם צריך להיות הפוקוס וזה מה שחשוב בדו"חות. לגבי תחזיות אני חושב שזה מאוד חשוב, אי אפשר לחייב אבל יש פה מגמה מבורכת ואני חושב שגם הוועדה הזאת צריכה לעודד את זה, רואים שהרבה מאוד חברות התחילו לתת תחזיות, הבנקים נותנים כבר תחזיות ארוכות טווח, הפניקס הייתה חברת הביטוח הראשונה שנתנה תחזית והרוב הולכות אחריה ואפשר לראות שזה רק עושה טוב לדעתי למניה. למניות של כל החברות שמפרסמות, צריך לעשות את זה בצורה נכונה ואחראית כמובן אבל כל חברה שנתנה לדעתי תחזיות בשוק זה רק עשה לה טוב לאחר כמובן שהיא עומדת בהם. זהו, אני חושב שבסופו של דבר השיח הזה הוא נכון הוא חשוב לשמוע את המשקיעים, רוב ההערות באמת אני חושב שהן בכיוון הנכון, לצמצם את הדו"ח שיהיה ניהולי, עם מספרים, שיתן לנו באמת ערך מוסף, זה הכל.

שלומי שוב

עודד אבל כשאתה לוקח היום ליד דו"ח תקופתי של בנק, הוא עומד בהגדרות שאתה מתאר?

עודד ורד

זה מה שאני אומר, שבסופו של דבר אם נוכל לזקק אותו, מ-700 או 600 עמודים שמקשים על הקורא הסביר, לדוח ניהולי איכותי, עם פוקוס על הפרמטרים המשמעותיים, KPI מרכזיים וניתוח איכותי אמיתי של ההנהלה והסברים לתוצאות ולא מלל חסר ערך כלכלי שנועד רק לצאת לידי חובה

גם בטבלאות אפשר להגדיל ולהקטין, אבל בסופו של דבר נלך לפרמטרים, שמי שיפתח לנו את המצגת של אחד הבנקים ויראה באמת מה הפרמטרים החשובים, על מה מתבסס השיח, זה מה שחשוב לי בסופו של דבר וכשאנחנו קוראים את הדו"חות האלה עכשיו, גם דו"ח רבעוני של בנק הוא 200 עמודים היום. בסופו של דבר, תוך חמש דקות, אם אתה יודע לזקק את זה לטבלאות, הנכונות, הרלוונטיות, צמיחה באשראי לפי מגזרים, מרווחי אשראי, דברים שחשובים באמת לנו כמשקיע, אז זה בסופו של דבר 90% מהדברים, על ה-10% האחרים, אני אומר לדעתי ותקנו אותי אחרים, לא קוראים, מרפרפים במקרה הטוב אם בכלל.

ניצן סנדור

הדו"ח של הוועדה לא משפיע כל כך על הבנקים שכפופים למשטר גילוי אחר.

שלומי שוב

אנחנו מדברים על העיקרון

עודד ורד

יש הבדל בין בנקים ששם דרך אגב אני חושב שהדיווח הוא באמת בכמה רמות מעל, לבין חברות תפעוליות שלפעמים הדו"ח שלהן הוא באמת מצומצם וללא פירוטים אמיתיים, אין בו ערך מוסף. הרבה פעמים חברות מסתפקות בהסברים לקוניים ושם אני חושב שגם צריכים להתמקד. דוחות איכותיים, עם KPI, הסברי הנהלה, תחזיות ודיון אמיתי בתוצאות. זה היעד המרכזי בעיניי כמשקיע.

לירן לובלין

לירן לובלין מנהל מחלקת המחקר ב-IBI גם בגלל שהוא יושב לידי אני מסכים אתו, אבל לא רק. אני רוצה רגע לדבר על זה מהצד, העלית את הבנקים למרות שזה לא אותו רגולטור אבל אני חושב שזו דוגמה מאוד טובה, אני אולי במובן הזה קצת סוטה כי אני קורא את כל הטבלאות.

כדי שדוח הוועדה יוביל לשיפור אמיתי באיכות הדיווח וימנע הפיכה של הדוחות לטקסטים טכניים-פורמליים בלבד, יש לשים דגש על מספר נקודות חשובות.

ראשית, יש לקבוע סטנדרטיזציה ושוויון במידע באמצעות שפה דיווחית אחידה שתבטיח לכלל ציבור המשקיעים גישה נוחה פשוטה ונוחה לנתוני הליבה של החברה. המטרה היא שמידע מהותי להבנת הפעילות העסקית, שחלקו מונגש כיום באופן וולונטרי דרך מצגות משקיעים, יוטמע כחלק בלתי נפרד מהדיווח הרשמי, כך שיווצר בסיס נתונים פתוח, מובנה ושקוף לכל משקיע באותה מידה.

שנית, יש להגדיר מראש קביעת מדדי מינימום ו-KPIs תפעוליים ופיננסיים הרלוונטיים לכל סקטור בנפרד. זאת כדי למנוע מצב שבו צמצום המלל בדוחות יוביל לאובדן מידע מהותי, ולהבטיח שהדיווח יישאר בעל ערך כלכלי ותפעולי ולא יצטמצם לדיווח לקוני שנועד רק לצורך עמידה בדרישות הרגולציה.

אני חושב שהגדרת סטנדרט המינימום והמדדים הסקטוריאליים היא הדרך היחידה לייצר בסיס השוואה אחיד ואמיתי בין חברות באותו תחום, מה שיגביר את היכולת לבצע ניתוח רוחבי מהימן ויגביר ואת אמון המשקיעים.

שלומי שוב

אצל הבנקים זה גם נובע מעניינים אחרים – לטעמי סטנדרטיזציה מוגזמת שיש לה חסרונות – צריך גם לתת חופש ולמצוא את האיזון הנכון... אבל רגע, אסף אתה מתחבר למה שהצעתי עם ביצוע של סטנדרטיזציה עסקית פר ענף.

אסף חמדני

אני רוצה רק לחדד, אנחנו לא נגענו בגילוי הענפי וזה לא אומר שאנחנו לא תומכים בגילוי הענפי. ההמלצות שלנו הן כאילו ברירת מחדל, לסקטורים שבהם אין גילוי ענפי. כן? בהנחה שיש גילוי ענפי, אז יש גילוי ענפי.

לירן לובלין

לגבי תחזיות, אני מאוד מאוד מסכים עם מה שעודד אמר, ואני חושב שהנהלות היום, אני בטוח שיש להם יעדים פנימיים, לא קמים בבוקר ומגלים מחדש את העסק כל יום. אין שום סיבה שדברים כאלה לא יצאו יותר ויותר החוצה, ואם בנקים וחברות ביטוח הצליחו לעשות את זה. אנחנו רואים כבר את בזק כחברה מדווחת ומדייקת תחזיות על שנת 2029, זה הסטנדרט בעולם, זו השקיפות שלנו כמשקיעים, שלנו כאנליסטים. זה יהיה מהלך מבורך, כמובן שזה וולונטרי, אבל... אם נמצאים פה נציגים של חברות, אז ניתן רק לברך שהמהלך הזה יימשך.

שלומי שוב

אז אני רגע רוצה לחדד, אתם בעד סטנדרטיזציה של KPI כמו שהצעתי נכון?

אסף חמדני

כן, לגמרי.

לירן לובלין

כן.

עומר וונש

לגמרי.

אלון גלזר

לא בטוח.

