

תוכן עניינים

ע"מ

חברי הפורום

דבר ראשי הפורום

- 1 סיכום מפגש נובמבר 2011: הערכות שווי ופרמיות סיכון במבנה בעלות פירמידלי תוך בחינת האספקטים החשבונאיים, המימוניים והממשקים שביניהם
- 7 סיכום מפגש דצמבר 2011: היררכיית שווי הוגן תוך התמקדות בסוגיית הצעות הרכש הכפיות
- 15 סיכום מפגש ינואר 2012: מודל מרווח הוגן לחישוב שווי הוגן של נכסי חוב לא סחירים והשלכותיו
- 21 סיכום מפגש פברואר 2012: מערכת היחסים במשולש: מעריך השווי, רואה החשבון והרשות לניירות ערך, והשלכותיה על נאותות ההערכה ואחריות החותם
- 29 סיכום מפגש אפריל 2012: מבחני חלוקת דיבידנד: חשיבה מחודשת
- 35 סיכום מפגש מאי 2012: שימוש ב- FFO לצורך הערכת חברות נדל"ן מניב מול מודל ה- NAV (IFRS)
- 45 סיכום מפגש יוני 2012: הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני אזהרה בדוחות הכספיים
- 56 השתתפו בדיונים בשנה האקדמית תשע"ב
- 57 טופס הצטרפות

חברי הפורום

רו"ח לילי אילון (רשות החברות הממשלתיות), פרופ' רפי אלדור (המרכז הבינתחומי הרצליה), גיורא אליגון (אקטואר), רו"ח אלי אל-על (חברת שווי הוגן), רו"ח אביבית בן שמחון (KPMG סומך חייקין), רו"ח נבו ברנר (בזק), אבי בראור (אקטואר), ירון בלון (לאומי פרטנרס), רו"ח דוד גולדברג (לשכת רואי חשבון), פרופ' דן גלאי (האוניברסיטה העברית), אלון גלזר (לידר ושות'), רו"ח עידו גליל (הפיקוח על הבנקים, בנק ישראל), פרופ' צבי וינר (האוניברסיטה העברית), רו"ח דני ויטאן (KPMG סומך חייקין), רו"ח שחר זיו (זיו האפט BDO), רו"ח יובל זילברשטיין (גיזה זינגר אבן), רו"ח גיא טביביאן (ברייטמן אלמגור זוהר Deloitte), סיגל יששכר (מידרוג), רו"ח רם לוי (Variance Economic Consulting Ltd), מר איציק מאיסי (אלון ריבוע כחול), רו"ח גיל מור (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח רונן מנשס (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), חיים מסילתי (שמאי מקרקעין), רו"ח זאב נהרי (לאומי פרטנרס), פרופ' יורם עדן (המסלול האקדמי המכללה למנהל), רו"ח גל עמית (עמית חלפון), יוסף פישלר (שמאי מקרקעין), רו"ח צור פניגשטיין (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח אורן פרנקל (אלוני חץ), רו"ח דורון קופמן (נשיא לשכת רואי חשבון), רו"ח גדי קוניא (גזית גלוב), רו"ח עינת שפרלינג (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), פרופ' עודד שריג (הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, משרד האוצר), שלי תשובה (טריגר פורסייט).

צוות מקצועי

רוני זוכביצקי
חן לוטן
קרן בריג
עידו ספקטור

דבר ראשי הפורום

פורום שווי הוגן הוקם בכדי לתרום לאיכות המידע בשוק ההון וליצירת שיח מקצועי פורה בתחום. הפורום עסק בשנת הלימודים תשע"ב בנושאים מגוונים אשר ניתן לסווגם לשני מישורים עיקריים: הראשון, סוגיות מקצועיות אקטואליות המייצרות מתח בין דיסציפלינות שונות, הן ברמה כלל ענפית והן ברמת ענף ספציפי; המישור השני נוגע למערכות היחסים בין הגופים ובעלי התפקידים השונים שמייצרים ומשתמשים במידע הקשור לשוק ההון. במסגרת המישור הראשון עסקנו בהיבטים המימוניים והחשבונאיים הקשורים לניתוח הפעילות והערכה של פירמידות השליטה, בהצעות רכש כפויות והיררכיית שווי הוגן, ובמבחי חלוקת דיבידנדים. בהתייחס לענפים ספציפיים דנו בחישוב שווי הוגן של נכסי חוב לא סחירים בגופים המוסדיים וכן בהתלבטות בין שימוש ב- FFO לעומת NAV לצורך הערכה של חברות נדל"ן מניב.

במסגרת המישור השני, דנו בקשר שבין הדירוגים, תשואות השוק וסימני האזהרה בדוחות הכספיים ובמערכת היחסים הרגישה שבין מעריך השווי, רואה החשבון המבקר והרגולטור. נושאים אלו, אשר נגעו מטבע הדברים במרקם העדין של מערכת היחסים בין נושאי התפקידים בשוק ההון, חידדו בעיות שקשורות לאיכות המידע המסופק למשקיעים. מעבר להסקת תובנות מעניינות במסגרת המפגשים, התרחש גם חיבור טבעי בין המישורים. כך למשל, המפגש הראשון עסק בין היתר בבעיות מתודולוגיות הניתוח של חברות הדירוג בנוגע לחברות האחזקה וההסתכלות על כל חברות האחזקה בפרמידה אחת כמקשה אחת לצורכי דירוג אשראי. כמו כן, עסקנו במהלך השנה בבעיות שבחלוקת דיבידנד מרווחים רעיוניים ובהשענות הבלעדית על יתרת העודפים החשבונאית לצורך חלוקתם. במפגש האחרון לשנה אקדמית זו שהתקיים על רקע הסערה בשוק ההון ועסק ברלוונטיות של חברות הדירוג נסגר המעגל, לאחר שחלה התפתחות דרמטית וחברות הדירוג התאימו את המתודולוגיה הרלוונטית.

אנו רוצים להודות לחברי הפורום על שנת פעילות פוריה ועל דיוני עומק מרתקים וכן לגב' רקפת שני ולעו"ד יעל אלגרט זילבר ששייעו בארגון הפורום. כמו כן אנו רוצים להביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגריה המצטיינים של התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה: רוני זוכוביצקי, חן לוטן, קרן בריג ועידו ספקטור.

פרופ' אמיר ברנע,

הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים

רו"ח שלומי שוב,

סגן דיקן (חשבונאות), בית ספר אריסון למנהל עסקים



פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

הערכות שווי ופרמיות סיכון
במבנה בעלות פירמידלי
תוך בחינת האספקטים
החשבונאיים, המימוניים
והממשקים שביניהם.

הסיכומים הנכללים בחוברת זו מהווים את תמצית הדיונים של פורום שווי הוגן, כפי שהתפרסמו לציבור וזאת מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת הסיכומים יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים אינם מובאים בהכרח בציון שמות הדוברים, למעט ראשי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 7 בנובמבר, 2011

נושא המפגש: הערכות שווי ופרמיות סיכון במבנה בעלות פירמידלי תוך בחינת האספקטים החשבונאיים, המימוניים והממשקים שביניהם.

חומר רקע למפגש: "הערכת ניירות ערך (מניות ואג"ח) במבנה בעלות פירמידלי" טיוטת מאמרו של פרופ' אמיר ברנע מיום 31.10.2011

אורחים שהוזמנו: גיל גזית, מנכ"ל מידרוג, איציק מאיסי, נציג מעלות S&P.

נוכחים: פרופ' רפי אلدור, גיורא אליגון, רו"ח אלי אל-על, רו"ח נבו ברנר, אבי בראור, רו"ח משה גנדנסקי, אלון גלזר, פרופ' צבי וינר, רו"ח שחר זיו, רו"ח יובל זילברשטיין, רו"ח גיא טביביאן, רו"ח רם לוי, רו"ח גיל מור, רו"ח רונן מנשס, חיים מסילתי, רו"ח זאב נהרי, פרופ' יורם עדן, רו"ח רוני עמיחי, רו"ח גל עמית, יוסף פישלר, רו"ח אורן פרנקל, רקפת שני, שלי תשובה.

צוות מקצועי: רוני זוכובצקי, חן לוטן.

הערכות שווי ופרמיות סיכון במבנה בעלות
פירמידלית תוך בחינת האפקטים החשבונאיים,
המימוניים והממשקים שביניהם.

להתנגד לשכר המנכ"ל כזכות מגנה שלא פוגעת בשליטה כי כפי שאנחנו יודעים בחיים הנושא של מינוי ותגמול קשורים אחד בשני בקשר הדוק. כיצד בעל השליטה יכול לגרום למינוי מנכ"ל אם הוא לא יכול לקבוע לו את השכר?

עם זאת, ההמלצה שעשויה להיות המשמעותית ביותר היא ההמלצה שנכנסה לכאורה "ברגע האחרון", וקובעת שבחברות פער יש להשוות את זכויות ההצבעה לזכויות בהון. במידה והמלצה זו תתקבל, הרי שהיא תערער לחלוטין את תפיסת השליטה החשבונאית של החברות, אותה תפיסה שמאפשרת את יצירת המבנה הפירמידלי. טענה זו תקפה למרות האימוץ הצפוי של תפיסת השליטה האפקטיבית (להבדיל מתפיסת השליטה המשפטית המיושמת כיום) לאור כניסת התקן החדש IFRS 10, שצפוי להיכנס לתוקף החל משנת 2013, שכן במידה וההמלצה תתקבל לא בהכרח שתתקיים גם שליטה אפקטיבית בחברות הפער. אמנם סביר להניח שבעל השליטה ערב ההמלצות ממשיך להיות בעל המניות הגדול ביותר אך אם נוסיף לכך את המשקל המצטבר של יתר ההמלצות ואת ההמלצות הנוגעות לעידוד המוסדיים להתאחד לצרכי הצבעה ומאפשרות לבצע הצבעה של ציבור בעלי המניות באינטרנט, הרי שדברים אלו עשויים למנוע את קיומה של השליטה.

מבחינה ראשונית של השלכות ההמלצות על חברות ציבוריות בישראל עולה מסקנה מעניינת ומרחיקת לכת. כידוע, שליטה חשבונאית נבחנת בהתאם לזכויות ההצבעה בחברה, להבדיל מהזכויות בהון. הפער הנוצר בין חלקו של בעל השליטה בהון לבין חלקו בזכויות ההצבעה נובע מהעובדה שזכויות הצבעה מחושבות כך שכל עוד ישנה החזקה של מעל 50% מזכויות ההצבעה בחברה, מיוחסות מלוא זכויות ההצבעה לבעל השליטה, בעוד שהזכויות בהון מחושבות לפי שיטת המכפלות.

לצורך המחשה, נניח כי בעל שליטה מחזיק באמצעות חברה ציבורית (להלן: "החברה האם") ב-70% מחברה ציבורית נוספת (להלן: "חברת ביניים"), אשר מחזיקה ב-70% מחברה ציבורית נוספת (להלן: "החברה הנכדה"). במצב דברים זה, הזכויות בהון, אשר מחושבות על פי שיטת המכפלות הינן

פירמידות שליטה: אפקטיים חשבונאיים (רו"ח שלומי שוב)

על פי התפיסה הנוכחית של הדוחות המאוחדים, במצב בו מתקיימת שליטה בחברה מוחזקת רואים את נכסי והתחייבויות החברה המוחזקת כחלק מנכסי והתחייבויות החברה המחזיקה. מאחורי תפיסה זו עומדת הגישה של העדפת המהות הכלכלית על פני הצורה המשפטית ("substance over form") אשר לפיה במקרה שבו מתקיימת שליטה הרי שיש לראות את נכסי חברת הבת כנכסי חברת האם, וזאת על אף היותן ישויות משפטיות נפרדות. במילים אחרות, באה החשבונאות וקוראת תיגר על הממשל התאגידי ואומרת למעשה: "בואו נדבר תכלס".

תפיסה חשבונאית זו שמציגה בפנינו את המראה האמיתית מציגה כיום את המצב הקיצוני והמוזר של פירמידות השליטה במציאות הישראלית הנוכחית, שבו באמצעות השקעה מינימלית בהון של חברות מוחזקות מושגת שליטה (במקרים רבים תוך מינוף גבוהה שנוטלת על עצמה החברה האם), עובדה המעודדת יצירת מבני אחזקות הזוכים לכינוי פירמידות.

המודל החשבונאי הקלאסי של דוחות כספיים מאוחדים לא הביא כנראה בחשבון את הסיטואציה של פירמידות השליטה ואולי בכלל מצב של שליטה על חברה ציבורית, אלא יותר מצבים שבהם חברות מנהלות את עסקיהן באמצעות הקמה של חברות פרטיות ובעלות מלאה או כמעט מלאה.

כל הנושא הזה של הגבול העדין שבין ממשל תאגידי תקין בחברה ציבורית לבין קיומה של שליטה מתחדד היום מאד בעקבות המלצות ועדת הריכוזיות. הועדה קבעה כללים ברורים במטרה לשנות את המצב הקיים וזאת בין היתר באמצעות הגדרת המונח "חברת פער". ההמלצות מחזקות את כוחו של המיעוט בחברות אלו באמצעות זכויות מגנות (כגון מינוי דירקטורים, הגדלת הרוב הדרוש לאישור עסקאות בעלי עניין וכו'), אבל הן נוגעות גם בזכויות המהוות השתתפות בפעילות השוטפת של החברה, כגון אישור שכר מנהלים ומינוי מנכ"ל. אני לא בטוח שיהיה נכון להסתכל על האפשרות של המיעוט

49% בלבד. במידה ותאומץ המלצת ועדת הריכוזיות להשוואת זכויות ההצבעה לזכויות בהון לצורך ביטול הפער שנוצר, הרי שיראו בחברה האם כמחזיקה רק 49% מזכויות ההצבעה בחברה הנכדה, ועל כן כאמור היא עשויה לאבד את השליטה בחברה הנכדה.

המשמעות היא שאם המלצות ועדת הריכוזיות יעברו בסופו של דבר כפי שמנוסחות היום הדבר עשוי להוביל לכך שרוב המקרים החזקה של חברה ציבורית בחברה ציבורית אחרת, הופכת את האחרונה לחברת פער. לכן יכול להיווצר מצב בו לא נראה כמעט חברה ציבורית שמאוחדת על ידי חברה ציבורית אחרת. אגב, השלכות הלוואי של ההמלצות עלולות להביא לגידול במינוף הריאלי הן לאור הצורך של הפירמידות לאסוף מניות המיעוט והן לאור העובדה כי בעקבות איבוד שליטה בחלק מהחברות הן עשויות לרשום רווחים חשבונאיים רעיוניים גדולים כתוצאה מתפיסת המימוש הרעיוני.

ניתן לראות את הדברים גם מזווית נוספת והיא הזווית של ניתוח הדוחות הכספיים. הדוחות הכספיים המאוחדים של פירמידות השליטה כיום מייצגים ערבוב של פעילויות ולא ניתן להסיק מהם הרבה ברמה הניתוחית מעבר לבעיית הריכוזיות. לכאורה השקעה בחברה ציבורית, אשר כפופה לרגולציה מקיפה, יש בה מעורבות של גופים מוסדיים שמקשה על חלוקת דיבידנדים, הנפקות אג"ח וכיצ"ב ולכאורה פרמיית השליטה בה אמורה להיות אפסית, צריכה להיחשב כהשקעה פיננסית ולא להיות מאוחדת בדוחות החברה המחזיקה.

בהקשר זה ראוי לציין שכיום ישנן חברות שמפרסמות באופן וולונטרי דוח "סולו מורחב", כדוגמת גזית גלוב ואלוני חץ, שתכליתו הינה איחוד חברות פרטיות בלבד, והצגת חברות ציבוריות כהשקעה פיננסית. בחברות אלו דוח זה הינו בעל משמעות רבה, והוא זה אשר חברות הדירוג עושות בו שימוש בקביעת דירוג האשראי של החברה. לכן, ייתכן ובמידה והמלצות הוועדה יאושרו, דוח ה"סולו המורחב" יהפוך למעשה להיות הדוח הראשי של החברות.

הצגת המאמר "הערכת ניירות ערך (מניות ואג"ח) במבנה בעלות פירמידלי" (פרופ' אמיר ברנע)

נושא המאמר הינו תמחור ניירות ערך (מניות ואג"ח) של חברות במבנה בעלות פירמידלי, תוך התייחסות לשאלות של ממשל תאגידי הקשורות ליכולת העברת מקורות בין החברות. בעבר היה מקובל שלחברות היו מספר סוגי מניות, בעלות ערך נקוב שונה, עד שהדבר נאסר על מנת למנוע את הפער שנוצר בין בעלי מניות שהחזיקו במניות שזכויות ההצבעה שלהן אינן שוות. למעשה המבנה הפירמידלי עוקף את האיטור של הנפקת מניות בעלות ערך נקוב שונה, ומוביל למצב שבו בעלי השליטה משיגים זכויות עודפות מעבר לזכויות ההצבעה

שלהם, על פני בעלי המניות האחרים.

המבנה הפירמידלי עוקף איטור זה ולמעשה מאפשר את קיום הפער גם כשקיים סוג מניות אחד. זו כנראה הצדקה לחלק מהמלצות וועדת הריכוזיות אשר מקנות למיעוט בחברות נשלטות ("חברות פער") זכויות הצבעה עדיפות בהחלטות מהותיות ומתערבות בממשל התאגידי כדי להפחית את השפעת בעל השליטה בשרשרת בפירמידה על החלטות בתחתית הפירמידה.

וועדת הריכוזיות מסתמכת על גובה פרמיית השליטה בישראל כהכחה לקיום העיוות הכלכלי בחברות פער. למיטב ידיעתי לא רק שנתוני פרמיית השליטה בעסקאות בהן הועברה שליטה הם בעייתיים לאור הסחירות הנמוכה, אין גם ניתוח כלכלי מסודר של הגורמים הקובעים את חלוקת פרמיית השליטה בין חברות הביניים ובעל השליטה. אפשר להניח שכלל שכללי הממשל התאגידי הדוקים יותר כך יועבר חלק גדול יותר מפרמיית השליטה בחברה הנכדה לחברות ביניים שמעליה וחלק קטן יותר ישורשר לבעל השליטה. אפשר להבין שוועדת הריכוזיות מניחה שפרמיית השליטה בישראל גבוהה מדי ועיקרה משורשר לבעל השליטה עקב ממשל תאגידי רופף. ולכן כוונת המלצותיה היא (א') לצמצם את פרמיית השליטה ו- (ב') להקטין את חלק בעל השליטה בפרמיה לטובת חברות הביניים.

לגבי הנושא של פרמיית שליטה מתעוררות שתי בעיות:

(1) כיצד לחשב אותה (למשל במקרים שבהם סחירות המניות הנרכשות הינה נמוכה ועל כן שווי השוק שלהן אינו בהכרח מייצג שווי הוגן) ו- (2) איך קובעים איפה מקבלת ביטוי פרמיית השליטה במעלה חברות הפירמידה. לעניין זה, המלצות ועדת הריכוזיות מכוונות להפחתת פרמיית השליטה ולהשאיר חלק מרכזי ממנה בחברות הביניים (וזאת תוך הגבלת השליטה בחברות במעלה הפירמידה שחלקן בהון הוא, כאמור, נמוך ביותר).

במאמר מוצגים שני מודלים חלופיים: מודל האופציות המניח שקיימת הפרדה בין החברות וכל אחת כפופה לכללי עירבון מוגבל ללא השפעה רוחבית ביניהן, ומודל המניח זרימה חופשית של מקורות בין החברות ובין לבעל השליטה באמצעות הרמת מסך ("מודל אגרטיבי").

המאמר עושה שימוש במודל האופציות של Merton. על פי הספרות המימונית, מקובל לראות בהון עצמי בחברה ממונפת אופציה על נכסי החברה ואי לכך להעריכו כאופציה. הערך הפנימי של האופציה מוערך על ידי מודל ה-NAV (שווי נכסי נקי). הבעיה עם מדידת הערך הפנימי באמצעות NAV הינה שהחוב מוצג בדרך כלל בעלות מופחתת ולא בערכי שוק. מאידך, הצגת החוב בערכי שוק עשויה להיות בעייתית, שכן היא תגרום למצב אבסורדי לפיו במצבי משבר בהם מצב החברה הינו רעוע, מתבצעת הפחתת חוב וזאת תוך רישום

הערכות שווי ופרמיות סיכון במבנה בעלות
פירמידלי תוך בחינת האפקטים החשבונאיים,
המימוניים והממשקים שביניהם.

פיזור הסיכון עקב מקדם מתאם גבוה בין שינויי שווי הנכסים בחברות הריאליות. מכאן שמודל האופציות ישים לשני סוגי הפירמידה ומה שביניהן. כפי שצוין המודל מניח שבעלי החוב הן חברות בע"מ נפרדות שהממשל התאגידי והוראות החוק לגבי זכויות מיעוט בכל חברה, מונעות שימוש בנכסי החברה למטרות קונצרניות ומגבילות יכולת העברת מקורות מחברה לחברה, בין היתר על ידי הקשחת האפשרות לחלק דיבידנד בין החברות.

לעומת זאת, קיים מודל חילופי להערכת ני"ע של חברות בקונצרן, לפיו לבעלי השליטה יכולת בלתי מוגבלת להעברת מקורות בין החברות והבנה כי לחדלות פירעון של חברה אחת השפעה מהותית על פרמיית הסיכון שישלמו חברות אחרות בקונצרן (השפעה רוחבית). בהתאם למודל הנ"ל, ניירות הערך מוערכים כאילו הונפקו על ידי מנפיק אחד, כאשר חובות חברת האם, הבת והנכדה מחושבים כחוב אחד ("מודל אגרגטיבי"). ככל שהרמת המסך שכיחה יותר, כך מתחזק המודל האגרגטיבי ונחלשת רלבנטיות מודל האופציות. לעניין זה ראוי לציין כי חברות הדירוג התייחסו בעבר לקונצרן כחברה אחת, כך שהייתה האחדה של הדירוג במעלה הפירמידה. ניתן משקל רב להשפעות הרוחביות ולא ניתן משקל מספיק לעובדה שכלל שמתרחקים מהנכס הריאלי הסיכון עולה, עובדה שמשקפת כאמור בשיעורי התשואה שנבחנו בחברות פירמידליות בארץ.

דעות והערות שהועלו במהלך הדיון:

מדיניות מס

משטר המס בארץ מעודד הקמת חברות פירמידה, שכן הוא מאפשר העברת נכסים בין החברות ללא תשלום מס (פטור ממס על דיבידנד בין חברות). בחו"ל משטר המס הינו שונה, וזוהי אחת הסיבות לכך שמבני הפירמידות הינן תופעה שאינה נפוצה באירופה ובארה"ב. בארה"ב לדוגמה, המס משולם ברמת הדוח המאוחד ולא ברמת החברות הבודדות (על בסיס דוחות הסולו שלהן) כפי שנהוג בארץ.

הכנסה בדוח רווח והפסד.

מודל האופציות של Merton קובע את הפער הראוי בין פרמיית הסיכון שתידרש עבור חוב "בכיר" לבין פרמיית הסיכון שתידרש עבור חוב "זוטר". לצורך כך חוב בכיר הינו חוב בעל זכות ראשונה לנכסים, וחוב זוטר הינו חוב שזכותו החוזית מתממשת רק לאחר פירעון החוב הבכיר. מטרת העבודה הינה להתמודד עם מצב "טהור" לפיו קיימת חברה נכדה אשר מקיימת פעילות ריאלית, חברת ביניים שכל פעילותה היא החזקה בחברה הנכדה (ללא פעילות ריאלית עצמאית) וחברת אם שכל פעילותה היא החזקה בחברת הביניים ובחברה הנכדה (גם כן ללא פעילות ריאלית עצמאית). במצב זה ברמת הקבוצה החוב בחברת הביניים נחשב כחוב זוטר והחוב בחברת האם נחשב כחוב זוטר-זוטר. הקונספציה הינה שכלל שמתרחקים מהנכס הריאלי הקיים כאמור בחברה הנכדה, פרמיית הסיכון צריכה להיות גבוהה יותר (מכיוון שהחוב נחשב למסוכן יותר). אכן, בחינה של שיעורי התשואה במבני הפירמידה בישראל מצביעה על כך שהחברות במעלה הפירמידה הינן בעלות שיעורי תשואה גבוהים משמעותית מאלו של החברות במורד הפירמידה כדוגמת קונצרן אינטרנט זהב, סאני ואי.די.בי.

נפנה תשומת לב לשתי דוגמאות למבני פירמידה המיצגות מבנים שכיחים בשוק ההון בארץ. המבנה האחד הוא כדוגמת אי.די.בי. בו קיימות מספר חברות נכדות שפועלות בענפים שונים: סלקום, שופרסל, גב-ים, כלל ביטוח וכו', חברות ביניים דיסקונט השקעות, אי.די.בי פיתוח וחברת אם, אי.די.בי ולעומתו המבנה השני הוא כדוגמת סאני המתמקדת בחברה נכדה אחת שהיא פרטנר, בה מרוכזת הפעילות הריאלית ומעליה חברת ביניים סקוילקס וחברת אם סאני שפעילותן הריאלית העצמאית היא נמוכה.

בעוד שחברות הנכדה באי.די.בי הן חד ענפיות, בחברת הבת והאם קיים פוטנציאל הפחתת סיכון שנובע מההסתמכות על פעילות מפוזרת (diversified). אפשר להוכיח כי (א) חוב חברות האחזקה במבנה פירמידלי תמיד יהיה נחות יחסית לחוב קונצרני בחברה אחת (ב) תלילות עליית פרמיית הסיכון במעלה הפירמידה גבוהה יותר ככל שקטן אפקט

זרם הדיבידנדים (יעדיף חלוקה על מכירה בכדי לא לאבד את השליטה על החברה), בעוד שהמפסידים הינם בעלי החוב, שכן מקורות תשלומי החוב מידלדלים. בעולם מקובל שבמצב של רכישה ממונפת אשר עתידה לגרום למדיניות דיבידנדים אגרסיבית, יש לבצע פירעון של החוב הקיים וגיוס חוב חדש, תוך כדי מתן גילוי בדבר מדיניות הדיבידנדים החדשה שצפויה לשרור וזאת על מנת למנוע פגיעה בבעלי החוב הנוכחיים אשר נכפה עליהם מצב חדש ושונה מזה ששרר בעת שהם הלוו כסף לחברה.

א-סימטריה במדידה

חוסר הסימטריה החשבונאי במדידת הנכסים והחוב, הנובע מכך שבעידן ה-IFRS ישנה מגמה הולכת וגוברת של מדידת נכסים בשווי הוגן בעוד שמדידת החוב מתבצעת לרוב באמצעות שיטת העלות המופחתת, מוביל לכך שישנו פער גדול בין ההון החשבונאי לשווי השוק ועל כן עולה הטענה שיש לבחור בגישה אחידה לשני צידי המאזן וליישם אותה. פתרון חלקי מתאפשר באמצעות תקן 9 IFRS המאפשר למדוד התחייבויות בשווי הוגן ולפצל את השינוי בשווי החוב, כך שהשינוי בשווי הנובע משינוי באשראי הספציפי של החברה יזקף לקרן הון ורק היתרה, הנובעת משינויים בגורמים חיצוניים, תעבור דרך דו"ח רווח והפסד. על ידי כך מנסים לצמצם את הנזק הנגרם בהצגת החוב בשווי הוגן, אשר כאמור הביטוי העיקרי שלו הינו רישום הכנסה במצבי משבר. אולם השינוי בשווי הנובע מהאשראי הספציפי של החברה אמנם לא מופיע בדו"ח רווח והפסד אך הוא מופיע בדו"ח על הרווח הכולל, שהוא הדו"ח החשוב מבחינת בעלי המניות, שכן הוא מציג את התמונה המלאה על תוצאות הפעילות של החברה. כמו כן, פתרון נוסף הקיים כיום ב-IFRS, הינו ייעוד התחייבות לשווי הוגן דרך רווח והפסד, במקרים בהם ההתחייבות נלקחה לצורך מימון של נכס הנמדד בשווי הוגן דרך רווח והפסד.

