

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: 3/11/2025

נושא המפגש: "הצעת ה- SEC להחמרת הקריטריונים לקבלת מעמד מנפיק זר בארה"ב (FPI): השלכות פוטנציאליות על החברות הישראליות ועל שוק ההון בישראל"

לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

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

שלומי שוב

בוקר טוב, אנחנו פותחים הבוקר את השנה ה- 15 לפעילות של פורום שווי הוגן ועוסקים במסמך של ה- SEC בנושא בחינת שינוי הגדרת מנפיקים זרים בארה"ב – FPI. זה נושא מרכזי ביותר עבור ישראל כי כולנו מבינים את המשמעותיות של החברות הדואליות בבורסה הישראלית, אפילו עד כדי תלות. אני חייב להגיד לכם, גם אם זאת לא דעה פופולרית כאן בחדר הבוקר, שאני מאוד מבין את הרציונל והכיוון של ה- SEC שהוא דאגה מכך שעל רקע דרישות רגולטוריות מעטות במדינה הזרה, אם בכלל, ההקלות האמריקאיות המשמעותיות ל- FPI יכולות להוביל לפגיעה במידע שמקבלים המשקיעים – כמובן שאכפת להם מהמשקיעים האמריקאים אבל אני חושב שזה נכון באותה מידה גם למשקיעים בישראל. אני זוכר שתמיד אמרנו שה- FPI "נהנים" מכל העולמות, כמו ילד להורים גרושים שכל הורה חושב שאצל השני הוא מקבל את העונשים... אז גם אם השמועות כי המהלך הזה נועד כדי "לדפוק" את הסינים, בעידן מממשל טראמפ נכונות, יש כאן באמת בעיה ונאמר את האמת - ידענו עליה כל השנים..

אגב, המגמה האמריקאית בשנים האחרונות די ברורה, אפשר לראות שההחלטות הדיווחיות האחרונות של ה- SEC, לרבות בהקשר של הגילוי על סיכוני האקלים שבסוף לא נכנס היא שלא להחריג מכאן ואילך את ה- FPI מהדרישות שמוטלות על הדומסטיק.

ניתן לראות את זה למשל דרך אלביט מערכות שהיא הרביעית בגודלה בבורסה בתל אביב מבחינת שווי שוק (כ- 75 מיליארד שקל), אחרי לאומי, הפועלים וטבע (שהיא דואלית אבל דומסטיק). נשמע לכם הגיוני

שהיא לא נדרשת לפרסם דוחות כספיים רבעוניים? היא אמנם מפרסמת וולונטרית את התוצאות הרבעוניות באופן מצומצם מאוד ללא ביאורים, אבל עדיין זה מצב מוזר ביותר.. רוב ה-FPI הישראליות אפילו לא כוללות בדיווח הרבעוני המצומצם - וגם לא בדיווח החצי שנתי שכן נדרש על ידי הבורסות האמריקאיות - את דוח התזרים וכמובן שהמידע לא נדרש להיות סקור. בקיצור, דוחות כספיים רגילים יש רק בשנתי.

ישראל אגב "מככבת" בנייר הזה, ובטח גם ראיתם בחומר הרקע ששלחנו את הנתון המדהים על כך שישראל, היא "היצואנית" השנייה בגודלה בעולם בארה"ב - שוק ההון הגדול בעולם, זה אחרי סין שהנתונים שלה חבויים בעמודה של "מקלטי המס" בקיימן. זאת תעודת כבוד למרות שמהזווית הזאת משתמשים בנו לכאורה כדוגמה פחות טובה..מה שנקרא "צרות טובות"

החשש של האמריקאיים הוא שהרגולטורים המקומיים פחות מתעניינים ב-FPI – והם מציגים נתון לפיו מבין 97 החברות הישראליות בארה"ב (כמחציתן דואליות) – כ-60% מבצעות פחות מ-1% ממחזור המסחר שלהם מחוץ לארה"ב. רון קליין, סמנכ"ל המחלקה הכלכלית של הבורסה – תכף יציג נתונים יותר ברורים בנושא שהם הכינו לצורך הדיון הבוקר.

בפני הסטודנטים שלי אני בכלל מכנה את הסדר הרישום הכפול הישראלי שחוקק בתחילת שנות ה-2000 כחוק "אנטי אגו". צריך לזכור שהוא חוקק עוד לפני המעבר של ישראל ל-IFRS ובזמן שהאמריקאיים עדיין לא הכירו ב-IFRS עבור מנפיקים זרים. אז בכלל עוד לא ידענו שהעולם החשבונאי יהיה דו מעצמתי כמו שהוא היום.. אני בכלל לא בטוח שאם היה מחוקק כעת, ואדרבא כעת עם הכיוון האמריקאי החדש, הוא היה נראה אותו דבר...בשורה התחתונה, אני חושב שדרישות בגילוי והפיקוח צריכים להיות לפי הגבוה מבין הדרישות מ-FPI לבין הדרישות מחברה ציבורית ישראלית, לא סביר לי שזה יהיה פחות מזה כי המצב היום הוא של תת דיווח ותת אכיפה..

ההכרה של ה-SEC ב-IFRS עבור מנפיקים זרים ב-2008 היתה אירוע בקנה מידה היסטורי בחשבונאות, ובואו נגיד ככה שממשל טראמפ כעת משתמש במנוף הזה היטב כדי לעצור את נושא הגילוי על סיכוני האקלים ב-IFRS. יו"ר ה-SEC פול אטקינס הודיע לאחרונה בנאום שהם יבטלו את ההכרה הזאת אם ה-IFRS ימשיך לקדם את הגילוי על סיכוני האקלים ובכלל את ה-ESG. בכלל אנחנו עדים בשנה האחרונה לחיבור בעייתי של פוליטיקה לחשבונאות – החקיקה של ממשל ביידן על גילוי על סיכוני אקלים בארה"ב לרבות בתוך הדוחות הכספיים נעצרה ובקריפטו הכיוון הוא הפוך.

מעניין לראות, שלמרות האפשרות של ה-FPI הישראליות לבחור האם לדווח לפי גאפ אמריקאי או IFRS, הרוב בוחר בגאפ האמריקאי. בהערכה גסה כשני שליש מהחברות הישראליות הדואליות שמסווגות כ-FPI בוחרות לדווח לפי USGAAP ולא לפי IFRS. חברות דואליות כאלה שמיישמות IFRS הן למשל, אבוג'ן, קמהדע, אנלייט, ICL ופורומולה.

יש לזה מגוון סיבות שמתחילות בכך שהרבה חברות נסחרו עוד לפני 2008 בארה"ב וגם מרביתן חברות טכנולוגיה שה-USGAAP מקובל בענף. אבל יש כאן גם שיקולים נוספים וזה משתנה פר חברה. אני מכיר אישית גם מספר מקרים נקודתיים של העדפות לכל כיוון בגלל הפער בכללי החשבונאות עצמם שהיו יותר נוחים לחברה – למשל פוש-דאון אקאוניטינג, סיווג תשלומי ריבית בפעילות מימון בדוח תזרים, רישום הון במקום התחייבות וכו'.

מעניין לראות שגם חברות ישראליות לא דואליות שהן FPI מיישמות IFRS כמו למשל איטורו, צים, וזה רק מעיד על כך שיש מגוון של שיקולים. והם יכולו לעשות מעברים לאור שיקולים חשבונאיים – כמו למשל במקרה של כן-פייט (ביופארמה) שעברה לפני מספר שנים מ-IFRS ל-USGAAP.

אז זה נכון שיש הרבה יותר דרישות דיווח ודרישות רגולטוריות נוספות לדומסטיק (כמו דוחות רבעונים, דד ליינים קצרים יותר, דיווחים מידיים ודרישות גילוי) אבל זה הרבה מעבר לזה – זה DNA של ממשל תאגידי ואחריות מנהלים שלא ניתן באמת לרשום אותו במסמך מסודר.. דומסטיק זאת התנהלות אמריקאית לכל דבר ועניין על היתרונות והחסרונות שבעניין. לא נעים לי להגיד אבל זה קודם כל ממשל תאגידי – זאת גם העובדה הבסיסית שהחשבונאות היא של החברה, כאשר רואה החשבון הוא רק המבקר ולא יכול לעשות הכל כמו בישראל...

ה-SEC הוא גוף אימתני וריסטיימנט זה הסיוט של כל מנכ"ל אמריקאי כל מי שמכיר יודע ש-CEO אמריקאי מעדיף כבר כשלון עסקי מאשר ריסטיימנט.. מה גם ששוק ההון האמריקאי מעניש מיד את המניה בחומרה ובקיצוניות. סתם קוריוז.. אחד המנהלים הבכירים ביותר של החברות האלה שפועלת ברחבי העולם אמר לי שהוא חושש לתת "טיפ" של דולרים ספורים במדינות מסוימות באפריקה כדי לא להסתבך ואתם מבינים...

אז בואו נדבר עכשיו גם על האפסייד כי יש כזה בהחלט. להחלטה אם להיות מנפיק זר או מקומי יש גם השפעות כלכליות-עסקיות משמעותיות. זה נובע מכך שהדומסטיק מגדיל משמעותית את רמת הסחירות בארה"ב. תראו למשל את ההבדלים בסחירות בין שתי חברות ישראליות בעלות פעילות דומה: חברה כמו אורמת (שווי שוק 6.4 מיליארד דולר) שהיא כיום דומסטיק לבין חברה כמו אנלייט (4.6 מיליארד דולר) שהיא FPI.

בדקנו לצורך הדיון את נפח המסחר הממוצע בשלושת החודשים האחרונים שמצאנו שבאורמת הוא היה גבוה כמעט פי עשרים מזה של אנלייט – לשם המחשה היקף המסחר הכספי ביום של אורמת מגיע לכ-53 מיליון דולר לעומת פחות ממיליון דולר באנלייט. כאשר בוחנים את היחס בין נפח המסחר לשווי השוק, הפער מתחדד עוד יותר - אורמת נסחרת בהיקף של כ-0.8 אחוז משוויה ביום, בעוד שאנלייט עומדת על כ-0.02 אחוז בלבד.

אגב, נתון מעניין נוסף הוא המסחר בישראל – ניתן לראות שכאן המצב הוא הפוך בין החברות – עשירית מהמסחר באורמת, במספרי מניות, הוא בישראל ופחות מעשירית מהמסחר באנלייט הוא ב-NASDAQ

- וזה בדיוק העניין של שוק עיקרי מול שוק משני. כך למשל, הגופים המוסדיים מחפשים להשקיע במניה בבורסה שבה יש יותר נזילות – כלומר, באורמת המחיר נקבע בארה"ב והמחיר בארץ מתכנס אליו (אלא אם כן קרה משהו משמעותי בשעות שבהן רק בארץ יש מסחר) ואנליסט מתנהגת בדיוק להפך. זה לא עניין טכני אלא מגירי כי בכל שוק הון יש מכפילים שונים, מגמות שונות – כמו השפעת מלחמה, הורדת ריבית וכו'. זה יכול להיות לטובה ויכול להיות לרעה ואני מניח שאמיר תכף יתייחס לסיטואציה המוזרה הזאת.

וההסתכלות הכלכלית הזאת מסתדרת בדיוק גם עם ההסתכלות החשבונאית של IFRS 13 לפיה יש לקבוע את השווי הוגן לפי שוק עיקרי – כלומר אם לגוף מוסדי יש השקעה באורמת הוא ימדוד את השווי ההוגן שלה לפי השוק האמריקאי ויתרגם לשקלים ואם יש לו השקעה באנליסט הוא ימדוד לפי השוק הישראלי. אגב, לפי IFRS 13 מותר לבצע התאמה טכנית לשוק העיקרי לפי השוק המשני אם היה אירוע מהותי אחרי שעות המסחר בשוק העיקרי.

אני מניח שיש כאן עוד גורמים שמשפיעים, כמו זה שקרנות הנאמנות ותעודות הסל מוגבלות ברוב המקרים לנייר שרשום בישראל ויש גם עניינים טכניים – אין מה לעשות למוסדיים נוח יותר לקנות בישראל – קודם כל טכנית בגלל שעות המסחר, זה שלא צריך גידור (במהות עלות הגידור עצמה כבר מתומחרת בארביטריז' אבל יותר נוח טכנית כשלא צריך לעשות) וכו'.

בשורה התחתונה זה ברור שבראיה של שוק ההון האמריקאי עדיף להיות דומסטיק. שימו לב שכיום חברה שהיא כעקרון FPI יכולה וולונטרית לבחור לדווח כמו חברה דומסטיק – במצב כזה היא מחויבת לכל הדרישות של חברה domestic ללא שום הקלות. פאגאיה למשל בחרה בתקופה מסוימת וולונטרית להיות דומסטיק בכדי להשתתף במדדים ולהימנע מדיסקאונט ועוד מעט נשמע את זה מקרן דנציגר מפאגאיה.

אז יש כאן טרייד אופ די ברור – היתרונות של שוק ההון האמריקאי שהוא שוק עמוק מאד ובואו – יש כאן יתרון אדיר לא רק מבחינת תימחור אלא גם מבחינת הגמישות העסקית-פיננסית של החברות לגייס הון ואג"ח להמרה בהיקפים גדולים ובמהירות ולבצע עסקאות, כאשר מצד שני נמצאת כאמור "אימת" הפיקוח של ה-SEC. לאור זאת, ולמרות שכרגע מדובר במסמך רעיונות ראשוני, כשאני מנתח את זה אני יכול להגיד לכם מה אני חושב שיקרה בסופו של דבר כי הכיוון הכללי לדעתי ברור.