אמיר הלמר

אני מנהל מחלקת תאגידיים ברשות לניירות ערך. כמה נקודות בעיקר ההצבעה שערכת עכשיו לגבי הגילוי הענפי, אז אני חייב לציין שכאילו כל מי שהצביע בעד, זה מאוחר מדי, כי יש כבר גילוי ענפי. דו"ח ועדת ברנע, בא לטפל בהיבטי גילוי כלליים של חברות ציבוריות ומתייחס בעיקר לסוג מסוים של חברות שהגילוי מתאים להם חברות תעשייתיות. אני כבר מעל 20 שנה ברשות וכבר מתקופות קודמות הבנו שהגילוי צריך להתבצע בצורה ענפית ולשם כך צריך ייצר סטנדרטים. הדרך לייצר את הסטנדרטים עד השנים האחרונות, נעשתה באמצעות כלים שונים שהיו לנו. זה די מתחבר למה שהיו"ר ספי אמר, השתמשנו בכלים שהיו לנו, פעם אחת עשינו את זה בחקיקה, התחום הגז ונפט, בכל שאר המקרים זה נעשה או בטיטות של תקנות או בפרסומים כאלה ואחרים, אבל זה תמיד היה בעבודה מול השוק. זאת אומרת אנחנו יושבים מפתחים את הגילוי הענפי יחד עם השוק ולאט לאט אנחנו מעדכנים את זה תוך כדי תנועה.

במקביל לעבודה של הוועדה, שכמובן לא יכולנו להכניס לתוך העבודה של הוועדה, אנו פועלים לייצר גילוי ענפי. תחשבו על זה, זו הייתה ועדה שלא נגמרת לעולם. בסופו של דבר, אם היינו לוקחים כל ענף וענף ויורדים לרזולוציה של מה הגילוי הענפי דורש. וגם אין מספיק, עם כל הכבוד, אין מספיק מקצועיות בתוך הוועדה. כשאנחנו רוצים לייצר גילוי, נדל"ן יזמי לצורך העניין. אז התהליך נעשה כמובן עם האנליסטים הרלוונטיים, עם משקיעים ועם החברות עצמן.

אני רק יכול להגיד לכם שבמקביל לעבודה הזאת של הוועדה, שהיא סופר חשובה, לקחנו על עצמנו לעשות את זה עד מחצית השנה, ואני מקווה שנעשה את זה עוד לפני זה, אנחנו הולכים לפרסם מדריך גילוי ענפי חדש, מפורט. זה מדריך גילוי שמכסה אחוזים ניכרים מהחברות בבורסה. השבוע ישבנו עם 30 חברות נדל"ן יזמי להציג ולדבר על הטבלאות, על ההיבטים הרלוונטיים, וזה חלק מהתהליך הנכון. אנחנו עושים את זה גם באנרגיה המתחדשת שדיברת. חלק מהדברים האלה והטבלאות הם בעצם

לייצר את הסטנדרט של אותם KPI'S שהרי אנחנו לא ממציאים את הדברים, אנחנו שומעים מה מעניין את ההנהלות, מה הם בוחנים וזה מה שאמור לזרום לתוך אותו גילוי ענפי.

שלומי שוב

אז תהיה סטנדרטיזציה של KPI'S?

אמיר הלמר

בסוף לדעתי ברור שיהיה איזשהו סטנדרט. האם אתה כופה את הסטנדרט מראש ובא ואומר זה הסטנדרט

שלומי שוב

כאמירה עקרונית של הוועדה, שבכל ענף צריך להיות מינימום מסוים של KPI'S?

אמיר הלמר

האמירה היא שאנחנו מצפים בדו"ח ההנהלה לראות, את אותם KPI'S שהנהלה באותו ענף, חושבים שזה הדבר הנכון.

שלומי שוב

אבל השאלה אם תהיה סטנדרטיזציה? בואו היום גם ב- NOI יש טריקים ושטיקים של כל מיני חברות ולא באמת ניתן להשוות אותו..

ניצן סנדור

באופן טבעי יש.

אמיר הלמר

אז אני בא ומסביר, דרך הגילוי הענפי בעבודה מול החברות, שזה מישור נוסף, אנחנו נייצר את אותם KPI'S סטנדרטים שצריכים להיכנס וגם הם יכנסו מן הסתם בניתוח ההנהלה, אבל אנחנו גם רוצים לראות, מה ההנהלות חושבות שהדבר הנכון להציג. ודרך זה אנחנו גם נלמד.

אמיר ברנע

כנראה טעיתי. חשבתי לתומי, שכל הרעיון פה הוא צמצום הפער בין גישת ההנהלה, או דיווח לפי גישת ההנהלה ובין המשקיע. למשל, אם ניצן שעובדת בבנק לאומי, ובנק לאומי רוצה להשקיע 10% בחברה, האם הוא יסתפק בדו"חות הכספיים של החברה, דו"ח הדירקטוריון שמוגש לו, או שהוא יבקש אינפורמציה. עכשיו, כל הרעיון הוא צמצום הפער. נכון שלא נגיע לפער אפס, מכיוון שיש סודות מסחריים, שאני מבין שחברה לא מפרסמת. אבל לצמצם את הפער, זה כל הרעיון. הרעיון האם משקיע בשוק ההון, מקבל אינפורמציה רלוונטית, מהותית, שמסייעת לו בהחלטה, האם להחזיק את המניה

הזאת, למכור אותה, להשקיע בה, או לבנות תיק שכולל אותה. אלה השאלות. והשאלה שניצן צריכה לשאול את עצמה, בנק לאומי יגיד לך, אם אנחנו רוצים להשקיע 10% בחברה, אנחנו באים לחברה, מקבלים חומר ואז את שואלת את עצמך, קיים פער מהותי בין האינפורמציה שהחברה הזאת דיווחה בדו"חות, ובין האינפורמציה שאת דורשת לאותה השקעה בחברה. ולכן כל הרעיון לפי דעתי הוא, להקטין את הפער, ולדעתי הוועדה, לפחות בדו"ח הביניים, לא עושה את זה מספיק. נכון שהיא מצמצמת, נכון שהיא מקצרת, נכון שהיא מבליטה את המהותי, הכול נכון, אבל אני שוב אומר, בעיני הנקודה המרכזית פה, זה התייחסות לעתיד. כשאתה קונה חברה. שיעור ראשון בתורת המימון, חלה התייחסות לעתיד. איזה אינפורמציה יש בדו"ח, שמסייעת לי לבנות צפי? זאת השאלה. ואני לצערי, לא מצאתי בכל הדו"ח הארוך הזה, הכוונה בכיוון הזה. גם, אגב, בדו"ח המקורי מלפני 20 שנה לא היה כך. אבל לפחות, בדו"ח ההוא כתוב, שהבעיה קיימת ודורשת תיקון.

שלומי שוב

אמיר, יש לי שאלה אליך - כשאתה מסתכל על דוח תקופתי של חברות ביטוח. אתה רואה אותו עומד בקריטריונים שאתה מתאר או רוצה לראות?

אמיר ברנע

לעניות דעתי ואני לא מכיר את כל חברות הביטוח, ישנו פער בין הדיווח בדו"ח הכספי שמוגש למשקיעים ובין דרך העבודה של ההנהלה והבורד. ההנהלה והבורד יושבים על תכנית עבודה, איפה יש התייחסות לתוכנית העבודה פה? מילה עליה. התוכנית העבודה זה מכשיר ניהולי בסיסי בפעולת הבורד. אבל חלק ניכר משיבות הבורד זה מעקב אחרי תוכנית העבודה, אחרי כיוון ההתפתחות של החברה, התוואי, לשנים הבאות. בתוכנית האסטרטגית למספר שנים, עזבו את זה, לשנה הקרובה, איפה? אז בחנתי את השאלה הזאת, האם באמת מוגשמת בדו"ח גישת הנהלה?