הערכת שווי נכסים - נקודות שעלו במסגרת הדיון

(1) בארץ מקובל להעריך שווי של נכסים באמצעות שיטת המכפילים ולא באמצעות DCF. על פי סעיף 51 לתקן 40 IAS, הערכת השווי ההוגן אינה צריכה לכלול שיפורים הנוניים עתידיים וזכויות אפשריות בנכס כגון זכויות בנייה פוטנציאליות. ברור שזהו עיוות כלכלי, מכיוון שגם במידה וההסתברות שזכויות הבניה יתקבלו הוא רק 20%, הזכויות הנ"ל מוסיפות לשווי של הנכס ולכן סעיף זה אינו מיושם בפרקטיקה. בדיון עלתה טענה כי הערכות השמאים מביאות בחשבון את הפוטנציאל הגלום בנכס, במידה והן מתומחרות על ידי השוק וזאת באמצעות השימוש בשיטת המכפילים שנשענת על עסקאות בשוק. כמו

דירוג החברות יכול שיעשה על סמך הקונספציה של העבודה של פרופ' ברנע, קרי דירוג החוב של החברה בעלת הפעילות הריאלית, ולאחר מכן גזירת הדירוג של החברות במעלה הפרמידה, כאשר ככל שמתרחקים מהנכס (מחברת המטרה) הדירוג יהיה נמוך יותר. עם זאת, במסגרת הדיון הועלתה העובדה כי דבר זה אינו מיושם באופן אחיד על ידי שתי חברות הדירוג בארץ וקיימים מקרים בהם מתודולוגית הדירוג של האחת שונה מזו של רעותה. לעניין זה, עלתה הטענה שמנגד, והיא שמכיוון שהדירוג מייצג בסופו של דבר סבירות לחלול פירעון (default probability), הרי שבמבנה פירמידלי ניתן לראות בחברות כמקשה אחת, וזאת לאור יחסי הגומלין ביניהן ובעל השליטה המשותף, יחסים אשר יכולים להוביל למסקנה שהסיכוי לחלול פירעון של חברות המטה במבנה פירמידלי הינו זהה (יפשטו רגל ביחד). לעומת זאת, בעיני משקיע התשואות עבור החברות הינן שונות, שכן הוא מביא בחשבון גורמים נוספים כגון מהירות ההשבה (recovery). חברות הדירוג בוחנות כל מצב לגופו ולעיתים מתייחסות לקבוצת חברות כמקשה אחת וזאת על אף כללי הממשל התאגידי ועקרון הישות המשפטית הנפרדת. השאלה שעולה במקרים כאמור הינה האם מדובר בכישלון של הממשל התאגידי? במצב הדברים הקיים נראה לפחות כי קיים הבדל לעניין זה בין התיאוריה לבין המעשה.

שימוש במודל האופציות

המודל של Merton צריך לעבור התאמה על מנת שניתן יהיה להשתמש בו לצורך הערכת שווי ניירות ערך וזאת מכיוון שבמקרים שבהם חברה נקלעת לקשיים בתשלום החוב לעיתים קרובות מתבצעים הסדרי חוב שלמעשה דוחים את מועד הפירעון ובמונחי המודל מהווים הארכה של חיי האופציה.

בנוסף, יש לציין כי בשונה מאופציה, אשר יש לה מועד מימוש מוגדר, אורך החיים של מכשיר חוב יכול להתקצר באופן משמעותי, כאשר לדוגמה מכשיר החוב נדרש לעמוד באמות מידה פיננסיות (covenants) מסוימות.

רכישה ממונפת

רכישה ממונפת יוצרת לחץ לחלוקת דיבידנדים לבעל השליטה, על מנת לפרוע את החוב ששימש לרכישה. השאלה היא מי נהנה ומי מפסיד במצב זה? בעל מניות המיעוט הינו אדיש להחלטה האם יחולק דיבידנד או לא, מאחר והמיסוי בגין דיבידנד ורווחי הון הינו זהה. הנהנה הוא בעל השליטה המקבל את מרבית

הערכות שווי ופרמיות סיכון במבנה בעלות
פירמידלית תוך בחינת האפקטים החשבונאיים,
המימוניים והממשקים שביניהם.

מקובלת ויש להשתמש במודל האופציה להערכת ני"ע, כלומר שחוב במעלה הפירמידה הוא חוב נחות וככל שעולים במעלה הפירמידה פרמיית הסיכון גדלה. יש לציין שברמת הפרקטיקה הסיטואציות עשויות להיות שונות מההנחות הקיימות במאמר ולכן חברות הדירוג מתייחסות לכל מקרה לגופו. לכן, יתכנו מקרים בהם החישוב יהיה בהתאם למודל האגרסיבי או בהתאם למודל משולב. התיאוריה במאמר מכוונת למצב שבו יש ממשל תאגידי מושלם, מצב שלא מתקיים במציאות של ימינו. לנושא שהוצג במאמר ממשק לנושאים אקטואליים ביותר בימים אלו והדיון הרחב והמגוון שהתקיים בעקבותיו מוכיח עובדה זו.

כאשר מדובר בפירמידה שנוצרה כפועל יוצא מעסקת רכישה שליטה דוגמת בי קומיוניקשיין או אינטרנט זהב שמחזיקה במניות השליטה של בזק או סקוילקס שמחזיקה במניות השליטה של פרטנר, אזי ברור לחלוטין שהגישה השנייה לפיה ניתן לראות את סיכון האשראי כזהה לכל חברות הקבוצה, אינה נאותה. במקרה זה קיימת הבחנה ברורה בין סיכון האשראי של החברה המוחזקת לזאת של החברה המחזיקה גם על ידי חברות הדירוג וגם על ידי הבנקים ושוק ההון.

כן, עלתה טענה שמטרת הסעיף היא יותר למנוע ניצול לרעה של כללי חישוב שווי הוגן. כמו כן עלתה טענה שבתקן החדש IFRS 13 ישנה קביעה ששווי של נכס צריך לשקף ציפיות שהן legally permissible, קרי שצפוי ויש ראיות ברורות וחזקות לכך שהציפיות יתממשו וכן שמימוש הציפיות אפשרי מבחינה חוקית. הנושא יועלה לדיון באופן מסודר באחד המפגשים הבאים של הפורום.

(2) בדוחות השמאים מוצגים שני שווים - שווי נכס מלא ושווי למימוש מהיר, כאשר ההפרש ביניהם הינו בסביבות 15%-12%. ההסבר להפרשים כאמור הינו שמימוש נכס ובפרט נכסי נדל"ן, דורש זמן והכנה ובמצב שבו בעל הנכס צריך לממש את הנכס באופן מהיר הוא נתון ללחץ והרוכש ינצל זאת על מנת להפחית את המחיר.

(3) הבחנה בין מחיר לשווי - שווי זוהי תפיסה ויתכנו מספר שווים שונים עבור מספר רוכשים שונים ולכן מחיר בעסקה מסוימת המשקף שווי עבור הרוכש המסוים, לאו דווקא מהווה שווי של הנכס עבור משתתפי שוק אחרים. בכל קביעה של שווי יש לשאול את השאלה שווי למי ולא לקבל את השווי כמספר אבסולוטי שלא ניתן לערער עליו.

(4) במסגרת הדיון הועלתה טענה כי בעולם של מדידה הכוללת אי וודאויות, בחישוב הערך של נכסים מגיעים לסטיות בחישוב (הנובעות מטעויות הערכה לעתיד או מרמות דיוק מימוניות מאוד גבוהות) ולכן השאלה שעולה היא איפה יש להכניס את הסטייה בעת החישוב ולא איך מגיעים לערך הנכון, מאחר וככל הנראה לא ניתן להגיע לערך הנכון. בהקשר זה נכללה גם התייחסות של ר"ח שלומי שוב למונח שווי הוגן - מטרת השווי ההוגן החשבונאי הינה להיות האומדן הטוב ביותר האפשרי. מודל השווי ההוגן מתעלם מעקרון הזהירות מאחר והוא אמור לשקף מחיר של עסקה במהלך העסקים הרגיל בין מוכר מרצון לקונה מרצון.

סיכום

נראה שהקונספציה שהוצגה במאמר של פרופ' ברנע הינה

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

היררכיית שווי הוגן תוך
התמקדות בסוגית הצעות
הרכש הכפויות

הסיכומים הנכללים בחוברת זו מהווים את תמצית הדיונים של פורום שווי הוגן, כפי שהתפרסמו לציבור וזאת מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת הסיכומים יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים אינם מובאים בהכרח בציון שמות הדוברים, למעט ראשי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 5 בדצמבר, 2011

נושא המפגש: היררכיית שווי הוגן תוך התמקדות בסוגיית הצעת הרכש הכפויות.

חומר רקע למפגש: ע"א 10406/06 דן עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ מיום 22 ביוני 2009; "הוראות בדבר חישוב שווי נכסים לא סחירים של גוף מוסדי" מסמך של משרד האוצר - אגף שוק ההון, ביטוח וחטכון מתאריך 16 במרץ 2011; "ממצאים עיקריים באשר ליישום תקני דיווח כספי בינלאומיים (IFRS) כפי שעלו מדיווחי תאגידים מדווחים", רשות ניירות ערך, אוגוסט 2008.

אורחים שהוזמנו: עו"ד חיים זקס, מחלקת ייעוץ וחקיקה (משפט כלכלי-פיסקאלי), משרד המשפטים, עו"ד חגית הורוביץ, עוזרת משפטית השופט יורם דנציגר, בית המשפט העליון, עו"ד דפנה צרפתי, גולדפרב זליגמן ושות'.

נוכחים: רו"ח יבגני אוסטרובסקי, גיורא אליגון, רו"ח אלי אל-על, פרופ' אמיר ברנע, רו"ח נבו ברנר, אבי בראור, רו"ח משה גדנסקי, אלון גלזר, רו"ח אורי גרוסמן, פרופ' צבי וינר, רו"ח שחר זיו, רו"ח יובל זילברשטיין, רו"ח רם לוי, רו"ח גיל מור, רו"ח זאב נהרי, פרופ' יורם עדן, יוסף פישלר, רו"ח צור פניגשטיין, רו"ח אורן פרנקל, אורן רוזמן, רו"ח שלומי שוב, רקפת שני, שלי תשובה.

צוות מקצועי: רוני זוכוביצקי, חן לוטן.

היררכיית שווי הוגן תוך התמקדות בסוגיית הצעות הרכש הכפויות

עסקית שהייתה בחברה הציבורית לפני המיזוג. לאחר המיזוג בעל השליטה יכול לרכוש את מניות המיעוט תמורת מזומן (או באמצעות החלפת מניות) ולהפוך אותה בפועל לחברה פרטית שיכולה להימחק מהמסחר בבורסה. פעולה זו נעשית לפי סעיף 320 לחוק החברות והיא יכולה להיעשות במקרה של השתלטות ידידותית בלבד שכן הדבר מחייב שיתוף פעולה מצד חברת היעד ובעיקר מצד הדירקטוריון שלה.

שווי הוגן בחשבונאות (רו"ח שלומי שוב)

א. היררכיית שווי הוגן

IFRS 13 הוא תקן חדש העוסק בשווי הוגן וייכנס לתוקף מחייב ביום 1 בינואר 2013. ההגדרות בו מעט שונות מהגדרת שווי הוגן הקיימת כיום בתקנים השונים, אולם הוא אינו צפוי להשפיע מהותית על הדוחות ומטרתו העיקרית היא לרכז את כל מדידות השווי ההוגן באופן מסודר ומובנה תחת תקן אחד ולא רק בהקשר של מכשירים פיננסיים. היררכיית השווי ההוגן שנקבעה בתקן מורכבת מ-3 רמות המבוססות על נתוני שוק נצפים לעומת הערכות סובייקטיביות של הישות המדווחת:

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

רמה 2 - נתוני שוק שאינם מצוטטים הנכללים ברמה 1.

רמה 3 - נתונים שאינם נצפים בשוק (לדוגמה, תחזית תזרים מזומנים של פעילות מסוימת).

ההיררכיה מסדרת את הפרמטרים לפי סדר אובייקטיביות מהשוק מהפעיל דרך נתוני שוק שאינם ברמה אחת ועד לפרמטרים סובייקטיביים. מעניין לראות כי בסופו של דבר אומדן השווי ההוגן מסווג לפי הרמה הנמוכה ביותר שבה נעשה שימוש משמעותי, כאשר השאיפה היא לבחור את המודל שיאפשר את הרמה הגבוהה ביותר האפשרית. עם זאת, חשוב להדגיש כי ברגע שהחלטה היא שהפריט המדובר נסחר בשוק פעיל, החשבונאות אינה מאפשרת שיקול דעת או ביצוע התאמות כלשהן, זאת בשונה מרמה 2 למשל לגביה הפריט היה נכנס אילו התפיסה היתה שמדובר בשוק לא פעיל.

רקע

אחת העסקאות המרכזיות בחייה של חברה ציבורית היא עסקת רכישה מלאה. במסגרת העסקה בעל השליטה בחברה מבקש לרכוש את מניות המיעוט ולהפוך את החברה מחברה ציבורית לחברה פרטית. עסקה זו מוסדרת בחוק החברות בפרק העוסק בהצעת רכש מלאה. החוק קובע כי אם התנגדו להצעה בעלי מניות המחזיקים בפחות מ-5% מהון המניות של החברה המציע יכול לבצע "רכישה כפויה" של בעלי המניות המתנגדים. בעלי המניות שנכפתה עליהם המכירה במחיר שלא הסכימו, יכולים לפנות לבית המשפט בתביעה ל"סעד הערכה", קרי, לבקש מבית המשפט "הערכת שווי" של המניות. לפני כשנתיים נקבעה הלכה חשובה של בית המשפט העליון מפי השופט יורם דנציגר (בפס"ד עצמון), לפיה קביעת שווי המניות תיעשה על ידי קבלת חוות דעת מומחה, שיעריך את שווי המניות לפי "שיטת היוון תזרים מזומנים" (שיטת DCF).

פסק הדין למעשה מעורר שלוש שאלות עיקריות:

האם שווי הוגן הוא שווי הנקבע במודל?

ואם שווי נקבע על ידי מודל האם הוא צריך להיקבע על ידי מודל ספציפי (DCF, שווי נכסי)?

והאם בהערכת השווי על ידי מודל צריך לנטרל פרמיית שליטה וסחירות?

למרות ההלכה הזו, קיים עדיין בלבול בקרב מעריכי השווי באיזה מודל יש להשתמש, עקב פסקי דין סותרים במחוזי: השופט אלטוביה (שווי הוגן הוא שווי שוק), השופטת משל (שווי הוגן הוא שווי נכסי). נכון לעכשיו נקבע דיון בהרכב מורחב בבית המשפט העליון שצפוי לדון בשלושה תיקים של בית המשפט המחוזי ולתת תשובות בנושא זה. כמו כן, קיימת חלופה חוקית להצעת רכש מלאה אשר נקראת "מיזוג משולש הופכי". בהתאם לחלופה הנ"ל, המציע מקים חברה פרטית חדשה שאין בה כל פעילות עסקית וזו מתחילה בתהליך מיזוג עם חברת היעד הציבורית. לצורך מיזוג שתי חברות, פרטיות ו/או ציבוריות, דרוש רק רוב של 50% מבעלי המניות. לאחר מיזוג החברה הפרטית והציבורית נוצרת חברה ממוזגת המקיימת אותה פעולה

מכך בנק לאומי הכיר בדוחותיו הכספיים לרבעון השלישי בהפסד בסך 240 מיליון ש"ח. "מנגד, בדוחות הכספיים המאוחדים של סקייילקס המניות שנרכשו אינן מהוות נכס אלא המוניטין שנוצר בעת צירוף העסקים מאחר והמוניטין עצמו לא נסחר בשוק פעיל, בודקים את שווי דרך הערכות שווי. בהתאם להערכת השווי שקיבלה סקייילקס הוערך השווי המלא של פרטנר לתום ספטמבר 2011 ב-8.2 מיליארד ש"ח לעומת 5.6 מיליארד ש"ח בשוק, כמעט ב-50% יותר מהשוק.

ניתן לראות כיום את המתח העצום בין מחירי השוק לבין הערכות השווי גם לגבי השקעה בחברה כלולה. כך לדוגמה, במקרה של השקעת בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי: שווי השוק בבורסה של הבנק הבינלאומי לתום ספטמבר 2011 הסתכם ב-3.9 מיליארד שקל בלבד בעוד שההון העצמי של הבנק הסתכם ב-5.7 מיליארד שקל. כלומר, מדובר במכפיל הון של פחות מ-70%. לצורך הכנת הדוחות הכספיים של בנק דיסקונט לרבעון השלישי התקבלה הערכת שווי אשר תומכת בערך החשבונאי של ההשקעה בבנק הבינלאומי, כלומר, בהון העצמי של הבנק הבינלאומי. אם נתרגם את הפער בין מחיר השוק לבין ההון העצמי למונחי נכסים וניקח בחשבון שיחס הון למאזן בבנקים הוא בשיעור של כ-8%, הרי שהשוק רואה לכאורה בצורך להגדיל את ההפרשה לחובות מסופקים בשיעור של 2.4% (0.3 כפול 0.08).

כרקע חשוב להדגיש כי קיימת לאקונה הנובעת מ-36 IAS (התקן שעוסק בירידת ערך נכסים), אשר קובע שיש להכיר בירידת ערך רק כאשר הערך בספרים גבוה מסכום בר השבה. בהתאם ל-36 IAS סכום בר השבה הינו הגבוה מבין שווי שימוש ושווי הון בניכוי עלויות מכירה. לכן, כשבאים להעריך שווי הון לפי היררכיית השווי ההוגן יש להשתמש במחיר שוק במידה והמניות נסחרות, אבל לצורך חישוב שווי שימוש ניתן להשתמש בהערכת שווי. קביעה זו מובילה לכך שכאשר בוחנים ירידת ערך לגבי השקעה בחברה כלולה יש לחשב סכום בר השבה בהתאם ל-36 IAS, אשר כאמור אחד מהרכיבים שלו הינו שווי השימוש הנקבע בדרך כלל באמצעות הערכת שווי. ניתן לטעון כי הקביעה הנ"ל מוזרה במקצת, מכיוון שהנכס שנרכש בסופו של דבר הוא המניות ובשונה ממצב שבו יש שליטה על פעילות, כדוגמת סקייילקס פרטנר, הרי שבמקרים אלה קשה לראות כיצד החברה המחזיקה רואה שווי שונה (שווי שימוש) מיתר המשתתפים בשוק (שווי הון).

הנושא של סעד ההערכה שמתייחס להצעות רכש כפויות מעלה שאלה מקדמית האם ההיררכיה הנ"ל בכלל רלבנטית: מה השאלה ששואלים את בית המשפט - האם השוק באמת משקף מחיר הון או שבכלל מבקשים ממנו הערכה שלא לפי השוק ורק לבחור את המודל/ההערכה הנכונה.

מטרת הדיון היא לנסות להגיע למסקנות לגבי השאלות הבאות:
(1) האם ניתן להסיק מפסק דין עצמון לגבי סוגי קביעות השווי ההוגן באופן נרחב יותר ואם כן, מה? ו-(2) מהו שוק פעיל בישראל?

IFRS 13 מגדיר שוק פעיל כ"שוק שבו מתבצעות עסקאות עבור הנכס או ההתחייבות בתדירות ונפח מספקים בכדי לספק מידע על המחירים על בסיס מתמשך".

אגב, הספרות החשבונאית דנה בנושא של שוק פעיל בעיקר בעקבות המשבר של 2008. זכור ה-FSP (FASB STAFF POSITION) לתקן FAS 157 שהוא התקן האמריקאי המקביל ל-IFRS 13 שמדבר על אמידת שווי הון במקרה של ירידה משמעותית בתדירות ונפח של המסחר ביחס להיקפים נורמליים לפיו במקרה כזה יש לבצע התאמות למחיר השוק. העמדה קבעה מספר גורמים שיש לשקול: מעט עסקאות אחרונות, ציטוטי המחיר אינם מבוססים על אינפורמציה שוטפת, קיימת שונות בציטוטי המחיר בשווקים שונים, גידול משמעותי בפרמיית סיכון הנזילות, ועוד.

חשוב להדגיש כי בין הרגולטורים השונים בארץ אין תמימות דעים לגבי הקביעה מהו שוק פעיל בישראל. לדוגמה, הרשות ניירות ערך נוקטת עמדה מאוד נוקשה לגבי שימוש בנתונים שמתבססים על סחירות נמוכה. הרשות מתייחסת לכל מניה נסחרת ככזו שמחירה משקף שווי הון, כאשר על פי נייר של רשות ניירות ערך מאוגוסט 2008, ניתן להסיק שמחיר השוק של ניירות ערך שנמצאים ברשימת דלי הסחירות, גם כן נחשב למחיר שוק פעיל לשיטתה. כתוצאה מכך, נוצרת בעייתיות מאחר ולמניות הנ"ל יש סחירות מאוד נמוכה ולכן, מחירן אינו בהכרח משקף שווי הון.

ניתן לראות את גישת הרשות במקרה של ADO שנדרשה לבצע הצגה מחדש של הדוחות הכספיים (Restatement) בגין חישוב של כתבי אופציה לא סחירים. בהתאם לעמדת החברה בהסתמך על מומחה חיצוני מטעמה, היה קיים פער חריג בין מחיר המניה בבורסה בשנת 2007 שבה בוצעו בחברה עסקאות לרכישת שליטה והקצאת כתבי אופציה לעובדים בעת היותה שלד ציבורי ללא פעילות לבין שווי ההון כפי שמשקף משווי המזומנים בחברה ומפרמיה מקובלת לאותה תקופה לשלדים בורסאיים. בשל כך, ביצעה ADO חישובי Black & Sholes על סמך השווי ההוגן של השלד הבורסאי כפי שנקבע על ידי מומחה חיצוני מטעם החברה. בהתאם לכך, התנדודתיות חושבה על בסיס שערי מניה הסטוריים של מספר חברות בתחום הנדל"ן המניב באירופה בעלות אופי פעילות דומה. עמדת הרשות היתה שהמסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב מהווה מסחר בשוק פעיל ועל כן מחיר המניה המצוטט מהווה את הראיה הטובה ביותר לשווי ההון של המניה.

ב. השימוש החשבונאי בהיררכיה

החשבונאות המודרנית יוצרת שונות אדירה בין סוגים שונים של מחזיקים לגבי אופן חישוב שוויים ההוגן של אותם נכסים וזאת בהתאם לסיווג הנכס. ניקח לדוגמה את חברת פרטנר: בדוחות הכספיים של בנק לאומי, המניות נמדדות כנכס פיננסי זמין למכירה לפי שווי הון, מאחר ולבנק לא קיימת השפעה מהותית על פרטנר. ממועד רכישת המניות מחיר השוק של פרטנר ירד בכ-50%. כתוצאה

היררכיית שווי הוגן תוך התמקדות בסוגיית
הצעת הרכש הכפויות

רוכשים בשוק, והאם יש רוכשים בשוק זה? פונקציה שמושפעת הרבה פעמים מהתנהלות אסטרטגית של בעל השליטה שמכוון לקראת הצעת רכש במשך מספר שנים. לצורך הדוגמה, בעל השליטה יכול שלא לחלק דיבידנדים במשך כמה שנים ולנסות לבצע עסקאות בעלי עניין ולמעשה לגרום לכך שלא יהיו רוכשים בשוק. הפעולות הללו ואחרות שנמצאות בשליטתו מביאות את המניה לסחירות נמוכה. לכן, צריך להיזהר ממחיר השוק כמדד אבסולוטי לשווי הוגן. כן נטען, שהקביעה של השופט דנציגר הינה נכונה. זאת מכיוון שהצעות הרכש הן בד"כ עבור חברות שלעיתים אין במניוניהן מסחר וכתוצאה מכך אין משמעות רבה למחיר השוק שלהן. לכן, יש צורך לבסס את השווי באמצעות הערכת שווי. לעניין טכניקת הערכת השווי שבה משתמשים, יש לזכור שהכלל בהערכות שווי הוא שיש להשתמש במידע הכי טוב שיש ולכן שימוש במכפיל EBITDA של חברות דומות, למשל, יכול להביא לתוצאה לא פחות טובה ויותר אובייקטיבית מאשר DCF.

לעניין שוק פעיל - ניתן לבצע הקשה על ידי השוואה לשוק של מטבע חוץ. לדוגמה, נניח שהיה ניתן להשיג הערכת שווי אשר צופה שהאירו ירד בעוד שנה ל-4 ש"ח. ברור שהערכה הנ"ל לא היתה רלוונטית, שכן יש מסחר בינלאומי, תנועות הון וכו' ועל כן מחיר השוק הקיים מהווה אינדיקציה ברורה לשווי הוגן. לעומת זאת, לגבי מניה במדד ת"א 100 לא בטוח שניתן לטעון באותה רמת נחרצות שמחיר השוק משקף את אותה רמת מסחר כמו בשער חליפין של המטבע. לדוגמה, הייתה חברה בשם Visonic שנסחרה בשווי של כ-40 מיליון דולר, והיא קיבלה הצעת רכש מ-Tyco העולמית על פי שווי של 100 מיליון דולר. בתוך הצעת הרכש של ה-100 מיליון דולר נכללת גם פרמיה שנובעת מסינרגיות שניתנות ליישום בעקבות מיזוג (קרי הצעת הרכש), אך האם ניתן לומר שההפרש בסך 60 מיליון דולר נובע כולו מסינרגיות? במידה והתשובה היא לא, הרי שישנו פער שלא ניתן להסביר אותו אלא על ידי כך שמחיר השוק לא הביא בחשבון את כל הפרמטרים הרלוונטים ולמעשה מחיר מניית Visonic שיקף הערכת חסר של השוק.

פרופ' אמיר ברנע

לדעת פרופ' אמיר ברנע, עולה שאלה לגבי תחולת פסק הדין. בפסק הדין ניתן משקל מהותי לאפשרות שמחיר השוק כפוף למניפולציות בסיטואציה של הצעת רכש מלאה. כלומר, בעל השליטה יכול להשפיע על המחירים ולתת אינפורמציה סלקטיבית לשוק. לכן מחיר השוק במועד הצעת הרכש הוא לא מדד אמין לשווי החברה, והערכת מניות המיעוט על פי שווי השוק שלהן במועד הצעת הרכש, עלולה להוביל להערכת חסר. כמו כן, מאחר ובפסק הדין מתייחס רק לנושא של הצעות רכש, ניתן להסיק שהכוונה בפסק הדין מוגבלת אך ורק לנושא זה ואין להשליך ממנו לערך הוגן בעסקאות אחרות שנעשות בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט. בנוסף, בפסק הדין הועלתה טענה שערך השוק מושפע מגורמים חיצוניים לחברה ומגממות כלליות ולא דווקא מנתונייה המיוחדים של החברה הנבחנת ולכן אין להשתמש בו לצורך סעד הערכה. אזכיר ש"מגמות כלליות" הן חלק מהערכת השווי ומכומתות במחיר ההון ובתחזית התזרימית. מעבר לכך ובהקשר של ימים אלה, יש לבחון מהי השפעת זהות בעל השליטה על שווי החברות בשליטתו בחתך רחבי. למשל מהו אפקט בעל השליטה בשווייה של מנית פרטנר. האם הוא חלק מהשווי ההוגן, או איזושהי תגובה של השוק אשר לא קשורה ישירות לשווי פרטנר או לשווי 100% מפרטנר. במידה ופרטנר הייתה נמכרת במלואה לבעל שליטה אחר, האם מחיר השוק שלה היה משתנה רק מעצם העברתה לבעל השליטה האחר? ולבסוף עולה השאלה המרכזית - מיעוט קנה מניה בשוק, בתוך מחיר המניה מתומחרת העובדה שהסחירות שלה נמוכה ושאינן לו שליטה. האם בהצעת רכש יש לו זכות לקבל חזרה שליטה וסחירות כתוצאה מכך שמעריכים 100% שווי של חברה בלי קשר לנושא של סחירות?

דיון

הטענה המרכזית הינה שישנו פער מאוד גדול בין הגישה המימונית לגישה המשפטית.

לגבי נושא הסחירות - שאלת הסחירות היא פונקציה של האם יש

רו"ח שלומי שוב

לגבי פרמיית שליטה, מבחינה חשבונאית, כאשר מחשבים צירוף עסקים, לצורך חישוב זכויות המיעוט מנטרלים את פרמיית השליטה ששולמה. לכן ברוב המקרים השווי של זכויות המיעוט נמוך יותר מחלקו היחסי בסכום ששילמו בעלי מניות הרוב, כתוצאה מאותה פרמיית שליטה אשר אינה מתחלקת באופן פרופורציונאלי בין הרוב למיעוט, אלא מיוחסת במלואה לבעלי מניות הרוב. הדבר נכון גם מבחינה מימונית. השאלה היא האם עולם המשפט מכיר בנושא של פרמיית שליטה? לצורך כך, חשוב להכיר בכך שפרמיית שליטה כפי שאנו מודדים אותה כיום חשבונאית יכולה להיות משני סוגים: האחד, העברת ערך מהמיעוט לרוב והשני, הוא הערך שרואה הרוכש אך לא רואים בעלי מניות המיעוט, כמו לדוגמה במקרה של סינרגיה ביחס לפעילות של הרוכש עצמו. בעוד הסוג הראשון הוא בעל משמעות שלילית שהרי לכאורה מדובר ב"גניבת ערך" הרי שהסוג השני הוא לגיטימי ולכאורה לא צריך להיות חלק מהשווי ההוגן של המניות אלא מייצג יותר את שווי השימוש שלהן בעיני הרוכש.