אני חושב שתהיה הקשחה בהגדרה של FPI - לפחות דרישה לסחירות מינימאלית במדינה הזרה + רגולציה מקומית מינימאלית או לחלופין הקשחת הדרישות מ-FPI, כי לא הגיוני לי שהמצב הנוכחי ימשך גם אם הם יקטינו בהגדרה את הרף של בעלי המניות האמריקאיים ל-30% למשל- הרי הם לא ירצו לפגוע באותם 30% אמריקאיים..

וזה להערכתי יוביל לכך שמבחינת החברות הישראליות, תוך תלות בהיקפי במסחר המינימליים שידרשו במדינה הזרה :

1. החברות הישראליות הגדולות שנסחרות בארה"ב, ישקלו מחדש אם לעבור להיות דומסטיק. ואני מבין שזה הסיט של הבורסה הישראלית ושל הכלכלה הישראלית...

2. יתר החברות שעדיין לא רשומות בישראל, ירשמו למסחר בישראל כדי לשמור על סטטוס ה-FPI (השפעה חיובית שתיתן בוסט לבורסה בישראל ויכולה להתחבר גם לשינוי של מסחר ביום שישי...). בהקשר של חברות אלה, אני חושב שאנחנו צריכים לבחון מחדש של הסדר הרישום הכפול - אי אפשר להתחמק מזה

צירפנו לחומר הרקע את תגובת רשות ניירות ערך ל-SEC ותכף גם אופיר מנהל המחלקה הבינלאומית יציג אותה – ובגדול איך שלא הופכים את הניסוחים היפים, אני רואה את זה כסוג של בקשה להחריג את ישראל מכל במהלך וחייב להגיד שקשה לי להאמין שזה יקרה.

אנחנו מארחים היום את כל הגורמים הרלבנטיים ובראשם חברי הנהלת רשות ניירות ערך והבורסה, הציגי משרד האוצר ומשרד המשפטים וכמובן מנהלי החברות הרלבנטיות – אני חושב שיש כאן אירוע משמעותי מבחינת ישראל והכלכלה הישראלית ונשמח לשמוע את כל הזוויות.

אמיר ברנע

בוקר טוב, אני מבין שעיקר הדיון יתמקד בהחמרות של ה-SEC לגבי דרישות דיווח ורגולציה לוקלית מחברות זרות. בכל זאת חשבתי להעלות כמה נושאים כלכליים, בעצם להרחיב את הדוגמה של שלומי בהשוואה בין אנלייט לאורמת. התעוררה למשל השאלה אם משקיע מוסדי ישראלי שנמדד בשקלים ומשקיע במניות אורמת בארה"ב. האם הוא זקוק להגנה מטבעית? התשובה היא לא, כי ארביטרז' ישווה את מחירי המניה. לא כך לגבי אנלייט. נשאל מה השפעת רישום בחול על שווי חברה ישראלית? מצד אחד נוצרת עלות רישום ועלות שוטפת שהיא משמעותית. מצד שני - יכולת גיוס הון בעתיד, נראות, נזילות עקב גידול בסחירות וניצול פערי מכפילי שווי, רווח והון ככל שעיקר המסחר הוא בחו"ל.

הפער במכפילים מוצג לעתים כסיבה עיקרית. יש להדגיש שאם קיים פער הוא מבוסס על הנחה של שוק גלובלי שאינו יעיל עקב מגבלות אינפורמציה מטבע ואנליזה. הרי עקב הפער משקיע אמריקאי היה רוכש מניות במכפילים נמוכים בישראל בלי קשר לרישום דואלי. כנראה שהשוק הגלובלי היעיל אינו קיים ודומיננטית הנטייה לרכוש "בבית" המוכר. נחזור לדוגמה של אנלייט ואורמת. האם על פי פערי המסחר ביניהן שהציג שלומי יהיו גם פערי שווי? לא בשוק גלובלי יעיל, כן בשוק מפוצל עם מגבלות, זהו כנראה השוק הגלובלי הנוכחי.

אופיר אייל

אולי כדאי קודם להגיד כמה דברים על הרישום הכפול, אפשר תמיד לעשות זום אין לתוך הסדר ספציפי, על כל אחת מהרגולציות שהכרנו בהן, ואז להשוות אותה האם הגילוי פה הוא יותר מהגילוי בישראל או פחות, או שהמשל התאגידי הוא יותר או פחות. אז, כל פעם נצא פעם אחת לצד הזה ופעם לצד ההוא. יש מקרים, דרך אגב, יותר "גרועים" ממה שאתה תיארת, מול בורסות או רגולציות

שהכרנו בהם. כמו אולי בהונג קונג או בסינגפור, יש בורסות שהכרנו בהן ואין באותם מקומות אכיפה פרטית דוגמת תביעות נגזרות או ייצוגיות.

אוקיי, ואז ניתן להגיד איך אתם מאפשרים למשקיע הישראלי להיות במצב שיכול להיות שהוא יקנה מניה, תהיה שם הפרה של חובת הגילוי או הפרה אחרת והוא לא יוכל בכלל למצות את זכות הגישה לערכאות. אז זה נכון /שבכל אחד מההסדרים האלה, אם אתה בוחן אותם בזכוכית מגדלת, אתה תגיע לתשובה מסוימת. אבל זאת לא התפיסה שלנו של הסדר רישום הכפול בכלל, וודאי לא האמריקאי שהוא הוותיק שבה.

התפיסה שלנו היא תפיסה יותר הוליסטית או כוללת. אנחנו באים לבחון רגולציה זרה בכללותה לצורך הסדר הרישום הכפול. לפני שאנחנו מצרפים בורסה להסדר הרישום הכפול, אנחנו עושים דיו דילגנס עמוק לאותה טריטוריה. אנחנו בוחנים גם את כללי הבורסות וגם את כללי הממשל התאגידי וגם כללי הגילוי, וגם נוסעים לשם ומשוחחים עם הגורמים בממשלה ועם הגורמים בשוק. אנחנו בוחנים גם את הרגולציה, וגם את חוזק הפיקוח, וגם את משמעת השוק. אנחנו מתכלים על המצב בכללותו ואז מקבלים החלטה, שדרך אגב, עוברת כמובן את כל הפרוצדורה של ועדת הכספים, ומי שצריך, ומשרד המשפטים, ומשכנעים. זה מושך לכאן, וזה לכאן, ובסוף מתקבלת ההחלטה. ולא במקרה ההחלטה הזאת התקבלה כחיובית רק בנוגע ל-6 בורסות, וגם בתוך אותם בורסות, רק הרשימות הראשיות.

כלומר, יש פה שכבות של מנגנונים. ובסופו של דבר אנחנו מגיעים למסקנה שמה שטוב למשקיע באותה טריטוריה, טוב בישראל. מה שטוב למשקיע האמריקאי, טוב למשקיע הישראלי. זו בסוף חותמת שאנחנו נותנים מבלי להסתכל עם מיקרוסקופ באופן ספציפי ומנותק על כל אחד מהסעיפים או מהתקנים. זה באופן כללי על הרישום הכפול.

עכשיו, ספציפית בנוגע לרישום הכפול האמריקאי, אני חושב שגם מבחן התוצאה תומך בסופו של דבר בהחלטה שהתקבלה לפני כ-20 שנה. ב-20 שנה האחרונות, כשמסתכלים על הרקורד של חברות דואליות שהגיעו מהשוק האמריקאי, על אף כל מה שאמרת, לא היו בהן יותר הפרות מחברות מקומיות, המשקיעים הישראלים לא ניזוקו, גם כשהם ניזוקו היו מנגנונים מפצים, ואפשר להיכנס עכשיו לדיון על כל הפסיקות וכללי האחריות וכללי הגילוי, אני לא נכנס לזה. אבל גם באותם תביעות שהישראלים הגישו פה, הם פוצו, כלומר זה התנהל בצורה טובה.

גם האמריקאים, דרך אגב, בעמדה שהם הגישו ושעומדת במרכז הדיון היום, אין להם טענה עובדתית שהחברות האלה פחות טובות. לדעתי הפוך אפילו, ראיתי נאום של אחד הקומישינרים בו הוא אמר אפילו הפוך, שהן לא פחות בטוחות בהקשר של האכיפה ושל הפרות. זה באופן כללי לגבי הרישום הכפול.

עכשיו, בנוגע לעמדה של רשות ניירות ערך. קודם כל, אנחנו הרגולטור היחיד מכל המדינות שהגישו עמדה רשמית ל-SEC באופן שהוא מזוהה. כלומר, היו רגולטורים שכנראה דיברו איתם, אבל עמדה על השולחן, אנחנו היחידים שהגשנו. כמובן שיש לנו גם קשר השוטף איתם בערוצים האחרים. ובשתי מילים, מה שאנחנו אומרים הוא שאותם הדברים שהאמריקאים מוטרדים מהם, אותם השינויים שהתרחשו ב-20 השנים האחרונות, הם לא רלוונטיים לקבוצת החברות הישראליות.

לא בגלל שהן ישראליות. העמדה שלנו היא עיוורת בהקשר הזה. אמרנו להם: הבעיות שהצבעתם עליהן, הטרנדים שאתם מוטרדים מהם, הם לא רלוונטיים אלינו. למשל, הם מוטרדים מחוסר הלימה בין מקום ההתאגדות לבין מקום ניהול העסקים או מקום ההנהלה או מקום הנכסים. זה דבר שלא רלוונטי בחברות הישראליות - הם בעצמם אומרים, בטבלאות זה מוצג, 97 מתוך 103 חברות הישראליות, הן חברות שיש הלימה בין מקום ההתאגדות למקום ניהול העסקים.

דבר שני, הם מוטרדים מחוסר רגולציה במדינת המקור, כן? אתה קצת נגעת בזה. אם מישו קורא את העמדה שלהם, רואה שתמיד הם משתמשים במילים - 'disclosure or other regulation'. אמנם נכון שאי אפשר להתווכח שחברות ישראליות דואליות זה, כמובן, הן מתנהלות רק לפי דיני הגילוי האמריקאים, ולא חלים עליהן דיני הגילוי הישראליים, ולא צריך לגלות פה שום גילוי נוסף. אבל לגישתנו, כפי שהזכרנו גם בעמדה, יש רגולציה אחרת, פריפריאלית, בין אם מדובר בממשל תאגידי, או פיקוח שוק, או בקרת מסחר אצלנו, או שכבות אחרות שנותנות עוד שכבה של הגנה. וכאמור, גם לגישת האמריקאים הם מדברים על היעדר גילוי או רגולציה אחרת, שבטריטוריות אחרות אנחנו יודעים, בקיימאן או ב-BVI, הכללים האלה לא קיימים.

השכבה של ממשל תאגידי, היא חלה גם על חברות ה-FPI הישראליות, וגם בהינתן תקנות ההקלות וכו'. גם מה שנותר על אותן חברות, הוא נותן שכבה משותפת. הם מצביעים על שינוי מטריד במגמה ב-20 שנה האחרונות. כל זה מתקשר למה שאמרתי קודם. מצלצל להם איזה פעמון כאילו עושים פורום שופינג, או שיש חברות ממקומות מסוימים שמנסות להימנע מהרגולציה. אצלנו זה לא המצב. כשמסתכלים לפני 20 שנה, על חברות ישראליות שרשומות כ-FPI, ומסתכלים עכשיו - אותו מספר. כמובן שהייתה תחלופה, אבל המגמה לא השתנתה. יש עקביות. מדובר בחברות ישראליות אותנטיות עם עסקים אמיתיים. לא נעשה מהלך של פורום שופינג.

האמריקאים מציינים בעמדה קושי באכיפה מול חברות FPI. שזה דרך אגב תמיד נכון - כשיש ככה אירועים אקסטרטוריאליים אז יש מורכבות באכיפה. אבל דווקא בהקשר הזה, יש לנו ולאמריקאים שת"פ מעולה - אנחנו והאמריקאים שותפים ב-EMMOU של IOSCO, וגם ב-EMMOU, שזה ההסכם המורחב שיש רק מדינות מעטות שחברות בו. חלק מאוד מאוד גדול של הסיוע שאנחנו נותנים מכוח ההסכמים האלה במחלקת החקירות שלנו, הוא מול האמריקאים, כולל הודעות לתקשורת שהם מוציאים ומשבחים את שיתוף הפעולה. לא נתקלנו בשום בעיה בהקשר הזה, ויש לנו נכונות ויכולת לסייע בהליכי אכיפה אקסטרטוריאליים. אז גם פה, אני חושב שאין בעיה.

לכן אנחנו שיקפנו בעמדה שהשינוי בהגדרה לא אמור לחול על חברות שיש להן את אותם מאפיינים שהזכרתי כרגע. הן יכולות להיות ישראליות, הן יכולות להיות ממקומות אחרים עם אותם מאפיינים. והסיבה היא שיש שכבות הגנה אחרות. אנחנו אמרנו שכשמשמסתכלים על הקשיים שהם מתארים, ועל הדרכים שהם מציעים לפתור אותן, צריך להיזהר לא לשפוך את התינוק עם המים.