אבי ורטהים

אבי ורטהים יו"ר אלוני חץ מה שנקרא כל אחד והסטיות שלו. קצת לרקע בשנייה אחת. השוק אמר את דברו בעניין גישת הנהלה ואני חושב שבגלל זה כולנו כאן. עליית קרנן של הפרזנטציות על פני הדו"חות. מזה מתחיל כל האירוע הזה. ולכן אני חושב שצריך להסתכל גם, גם לגישתך אמיר, על מה השוק שזה דרך הדו שיח, מה השוק רוצה לראות בפרזנטציות ששם הוא מקבל את זה, כי זה דו שיח שיש כל הזמן בין החברות לבין האנליסטים ובעצם הדרך שלנו לא לתת למוסדי מידע פנים, זה פשוט לכלול את בפרזנטציה, שם אנחנו יכולים להיות קצת יותר גמישים. זה שהפכו את זה לנושא בר דיווח גם הוריד מאיתנו את כל החשש בפרזנטציות, כי גם אותן אנחנו מדווחים. אז זה בקשר לשאלה מאיפה באנו לכאן. אני ביקשתי לדבר בגלל נושא אחר שעלה כבר בנייר שפרסמתם, ועולה כל פעם בשיח פה ואני רוצה לחדד אותו. יש פה כל הזמן את המשחק הזה בין הנהלה לדירקטוריון, הנהלה לדירקטוריון, אז אני רוצה לייצג את הדירקטוריון פה סביב השולחן. תיזהרו ממה שאתם עושים עכשיו. כי אם אתם מכניסים את שאלת היחסים בין הנהלה לדירקטוריון לשיח של הדיווח, התוצאה תהיה ירידה ברמת

השקיפות בין הנהלות לדירקטוריונים. תיזהרו מזה כמו מאש. בסופו של דבר, הגוף המפקח המרכזי, הוא לא רשות ניירות ערך ולא הפרזנטציות לשוק ההון, הגוף המפקח המרכזי על פעילות החברה הוא דירקטוריון. ואם אתם תמשיכו עם האמירות האלה, שכל הזמן אנחנו נשווה במה שהנהלה הביאה לדירקטוריון ומה שהחברה מדווחת החוצה, ההנהלות יפחדו להיות פתוחות עם הדירקטוריון. תעזבו את זה. השאלה אם משהו חייב דיווח לציבור, צריכה לעמוד בפני עצמה, בשום אופן אל תערבבו את זה עם העבודה בין הנהלה לדירקטוריון, כי פה אתם שופכים את המים עם התינוק.

אמיר ברנע

אבל הם בעצמם בדו"ח שלהם, מדברים על דו"ח ההנהלה שחתום על ידי יו"ר הדירקטוריון, אני מבולבל, מי אחראי על הדבר הזה?

אבי ורטהים

זה לא הבלבול הראשון בנושא הזה. אתה לא רוצה להיכנס איתי לשאלה של...

שלומי שוב

אבי לפי מה שאתה אומר גם לצורך ה-INFRS8, שאתה יודע שמדבר על ה-COD, מקבל החלטות התפעוליות הראשי כן? שככה אנחנו פותחים את המגזרים שבואו פתיחת מגזרי דיווח, כולנו מבינים שזה דבר הכי רגיש שיש. אז לכאורה לפי זה הוא גם משנה את ההתנהגות שלו רק בשביל למנוע חשיפה, אתה צודק שהחשש הזה קיים, אבל אני לא חושב שזה

אבי ורטהים

לא אני לא אמרתי מילה כשאתם אמרתם בבדיקת הנושא של הענפי או של המגזרים, צריך ללכת לאיך שהנהלה עובדת. לא אמרתי מילה על זה. אני אומר מילה, כאשר אתם אומרים, אני נכנס לשאלה מה היא מדווחת לדירקטוריון. שם אל תיכנסו לזה, בגלל שאתם תפריעו לשקיפות בין הנהלה לדירקטוריון.

רק עוד מילה אחת גם בקשר לפרמטרים KPI. אני רוצה שנסתכל שנייה מה קרה לתולדות ה-FFO בדיווחי חברות הנדל"ן, ואני חושב שזה עונה על התהליך ה-FFO נכנס לשיח הרבה הרבה לפני שהוא עלה לדיווחים והרבה לפני שהתפתחה גישת הרשות ואחרי זה גם ההנחיה על פרסום ההבדלים בין גישת הרשות לגישת ההנהלה. אבל זה סוג השיח, והוא בא דרך המצגות. הניסיון לכפות KPI'S הוא טעות. השוק מדבר, ואם השוק רוצה טבלה, היא תהיה. היא תבוא דרך המצגות ואז תבוא רשות ניירות ערך, בעבודה יפה ומוצדקת בעיניי, ותגיד שמע, יש פה איזה KPI, אבל כל אחד מודד את ה-KPI בצורה אחרת, בוא נעשה סדר עם זה. שזה מה שעשו עם ה-FFO. זאת הדרך הטבעית והנכונה.

שלומי שוב

אתה בעד מה שהם עשו עם ה-FFO?

אבי ורטהים

לגמרי.

שלומי שוב

כן? יש לכם פה אמירה רצינית.

אבי ורטהים

אתה יכול לא לאהוב עמדה מקצועית כלשהי בשאלה איך מודדים, אבל ככל שניתן לך לתת גם את גישתך, לא יכול להתווכח עם זה, מה גם שאכן מדידה אחידה היא שאכן מאפשרת יכולת השוואה.

שלומי שוב

לא, לא חייבים להסכים אבל ברמה העקרונית

אבי ורטהים

ברור חבר'ה זה לא, שוק פרוץ, אם אתם רוצים לדווח על FFO בואו נחליט מה זה הדבר הזה, וגם אם יש לכם גישה אחרת בואו נוודא שיהיה גם מכנה משותף שתדווחו עליו.