טענה שהועלתה בהקשר הנ"ל - ישנם שלושה סוגים של פרמיית שליטה: (1) פרמיה של שליטה - הערך הכלכלי שבעל השליטה מפק מהיכולת שלו לשלוט בחברה ולנווט את הפעילות שלה. הפרמיה הנ"ל כוללת גם את המרכיב הלא לגיטימי אשר מבטא את היכולת של בעל השליטה "לסחוט" את הנכסים של החברה לטובתו האישית; (2) פרמיה במצבים של הצעת רכש מיוחדת שלא כוללת שליטה - במצבים כאלה משולמת פרמיה מסוימת אם כי זו לא פרמיה שמשקפת שליטה; (3) פרמיה של שליטה מלאה - פרמיה שבעלי מניות המיעוט מקבלים כשבעל השליטה רוצה להוציא אותם בכדי להפוך את החברה לפרטית. השאלה שעולה במקרה הנ"ל היא האם בעלי מניות המיעוט זכאים לאיזשהו ערך עודף מעבר לשווי המניה בשוק? נטען שכאשר בעל השליטה רוכש מניות מהמיעוט, יש לו חסכון כלכלי מאוד גדול מעצם העובדה שהחברה הופכת לחברה פרטית.

שאלה נגדית שהועלתה - מדוע צריך לשתף את המיעוט בחסכון שנוצר לי כבעל שליטה מהפיכת החברה מציבורית לפרטית? מדוע זה שייך למיעוט?

במקרה הנ"ל, נטען שהחלופה היא שהמניה תיכנס לרשימת שימור, הסחירות תעלם אבל העלויות הרגולטוריות יישארו. במצב הנ"ל העלויות הרגולטוריות יגרמו לכך שכל בעלי המניות "יפסידו". לכן, החיסכון בעלויות כתוצאה מהפיכת החברה מציבורית לפרטית צריך להיות נחלת כלל בעלי המניות, כולל בעלי מניות המיעוט.

פרופ' אמיר ברנע

האם במקרים של סעד הערכה, לבעלי מניות המיעוט יש זכות לתבוע

פרופ' אמיר ברנע שאל האם שווי הוגן בסעד הערכה צריך לכלול פרופורציונאלית את פרמיית השליטה למניית המיעוט כפי שנקבע במכתשים אגן. בהמשך לשאלתו של פרופ' ברנע התעורר דיון בנושא.

בין היתר נטען, כי בהיבט המימוני השווי למיעוט שונה מהשווי לבעל השליטה ולכן סביר להניח שאם מסתכלים על השווי של המיעוט למספר קטן של מניות צריך ללכת לשווי השוק ואז המיעוט לא משתתף בפרמיית השליטה. קביעה זו טוביל לתוצאה נכונה יותר, מאחר והמיעוט במקרה הנ"ל מוכר את המניה במחיר שבו בעל מניית מיעוט קנה את המניה דקה לפני הצעת הרכש ורגע לאחר הצעת הרכש.

מנגד נטען, שהרציונאל של הצעות הרכש הוא לתת אפליה מתקנת, לכן עשויים לסבור שלסעד הערכה זכאים גם בעלי מניות שקיבלו את הצעת הרכש ולא רק אלא שהתנגדו. ככה מנסים לגשר בין השווי למיעוט לבין השווי לבעל השליטה.

בנוסף, הועלתה הטענה כי יש להפריד את הדיון לשני רבדים:

(1) שווי החברה כ"מכונה" שמייצרת תזרים מזומנים - כלומר איך מעריכים את אותה המכונה;

(2) שווי המניה לבעלי מניות שונים - כלומר האם זכויות המיעוט הן שוות ערך יחסי לפי חלקן באותה "מכונה"?

רובד 1 מעלה שאלה נוספת: האם במקרה של סעד הערכה יש מקום לתבוע נתונים פנימיים מהחברה על מנת שנוכל להעריך את שווי ה"מכונה" על סמך הנתונים הרלוונטיים והטובים ביותר שקיימים? הרי זה לא סביר לבקש מהתובע לקבוע סעד הערכה על סמך DCF בלי לאפשר לו גישה לנתונים. לעניין אופן חישוב שווי ה"מכונה", הועלתה הטענה ששימוש בשיטת הערכה אחת בלבד, כמו לדוגמה DCF, הוא לא נכון ותמיד יש צורך לבסס את השווי שהתקבל באמצעות שיטות הערכה נוספות, או באמצעות השוואה של התוצאה שהתקבלה למחיר השוק ומתן נימוקים הולמים לפערים שהתגלו.

טענה נוספת בנוגע לזיקה בין ההיבט המשפטי להיבט החשבונאי - שווי של כל נכס נגזר מההגנה המשפטית שיש עליו. לגבי הצעות רכש, יש כל מיני מנגנונים שונים של עסקת רכישה מלאה. המנגנון המשפטי מאפשר הצעת רכש מלאה, מיזוג משולש הופכי וכו'. הערך של העסקה עבור בעלי המניות נגזר מההגנות המשפטיות שיש בכל עסקה ועסקה. לדוגמה, בארה"ב יש שני מנגנונים בסיסיים לצורך ביצוע עסקת רכישה מלאה אשר כל אחד מהם מעניק הגנות משפטיות שונות. נבדק ונמצא שכתוצאה מההגנות המשפטיות השונות, שני המנגנונים מובילים לתוצאה שונה לחלוטין עבור בעלי המניות. אותו דבר ניתן למצוא גם בארץ. הערך שמקבלים בעלי המניות במיזוג משולש הופכי מול פרמיית הרכישה המלאה שקיבלו בעלי המניות בהצעת רכש, נמוך משמעותית ולעיתים אף שלילי. לכן, למרות שבתאוריה ישנו איזון בין מיזוג להצעת רכש, בפועל המנגנונים

היררכיית שווי הוגן תוך התמקדות בסוגיית
הצעת הרכש הכפויות

למשפט, כאשר אחד הגורמים לפרע היון שמבחינה משפטית מנסים לאזן את הכוחות בין בעל השליטה למיעוט. לדעת פרוף' אמיר ברנע, המיזוג המשולש ההופכי הוא דרך משפטית ממולחת לעקוף הצעת רכש, שכן התוצאה היא אותה תוצאה (בעל השליטה קנה את מניות המיעוט), אולם פשוט עקפו את הצעת הרכש שיש לה בעיות שונות כגון סעד הערכה. בעצם הטכניקה של מיזוג משולש הופכי נותנת סעד נחות עבור בעלי מניות המיעוט, לעומת הסעד שהיה מתקבל בהצעת רכש כתוצאה מסעד הערכה. מצד שני המיזוג ההופכי מקל על ביצוע הצעות הרכש בתנאים ידועים מראש. כתשובה נטען שלא מדובר ברמאות מאחר ושיטת הרכישה הנ"ל לא נאסרה על ידי הרגולטורים. כמו כן, צריך לקחת בחשבון שמזיג הוא כלי עסקי לגיטימי ויש לו יתרונות, בין היתר יתרונות מיסויים שיכולים לנבוע לחברה הרוכשת. כמו כן, רק בשל העובדה שהחברה היא ציבורית הוסיפו את הצעת הרכש. כלומר, קודם כל היה קיים הכלי שנקרא מיזוג ורק אז הוסיפו את האפשרות של הצעת הרכש. טענה נוספת היא שכאשר מכינים הערכת שווי, מעריך השווי צריך להיות "צנוע", כלומר במצבים נורמאליים הערכת השווי צריכה לשקף את שווי השוק. לכן, רק במצבים "לא נורמאליים" הערכת השווי יכולה לסטות ממחיר השוק באופן מהותי. כאשר במקרה כזה, יש להסביר ממה נובעת הסטייה. לעניין חלוקת השווי, ישנו עניין ערכי ולכן בית המשפט קבע שבתנאים כאלה או אחרים המיעוט צריך לקבל חלק מהפרמיה. לכן, לצורך חישוב הערכת שווי ממשיכים להשתמש בשיטת ה-DCF כשיטה עיקרית, אבל לא בלעדית. כאשר הכי חשוב לבחון את התוצאה שמתקבלת מהשיטה לעומת השוק ולהסביר ממה נובעים הפערים.

טענה נוספת - אחת המסקנות שעולות מפסק הדין היא שהמניות שוות פרי-פאסו. לכן, לדוגמה, הטכניקה היחידה להעריך 5% מהון המניות של החברה זה להעריך 100% ולהכפיל ב-5%. החלופה לפיה ילקחו בחשבון פרמיות כאלו או אחרות, תוביל לתוצאות שונות שקשה להעריך אותן. כמו כן, אי הסחירות באה לידי ביטוי במחיר ההון. לכן, לא ניתן "לקנוס" את המיעוט פעמיים: פעם אחת כשלוקחים חברה בלתי סחירה, כאשר אי הסחירות מקטינה את השווי של החברה ופעם שנייה כשטוענים ש-5% שווים פחות מהשווי של ה-100% אשר כבר כולל בתוכו את המרכיב של האי סחירות.

חלק מפרמיית השליטה?

למעשה השאלה עליה מנסים לענות הינה האם כשמוכרים 5% ממניות המיעוט, המחיר צריך להיות זה שבעיני בעל השליטה או שהמחיר עבור מישהו אחר צריך להיות שונה?

התשובה שהתקבלה היא שבהצעת רכש ישנה פרמיה מעל מחיר השוק, אבל זה לא דווקא נובע מפרמיית השליטה. נטען, שלא ברור מבחינה כלכלית מדוע הציבור צריך לקבל חלק במשהו שאין לו. לדוגמה, בעסקה של מכתשים אגן, כיצד שיתפו את הציבור בפרמיית השליטה כאשר לא הייתה לו שליטה מלכתחילה? כתגובה נטען כי לעיתים קיימים מצבים שבהם, על אף שכלכלית בעל המניות לא שילם על משהו, מבחינה משפטית החוק בוחר לנקוט עמדה ולהעניק לאותו בעל מניות זכות כלשהי. דוגמא לכך היא למשל אישור מחדש של עסקאות בעלי עניין (למשל - דמי ניהול) כל 3 שנים אחרי IPO (בעקבות תיקון 16 לחוק החברות). ניתן לטעון כי מחיר הרכישה של מניה ב-IPO כבר גילם את עסקת בעל עניין של החברה (דמי הניהול), אבל עדיין תיקון 16 נקט עמדה ומחייב אישור מחדש של העסקה כל 3 שנים - מה שיכול לשנות את חלוקת שווי המניות בין המיעוט והרוב - הגם שהמיעוט כבר כאמור "תימחר" את דמי הניהול במחיר. דוגמאות אחרות יכולות להיות ממשל תאגידי חסר ואף ליקויים בגילוי - שיכולים להיות "מתומחרים". עדיין - על אף שקיים תמחור במניה החוק לפעמים בוחר לקבוע סטנדרט מסוים בגילוי או בממשל התאגידי שאכן יכול לשנות ולעיתים באמת משנה את חלוקת השווי בין המיעוט ובעל השליטה למרות מה ששולם עליו בדיעבד. לעניין הצעת הרכש נטען שיש צורך לשמור על איזון בין הסחטנות האפשרית של המיעוט לבין הפרמיה או ההנחה של בעל השליטה. בנוסף, הועלתה הטענה שדווקא בהצעת רכש בעל השליטה משלם את המחיר הכי הוגן שצריך לשלם, שכן הוא מגיע למשא ומתן בעמדה בעייתית - בעלי מניות המיעוט יודעים שככל הנראה יש סיבה לכך שבעל השליטה מעוניין להוציא את החברה מהבורסה ועל כן יחסי הכוחות במשא ומתן הם לא דווקא לטובתו של בעל השליטה.

טענה נוספת - בעל השליטה נהנה מ"כלי עודף" שלא ידוע לציבור כגון מידע פנים. נראה שקשה לגשר על הפער שקיים בין הכלכלה

לכן, קשה לקבל את ההתייחסות לניירות ערך דלי סחירות כנסחרים בשוק פעיל.

בתגובה לכך נאמר כי לא ברור אם ניתן לקבוע כי קיים שוק פעיל אף לגבי מניות ת"א 25 (אם כי על פי רב ניתן) ובכל מקרה יש צורך בהפעלת שיקול דעת. לבסוף, הועלתה טענה שצריך להיזכר למה בכלל קבעו את המונח "שוק פעיל". המטרה מאחורי קביעת המונח הייתה להסתמך על נתונים מהימנים. החזקה היא ששוק פעיל מייצג מהימנות כזו או אחרת, אולם יש לזכור שהמטרה הראשית היא לא שוק פעיל או לא פעיל, אלא אם המצגים הינם מהימנים. לכן, יתכנו עסקאות בהיקף נמוך שהן מהימנות באותה מידה, למשל עסקה בין שני גופים מוסדיים שיש להם את אותו מידע. כלומר בהתייחסות לשוק פעיל המהות צריכה להיות קודמת לכל כלל אצבע או קביעה גורפת כזו או אחרת ויש לבחון כל מקרה לגופו.

רו"ח שלומי שוב סיים את הדיון בנושא השוק הפעיל בקריאה לרשות ניירות ערך לבחון מחדש את עמדתה בנושא.

טענה נוספת - לשולט יש יתרון מרכזי אחד: הוא מנווט את החברה ולכן הסיכון שלו נמוך יותר. פרמיית השליטה נובעת מכך שבעל השליטה רוצה להיות זה שיונוט את החברה ועל זה הוא מוכן לשלם יותר. לכן, פרמיית השליטה לא באה על חשבון המיעוט אלא באה מלמעלה, מעבר לשווי של החברה ולכן המיעוט לא צריך לקבל חלק ממנה.

בתגובה לכך נטען כי בעל השליטה נוטל על עצמו את הסיכון הרב ביותר ולכן יש לראות בפרמיית השליטה פיצוי בגין הסיכון. עוד נאמר כי חברה ציבורית מנווטת על ידי הדירקטוריון המורכב מנציגים של הציבור (להבדיל מבעל השליטה). הוסכם כי טענה זו אקדמית ואינה משקפת את המציאות.

לסיכום, הוסכם בין הנוכחים לאור הדיון כי לא ניתן בהכרח להסיק מהפסיקה המשפטית ביחס לקביעת שווי הוגן לצרכים מימוניים וחשבונאיים. זאת הן לאור הנסיבות הספציפיות של המקרה והן לאור הפער הפוטנציאלי הקיים בין התכלית המשפטית לבין התכלית המימונית/חשבונאית.

הגדרת שוק פעיל

רו"ח שלומי שוב טוען כי העמדה של הרגולטור מאוד מדאיגה, זאת מאחר והרגולטור קבע נוסחה במקום לבחון כל מקרה לגופו. לדעתו, אין כל הצדקה שכל המניות שנסחרות צריכות להיות ברמה 1. בהתאם לחשבונאות, כאשר נמצאים ברמה 2, יש להפעיל שיקול דעת, לעומת זאת, ברמה 1 אין כל שיקול דעת, חייבים לקחת את השווי שנקבע ברמה הנ"ל, גם אם התוצאה תביא למוניטין שלילי ועיוותים נוספים. בשביל לרדת לרמה 2 או 3, צריך להראות שאין שוק פעיל. אולם קביעת הרשות לניירות ערך אינה מאפשרת לרדת מרמה 1, וזאת על אף התוצאות המוזרות שיכולות להתקבל עקב כך.

למשל, במקרים לא מעטים הדבר מוביל ליצירת מוניטין שלילי בצירוף עסקים שגורם להכרה ברווח. לדוגמה, נניח שחברה א' רוכשת 100% מהמניות של חברה ב' שהיא חברת נדל"ן שאגרות החוב שלה רשומות למסחר בבורסה. נניח כי יתרת הנדל"ן להשקעה במאזן של חברה ב' הינה 100 מיליון ₪ וכנגדה קיימת אגרות חוב שערכן הנקוב הינו 80 מיליון ₪ אך בתקופת משבר נסחרות אגרות החוב בשיעור של 50%, כלומר, לפי שווי של 40 מיליון ₪. במקרה כזה, למרות שחברה א' תהיה מוכנה לשלם עבור המניות 20 מיליון ₪ הרי שיווצר לה מוניטין שלילי של 40 מיליון ₪. הדבר נובע מכך שבמועד הרכישה יש להציג את אגרות החוב של חברה ב' לפי השווי ההוגן שלהן שנקבע בהכרח לפי מחיר השוק. הדבר גם עומד בסתירה להתייחסות של הממונה על שוק ההון בנושא, שקבע כי לא ניתן להסתמך על מחירי שוק של מניות אשר הוגדרו על ידי הבורסה לני"ע כדלי סחירות. בהקשר הנ"ל, נטען שצריך לתת הגדרה אינטליגנטית למתי יודעים שנמצאים בשוק פעיל. כרגע אין הגדרה כזו ולכן הרגולטור בחר בדרך הקלה ביותר מבחינתו. כמו כן, נטען שמנייה שנסחרת בתל אביב 100 מייצגת שוק פעיל באופן גורף אך אין בהכרח הדבר לגבי יתר המניות. מעבר

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

**מודל מרווח הוגן לחישוב
שווי הוגן של נכסי חוב לא
סחירים והשלכותיו**

הסיכומים הנכללים בחוברת זו מהווים את תמצית הדיונים של פורום שווי הוגן, כפי שהתפרסמו לציבור וזאת מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת הסיכומים יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים אינם מובאים בהכרח בציון שמות הדוברים, למעט ראשי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 2 בינואר, 2012

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

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

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

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

צוות מקצועי: רוני זוכביצקי, חן לוטן.

מודל מרווח הוגן לחישוב שווי הוגן של נכסי
חוב לא סחירים והשלכותיו

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

המערכת הפנסיונית בארץ הינה מערכת שמנהלת כסף רב כאשר נכון להיום יש במערכת כ-800 מיליארדש וחלק גדול מהכסף מושקע בנכסים לא סחירים. כאשר אדם פונה לקרן הפנסיה שלו ומבקש לקבל את חלקו או לעבור לקרן אחרת או למשוך את הכסף, המערכת הפנסיונית צריכה לבצע שערוכים של הנכסים הלא סחירים הנ"ל. כתוצאה מכך נשאלת השאלה, כיצד משערכים את אותם נכסים (אגרת חוב, הלוואה, משכנתא וכדומה)? כאשר חשוב להדגיש שבכדי לעשות את השערוך יש לבצע שערוך מתמשך ולא רק שערוך חד פעמי. כבר בנקודה זו אנחנו מגיעים לאיזושהי "צומת" בין מימון לחשבונאות: מבחינה היסטורית, החשבונאות הסתכלה על ערכים הסטורים. לדוגמה, קנינו בניין ב-100 לירות וכעבור תקופה מסוימת לאחר התחשבות בפחת, הבניין שווה סכום מסוים. כלומר, חשבונאות היסטורית תמיד הסתכלה אחורה. לעומת זאת, במימון תמיד מסתכלים קדימה, כלומר לא משנה בכמה קניית, הדבר הרלוונטי הוא התזרים הצפוי, כאשר באמצעות היוון של התזרים הנ"ל ניתן לחשב כמה הבניין שווה. על כן, יש איזושהו צורך ששתי הגישות, המימון והחשבונאות, יגיעו לאותה תוצאה. אולם, בתקופה האחרונה החשבונאות עברה שינוי מאוד דרמטי בכל הנושא של שווי הוגן. כלומר, היא עשתה מעבר מהתייחסות היסטורית להסתכלות צופה פני עתיד, דבר אשר קירב במידה ניכרת בין החשבונאות למימון.

מודלים לתמחור חוב בלתי סחיר

1. שיטה היסטורית – בהתאם למודל הנ"ל אם לדוגמה נוטלים הלוואה בסך 100 ש"ח הנושאת ריבית שנתית בשיעור 5%, כעבור שנה שווי הלוואה הינו 105. כלומר, בהתאם לשיטה ההיסטורית אין התייחסות לתשואה הקיימת נכון להיום אלא מחשבים את השווי של החוב על בסיס צבירה.

2. מודל אקטוארי – מודל לסיכונים אשראי. בהתאם למודל הנ"ל

שאלות לדיון (רו"ח שלומי שוב)

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

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

במידה והתשובה ל-1 הינה חיובית, האם צריך לבצע בו שימוש גורף בחברות הציבוריות לצורך דרישות הגילוי על שווי הוגן בהתאם ל- IFRS7?

כיצד המודל (ומדידת שווי הוגן של נכסי חוב לא סחירים) בכלל עולה בקנה אחד עם מדידת נכסי תוכנית שנעשית בפרקטיקה על פי הדיווחים של חברות הביטוח על ערכי פדיון?

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

מודל "שערי ריבית"

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

מודל "מרווח הוגן" - סקירה

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

המבנה הלוגי של המודל

המידע האיכותי ביותר מגיע מהשווקים הפעילים, לכן המידע הכי טוב קיים אם מתקיימות עסקאות. קיום של עסקה עדיין לא אומר שקיים שוק פעיל ולכן גם בחוב הלא סחיר לפעמים יש עסקאות. כאשר אין מידע איכותי זמין - במקרים מסוימים ניתן לגזור את המחירים מניירות ערך סחירים שהם מאוד דומים ("אחיות"). לדוגמה, לעיתים ישנם מקרים שלאותה חברה יש כמה סדרות, סדרה סחירה וסדרה בלתי סחירה. במידה ומתקיימים תנאים מסוימים ניתן להגדיר את הסדרות כ"אחיות", כאשר במקרים כאמור אגרת החוב הבלתי סחירה "נגררת" אחרי אחותה הסחירה תוך התחשבות ברמת הסחירות של האחות. במקרים שבהם אין מידע איכותי זמין ואין סדרות אחיות, משדכים אגרת חוב לא סחירה עם קבוצה של אגרות חוב סחירות בעלי מרווח אשראי דומה וגוזרים את המחיר מהשוויים במחיר במשפחה הרחבה. כלומר, במועד הנפקת אגרת חוב עם מרווח אשראי מסוים מגדירים את אגרות החוב שהיו סחירות ביום המסחר במרווח דומה כ"משפחה קרובה" ומאותו רגע מצמידים את אגרת החוב הבלתי סחירה ל"משפחה" שלה.

בעצם ניתן לראות שהמודל מנסה לדמות את אותו מבנה שקיים בהיררכיית השווי ההוגן לגבי רמה 2 ו-3 ולכן קודם כל הולכים

יש להסתכל על הערכה האקטוארית, לדוגמה - מה צפוי להתקבל מקרן הפנסיה ולנסות להעריך את התזרים הזה. המודל פותח בזמנו בשוויץ בשם credit risk plus.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

מודל מרווח הוגן לחישוב שווי הוגן של נכסי
חוב לא סחירים והשלכותיו

עקום ריבית במט"ח

עקומי הריבית בדולרים ובאירו נגזרים בתהליך הבא:

1. לוקחים עקומי Libor-swap בדולר ובאירו (מספק חיצוני)
2. מתרגמים אותם ל-zero coupon
3. מוסיפים את מרווח האשראי של ממשלת ישראל (הנגזר מ-CDS).

גזירת עקום ממשלתי

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

Bootstrapping - בהתאם לשיטה הנ"ל מעבירים קו המחבר בין כל הנקודות של אגרות החוב הממשלתיות. הבעיה עם השיטה הנ"ל הינה שבמידה וינסו לגזור באמצעותה ריבית פרוורד, יכולות להתקבל ריביות שליליות או ריביות מאוד גבוהות. מדובר בשיטה מאוד לא חלקה ולכן היא אינה מומלצת.

Parametric (דוגמאות: Nelson-Siegel ו-Svensson) - השיטה הנ"ל מבוססת על סוג של רגרסיה, כאשר בהתאם לשיטה הזאת יש להעביר קו אשר פחות או יותר מקרב את כל הנקודות בו זמנית.

Non-parametric methods - Forward spline - בהתאם לשיטה הנ"ל קובעים מספר נקודות על ציר הזמן ומחפשים נקודות "עוגן" כאשר בין הנקודות הנ"ל מעבירים אינטרפולציה ליניארית. התוצאה החשובה בשיטה הנ"ל הינה שמקבלים גם קירוב טוב יותר וגם יש יכולת להתחשב בחוסר הסחירות, כמו לדוגמה של אגרות חוב צמודות קצרות.

בשיטה הנ"ל בחרנו לצורך יישום המודל וכך גם מספר בנקים בעולם.

מרווחי סיכון אשראי

במידה ולאגרת חוב הלא סחירה קיימת אחות (יש לציין כי יכולות להיות כמה אחיות לאותה אגרת חוב), יש להצמיד את האיגרת

לעסקה, אם יש עסקה זה הדבר הדומיננטי. אם לא קיימת עסקה, מחשבים לפי אחות ואם לא קיימת אחות הולכים למשפחה הרחבה.

ישנם מקרים מורכבים יותר, לדוגמה לעיתים בעסקה מנפיקים לא רק אגרת חוב אלא חבילה הכוללת אגרות חוב, מניות ואופציות, או קיימים מקרים בהם יש כביכול עסקה אבל לכולם ברור שהיא לא עסקה בתנאי שוק כמו אגרות חוב מיועדות אשר עליהן נדבר בהמשך. כל הגופים מחויבים לדווח לנו על עסקאות, גם על עסקאות בהנפקה וגם על עסקאות ביניהם. כלומר, יש להם מידע על כל העסקאות ואנחנו משתמשים במידע הזה לצורך המודל שלנו.

עקום חסר סיכון-עקום הריבית הממשלתי

נתחיל בהסבר על הנוסחאות הבאות:
נוסחת ערך נוכחי (Present value)

בהתאם לנוסחה לצורך חישוב ערך נוכחי, יש לקחת תזרים חזוי ולהוון אותו בריבית מותאמת לסיכון, כאשר לכל תקופה ריבית אחרת.

$$price = \sum_t \frac{CF_t}{(1+y)^t} \quad (IRR)$$

כל הנתונים ידועים למעט שיעור הריבית (y) - אשר, נגזר מהצבת יתר הנתונים.

$$price = \sum_t \frac{CF_t}{(1+r_t+s)^t} \quad Z\text{-spread}$$

בנוסחה הנ"ל לוקחים תזרים צפוי ועושים היוון לפי לכל ריבית חסרת סיכון שיש לה מבנה עיתי פלוס תוספת מרווח אשר הינה תוספת אחידה (S) לכל התקופות.

התוספת האחידה היא בעצם המרווח שהינו הנעלם אשר אמור לגרום לכך שצד שמאל יהיה שווה לצד ימין. המרווח הנ"ל אמור לשקף הרבה גורמים, בין היתר סיכון אשראי.

חוב הלא סחירה לאחיות הסחירות והן פחות או יותר מנהלות אותה. אם אין אחיות לצורך חישוב אגרת החוב הולכים למשפחה הרחבה.

ההגדרה של אגרות חוב אחיות

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

הגדרה של אגרות חוב ממשפחה מורחבת:

בהיעדר אגרות חוב אחיות, משויכת כל אגרת חוב בלתי סחירה לרובד הנגזר משוק אגרות החוב הסחירות בהתאם למודל העשירונים. כאמור, לרוב אגרות החוב אין אחיות ולכן עולה השאלה כיצד יש לטפל באגרות החוב הנ"ל? לוקחים עקום חסר סיכון אשר מורכב מאגרות חוב ממשלתיות כאשר מעליו יש ענן של נקודות המייצגות את אגרות החוב הסחירות הקיימות במשק הישראלי. כעת יש לחלק את הענן הנ"ל למשפחות. בהתאם למודל יש להעלות את העקום חסר הסיכון בצורתו המקורית כלפי מעלה, כך שככל שמעלים את העקום, יותר ויותר אגרות חוב סחירות נופלות למרווח שבין אגרות חוב ממשלתיות לבין המיקום שבו העקום נמצא כתוצאה מההזזה. ברגע ש-10% מאגרות חוב סחירות נפלו בטווח הנ"ל, יש להעביר קו אשר ייצג את הרובד הראשון, אשר כולל את אגרות החוב האיכותיות ביותר. לאחר מכן יש להמשיך ולהעלות את העקום כלפי מעלה עד ש-10% נוספים מאגרות החוב נמצאים מתחתיו זהו בעצם הרובד השני אשר כולל אגרות חוב שהינן עדיין מאוד איכותיות אבל לא כמו אגרות החוב ברובד הראשון. את כל הנקודות שנפלו ברובד הראשון מגדירים כמשפחה ראשונה, את הנקודות שברובד השני מגדירים כמשפחה שנייה וכך הלאה. כאשר כתוצאה מהמודל הנ"ל מגיעים בסה"כ ל-10 משפחות של אגרות חוב סחירות אשר בכל אחת מהן יש בגדול את אותה הכמות של אגרות חוב. עם זאת, יש לציין כי בפועל בארץ מכיוון שישנן אגרות חוב שנותנות תשואות של עשרות אחוזים, קיים רובד 11 אשר בתוכו כלולות כל אגרות החוב שנחשבות כאגרות חוב "זבל". את האגרות חוב הנ"ל לא מביאים בחשבון במסגרת המודל.