פה דיברתי על הזווית הישראלית, ועל הזווית האמריקאית שגם אותה הזכרנו – מה יכול לגרום בתרחישים מסוימים. אני לא נכנס לתרחישים: איזה אופציה שהם יבחרו תגרום למה, כי יש פה מטריצה שהיא מורכבת. למשל, אם זה יהיה אחוז מינימלי של מסחר, אז זה יכול להוביל לכיוון אחד, ואם הם ידרשו רגולציית גילוי נוספת, זה יכול להוביל לכיוון הפוך. אז זה יכול ללכת לכל מיני כיוונים, אני לא נכנס לזה. אבל שיקפנו להם שההצעות שלהם קצת רחבות מדי בהקשר הזה, שהם יתפסו בהן גם חברות שלא התכוונו לתפוס, כי הן חברות טובות, חלקן מובילות שוק, שהגיעו לשוק האמריקאי מטעמים עסקיים, וחבל להקשות עליהם, בהינתן המצב שלא חסרות פה רגולציות, או אפילו במצב היותר חמור אולי, שהן יגרעו מהשוק וילכו לזירת מסחר אחרת.

אולי עוד נקודה אחת שלא נגעת בה וכן עלתה בשאלות לדיון, זה ההסדר הקנדי, MJBS. מדובר בעניין קצת שונה, אבל הוא בכל זאת הוזכר בנייר שלהם, ואנחנו גם הזכרנו את זה בנייר שלנו. רק שלא יהיה בלבול, כי בחלק מהמקומות המובחאילו הצענו שזה יהיה במקום האופציה של FPI. זאת אינה הכוונה, אלא כאופציה חלופית ומתווספת.

בהקשר הזה אנחנו חושבים שאם באמת על השולחן של האמריקאים יש כוונה להרחיב את ההסדר, אז ישראל היא מועמדת רלוונטית. במקרה כזה, לחברה ישראלית יהיו - כמו שלחברה קנדית יש - שלוש אופציות להיכנס לשוק האמריקאי - יכולה להיות Domestic אמריקאית, היא יכולה לבוא כ-FPI, ויכולה לבוא כ-MJDS על בסיס הרגולציה המקומית. אנחנו רואים את עצמנו כמועמד מתאים בגלל איכות הרגולציה ובגלל הקשרים בין המדינות.

ריון קליין

הזווית של הבורסה היא מן הסתם הזווית של החברות. מה שמעניין אותנו זה הנושא של החברות הדואליות ספציפית ואיך זה עשוי להשפיע עליהן.

נתחיל אולי קצת בלהבין על מה אנחנו מדברים, נכון להיום אנחנו רואים 96 חברות ישראליות שנסחרות בוול סטריט, כשאנחנו אומרים ישראליות אנחנו לא מתכוונים שהמקומים שלהם ישראלים או שיש להם זיקה לישראל, אלא שהן מאוגדות בישראל. זו לפחות הזווית שה-SEC הציג בנייר.

מתוך ה-96 האלה, 62 נסחרות בארצות הברית בלבד ו-34 חברות הן חברות דואליות. אנחנו מכירים שיש קרוב ל-50 חברות דואליות בשוק, הפער בין המספר הזה לבין ה-34, זה בעצם חברות שהן דואליות אבל לא נסחרות בארצות הברית, אז מטבע הדברים הרפורמה לא אמורה להשפיע עליהן. בנוסף, ישנן חברות שהן דואליות ומאוגדות בארה"ב ולכן גם עליהן לא צפויה להיות השפעה, ויש את

טבע שהיא אומנם מאוגדת בישראל אבל היא דומסטיק. כשמנטרלים את כל אלה בעצם מגיעים ל-34 חברות שהן במוקד.

שלומי שוב

זאת אומרת מה שאתה אומר שרק שליש מהחברות הישראליות שנסחרות בארצות הברית נסחרות גם פה בארץ?

רון קליין

נכון, עכשיו בקרב אותן 34 חברות דואליות, כאן אני מתחבר לנושא שאתה הזכרת של מחזורי המסחר, כי באמת יש איזושהי הנחת עבודה, ומי שקורא את הנייר מריח ריח מאוד מאוד חזק של, כמו שאתה אומר, שהמסחר בשוק הבית יהווה שיקול משמעותי. אז קודם כל נגיד שמתוך ה-34 הדואליות, בערך 10 חברות הן חברות שכלולות במדד תל אביב 125, 7 בתל אביב 35 ועוד 3 בתל אביב 90, ויש לזה משמעות, אני גם תכף אסביר למה.

כלל החברות שכלולות במדד תל אביב 125, הן חברות שתהיינה "מוגנות" בפני הרפורמה, אם הדרישה תהיה של 10% (מסחר בבורסת "הבית"). כלומר, אם אנחנו מסתכלים על דואליות שנסחרות בתל אביב ושהן ישראליות, ובהנחה שתהיה דרישה של לפחות 10% (שהיא לא בסף הנמוך, כי נתנו ניתוחי רגישות של 1%, 3%, 5%, אז אנחנו הולכים ל-10%), שזה רף מכובד. כלל החברות הדואליות שנסחרות היום במדדים המובילים, הן חברות שיש להן את האחוזה הזו, כלומר, לפי ההצעה, או אחת הדרכים שאפשר לפרק את ההצעה, זה לא יחול עליהן.

אם אנחנו מסתכלים על שנת 2024, היו למעשה רק שתי חברות עם שיעור מסחר בתל אביב שהוא נמוך מ-5%, ורק שלוש חברות עם שיעור מסחר שנמוך מ-10%.

אם הולכים לשיעורי מסחר האלה של חמישה, עשרה אחוז, כל החברות הדואליות, כמעט כולן, הן בעצם כאלה שאפשר לראות אותם כמי שיש להן שיעור מסחר משמעותי בבורסה בשוק הבית. ולכן הרפורמה לא אמורה לחול עליהן.

עכשיו, זה לא כל כך מפתיע, כי כשאנחנו מסתכלים על שיעורי מסחר בין בורסות, אנחנו רואים שבממוצע, אנחנו מדברים פה על ממוצע פשוט של מספרים, 40 אחוז מהמסחר של חברה דואלית מתבצע בבורסה בתל אביב, שזה היקף מאוד מאוד משמעותי. הסיבה לזה היא מן הסתם גם התפתחות מדדי הדגל. אנחנו רואים שבעצם אותן חברות ישראליות לא נמצאות במדדים משמעותיים בארצות הברית, ובבורסה בתל אביב הן נכנסות למדדי דגל.

למעשה, כל הכסף שעוקב אחרי אותם מדדים, אם ניקח סתם חברת טכנולוגיה שהיא בתל אביב 125, תל אביב 90 או 35 וכן הלאה. זה מה שאנחנו קוראים לו ביקושים כבושים שיש לחברה שנמצאת כאן, שזה ביקוש שיכול להגיע למאות מיליוני דולרים, ואז המשמעות של זה היא מחזורי מסחר

אטרקטיביים, זה בעצם נגזר מזה שלצד היותך זנב לאריות, אתה גם ראש לשועלים ואתה נמצא בעצם במקום שבו יש הרבה יותר ביקוש ותשומת לב לנייר שלך.

עוד משהו מעניין לשים לב, זה שכשאנחנו מסתכלים על חברות דואליות, דווקא החברות הגדולות יותר, הן אלה שתהיה להן יותר הגנה. זאת אומרת, ככל שה-SEC, יעלו את הרף של הדרישה למסחר בשוק הבית, ככל שהחברה גדולה יותר, שיעור המסחר בה גבוה יותר, בשונה ממה שהיה אפשר לחשוב.

זאת אומרת, היה אפשר לחשוב שדווקא חברות קטנות, אף אחד לא מסתכל עליהן בוול סטריט, וכאן בתל אביב מאוד נוח להן, ולכן הן יהיו המרוויחות העיקריות. דווקא לא. דווקא החברות של מיליארד דולר ומעלה יהיו המרוויחות העיקריות (מרישום כפול בהקשר הזה).

ושוב, הסיבה לזה היא שאותן חברות כאן נכללות במדדים. חברה של 100 מיליון דולר, 200 מיליון דולר, היא חברה שלא נמצאת במדדים מרכזיים, ולכן הערך מהשוק, מהמסחר בתל אביב, על אף שהוא קיים, הוא מוגבל ביחס לחברה משמעותית שמצליחה פה להיכנס למדדים. והן למעשה מקבלות את הערך הכי גדול, שוב, מנקודת המבט של הרפורמה.

שלומי שוב

תגיד רון, בואו נשים את הדברים על השולחן, החשש הכי גדול של המשק הוא שהבורסה הישראלית, כתוצאה מהמהלך האמריקאי, תיפגע. האם אתם רואים בשורה התחתונה משהו שיפגע בבורסה הישראלית או להפך, יתרום לבורסה הישראלית?

רון קליין

קשה להגיד אם זה יפגע או יתרום, אני חושב שהערך של המסחר בת"א עבור חברה דואלית הוא לא מתמצא רק ברגולציה. כלומר, יש כאן ערך מאוד גדול של לקבל שני שווקים במחיר של רגולציה אחת, אבל הערך כאן הוא לא רק ברגולציה.

גם אם המשמעות של חברה דואלית, שעכשיו היא תהפוך על הדרך לדומסטיק, זה לא אומר שהיא מבחינתה תרצה לוותר על מחזורי המסחר, על ההיכללות במדדים. אגב, אנחנו רואים שחברות דואליות שנרשמות למסחר בתל אביב, זה גם מגדיל להם את סל עוגת הנזילות, המסחר שלהם, וזה גם מגדיל להם את המסחר בארצות הברית, בין היתר כתוצאה ממסחר ארביטראז'.

בסך הכל החברות שמצביעות ברגליים נמצאות כבר 25 שנה בתוך ההסדר, הן רואות ערך משמעותי מזה, שהוא קצת מעבר לפן הרגולטורי. גם צריך להגיד שאיזה שינוי שלא יהיה כתוצאה מזה, הוא לא שינוי שיוסיף רגולציה רק בצד אחד, עדיין תהיה אותה רגולציה בשני השווקים, עדיין המשוואה של שני השווקים תחת רגולציה אחת נשמרת, פשוט הרגולציה האחת תהיה טיפה מחמירה יותר.

אני חושב שככל שבאמת הרפורמה הזאת תתפתח לכיוונים שהוזכרו כאן, כמו דרישה למסחר בשוק נוסף כדי לשמר מעמד שהוא אחר רגולטורית, אז יכול להיות כאן איזשהו תמריץ, נקרא לזה, מצד חברות, לפחות אלו שהיו עוד פה על הגדר, כן לבחון את הנושא הזה של רישום הכפול ולשים לב לכל היתרונות שיש פה.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את הצד של החברות. עדי, איך אתה רואה את הנושא בתור FPI?

עדי צפדיה

אנחנו US-GAAP, FPI, רשומים כבר 30 שנה. בעיקרון אנחנו מחמירים בכל מקרה, זאת אומרת מבחינה חשבונאית ודוחות, אנחנו מוציאים דוחות רבעוניים ודוחות חצי שנתיים שעוברים סקירה מלאה על ידי רואי החשבון רק ללא צורך בהוצאות דוח סקירה פורמלי, שנתיים, מאוד שקופים מול המשקיעים, אנחנו משתדלים לעקוב אחרי הכל. יש הקלות, שלא צריך לפרסם כל מיני דברים, דיווחים מיידיים, רכישת חברות מדווחים רק אחרי חתימת הסכם ודברים כאלה.

בהיסטוריה היינו FPI שאימץ את הכללים האמריקאים כחברה מקומית כלומר דיווחנו 10K-10Q בעיקר בגלל שהמחשבה הייתה שמשקיעים אמריקאים יחשבו שזו חברה אמריקאית ולא חברה זרה ולכן ישקיעו יותר. ב-2004 כולם קיבלנו רגליים קרות בגלל הדרישה לעמוד בכלל SOX בחברות אמריקאיות ורצו עוד שנתיים דחייה לעמידה בכללים, ואז עברנו להיות FPI טהור. אבל בסך הכל אנחנו מבחינה חשבונאית כספית עוקבים כאילו אנחנו חברה אמריקאית לכל דבר, מאוד קפדנים בנושא הזה.

רונית הראל

כמי שהיתה מעורבת מקרוב בתהליך החקיקה לפני 20 שנה, ההנחה היתה שמשמעת השוק הינה תחליף לחלק מהכללים הכתובים. כלומר, שמשמעת השוק האמריקאי בסופו של דבר תוביל את החברות לפרסם דוחות רבעוניים, ובאמת רוב החברות הנסחרות בארה"ב מפרסמות דוחות רבעוניים, גם אם הן לא נדרשות לזה בכללים, כי אחרת המשקיעים האמריקאים לא ישקיעו בהן.