ורד פיליכובסקי

ורד פיליכובסקי, ראשת תחום דיני ניירות ערך במכון הפניקס שוק ההון ושותפה במחלקת שוק ההון בפישור. אני חושבת שיש פה הסכמה די רחבה לנושא הזה של מעבר לגישת הנהלה, לדו"ח שהוא קריא וברור ומדויק יותר וממוקד יותר והשאלה שכולנו שאלנו את עצמנו גם כשקראנו את הדו"ח, זה איך הופכים את המלצות ועדת חמדני מעמדת קיצור דו"חות של 2012 למשהו שקורה בפועל. בסוף עורכי הדין כותבים את הדו"ח, ואגב דווקא אני חושבת שזה יותר חמור בדו"ח ברנע מאשר בדו"ח הדירקטוריון, לפחות היום בדו"ח הדירקטוריון הכל נשאר ריק והחברה ממלאת. זאת אומרת אנחנו כעורכי הדין כותבים איזשהו בסיס ואת ההסברים ההנהלה מוסיפה, ודווקא הברנע הוא ממש שכפול, גנרי, ומלא בשכבות גיאולוגיות. כל אחד מאיתנו מגיע למשפט שברור שלא צריך אותו, אבל בשאלה אם להוריד אותו או לא להוריד אותו, אין שום הפסד בלהשאיר אותו. אז השאלה היא באמת איך עוברים משלב המסר שכולם מסכימים אתו למשהו שמישהו מיישם. אני מתחברת מאוד למה שאמיר וספי אמרו, כנראה השוק הוא השחקן הכי חשוב, שאנחנו לא מדברים עליו כרגע, כי אנחנו מדברים על הצד של הרגולציה, אבל ברור שבחברות שבהן השוק דורש את זה, אז הן יודעות גם לדווח. ברמת הרגולציה, אני חושבת שגם מה שכתבנו בנייר, זה שגם הברנע צריך לעבור לבסיס שהוא יותר על בסיס עקרונות ולא על בסיס רשימה, שהיא פשוט הסיבה לכך שגם אם אין שם משהו חשוב, הוא נשאר בכל זאת. הרשימה הזאת צריכה להפוך לרשימה של עקרונות ומטרות, ומה הרעיון בפרק כמו ההצעה לפרק של דו"ח ההנהלה. לכל פרק יש את המטרה שלו, אבל בסוף הכל צריך להיות לפי מה שהנהלה רואה. וזה מתחבר לנושא שעלה בכל הפורומים השונים שדנו בדו"ח של הוועדה - רמת האחראיות. אני

חושבת שזה לא שרמת האחריות צריכה לרדת. רמת האחריות על רשלנות היא צריכה להישאר. זה נכון. השאלה היא זו הרשלנות הזו. ברגע שיש רשימת פריטים גם ברשות ניירות ערך לפעמים העמדה היא שאם משהו כתוב כפריט גילוי, אז יש איזושהי חזקה שהוא כנראה מהותי. אם לא התייחסת אליו, אז הרבה יותר קשה להגיד בדיעבד שהוא לא היה מהותי. אז יש מחיר לזה שנשארת רשימה. הצד השני של זה, היא שכל העמדות של הרשות, ולא רק של הגילוי הענפי, אלא כל העמדות כמו עמדות אשראי בר דיווח, עמדה של הערכות שווי מהותיות, ואפילו שאלה ותשובה קטנה של הרשות, זה כמו חוק מבחינת החברות. זאת אומרת בהתנהלות של החברות ושל עורכי הדין, ברגע שמפורסמת עמדה של הרשות, זה כמו תקנות חדשות. כשזה כתוב בתקנות אי אפשר לשנות את זה. כשזה כתוב בעמדות זה מתעדכן כל הזמן. אתמול הרשות הוציאה עדכון לשאלה ותשובה מספר 10 בתוך עמדה של עשרה עמודים. אז זה משהו שהוא מאוד מאוד דינמי, ומבחינת החברות הוא חשוב, הן צריכות את זה, צריכות את הודאות הזאת, וצריכות לדעת מה מהותי ומה לא. ברמת האחריות זה חייב להשפיע גם בדיעבד כשהיו הפרות ויהיה צריך לבדוק האם מידע היה מהותי או לא. העמדות של הרשות בוודאי יכולות לשרטט את הגבולות האלה גם כשזה מגיע לבתי משפט. הכלי הכי חשוב לדעתי שיש לרשות, חוץ ממדיניות אכיפה ואכיפה במקרים של כשל, זה כלי הפיקוח. מתן היתרים לתשקיפים, ובדיקת דו"חות עם כל הסמכות לתקן דו"חות. כשיש היתר לתשקיף, אז א', אפשר להשתמש בזה והרשות עושה בזה שימוש לייצור הסטנדרטיזציה הזאת כבר היום. למשל כשנותנים היתר לחברה אחת באנגריה מתחדשת, התשקיף הבא של מתחרה יראה אותו דבר. וגם ברמת הגיבוי, כי אם חברה כותבת תשקיף ומקבלת היתר, זה נותן לה גם גיבוי באיזושהו אופן לזה שמידע שהיא לא כללה, שזה מה שאנחנו קצת מחפשים, הוא בסדר, זאת אומרת זה בסדר שהורדנו אותו, ולכן אני חושבת שברמת האחריות לא צריך פה להוריד את הרף של האחריות, אלא להגדיר את האחריות בצורה יותר טובה. ולרשות יש הרבה כלים לעזור בזה.

אלי אלעל

אני חושב שהנושא של שווי הוגן כפי שבא לידי ביטוי בדו"חות כספיים הוא סופר מהותי. כולנו מכירים הרבה מאוד דו"חות כספיים, שמרכיב השווי ההוגן בהם מאוד משמעותי. מחקרים שונים, כולל מחקר שלי בהנחיית כורש גליל ואילנית גביוס מאוניברסיטת בן גוריון, מראים הטיה סיסטמית מובהקת של אופטימיות יתר, בתחזיות של הנהלות ומערכי שווי. התופעה הזאת זולגת ובאה גם לידי ביטוי בתופעת הרווח ההזדמנותי בעבודות PPA, כפי שמודגם במחקר שנמצא כרגע בעבודה, של יורם עדן, שלומי ושלי, בדבר שכיחות הרווח ההזדמנותי בעסקאות רכישה שמדווחות לציבור. עניין שלישי הוא היעדר רמה אחידה, גילוי מלא ודיווח מתודולוגי בדבר ההנחות והמידע הרלוונטי של העבודות המפורסמות. מאז 2006, כל עבודת הערכת שווי שמפורסמת במאיה נאספת, מקוטלגת ומנותחת על ידי ועל ידי צוות המשרד שלי- ואני יכול להגיד לכם שיש פערים לעיתים דרמטיים ומשמעותיים מאוד באיכות, בגילוי ובהיקף המידע המפורסם לציבור. מכיוון שכולנו מבינים ששווי הוגן הוא אירוע מז'ורי

בדו"חות כספיים תחת IFRS, אני משוכנע שחשוב מאד להגדיל את הכלים הרגולטוריים והדיווחיים, שדרכם משמעת השוק תוכל לסייע בצמצום התופעות שמניתי.

שלומי שוב

עמיר, אתה רוצה להתייחס לנושא של הדיווחים המידיים על ההצעה של הוועדה בנושא של הדיווחים המידיים?