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

מערכת היחסים במשולש:
מעריך השווי - רואה
החשבון - רשות ניירות ערך
והשלכותיה על נאותות
ההערכה ואחריות החותם

הסיכומים הנכללים בחוברת זו מהווים את תמצית הדיונים של פורום שווי הוגן, כפי שהתפרסמו לציבור וזאת מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת הסיכומים יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים אינם מובאים בהכרח בציון שמות הדוברים, למעט ראשי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 6 בפברואר, 2012

נושא המפגש: מערכת היחסים במשולש: מעריך השווי - רואה החשבון - רשות ניירות ערך והשלכותיה על נאותות ההערכה ואחריות החותם.

חומר רקע למפגש: סיכום שחולק.

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

נוכחים: רו"ח יבגני אוסטרובסקי, רו"ח אלי אל-על, רו"ח נבו ברנר, אבי בראור, אלון גלזר, רו"ח משה גדנסקי, רו"ח אורי גרוסמן, רו"ח דני ויטאן, רו"ח יובל זילברשטיין, רו"ח גיא טביביאן, רו"ח רונית לרנר, מר איציק מאיסי, רו"ח רונן מנשק, חיים מסילתי, רו"ח זאב נהרי, אסף סגל, פרופ' יורם עדן, רו"ח רוני עמיחי, רו"ח גל עמית, רו"ח ואדים פורטנוי, רו"ח צור פניגשטיין, רו"ח אורן פרנקל, רו"ח דורון קופמן, מר אורן רוזמן, גב' רקפת שני, רו"ח עינת שפרלינג, שלי תשובה.

צוות מקצועי: קרן בריג, רוני זוכוביצקי, חן לוטן.

מערכת היחסים במשולש: מעריך השווי -
רואה החשבון - רשות ניירות ערך והשלכותיה
על נאותות ההערכה ואחריות החותם

איך כל אחד מהצדדים רואה את התהליך הזה והאם וכיצד
ניתן לשפר אותו.

פרופ' אמיר ברנע

במצב הקיים, ישנה פגיעה בעבודתו של מעריך השווי. אם אני
כמעריך שווי עשיתי עבודה, המבוססת על ספרות מקצועית,
ניסיוני המקצועי ושיקול הדעת שלי - אזי אני אחראי עליה.
לאחר מכן, באה המחלקה הכלכלית של משרד רואה החשבון
המבקר ודורשת ממני לשנות נתונים מסויימים בעבודה. בכך

נפגע שיקול הדעת והעצמאות שלי כמעריך השווי.

בנוסף, ישנו קושי עם ההגבלות של החשבונאות וזה משפיע
גם על פעולות עתידיות של החברה. למשל, נניח שחברה רוצה
למכור נכס מסוים. המכירה תתבצע לפי שווי הוגן, שעשוי
להיות שונה מהערך בספרים (במצב שבו הוא הוצג במאזן
האחרון לפי סכום בר השבה שכידוע הינו הגבוה מבין שווי
הוגן ושווי שימוש). מתעורר קושי להסביר מדוע המחיר שבו
החברה מוכרת שונה מהערך שבו הוא הוצג בספרים.

קושי נוסף נובע מכך ששווי שימוש מחושב על פי תזרים ברוטו
(כלומר לפני מס), בעוד שהשווי הוגן מחושב על פי תזרים נטו
(לאחר מס). יש צורך להתאים גם את שיעור ההיוון בהתאם ולא
תמיד ברור איך יש לעשות זאת.

נשאלת השאלה: מיהו מעריך השווי? זה שהחברה בחרה ואשר
ביצע את העבודה, או המחלקה הכלכלית שמייצעת לו איך
לעשות את העבודה?

רו"ח דורון קופמן, נשיא לשכת רואי חשבון

תקן ביקורת 96 של לשכת רואי חשבון בישראל "שימוש בעבודת
מומחה" (להלן: "תקן הביקורת") קובע שעל המבקר לבדוק את
הנחות הבסיס והנתונים שבהם השתמש המומחה, ומשם באה
הדרישה שלכאורה גורמת לפגיעה בעבודתו של מעריך השווי.
המחלקות הכלכליות בהקשר זה הינן זרוע של צוות הביקורת
ומסייעות לו בבחינת העבודה.

רו"ח שלומי שוב

מטרת המפגש היום הינה לדון במשולש שבין מעריך השווי,
רואה החשבון המבקר והרשות לניירות ערך. נרצה לדון בעיקר
בתהליך שמתבצע סביב הערכת השווי ופחות בהיבטים
המקצועיים הקשורים להערכות השווי עצמן.

הערכת שווי הינה אומדן ככל אומדן אחר שנעשה במסגרת
הדוחות הכספיים. אולם להבדיל מאומדנים אחרים כגון
אומדני פחת של רכוש קבוע, בקביעת שווי הוגן חברות רבות
נוהגות להיעזר במומחה שיעשה עבורן את הערכת השווי.
אין ספק שמבחינה תיאורטית האחראיות להערכת השווי הינה
בראש ובראשונה של מעריך השווי. אולם נוצרה פרקטיקה
לפיה מעריך השווי מכין את העבודה, רואה החשבון המבקר
בודק אותה ומעיר הערות ומתקיים תהליך שאלות ותשובות
בין מעריך השווי למבקר. נמצאים מסביב לשולחן זה גם
מעריכי שווי, גם רואי חשבון מבקרים, גם נציגים מהמחלקות
הכלכליות של המשרדים הגדולים והנקודות המרכזיות שנרצה
לדון בהן הינן:

- האם התהליך שתואר לעיל מביא לשווי הוגן שמקיים את
ההגדרה החשבונאית של האומדן הטוב ביותר?
- האם לדעת מעריכי השווי ההתערבות הנעשית על ידי
המחלקות הכלכליות גורמת לכך שהתוצאה המתקבלת היא
לאו דווקא התוצאה האופטימלית?
- ואיך כל זה מסתדר עם מדיניות האכיפה של הרשות לניירות
ערך?

בנוסף, חשוב לחדד את ההבחנה שבין "שווי הוגן" לבין "שווי
שימוש". שווי שימוש הוא בסיס מדידה חשבונאי ייחודי
אשר מוגדר על ידי החשבונאות ומכאן שכפוף להגבלות
שהחשבונאות מטילה עליו. על כן חשוב להבין את הכללים
והמגבלות הללו כאשר עושים הערכת שווי שהיא למטרת שווי
שימוש, להבדיל משווי הוגן שהוא אמנם גם מונח חשבונאי
אך לגביו אמורה להיות בדרך כלל אחידות בין הערך שמוצג
בספרים לבין הערך שמוצג במקומות אחרים. נרצה לשמוע

צריכה להיות בקרה על מנת להקטין את הסטיות והבקרה הזו נעשית במעלה הפירמידה. במידה ולא נאפשר לרואה החשבון המבקר לבקר את העבודות, הסטייה תהיה גבוהה יותר מאשר במצב שבו נאפשר בקרה. כלומר, הנחת הבסיס כשעוסקים בתחזיות לעתיד צריכה להיות שיש איזושהו מחיר טעות. ישנו יתרון בתשלום מסוים במידת עצמאותו של מעריך השווי, על פני תשלום של נזק גדול שעלול להיגרם במצב שבו לא תהיה כל בקרה על עבודתו (בין היתר משום שהמשקיעים ירגישו שהם לא יכולים להסתמך על עבודתו).

ישנו לחץ מובנה על מעריכי השווי להגיע לתוצאות מסוימות, שכן יש לכך השלכות על הדוחות הכספיים. יש צורך לנטרל אלמנטים מסויימים שמפעילים לחץ מוגזם על מעריכי השווי (למשל במקרה של דיבידנדים - הערכת השווי משפיעה על הרווח ועל היכולת של החברה לחלק דיבידנדים).

הרשות לניירות ערך רואה את תפקידה בראש ובראשונה בעניינים הקשורים לגילוי הניתן בדוחות הכספיים. יחד עם זאת, ברגע שהשווי הוגן נכנס לדוחות הכספיים, יש לה סמכות להורות על תיקון הדוחות, לרבות בגין הערכת שווי לא נאותה שנכללה בהם. הרשות מן הסתם לא תעריך בעצמה שווי כזה או אחר, אולם אם נתקבל תוצאה שהיא מחוץ למתחם הסבירות, היא תבקש לבחון את העבודה שוב ואף לתקנה במידת הצורך.

פרופ' אמיר ברנע

האם ידוע באילו מקרים הרשות תבקש לתקן הערכת שווי או לחילופין תפסול הערכת שווי שנעשתה? כמו כן איזה סוג של מידע היא תבקש לקבל ממעריך השווי?

דובר

ככל הידוע אין קריטריונים ספציפיים בהם העבודה תיפסל או ידרש תיקון. מדובר במקרים נדירים, אולם חיוני שיתרחשו מידי פעם על מנת לעורר את שומרי הסף האחרים (ולא על מנת להחליף אותם). מבחינת הדרישות ממעריך השווי ניתן לכלול, בין היתר, מתן גילוי על עבודות קודמות של המעריך והעקבות שלהן עם העבודה הנוכחית, פירוט של חלק מניירות העבודה וכיוצ"ב.

מעריך שווי

יש לזכור שלעיתים נגרמים נזקים גם כתוצאה מהערכות שווי שהינן נמוכות מידי. במקרים אלו שואלים "למה הוא קנה כל כך בזול?" ההשפעה של הערכות שווי נמוכות מידי עשויה להתגלגל בסופו של דבר גם לרוכש, שיתבקש לספוג חלק מההפחתה שבוצעה. הפגיעה בשוק ההון ובמשקיעים במקרה של הערכת חסר היא זהה לפגיעה במקרה של הערכת יתר.

גורם נוסף שיש לקחת בחשבון בהיבט זה הינו "מדד הפחד" של רואי החשבון המבקרים. ברגע שקורה משהו לחברה, מתחיל סחרור שמקורו בבדיקות שמבצעת הרשות לניירות ערך וטענות שונות המופנות במקרים אלו לרואי החשבון המבקרים (מדוע לא בדקת? מדוע לא ווידאת? וכיוצ"ב). הטענות במקרה זה יעברו גם למעריך השווי (בהנחה שהבעיה שהתעוררה קשורה להערכת השווי שבוצעה) ולכן כולם רוצים וצריכים להיות בטוחים בעבודה שבוצעה ובסבירותה.

תפיסת הרשות לניירות ערך הינה שהערכות השווי הן עניין מהותי ועל כן הלחץ על רואה החשבון המבקר בנוגע להערכות אלו הינו גדול ומכאן נובע הצורך שלו לעשות את הבדיקות הנדרשות על מנת שיוכל להניח את דעתו בנוגע לעבודה שנעשתה ותוצאותיה.

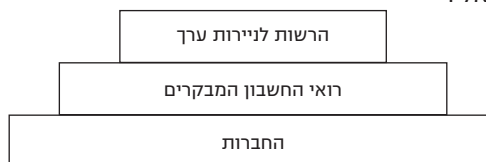
תפקיד רואה החשבון המבקר הוא לבדוק את העבודה ולקבל תשובות שנייחו את דעתו בדבר נאותות העבודה (בקשר לתחזית תזרים המזומנים, מתודולוגיה, סבירות שיעור ההיוון וכיוצ"ב). ברור שהערכת שווי איננה מדע מדויק וישנו טווח תוצאות שניתן לראות בהן כסבירות, אולם בסופו של דבר האחריות על הדוח הכספי הינה על רואה החשבון המבקר, הוא זה שחותר על חוות הדעת על הדוחות הכספיים ולכן עליו לבחון ולהניח דעתו בקשר לכלל הנתונים המופיעים בהם, לרבות אלו המבוססים על תוצאות הערכת שווי שנעשתה.

דובר

צריך לדון בנושא זה בצורה דיאלקטית - מצד אחד המעבר של התקינה הבינלאומית לשווי הוגן הוא נכון, על אף כל הבעיות הכרוכות בכך והביקורת שלעיתים מושמעת. יש לזכור שטרם המעבר לשווי הוגן, הייתה ביקורת קשה על כך שהחשבונאות מבוססת על תוצאות עבר, בעוד שהחלטות השקעה הינן מבוססות הערכות בנוגע לתוצאות הפעילות בעתיד. מנגד, צריך לזכור שברגע שמדובר בתחזית עתידית, כל אחד יכול להטות ולשנות את הערכותיו ותחזיותיו כך שיתאימו לצורך או לאינטרס הקיים מבחינה דיווחיות.

צריך לתת למשקיעים תחושה שהם חיים בסביבה מהימנה, כלומר שלמרות שהשאיפה הינה להציג נתונים רלוונטיים ככל הניתן (המעבר לשווי הוגן מקדש את נושא הרלוונטיות), הם עדיין צריכים להיות מהימנים מספיק, כך שניתן יהיה להתבסס עליהם בעת קבלת החלטות.

המבנה של כל הגורמים המעורבים בתהליך הינו מבנה פירמידאלי:



מערכת היחסים במשולש: מעריך השווי -
רואה החשבון - רשות ניירות ערך והשלכותיה
על נאותות ההערכה ואחריות החותם

רו"ח מבקר

הערכות השווי החשבונאיות כפופות למערכת הכללים החשבונאיים והן אינן יכולות להיות מבוססות על הערכותיו הסובייקטיביות של מעריך השווי בלבד. ניתן לשאול את השאלה האם מערכת הכללים הקיימת הינה טובה מספיק ותמיד צריכה להיות שאיפה לנסות ולשפר אותה. חלק מהבעיות שמועלות על ידי מעריכי השווי נובעות מהדרישות של מערכת הכללים הקיימת, אולם כנקודת מוצא, עדיף שתהיה מערכת כללים מוסדרת מאשר מצב שבו כל אחד יעשה מה שנראה לו לנכון.

רו"ח מבקר

ישנו סט כללים ומעריכי השווי, גם המכובדים שבהם, צריכים לפעול תחת סט הכללים הקיים. אלו הם כללי המשחק ומעריך השווי נדרש לקיים אותם. אם זה עד כדי כך מפריע למעריכי השווי, שלא יעשו הערכות שווי שמיועדות לדוחות כספיים על פי כללי IFRS.

מצד שני, אין לקחת את מה שנאמר על ידי המחלקות הכלכליות של המשרדים הגדולים כ"ראה וקדש". ישנם מקרים בהם מתבצעת הסקת מסקנות על ידי המחלקות הכלכליות והמקצועיות כתוצאה ממקרים אחרים בהם הן נתקלו. למשל, יתכן שהיתה עבודה מסוימת שנתקלה בהתנגדות מצד הרשות, מאותו רגע ואילך המחלקה מאמצת לעצמה דעה שהנחה כזו או אחרת "לא תעבור ברשות". החובה הקיימת הינה לאמץ וליישם את הכללים הכתובים. ייתכן שהמשרדים מאמצים לעצמם כללים נוספים הנובעים מניסיונם הספציפי, אולם כללים אלו לאו דוקא מחייבים באופן כללי את כל העבודות הנעשות.

ישנה הפרזה בהתייחסות של רואי החשבון המבקרים בארץ להערכות השווי. כלומר לבוא ולומר שהערכות השווי הן באחריותו של רואה החשבון המבקר זה לא נכון. האחריות הראשונה היא על מעריך השווי, אחר כך על הנהלת החברה ורק בסוף של רואה

במקרים מסויימים אנו נתקלים בסתירה בין כללי החשבונאות לבין המימון. למשל כאשר עושים הערכת שווי של אופציות לעובדים בעלות אורך חיים של 4 שנים, אזי המחלקה המקצועית של רואי החשבון המבקרים תדרוש שנעשה שימוש בסטיית תקן היסטורית של 4 שנים. במקרים כאלו יתכן שהתוצאה שתתקבל תהיה שגויה מבחינה כלכלית, שכן יתכן שבמהלך השנים שבהן נעשה שימוש לצורך חישוב סטיית התקן, חלו בחברה שינויים משמעותיים ולא מייצגים ולכן הנתון של סטיית התקן שנשתמש בו הינו חסר משמעות ויביא להטייה של התוצאה המתקבלת.

תגובת מעריך שווי אחר

ההעדפה של "4 מול 4" נובעת מהצורך לעמוד ברכיבים נוספים המהווים חלק מהדוחות הכספיים כגון מהימנות והשוואתיות.

פרופ' אמיר ברנע

מצב זה הינו אבסורד, שכן מודל B&S מניח סטיית תקן אחידה, ולכן אם יש שינוי בסטיית התקן במהלך התקופה, מודל B&S אינו ישים מלכתחילה.

תשובתו של מעריך השווי

אין דרישה מפורשת לעשות שימוש במודל B&S וישנם מודלים מקובלים נוספים לתמחור אופציות אשר יכולים להביא בחשבון שינויים בסטיות התקן במהלך התקופה הנדרשת.

רו"ח מבקר (מחלקה כלכלית)

שווי הוגן הוא אינו שווי שוק הוגן. שווי הוגן הוא מונח חשבונאי, בעוד שווי שוק הוגן הוא מחיר השוק. בהחלט יתכן מצב שבו שווי הוגן לצורכי חשבונאות יהיה שונה משווי השוק לצורכי עסקה, שכן כאמור ערכים אלו אינם זהים.

בהנחות ההנהלה, אולם צריך לזכור שהנחות ההנהלה הן פעמים רבות מוגזמות בשל אינטרסים וכן שכשמדובר בשווי הוגן, הנחות ההנהלה אינן רלוונטיות. יש הבדל בין דוח תזרים חזוי המופיע בדוח הדירקטוריון ומבוסס על הנחות ההנהלה המיטביות, לבין תוחלת תחזית תזרים מזומנים לצורך ביצוע הערכת שווי.

4. בתהליך הבקרה המתבצע על ידי המחלקות הכלכליות מתגלות הרבה מאד טעויות ונמצאים להן פתרונות. כמשרד גדול, אין ספק שהיינו מוכנים לוותר על הנטל הכרוך בביצוע הבקרה הזו. קיימים מקרים שבהם מעריך השווי שולח טיוטה מתוך כוונה שהמבקר יתקן את הטעויות הקיימות או ימצא עבורו פתרונות לסוגיות שהוא לא יודע כיצד להתמודד איתן. נורמת הבדיקה המיושמת על ידינו היא באותו קו עם המשרדים בחו"ל ולא מדובר בבדיקות חריגות.

מעריך שווי

משיחות שקיימתי עם מעריכי שווי בארה"ב, המצב פה אינו שונה מהותית מהמצב בארה"ב בנוגע לבדיקות שנעשות. להיפך, המשרדים הגדולים בארץ דווקא מקלים עם מעריכי השווי בכך שהם מסייעים להם לבצע את התיקונים ולמצוא פתרונות, בעוד שבארה"ב הם פשוט אומרים שזה לא מקובל עליהם ושולחים אותם לתקן את העבודה.

פרופ' אמיר ברנע

האם הממשק של רואה החשבון המבקר עם מעריך השווי דומה לממשק שלו עם השמאי?

רו"ח מבקר

חד משמעית כן. גם על עבודת השמאי נעשית בקרה וניתנות לו הערות במידת הצורך.

מעריך שווי

כמעריך שווי הרבה פעמים ישנה סתירה בין להיות חכם ולהיות צודק. כיום אנו מתקדמים למצב שבו תהיה סביבה כזו שתאפשר גם להיות חכם וגם צודק, והעבודה של המחלקות הכלכליות תורמת לכך. לעיתים מעריך השווי מעדיף לקחת צעד אחורה ולהשתמש בנתונים שידוע שיעברו את הבקרה של רואה החשבון המבקר וזה שהשווי ההוגן לא יהיה נכון זה כביכול פחות חשוב, העיקר שזה יעמוד בכללים הרלוונטיים.

החשבון המבקר. הבדיקה שמשרדי רואי החשבון עושים היא מוגזמת ואין לה אח ורע בעולם. נוצר מצב שמשרד מבקר, לאו דווקא מהגדולים ביותר בארץ, מעסיק שמאים במדינות שונות בעולם, על מנת להתחקות אחרי עבודות שנעשות ללקוחות הביקורת שלו. מדובר במצב אבסורדי ולא סביר.

הרשות לניירות ערך מתערבת בצורה חריפה מידי, מפעילה המון לחץ על נושא הערכות שווי ולמעשה מכניסה לסחרור את כל המערכת. במצב שבו המערכת לחוצה, רואי החשבון עושים מעבר למה שהם אמורים לעשות.

רו"ח מבקר אחר בתגובה

יתכן ומה שנאמר הוא נכון, אבל בסופו של דבר הלחץ של הרשות לניירות ערך מופעל בראש ובראשונה על רואה החשבון המבקר שהיא רואה בו כאחראי לכלל הדוחות הכספיים.

מעריך שווי בתגובה

האחריות הראשונית היא של מעריך השווי והיא נגזרת מאחריותו המקצועית וה-integrity שלו. נתקלנו במצבים בהם חברה שכרה את שירותינו במקום מעריך שווי אחר שעשה עבורה עבודה בתקופה קודמת ואז רואי החשבון המבקרים דרשו מאיתנו להתאים את סט הנתונים וההנחות לאלו ששימשו את מעריך השווי הקודם. בנוסף, השאלות וההערות של המחלקות הכלכליות, אינן עוסקות בסוגיות בליבת הערכת השווי אלא בעיקר בפרמטרים טכניים. אנו מברכים דו שיח ענייני בנושאים מהותיים ומרכזיים, אבל זה לא מה שקורה בשטח.

רו"ח מבקר (מחלקה כלכלית)

חשוב להבהיר מה בודקת המחלקה הכלכלית בעבודתה:

1. ניסיונו של מעריך השווי - במצב הקיים כיום, ישנם עשרות רבות של מעריכי שווי, חלקם חסרי ניסיון מקצועי מספק.
2. בתחום המתודולוגיה ישנן מספר פרקטיקות מקובלות, תלוי בסוג העבודה. כיום השוק מבלבל בין המטרה שלשמה נעשתה הערכת השווי והשימוש שנעשה בה. כל הערכת שווי שנעשית, נעשית למען מטרה מסוימת ויש לעשות בה שימוש למטרה זו בלבד. כאמור, ישנם מספר שוויים הנגזרים מהמטרה של העבודה וכתוצאה מכך מהכללים החלים עליה. צריכים להיות זהירים במתודולוגיה המיושמת ולוודא שהיא תואמת את מטרת העבודה. לא כל מעריכי השווי מכירים את כל המתודולוגיות, אין ארגון שמרכז את הנושא, לא לומדים את הנושא באקדמיה ולכן בסופו של דבר המתודולוגיות נלמדות במשרדים הגדולים של רואי החשבון המבקרים.
3. הנחות שעומדות בבסיס העבודה - פעמים רבות עושים שימוש

מערכת היחסים במשולש: מעריך השווי -
רואה החשבון - רשות ניירות ערך והשלכותיה
על נאותות ההערכה ואחריות החותם

ויש מי שמבצע אותה, העבודה מטבע הדברים היא מוטה לכיוון
שאליו רוצים להגיע וקיים קושי גדול להילחם בכך. אפשר לחשוב
על פתרון לפיו יש לחייב משרד שעושה הערכות שווי לקנות מידי
פעם בפעם ניירות ערך בהתאם לשווי שהוא עצמו קבע.

דובר

הטענה שהרשות פונה בראש ובראשונה לרואה החשבון המבקר
ורק לאחר מכן לחברה, היא עובדתית לא נכונה. בוודאי לא בנושא
של הערכות שווי וגם לא בנושאים אחרים שהם יותר חשבונאיים
במהותם. אולם בדיונים עם הרשות, גם אם הפניה נעשתה קודם
כל לחברה, ישנו ניסיון של החברות לגלגל את האחריות למעריך
השווי או לרואה החשבון המבקר.

דובר

הדירקטורים של החברות מקבלים את נתוני הבסיס בהתאם
לתקנות ועדת המאזן. התהליך הזה שבו מעלים את הדברים
המהותיים לדירקטוריון הוא מאד חשוב והוא אמור לאפשר
להם להרגיש מספיק בטוחים במידה וישאלו אותם שאלות על
העבודה.

רו"ח מבקר

בעיית המדידה החשבונאית תמיד תהיה קיימת. השאלה
המרכזית היא איך הרשות בוחנת את המצב ואיך היא משפיעה,
כמו גם איך הלך הרוח של השוק (לרבות העיתונות הכלכלית)
משפיע על תהליך קבלת ההחלטות.

פרופ' אמיר ברנע

האם במקרה שבו מעריך שווי יתבע בגין תוצאת הערכת השווי
שהוא נתן, הוא יוכל לטעון בפני בית המשפט שהוא עשה הערכת
שווי בהתאם לכללי חשבונאות ואין קשר בינה לבין השווי
האמיתי?

רו"ח מבקר (מחלקה כלכלית)

לעיתים נשאלות על ידינו שאלות בקשר לנתונים או הנחות
בעבודה וניתנות תשובות לא ענייניות ולא רלבנטיות. במצב
כזה, אנו מרגישים מאד לא בנוח עם העבודה. מעריך השווי צריך
להיות מסוגל להסביר, קודם כל לעצמו, את ההנחות שלו בעבודה
ולעמוד מאחורי העבודה שנעשתה.

מעריך שווי

צריך להיות קשב גם מהצד השני (המחלקות הכלכליות במשרדים
הגדולים והרשות לניירות ערך) לקבל דברים לא סטנדרטיים,
במידה ויש להם הצדקה. אחרת, כולם יעשו את העבודה לפי
הממוצעים הקיימים ויכלו לפי ההנחות המקובלות, מבלי להפעיל
שיקול דעת אמיתי ולבחון את הדברים לגופו של עניין. נוצרת
מעין מקובעות בעבודה, במקום לעשות עבודה מעמיקה שתביא
לתוצאה הנכונה ביותר.

רו"ח שלומי שוב

לאור מה שנאמר, האם לדעתכם האנליסטים העושים שימוש
בהערכות השווי צריכים להיות מודאגים מאיכות העבודות
שנעשות כיום?

מעריך שווי

יש שיפור בעבודות בשנים האחרונות, אולם יש עוד מקום
להשתפר.

נציג קוראי הדוחות

תמיד אפשר להגיע לתוצאה הרצויה ו"המוזמנת", בין אם עושים
שימוש בהנחה כזו או אחרת. ברגע שיש מי שמשלם על העבודה,

הכספיים. לא מדובר במסמך מקצועי מחייב, אלא בריכוז חומר שמטרתו העלאת הרמה המקצועית של העבודות הנעשות.

פרופ' אמיר ברנע

לא ברורה מהי הלגיטימציה של לשכת רואי חשבון לקבוע הנחיות לפעולת מעריכי השווי.

רו"ח מבקר

ישנם למעשה שני נושאים מרכזיים שנידונים סביב השולחן:

1. הכללים החשבונאיים החלים על הערכות שווי הנעשות לצורך הדוחות הכספיים. בעניין זה, אין מקום לספקות ויש ליישם את הכללים החשבונאיים הרלוונטיים, גם אם הם נראים לעיתים כפוגעים במהות הכלכלית או לא הכי נכונים. המצב לפיו לא יהיו כללים וכל אחד יעשה טוב בעיניו הינו בעייתי בהרבה.

2. מנגנון הפיקוח והבקרה הקיים כיום כפי שנידון. אין ספק שמבחינת מעריך השווי זה מקום פחות נוח להיות בו כאשר אתה יודע שהעבודה שלך מבוקרת, שאתה צריך לתת דין וחשבון עליה ולהסביר את מה שעשית, אולם יש להשלים עם כך שזה המצב. יותר מכך, יש לברך על כך שכן כבעל מקצוע, זהו תהליך שמשפר אותך וגורם לך לעשות עבודה יותר רצינית ויותר מקצועית. המערכת הקיימת הינה מערכת של איזונים והיא אינה פוגעת אלא להיפך.

חשוב לזכור שנקודת המוצא הינה מאד בעייתית - החברה משלמת על הערכת השווי המתבצעת והיא יודעת לשרד למעריך השווי בדיוק מה התוצאה הטובה מבחינתה ויש המון אינטרסים מסביב. לרואה החשבון המבקר ולרשות לניירות ערך יש תפקיד חשוב כשומרי סף וכמבקרים וצריך שכל אחד יעשה את עבודתו במקצועיות הראויה. ישנם מקרים בהם מעריך השווי מתחנן להתערבות הזו של רואה החשבון המבקר על מנת שיפחית ממנו את הלחץ הקיים מצד החברה. זה נובע מכך שמדובר במקצוע שהוא מאד סובייקטיבי, יש בו הרבה מקום להנחות ולשיקול דעת, לכן החברות מרגישות שהן יכולות להשפיע על התוצאה.