אני חושבת שההנחה הזו היתה משמעותית באישור החוק. חוץ מזה שפשוט לא הייתה ברירה, כי זרם החברות מתחום הטכנולוגיה, שהלכו ונרשמו רק בארצות הברית הלך ועלה, וגם אם החוק לא הצליח להביא את צ'ק פוינט להירשם בבורסה בתל אביב, לפחות מנע את זה שטבע לא נמחקה, כי לעמוד בכללים של שני רגולטורים בשתי שפות, היה ועדיין מאוד מאוד מורכב. אני חושבת שבסופו של דבר, החברות הישראליות שנסחרו בארה"ב אימצו חלק גדול מהכללים היותר מחמירים שם באופן וולונטרי, גם אם הם לא היו חייבות, כפי שנאמר.

שלומי שוב

עדי, מבחינת מערכת היחסים שלך עם המשקיעים, יש הבדל בין אם היית דומסטיק לבין המצב הנוכחי?

עדי צפדיה

ברוב המקרים לא. בשנה האחרונה התחושה הכללית היא בגלל המצב בארץ, שאם היינו חברה אמריקאית, אם מעבירים את headquarter, ואולי עושים איזשהו סוג של היפוך שרוול, אז זה היה עוזר. בחנו את זה, מה שהרג את זה היה בעיות מס בדרך, אבל בחנו את זה. זה חלק גדול יותר מהבחינה העסקית, פחות מהמשקיעים, אבל זה חלק מהמשקיעים האמריקאים והתחושה שלהם שהם לא מבינים מה קורה פה, למרות שיש המון משקיעים יהודים שמשקיעים בחברות ישראליות.

שלומי שוב

אבל אם היית הופך להיות דומסטיק, חוץ מהעניין של מלחמה וכו', היית נהנה מאוד מנפחי מסחר, מכניסה למדדים האמריקאים וכו' לא?

עדי צפדיה

לא יודע להגיד, לפני כשנה וחצי שנתיים הייתי אומר שיש השפעה לרעה על היותנו ישראלים (המהפכה המשפטית, המלחמה...) לאחרונה אצלנו בגילת ספציפית יש שינוי כיוון לטובה במחזורים שגדלו משמעותית, אז אני לא יודע להגיד לך מה היה אם. היקפי המסחר גדלו דרמטית גם בארץ וגם בחו"ל, גייסנו כספים, כך שבסך הכל אנחנו חיים טוב עם הנושא הזה כרגע.

קרן דנציגר

אהלן, אני קרן דנציגר, אני מנהלת את הפעילות של ההשקעות של פאגאיה בישראל. אני רוצה להציג זוית הפוכה למה שהוצג פה. אנחנו בפאגאיה, עברנו בצורה וולונטרית במרץ 24 ל דומסטיק. ההחלטה הינה חלק ממהלך אסטרטגי שלנו לשפר את הסחירות וגם את השקיפות.

אני יכולה היום להגיד, שנה וחצי אחרי, מחזורי המסחר שלנו עלו ביותר מפי 10, ניכנסנו למדד הראסל 2000, וחד משמעית אנחנו מרגישים את ההבדל באופי המשקיעים, המשקיעים הגדולים שלפני זה היו לא נגישים לנו בגלל שהיה יותר קשה להשוות אותנו לחברות המקומיות האמריקאיות או בגלל שהדיווחים שלנו היו עכורים. אנחנו לגמרי מרגישים שמאז שיש יותר שקיפות ואימצנו בעצם מעבר מלא לדיווח מקומי, אנחנו רואים שינוי ממש מקצה לקצה.

רקפת שני

מה הייתה רמת ההרחבה שלכם לפני שהפכתם לדומסטיק?

קרבן דנצינגר

זה היה תהליכי, הייתה לנו גם שקיפות, אבל אין ספק שהמעבר באמת לדיווח רבעוני מלא ולדיווח שנתי מלא כן שיפרה. עכשיו אני אגיד רגע כמה מילים, אני לא יודעת מי מכיר, רוב ההכנסות שלנו מגיעות מהשוק האמריקאי, אנחנו עובדים בשוק האמריקאי, השותפים העסקיים שלנו זה בעיקר בנקים אמריקאים ופינטקס אמריקאים ומה שאנחנו עושים, אנחנו נותנים אשראי לשוק האמריקאי בכלל.

קודם כל, ההחלטה להנפיק בשוק האמריקאי הייתה כדי להיות באמת מפקחים, להיכנס לאותם בנקים אמריקאים שישתכלו עלינו כשותף שהוא שותף רלוונטי, והצעד הבא היה כדי להגיע לאותם גופי השקעות גדולים, למוסדיים האמריקאים הגדולים, ראינו שאנחנו חייבים לאמץ את השיטה באופן מלא, כי בסוף, כשיושב מוסדי גדול אמריקאי ומסתכל על הסקטור והאנליסט שבדק את הסקטור, הוא רוצה לבדוק באותם מדדים. ואנחנו ראינו את זה ממש קורה תוך כמה חודשים, גם הכניסה לראסל 2000, גם ממש פי 10 במחזורי מסחר תוך מספר חודשים, וזה העצים מאוד לנו את הסחירות במניה.

אנחנו מרגישים שגם בשותפים וגם במשקיעים, השקיפות הזאת מאוד עוזרת לנו, היא נותנת לנו להיכנס לכל מיני מקומות וזה שיפר אותנו. זה בדיוק אותם הדברים שאמרת, על המדדים, הסחירות, השקיפות ובעצם להיות רלוונטיים בשוק. אלה היו הסיבות והיום אנחנו יכולים להגיד שסיימנו את המהלך במרץ '24 ואנחנו רואים שיפור מאוד מאוד משמעותי שמאוד עוזר לחברה.

שלומי שוב

קרן, תוכלי להרחיב על הדאונסייד?

קרבן דנצינגר

אז הדאונסייד הוא באמת קודם כל מבחינת כוח אדם, אתה צריך לגייס כוח אדם, אתה צריך להכין את המערכות, את הדיווחים, יש לזה היבט תפעולי כבד, יש לזה היבט כלכלי, אתה מוציא הרבה יותר כסף על הדיווחים האלה. העניין של הדיווחים המידיים, יש בעצם מערכת שלמה שצריכה לעבוד לצורך הדבר הזה.

היום, שנה וחצי אחרי, אנחנו יכולים להגיד שהיתרונות עולים על החסרונות. כי נכון שיש לזה עלות כלכלית, יש לזה עלות תפעולית מאוד כבדה על החברה, אבל בסוף אתה מקבל הרבה משקיעים, יש כסף שנכנס, עשינו הנפקת אג"ח בארצות הברית שהייתה הנפקה מאוד קלה, אני חושבת שזה בעצם זה שאנחנו דומסטיק, זה נתן לנו בעצם את השיפור הזה בצורה מאוד משמעותית.

יש פה אחריות, אבל בסופו של דבר כשאתה באג'נדה העסקית שלך רוצה לעבוד ולהיות שותף של בנקים ולהיכנס לבנקים הכי גדולים בארצות הברית, אתה חייב לקחת את האחריות הזאת ואת

השקיפות הזאת, כי אתה בעצם עובד בשוק התאגידי הגדול בעולם ולכן זה חלק מהאסטרטגיה העסקית בכל מקרה.

אייל רוף

נקודה מאוד חשובה שכדאי להבין: סף הכניסה למדד הראסל היה שהחברה תהיה חברה domestic. כלומר, לא ניתן היה כלל להיכנס למדד הזה אם החברה לא הייתה domestic. יש עוד כללים, אבל ברגע שאתה נכנס למדד, זה אוטומטית מגדיל את הסחירות שלך.

קרן דנצינגר

חד משמעית, אתה נכנס לתעודת סל ענקית, ETF של בלאקרוק, וכל חודש קונים אותך. וגם, אגב, סליחה שאני קוטעת, גם במדדי ה-S&P וב-NASDAQ, יש הסתכלות מאוד מאוד שונה לדומסטיק.

אייל רוף

אני חושב שהנקודה השנייה זה כאילו ה-benefit של להיות חברה domestic. בdownside, וזה משהו שאני חושב שבאופן כללי החברות הישראליות כן מתנהלות נכון בדומה למה שעדי אמר, לעבור להיות חברה שהיא domestic כרוך בעמידה בהרבה כללי רגולציה נוספים. זה אומר שהחברות כבר לא מגישות רק press release, אלא זה דו"ח כספי רבעוני מלא, וזה אומר שהדו"ח הכספי הרבעוני חייב להיות תוך 40-45 יום, הדו"ח השנתי, שבמקום שיהיה 120 יום, צריך להיות מוגש תוך 60-90 יום כתלות בהגדרת החברה.

בנוסף, חובת הגשת דוחות כספיים נפרדים של נרכשת מהותית, עברנו את זה בגילת השנה, זה היה תהליך לא קל, כן? גילת נדרשה לכך מסיבה רגולטורית אחרת, אבל חברה domestic הייתה צריכה תוך 74 יום להגיש דוחות של הנרכשת מהותית, חתומים.

בגילת, היינו צריכים את זה לצורך Form F-3. אז לא היה timeline של 74 יום, אבל היה צריך את הדוחות האלה לצורך תשקיף מדף. כל "אירוע" כזה בסוף הוא תהליך והוא גם עולה כסף. כדי לעמוד בתהליכים האלה ובדוחות הזמנים הנדרשים מחברות domestic, חברות יצטרכו לגייס יותר אנשים, יצטרכו לעשות אוטומציה לתהליכים מסוימים, כל זה רק כדי לעמוד בדרישות הרגולטוריות.

נקודה נוספת שלדעתי סופר מעניינת יהיה לראות בהצעת החוק של SEC את הפרק של Economic analysis הפרק בעצם נותן ניתוח כלכלי של אימוץ הרגולציה ומעריך את העלות הצפויה לחברות כתוצאה מהחוק החדש.

עודד הר אבן

אני מסכים ולא מסכים עם מה שנאמר. בסוף, קודם כל יש הבדל בין IFRS לחברות ישראליות שהן מנפיקות זרות לבין חברות ישראליות שמדווחות ב-US GAAP, גם האנליסטים, יהיה להם מאוד קל להשוות אותם לחברות אמריקאיות. שתיים, זה מאוד קשור למשמעת העצמית של החברות. שכן

יאמצו את הסטנדרט האמריקאי. בקטע של הדיווחים, בקטע של המשמעת, של איך ייראה הדו"ח הריבעוני, אם הוא יהיה עבה או יהיה דק, מה אתה עושה בדברים האלה, ואם אתה מגיע לארצות הברית בצורה תדירה, אתה פוגש את האנליסטים וכו'.

יש חברות ישראליות גדולות מאוד, אגב, גם 'טבע', אפשר להסתכל מה היה 'טבע' לפני שהיא התחילה להיות דומסטיק, לא הייתה לה סחירות בארצות הברית? 'מזור', לא הייתה לה סחירות בארצות הברית? עבדנו פעם על חברה בשם 'אטיוניטי'. הייתה לה אחלה סחירות, בנו את זה, הגיעו, עבדו, עשו דברים, יש לנו חברות ישראליות שגם אנחנו עובדים איתן ושיש להן אחלה סחירות. אני לא חושב שאם הם יהפכו לדומסטיק, רז תהיה להם בהכרח יותר סחירות. אני עובד עם חברות אמריקאיות, ישראליות אמריקאיות, מאוגדות בארצות הברית, אין להן בהכרח כזאת סחירות גדולה. לכן בסוף זה המון תלוי בסטנדרטים שהנהלה מחילה על עצמה.

מני נאמן

כשאת מכילה על עצמך את הסטנדרטים האלה מראש, בהגדרה את מחויבת ליותר דברים, ואז גם בהגדרה את מושקעת יותר ואז בהגדרה תעשי דברים. אבל זה כמו אדם שאת יודעת, הרופא אמר לו, אם יש לך כולסטרול גבוה, אתה חייב לעשות דיאטה. אבל יש אדם, שגם בלי שהרופא יגיד לו את זה, הוא מראש שומר על תזונה בריאה.

קרן דנצינגר

אז אני יכולה להגיד לך, אנחנו אימצנו דיווחים מקומיים אחרים ויותר מצומצמים ומאז שאנחנו הפכנו להיות מנפיק זר, אתה רואה בסוף עובדה שהסחירות עלתה יותר מפי עשרה. אז בסוף אימצנו לפני זה דברים, לא אימצנו את זה בצורה מלאה. אבל אנחנו מבחינתנו זה היה קודם כל העניין של כניסה למדדים.

אני חושבת שמדדים, בטח המדדים המובילים ביותר, הם נותנים לך סחירות מאוד מאוד משמעותית. אנחנו מדברים על הETFים הנסחרים ביותר בעולם. וגם לפני זה רוב המשקיעים שלנו הם היו משקיעים אמריקאים, אבל בסופו של דבר יש גם רמות של משקיעים אמריקאים ויש את המשקיעים הגדולים ביותר, ואם לפני זה היינו רואים משקיעים בינוניים, ברגע שעברנו להיות דומסטיק אפשר לראות גם עכשיו שהנפקנו גם אג"ח, אופי כניסת המשאבים למניה שלנו, השתנה.

שלומי שוב

עודד, כיצד ההצעה הזאת של הSEC תשפיע על "שיווי המשקל" כיום - האם תהיה פה השפעה על החלטות של חברות ישראליות לעבור מלהיות FPI ולהיות דומסטיק?

עודד הר אבן

אם יחייבו אותם? אם יחייבו, יהיו. אם לא, לא יהיו.