עמיר ליכט

פרופסור עמיר ליכט, אוניברסיטת רייכמן. כמה דברים טריוויאליים, כמובן, אולי הדבר הכי פחות טריוויאלי שצריך לפתוח בו זה תודה רבה על העבודה שהושקעה בדו"ח הזה, בדו"ח הביניים, המון המון עבודה גם של הצוות שמאחור ורואים את זה, וגם של חברי הוועדה עצמם, 20 שנה זה באמת, 20 שנה פלוס, זה באמת פרק זמן מופרז. אז גמישות רגולטורית היא חיונית בהקשר הזה. אני אשתדל לומר משהו לא טריוויאלי, כמובן שהמידע שצריך להיות מגולה צריך להיות מידע מהותי ועם כל ההגדרות, מה שחשוב למשקיעים, נקודת המבט של הדין, היא נקודת המבט של המשקיע הסביר, אבל החלק של הגילוי של אירועים צופים פני עתיד ובייחוד ההמלצה כן או לא לדווח או להפסיק לדווח על משאים ומתנים, אלא רק בנקודה שמגיעים להסכמה עקרונית, היא, על זה אני רוצה לדבר. היא דילמה קלאסית. כלומר, תמיד יש את הדילמה בין להיצמד למשהו חד וברור, ולהגיד אוקיי, זה כבר קרה, אז אנחנו כבר חייבים לדווח. או להתחבט ולהתלבט עם דברים שהם לא בהכרח עשויים להתגשם, ואם זה אירוע מאוד מאוד גדול אז הדילמה היא חדה במיוחד. הוועדה ממליצה להפוך כיוון או להפוך את העמדה וללכת על המוכח על העובדה ההיסטורית במקום על התחזית שיש לה איזושהי תוחלת של להתממש וגם לא להתממש, וכאן אני מציע לוועדה לפחות להתעמת עם העיקרון שלה, בואו נעשה מה שטוב לאמריקה. כלומר, באמת לחשוב שאנחנו הרבה יותר טובים מהאמריקאים זה, בהקשר של ניהול שוק הון ורגולציה של שוק ההון, זאת עמדה מאתגרת, ובית המשפט העליון בארצות הברית כבר לפני 40 שנה, אמר צריך לגלות, או סליחה, הוא אמר אסור לשקר, בקשר לאירוע עתידי, לגבי משא ומתן. והגילוי הוא וולונטרי, הוא חוסה תחת הגנות של חוף מבטחים או דברים מהסוג הזה. אבל, הנקודה של המהותיות מתי מידע מתחיל להיות כזה שאסור לשקר ואסור להסתיר פרטים לגביו, כאשר מתבקש, כאשר ההקשר של הגילוי מבקש לתת מידע מלא, בית המשפט העליון האמריקאי אומר אנחנו מודעים לזה שזה יותר קשה ויותר עמום וזה חשוף לכל מיני הטיות אבל קשה זה לא תירוץ, זאת השורה התחתונה של הפסיקה, ואני חושב שהיא נכונה, היא אמיצה, היא מביטה למציאות בעיניים, והיא אומרת נכון, זה מידע שהוא חשוב לשוק, חשוב להנהלה לדעת שהיא צריכה לדווח גם, שאסור לה לשקר גם במצבים האלה, ולמרות שזה יותר קשה ליישום, השוק מעוניין בזה, המשקיעים מעוניינים בזה, טוב להנהלות לדעת, שזאת מערכת היחסים עם השוק, ואני הייתי, הייתי אומר, תחשבו פעמיים על זה...

אסף חמדני

אז אתה בעד מודל ה-No comment האמריקאי, זה מה שאתה אומר, כי זה הרי המצב האמריקאי היום כמו שאתה מציג אותו. שזה דווקא הוועדה התלבטה לגביו. אז אתה חושב שצריך, כמו שאמרת, ללכת עד הסוף ולאמץ את ה-No comment.

עמיר ליכט

אני חושב, שאני אגיד ככה, אני חושב שכל עמדה היא לגיטימית. אני לגמרי מבין את העמדה שאומרת, בואו נלך על הברור, על המוכח, על אבן דרך, זה לגיטימי. אבל זה קצת קל. וזה לא מה שהשוק רוצה, וזה לא גם מה שבית משפט עליון בארצות הברית, בתקופה טובה שלו, אוקיי? בתקופה טובה שלו, אמר, זה קשה אבל קשה זה לא תירוץ

שלומי שוב

תגיד עמיר, וכל ההתפתחות של המידע, במיוחד עם כל הטכנולוגיה של היום והחשש מבעיות של מידע פנים, לא עובד בכיוון הפוך להמלצה הזאת של הוועדה?

עמיר ליכט

אני לא חושב שקרה משהו רלוונטי. מידע פנים הוא צרה צרורה, אי אפשר להעלים אותו, תמיד יהיה פער. אני חושב שההערה של אבי ורטהיים היא הערה מאוד נכונה. לא לחשוף, יותר מידי או אולי אפילו לתת חיסיון הגנה ממש לתקשורת פתוחה בין ההנהלה לבין הדירקטוריון, כי אחרת קשה להתלבט ביחד, זאת אומרת זה מעקר את תהליך העבודה הכי קריטי ביחסים בין הדירקטוריון לבין ההנהלה ואז גם ברגע שיש לך חיסיון על התקשורת מהסוג הזה, בהגדרה יהיה מידע פנים, אי אפשר להעלים את זה. אפשר לטפל במצבים שהם הפרות חמורות במיוחד עם מודל משפטי שהוא יותר תובעני, אבל אני לא חושב שאפשר להעלים את התופעה הזאת, זה בהגדרה, שוק ההון בנוי על א-סימטריות במידע תמיד.

ארז ברק

אני יועץ ההצבעה לגופים מוסדיים, בעיקר לאלטשולר שחם. אני רוצה להציג איזושהי זווית נוספת. הגילוי שנדרש מהחברות הוא גילוי לא רק לצורך קבלת החלטות השקעה, אלא גם לקבלת החלטות הצבעה, בין ועדת ברנע לוועדת חמדני הנוכחית, הייתה באמצע ועדת חמדני, שדיברה על הגברת המעורבות של הגופים המוסדיים. הוועדה הנוכחית התייחסה חלקית לגילוי שנדרש מהתאגידים כדי לאפשר לבעלי המניות להצביע כמו שצריך. ואני חושב שצריכים להגביר את ההתייחסות של הוועדה לנושא הזה. אני רק אתן אני דוגמה קטנה אחת: בדו"ח של הוועדה מוצג בגאווה שתאריך מינוי המבקר הפנימי זה חשוב, אבל למשל היא לא נותנת דעתה למה לא לתת גילוי לתאריך מינוי המבקר

החיצוני. אז לוועדה, אני חושב שאתם עדיין צריכים להגדיר או להאיר את הנושא הזה שהגילוי הוא גם גילוי לטובת מי שהולך להצביע.

נבו ברנר

דבר ראשון - בתור חבר וועדה דווקא יותר מעניין אותי להקשיב. דבר שני - אני יודע שלא נהוג פה בכנסים למחוא כפיים, אבל ממש הייתי קרוב לזה, בקש למה שאבי וורטהיים אמר. צריך לזכור, בכל הרעיונות שעולים פה, שלרגולציה יש גם כח לעשות גם נזק. מספר דוגמאות: רצו להעלות את שכר טרחת רואה חשבון, הוסיפו דרישת גילוי, דווקא ירד שכר הטרחה. רצו לטפל בשכר בכירים, הוסיפו דרישת גילוי, דווקא עלה שכר הטרחה. לכן את הרעיונות האלה שלוקחים את גישת ההנהלה לקיצון – למשל שכל מה שמוסרים לדירקטוריון או כל מדד שמציגים לדירקטוריון צריך בהכרח לגלות לציבור, צריך לשקול אותם בשום שכל ולזכור - שדבר כזה יכול לעשות נזק גדול אבל כאמור, אבי כבר אמר את זה, אז אני ממשיך הלאה. אגב לגבי תחזיות, זה נכון, בשוק האמריקאי זה מאוד מקובל, אבל זה בא מהשוק ולא מהרגולטור. עכשיו, אם מישהו מכיר משהו מגוף מוסדי אז בבקשה - שישכנע אותם לדרוש, ואז ככל הנראה גם בשוק הישראלי זה יקרה.