מעריך שווי

אין ספק שהתהליך מעלה את הרמה. כמובן שישנם דברים מדויקים יותר או פחות, התערבויות מוצדקות יותר או פחות, אמירות נכונות יותר או פחות, אבל באופן כללי מדובר בתהליך חיובי שתורם לכל הצדדים המעורבים בו.

סיכום

המסקנה מהדיון הינה שתהליך הבקרה שקיים על עבודתו של

ברגע שמדביקים לעבודה תיבה מילולית של "הערכת שווי", ישנה בעיה עם האמירה שיכולות להתקבל תוצאות שונות בהתאם למטרת העבודה, הכללים החלים עליה וכדומה, שכן הציבור אינו מבחין בין הניואנסים השונים ואינו יודע איך להתייחס אליהם.

רו"ח שלומי שוב

מתקבלת תחושה שבמצב הקיים מעריכי השווי מעדיפים ללכת על קרקע בטוחה ולהשתמש בהנחות שהם יודעים שיעברו את הביקורות הקיימות, על אף שהתוצאה המתקבלת היא פחות מדויקת אולי.

האם יש מקום שהרשות לניירות ערך תטפל בנושא של הכשרת מעריכי שווי או תקבע תנאי סף בהיותה הרגולטור? או לחילופין שיוקם גוף מקצועי שירכז כללי הכשרה למקצוע?

דובר

מועלות טענות שונות לגבי המצב הקיים, אבל לא הועלו הצעות למודל אחר. לכן כל מי שיש לו ביקורת, ראוי שיציע מודל שיהיה נכון יותר.

חשוב שהשוק ירגיש בטחון במערכת הדיווחים של החברות. לעיתים מתגלים על ידי הרשות לניירות ערך דברים מאד בעייתיים, ולכן זה לא שהשוק רואה מצב מסויים והרשות מצב שונה.

הסדרת תחום הערכות השווי אינה צריכה לבוא מהרשות לניירות ערך כרגולטור. צריך לשאול את השאלה האם הסדרה כזו או אחרת יכולה לבחון את הקריטריונים להערכת מעריך שווי? קשה לחשוב על מבחנים שיכלו למדוד את האמינות, ה-integrity ותכונות נוספות חשובות לצורך עבודה זו. מבחינת הרמה המקצועית של מעריך השווי, יש מבחנים לקבוע רמה מקצועית, אבל השוק יודע לנפות את מעריכי השווי שאינם מקצועיים מספיק מהר מאד, ולכן לא בטוח שיש מקום לבצע הסדרה כלשהי.

רו"ח דורון קופמן, נשיא לשכת רואי חשבון

ראשית, לא בטוח שהקמת מועצת השמאים הביאה לאיזשהו טיוב בהערכות השווי המבוצעות על ידי השמאים. בנוסף, לא נכון להשוות בין תחום הערכות השווי לתחום השמאות בנושא הסדרת המקצוע. הסדרת תחום השמאות הגיעה מסיבות אחרות, שאינן קשורות לדוחות הכספיים. לא נראה נכון לקבוע תנאי סף למעריכי שווי, אולם ישנו ניסיון של לשכת רואי חשבון לייצר קווים מנחים (best practice) למעריכי שווי המכונים עבודות לצורך הדוחות

מעריך השווי הוא תהליך טוב, הוא תורם להעלאת הרמה של העבודות, הוא גורם למערכי השווי לתת לעצמם דין וחשבון ובסופו של דבר משפר את רמת הדיווח בדוחות הכספיים. השלב הבא הוא להגיע למצב שבו יהיו נורמות מוסכמות ושתהליך הבקרה יתמקד בנושאים העניינים והמרכזיים ביותר בעבודה. הדבר דורש שיתוף פעולה מכל הגורמים המעורבים: מערכי השווי צריכים לעשות את העבודה בצורה המקצועית ביותר, לבסס אותה בצורה הטובה ביותר האפשרית תחת המגבלות הקיימות (הן כללי החשבונאות, הן העובדה שמדובר במידע צופה פני עתיד והן העובדה שהתחזיות מתקבלות מהחברה שלה אינטרס ברור בקשר לתוצאה הרצויה) ולבחון את סבירות התוצאה בצורה האובייקטיבית ביותר; מנגד, רואי החשבון המבקרים, בעזרת המחלקות הכלכליות, צריכים להיזהר שלא לחרוג מהביקורת המקובלת ולא להגיע למצב שבו הם למעשה כותבים את הערכת השווי דרך כף ידו של מעריך השווי; ולבסוף, הרשות לניירות ערך צריכה להפעיל את כוחה כרגולטור בזיהרות ובמינון הנכון - כזה שישמור על עירנות מספקת של הגורמים המבקרים, אך לא יצור לחץ מוגזם שיגרום לרואי החשבון המבקרים לעשות מעבר לנדרש מהם עקב חששותיהם מהרשות.

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

מבחני חלוקת דיבידנד:
חשיבה מחודשת

הסיכומים הנכללים בחוברת זו מהווים את תמצית הדיונים של פורום שווי הוגן, כפי שהתפרסמו לציבור וזאת מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת הסיכומים יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים אינם מובאים בהכרח בציון שמות הדוברים, למעט ראשי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 5 באפריל, 2012

נושא המפגש: מבחני חלוקת דיבידנד: חשיבה מחודשת

חומר רקע למפגש: סיכום שחולק, המודל האנגלי - TECH 01/09, רשות ניירות ערך - הנחיה מיום 23.1.2012.

נוכחים: רו"ח יבגני אוסטרובסקי, רו"ח אור בוימן, רו"ח קרן בנגלס שנער, רו"ח נבו ברנר, אבי בראור, רו"ח משה גנדנסקי, עו"ד שיראל גוטמן - עמירה, אלון גלזר, דגנית דניאל, פרופ' צבי וינר, עו"ד דלית זמיר, עו"ד חיים זקס, פרופ' אסף חמדני, רו"ח עדי טל, סיגל יששכר, פרופ' עמיר ליכט, רו"ח גל עמית, רו"ח ואדים פורטנוי, יוסף פישלר, רו"ח צור פניגשטיין, רו"ח אורן פרנקל, רו"ח גדי קוניא, מר אורן רזמן, שלי תשובה, גב' רקפת שני.

צוות מקצועי: קרן בריג, רוני זוכוביצקי.

תקופת מו"מ לקביעת התמורה בגינו.

4. חוסר סימטריה בין צד הרווח לצד ההפסד. כלומר, אם יש הפסד מירידת ערך, נקזז אותו מהרווחים הראויים לחלוקה, למעט אם מקזז רווחים שלא נכנסו להגדרת רווחים ראויים לחלוקה.

עם כניסת ה-IFRS עמדת הרשות לנירות ערך הייתה שאין צורך בהתערבות במבחני החלוקה, אך כעת רואים שינוי בעמדה. ניתן לחלק את הדיון לשניים:

א. האם נכון להשתמש ברווח הכולל?

ב. הגדרת רווחים שמומשו ורווחים שלא מומשו.

עוד שאלה שיש לדון בה היא האם לבית המשפט כלים לדון בנושא הפחתת הון. כמו כן, במידה ונותנים לדירקטוריון את האחריות אולי יש להגביל את הפחתת ההון למקרים מיוחדים כמו מזומנים כלואים.

פתרון ברוח המודל האנגלי יכול להיות טוב אך בכל מקרה לא ניתן להשאיר את נושא הפחתת ההון כמות שהוא.

פרופ' אמיר ברנע

מטרת חוק החברות בהקשר למבחני חלוקה היא להגן על הנושים. נשאלת השאלה האם יש צורך בחוק או שמספיק להשען על משא ומתן בין החברה לנושים בו יקבעו אמות מידה פיננסיות לחלוקה. אינטרס החברה הוא להציב אמות מידה כדי להוזיל את עלות החוב. המציאות הכלכלית המשתנה אינה מאפשרת לחוק נוקשה לקבוע מערכות יחסים בין לווים ומלווים.

השאלה היא האם יש צורך בחוק בנושא מבחני חלוקה.

דובר (חברה מדווחת)

כשבאים לקבוע את נושא חלוקת הדיבידנדים ישנו מתח בין בעלי המניות לבין הנושים. השאיפה היא לאפס פגיעה בנושים אך ישנה עדיפות למניעת פגיעה מקור-כלכלית. עדיף לפגוע מעט בנושים מאשר בדיבידנד כי השוק ידע לתקן את

רו"ח שלומי שוב

לדיון היום הזמנו נציגים מעולם המשפט, הן מהאקדמיה והן מהפרקטיקה. נושא הדיון הוא מבחני החלוקה שבחוק החברות. בשבועות האחרונים הנושא עלה רבות, אפילו בדוח בנק ישראל שהוגש לנתניהו צוין הנושא של חלוקת דיבידנדים שהובילו לקשיים פיננסיים ו"תספורות".

להלן העקרונות המרכזיים: חוק החברות נוסח בעידן בו החשבונאות הייתה בעולם אחר. אני מדמה את חוק החברות לטרמפיסט שעלה לרכב, אמנם הרכב נוח אך אם הוא משנה את כיוון הנסיעה יש לשקול לרדת ממנו.

החשבונאות נוסעת לכיוון אחד - מידע שימושי לצורך קבלת החלטות השקעה לבעלי מניות ובעלי חוב, בעוד שמירה על יכולת הפירעון של החברה אינה אחת ממטרות החשבונאות. למעשה, מאז כניסת ה-IFRS השתנה כיוון הנסיעה.

האנגלים וההולנדים לא מאפשרים חלוקת דיבידנדים מרווחי שערון, על אף אימוץ ה-IFRS. המודל האנגלי מפורט מאד ונוטה למדיניות מבוססת כללים. המודל מראה את המחשבה הרבה שנעשתה בנושא. העקרונות המרכזיים:

1. חלוקת דיבידנד מתבססת על דוח סולו ולא על דוח מאוחד. אין התחשבות ברווחי אקוויטי ורק במועד חלוקת דיבידנד או במועד בו יש הסתברות גבוהה לקבלתו, נכיר ברווח.
2. במבחני חלוקה יש לבחון בהתאם לדוח על הרווח הכולל ולא בהתאם לדוח רווח והפסד. בחינה של הכרה ברווח תעשה לגופו של עניין, ללא תלות אם הרווח נרשם בהון או בדו"ח רווח והפסד.

הדבר תואם את המסגרת המושגית שנכתבה לפני שהתפתח נושא הרווח הכולל. מבחינת המסגרת המושגית הכנסה היא הכנסה ללא תלות איפה הוכרה.

3. עקרון המימוש - ניתן לחלק רק מרווחים שמומשו, כאשר אלו כפופים להגדרה של 'ניתן להמרה בנקל למזומן'. לדוגמה, נדל"ן להשקעה לא ניתן להמרה בנקל למזומן מאחר ונדרשת

הפגיעה- האם הפגיעה מהותית מספיק כדי למנוע חלוקת דיבידנד או לא?

המודל הכלכלי הנ"ל מבוסס על מודל מרטון:

כאשר חברה מגייסת חוב היא אומרת לבעלי החוב שבמועד הפירעון יקבלו חזרה את כספם. במקרה בו במועד החזר חוב שווי הנכסים נמוך מהחוב יוחזר החזר חלקי בלבד והיתר יוותר לבעלי ההון. תמיד ישנה הסתברות לחדלות פירעון. נניח התפלגות פעמון- אם מחלקים דיבידנד הפעמון זז, שווי הנכסים יורד וההסתברות לפשיטת רגל גדלה והשאלה הנשאלת היא עד כמה נפגעו בעלי החוב והאם ניתן לסבול את הפגיעה.

ישנן מספר אפשרויות לפתרון: קביעת אמות מידה פיננסיות, קבלת בטחונות וכיו"ב. עם זאת, רמת הדיוק שונה בין נכסים נזילים ונכסים לא נזילים ולא ניתן להסתפק במספר הסופי בלבד. פתרון אפשרי הינו מודל KMV שאומר שיש רווח סמך והוא הקריטריון החשוב ביותר לקביעת חלוקת דיבידנד. הבעיה בפרקטיקה היא שבמידה וחברה תגיד לבעלי החוב שלה שההסתברות לפשיטת רגל אינה אפס, היא תיתבע כל כך הרבה שלא תוכל להמשיך לתפקד. בכל מקרה, השיטות הכמותיות הקיימות, עם כל חוסר הדיוק שלהן, הן עדיין עדיפות לצורך קבלת החלטות בקשר לדיבידנדים משיטות איכותיות בלבד הנשענות בעיקר על רושם כללי.

פרופ' אמיר ברנע

חסר משהו בניתוח של פרופ' וינר. לבעלי המניות יש אינטרס לחלוקת דיבידנד כי הוא מגדיל את חלקם בחברה על חשבון בעלי החוב. האינטרס של בעל מניות לאחר גיוס חוב הוא לרוקן את החברה.

עלינו לדון בשאלה האם שינוי השפה החשבונאית מחייב שינוי החוק? האם ניתן להסתמך על המערכת החוזית? האם יוצרו אמות מידה פיננסיות ברות השוואה האם החוק צריך להתייחס למאזן מאוחד או מאזן סולו?

ברצוני להזכיר כי במידה ומתבססים על מאזן סולו הרי במבנה פירמידלי מדובר בעיוות משום שאותו נכס מוכפל מספר פעמים בכל אחת מחברות הפירמידה לא ניתן לדעת כמה החברה חייבת באמת מאחר ולא מסכמים את החוב לאורך כל הפירמידה. המעבר למאזן סולו הוא בעייתי מאד.

נציג אקדמיה במשפטים 1

אני רוצה לערער את הנחת היסוד שהחוק תופס טרמפ על החשבונאות ושהטרמפ נגמר. תמיד הייתה הסתמכות

עצמו אך השוק לא ידע לתקן פגיעה בדיבידנד. דיבידנד זו הדרך להקצאת משאבים חדשה במשק, הדיבידנד חוזר לבנק לאשראי חדש או לבעל המניות להשקעה חדשה. עצירה של דיבידנדים תביא לעצירת המשק וקישון בתל"ג.

רו"ח שלומי שוב

או שמורידים את הנושא לחלוטין או שמתקנים אותנו, כי התנאי הנוכחי מעוות.

דובר

דיני התאגידים קובעים את הדיבידנד והם בלבד. במידה ויש סתירות בין הגדרות חשבונאיות לדיני התאגידים יש לתקן, אך תחילה יש לקבוע את העיקרון המוביל, כשקביעה לטובת הנושים יכולה לפגוע בצמיחת הכלכלה. יש להפריד בין חובות אבודים שנובעים מחלוקת דיבידנד אלימה לאלה שנובעים מניהול כושל.

נציגי רגולציה וחקיקה

נכון שלא כל משבר אשראי נובע מחלוקת דיבידנד אך זה תורם את חלקו. כשמבחן הרווח חוקק הוא התבסס על החשבונאות דאז. עם כניסת ה-IFRS הרשות לא נקטה עמדה בנוגע לפירוש חוק החברות אך כעת כשיש ריבוי מקרים של שימוש לרעה בכללי ה-IFRS לצורך חלוקת דיבידנד הרשות רוצה לתקן את חוק החברות ולא לפרש אותו. התיקון המוצע הוא קירוב מבחן הרווח למבחן תזרימי יותר.

בנוגע לדיון האקדמי יש את מבחן הרווח, שניתן לוותר עליו באישור בית המשפט (בעזרת הפחתת הון) ומבחן יכולת הפירעון עליו לא ניתן לוותר בכלל. שינויים במבחן הרווח לא מונעים את האפשרות לדיבידנד אלא דורשים פניה לבית המשפט במקרה בו לא עומדים במבחנים, אך לפני שמחליטים על שינוי במבחן הרווח יש לקבוע מהי מטרתו. במידה ומחליטים כי יש לבטל יש לקבוע מי האחראי על החלוקה, האם רק הדירקטוריון או שנדרש אישור בית משפט.

פרופ' צבי וינר

ישנם 2 מבחנים:

1. מותר לחלק דיבידנד מרווח ולכן נשאלת השאלה מהו הרווח?

2. בחינת הפגיעה בבעלי החוב מאחר והמטרה היא למנוע פגיעה שכזו.

לא ניתן למנוע פגיעה בבעלי החוב אך השאלה היא מה גודל

מבחיני חלוקת דיבידנד: חשיבה מחודשת

למניעת תביעות ובתי המשפט מאשרים אותו. יש בחוק סמכות לשר המשפטים להגדיר עודפים באמצעות תקנות ויש לנסות להשתמש בסכמות זו כדי למנוע עיוותים בהינתן כללי החשבונאות הקיימים.

רו"ח שלומי שוב

יש לזכור שהבנקים מלווים לעיתים לחברות המחזיקות בקומה העליונה ולכן יש להם אינטרס לחלוקת דיבידנדים בקומות התחתונות.

דובר

אמות מידה פיננסיות מול בנק הן שונות מאמות מידה פיננסיות על אג"ח סחיר מאחר ובבנק יש יותר סבירות לוותר עליהן במידת הצורך אך באג"ח סחיר יש לכנס אסיפה על כל שינוי ומי שמחזיק את האג"ח זה לא מי שהלווה ולכן ברור שלא יהיו אותן אמות מידה פיננסיות.

דובר (חברה מדווחת)

האג"ח בישראל הן ערומות לא בגלל השוק אלא בגלל המשקיע המוסדי. אני חושב שאמות המידה הפיננסיות של אגרות החוב צריכות להיות מעט מתחת לאמות המידה הפיננסיות של המערכת הבנקאית כי עם הבנק ניתן לדבר ועם מחזיקי האג"ח אי אפשר לדבר. אני חושב שאסור לוותר על מבחן יכולת הפרעון ולעניין מבחן הרווח יש להסתמך על רווח כולל.

דובר

אם מבטלים את מבחן הרווח אנחנו מחסלים את הדירקטורים. לדעתי צריך לחלק דיבידנד רק מרווח תזרימי וכל מי שרוצה לחלק בתנאים חריגים צריך לפנות לבית המשפט, כאשר מבחן יכולת הפרעון הוא הבסיס.

מוחלטת על החשבונאות ולא מטעמי נוחות. המסמך המשפטי האנגלי הוא מדהים אך בלתי מעשי לחלוטין. כל סעיף בחוק מתבסס על תקני החשבונאות, לרבות שימוש במונחים חשבונאיים ולכן הדבר אפשרי רק במדינה שמחוקקת את חוק החברות שלה כל מספר שנים.

העיקרון הוא שאין מקום להפרדה בין המשפט לחשבונאות. תפקיד החוק לקבוע את עקרון הישות המשפטית המוגבלת ואז נוצר ניגוד העניינים בין בעלי ההון לבעלי החוב. מאותו רגע כל החלטה היא אסטרטגית ותמיד יש את השיקול בין שרירות לשגשוג. זוהי החלטה של מנהלים והשפה בה הם משתמשים היא שפת החשבונאות. החוק תמיד הלך בעקבות החשבונאות, לא מטעמי נוחות אלא מאחר וזו השפה הניהולית.

בישראל אין צורך לשנות את החוק מאחר ומוגדר שם 'רווח לפי כללי חשבונאות מקובלים', ברגע שמתמשים במונחים חשבונאיים אז כשהם ישתנו החוק יהיה לא רלוונטי. לפיכך, החוק במתכונתו המינימליסטית הוא הפתרון הנכון, החוק שאומר 'לכו לשאול את החשבונאים מה נכון'.

השאלה על הפרק היא מבחן יכולת הפרעון, זוהי החלטה ניהולית אסטרטגית ולא ייתכן שמונהלים יקבלו החלטה רק על סמך יכולת פרעון, יש להגבילם, אך התקווה שהמחוקקים יעשו זאת היא חסרת תועלת ולא נכונה.

נציג אקדמיה במשפטים 2

המציאות היא שאנחנו חיים בניסוי כושל, שוק הפנסיה עם מינוף אדיר. בעיניי, אידיאלית, נושים צריכים לדאוג לאמות מידה פיננסיות בחוזים. ועדת חודק קבעה רק שצריכה להיות התייחסות לאמות מידה פיננסיות באופן כללי.

בהנחה שיש צורך בהתערבות משפטית, איזו התערבות משפטית צריך? מודל הרווח הוא מודל של רגולציה והוא נועד לכשלון, הוא מבוסס על תפישה היסטורית. מודל יכולת הפרעון נועד להעביר את האחריות לדירקטוריון אך בפועל מאז שחוקק חוק החברות לא היה מקרה אחד בו דירקטוריון אולץ לקחת אחריות. גם כשמגיעים להסדר חוב מכניסים סעיף

במידה ותיתן את האחריות רק להנהלה הם ימשכו ליחס הלימות של 2%-1% ולכן יש צורך במבחנים.

נציגי רגולציה וחקיקה

אנחנו רוצים לדאוג לאמינות מבחן הרווח. המבחן חסר משמעות אם הוא גמיש מדי. אם הוא תזרימי זו אינדיקציה ליכולת הפרעון ואם לא אז הוא מתרחק מאינדיקציה ליכולת הפרעון. עם המעבר ל-IFRS הוא התרחק מהאינדיקציה ליכולת הפרעון פעמיים: פעם ראשונה כשהכניס רווחי שערך ופעם שנייה בעובדה שיש שינויי ייעוד חשבונאיים שעצם שינוי הייעוד יוצר רווח יש מאין וזה מדאיג אותנו.

היתרון של מבחן הרווח שהוא מבוסס על רווח חשבונאי שעובר ביקורת, רווח תזרימי לא יעבור שום ביקורת וכל האחריות תחזור לחברות.

פרופ' אמיר ברנע

מה זו יכולת פרעון? אין הגדרה מוסכמת, זה נתון לשיקול דעת.

לגבי יכולת הפרעון – זהו מבחן העל, אם אי אפשר לבחון את יכולת הפרעון אז אי אפשר לחלק לפי מבחן הרווח. הרווח צריך להיות אינדיקציה למבחן יכולת הפרעון.

פרופ' אמיר ברנע

אם נטיל מגבלות על חלוקת דיבידנד יוחלף הדיבידנד בשיטות חלוקה חלופיות כמו דמי ניהול או פרעון הלוואות בעלים. חלופות אלה אינן עומדות בשום מבחן. האם זה רצוי?

דובר (חברה מדווחת)

חלוקת דיבידנד זו הפעולה השוויונית ביותר של החברה כדי שכלל בעלי המניות של החברה יקבלו תשואה על השקעתם. לכן צריך תמיד לזכור כי אם יהיו קשיים בחלוקת דיבידנד אז זה יכול לדחוף בעלי שליטה למצוא דרכים אחרות לקבלת

בעולם מושלם לא צריך מבחנים, הכל יכול להיות מבוסס על חוזים, אך במציאות לא נגיע לאותו שיווי משקל ולכן צריך מבחנים. אין עוררין על הצורך במבחן יכולת הפרעון אך האם מוותרים על יתר המבחנים ומשאירים את האחריות בידי הדירקטורים בלבד או שמוסיפים מבחנים חדשים שידרשו פנייה לבית המשפט בתנאים מסוימים. הכיוון שאליו הולכת הרשות היא שמבחן הרווח יישאר אך יהיה יותר תזרימי ואם רוצים לחלק יותר יש לפנות לבית המשפט.

אנליסט

דירקטורים יעשו מה שהם צריכים לעשות אחרת יחליפו אותם ולכן מבחן הרווח התזרימי לא רע. אני לא חושב שהתל"ג יפגע ואני חושב שזה מבחן יותר נכון.

האם מדברים על סטייה מכללי החשבונאות או כתיבתם מחדש? עורכי הדין לא יפתרו את הבעיה. להנהלה יש יעד לשמור על שרידות החברה ותפקידו של רואה החשבון לעזור להנהלה לקבל החלטות.

רו"ח שלומי שוב

ב-IASB יתרת העודפים לא קדושה, בכלל לא מעניינים המיונים הפנימיים. חברות משתמשות בכללי החשבונאות כדי לסווג הפסדים להון ולעשות הכל כדי שיתרת העודפים תהיה יפה יותר.

נציגי רגולציה וחקיקה

הפנייה לסעיף העודפים לא פותרת מדבר מאחר ולשון החוק לא מציינת עודפים אלא 'סכומים שמקורם ברווח הנקי'.

נציג אקדמיה במשפטים 1

המשפט רק תומך בתפקוד הפירמה. בהיבט של חלוקה, מטרת חוק החברות לתת תוקף משפטי לכללי החשבונאות המקובלים. החוק רק בונה מסגרת מושגית, המשפטנים לא יפתרו את הבעיה מאחר ומדובר בהחלטה ניהולית ואין להם את הכלים לשפוט איכות ניהול ולכן כל ההסדרים עוברים בבית המשפט.

מבחני חלוקת דיבידנד: חשיבה מחודשת

בהון העצמי. יש רכיבים נוספים בהון העצמי ולכן יש לבחון אולי קיומו של מבחן אחר. האם רכיב העודפים הוא הרכיב הרלוונטי כמבחן שתומך במבחן יכולת הפרעון. יש לבחון רכיבים נוספים בהון העצמי.

נציגי רגולציה וחקיקה

החשיבות של פנייה לבית המשפט היא לאו דווקא החלטת הסופית, עצם הפנייה והלגיטימציה לייצוג חשובים ואולי אף יינתן גילוי שלא היה ניתן לולא הפניה לבית המשפט.

בהנחה ש-IFRS הוא הדבר הנכון אז דווקא הפרדה בין מבחני החשבונאות למבחני הדיבידנד יטייבו את החשבונאות ויורידו את התמריץ של ניפוח הרווח לצורך חלוקה. כמובן שישארו תמריצים אחרים כמו תגמול עובדים אך יורדו חלק מן התמריצים.

נציג אקדמיה במשפטים 2

מבחן יכולת הפרעון לא אפקטיבי כי נוצר עיוות- ככל שהחברה תהיה במצב קשה יותר, בהגיעה להסדר חוב היא תקבל חוות דעת שאין טעם בפירוקה. בתי המשפט מאשרים את הסדרי החוב, תוך מתן חסינות לדיירקטוריון.

חברת דירוג

חברת הדירוג עושה את מבחן יכולת הפרעון. חיינו קלים כי מסתכלים רק על מחזיקי האג"ח ובעלי המניות, המאקרו כלכלה פחות חשוב לנו. האג"ח שאנחנו מדרגים חיות מעבר למבחן הנזילות הנוכחי ולכן נותנים המון דגש למבחני לחץ ומבחני קיצון. כל מבחן שנעשה על בסיס נתונים היסטוריים הוא חסר תוקף מבחינתנו. מבחן הרווח פחות רלוונטי לגבינו כי אנחנו מסתכלים קדימה, בוחנים אילו כריות נותרו בחברה. בנוגע לחלוקה מרווחי שערך- הרבה ממננים מתייחסים לשווי הוגן באמות המידה הפיננסיות ועל בסיס זה חברה גייסו מיליארדים ויש לקחת זאת בחשבון.

תשואה, שיהיו פחות שזיוניות. מבחן שינסה להיות יותר תזרימי זה כיוון נכון, אך לא בטוח שמבחן הרווח הכולל הוא הנכון, שכן הוא לא פותר רווחים לא ממומשים כמו רווחים מעליה לשליטה וכד' שעוברים ברווח והפסד. ניתן ללכת לכיוון רווח שניתן למימוש בנקל. עם זאת, אני לא ממש מבין את ההיגיון ברווח לפי דוח סולו IFRS (כפי שאני מבין שמסתמן) דוח סולו IFRS מכניס גורמים ברווח והפסד (שיערוכי שווי הוגן) שממילא נצטרך לבטל אותם כמו שיערוך אופציות בחברות בנות, ערביות לחברות בנות וכד'. הפתרון הכולל יכול להיות מבחן רווח לפי רווח שניתן למימוש בנקל, במקביל מתן קווים מנחים ברורים יותר על אופן בחינת יכולת הפרעון על ידי הדיירקטוריון ואכיפה על דיירקטורים.

פרופ' אמיר ברנע

כשבית המשפט נדרש לאשר חלוקת דיבידנד שלא מתוך רווח הוא כמעט תמיד מסתמך על דבר אחד: הסכמת הנושים, כלומר אפשר לכלול חלוקת דיבידנד במסגרת חוזה ההלוואה בין החברה והנושים כך שאין צורך ברור בחוק.

נציגי רגולציה וחקיקה

מרבית המדינות בעולם מתבססות על דוחות סולו במבחני חלוקה, מתוך תפישת הישות האחת שבעלי המניות הם של החברה הספציפית ולא של הקבוצה.