חיים פרידלנד

שמי חיים, ממשרד גורניצקי, אז אני רוצה לומר כמה דברים. קודם כל, הדיון פה הוא קצת סוטה לסחירות, שווי, יש פה שאלות הרבה יותר בסיסיות. קודם כל, שאנחנו נאבד את המעמד של FPI או שישנו את FPI, כדי שזה יקשה על חברות ישראליות ליהנות מ-FPI, זה רע לישראל. פול סטופ. למה זה רע לישראל? כי להיות FPI, בכל כך הרבה מובנים, זה מיטיב עם המנפיקות.

דיווח רבעוני זה הדבר הכי קל, אם אני צריך לשלם ל-SEC כדי שיורידו אותנו מהרשימה, הייתי משלם. אבל יש כל כך הרבה הטבות, רק סקשן 16 למי שמכיר, הדיווחים של מסחר על ידי גורמי פנים, אנחנו צריכים לעשות הכל, כדי שאנחנו נוכל להמשיך ליהנות מזה שחברות זרות תוכלנה להנפיק בארצות הברית, ישראל היא מדינה מספר אחת שנהנית מזה.

אני מאוד שמחתי, אני לא יודע אם אתם יודעים, אבל גם המשרדים בישראל שעוסקים בתחום הזה של שוק ההון, התאגדנו ביחד, אנחנו גם חברים, ואנחנו גם פתחנו בדו שיח עם ה-SEC, וברור לנו שמה שנקרא, נגנוב מונח מהשנתיים האחרונות, ישראל היא "נזק משני". היא בעצם נזק אגבי של המהלך שאתה דיברת עליו, של Jurisdiction shopping, ודברים האלה. וההיסטוריה היא חשובה, כי כמו שרונית אמרה, אני זקן, אני זוכר שהחוק עבר, זה בעצם הציל את השוק הישראלי, כי החברות הטובות הישראליות הלכו לשם. ולכן אנחנו צריכים לעשות הכל.

אני לא בטוח שהתשובה היא במסחר, ולגבי רגולציה באופן כללי, אני חושב שאני די לא מסכים איתך, אני לא חושב שאנחנו צריכים לקחת יותר רגולציה, אלא אנחנו צריכים להפחית רגולציה. רגולציה היא רעה, צריך לקחת את המינימום האפשרי כדי לשמר את האינטרסים שצריך לשמר. ייאמר לזכות פסק דין טבע המפורסם, שהרשות נתנה עמדה נכונה.

שלומי שוב

אבל עובדה ששם בסיפור של טבע עשו "פלסטר" לעניין של מקבלי השכר הבכירים. זה שהיו צריכים לעשות "פלסטר" דווקא מעיד על הבעיה הרוחבית..

חיים פרידלנד

הפרט עצמו הוא פחות חשוב, הנזק שנעשה הוא יותר חשוב. אני חושב שאנחנו כבר היום במסע בלימה של חברות ישראליות שמתאגדות מחוץ לישראל. אם אנחנו רוצים לשמר את זה, חברה שמתאגדת בדלוור היא אוטומטית דומסטיק, לא רק שהיא מאבדת את היכולת להיות FPI, אם אני לא טועה, היא לא יכולה גם להנפיק אחר כך בישראל בגלל שיקולי מס אמריקאי. חברה אמריקאית כ-IPO בישראל זה בעייתי.

ולכן גם אפילו בדלוור הם מבינים שבממשל תאגיד, הם רוצים ללכת רחוק מדי, ויש תחרות בארצות הברית, איפה חברות אמריקאיות תתאגדנה, ולכן כל מה שקשור לעסקאות לרכישת שליטה,

הדלוורים כבר הולכים אחורה, הם מבינים שהם נגסו בים יותר מדי גדול, ולכן אנחנו צריכים להתמקד בזה שאנחנו נשמר את הFPI לחברות ישראליות, שם צריך להיות המיקוד, ומי שחושב שעדיף לו להיות מנפיק דומסטי, שיעשה כרוח, לא צריך לכפות את זה, אם הוא יהיה דומסטיק או לא דומסטיק, אם הוא ידווח לפי GAP או לפי IFRS. אנחנו חייבים ככלכלה, לעשות הכול כדי שאנחנו נוכל לשלב את הקו הרחב ביותר של חברות ישראליות שתוכלנה להנפיק בעתיד בארה"ב ולהמשיך ליהנות מההקלות המהותיות שניתנות לFPI.

לייזה חיימוביץ

אני רוצה לשים על זה זווית גם על הנושא של הגילוי השוטף כאשר רואים גידול באחוז משקיעים זרים כתוצאה ממהלכים של החברה והשקיפות. אנלייט נרשמה למסחר בסך הכל לפני שנתיים ב-NASDAQ, אחרי שהיא כבר שנים רבות רשומה בישראל, ובשנה הראשונה ראינו 5 אחוז משקיעים אמריקאים, ואחרי שנה באסיפה הכללית האחרונה, לפני חודש היינו כבר בקירוב 14 אחוז אמריקאים. אכן הסחירות לא מאוד מאוד גדלה בארצות הברית, יש אחוז מאוד גדול של אמריקאים, אבל הם סוחרים דרך הבורסה הישראלית. אפשר לדבר על זה דיון שלם.

מה שאנחנו ראינו, זה שבהתחלה כשאנלייט הפכה להיות דואלית, היא עברה מיד למתכונת גילוי אמריקאית של חברה דואלית, וקיבלה ריג'קטים מאוד חזקים מהמשקיעים הישראלים שרגילים לדיווחים שוטפים נרחבים. דרך אגב, תופעה שב-ICL חוונו גם ב-2014. הפער בנושא של הדיווח השוטף, הוא מאוד מאוד גדול בין שתי הרגולציות, יש שם פערים משמעותיים בין הרגולציות, ולכן מהר מאוד אנחנו הגענו למסקנה שכדי לנהל את הציפיות של המשקיעים, ויש אחוז משקיעים ישראלים מאוד גדול, לא נוכל בעצם ליהנות מההקלה הזאת של דיווח מופחת כמו חברה דואלית.

דרך אגב, גם החברות האמריקאיות שמדווחות לפי המתכונת הדומסטיק בארצות הברית, גם הם עדיין, על רוב מה שהוא נחשב מהלך עסקים רגיל, לא מדווחות. חברות אמריקאיות מדווחות בסך הכל מעט בדיווחים שוטפים ויותר ב-פי.אר.

כדי לעמוד בציפיות של משקיעים ישראלים, אנחנו יצרנו נוהל גילוי היברידי, שהוא מאוד מאוד מתקרב למה שמשקיעים ישראלים מכירים. רק הבוקר אנחנו הוצאנו דיווח מיידי על שותף מס בפרויקט שלנו בארצות הברית. רוב האמריקאיות לא מדווחות על השקעות עם שותפי מס של אנרגיה. לא רק שהן לא מדווחות, אלא שאנחנו ממש כוללים טבלאות של נתונים, ומאפשרים לאנליסט ממש לעשות מודלים.

בכנסים, בשנה האחרונה וממש בחודשים האחרונים, אנחנו ממש מקבלים פידבקים ממשקיעים זרים שהם רואים ערך רב בחברה הגבירה מאוד את הדיווח. אנחנו היום בדיווח השוטף שלנו, מדווחים עוד יותר מחברות אמריקאיות דומסטיק. זאת אומרת, אנחנו בסטנדרטים הרבה יותר גבוהים מאשר דומסטיק, כי אנחנו נותנים הרבה מאוד נתונים ורואים את התגובה של השוק. אפרופו הגנה על

משקיעים אמריקאים, המשקיעים האמריקאים לוקחים אחרי FPI הזו, שהיא יותר שקופה מחלק מהדומסטיק.

שלומי שוב

לייזה, הרי לך יש זווית מעניינית במספר חברות רלבנטיות ובמקור גם ברשות ניירות ערך, מה את אומרת על ההצעה הזאת של ה-SEC?

לייזה חיימוביץ

אני מבינה מה כואב ל-SEC. אני לא מתעלמת מזה שיש מה שכואב. אני חושבת, אני מסכימה, במובן הזה הרשות הישראלית עשתה פה עבודה מאוד טובה בהצגת הזווית הישראלית. יש איזה קבוצה, של חברות מבין הדואליות הישראליות, שבאמת באמת, היא לא הקבוצה שמטרידה את ה-SEC. אנחנו נלכד באירוע הזה, אבל יש לנו את הסיפור עם ה-IFRS, וזה אירוע אירוע.

מני נאמן

אנחנו צריכים לשמוע את זה, לפי דעתי, למשוך את המשקיעים האמריקאים זה לא רק תלוי בדינמיקה, אלא גם תלוי בשיטת דיווח.

לייזה חיימוביץ

נכון.

מני נאמן

עד כה חברה ישראלית מדווחת IFRS. עכשיו כשאת דואלית וממשיכה לדווח IFRS, ומשקיעים שם משקיעים לפי US GAAP איך מנהלים את הדבר הזה?

לייזה חיימוביץ

אני פחות נמצאת בכיסא משקיעים, אז לא רוצה להגיד כיצד הם משקיעים בחברות עם פערי הטיפול החשבונאי.

ברמת השקיפות שלנו יכולה להגיד לך שאנחנו ברמות הכי גבוהות, גם בהשוואה לחברות אמריקאיות, במידע שהחברה מספקת, בנתונים שהיא מספקת.

שלומי שוב

אני ברשותכם רוצה להכניס גם את הזווית של שוק ההון לתמונה

איציק בן מנחם

נעים מאוד, איציק בן מנחם, מנהל מחקר במגדל ביטוח.

אני חייב לומר בקשר לאנלייט -אורמת שהייתה פעם חברה ישראלית אורמת תעשיות, שהנפיקה חברת בת אורמת טכנולוגיות בארה"ב, ולכן המשקיעים הם משקיעים זרים בבסיס, הישראלים כנראה החזיקו באורמת תעשיות, ואחר כך החברות התמזגו. ובאנלייט, המשקיעים היו בהתחלה ישראלים, ולאט לאט נכנסו גם משקיעים זרים, ויכול להיות שבעתיד, בגלל שאנלייט זו חברת צמיחה, וכן, משקיעים זרים משלמים לפעמים יותר על צמיחה, אז כשהמשקיעים הזרים ילמדו אותה, היא תהנה מזה.

אני חושב שלוקח להם זמן ללמוד אותה, קראתי את התמהיל של החברה בעבר, וראיתי שטיפה היו להם הפתעות מהחשבונאות, אבל בבסיס זה באמת השוואה מעניינת.

שלומי שוב

מה היו ההפתעות?

איציק בן מנחם

אני חושב שכל הנושא של השפעת הטבות המס, על האבידה וזה הפתיע אותם בהשוואה לתחזית וכו'. אבל בגדול, אני מאמין שלאורך ציר זמן הם כן ילמדו להכיר את החברה, ויתרגלו לדברים, ויכול להיות שחברת צמיחה, יום אחד שמישהו יעשה את זה בעוד 10 שנים את ההשוואה, תהיה אחרת. זה קודם כל. עכשיו, אנחנו במגדל ביטוח אנחנו משקיעים גם בישראל, גם בחו"ל. חלק מהישראליות הן באמת דואליות והן רשומות לנו גם בתיק הישראלי.

חלק מהישראליות הן באמת רשומות רק בחו"ל. בדרך כלל, אני לא יודע איך זה אצל כל המוסדיים, אבל בדרך כלל מהניסיון שלי, גם הישראליות בחו"ל הן בתיק ישראל, למרות שהן לא חלק ממדד הייחוס.

נגיד סולאר-אדג' או צ'ק פוינט או אחרות, בתיק ישראל ינהלו אותם, כי כן אפשר להגיע לכנסי משקיעים, כן אפשר לפגוש את ההנהלה. הן לצוות שעושה את האנליזה, יש לו נגישות יותר טובה, ולמנהלי השקעות יש גם נגישות יותר טובה. בדרך כלל זה כנראה בתוך תיק ישראל, אבל כמו שאולי רון אמר, אז אין להם משקל במדדי הייחוס, ולכן בדרך כלל ההשקעה בהם היא גדולה, אך היא לא תהיה גדולה כמו בחברות הדואליות, שכבר יש להם חלק במדד הייחוס, לדוגמא נובה וכדומה. הבורסה הישראלית שאנחנו כולם מסתכלים עליה כבורסה של נדל"ן ופיננסים, יש בה כבר המון חברות צמיחה, גם שבבים, גם הדיפנס נהיה עם שיעורי צמיחה מאוד גבוהים, זה כבר לא כזה זר.

אז כן, אנחנו מסקרים לא את כל הדואליות, לא את כל הישראליות, אנחנו מסקרים חלק מהישראליות.

ומטבע הדברים, בגלל מדדי האיכות, כנראה שאלה שנסחרות בישראל יקבלו יותר תשומת לב ניהולית אולי, גם יותר רצון להשקיע כי זה כחלק מהמדד, אבל אנחנו מסתכלים על הישראליות האחרות ומשקיעים בהם, ולפעמים גם אפילו הרבה.

שלומי שוב

זה נכון מה שאמרנו, שאותה חברה, והיא דומסטיק לצורך העניין, אם השוק העיקרי שלה הוא אמריקאי, או השוק הישראלי, תיסחר בשווי שוק אחר? כמעריך שווי, בהסתכלות על הערכת שווי, זה משהו שנראה לכאורה מוזר לא?