יעל ג'רסי

קודם כל אני רוצה להדגיש את התהליך שהוועדה עברה, כי אני חושבת שזה תהליך מאוד חשוב שהיווה בסיס למסקנות הוועדה. הוועדה שמעה גורמים שונים בשוק, גם בדרך של קבלת מכתבים וגם בדרך של פגישות פיזיות. במקביל נעשתה עבודת רקע מאוד עמוקה ומסודרת ביחס לדיון המשווה, גם בארצות הברית וגם במקומות אחרים בעולם. ובהיבט הזה, לאחר דיונים שקיימנו, עשינו בחירה ממוקדת מה כן לאמץ ומה לא, ולא הלכנו עד הסוף גם לא מול הדיון האמריקאי (אפשר לראות כיום את הבעיות שקיימות שם, וגם ה SEC מתכוון לבחון מחדש את הרגולציה). לעניין מסקנות הוועדה - אני רוצה גם להדגיש שדובר פה רבות על העיקרון העליון של גישת ההנהלה וזה מאוד חשוב, ומפה באמת התחלנו. וזה עושה סוג של יישור קו בין כל החלקים השונים בדו"ח התקופתי, וגם הופך אותם ליותר עקביים וכאלו "מדברים" אחד עם השני, חלקי הדיווח השונים מול הדו"חות הכספיים וגם להיפך. הדבר עוד יותר יתחדד אחריי אימוץ IFRS18, חלק מהנתונים שכיום מחוץ לדו"חות הכספיים, אפרופו KPI's וכל מיני מדדים אחרים (קבוצה חלקית של נון גאאפ) ייכנסו לדו"חות הכספיים. זה מחזק יותר את הצורך בסנכרון והקשר בין כל חלקי הדיווח, וזה כמובן יוצר דוח יותר מובן. מלבד גישת ההנהלה שהודגשה בלא מעט מקומות, כל הזמן הדגשנו גם את נושא המהותיות. זאת אומרת, דווקא כדי להימנע מרשימות מחייבות של דרישות, ומתן כלים על מנת שלא ירגישו הכרח או שיהיה חשש שלא לספק את מלוא הדרישות. אבל לא עצרנו רק פה, בהסתכלות מלמעלה, שכן עשינו גם חלוקה לתתי וועדות, שכל תת וועדה ירדה דווקא לרמת הפרטים, מלמטה למעלה. בהקשר הזה עשינו שינויים בהרבה מקומות, אי אפשר כעת להיכנס לפרטים בפורום כזה, אבל דווקא ברמת הפרטים, טיפלנו שנינו או הורדנו לא מעט דרישות, וגם בהיבטים החשבונאיים:

אפילו בנושא הערכות השווי - נאמרו פה מקודם הרבה אמירות על כך שלא קוראים את כל הערכת השווי המלאה המצורפת (שכוללת סקירת שוק וכו'), ומרוב פרטים בה לא רואים באמת מה חשוב, אז המלצנו להדגיש ולספק את הנתונים שבאמת חשובים. זה שינוי שעשוי בצורה משמעותית לקצר את הדוחות, שכן אם נסתכל על דו"חות רבעוניים וגם דו"חות תקופתיים שנתיים, הערכות השווי תופסות הרבה מאוד עמודים, ובהחלט אפשר למקד את המשקיע בתחזיות, בהנחות ובדברים שבאמת חשובים. דוגמאות נוספות זה הפחתת שנת השוואה בהצגת פרופורמה, שינוי כללי צירוף כלולות ועוד. הייתה פה הרבה נכונות גם מצד הרשות להוריד דרישות, משיקולי עלות תועלת, ולמצוא את האיזון הזה בין המידע שבאמת נחוץ למשקיעים ולמשתמשים האחרים. אני ברמה האישית חושבת שהדוח כן יכול לעשות שינוי מהותי ביחס לקיים, ככל שיאומץ בצורה הנכונה על ידי חברות, לרבות הטיפול בפרטים הקטנים והורדת כפילויות, זה יעשה את האיזון וימקד את המשתמש במידע היותר רלוונטי. ומשפט אחרון, לגבי מה שנאמר קודם לכן על אורך הדוחות בארץ לעומת בארה"ב, אם נשווה במונחי דו"ח ארוך / דו"ח קצר, קיים מחקר שהשווה בין דו"חות של חברות בארצות הברית, זאת אומרת תחת אותה רגולציה של ה-SEC וכמובן באותה שפה, אך שערוכים לפי IFRS לבין כאלה שערוכים לפי US GAAP – מקור "הבעיה" היא בין היתר בתקינה (ה-IFRS מול US GAAP), דוחות בתקינה אמריקאית הרבה יותר קצרים עם דרישות גילוי מצומצמות יותר.

שלומי שוב

אני חושב שזה נובע מהדו"חות לדוגמה.

יעל ג'רסי

אז גם בזה צריך לטפל, אבל זה יותר עניין של אכיפה ובחינת מהותיות בכל חברה.

שלומי שוב

זה לא להאמין, נותנים דו"ח לדוגמה אז כולם, קודם כל מעתיקים אותו בקופי פייסט..

משה ברקת

יש המון דברים לומר, אבל אני אעלה 5 נקודות מאוד בתמצית, שלוש מהן זה התייחסות לכמה דברים שספי אמר. אז קודם כל הדבר הראשון, אני לא חושב שבימים האלה מחפשים מהפכות - נעשתה עבודה עם בסיס מקצועי שזה דבר מרענן. עבודה חשובה, בריאה, מקצועית מאוד של רשות ניירות ערך והוועדה שאסף עומד בראשה. אז בלי קשר להערה כאן או שם, נעשתה פה עבודה ברמה המקצועית הכי גבוהה, אז אין מה לדבר, וגם זה דבר מאוד מרענן שלא נעשה המון שנים. כל הנושא הענפי, אמיר, אני מרענן את זיכרונו, זה משהו כמו 18, 16-18 שנה, זה לא יותר מ-20 שנה. אבל זה טוב שעושים את זה. אני רוצה להתייחס לכמה דברים שספי אמר. ראשית, רול מייקינג פאוור, סופר חשוב לענף את זה. נכון, דה פקטו, לרשות ניירות ערך יש גם רול מייקינג פאוור, אבל צריך לענף את זה, חד משמעית. זה דבר סופר חשוב, ולא ניתן להשאיר את זה לגורמים שאין להם קשר לעבודה