דבר שני, מבחן הרווח ומבחן יכולת הפרעון הם שני מבחנים נפרדים. מבחן הרווח הוא לא אינדיקציה לקיום מבחן יכולת הפרעון, ייתכן שפרקטית זה קרה אך אלו שני מבחנים נפרדים.

נציגי רגולציה וחקיקה

יש עירוב בין מבחן הרווח למבחן יכולת הפרעון, גם בהיבט של סולו וגם בהיבט של תזרים. אם המטרה היא הגנה על הנושים- השאלה שהתפספה היא מה הרלוונטיות של הרווח כרכיב

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

שימוש ב-FFO
לצורך הערכת חברות נדל"ן
מניב מול מודל ה-NAV
(IFRS)

הסיכומים הנכללים בחוברת זו מהווים את תמצית הדיונים של פורום שווי הוגן, כפי שהתפרסמו לציבור וזאת מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת הסיכומים יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים אינם מובאים בהכרח בציון שמות הדוברים, למעט ראשי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 7 במאי, 2012

נושא המפגש: שימוש ב- FFO לצורך הערכת חברות נדל"ן מניב מול מודל ה- NAV (IFRS)

חומר רקע למפגש: מסמך: "חומר רקע למפגש מאי 2012"

אורחים שהוזמנו: גב' קלרה צברגל (מנהלת סקטור בנייה ונדל"ן בבנק הפועלים), ד"ר אפרת טולקובסקי (מנכ"ל מכון גזית-גלוב לחקר נדל"ן).

נוכחים: רו"ח יבגני אוסטורובסקי, רו"ח אור בוימן, רו"ח קרן בנגלס שנער, פרופ' אמיר ברנע, אלון גלזר, דגנית דניאל, יובל זילברשטיין, רו"ח גיא טביביאן, רו"ח גיל מור, יוסף פישלר, רו"ח צור פינגשטיין, רו"ח אורן פרנקל, רו"ח גדי קוניא, רו"ח שלומי שוב, רו"ח אלכס שכטר (גיזה זינגר אבן), רו"ח פיני שמואלי (BDO זיו האפט), גב' רקפת שני.

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור.

שימוש ב-FFO לצורך הערכת חברות נדל"ן
מניב מול מודל ה-NAV (IFRS)

בדוחות ייתכנו פריטים בעלי אופי חד - פעמי שעל פי שיטת המדידה שקבעה הרשות לא ינוטרלו בתחשיב ה- FFO. כך לדוגמה רווח או הפסד מפדיון מוקדם של אגרות חוב יכללו ב- FFO על אף שמדובר באירוע בעל אופי חד - פעמי. נדון גם במשמעות השימוש הנרחב במדד ה- FFO, והאם הוא ממחיש את כישלון החשבונאות לאמוד את שוויין של חברות נדל"ן. לדעתי, ההיפך הוא הנכון: כניסת ה- IFRS דווקא מעודדת את השימוש ב- FFO כמדד משלים.

פרופ' אמיר ברנע

סוגיה מרכזית בקשר ל- FFO היא ההתאמה לתנאי המימון בארץ: בישראל המימון של רוב חברות הנדל"ן המניב הוא צמוד למדד. במסגרת ההתאמות הניהוליות ל- FFO, נוהגות חברות לנטרל את הפרשי ההצמדה בגין ההלוואות הצמודות. הנטרול יוצר חוסר התאמה: חברות הממומנות באשראי צמוד מציגות FFO גבוה בשל נטרול הפרשי ההצמדה בתחשיב, ואילו חברות הממומנות באשראי לא - צמוד מציגות FFO נמוך בשל הכללת מלוא הוצאות המימון. היות שמשקל המינוף בקרב חברות הפועלות בתחום הנדל"ן הוא גבוה, הצרימה שנוצרת היא חזקה. ברקע יש לזכור ששיעור הריבית הנומינלי כולל פרמיית אינפלציה.

ברצוני לגעת בבעיה עמוקה יותר: הטיפול החשבונאי לפי IFRS בחברות נדל"ן מניב מבוסס בעיקרו על הערכות שמאיות של נכסים. עולה השאלה האם השימוש ב- FFO ובמכפיל FFO כבסיס להערכת חברות נדל"ן מהווה הצהרת אי - אמון בהערכה השמאית. לטעמי, השימוש הנרחב ב- FFO מסמל כישלון של ה- IFRS בביטוי השווי של ההון העצמי בחברות נדל"ן מניב.

ד"ר אפרת טולקובסקי

לדעתי, יש לדון בשני נושאים נפרדים: הראשון, הערכות שווי

רו"ח שלומי שוב - רקע

נושא הדיון הוא מדד ה- FFO (Funds From Operations) והשימוש בו לצורך הערכת שווי של חברות נדל"ן מניב. כיום FFO הוא המדד הנפוץ ביותר באירופה ובארצות הברית להערכת חברות נדל"ן. במסגרת הדיון נבחן בין השאר את מעמדו של FFO ביחס למודל NAV (Net Asset Value), שבאופן כללי מתבסס על המאזן לפי כללי ה- IFRS. נקודת המוצא של FFO היא הרווח הנקי, תוך ביצוע התאמות כגון שינויים בשווי ההוגן של נכסים, רווחים או הפסדים ממכירת נכסים וכן הוצאות והכנסות חד פעמיות. באופן כללי FFO מהווה מדד ליכולת ייצור המזומנים של חברה מפעילות שוטפת נמשכת. חשוב להדגיש ש- FFO אינו מדד חשבונאי: על פי כללי חשבונאות, רווחים חד - פעמיים ורווחים משערוך הם חלק אינטגרלי מהדוח הכספי. יחד עם זאת FFO מהווה מידע משלים חשוב.

על פי הנחיות רשות ניירות ערך, נדרשות חברות נדל"ן מניב לפרסם את ה- FFO. באופן כללי אימצה הרשות את שיטת מדידת ה- FFO של ה- EPRA (European Public Real Estate Association), הארגון האירופאי של חברות הנדל"ן. טרם פרסום הנחיות הרשות, הדיווח על FFO היה וולונטרי, והיו חברות שבחרו לא לפרסם את המדד. כמו כן אופן המדידה היה שונה מחברה לחברה. יש לציין שגם לאחר פרסום הנחיות, חברות נוהגות להציג הן FFO בהתאם לשיטת המדידה שקבעה הרשות והן "FFO ניהולי". FFO ניהולי כולל התאמות נוספות לטיפול בעיוותים שזוהו על ידי הנהלת החברה.

תחילה נדון ביתרונותיו וחסרונותיו של ה- FFO הן במישור המהותי והן במישור הטכני. במישור המהותי עלול המדד ליצור מצג מטעה כי הוא אינו מביא בחשבון את רמת המינוף של חברה. כך למשל, באופן תיאורטי יתכן FFO חיובי לחברת נדל"ן ממונפת מאוד שערך נכסיה נמוך מערך התחייבויותיה. גם במישור החישובי מדד ה- FFO הוא בעייתי: בסעיף המימון

לערך. אולם לזכויות בנייה ופרויקטים בהקמה, אשר אינם מקבלים ביטוי בשימוש ב - FFO או NOI, אנו מייחסים ערך על ידי שמאות. הערכות שמאי הנעשות לצורך דוחותיה הכספיים של החברה אינן משמשות את הבנק והבנק משתמש בהערכות מחמירות יותר הנערכות על ידי שמאים מטעמו.

דובר (שמאי)

קיימים הבדלים ברורים בין תקן מספר 17.1 ובין תקן 19 בשמאות. דוגמא טובה להבדל בין ההערכות השמאיות המשמשות בנק מלווה ובין אלו המשמשות בסיס לדוחות הכספיים היא קרקע חקלאית: נניח כי לקרקע פונציאל וקיים בטחון רב שתופשר בעתיד למגורים. לצורך הבטחון הבנקאי הקרקע תוערך כקרקע חקלאית על פי מחיר השוק, בהתעלם מפוטנציאל ההפשרה שכן הוא אינו סטאטוטורי. במילים אחרות, הערכת הבנק אינה מביאה בחשבון את השווי הספקולטיבי של הקרקע. לעומת זאת לצורך דוחותיה הכספיים של חברה, הקרקע תוערך על פי שווי ההוגן המגלם בתוכו גם את פוטנציאל ההפשרה

דובר (חברה מדווחת)

בהתייחס לזכויות בנייה לא - מנוצלות:

על פי סעיף 51 ב - IAS 40, בחישוב השווי ההוגן של נדל"ן להשקעה אין לקחת בחשבון השבחות הונית. כך למשל, זכויות בנייה להקמת קומת מסחר נוספת על גג קניון לא יובאו בחשבון בעת קביעת השווי ההוגן של הקניון. הוראת התקן היא תמוהה כי ברור שבעסקה בין קונה מרצון ומוכר מרצון ייוחס ערך לזכויות הבנייה. אכן, עם פרסום IFRS 13 בוטל סעיף 51 ב - IAS 40 והחל מיום 1 בינואר 2013 יש להתייחס גם לזכויות בנייה לא מנוצלות בהערכת השווי ההוגן של נכס.

בהתייחס לזכויות פוטנציאליות:

על פי IFRS 13, בהערכת השווי ההוגן של נכס יש לקחת בחשבון את אופן השימוש המיטבי האפשרי (best esteem use). על פי הבנתי את התקן, אופן שימוש כלשהו הוא בדרך כלל "אפשרי" גם אם אינו מעוגן בזכות סטאטוטורית. כך למשל, אם בדוגמת הקרקע החלקאית ניתן יהיה להראות שהרשויות אישרו הפשרת קרקעות דומות באותו האזור, ניתן יהיה לקחת בחשבון את פוטנציאל ההפשרה בעת הערכת השווי.

פרופ' אמיר ברנע

האם יכול להיווצר מצב בו יהיה צורך להכיר בירידת ערך מיד לאחר רכישת נכס בשל קיומו של רכיב ספקולטיבי שאינו עומד

לחברות נדל"ן. עוד לפני תחילת השימוש הנרחב ב - FFO, היה ידוע כי חברות נדל"ן, ובייחוד חברות REIT (Real Estate Investment Trust), לאו דווקא נסחרות בהתאם לערך לפי מודל NAV. בשל האלמנט התפעולי והניהולי בחברות אלה, נראה שאכן יש מקום לערך מוסף שאינו מגולם ב - NAV. ברמת הכלל ניתן לחלק את החברות בתחום הנדל"ן לשלוש קבוצות:

1. הסקטור הסטאטי - אינדקס המורכב מסל נכסי נדל"ן.
2. קרנות נדל"ן - סל נכסי נדל"ן המהווה שלב ביניים בין חברה סטאטית ובין חברה אופרטיבית.
3. חברות נדל"ן אופרטיביות (REIT)

חברות נדל"ן אופרטיביות מתומחרות כחברות לכל דבר, ואילו נכסי הנדל"ן שבבעלותן מהווים עוגן לתמחור. הפער שבין הערכת החברה לפי מכפיל FFO ובין ההערכה השמאית מייצג את יכולת החברה להפיק תשואה עודפת מתפעול נכסי הנדל"ן שבבעלותה ביחס למפעיל אחר וכן את יכולתה להשביח נכסים.

הנושא השני שראוי לדון בו הוא מהו המדד העדיף בהערכת חברות נדל"ן מניב: FFO או NOI (Net Operation Income) בצורתו הקלאסית. במקור מטרתו העיקרית של ה - FFO הייתה נטרול הוצאות הפחת הפחת בחברות נדל"ן אופרטיביות. נטרול הוצאות הפחת נחוץ בשל ההבדל בין חברות נדל"ן ובין חברות הפועלות בתחומים אחרים. אולם מאז ה - FFO קיבל חיים משל עצמו: הוא השתנה וכיום כולל התאמות שאינן מאפיינות דווקא חברות נדל"ן בהשוואה לחברות בתחומים אחרים.

דובר (שמאי)

הערכות שווי מתבססות על מחירי שוק, היינו המחיר שיקבע בין מוכר מרצון וקונה מרצון. כפועל יוצא, הערכה השמאית של נכס אדישה לזהות החברה המחזיקה בו. נראה כי ה - FFO מבטא את כושרה של החברה הנאמדת לנצל את נכסיה. בשל יכולת זו השוק מתמחר את החברה בפרמיה, המתבטאת במכפיל ה - FFO שניתן לה.

גב' קלרה צברגל

רוב חברות הנדל"ן המניב הפועלות בישראל עוסקות גם ביזמות: הן מקימות נכסי נדל"ן ויש ברשותן זכויות בנייה לא מנוצלות. זכויות בנייה ונכסים בהקמה אינם מקבלים ביטוי בתחשיב ה - FFO וזוהי חולשתו של המדד. לכן בעבודתנו איננו מסתמכים רק על FFO אלא משלבים כלי הערכה נוספים. בהערכת נכסים קיימים ויציבים אנו מתייחסים לתזרים כמדד

שימוש ב-FFO לצורך הערכת חברות נדל"ן
מניב מול מודל ה-NAV (IFRS)

בכללי ההכרה של IFRS 13?

דובר (חברה מדווחת)

דובר (שמאי)

FFO משמש להערכת חברות נדל"ן מניב, וקרקע כידוע אינה מניבה. המונח FFO נתבע על ידי ה- NARIET (National Association of Real Estate Investment Trusts), והשימוש ב- FFO בישראל החל בערך עם כניסת ה- IFRS. קיים הבדל משמעותי בין תחשיב FFO על פי NARIET ובין התחשיב על פי EPRA: על פי NARIET, תחשיב ה- FFO כולל רשימה סגורה של התאמות. מנגד ה- EPRA מתיר את גישת ההנהלה, ומאפשר ביצוע התאמות נוספות בהתבסס על שיקול דעתה. אין בעולם הגדרה אחידה ל- FFO. גם בארצות הברית חברות REIT נוהגות כיום לפרסם AFFO (Adjusted Funds From Operations), המאפשר להנהלה לבצע עוד מספר התאמות בתחשיב. ה- AFFO (From Operations) הוא גם המדד שנבחן על ידי אנליסטים. לתפיסתי, מדד ה- FFO הוא כלי משלים. הן FFO והן NAV, NOI והערכות שמאיות הם מדדים רלבנטיים המשלימים זה את זה.

על פי ה- IFRS לא יכול להיווצר מצב כאמור, אולם על פי תקן 19, בביצוע הערכה שמאית עבור בנק לא יובאו בחשבון חלקים ספקולטיביים שאינם מוכחים. מחיר השוק של נכס כולל אלמנטים ספקולטיביים ועצם העובדה שאדם שילם סכום מסוים עבור נכס אינה אומרת כי זהו אכן שוויו. קביעה זו באה לידי ביטוי גם בפסיקת בתי המשפט. על פי הפסיקה, הפיצויים המשולמים על ידי המדינה בעת הפקעת קרקע פרטית אינם כוללים רכיבי שווי ספקולטיביים. השווי הספקולטיבי לא יבוא בחשבון אפילו אם יוכיח בעלי הקרקע שמחיר המכירה של קרקעות דומות בעסקאות שבוצעו היה גבוה יותר.

פרופ' אמיר ברנע

ד"ר אפרת טולקובסקי

כיצד מזהים את החלק הספקולטיבי בשווי הנכס?

דובר (שמאי)

האם בדברייך אתה עורך הבחנה בין חברה יזמית ובין REIT?

דובר (חברה מדווחת)

קיימים בעולם השמאות מודלים לזיהוי החלק הספקולטיבי. ניתן למשל לבחון מהו מחיר המכירה של קרקע חקלאית אחרת אשר ידוע שלגביה לא קיים חלק ספקולטיבי. לעיתים ניתן לראות פערי שווי ספקולטיביים גם בקרקעות המצויות במרחק קצר מאוד זו מזו. הבנק מבין שאם יאלץ לממש משכנתא שנתן, שינויים בתנאי השוק עלולים למחוק את רכיב השווי הספקולטיבי ששרר במועד ביצוע ההערכה הראשונית. זוהי הסיבה לדרישת הבנקים להתעלם מהחלק הספקולטיבי של נדל"ן בביצוע הערכות שווי.

לדעתי, FFO הוא בראש וראשונה כלי עבור האנליסט לניתוח חברה על פני זמן: ה- FFO לרבעון הנוכחי ביחס לרבעון המקביל, ביחס ל- FFO שנמדד לפני שלוש שנים וכדומה. FFO עשוי גם לשמש מדד להשוואת חברה ביחס לחברות דומות אחרות בענף. הקושי הוא לזהות מתחרה דומה בר-השוואה. אפילו בתוך הקבוצה עצמה יכולות החברות הבנות להציג FFO שונה באופן משמעותי ביחס זו לזו ובהשוואה לחברה האם.

פרופ' אמיר ברנע

האם לדעתך יש לחתור להאחדה בכל הקשור למדידת FFO?

דובר (חברה מדווחת)

יש לחתור להאחדה כלשהי, אולם עד היום לא צלחו הנסיונות של הגופים השונים להגדיר FFO. למעשה גישת ההנהלה אינה מאפשרת לבצע האחדה.

בראייתי, בחברה שלנו FFO אינו מהווה תחליף ל NAV - אלא תחליף לרווח הנקי החשבונאי. התנודתיות ברווח הנקי של החברה היא גבוהה מאוד ופוגעת באינפורמטיביות שלו. התנודתיות נובעת בעיקר מעדכון הערכות השווי של נכסי נדל"ן ומשערך עסקאות הגנה.

פרופ' אמיר ברנע

מדברך עולה שהמעבר ל IFRS שיבש למעשה את השימוש ברווח החשבונאי, דבר שהביא לעליית ה FFO המשמש כתחליף.

דובר (חברה מדווחת)

ה IFRS מספק כלים טובים יותר בהשוואה למצב העולם הקודם. הערכת השווי, שלא הייתה קודם, מספקת כלי נוסף שניתן להסתמך עליו. יחד עם זאת גם ה IFRS לא מספק מענה אולטימטיבי.

רו"ח שלומי שוב

אני מסכים עם דבריך. מדברך עולים שני דברים: ראשית, FFO הוא למעשה מידע משלים. בנוסף ה FFO מהווה מבחינתך מעין מסלול "עוקף IFRS" לטיפול בתנודתיות הנובעת מגידור וטיפול בנגזרים. למעשה ה FFO מאפשר לחברות להציג מעין רווח במתכונת NON - GAAP.

אלון גלזר (לידר שוקי הון)

באופן כללי אני מסכים עם הקביעה ש FFO הוא כלי טוב להערכת שווי של חברות נדל"ן. יחד עם זאת ישנן מספר בעיות משמעותיות בשימוש במדד:

- במקרים רבים המניע לשימוש ב FFO הוא נסיון להצדיק מכפילים גבוהים, בדומה לשימוש במדד EV/EBITDA.
- על אף הרושם שמדובר במדד אובייקטיבי, חברות נוהגות

למדוד FFO באופן שונה זו מזו על פי שיקול דעתן.

- עסקה יכולה לתרום ל FFO גם אם אינה כדאית מבחינה כלכלית. הצורך של חברה להציג FFO גבוה עלול להצדיק ביצוע עסקאות במחירים יקרים שאינן בהכרח טובות, כאשר למעשה ה-FFO נותן פרס להגדלת המינוף.

לאור אלו NOI הוא עדיין מדד עדיף בעיני, הוא יותר אובייקטיבי והוא לא מגדיל שווי אוטומטית בעת ביצוע עסקה. לאחר בדיקת ה NOI אתן משקל לעלות המימון ולשיעור המינוף של החברה בהערכת השווי שאבצע.

פרופ' אמיר ברנע

האם מכפיל FFO ראוי מקביל למעשה למחיר ההון העצמי של חברה?

דובר (חברה מדווחת)

התשובה היא לא. המדד פותח בארצות הברית על מנת להתחקות אחר הרווח התפעולי השוטף המייצג של חברה. באופן פשטני, אין קשר בין FFO ובין הערכת שווי כי המדד אינו לוקח בחשבון את רמת המינוף של החברה. היסודות להערכת שווי של נכסי נדל"ן מניב הם NOI - Capitalization Rate. יחד עם זאת FFO מהווה אינדיקטור חשוב ליכולת החברה לייצר מזומנים.

כמו כן חשוב לבחון את ה Payout Ratio של החברה ביחס ל FFO, היינו כמה דיבידנד היא מחלקת מתוך ה FFO.

פרופ' אמיר ברנע

מדברך עולה כי FFO מייצג תרומה פרמננטית לבעלי החברה. האקוויולנט המושגי בעולם המימון הוא מחיר ההון העצמי. היות שמכפיל FFO מבטא את מחיר ההון של חברה, הוא אמור להיות מספר קטן יחסית. אם נניח למשל ש WACC הינו 10% ומחיר ההון העצמי הוא 20%, אז מכפיל FFO צריך להיות 5.

דובר (משרד כלכלי)

לוינו דנים בחברות שאינן מתחום הנדל"ן, הכל היו מסכימים שהערכת שווי על פי גישה תזרימית עולה על הערכה לפי גישת המכפילים. לכן לטעמי, ה FFO הוא בגדר מדד משלים בלבד. באופן קטגורי איני חושב שניתן להשתמש ב FFO ככלי בלעדי בביצוע הערכת שווי לחברות נדל"ן. לעניין זה מודל ה NAV עדיף על שימוש במכפיל FFO, בהנחה שעבודת השמאות שהיוותה בסיס להערכה הייתה ראויה.

שימוש ב-FFO לצורך הערכת חברות נדל"ן
מניב מול מודל ה-NAV (IFRS)

במסגרת תחשיב ה- AFFO יש להוריד גם CAPEX ומבחינת
האמריקאים זהו המדד התזרימי האולטימטיבי.

דובר (רגולציה וחקיקה)

ברצוני להתייחס למספר נקודות שעלו במהלך הדיון. ראשית,
אציין שעל פי הנחיות הרשות הצגת NOI נדרשת גם מחברות
שתחום הפעילות העיקרי שלהן אינו נדל"ן להשקעה. אולם
גם ה- NOI אינו חף מבעיות. כך למשל חילופי שוכרים, דמי
שכירות מדורגים ונכסים שאינם בתפוסה מייצגת פוגעים
באינפורמטיביות של המדד.

דעתי האישית היא שמודל ה- NAV מדויק יותר משאר
המדדים שהוזכרו, תחת ההנחה שערך הנכסים במאזן חושב
באופן נכון. יחד עם זאת על מנת לקבל תמונה מלאה יותר,
נדרש לבחון גם פרמטרים תוצאתיים כגון NOI.

כמו כן ברצוני לציין שעוד טרם פרסום הנחיות הרשות
הנוכחיות, פרסום FFO היה נדרש מקרנות REIT. זה נבע
מהעובדה ש- FFO עשוי לשמש כאינדיקטור ליכולת החברה
לחלק דיבידנדים וזאת על אף אי- הכללת CAPEX בתחשיב.
כפי שנאמר במהלך הדיון, ישנן סוגיות חשובות נוספות בקשר
לתחשיב ה- FFO. כך למשל, עולה השאלה האם ראוי לנטרל
בחישוב הפרשי הצמדה הנובעים מהלוואות צמודות שנטלה
החברה.

על מנת ליצור סימטריה בין חברות שנוטלות חובות צמודים
ובין חברות הנוטלות חובות שאינם צמודים, קבעה הרשות
שיש לכלול את הפרשי ההצמדה ב- FFO. מן הצד השני,
עלייה בערך הנכסים של חברה הנובעת מאינפלציה כן תנוטרל
מהתחשיב היות והיא בגדר שערור. נזכיר שעל פי הנחיות
הרשות, שערוכים אינם באים בחשבון ה- FFO.

דוגמאות אלה ממחישות את היתרונות והחסרונות בשיטת
החישוב על פי הנחיות הרשות. לפיכך בדומה לקו שנקבע
על ידי ה- ERPA, הרשות מתירה ליישם את גישת ההנהלה
בחישוב ה- FFO ולבצע התאמות נוספות על סמך שיקול

גם מודל ה- NAV אינו מוחלט, אולם מהווה קירוב טוב יותר
לשוויה של חברה.

כמו כן אני מסכים עם דברי יתר הדוברים, וחושב ש- FFO הוא
מדד השוואתי טוב לבחינת יכולתה של חברה להפיק מזומנים
ולבחינת איתנותה הפיננסית.

דובר (משרד רואה חשבון)

איני מקבל את הגישה לפיה FFO אינו יכול להוות אינדיקציה
לשווי. FFO הוא מדד טכני המבוסס על נתונים היסטוריים,
לכן יכול לספק אינדיקציה טובה למשקיע בנוגע לשווי החברה.
כמו כן ה- FFO עשוי לסייע למשקיע להבין את ה- NAV של
החברה ואת הפערים בין ה- NAV למחיר השוק.

דובר (משרד כלכלי)

איני פוסל שימוש ב- FFO ככלי להבנת התמונה הרחבה.
לדעתי, מעריכי שווי ומשקיעים לא יכולים להתעלם ממדד
זה בעת ביצוע ההערכה. יחד עם זאת ישנן בעיות פרקטיות
בשימוש ב- FFO.

כך למשל, ישנו קושי להשתמש במדד ככלי להשוואה בין
חברות דומות וזאת בשל הקושי לזהות "חברה דומה". חשוב
לציין שבהשוואה לתחומים אחרים, נדל"ן הוא עסק מאוד
לוקאלי.

רו"ח שלומי שוב

סוגיה נוספת בקשר ל- FFO היא אופן הטיפול ב- CAPEX
(Capital Expenditure) במסגרת התחשיב.

דובר (חברה מדווחת)

בישראל חברות לא מפרסמות AFFO. כפי שנאמר בדיון,
בארצות הברית חברות מפרסמות הן FFO והן AFFO.

דובר (חברה מדווחת)

בהתייחס לדברי נציג רשות ניירות ערך, ישנו רציונאל נוסף לנטרול הפרשי הצמדה מ- FFO: אם חברה התקשרה בהסכם שכירות הצמוד למדד, ההתאמה לאינפלציה תבוא לידי ביטוי בהערכת השווי של הנכס. היות שהתאמה זו מנוטרלת כחלק מנטרול השערוך בכללותו, נטרול נוסף של הפרשי הצמדה בגין חובותיה הצמודים של החברה ייצור סימטריה.

פרופ' אמיר ברנע

ברצוני להתייחס לנקודה שעלתה במסגרת הדיון, על אף שאינה קשורה ל- FFO. בדיון נאמר שבעוד שההערכות השמאיות הנערכות לצורך הדוחות הכספיים מתבססות על מחירי שוק, ההערכות השמאיות הנערכות מטעם הבנקים אינן כוללות אלמנטים ספקולטיביים.

דובר (חברה מדווחת)

לא מדובר בעניין מוזר ולמעשה התופעה קיימת גם בהערכות שווי שאינן מתייחסות לנדל"ן. באופן כללי, ככל שהנכס המוערך תנודתי יותר כך הערכת השווי הבנקאית תהיה מחמירה יותר. הבנק כגורם מלווה רואה לנגד עיניו רק את פוטנציאל ה- downside ולכן מבחינתו רציונאלי לנטרל אלמנטים ספקולטיביים בביצוע הערכת השווי. אמת, בהערכות שווי של נדל"ן מנסה הבנק לזהות ולתחום את חלקי השווי הספקולטיביים. אולם בהיותו גוף מממן, זהו הלך המחשבה הכללי שמנחה את הבנק בכל הערכת שווי.

פרופ' אמיר ברנע

אני מסכים שהבנק רואה לנגד עיניו שווה ערך ודאי. יחד עם זאת איני מבין את הנסיון לצבוע באופן גס את החלק הודאי ואת החלק הספקולטיבי. לדברי נציגת הבנק, החלק הודאי כולל את האלמנטים המוכחים ואילו החלק הספקולטיבי כולל את היתר. בעולם הכלכלה לא נערכת הבחנה מעין זו.

דובר (חברה מדווחת)

נניח שבנק שוקל מתן מימון לחברת ביוטכנולוגיה. לחברה תרופה אחת שכבר משווקת ותרופה נוספת בתהליכי פיתוח. החברה צופה שבעוד שנה תקבל התרופה שבפיתוח אישור FDA. בבואו של הבנק לשקול מתן מימון לחברה, הוא יסכים לממן רק בגין התזרים המוכח שמפיקה החברה, הנובע

דעת. כך למעשה תציג החברה הן FFO בהתאם להנחיות והן FFO שנערך על פי גישת ההנהלה.