איציק בן מנחם

אין חברות שהן לגמרי זהות, אבל אפשר לומר שהמוכנות של המשקיעים האמריקאים לשלם על צמיחה יותר גבוהה, יותר נדיבה.

בדרך כלל גם חברות הטכנולוגיה מנפיקות בחו"ל, כי בהנפקה הן יוכלו לקבל מכפיל יותר גבוה. האם זה נכון לגמרי? זה לא שאם יש שתי חברות שהן ממש ממש דומות, אז אתה כן מודע שחברה דומה נסחרת במכפיל כזה וכזה, והן מאוד מאוד דומות וזה. אז כן אני מעריך שיהיה פער, אבל לא גדול.

אבל באופן כללי זה נכון, האמירה שחברות צמיחה מקבלות מכפילים יותר גבוהים בחו"ל, למרות שזה טיפה, כמו שאמרתי מקודם, בבורסה הישראלית, למרות התפיסת עולם שהם נדל"ן ופיננסים, כבר יש המון חברות טכנולוגיה והמון חברות דיפנס.

רון קליין

אני חושב שגם המוסדיים בארץ יותר התקרבו לכיוון הזה, ואני חושב שגם בארצות הברית הייתה איזושהי התפתחות אחרי הגל של 2021 הרבה יותר ציפיה לראות רווחיים ורווחיות וvalue וכו', אז כן הצטמצמו מאוד הפערים בעניין הזה.

מורן אופיר

שמי מורן אופיר, ולאחרונה עבדתי על מחקר, ביחד עם פרופסור ג'ושוע מיטס מאוניברסיטת קולומביה, ששופך אור על חלק מהשאלות שעלו פה בשולחן.

במחקר אנחנו עוקבים במשך 14 שנים על חברות דואליות, יש לנו שם 96 חברות דואליות שונות שנסחרו בישראל ובארה"ב במקביל במהלך 14 שנים האלה.

אנחנו מוצאים אירוע מאוד מעניין לניתוח, שנוגע להפסקות מסחר במניות האלו. בעצם כשיש גילוי מהותי, מתלווה לו הפסקת מסחר בארץ, לעומת זאת בארצות הברית אין הפסקת מסחר במקביל. כתוצאה מכך, יש מניה שיש לגביה פרסום של מידע מהותי, בארץ אסור לסחור בה, בארצות הברית מותר, ולמעשה ניתן שם לסחור על בסיס מידע חדש שהתגלה.

אמיר ברנע בדברי פתיחה דיבר על יעילות שוק ההון. לאור תיאורית יעילות שוק ההון, מה היינו מצפים לראות במצב הזה? משקיעים שרצים לשוק בארצות הברית לסחור על בסיס המידע החדש שהתגלה בישראל וכך נהנים מרווחי ארביטראז', אך אנחנו מוצאים תוצאות הפוכות בדיוק.

מה שאנחנו מוצאים במחקר, זה עם הכניסה להפסקת המסחר בישראל, כל מדדי הנזילות בארצות הברית של אותה מניה צונחים, עומק השוק יורד ולמעשה משקיעים לוקחים צעד אחד אחורה ומפחיתים את המסחר במניה. ברגע שנגמרת הפסקת המסחר וחוזרים לסחור בישראל, קופצת הנזילות בשוק האמריקאי מעלה ועומק השוק עולה. זה מאוד מעניין, זה אומר שבממוצע התמחר של מניות החברות הדואליות האלה נעשה בארץ ולכן יש לנו תקופות בהן יש פערי מחיר.

עוד דבר מעניין שהיינו צריכים לתת עליו את הדעת, זה פערי השעות. יש פערי שעות בין ישראל לארה"ב שמשפיעות על החפיפה בשעות המסחר, אבל מה שמצאנו הוא שבמניות הדואליות ישראליות אמריקאיות, רוב המסחר נעשה בזמן מסחר המקדים בארצות הברית, הוא מגיע לשיא בשעות 8:00-9:00 עם תחילת המסחר שם, ואחרי השעה 11:15 שעות ארה"ב אין כמעט מסחר, כאשר במקביל, בישראל השווקים סגורים.

זאת אומרת, המסחר במניות הדואליות נעשה בעיקרו בארה"ב בשעות שסוחרים בישראל, שזו עוד אינדיקציה לזה, שתמחר המניות מסתמך בעיקרו על המסחר בשוק הישראלי. נכון, יש חריגים, אבל בממוצע ברוב החברות הדואליות, שעיקר הליך קביעת הערך שלהן מגיע מהמסחר דווקא בישראל ולא בארצות הברית.

אני אוסיף שכדי לבדוק אקדמית את מיהמנות הממצאים האלו ייצרנו גם קבוצת ביקורת, לקחנו בדיוק את אותן מניות של אותן חברות ועקבנו אחריהן בזמנים בהם אין הפסקות מסחר באותן השיטות בדיוק, סביב אותו חלון של זמן, ולא היו שינויים דומים במדדי הנזילות שלהן בשוק האמריקאי, היקפי המסחר היו מאוד מאוד רציפים.

אופיר אייל

אני, בניגוד לדעתך ולדעת אחרים, אין לי תחושה לאן ה-SEC הולך, דיברתי עם הרבה גורמים, גם רגולטורים מקבילים וגם אמריקאים, ואני חושב שזה פתוח לחלוטין. אין לי מוזג מה הם יעשו, אם בכלל, אני לא יודע. וגם אם זה יקרה, זה מהלך מאוד מאוד ארוך.

אבל מה שאני כן אגיד, זה קשור למה ששלומי אמר, אם באמת זה ילך לכיוון של חובת מסחר בשוק נוסף על מנת לשמר את ה-FPI, יפתיע אותי מאוד אם זה יהיה רק מסחר ולא מסחר פלוס גילוי באותו השוק. כי הקונספציה של מסחר נטו בלי גילוי, זה אחד הדברים שהטרידו אותם וגורם להם להעלות את העניין. ואז זה יהיה רע מאוד לדואליות.

ריון קליין

אנחנו רואים שיש ערך גם למסחר כשלעצמו ללא גילוי. בסופו של דבר אנחנו רואים שאותם מוסדיים ישראלים, שצריך להזכיר, החברה הזאת היא חברה שפועלת לפי חוק החברות הישראלית, שההיכרות של המוסדיים הישראלים היא משמעותית יותר ביחס למוסדיים בארה"ב. וברגע שהחברה נמצאת כאן, אנחנו רואים שהמוסדיים הישראלים באופן טבעי מגדילים משמעותית את ההחזקות בחברה הזאת. כלומר, נהיית איזושהי אמת של משמעת שוק או אכיפת שוק, או איך שלא נרצה לקרוא לזה, חברות גם יכולות להעיד על זה.

אז כן יש כאן איזושהו אימפקט, כמובן לא אימפקט משמעותי כמו אימפקט של גילוי, אבל הוא לא משהו שהייתי מבטל אותו. השאלה באמת איך ה-SEC יראו את זה.

אופיר אייל

אז אם האופציה שתבחר היא מסחר פלוס גילוי, אז המצב הוא לא טוב מבחינת דואליות, זו נקודה שנייה.

עוד שתי נקודות קצרות, אני מסכים לגמרי, הישראליות כ-FPIs, זה טוב לישראל. לפי הניתוח שלנו זה גם מוצדק מבחינה משפטית, ולכן אגב זאת הסיבה שהתייחסנו בנייר שלנו, לקבוצה שהיא יותר גדולה לכאורה "מהחשודים המידיים" שאנחנו סמי-מפקחים עליהם שאלה החברות הדואליות. הטיעון שלנו "תופס" לכל החברות הישראליות וזאת מתוך ראייה יותר הוליסטית ומשקית, ויותר מייצגת גם את הכלכלה הישראלית בכללותה, ולא רק את שוק ההון הישראלי.

דבר רביעי, שהוא גם קשור - אם חברה מסוימת, על אף שהיא לא חייבת, היא חושבת מטעמים עסקיים או אחרים, שהיא מעדיפה להיות DOMESTIC או מעדיפה להימחק מלהיות דואלית או כל דבר אחר, אז בסדר. כלומר, אני מתחבר למה שאמרת (קרן דנצינגר). היא רואה בזה ערך אחר של נזילות, של מדדים, סבבה, אבל זה קצת מחוץ לדיון.

נבו ברנר

נבו ברנר ממטריקס, תל אביב סטוק exchange, שוקלים.

שלומי שוב

שוקלים הנפקה בארה"ב - מעניין

נבו ברנר

עכשיו, תראו, אני מסכים עם הרבה דברים שנאמרו כאן. אבל אני חושב שבסופו של דבר, מבחינת החברות, הן ידעו להסתדר.

בסוף חברות מחליטות איפה להיסחר מכל מיני סיבות, הרגולציה היא אולי אחת הסיבות, אבל בסוף. זאת אומרת, יש מקום השוק של המשקיעים הפוטנציאליים, אם אתה חברת הייטק מן הסתם אתה תהיה מכוון לארה"ב. חברה תעשייתית – כנראה פחות, זה אחד.

שתיים - יש את שוק היעד שלך באופן כללי, איפה הלקוחות שאתה רוצה למשוך ואם הם בארה"ב אז מסחר בארה"ב משרת מטרה זאת, שלוש - איפה חברות היעד שאתה רוצה לרכוש. קל וחומר שזה פותח אפשרויות להשתמש במניות החברה כcurrency. ארבע – Exit strategy יש כאמור הרבה סיבות להסחר בארה"ב מלבד הקלות רגולטוריות.

ולכן כל דבר שיקרה, חברות טובות ידעו להסתדר. פשוט יהפכו להיות חברות דומסטיק, על כל המשמעויות.

אבל מנקודת מבט של אזרח במדינת ישראל, זה לא משהו שאנחנו יכולים לקבל, ואני אתייחס לשני היבטים:

אחד, אם יש איזושהי הכרה לישראל, והרי יש משמעות לעובדה שאנחנו מספר שתיים מבין המדינות הזרות עם הכי הרבה חברות בבורסה בארה"ב, הרי שאסור לאבד את זה. זה באמת חשוב. קל וחומר שאנחנו סוג של נזק סביבתי להשגת מטרה שהיא בכלל לא אנחנו.

הדבר השני, אנחנו הרי לא יודעים הרי מה תהיה ההחלטה הסופית בארה"ב, והרי ה-SEC לא באמת שואלים אותנו, אבל אם בסופו של דבר הנוסח הסופי יהיה כזה, שמחייב רישום בשוק המקומי, או שמחייב גילוי בשוק מקומי בו רמת הרגולציה מספקת, או שוק שיש בו דרישות גילוי מינימליות לפי דרישתם וכד', אז אם זה הכיוון, הרגולטור הישראלי צריך לעשות הכל כדי לסייע. מלהראות את רמת הרגולציה והאכיפה הגבוהה מאוד שיש בישראל, שלדעתי לא נופלת מזו של ה-SEC, ועד לקבוע חובת גילוי בהתאם לדרישות של ה-SEC וזאת על מנת לשמר את המעמד של ה-FPI לחברות הישראליות.

ואם זה המצב אולי הבורסה בישראל אפילו תוכל לצאת נשכרת כי יותר חברות ירצו להסחר בה.

שלומי שוב

תגיד נבו "נניח שאתה שוקל הנפקה, מבחינתך, רמת הדיווח והפיקוח שאתה נמצא בה עכשיו, תחת רשות ניירות הערך הישראלית, צריכה לקטון?"

נבו ברנר

אתה צדקת בדברי פתיחה, יש פה איזושהו ארביטראז' רגולטורי. זה לא סוד.

אני חושב שבין הדרישות של רשות ניירות ערך בישראל מחברה ישראלית לבין דרישות ה-SEC מחברות דומסטיק בארה"ב, יש הבדלים, אבל לא משמעותיים ובוודאי שלא משהו שבעייתי להתמודד איתו או שמהווה איזושהו חסם. והדרישות של ה-SEC מ-FPI הן נמוכות יותר. זה המצב.

צריך לזכור מה היה ההיגיון בעצם של כללי רגולציה של רשות ניירות ערך כלפי רישום כפול. ההחלטה של הרשות שלא לכפות כללי דיווח וגילוי נוספים על הדרישות בארה"ב, למרות שידעו שהן נמוכות יותר, נבעה מזה שאתה לא רצית שני גופי אכיפה בשפות שונות שיפקחו על אותה חברה, עם קונפליטים ביניהם ועומס רגולטורי לא סביר.

כי הרי אם רשות ניירות ערך קובעת דרישות גילוי היא גם צריכה לאכוף אותן, הרי ה-SEC לא יאכוף דרישות שאינן שלו. זה מצב שהיה חשש אמיתי שהיה דוחף חברות מחוץ לבורסה בישראל.

שגית מנור

נעים מאוד, שגית מנור, CFO של NAYAX.