המקצועית של הרשות, לרבות ההבנה שלהם והיכולת שלהם באמת לעשות צעדים שיטיבו עם השוק. אז זה דבר אחד חשוב. דבר שני, שאמר ספי, זה החיבור לעולם ופה אני קצת מתחבר לעמיר ליכט. אנחנו נוטים כל הזמן להמציא את הגלגל ואני לא בטוח שאנחנו חייבים תמיד להמציא את הגלגל. אני חושב שהניסיון האמריקאי הוא ניסיון חשוב ורלוונטי. יותר מזה, איך אנחנו חיים עדיין, עשרות שנים כבר, עם מצב שיש שני סוגי חברות: האחד, חברות דואליות, כולל טבע להזכיר לכם שהייתה בתיקי הפנסיה של כולנו, שנהנות מרגולציה מקלה בצורה בלתי רגילה, ומולן חברות ישראליות, כולל מלנוקס, למשל, שלא הייתה דואלית, ונאלצה בנסיבות מסוימות לעזוב את הבורסה בגלל רגולציה שלדעתי מחמירה החמרת יתר. אני חושב שצריך לקחת גם את העניין הזה ולחשוב לאן אנחנו רוצים להגיע, כי בסופו של דבר אנחנו רוצים עוד חברות ישראליות ואולי אחרות שייסחרו כאן. דבר נוסף זה לגבי הנושא הזה של הרגולציה וקיצור הדוחות. בסוף 2009, לפני סוף התפקיד שלי ברשות ניירות ערך, הילה זונדר עשתה עבודה מדהימה, שהגשתי לזוהר גושן שהיה יושב ראש הרשות דאז, בוא נחזיר חזרה את הנושא של התמצית לדיווח הכספי. נאפשר לחברה לכתוב תמצית, של עשרה עד חמישה עשר עמודים, של הדוח הכספי השנתי. כי, כמו שספי אמר וגם ורד ואחרים פה אמרו, אמרתי לזוהר – קיצור דוחות לא יהיה. רגולטורים, הכלי המרכזי שלהם זה רגולציה. אתה לא יכול לצפות מרגולטורים, ועורכי דין ברשות ובשוק, שיציעו לך לקצץ בכלי שהוא מקור עבודתם. אבל, אמרתי, אולי אם ניתן משהו כמו תמצית, אולי הזנב יכשכש בכלב, ובסופו של דבר התמצית תהיה הדבר החשוב ששוק ההון יסתכל עליו, ואז הדו"חות הכספיים ירגישו נטל אחריות פוחת, ואז אולי הם יתקצרו. הרעיון הזה בסוף נפל וגם הדוחות לא קוצרו. חזרה להיום: אז קודם כל התפיסה של גישת ההנהלה היא מאוד בריאה. לגבי המתח שבין סטנדרטיזציה מול גישת הנהלה - אני לא חושב שזה אפס אחד. זאת אומרת, לדעתי צריך לקבוע איזה סטנדרט שהוא בנצימרק, אבל גם לאפשר לכל גוף להחליט שהוא סוטה מהבנצימרק. אני חושב שה-NON GAP היה אחד הדברים הטובים ביותר שנעשו לחשבונאות. ואז אני מגיע לנקודה החמישית והאחרונה בדברים שלי, שאני חושב שזה אלמנט שאי אפשר להתעלם ממנו, וזה רואי החשבון. מה תהיה האחריות של רואה החשבון למידע המוצג לפי גישת הנהלה ולא לפי תקן בדו"חות השנתיים, שהופך ותופס חשיבות הולכת וגדלה. בהקשר הזה, אנחנו גם צריכים לחשוב בכלל על כל הנושא של הפיקוח על רואי החשבון, שאני חושב שזו גם משימה קריטית וחשובה שרשות ניירות ערך נדרשת אליה.

שלומי שוב

PCAOB ישראלי היה צריך להתרחש כבר מזמן – וזה מביש שאנחנו המדינה היחידה בעולם המערבי שלא עשתה את השינוי הזה.

צבי וינר¹

לצערי הרב, הדיווח הכספי בישראל הפך ממידע כלכלי אחיד שעוזר למשקיעים, למסמך משפטי מורכב ומסורבל שמטרתו למנוע טענות סרק (הרבה פעמים ללא הצלחה). זו תוצאה ישירה של משפטיזציה יתר של שוק ההון, גידול של רגולציה, תביעות ייצוגיות ונגזרות. לא מעט חברות בוחרות להישאר פרטיות ולא ציבוריות בגלל העלויות הכרוכות, הנטל הרגולטורי והצורך בדיווחים וחשיפות מיותרות. רצוי היה לפצל את הדיווחים למסלול כלכלי ומסלול משפטי, ולדאוג לסטנדרטיזציה של אופי המדידה והדיווח בהתאם לתחום ולחשיפה. יצא לי יותר מפעם אחת לכתוב חוות דעת שמסבירות את ההבדלים ההכרחיים בין מהות כלכלית לרשימה פורמלית של כלל הסיכונים, אפילו הקטנים ביותר, שעלולים מתישהו להתממש (וכל מי שלא ציין אותם מראש עלול לקבל תביעת ענק). לדעתי, דיווח כלכלי צריך להיות מבוסס עקרונות, ולא מבוסס כללים נוקשים כמו שהוא היום. שינויים בכיוון הזה יאפשרו שקיפות טובה יותר והבנת תהליכים כלכליים מבלי מסך מיותר של אזהרות אסון משפטיות (שיכולות להיות בדף נפרד בדומה לתרופות שאנחנו קונים היום בבתי מרקחת). לדוגמה, לרוב מכשירי החשמל שאנחנו קונים היום מצורפים שני מסמכים, אחד כתוב באותיות רגילות עם איורים, ומסביר איך מפעילים את המכשיר, והשני באותיות קטנטנות ומסביר איך המכשיר עלול לפגוע, להתפוצץ, לגרום נזק ולשרוף את הבית אם מפעילים אותו לא נכון. זו אנלוגיה טובה בעיניי לדיווח של חברות ציבוריות, שאמור להתחלק לחלק המהותי והחלק המשפטי.

אסף חמדני

קודם כל תודה רבה על ההערות, אני אתן סיכום שהוא מוכוון במטרה לקבל עוד הערות, כדי למקד את הדברים. אז אני רוצה לדבר שנייה על ה-KPI. תראו, זה לא כתוב ככה בדו"ח אבל זאת הדרך לחשוב על זה. יש סקטורים שכבר יש בהם מספיק ניסיון והרשות קובעת בהם גילוי ענפי, וזה בסדר, זה מחוץ לדו"ח. דרך אגב, אחד מהדברים שעלו בדיונים הוא שמשקיעים אוהבים את הגילוי הענפי. הדו"ח מדבר על הרובד שעוד לא הגיע לגילוי ענפי. לדוגמה, מחר מקימים חברת, פאונדיישן מודל ישראלית, החברה היחידה בישראל שעושה את זה ואין ניסיון בתחום (ולכן אין גילוי ענפי). כאן יחולו ההמלצות של הדוח והציפייה היא שאם לגישת ההנהלה יש KPI שחשובים להבנת החברה, זה מודל אמריקאי שממש לקחנו את זה, היא צריכה לגלות. דבר שני, ולא פחות חשוב, שהוחל גם על KPI'S מחוץ לגילוי הענפי וגם על חברות כאלה, זה כל נושא השקיפות, שלא דיברנו עליו כאן, אבל גם הוא עלה בצורה משמעותית מהמשקיעים. זאת אומרת, שגם במקומות שאין חובה לדווח מדדים ואין סטנדרטיזציה, היום לא תמיד ברור לקורא הדוחות אם אני רוצה בעצמי לשחזר את ה-KPI שהחברה עשתה כדי להשוות בין ענפים, לא ברור לי איך אני עושה את זה בדיוק, ולכן הדרך לחשוב על זה

¹ התוסף לאחר הדיון

באמת, זה שיהיו לנו פה כמה רבדים, יהיה את הרובד של הגילוי הענפי שהוא מחוץ לדו"ח של הוועדה, ויהיה את הרובד, הדיפולט תקרא לו, של שיקול דעת להנהלה וסקיפות. כמה שהרובד הזה גדול או קטן, זה תלוי בכמה עבודה אמיר הלמר והצוות שלו יעשו בתחום הגילוי הענפי. שתי נקודות ואז אני אסיים. אני חושב שכל הנושא של המתח בין משמעת שוק לרגולציה, הוא סופר חשוב. אנחנו דיברנו על זה קצת בנושא המצגות, ובמהלך דיוני הוועדה גם התפרסמה עמדת מנהל מחלקת תאגידים וזה דבר מבורך. בסוף גם כל נושא התחזיות הוא עניין של משמעת שוק. כמו שאמר ספי, המטרה שלנו היא לתת את הרובד של הרגולציה שהוא הנדרש לבין הדיווח הוולנטרי. גם לעודד חלק מהדברים בלי להרוס אותם. ודבר נוסף להערות של ורד: זה גם נושא חשוב ונשמח לקבל הערות בנושא הזה. אני מסכים שסעיף מטרות, שהוא כבר משהו יותר משפטי אולי, הוא חשוב מאד, כי בסוף בטווח הארוך זה מה שינחה את סגל הרשות. אנחנו כתבנו סעיף מטרות מסודר בדו"ח הנהלה, אבל לא במקומות אחרים. אבל הצעות קונסטרוקטיביות לסעיף המטרות בפרק של הברנע נתקבלנה בברכה. תודה רבה לכולם.