דובר (חברה מדווחת)

לדעתי, ישנה הצדקה לנטרול הפרשי הצמדה בחישוב ה- FFO. כפי שציינתי במהלך הדיון, מטרתו של FFO היא להתחקות אחר התזרים התפעולי השוטף של החברה. הפרשי הצמדה אינם מייצגים תזרימים ששולמו ולכן יש מקום לנטרלם. נניח למשל כי שתי חברות נדל"ן זהות נטלו הלוואות בסכומים זהים באותו היום: האחת נטלה הלוואה צמודה ואילו השנייה נטלה הלוואה לא צמודה. בסוף השנה שתי החברות לא יהיו זהות: החברה האחת דחתה תשלומים בעוד השנייה הקדימה תשלומים.

כל חברה על פי צרכיה תפרסם את המדד הרלבנטי מבחינתה. לדעתי, על מנת לאמוד את יכולתה של חברה לחלק דיבידנדים יש לבחון מדד המתבסס על ערכים ריאליים. אולם בהחלט יתכן שלטובת צרכים אחרים נכון יותר לבחון מדד המתבסס על ערכים נומינליים.

פרופ' אמיר ברנע

מדוע מדד המתבסס על ערכים ריאליים מהווה בסיס טוב יותר להערכת יכולתה של חברה לחלק דיבידנדים? נניח למשל כי חברה נטלה הלוואות בלון נומינלי. במסגרת תחשיב ה- FFO ייכללו הוצאות המימון בגין ההלוואה, על אף שגם הן אינן מייצגות תזרימי מזומנים ששולמו על ידי החברה. אם כך לא ברורה לי ההצדקה לנטרול הפרשי הצמדה בגין הלוואות צמודות במסגרת התחשיב.

ניתן להמחיש את העיוות באופן נוסף: נניח שחברה נטלה הלוואה צמודה והיא נוהגת לחלק 100% מסך ה- FFO כדיבידנד. היות שהפרשי הצמדה לא נלקחו בחשבון בחישוב ה- FFO, בסופו של דבר החברה תפשוט את הרגל.

דובר (חברה מדווחת)

אכן מדובר בבעיה. אולם יש לזכור ש- FFO אינו מדד אבסולוטי. הוא בסך הכל מספק אינדיקציה ראשונית להתנהלות החברה בכל הקשור לחלוקת דיבידנדים. כמו כן ההחלטה האם לנטרל או לא לנטרל את הפרשי הצמדה מהמדד תלויה בפרמטר אותו הוא מבקש לאמוד. אציין שבצפון אמריקה ה- Payout Ratio מחושב ביחס לתזרים התפעולי מפעילות שוטפת.

שימוש ב-FFO לצורך הערכת חברות נדל"ן
מניב מול מודל ה-NAV (IFRS)

פרופ' אמיר ברנע

במשבר הפיננסי בשנת 2008, עד כמה שאנו מבינים אותנו, ההבחנה בין חוב בנקאי ובין חוב שאינו בנקאי נעלמה. במהלך המשבר החוב הנחות, הלא מובטח, למעשה "משך" את החוב המובטח. הדבר התבטא בהסדרים משותפים שבמסגרתם גם הבנקים נדרשו לתרום את חלקם. במילים אחרות לא התקיימה עוד הדינמיקה הטכנית על פיה הנכסים עוברים תחילה לבעלי החוב המובטח והיתרה עוברת לשאר.

כפי שנאמר, ההערכות השמאיות המוגשות לבנק אינן עקביות עם הערכת השווי לצרכי הדוחות הכספיים. בשוק ההון עשויים להיות לחברה נושים נוספים ואבקש את התייחסות רשות ניירות ערך לפער מידע זה.

דובר (רגולציה וחקיקה)

כאשר אנו נתקלים בפערים בין ההערכות, אנו בודקים את איכות העבודה השמאית שבוצעה לצרכי הדוחות הכספיים. חשוב לציין שפערים בין ההערכות לא בהכרח מצביעים על ליקויים בהערכת השווי לצרכי הדוחות הכספיים. יחד עם זאת, במקרים בהם הפערים הם מהותיים יכולה הרשות לדרוש מהחברה מתן גילוי בנושא.

דובר (שמאי)

תקן 17.1 מחייב את השמאי לצטט בדוח השמאות הערכות שמאיות אחרות שבוצעו לבקשת המזמין בקשר לנכס בשלוש השנים הקודמות, לרבות הערכות שבוצעו עבור בנקים. על פי תקנות רשות ניירות ערך, אם מדובר בנכס מהותי דוח השמאות, הכולל ציטוטי הערכות קודמות, מפורסם במסגרת הדוחות הכספיים של החברה.

ממכירות התרופה שכבר אושרה. ככל הנראה בגין התרופה שבפיתוח לא יסכים הבנק להעניק מימון על אף הפוטנציאל שלה. היות שהבנק חשוף רק לפוטנציאל ה - downside, שיקוליו הם רציונאליים. בכל חברה ישנם פרויקטים מוכחים ופרויקטים עתידיים והדבר אינו מאפיין רק חברות הפועלות בתחום הנדל"ן.

גב' קלרה צברגל

איננו מתעלמים מהתזרים. בהקשר זה אציין שאנו בדרך כלל מעדיפים שימוש ב - NOI על פני FFO, כי ה - NOI מבודד את כובד המימון הרובץ על החברה. כמוכן שבמסגרת הערכת הבנק אנו מגלמים גם את עומס המימון. אין ספק שמבחינה בנקאית השילוב המיטבי הוא שימוש בפרמטרים תזרימיים וכן במודל NAV לגבי נכסים ללא תזרים או שהתזרים הנובע מהם לא מוצה. היות שחלק ניכר מחברות הנדל"ן המניב בישראל עוסקות גם בייזום, גובר הצורך להתייחס במסגרת הערכת השווי גם לנכסים שטרם החלו להפיק תזרים.

רו"ח שלומי שוב

המודלים בהם משתמש הבנק הם בהגדרה חכמים יותר, שכן הם tailor - made. המודלים הבנקאיים שונים מהמודלים הגנריים המשמשים את שוק ההון.

גב' קלרה צברגל

זה נובע מהעובדה שברשות הבנק נתונים שאינם משתקפים במאזן החברה. הבנק יכול להרשות לעצמו לבקש מחברה פרטים ברזולוציה גבוהה ביחס לסעיפי המאזן.

יתכנו מספר מקורות לבעית עודף המידע בדוחות הכספיים בישראל. ראשית, הרשות מכירה בכך שדרוש פישוט של כללי הדיווח. כמו כן יש להוריד כפילויות בדרישות הדיווח. בהקשר זה יש לציין את הפרויקטים עליהם שוקדת הרשות בנושאים אלה המהווים חלק משמעותי מסדר יומה ובכללם - ביטול כפילויות, יצירת הנחיות ייעודיות וגם בחינת החלה של מדרג רגולציה עליו מדבר היו"ר בימים אלה.

הדברים שנאמרו מוכרים לנו: היו אף מנהלים שאמרו לנו שכתביבת תשקיף או דוח כספי שקולה מבחינתם לכתביבת כתב הגנה. הגמשת דרישות הגילוי תוך שמירה על סטנדרטים נאותים אינה דבר קל. לגבי דו"ח הדירקטוריון שצוין מקודם - כחלק מן הפרויקט, הרשות מתכננת פישוט של דוח הדירקטוריון למתכונת מוכוונת יותר לצד העסקי של החברה, שתהיה דומה יותר לדוח ההנהלה האמריקאי (MD&A).

לגבי ההצעה שהועלתה בפני הרשות לפרסום רשימת נכסים כדי לבחון מהו שיעור התשואה הגלום הנובע מהערכות השווי שלהם, הנחיית הגילוי של רשות ניירות ערך דורשת ומחייבת גילוי פרטי ברמת כל נכס הפרטי כל עוד הנכס הינו "מהותי" או "מהותי מאוד" (קיימות הגדרות כמותיות בהנחיה - בגדול - 5% ו-10% מהמאזן או מההכנסות, בהתאמה, כאשר ישנו גם מבחן שערך). כמו כן, כללי הרשות דורשים אף פרסום של הערכת השווי של הנכס, ככל שהיא מהותית מאוד.

הגילוי הנדרש בהנחיה ברמת הנכס אכן מאפשר לחלץ את שיעור התשואה הגלום בערך הנכס בספרים. יתר הנכסים (שאינם מהותיים/מהותיים מאוד) נכללים במסגרת סכומים מצרפיים וגם לגבי הסכומים המצרפיים ניתן לחלץ שיעור תשואה גלום, אולם לא ברמת הנכס אלא רק ברמת אזור גיאוגרפי ושימוש.

היו חברות אשר ביקשו, בנוסף למידע המנדטורי הנדרש בהנחיה, גם לספק גילוי על נכסים שאינם מהותיים/מהותיים מאוד והרשות התירה זאת, בכפוף לכך שכל המידע הנדרש מכוח ההנחיה יסופק גם הוא.

בזמנו הוצע לרשות ניירות ערך פתרון לפער המידע הנדון. על פי הפתרון שהוצע, על חברות נדל"ן לפרסם רשימה הכוללת את כל נכסיהן, שווי של כל נכס וכן את ה - NOI הנובע ממנו. באופן זה יוכלו המשתמשים לחלץ את ה - Applied Capitalization Rate ברמת הנכס הבודד.

ה - Applied Cap Rate עשוי לסייע למשקיע לגבש את דעתו ביחס לסבירות הערכת השווי שנעשתה לנכסי החברה. בנוגע לחברות הפועלות באזורים גיאוגרפים או בתחומי פעילות שונים ניתן למסור מידע כאמור ברמת האזור הגיאוגרפי או סגמנט הפעילות.

אמת, ה - Applied Cap Rate אינו משקף את הפעילות היזמית של החברה. הפעילות היזמית מהווה שכבת סיכון נוספות שניתן להתייחס אליה באופן נפרד, אולם אין הדבר מוריד מיעילותו של Applied Cap Rate כאינדיקטור.

רו"ח שלומי שוב

סוגיה אחרונה שברצוני להעלות היא פרויקט פישוט הדוחות של רשות ניירות ערך. כסמנכ"ל כספים בחברת נדל"ן, מה דעתך ביחס להיקף המידע שמפרסמת החברה בהשוואה לשלוש שנים קודמות?

אורן פרנקל (אלוני חץ)

אתייחס לעניין באופן כללי ולא ביחס לחברה בה אני משמש סמנכ"ל כספים. בהשוואה לדוחות כספיים המפורסמים באירופה, הדוחות הכספיים בישראל עמוסים מאוד: בעוד באירופה מפרסמים "חברות", בישראל אנו מפרסמים "אנציקלופדיות". הדוחות הכספיים בישראל סובלים מעודף מידע והדבר אינו תורם לקוראי הדוחות להבינם. אני חושש שגודש המידע בדוחות עלול לגרום לאנשי הכספים בחברות להימנע מהפעלת שיקול דעת ולקיחת אחריות: בהקצנה, במקום לברור את המידע לפרסום על סמך חשיבותו בעיני משקיע סביר, תפרסם ההנהלה את מלוא המידע בכדי לא להסתכן.

לדעתי, על רשות ניירות ערך להגדיל את התפישה המושגית בנושא ולהראות דוגמאות מלוות. במקביל, על הרשות לבטל את איסור השיפוי לנושאי משרה: לא ניתן לעודד נושאי משרה לפשט את הדוחות הכספיים תוך הפעלת שיקול דעת מבלי לאפשר הסדרי שיפוי הולמים.

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

הקשר שבין דירוגים,
תשואות השוק וסימני
אזהרה בדוחות הכספיים

הסיכומים הנכללים בחוברת זו מהווים את תמצית הדיונים של פורום שווי הוגן, כפי שהתפרסמו לציבור וזאת מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת הסיכומים יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים אינם מובאים בהכרח בציון שמות הדוברים, למעט ראשי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 4 ביוני, 2012

נושא המפגש: הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני אזהרה בדוחות הכספיים

חומר רקע למפגש: "האם הדירוגים רלוונטיים למשקיעים?" - דרור גילאון, סמנכ"ל השקעות מנורה מבטחים קרנות נאמנות

אורחים שהוזמנו: גיל גזית, מנכ"ל חברת מדרוג, רונית הראל בן זאב, מנכ"לית S&P מעלות, דורית סלינגר, מנכ"לית S&P מעלות לשעבר

נוכחים: רו"ח יבגני אוסטרובסקי, רו"ח אור בוימן, רו"ח קרן בנגלס שנער, פרופ' אמיר ברנע, דגנית דניאל, פרופ' צבי יונר, רו"ח גיל מור, פרופ' יורם עדן, יוסף פישלר, רו"ח צור פניגשטיין, איתי רפל (S&P מעלות), רו"ח שלומי שוב, רו"ח פיני שמואלי, גב' רקפת שני, רו"ח עינת שפרלינג.

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור

הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני
אזהרה בדוחות הכספיים

דומה לכאורה לטענה על הורדת דירוג באיחור. אגב, בישראל הומצאה דרגת ביניים באשר להערת עסק חי, הפנייה לאי ודאות כללית, ללא קביעה כלשהי, שם מתארים את המצב ומפנים את הקורא שיקבל החלטה בעצמו. מצב זה לא מתקבל בארה"ב, שם יש הפניה להערת עסק חי או כלום. מדובר בסוג של פשרה שקיבלה גושפנקא מהרשות לני"ע בישראל. נכון שבהתאם לכללי הביקורת קיימת אפשרות לבצע הפנייה לאי ודאות אך לדעתי היא צריכה להיות ספציפית להיבט מסוים, כמו אפילו במקרה של תביעות אך לא הפניה כללית למצב העסקים.

ביקשנו מדרור גילאון ממנורה מטחים להציג על דעתו מספר נתונים שאסף במסגרת עבודתו בנושא הקשר בין דירוגים לתשואות וכן לנתונים העולים מהדוחות ואנחנו נשמע לאחר מכן את התייחסותם של מנכ"לי חברות הדירוג לנושא. גם פרופ' וינר ביקש להציג.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

ההתייחסות לנושא התזרים החזוי בהקשר זה אינה במקום. קיים הבדל בין דירקטוריון שמחויב על פי החוק לקבל החלטה ספציפית בעניין דרישת גלוי לתזרים לבין חברת דרוג, ששוקלת מכלול שיקולים, נתונים ועובדות ומחווה דעתה. חשוב להדגיש כי במסגרת תהליך הדרוג נבדק התזרים החזוי, על בסיס נתונים המתקבלים מהחברה וזאת ללא קשר לדיווח, החדש יחסית, על פי דרישת הרשות. גם לפני הדרישה החדשה של הרשות, חברת מעלות דרשה וקיבלה מהחברות תזרים חזוי כאמור. בחינת נתוני התזרים היא חלק חשוב מתהליך הדרוג כבר זמן רב והעובדה שהנהלה מתנהלת באופן זהיר ומפרסמת את התזרים או להיפך, הנהלה שאינה מקבלת החלטה על פרסום התזרים, יכולה להיות חלק ממכלול שיקולים רחב, האם בדברים שנאמרו כאן הכוונה היא שנכון שחברת הדרוג תוריד דירוג באופן אוטומטי, כל פעם שמתפרסם דוח תזרים חזוי, מעצם פרסום התזרים? אם כן-

רו"ח שלומי שוב

זהו המפגש האחרון בשנה אקדמית זו. מפגש זה יעסוק בקשר בין הדירוגים, תשואות השוק וסימני האזהרה שנמצאים בדוחות הכספיים. המפגש סוגר מעגל עם המפגש הראשון השנה שהיה בנושא חברות ההחזקה. שם, עלה לדיון נושא מתודולוגיית חלק מחברות הדירוג לגבי חברות האחזקה - ההסתכלות על כל חברות המטה כמקשה אחת. בחודש האחרון הייתה התפתחות דרמטית והגישה השתנתה - כיום יש דירוגים שונים לחברות באותה פירמידה, כלומר, הדירוגים יורדים במעלה הפירמידה, אם כי עדיין קיימים הבדלים בין חברות הדירוג.

אנו חווים זעזוע אדיר בתחום התקשורת שמקרין לחברות ההחזקה, מתבצעות הורדות דירוג שמגיעות למספר רב של דרגות הורדה במכה אחת ונשאלת השאלה האם ועד כמה היה ניתן לצפות זאת מראש. בהקשר זה, נדון היום בקשר שבין תשואות השוק והדירוגים והאם היו עיכובים בהורדת דירוגים.

ניתן לקשר בין נושא הדירוג להיבט דיווחי מעניין נוסף שהוא התזרים החזוי. הרשות לני"ע דורשת מחברות בהן יש סימני אזהרה לפרסם דוח תזרים מזומנים חזוי, אלא אם כן הדירקטוריון החליט שאין חשש סביר. אנו כיום נתקלים לעיתים במצבים בהם חברה מציגה דוח תזרים חזוי, כלומר היו סימני אזהרה, אך מנגד רמת הדירוג שלה נשארת גבוהה. זה מצב מוזר שבו הדירקטוריון של החברה עצמה לא מוכן לקחת אחריות על המצב הפיננסי של החברה, אבל חברת הדירוג עדיין אינה פועלת לכיוון של הורדת הדירוג.

אני חייב לציין כי הנושא מזכיר לי את הערת העסק החי בעולם ראיית החשבון. ניתן להקביל את חברות הדירוג לרואה חשבון מבקר - שניהם גופים בלתי תלויים אשר מקבלים את שכרם מן הלקוח ומכאן נוצרת הרגישות והטענות על חוסר אובייקטיביות. טענות על הערת עסק חי שניתנה באיחור

הסוערים בשוק, אינם יכול להצביע על מגמות ואין להסיק מכך מסקנות.

2. מה ההתייחסות לדירוגי חברות הדירוג השונות? דהיינו במקרה של דירוג כפול של מעלות ושל מידרוג איזה דרוג נלקח בחשבון? בהגדרה, כאשר יש 2 דרוגים שאינם זהים, תתקיים סטייה ממוצע הדרוג. (כלומר, את כל הדרוגים הכפולים בהם קיים הבדל בין רמת הדרוג לא ניתן לכלול בסקירה). בכל מקרה, בעבודה לא טרח העורך אפילו לציין כיצד פעל במקרים אלה ולכן לא ניתן להתייחס לכך.

3. בחלק מהדרוגים, בודאי בדרוגים הנמוכים, שאותם מציגים ככאלה בהם הסטיות הן גדולות יחסית, מדובר במדגם מאד קטן של חברות, שלא ניתן להסתמך עליו. (במסגרת הצגת הנתונים לא ברור בכמה סדרות מדובר, האם מדובר ב-X סדרות של אותה חברה או ב-X חברות שונות שלהן סדרה אחת. בדרוגים הנמוכים כשהמדגם כל כך קטן יש לכך משמעות רבה ביותר, ולכן כל הסקת המסקנות הינה מעוותת).

4. האם יש התייחסות למח"מ? ז"א האם יש בידול בין סדרות שונות במח"מ שונה.

5. האם יש התייחסות לריבית חסרת סיכון (דהיינו האם מדובר במרווח או תשואה ברוטו)?

6. האם יש התייחסות לעקום תשואות והאם בוצעו רגרסיות?
7. האם נעשתה בחינת ביקורת מול תקופה "יציבה"?

דרור גילאון, מנורה מבטחים

בדקנו את השוק בדירוג השקעה בארץ, כ-400 סדרות. כאשר בונים תיק השקעות, משקיעים נוהגים לגוון במח"מ ובחשיפה לחברות שונות. כך למשל שיוצרים חשיפה לסלקום, משקיעים עשויים לרכוש מספר סדרות, במח"מים שונים. בד"כ, לצד הפוזיציה בסלקום, תיבנה פוזיציה בפרטנר, הוט ובזק. כך יוצא שהמשקל של סקטור התקשורת, שדורג בקבוצת ה-AA, בתיק איגרות החוב גבוה.

פרופ' אמיר ברנע

הבעיה שעולה מהסקירה היא שהשונות בתוך כל קבוצת דירוג לא שונה מהשונות בין קבוצות הדירוג וזה מעלה שאלה לגבי השימוש בדירוגים כאינדיקציה.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

יש לציין שעל פי הסולם של S&P מעלות דרוג BBBB ומעלה אינו מוגדר כדרגת השקעה, כפי שמקובל בסולם הדרוג הגלובאלי. המסקנה לגבי השונות בין רמות הדרוג אינה נכונה ואינה

ככמה שלבים? הניסוח של הדברים, מצביע על חוסר היכרות והבנה בתהליך ובמוצר הדרוג.

כמו כן, לדעתנו, יש הבדל משמעותי בין שינוי דירוג שהוא הבעת דעה על יכולת הפרעון של החייב לבין הערת עסק חי, שהיא ברמה כמעט עובדתית. רואה החשבון עובר ומבקר את הדוחות כל רבעון. דרוג צופה קדימה לתקופה ארוכה יותר.

דרור גילאון (מנורה מבטחים)

לדעתי, חברות הדירוג הולכות והופכות פחות רלוונטיות הן מבחינת המשקיעים פרטיים והן מבחינת המשקיעים המוסדיים. הצרות כיום חוצות דירוגים והיו אף אגרות חוב שירדו בין 4% ל-9% בשבוע מסחר. אם משקיעים שמשקיעים באגרות חוב המדרוגות AA מפסידים סכומים כה משמעותיים בשבוע אחד ככל הנראה ישנה בעיה.

במסגרת עבודה שביצעתי במסגרת תפקידי במנורה, בחנו בכל שכבת דירוג את ההפרש בין מרווח התשואה הממוצע למרווח התשואה החציוני. אציין, שהנתונים והמתודולוגיה גובשו בתוך החברה והם יכולים להוות פלטפורמה לדיון.

הנחנו שאם השוק לא מאמין לדירוגים זה יתבטא בקפיצת הממוצע כלפי מעלה. התוצאות שהתקבלו הן שכמעט בכל שכבת דירוג יש פער בין המרווח הממוצע למרווח החציוני. אציין כי הנתונים בעבודה נכונים ליום מסחר ספציפי. כמו כן, בחנו מהו אחוז הסדרות, בכל שכבת דירוג, הנסחרות במרווח חריג, שהוגדר כ-2% מעל החציון. אחוז הסדרות החריגות שנצפה בכל קטגוריה נע בין 20% ל-50%, וניתן לראות שככל שיוצרים ברמת הדירוג הסטיות מאד גדולות. כלומר, איגרות חוב בדרוג השקעה, נסחרות לעיתים בתשואות של 50% וצפונה ובשל דירוג ההשקעה שניתן להן, הן יכולות להירכש בקרנות נאמנות הנחשבות סולידיות. זאת עם כל ההשלכות השליליות שיכולות להיגרם למשקיעים. על פי מה ששמעתי כאן, אני לא בטוח שחברות הדירוג מודעות לאחריות הגדולה הרובצת עליהן בשל היותן גורם "מכשיר" לכניסת אג"ח מסוימות לחסכונות הציבור.

אציין שהנתונים והמתודולוגיה גובשו על ידי ומוצגים לכם על אחריותי.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

בהעדר נספח מתודולוגי המסביר את אופן החישוב, ההגדרות, הנתונים שנלקחו בחשבון וכו' קשה להתייחס באופן רציני לנתונים ומסקנותיהם. להלן רק חלק מהשאלות והתהיות שניתן להעלות בקשר עם הנתונים שהוצגו:

1. בדיון ציין המציג כי מדובר בנתונים של יום אחד, ה-20 במאי. ללא ספק, נתונים של יום אחד בלבד באחד החודשים

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

שימוש בממוצע פשוט הכולל נתוני קיצון המתבססים על מיעוט סדרות, מביא לתוצאה חריגה, אינו מקצועי ואינו נכון. אין קשר בין הבדיקה למסקנות שמעלה. הגרף שהוצג על ידי הבודק הוא ההוכחה לכך שיש קשר ישיר בין התשואות לרמת הדרוג.

כמו כן, בהתייחסותך לדירוג, אתה מתעלם לחלוטין מ- OUTLOOK וזהו נתון חשוב מאד למשקיעים. האם אצלכם מתייחסים למנפיק בדרוג A עם outlook שלילי כמו למנפיק בדרוג A עם outlook חיובי?

דרור גילאון, מנורה מבטחים

ה-OUTLOOK הוא דוגמא לבעיה נוספת והיא ההבדלים בין הניתוח המילולי שעורכות חברות הדירוג ובין מסקנות הדירוג. נראה כי חברות הדירוג מצליחות לזהות את האזורים הבעייתיים, אך הדבר לא מקבל ביטוי בהחלטת הדירוג שהן מפרסמות.

גיל גזית, מנכ"ל חברת מדרוג

חברות דירוג לא פועלות בהתאם לכתבה עיתונאית כזו או אחרת ואסור להן לנהוג בפזיזות כמו שהמשקיעים פועלים לעתים כאשר הם מוכרים את האג"ח שנמצא בידם.

דרור גילאון, מנורה מבטחים

נכון, אך אם חברת הדירוג מזהה סימני אזהרה נראה שעליה לשקול להגיב בצורה חריפה יותר לפני שההתדרדרות תגבר.

מבוססת ולא ברור מהיכן היא נובעת? בנוסף, מאחר ולא ניתן להסתמך על הנתונים שהוצגו (ראה למשל עניין הדרוגים הכפולים) בודאי שלא ניתן להסיק מהם מסקנות.

גיל גזית, מנכ"ל חברת מדרוג

חשוב לציין שלא נכללו הסדרות הלא מדורגות ולכן התוצאות מוטות כמו כן התשואות הן נכון להיום.

דרור גילאון, מנורה מבטחים

בכוונה התייחסנו רק לסדרות המדורגות כדי להתייחס למשקיעים הסולידיים ולא לשוק הספקולטיבי שם יש סטיות תקן מאד גבוהות. השוק המדורג מפוקח על ידי הגופים הרגולטורים. אנחנו במנורה, כחברת קרנות נאמנות, חייבים להשקיע על פי דירוג ולתת גילוי אם מדובר באיגרת חוב מסוכנת. נכון לתאריך הבדיקה, היו 58 אגרות חוב בדירוג השקעה שנסחרו במרווח של מעל 10% מהתשואה של האג"ח הממשלתי במח"מ דומה. מרווח התשואה הממוצע בשוק הקונצרני המדורג בכללותו, עמד על 7.3% ועל פי ממוצע משוקלל המרווח הוא כ- 5%. המרווח החציוני, לעומת זאת יצא 3.5% בלבד. אם משווים את המרווח הממוצע שהתקבל לארה"ב, אז מרווח של כ-7% בארה"ב מגלם דירוג של B בלבד. ביצוע התאמה לסולם הישראלי, על פי המתודולוגיה שפרסמו חברות הדירוג, מביא אותנו לדירוג מקומי של BBB. זאת לעומת, דירוג רשמי ממוצע בשוק של A. המסקנה נראית די ברורה: השוק לא מאמין לדירוגים הרשמיים.

עולה השאלה מדוע השוק לא מאמין לדירוגים על אף שקל מאוד להסתמך עליהם. זאת במיוחד תחת ההנחה שמרבית הגופים המוסדיים היו שמחים לצמצם עלויות ולסחור על פי דירוגים אובייקטיבים הניתנים בצורה מקצועית. אנו מייחסים זאת בעיקר לתגובות מאוחרות ולא מדויקות של חברות הדירוג.

בדיון הוצגו מספר דוגמאות שלדעת המציג ממחישות את דעתו.

אכן לא פשוט בעת הנוכחית לנהל השקעות. יש לזכור שהדירוג הוא אחד מהכלים העומדים לרשות מנהלי ההשקעות ואינו מחליף ניתוח, מחקר ובדיקה. גם הבנקאי שוקל שיקולים נוספים מעבר לדירוג בבואו לתת הלוואה ללקוח.

דירוג אשראי הוא הבעת דעה מקצועית על יכולתו הכלולת של החייב לעמוד בהתחייבויות במועד ובמלואן. יש לציין כי ההתייחסות היא הן ליכולת והן לנכונות. בכל מקרה הדירוג אינו מהווה המלצה לפעולה בנייר ערך (קנייה, החזקה או מכירה) וגם לא מדד למחיר השוק.

על פי נתונים גלובליים של חברת Standard and Poor's, ניתן לראות קורלציה גבוהה ביותר בין רמת הדירוג ושיעור חדלות הפירעון וזאת בכל רמות הדירוג. על פי נתוני מדגם רב שנתי של אלפי חברות למשל, 15% מהחברות שדורגו בדרוג B גלובאלי (רמת דירוג ספקולטיבית) הגיעו לחדלות פירעון תוך שלוש שנים.

הדירוג בישראל הוא על פי המתודולוגיה של Standard and Poor's ומדירוג הגלובאלי נגזר הדירוג לפי הסולם הישראלי. בהתייחס לדירוג הבינלאומי רוב החברות הישראליות הן בדרוגים של B - 1, BB, למעט הבנקים, חברות הביטוח ומיעוט של חברות חזקות נוספות, החברות הישראליות אינן בדירוג השקעה.