קצת סיפור על מי אנחנו, לפני ארבע שנים יצאנו להנפקה בתל אביב, היינו ה-Global offering הראשון שנעשה בבורסה בתל אביב. מה זה אומר? זה אומר ש70 אחוז מהמשקיעים שלנו היו אמריקאים. האבסורד היה, החברה הוציאה דוחות כספיים בעברית, לפי חוקי הרשות ניירות ערך בישראל, כש70 אחוז מהמשקיעים שלנו הם אמריקאים. ולכן, מהר מאוד עברנו לדוחות באנגלית, הייתה תקופה שעשינו גם וגם, כדי לא להוריד ממה שהמשקיעים הישראלים קיבלו, ועדיין לתת את האינפורמציה הכי מלאה שאפשר לאמריקאים, כשכבר חצי שנה אחרי שיצאנו להנפקה בתל אביב, החלטנו שאנחנו רוצים לגעת בשוק האמריקאי.

זאת אומרת, לא רק שיהיו לנו משקיעים אמריקאים אלא גם להיסחר בבורסה אמריקאית, ולמה? כי זה מאוד תלוי כפי שנאמר כאן-אחד - איפה הלקוחות שלך? 40 אחוז מהשוק שלנו אמריקאי, 40 אחוז אירופאי, 8% באוסטרליה, 6% בלאטאם, 6 אחוז בישראל והיתר זה בכל העולם.

שתיים - איפה התחרים - לנו יש מתחרה אחד רלוונטי, הוא אמריקאי הוא מדווח US GAAP, וכדי שיהיה לנו בעצם השוואה אמיתית מול המתחרה, רצינו אנליסטים אמריקאים יותר רציניים, ורציני אפילו למצוא בנק שגם מסקר אותם ואותנו, כדי שבעצם זה יהיה אותו גוף, אותו בנק שידוע לדבר על שנינו.

אבל כמובן שאנחנו עושים דברים תמיד בצורה מיוחדת, אז עשינו Direct Listing, קודם כל.

הסיבה לך היתה שאני מזכירה שבסוף 21, תחילת 22, שוק ההון בארצות הברית קפא, לא היינו מצליחים בהנפקה ובגיוס, ולכן בחרנו ב-Direct Listing. ומה זה? לקחנו את המניות הישראליות ורשמנו אותן גם ב-NASDAQ. ברור שאם אין הנפקת מניות, אז אין מסחר, ואכן היה מסחר מאוד מועט בארצות הברית, ומסחר מאוד גדול בישראל.

לגמרי מסכימה שהשוק הישראלי, קבע את מחיר המניה, ראו את זה לגמרי, עד שבמרץ 23, עשינו Follow-on ב-NASDAQ, וגייסנו 100 מיליון דולר, בכוונה ליצור יותר מסחר ולהביא עוד מגוון משקיעים.

היום בערך המסחר, יש פי 6 מסחר בישראל מאשר בארצות הברית, אבל אנחנו גם ישראלים ואנחנו גם אמריקאים, אני חייבת להגיד שאנחנו נהנים מכל העולמות.

מעולם לא הפסקנו לעשות דו"חות כספיים רבעוניים, כולל תזרים מזומנים שציננת, כי אני לא אלך ואקח אחורה, אף אחד מהמשקיעים שלי ומהוויזביליות שהיתה להם.

שלומי שוב

זאת אומרת רק ההבדל אם סקור או לא סקור, זה הבדל ביניהם?

שגית מנור

סקורים, בוודאי. PWC נמצאים כאן. אז כן, אנחנו בעצם, בדיוק כמו שאמרת, יצרנו לעצמנו את הסטנדרט, גם אם אני לא חייבת, כדי שמצד אחד, המשקיעים הישראלים שהיו לפני שנתיים, לפני שהנפקנו בנאסדק, לא יפסיקו לקבל את המידע שהם קיבלו עד היום.

אגב לגבי IFRS, למי שאין סיבה ממשית לעבור לUS GAAP בגלל סוגיות חשבונאיות, ובוודאי אם אתה חברה טכנולוגית, SAAS, אז אין סיבה לא להישאר עם IFRS ל

לא פגשתי משקיע שלא רצה להשקיע בנו בגלל שאנחנו מדווחים לפי IFRS. לא מצאתי משקיע שלא רצה להשקיע בנו כי אנחנו לא דומסטיק. אנחנו ממש נהנים מכל העולמות.

אני מסכימה עם הציונות, מאוד חשוב לנו לשמר את החברה גם כחברה ישראלית, היינו בהמון נקודות שבהן חשבנו אולי כדאי למקד את הכל במקום אחד, את כל השוק, כי בכל זאת זה בשני שווקים מה שמקטין את המסחר.

כל פעם מחדש הבנו שיש חשיבות מדהימה לשוק הישראלי, כן להיות ראש לשועלים, ועדיין להיות הזנב לאריות. אנחנו היום כבר לא זנב בארה"ב, אנחנו מקום טוב באמצע, אנחנו היום הגדולים ביותר בשוק שלנו, שהוא שוק נישתי ולכן היה לנו חשוב להיות בארצות הברית, ולהיות מול המשקיעים האמריקאים ומול המתחרה המרכזי.

אנחנו בעשר החברות שהוא דיבר עליהן, אנחנו בתל אביב 90, בתל אביב 125.

שלומי שוב

שגית, בגדול אתם ממש דוגמה חיה, לאן שכל המסמך הזה של SEC צריך ללכת. אתם עושים את זה אמנם כרגע וולונטרית ולא כחובה. אבל אתם גם עומדים בתוך העשירייה של רון, במחזורי המסחר, וגם וולונטרית בוחרים את רמת הדיווח המספקת מה שכיניתי "הגבוהה מבין".

עם כל הכבוד לאינטרסים שאני מניח שיש כאן לכל מיני יועצים בחדר, אותי מעניינים המשקיעים. מבחינתי, עם כל הכבוד לזה שזה מסמך של SEC, אני קודם כל דואג למשקיעים ישראלים. משקיעים ישראלים צריכים לקבל מידע. לא יכול להיות שאם אתה הולך ונסחר בעוד בורסה, אתה

תיתן פחות מידע. לא עובר אותי. אני חושב שאם רשות ניירות ערך בישראל שהוסמכה בחקיקת ניירות ערך בישראל, החליטה שחברה ציבורית מגודל מסוים צריכה לדווח בסטנדרט מסוים, אז המידע הזה צריך להיות לכל המשקיעים הישראלים, בלי קשר לטראמפ והאמריקאים.

ניר דאש

ומה עם הנושאים המדיניים? אני אתן לך דוגמה מסוימת - חברת אנרגיה ירוקה שרוצה מחר ללכת להירשם, דווקא אליי, חברת אנרגיה ירוקה ישראלית שרוצה מחר ללכת להירשם בניו יורק, אם היא תצטרך לתת את כל הפרטים שיש לה בברנע בישראל, לא יכולה להירשם שם.

כי בישראל למשל, אתה נותן פרטים על הEBITDA הצפוי שלך, ואתה נותן פרטים ברמה, ממש ברמה של יקר ערך, ואם תשאל חתם אמריקאי, הוא יגיד לך לא רשם אותך למסחר בארה"ב.

אלו דרישות גילוי של רשות ניירות ערך, לקחת דוחות של משק, תבדוק בדוחות של כל החברות האלה ולתת גילוי, ואתה לא יכול לתת את זה בארצות הברית. אתה לא יכול לתת, כי זה מידע צופה פני עתיד, ואחר כך אתה לא עובר תשקיף.

שלומי שוב

כמובן שזה צריך להיות במגבלות מה שאתה לא יכול לתת. אני לא אמרתי לעשות משהו שלא מקובל בארצות הברית, אפשר למצוא פה את האיזונים.

ניר דאש

ואז אתה נכנס לעולם רגולטורי מורכב מדי, אז אתה אומר, אז אני אעשה באמצע. יכול להיות שהפתרון פשוט, דו"חות כספיים כן, אבל מעבר לדו"חות הכספיים האורגניים, אתה לא תצא מזה. זה פשוט לא יעבוד. אתה חייב לשמור על התשתיות.

אופיר אייל

רציתי להעלות הערה אחת, אבל אז התחלת את המשפט "ולא יכול להיות", אז שתי הערות.

אז אני חושב ש"כן יכול להיות" - מהטעמים שאמרתי קודם, כלומר, מסתכלים על זה כחבילה. החבילה ברגע שקיבלנו את החבילה אמריקאית, יש בה חלק שהוא יותר מקל, חלק שהוא יותר מקשה. מה שאמרתי קודם.

אבל ההערה שרציתי להגיד במקור, והיא קשורה גם למה שאת אמרת וגם למה שאתה אמרת, הוא שמה שמפתיע אולי בנייר האמריקאי, זה שהם לא מעלים כאפשרות את הדבר שהוא הכי טריוויאלי, זה לשחק עם ההקלות של FPI עצמם.

כלומר, אם הם חשבו במקור או בדיעבד שהם הלכו רחוק מדי עם ההקלות, אז היה מצופה מהם להגיד אוקיי, ההקלה שעשינו פה, זה הלכנו רחוק מדי, אנחנו מבטלים אותה ואת זה מוסיפים ומשחקים עם ההקלות עצמם.

הם אמרו, במפורש, וגם בשיחות איתם, זה מראש ובמכוון, מחוץ לנייר ההתייעצות ולא על השולחן, וזאת הייתה לכאורה מה שהיית מצפה. הם היו יכולים לומר אוקיי, ההקלות מרחיקות לכת, אנחנו מכוונים את ההקלות עצמן, ולא מוציאים קבוצות מסוימות מתוך הקטגוריה.

עידו צמח

דווקא בשיחות, ה SEC כן היו פתוחים לרעיונות, של מה שנקרא קצת לשנות את ההקלות, בעיקר לגבי דברים שהחברות הישראליות שהן FPI כבר עושות, שזה דיווחים רבעוניים וכן הלאה. לפחות בשיחות, זה לא מחייב אותם לשום דבר, אבל כן היו פתוחים לכיוון הזה.

אילן פלטו

שלומי, בסופו של דבר, צריך לשים את הדברים על השולחן, מדובר בהזדמנות לבורסה בתל אביב. מה שרון ואופיר, ככה אומרים את זה בצורה עקיפה, אנחנו אומרים את זה בצורה ישירה, זו הזדמנות לבורסה בתל אביב להגדיל את מספר החברות הרשומות בה.

שלומי שוב

אני מסכים איתך וזה נדיר אילן..

רון קליין

אני אגיד בקצרה, אני מתחבר ומחזק את מה שאופיר אמר. הרישום הכפול בסוף כהסדר הוא כולל בתוכו הרבה איזונים ובלמים. למעשה כל רגולציה כוללת בתוכה הרבה איזונים ובלמים.

כשה SEC מחליטים לתת דרישת גילוי מסוימת, יש אולי ברקע אישור או היעדר אישור של בעלי מניות או החלטת בית משפט או היעדר החלטת בית משפט בנושא הזה, וכן הלאה.

כאשר מסתכלים רק על נושא ספציפי ואומרים הוא פה מקשה יותר, הוא פה מקל יותר, פה ניקח את המחמיר, פה ניקח את המקל, אתה לא יוצא מהאירוע. כי יש כאן עוד הרבה הרבה רבדים נוספים שאנחנו לא לוקחים אותם בחשבון.

לכן התפיסה של רשות ניירות ערך, ובצדק, היא תפיסה הוליסטית, היא אומרת אני מסתכל על כל המערכת הזאת בכללותה, על הבקורות שיש של אכיפת שוק של בעלי מניות, על האקטיביזם המוסדי שיש בארצות הברית, על בתי המשפט היעילים, על פרקטיקות הגילוי, על פרקטיקות הממשל תאגידי וכן הלאה. הדברים האלה בסוף מאזנים אחד את השני.

ואני אומר, כל המכלול הזה הוא מכלול שהוא טוב למשקיע בארצות הברית, ולכן הוא טוב גם למשקיע כאן. והתפיסה היא שאנחנו לא הולכים עכשיו לעשות Cherry Picking להסדרים מסוימים, כי זה באמת אירוע שלא נצא ממנו, וזה גם לא יהיה חיובי להסדר הרישום הכפול.

לייזה חיימוביץ

זה יהיה אסון לנסות את הגם וגם, זה חייב להיות במודל, ואני חושבת שאנלייט היא דוגמה, לחברות שככל שהן רוצות להגדיל בסיס משקיעים זרים, אז הן לא מנסות ליהנות מההפך הנמוך ביותר של הגילוי, אלא להפך. כדוגמאות שאנחנו עשינו, התקרבו לרמות הגילוי הישראליות, חוץ מבנושא של משא ומתן, שזה באמת זה הפער הכי גדול בין הדיווחים בישראל ובארה"ב.

שלומי שוב

רגע, לייזה, אני רוצה להבין מה את אומרת. את מסכימה עם מה שאמרנו קודם? שלא יעלה על הדעת שחברה תירשם בעוד בורסה ותדווח פחות?

לייזה חיימוביץ

קודם כל, בגלל שאני עדיין לא שכחתי את העבודה שלי 14 שנים ברשות ניירת ערך, אז אני לא תומכת בניצול האפשרות להרשם למסחר בארצות הברית ולרדת לרמת גילוי שהיא מופחתת כחברה זרה. עובדה שאנלייט לא ירדה ברמת הדיווח לרמה האפשרית הטכנית המותרת.

אני גם לא רוצה להגן על רמת הגילוי הנוכחית בישראל, כי אני חושבת שהסוגיה הזאת של דיווח על משא ומתן, היא בעייתית מאוד. מאוד.