ספי זינגר

אז קודם כל באמת, שוב פעם, תודה רבה על הדיון הזה, אני חושב שהיה דיון, לפחות מבחינתי, מרתק ומעניין מאוד, וגם חשוב. אני אתייחס בכמה נקודות קטנות. אחד, בהמשך למה שגם משה אמר, וועדה כשאנחנו מקימים אותה, זה לא בגלל שיש כשל בשוק. שלומי אמר, רגע, למה צריך את הוועדה? הרי הכול בסדר. אני לא חושב שזאת הסתכלות נכונה, בסופו של דבר, משטר הגילוי היום בישראל טוב, אבל זה שהוא טוב לא אומר שלא צריך לשפר אותו, שלא צריך לחשוב עליו מחדש, שלא צריך אחרי 20 שנה להסתכל על מה נעשה ומה לא נעשה. זה שהמצב לא קטסטרופה, לא אומר שאנחנו לא צריכים לעלות קומה. נקודה שנייה, קשורה למה שאמיר אמר וגם אתה הזכרת, KPI הוזכר פה ה-FFO גם פה חשוב להבין, בסופו של דבר הרשות, אנחנו הרגולטור, הדרישות והצרכים של המשקיעים צריכים להגיע קודם כל מהשוק. תפקידנו לעשות סטנדרטיזציה ולהתערב איפה שהשוק לא נותן מענה מספק ויש צורך בכפייה רגולטורית. אבל המסלול הטבעי הוא שהצרכים יגיעו מהשוק, מהמשקיעים. זאת היא דרך המלך להתפתחות הגילוי. וכך אנו עובדים גם בנושא הגילוי הענפי. גם התהליך שקרה בקשר ל-FFO הוא גם דוגמה טובה לזה.

אסיים בתודות. קודם כל תודה לחברי הוועדה, לאסף יושב ראש הוועדה שהסכים, והתחיל פה פרק נוסף באסדרה. ולכל חברי הוועדה אני חושב שכולם נמצאים פה ועשו באמת עבודה יוצאת דופן, הקדישו המון זמן ומחשבה כדי להוציא תוצר מפואר. תודה מיוחדת גם לסגל הרשות, מאחורי הדוח הזה נעשתה עבודה יסודית ועמוקה מאוד של הסגל ובלוחות זמנים מהירים מאוד. אני רוצה להודות גם לפורום שהזמין אותנו, ולכולכם שהשתתפתם בדיון החשוב הזה.

שלומי שוב

אנחנו רוצים לסכם

אמיר ברנע

אין לי מה להוסיף אני חושב שהדברים עלו. קודם כל מצטרף להערכה שנשמעה כאן על עבודת הוועדה. באמת הוועדה עברה סעיף ותיקנה. אני מקווה שהמוצר שיצא, יהיה מוצר קצר יותר, ענייני יותר, מהותי יותר ויבליט באמת את האלמנטים שהנהלה עובדת בהם. הספקות שהיו לי זה רק בהתייחסות למה שאני יודע, מה ההנהלה עושה ומה הדירקטוריון עושה, והקונסיסטנטיות שחסרה לי קצת בין הדיווח לציבור ובין עיקר עבודת הדירקטוריון והנהלה. ואולי אפשר למצוא איזושהי דרך שכפופה כמובן לגילוי סודות מסחריים, לשפר את הדיווח באופן שייתן ביטוי שישקף שווי. לשקף שווי זה מוכרח הדיווח להיות צופה פני עתיד. שווי הוא צופה פני עתיד. העבר יכול לעזור לאמידה הזאת. הוא לא במקום צפי עתיד. ולכן אין מנוס לפי דעתי לכלול בדו"ח הסופי, של ועדת חמדני התייחסות ספציפית לנושא הצפי.

ניצן סנדור

אתם כבר חשבתם על זה, זה כבר היה בעקבות ההמלצות בדו"ח של ועדת ברנע, תיקנו את חוק ניירות ערך לעניין הגנת מידע צופה פני עתיד.

שלומי שוב

ברשותכם אגיד את מילות הסיכום שלי. אני חושב שהכוונות כאן טובות אבל ככל שזה יהיה גם הדוח הסופי אני לא חושב שבמקרה הטוב לא יהיה כאן באמת שינוי בפרקטיקה. ראינו שגם חברי הוועדה עצמם, ניצן כעת ושמעתי גם את נבו אומר את זה בכנס אחר, שהם לא רואים שיהיה שינוי מהותי בעקבות ההמלצות. המונח "גישת הנהלה" הוא מונח יפה ומודרני אבל אם לא נכניס לו תוכן ומשמעות וגם מגבלות, לרבות בהקשר של סטנדרטיזציה ענפית ושיפור התזמון של המידע, אנחנו עוד עלולים למצוא את עצמנו במצב הפוך של ניצול ומצב דברים אפילו פחות טוב מהמצב כיום. בגישת הנהלה חייב להיות עקרון ששואפים אליו. אי אפשר לברוח מההחלטות הקשות לרבות בנושא שיפור התזמון של המידע (ולא להפך...). בכל מקרה, אי אפשר לדעתי להשוות את עצמנו לארה"ב כי שם יש בשוק ההון באמת משמעת שוק – בואו נכיר בזה שכאן חייבים את הרגולציה...

אני כל הזמן שומע מהגופים המוסדיים וגם שמענו את זה היום בדיון, שהמידע בדוחות לא מספיק להם והם מקבלים מידע ישירות ממנהלי הכספים של החברות. אני גם יכול להגיד לכם שחלק מהגופים המוסדיים לא הרגישו בנוח לדבר על זה בדיון והם אומרים לי את הדברים בשיחות פנימיות. מה לעשות אי אפשר להתעלם מבעיית הריכוזיות שיש בשוק ההון הישראלי, אבל אני חושב זה הסממן הכי חזק לבעיה כי למשקיע רגיל שהוא לא גוף מוסדי גדול וחזק אין יכולת לגשת למנהלי הכספים ולקבל את המידע הדרוש לו...

תודה רבה לכולם.

על הפורום:

פורום שווי הוגן (Fair Value Forum - FVF) הוקם בכדי לתרום לאיכות המידע בשוק ההון ולייצר שיח רב דיסציפלינארי פורה בסוגיות מקצועיות הקשורות לשוק ההון ולעולם העסקי שנמצאות על סדר היום הציבורי.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים ושלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות, סגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים וראש מכון הפניקס לחקר שוק ההון, פועל במסגרת מכון הפניקס לחקר שוק ההון באוניברסיטת רייכמן.

הפורום כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל.

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

לאתר הפורום: [לחץ כאן](#)