שלומי שוב

תמיד יהיו כל מיני דברים שצריך עוד לשפר. אין שלמות אגב, לא בחשבונאות, לא ברגולציה.

לייזה חיימוביץ

איפה שזה גם יכול לגרום לנזק עסקי, וכל העולם חי בלי זה, אני חושבת שזה משהו שהוא לא צריך להיות וגם לא צריכים להיות יחידים.

שלומי שוב

לא, זה נכון גם לכל חברה אחרת.

לייזה חיימוביץ

גם הניסיון שהיה לי ב-ICL, וגם הניסיון באנלייט הוא שהחברות הגדולות הולכות באמת עם מודל המשמעת שוק ובוחרות להתנהג כמו הגדולים, לכן אנחנו אימצנו נוהל גילוי שהוא נוהל היברידי, שהוא נוהל שאומר, אנחנו לא רוצים שהמשקיעים הישראלים יראו באמת הרבה פחות מידע ממה

שרגילים בישראל, אז אנחנו מדווחים הרבה יותר, לא רק ביחס ל-FPI, אלא גם ביחס לדיווח של חברות מקומיות אמריקאיות.

אנחנו מדווחים במודל מאוד קרוב, תסתכלו על הדיווח שהוצאנו היום בבוקר, אף חברה אמריקאית לא מוציאה דיווח עם כל כך הרבה נתונים ואנחנו מתגמלים, כלומר אנחנו כן רואים שיש לשקיפות השפעה על משקיעים זרים.

אבל פה אני רוצה לחזור לנושא שמורן העלתה, הסוגיה הזאת של הסחירות וזה עלה פה גם מרון. באמת קשה מאוד להעלות את הסחירות בדואליות.

מה שקורה זה שבסיס המשקיעים האמריקאים עולה, כמו שאני אמרתי- שנה ראשונה היינו 5%, שנה שנייה כבר שילשנו, כשאנחנו יודעים בוודאות שזה לא רק הפורטפוליו של החברה ובעיקר האמריקאי שגדל, אלא שזה קשור מאוד מאוד, זה ממש נאמר לנו, לשקיפות. אנחנו מקבלים פידבקים ממשקיעים אמריקאים שמאמינים בנו בגלל השקיפות ובגלל שאנחנו נותנים הרבה מאוד נתונים על הפורטפוליו. כל האירוע של הבלאגן עם המיסוי והמכסים בארה"ב ומי שמכיר את תחום האנרגיות מתחדשות והטלטלות שעברנו עם טראמפ, יודע שאנלייט התנדבה לספק הרבה מאוד מידע ונתונים למשקיעים, יושבים פה רון, ניר ממשרד הרצוג שהיו איתנו בזה, התנדבנו וקיבלנו תגובה חיובית, ראינו עלייה שווי המניה, כניסה של משקיעים בגלל שהחברה שקופה יותר ולא מנסה ליהנות מפערי הרגולציה ולצמצם דיווח.

הבעיה שהמסחר בתל אביב גדול, יש אומנם יותר אמריקאים, אבל הם סוחרים בתל אביב. הם עושים את ההשקעה שלהם דרך הבורסה בתל אביב, מאוד קשה להעלות את הסחירות בארצות הברית, ואז הנושא של השוויים שצינת בתחילה הוא באמת עקום, עקום ומעוות, כי יש נושא של כמה משקיעים זרים, ויש נושא של השוק שבו זה נסחר, שני דברים שונים. השווי הולך לפי המסחר, ולא לפי איפה זהות המשקיעים.

אסף סגל

אני רוצה להתייחס לשתי נקודות, הראשונה הינה ההשפעה האפשרית על מנפיקים חדשים בעיקר מתחום הטכנולוגיות הרפואיות והשניה הינה ההזדמנות לשדרג וליצור אחידות של הגילוי הניתן למשקיעים מעבר לדוחות הכספיים.

הנקודה הראשונה חשובה בעיקר לחברות שאינן דואליות, אלא בעיקר למנפיקים חדשים. נאמר פה הרבה שהרגולציה ועודף רגולציה תקשה על מנפיקים חדשים ובעיקר לחברות מתחומים בהם לא ניתן להסתפק בשוק ההון הישראלי. אני בא מתחום ששוק ההון הישראלי לא יכול לתמוך בו באופן בלעדי לאורך זמן ושעיקר ההשקעות בו מגיעות מארצות הברית, ולכן חלק מחברות הפורטפוליו של כלל ביוטכנולוגיה שקלו להפוך באופן וולונטרי לחברות Domestic. בשורה התחתונה, זה לא תמיד הכרחי אבל חברות שירצו גישה לשוק ההון האמריקאי צריכות לשקול לשחק כמו מקומי.

הנקודה השנייה מתייחסת לגילויים מעבר לדוחות הכספיים ולהזדמנות ליצור סביבה בה רמת הגילוי ולוחות הזמנים של דיווח מייד, לדוגמא, של חברה דואלית, כמעט ולא יושפע מהגדרתה. כלל ביטוכנולוגיה כחברה ציבורית בתל אביב, נדרשת לגילויים בתל אביב בעוד חלק מחברות הפורטפוליו נדרשו לדווח לפי כללי ה-Nasdaq - בעצם קבוצת האיחוד, כמו שאתה ציינת שלומי. ייתכן כי מה שטוב למשקיעים האמריקאיים המוסדיים והמקצועיים האחרים, הוא לאו דווקא גילוי מופחת, אלא גילוי שהוא מותאם למשקיעים ובעיקר לטובת החברה ובעלי מניותיה. מה שטוב לאנליסטים של פידליטי עשוי להיות מספיק טוב למשקיעים מוסדיים בישראל. נתקלתי לא מעט בחוסר שביעות רצון של שותפים שלנו בחברות פורטפוליו נסחרות ופרטיות מהגילויים שנתנו על פי חוק בישראל. אני רוצה להדגיש כי המוטיבציה העיקרית להתאמת הגילויים איננה להקל על החברות המדווחות או למנוע ממשקיעים מידע עודף, אלא שהעובדה שחברה ישראלית או בין משקיעיה נמנים ישראלים לא יהפכו לנטל על החברה ויקשו על משקיעים זרים שרגילים לא לתת מידע תחרותי. לדעתי, דוח ברנע הינו מצויין וניתן בהתאמות לא משמעותיות להתאימו לאספקטים ייחודיים לתעשיות שונות כך שיכיל את המידע כלל הרלוונטי הנדרש למשקיע בין אם הוא ישראלי או זר, בין אם החברה FPI או Domestic.

בשורה התחתונה אני חושב שהאיום על חברות מנפיקות לראשונה הוא לא גדול, למרות שייתכן שדרישות ה-SEC יקשו על חלק מהן. בנוסף, אני רואה בכך הזדמנות, ליישר קו, לגבי חלק מההבדלים, לאו דווקא בין IFRS ל-US GAAP, אלא בדיווחים המיידיים, ובדוח ברנע לגבי מאפיינים ייחודיים של תעשיות שונות, על מנת לתת את כלל המידע הרלוונטי למשקיע – לא מידע מופחת אלא מידע מותאם.

יעל ג'רסי

אני אתייחס לנושא מההיבט החשבונאי / דיווחי. קודם כל, מההסתכלות האמריקאית, אפשר לראות בזה עוד דרך להרחיק ולצמצם את מעמד ה-IFRS בארצות הברית. צעד ראשון שכבר נעשה בעבר היה כשה-FASB התנתק מפרויקט האחדה עם התקינה הבינלאומית. כל גוף תקינה (FASB וה-IASB) מוציא תקנים, וניתן לראות זאת יפה על בסיס התקנים האחרונים, שהם בכיוונים שונים לחלוטין. הפערים בין התקינות רק הולכים וגדלים.

אין ספק שהצעד הנוכחי, שיביא לצמצום מספר החברות שיעמדו בהגדרת FPI ויאלצו לעבור מ-IFRS לדיווח לפי US GAAP, אף הוא יצמצם משמעותית את ה-IFRS בארצות הברית. אני יכולה להבין את היתרון מהפן האמריקאי, שזה יביא כמובן לשיפור ההשוואתיות בין חברות. זאת אומרת, זה עשוי להיות טוב מבחינת ההשוואתיות בשוק האמריקאי בין החברות הציבוריות.

מאידך, אם אני אסתכל מהצד שלנו, מצד החברות הישראליות שעשויות להיות מושפעות, מעבר GAAP זה אירוע שעשוי להיות משמעותי בחיי חברה. זה כמובן תלוי בתעשייה ובענף בה היא פועלת, יש תעשיות שהרבה יותר מושפעות ממעבר תקינה ויש כאלה שפחות, אבל כך או כך זה תהליך

משמעותי. זה נכון גם מצד המשקיעים והמשתמשים האחרים בדוחות הכספיים, הם רגילים לראות דוחות כספיים על בסיס IFRS, והנראות שלהם לפי תקינה אמריקאית עשויה להיות שונה לחלוטין, בטח בתעשיות ונושאים שמאופיינים בפערי תקינה רבים. ובהסתכלות קדימה, כדוגמה עם אימוצו של IFRS 18 בתקינה הבינלאומית בלבד, הפערים בין התקינות עשויים להיות עוד יותר משמעותיים. זה מזכיר לי את התקופה שאפשרו לראשונה בארה"ב לחברות FPI לדווח לפי תקינה בינלאומית, היו חברות שהושפעו ממעבר התקינה בצורה מאוד משמעותית, ניתן היה אף לראות מצבים קיצוניים בהם חברה אחת מרוויחה לפי תקינה אחת, בעוד שהיא מדווחת על הפסד לפי התקינה האחרת.

לייזה חיימוביץ

רק אולי לפני סיכום, יש נושא גם של עיתוי, כי הדואליות מדווחות דוחות כספיים מהר יותר.

שלומי שוב

אני חושב שבעקבות הנייר הזה, הדדליינים יקוצרו. זו הערכה שלי.

אופיר אייל

טוב, הדיון מעניין. האירוע הוא מאוד מורכב, גם לגופו, וגם בגלל אי הוודאות שעוטפת אותו גם במישור הזמן וגם במישור התוצאות האפשריות וכל אחת מהן עלינו.

יש פה פוטנציאל, מצד אחד, כפי שגם רון ואילן אמרו. אבל לא פחות מטריד זה דווקא הדאון סייד אני חושב. לכן אנחנו ניסינו לא להשאיר אף אבן הפוכה בעמדה שלנו, וזה פלוס הפעילויות האחרות שאנחנו עשינו ומתכוונים לעשות בהקשר הזה לטובת שוק ההון הישראלי.

ולגבי הדואליות, וזה מתקשר למה שהטריד אותך ואחרים, חשוב להבין שהתפיסה שלנו היא תפיסה הוליסטית. מסתכלים על הרגולציה הזרה כסל שמורכב מרגולציה, משמעת שוק וכל שאר המנגנונים. לפני שהחלטנו איזה רגולציות ואיזה בורסות להכניס, עשינו בדיקה כוללת, וONCE נתנו את האוקיי אז אנחנו מסתכלים על זה כמכלול. כל שיטה אחרת היא לא טובה. יכול להיות שאנליטית היא יותר מדויקת, אך שכרנו ייצא בהפסדנו.

שלומי שוב

אנחנו צריכים להגיע לסיכום הדיון. אני חושב שהיה לנו היום דיון מרתק, מאוד מעניין, שמענו כל מיני זוויות, זה ברור שיש פה נושא שהוא מורכב. המוטיבציה של שני הצדדים (לא רק שלנו) היא ברורה ומובנת אבל חייבים למצוא רף של דרישות מינימום שלא הגיוני לרדת ממנו. זה לא בעיה לבנות מודל כזה של "הגבוה מבין" דרישות הדיווח הישראלי (בגבולות אי סתירה לעקרונות האמריקאיים) ובין ה-FPI ושם בגדול אני רואה את השינוי. בשורה התחתונה, אני חושב שלא ניתן להישאר לאורך זמן במצב של תת דיווח ואכיפה כמו שאמרתי לא סביר בעיני שחברה ציבורית ישראלית תצא להנפיק גם בארה"ב היא תדווח פחות ותהיה תחת אכיפה פחותה. לכן עם או בלי קשר לכיוון הנוכחי של האמריקאיים, או שחוק

הרישום הכפול מתוקן או שאכן הדרישות של ה-FPI יעלו. אני חייב להגיד לכם שהופתעתי לחיוב מהעמדה שהציגו החברות היום בדיון, כמובן אם מנטרלים את הלחץ של עורכי הדין...אני רואה שבסך הכל יש הסכמה מתוך החברות לכך שצריך שינוי. גם אם המסמך הזה מגיע, כמו שאומרים, מכל מיני אינטרסים ופוליטיקות בזירה הגלובלית, אתם יודעים איך זה בחיים, לפעמים משהו מגיע מכיוון מסוים לא לגמרי ענייני, אבל הוא מסייע לנו למצוא את שורש הבעיה ואולי גם יעזור לנו בסופו של דבר לסדר אותה. 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 וסגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים, פועל במסגרת מכון הפניקס לחקר שוק ההון שהוא מכון מחקר אקדמי עצמאי 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](#)