דרור גילאון, מנורה מבטחים

האם הסולמות המקובלים לתרגום דירוג בינ"ל לדירוג ישראלי מתייחסים לפרמטרים של המדינה או של החברה הספציפית?

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

זו אחת הסיבות שידין ענתבי רצה להעביר את כל הדירוגים לבסיס גלובאלי.

מהסתכלות על הנתונים של השוק האמריקאי, מרווחי סיכון לפי רמות דרוג, הריבית והדירוגים עולה בבירור הבידול בין רמות הדרוג, כמו כן ניתן לראות את הפאניקה בשווקים בשנת 2009 והעליה הקיצונית במרווחי הסיכון. אם חברות הדירוג היו מורידות את הדירוגים באותה עת, הן היו חוטאות לתפקידן.

בהתייחס לדברים שנאמרו על מודל הדרוג, אני מבקשת לציין כי בעבר נבחנו שלושה מודלים אפשריים לחברות דירוג: מודל החברה המשלמת, מודל המשקיע המשלם ומודל המדינה המשלמת. בכל מודל יש אפשרות לניגודי ענינים. מודל המשקיע הוכר כבעייתי מאחר ויצר אסימטריה בין משקיעים

בעלי משאבים ובין משקיעים קטנים. הציבור לא היה זוכה למידע כלל. גם במודל זה זיהו ניגודי ענינים פוטנציאליים, כאשר למשקיעים מוסדיים, המשלמים עבור דרוג, עלולה להיות פוזיציה משמעותית באותה אגרת חוב. גם במודל המדינה המשלמת נמצאו חסרונות. אחת המטרות המובהקות של הדירוג היא אחידות, במטרה לאפשר להשוות בין דירוגי מדינות שונות ובין דירוגי חברות הפועלות במדינות שונות, במיוחד כאשר מדובר בעולם השקעות גלובאלי. אם כל מדינה הייתה מפתחת מודל משלה לא ניתן היה להשוות בין חברות הפועלות במדינות שונות, כאשר כל אחת היתה מדורגת על פי מערכת דרוג עם כללים שונים. כמו כן יש לזכור שגם למדינות יש אינטרסים בתהליך דירוג, הן באשר לדירוג המדינות עצמן והן במקרה של חברות ממשלתיות. לאור האמור לעיל והעובדה שבכל מודל קיימת אפשרות לניגודי ענינים יש חשיבות רבה לאופן ניהול הפוטנציאל הני"ל. ב-S&P, מתקיימים נהלים קפדניים המלווים במנגנוני בקרה במטרה להקפיד על שמירה קפדנית של נהלים אלה. כך, למשל, ישנה הפרדה ברורה וחדה בין הדרג האנליטי לדרג הניהולי והמסחרי.

בעת עבודת הדירוג בוחנים האנליסטים את הפרופיל העסקי, והפרופיל הפיננסי, כאשר במסגרת הסיכון הפיננסי נבחנת, למשל, רמת הנזילות של החברה. יודגש שיחסים פיננסיים הם רק חלק מהפרמטרים הנבחנים.

יתרון משמעותי של הדירוג הוא היותו נקי מהשפעות של פאניקה או אופוריה בשווקים. אם בשנים 2008 ו- 2009, שבמהלכן חלה קפיצה משמעותית בתשואות בשוק, היו חברות הדירוג מורידות את הדירוגים ללא הבחנה, הן היו חוטאות לתפקידן. מחירי השוק מושפעים מגורמים רבים שחלקם אקסוגניים, כגון סחירות של ניירות ערך, מצב הנזילות בשוק, כניסה או יציאה ממדדים, הריקוורי ועוד גורמים רבים נוספים. אנחנו מדרגים את הסיכוי לחדלות פירעון ולא את התשואות בשוק ולא פועלים לפי תשואות בשוק. התשואות בשוק הן אורות אדומים לבדיקה של מצב החברה ואנו מתייחסים אליהם, למשל, בכל הקשור ליכולת החברה למחזר חוב ולהשפעה שיש לכך על מצב הנזילות. איני חושבת שהמשקיעים היו רוצים שנפעל לפי התשואות בשוק או כותרות בעיתונות, אלא, שנפעל לפי המתודולוגיה השקופה ובאופן מקצועי ושקול. אין מערכת דרוג שקופה ואובייקטיבית כמו זו של חברת דרוג חיצונית מקצועית וחשיבותה בתקופות של שווקים תנודתיים ואי ודאות אך עולה.

פרופ' אמיר ברנע

האם בחנתם מה ההשפעה לאחר שינוי דירוג?

הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני
אזהרה בדוחות הכספיים

התקשורת הישראלית וחלק מהמשקיעים הישראלים נוטים להתעלם מדוח הדירוג ולהתמקד ברמת הדרוג בלבד. דוח הדירוג כולל ניתוח מקיף שביצעה חברת הדירוג. בנוסף, יש משמעות לתחזית הדרוג למנפיק. חשוב להדגיש שבכוחו של דוח הדירוג להאיר אזורי סיכון ולהצביע על מגמות עתידיות. היות שנקודת המבט של הדירוג היא ארוכת טווח, אין זה סביר לעדכן דירוג לחברה בתדירות רבה מידי, אלא בקרות ארוע מהותי. לכן ישנה חשיבות רבה לדוח הדירוג החושף את השיקולים שהיוו בסיס להחלטת הדירוג. אציין שבנוסף לדוח עצמו חשיבותו של ה - outlook היא רבה, ולא ניתן להתעלם ממנו. כך למשל, יש הבדל מהותי בין חברה בדירוג A עם תחזית חיובית ובין חברה בדירוג A עם תחזית שלילית.

בהתייחס לרלבנטיות של הדירוג:

ישנו מתאם ברור בין רמת הדירוג ובין רמת חדלות הפירעון, בין הדירוג ובין מרווח הסיכון. אנו מזהים גם תגובה מובהקת של השוק לשינויים בדירוג. אציין כי בעוד ההשפעה של הורדת דירוג היא ברורה, ההשפעות של העלאת דירוג הן מתונות יותר. כמו כן ניתן לראות כי חברות מייחסות חשיבות רבה לדירוג הניתן להן, ופועלות באופן שיטתי לשימורו ושיפורו. זה נובע בין השאר מהעובדה שרמת הדירוג מהווה טריגר לשינוי בתנאי הלוואות.

אציין שרוב הנפקות האג"ח השנה בוצעו על ידי חברות מדורגות בדירוגים גבוהים. למעשה רק 4% מההנפקות היו של חברות שאינן מדורגות. עובדה זו מצביעה כי השוק מעניק משקל רב לדירוג חוב.

ומעולם הדימויים - חברות הדירוג נתפסות בעיני כמעין מגדלור: הן מאירות תחומים חשוכים ומצביעות על דרך, אך אין ביכולתן למנוע את הסערות בשוק ההון או למתן את גובה הגלים.

בהתייחס לשונות בין הדירוגים הניתנים על ידי חברות הדירוג: ניתן למצוא הבדלים בין הדירוגים הניתנים על ידי חברות הדירוג השונות, והדבר לגיטימי. דירוג מהווה חוות דעת.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

השוק מגיב יותר להורדות דרוג מאשר להעלאות דרוג. הדירוג צופה פני עתיד. נקודת המבט שלו אינה לטווח הקצר אלא לשנה עד שנתיים קדימה. טווח זמן של שנה אופייני לחברות עם דירוגים יותר נמוכים וטווח זמן של שנתיים אופייני לחברות בדירוגים יותר גבוהים. הדירוג הוא תוצאה של בחינה אחראית ומתבסס על מידע וקשר שוטף עם החברה. אנו מקבלים חומר רב מהחברה שחלקו לא מפורסם לציבור מאחר וטרם הבשיל ומשקללים את המידע הזה במסגרת הדירוג. דירוג האשראי ניתן בהתייחס להחזר הקרן והריבית במועד שהובטח. חברות הדירוג מתייחסות גם לשיעור ההחזר (Recovery) רק בדרוג סדרה ובמקרה של בטוחה משמעותית או נחיתות חוזית.

פרופ' אמיר ברנע

האם העובדה שמדובר בחוב בכיר או בחוב זוטא תבוא לידי ביטוי בדירוג?

גיל גזית, מנכ"ל מדרוג

אם לחוב נחיתות ברורה ביחס לחוב אחר הדבר יבוא לידי ביטוי בדירוג. הדבר בולט מאוד במנגנון הדירוג לאורך השכבות במכשיר CDO.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

הדירוג הוא כלי עזר חשוב למשקיעים, אולם הוא בודאי אינו מהווה תחליף לניתוח ומחקר על ידי המשקיעים בשוק. גם הבנקאים מקבלים החלטות השקעה על סמך שיקולים שונים ולא על סמך הדרוג בלבד.

נוהגת להתייחס בעבודתה הן לדירוג הפנימי והן לדירוג שניתן על ידי חברות הדירוג. יתרה מכך את המודלים הפנימיים מכיילים לא פעם בהתאם לדירוג החיצוני שנקבע. מקובל להתייחס לדירוג הניתן על ידי חברות הדירוג כאל אמת מידה (benchmark). בעיני השימוש בשני הכלים במשולב הוא מצוין - זוהי צורת העבודה הנכונה בעיני רוב המודלים הפנימיים של המשקיעים המוסדיים טרם אושרו ע"י הרגולטור ולצורך כיוסלם משתמשים בין היתר בדירוג החיצוני.

גיל גזית, מנכ"ל מדרוג

שוק החוב בישראל הוא מעוות: ראשית, מתוך 260 - 250 מיליארד ש"ח ערך נקוב של אג"ח בישראל, חלק ניכר הונפק על ידי חברות נדל"ן. בהשוואה לארצות הברית למשל, זוהי פריסה חריגה. באופן טבעי הדבר עשוי לגרום לעיוות בתשואות אגרות החוב. כמו כן אין בישראל שוק אמיתי לאג"ח הנסחרות ב - high yield, והדירוגים נוטים להיעצר ברמת A. צריך גם לזכור ששוק הדירוג בישראל הוא צעיר מאוד והחל להתגבש רק בשנת 2007, זמן קצר לפני התפרצות המשבר העולמי. בבואנו לבקר את חברות הדירוג, אין להתעלם ממאפיינים ייחודיים אלה. אציין גם שישנם מחקרים על פיהם התשואות בהן נסחרות אגרות חוב לאו דווקא משקפות את סיכון האשראי של החברה.

יש האומרים שחברות הדירוג "נמנמו" בביצוע עבודתן. אני מתנגד לקביעה זו: ניתן לבקר באופן קונסטרוקטיבי את רמת הדירוג שנקבעה, אולם אין זה ראוי להאשים את חברות הדירוג בהתרשלות בעבודתן וזאת כמובן לאחר בדיקה מעמיקה כי אכן כך היה.

רו"ח שלומי שוב

חלק ניכר מהביקורת המושמעת כלפי חברות הדירוג נוגעת דווקא לשיטות המתודולוגיות המיושמות על ידן. כך למשל, לא ברור כיצד יכלו הן לקבוע שסיכון החוב של חברות לאורך שרשרת החזקה הוא זהה.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

המתודולוגיה של S&P מסבירה באופן מפורט את ההתייחסות והנימוקים. גם דו"חות הדרוג של קבוצת אידיבי ומסמך ה - FAQ שצורף אליהן מתייחסים במפורש לנושא ונותנים לכך תשובה ברורה.

היות שמדובר בחוות דעת, סביר שבקרב קבוצה של עשרות חברות יהיו הבדלים בדירוגים. לא ברור איך העבודה שבוצעה יכולה להתייחס לחברות אלה. בהגדרה הן תהיינה חריגות מהממוצע.

לפסול ולבקר, לחפש מי אשם בהשקעות לא מוצלחות שבוצעו ועל מי להטיל בדיעבד את האחריות הם פתרונות קלים. מעבר להטחת טענות לא מבוססות, השאלה היא מה האלטרנטיבה? מה האלטרנטיבה מבחינת המוסדיים ומה האלטרנטיבה מבחינת הציבור הרחב?

המשקיעים המוסדיים הגדולים בשוק ההון נעזרים במודלי דירוג פנימיים. לטעמי, מודלי הדירוג של חברות הדירוג ומודלי הדירוג הפנימיים מהווים כלים משלימים. מודלי הדרוג הפנימיים תורמים להתמקצעות והשתכללות השוק והגופים המוסדיים ואנו רואים זאת בחיוב רב. אציין שלא מדובר במוצרים זהים: ראשית, למדרג הפנימי חובת הסבר כלפי ועדת ההשקעות של הגוף המוסדי בלבד. הדרוג הפנימי אינו מלווה בדוח מפורט ושקוף, המתפרסם לכלל הציבור ופתוח לבקרה של המשקיעים והתקשורת. כמו כן, חברות הדרוג נשענות על מידע פנים המתקבל מהחברה ושיחות עם מנהלי החברה, גם כאשר המידע טרם פורסם לציבור. בחברות הדירוג קיים צוות האנליסטים הגדול ביותר עם התמחות מקצועית והשענות על ידע ומתודולוגיות גלובאליות. דרך אגב, לשאלה האם הדרוגים הפנימיים של המוסדיים עולים בקנה אחד עם התשואות בשוק? - אין תשובה, מאחר ואלה פנימיים בלבד, לא מתפרסמים ולא ניתן להשוות אותם לתשואות השוק.

רו"ח שלומי שוב

לראייתי, דברייך חושפים את הבעיה הקיימת: התבססות הגופים המוסדיים בעיקר על הדירוגים הפנימיים, על אף כוח האדם המצומצם שלהם, עשויה ללמד על יחסם לדירוג הניתן על ידי חברות הדירוג.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

כפי שציינתי הדירוג הפנימי והדירוג החיצוני הם מוצרים משלימים. למיטב ידיעתי, הגופים המוסדיים לוקחים בחשבון את הדרוג הניתן על ידי חברות הדירוג ובדרך כלל בוחנים את שני הדרוגים. הדרוג של חברות הדירוג החיצוניות מהווה Benchmark חשוב מבחינתם.

דורית סלינגר

בתפקידי אני משמשת כחברה בוועדת אשראי. ועדת האשראי

הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני
אזהרה בדוחות הכספיים

בעלות דירוג גבוה פושטות רגל באופן מפתיע. באופן תיאורטי ישנן שתי גישות בעולם הדירוג: על פי הגישה האחת, הדירוג מתבסס בעיקר על מחירי שוק תוך אימוץ היררכיית השווי ההוגן מעולם החשבונאות. על פי הגישה האחרת, על הדירוג להתבסס על אנליזה תוך התייחסות מינורית למחירי השוק. לראייתך, אין סתירה בין שתי הגישות.

במציאות הנוכחית הבעיה אינה טמונה בחברות הדירוג אלא ברגולציה. לדעתי, חברות הדירוג עושות עבודה ברמה טובה מאוד במסגרת המגבלות הפרקטיות. ברוב המדינות בעולם רגולטורים מחייבים גופים המנהלים כספים לקחת בחשבון את הדירוגים בבואם לנהל את תיקי ההשקעות. כך למשל, אם הגוף המנהל השקיע בחוב כלשהו שדירוגו נמוך מהרף שנקבע הוא יחויב על ידי הרגולטור לפרסם סימני אזהרה למיניהם.

ההתבססות הרגולטור על הדירוג אומנם נוחה לו מאוד, אולם היא מנפחת באופן בלתי רצוי את הכוח והאחריות של חברות הדירוג. נראה כי הרגולטור אינו מבין את מהותו של מוצר הדירוג והוא מייחס לו משקל עודף. בדעה זו מחזיקים גם מנהלי חברות הדירוג בעולם. לראייתך, הדירוג בסך הכל משקף את חוות דעתה של חברת הדירוג. העובדה שמפאת דרישות רגולציה גורמים בשוק בונים את תיקיהם על סמך

הדירוג שניתן, אינה מעניינה של חברת הדירוג. אדגיש כי הסתייעות המשקיעים המוסדיים בדירוג החיצוני היא לגיטימית. יחד עם זאת עליהם לזכור כי האחריות לביצוע מחקר מעמיק של המכשירים היא בראש וראשונה שלהם. אין המשקיעים המוסדיים יכולים לתרץ החלטת השקעה במכשיר כלשהו תוך הטלת אחריות על הדירוג החיצוני שניתן לו.

דורית סלינגר

במדינות רבות בעולם וכן בישראל רגולטורים מסירים את ההתייחסות לדירוג החיצוני מהנחיותיהם. למרות זאת, גופים מוסדיים מתייחסים לדירוג במסגרת נהליהם הפנימיים.

פרופ' אמיר ברנע

ברצוני לציין כי אין תשובה חד - משמעית לשאלה האם רמת הדירוג ושינויים בדירוג משפיעים על המחירים בשוק. כמו כן ברצוני להתייחס לבעיה הקשורה בדירוג בישראל: הדירוג הניתן לחברות בישראל אינו מוחלט, והוא ביחס לחברות ישראליות אחרות. כפי שנאמר, דירוגו של חוב מתייחס להסתברות לגבות את סכומי הריבית והקרן במועדן. לא ברורה לי ההצדקה המתודולוגית ליחסיות שבדירוג וכיצד על המשקיע הישראלי לפרש "דירוג יחסי".

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

זו המשמעות של סולם דרוג מקומי. דרוג בסולם מקומי רלוונטי למשקיע ישראלי הבוחן השקעות בשוק הישראלי. משקיע המעוניין בהשוואה לחברות בחו"ל צריך לבחון את הדרוג הגלובאלי, שאינו בשימוש בישראל, בהתבסס על החלטות הרגולטור.

פרופ' צבי וינר

בהתייחס לשונות בדירוג הניתן על ידי חברות הדירוג, אציין כי ישנם הבדלים מתודולוגיים קלים בשיטות המיושמות על ידי שתי החברות הפועלות בישראל. Standard and Poor's מתייחסת להסתברות החברה לחדלות פירעון, ואילו Moody's מתייחסת להפסד הצפוי בחדלות הפירעון של החברה. הבדלים אלו עשויים להסביר את השונות בין רמות הדירוג הניתנות.

תהליך הדירוג הוא מורכב מאוד. הבנתי זאת רק לאחר שנדרשת ליצור מערכת מתודולוגית עבור חברה דירוג הפועלת באירופה. הקושי נובע בין השאר מהיעדר יכולת פרקטית לחקור באופן עמוק את כל החברות במשק. המגבלות הפרקטיות מונעות מהדירוג להיות מדויק באופן מוחלט ואכן לא פעם חברות

הגלובאלית מחוייבת המציאות. כך גם נעשה בכל שוק מפותח בעולם.

יש בעולם חברות הדומות לחברת החשמל הישראלית. מדובר בעיקר ב-"איים אנרגטיים": חברות מקומיות בתחום הפקת האנרגיה שאינן מייצאות חשמל מחוץ לשוק המקומי, שגם להן חשיבות אסטרטגית למשק המקומי וכדומה. חלק מחברות אלה יעילות יותר מחברת החשמל ומציגות ביצועים פיננסיים עדיפים. בעבודת הדירוג לחברת החשמל ניתן לערוך השוואות לחברות דומות בעולם. אציין כי העובדה שחברה היא מונופול ממשלתי לא בהכרח תזכה אותה בדירוג גבוה יותר ביחס לחברה פרטית ותחרותית. יתכן למשל שדווקא החברה התחרותית מנהלת את נזילותה באופן שמרני יותר, ולכן תקבל דירוג גבוה יותר.

גיל גזית, מנכ"ל מדרוג

ברצוני להעלות שתי בעיות העומדות בפני חברות הדירוג בישראל. ראשית, על פי דרישת הרשות לניירות ערך, יש לעקוב אחר הדירוג לפחות פעם בשנה. דרישה זו אינה קיימת במקומות אחרים בעולם. כך למשל על פי הקוד של חברת Moody's העולמית, נדרש לנסות את ועדת הדירוג רק בהתרחש אירועים חריגים שעשויים לדרוש את עדכון הדירוג. ההימנעות ממעקב שנתי נובעת מהרצון שלא להרעיד את השווקים.

כמו כן לעיתים ברשות חברות הדירוג מידע שהחברה אינה אמורה (על פי החוק) לפרסם עדיין אך כן עשוי להשפיע על עדכון הדירוג, למשל: כוונת החברה לממש נכסים מסוימים לשיפור הנזילות. על חברות הדירוג לנהוג באחריות ולהמתין בעדכון הדירוג עד להתבהרות הדברים. ברור כי חברת הדירוג אינה יכולה לשתף את הציבור במידע שברשותה ולכן משקיעים עשויים שלא להבין את ההשתהות על אף שיש לה הצדקה. כמובן שישנם מקרים שנודיע במסמך ווטש ליסט או בדו"ח מידי על עדכון הדירוג בקרוב.

דורית סלינגר

אני מתרשמת שהעבודה המקצועית הנעשית על ידי חברות הדירוג היא ברמה גבוהה מאוד ומשאבים רבים מושקעים באנליזה שבבסיס החלטת הדירוג. יחד עם זאת אין להתעלם מנתוני השוק: מידע רב מצוי בשווקים, לעיתים אף בכמות רבה יותר מזו המצויה ברשות חברת הדירוג. לאור נטיית המידע לזלוג לשווקים, התפתחות בנתוני השוק עשויה לשמש אינדיקציה עבור חברת הדירוג לביצוע בדיקה ומעקב.

ברצוני לשאול את נציג המשקיעים המוסדיים (דרור גילאון, מנורה) האם הצליחו לייסד מתודולוגיה חלופית שסייעה להם להימנע מהשקעה בחברות שבהן הופיעו סימני אזהרה?

דרור גילאון, מנורה מבטחים

כן. בהתבסס על מחקר פנימי אנו נמנעים מהשקעה בחברות מעין אלה וזאת למרות הדירוג החיצוני שניתן למכשיריהן. השקעה באג"ח של חברות אלה הופכת למעניינת כאשר שווי ההחזר הצפוי (Recovery) הוא אטרקטיבי ביחס למחירי השוק של המכשיר.

רו"ח שלומי שוב

אציין שדברים דומים אני שומע ממשקיעים מוסדיים נוספים הנוטים להסתמך על הדירוגים הפנימיים. אני מכיר גופים מוסדיים בולטים שנמנעים באופן קטגורי מהשקעה באג"ח של קבוצה או קבוצות מסוימות וזאת על אף הדירוגים שנקבעו להן על ידי חברות הדירוג.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

כפי שנאמר, החלטת ההשקעה אינה אמורה להסתמך על דרוג בלבד ולה שיקולים רבים, למשל, חשיפה לקבוצה או מניפיקט מסוים. לא נאמר על בסיס מה נאמרו הדברים. בכמה משקיעים מדובר וכו'.

אנו מצויים בקשר הדוק עם גופים מוסדיים שונים. אנו שומעים מהם כי הם רואים ערך בדוחות הדירוג. נוהגים להשוות את הדירוג על פי המודלים הפנימיים לדירוג החיצוני. להערכתנו, המשקיעים המוסדיים מכירים בכך שלכל אחד משני המוצרים יתרונות משלו. יש ביקורת, אך יש התייחסות לדרוגים הן בפני עצמם והן כ-Benchmark.

פרופ' אמיר ברנע

ישנה ביקורת רבה כלפי טכניקת הדירוג הגלובלית. עולה השאלה האם למשל חברת החשמל הישראלית צריכה להיות מדורגת בהתייחס לחברות אחרות בעולם הפועלות באותו התחום.

איתי רפל, S&P מעלות

לחברת החשמל דרוג גלובלי ולכן בודאי שההשוואה חייבת להיות לחברות דומות בעולם. ובכלל - בעולם גלובלי כשכל השווקים וכל ההשקעות פתוחות בפני המשקיעים, ההשוואה

הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני
אזהרה בדוחות הכספיים

בדוחותיהם הכספיים, בנקים בישראל לא נוהגים לחשוף
בפני חברות הדירוג מידע בדבר רשימת החובות המסופקים
וההפרשות שבוצעו בגינם.

רו"ח שלומי שוב

אחד את שאלתו של פרופסור ברנע: סוגית ההתאמה למשק
המקומי עלתה גם בעולם חשבונאות בעת קליטת ה - IFRS
בישראל. אנו יודעים כי אימוץ התקינה הבינלאומית כמות
שהיא יוצרת עיוותים בשוק המקומי. עולה השאלה באיזו מידה
מבצעות חברות הדירוג אדפטציה למתודולוגיה הבינלאומית
טרם יישומה בישראל לדוגמה לאור המבנה הפרמידיאלי
והריכוזי הייחודי שלנו.

איתי רפל (S&P מעלות)

לדעתי, ביצוע התאמות במתודולוגיה הבינלאומית לשוק
הישראלי עלול דווקא להוות חיסרון מבחינת צרכני הדירוגים.
יחד עם זאת המסגרת המתודולוגית גמישה דיה כדי לאפשר
התמודדות עם המאפיינים המיוחדים של שווקים שונים
ומדינות שונות.

ישנו יתרון ביישום מתודולוגיה שקיבלה תוקף בינלאומי.
באופן טבעי לכל מדינה ישנה נטייה לתפוס את עצמה כייחודית.
אולם ישראל אינה יותר ייחודית ממדינות אחרות.

פרופ' אמיר ברנע

האם לדעתכם אנליסט זר יכול לדרג חברה ישראלית?

איתי רפל (S&P מעלות)

במסגרת עבודתי הזדמן לי לדרג חברות ברוסיה.

פרופ' אמיר ברנע

ברצוני לדעת באיזו מידה המערכות המתודולוגיות בחברות
הדירוג מותאמות לשוק הישראלי ולמאפייניו. אציין שמודלי
הדירוג הפנימיים המשמשים את הבנקים בישראל מתייחסים
למאפיינים מקומיים. כך למשל נבחנות זהות הזים, פריסת
עסקיו, הסיטואציה הפוליטית והשפעתה על החברה וכדומה.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

ברור שמאפיינים אלה נבחנים גם על ידי חברת הדרוג. הנושא
צוין בהתחלה - הפרופיל העסקי של החברה מושפע מכל אלה
ולכן הפרופיל העסקי של החברות הישראליות חזק במקרים
רבים. הבעיה של החברות הישראליות נובעת במקרים רבים
מהפרופיל הפיננסי, בגלל המינוף והנזילות הנמוכה (וכאן
אין הרבה הבדל ומשמעות למאפייני השוק). חברות הדרוג
מכשירות את האנליסטים ללמוד את המאפיינים המקומיים
של כל שוק והמתודולוגיה מאפשרת גמישות מסוימת
להתאמה לתנאים של שווקים שונים וזו המתכונת בה פועלות
חברות הדרוג בכל העולם.

זאב נהרי, לאומי פרטנרס

בבואו של בנק לדרג לקוח, עומדת לרשותו כמות מידע בהיקף
רחב יותר בהשוואה לכל גוף אחר. עומדים לרשותו הן מידע
הפנים והן המידע ההיסטורי בקשר לאותו הלקוח. כפועל
יוצא, ההערכה והדירוג שמבצע הבנק הם טובים יותר.
על אף ההתפתחויות האחרונות בשוק ההון, הציבור מייחס
חשיבות רבה לדירוג כאילו הייתה זו "תורת משה מיני".
כפי שנאמר בדיון, על רקע התבססות הרגולאטור על הדירוג
החיצוני מעמדו אף מתעצם. זוהי אילוזיה - על אף הדברים
שנאמרו בדיון, התרשמתי היא שמידע הפנים המצוי בידי
חברות הדירוג הוא מוגבל מאוד. כך למשל מעבר למידע המצוי

בכל הכבוד הראוי, לא ברור לי כיצד יכול אנליסט זר לדרג חברה ברוסיה. באותו האופן לא ברור לי כיצד יכול אנליסט זר לדרג חברות ישראליות מבלי להכיר את החוק הישראלי, הפסיקה הישראלית בנוגע להסדרי חוב, את רמת האכיפה בישראל, רמת האתיקה בשוק המקומי וכדומה. איני בטוח שניתן לדרג ללא בקיאות בסוגיות אלה.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

כך עובדות כל חברות הדרוג בעולם בכל השווקים המפותחים וגם במתפתחים. יש צוות מקומי המכיר את המאפיינים של השוק המקומי יחד עם אנליסטים המכירים את הסקטור היכרות עמוקה. חברות הדרוג מכשירות את האנליסטים להתייחס גם לנושאים אלה. למשל, יש מאמר של S&P שבוצע לאחר מחקר מעמיק, ומתייחס לנושא החקיקה בישראל ולרמת ההגנה על הנושים וגם משווה זאת למדינות ושוקים אחרים.

האם הכוונה בדברים היא שבעולם בו ההשפעות הגלובאליות הולכות וגוברות, כפי שאנו עדים להן בתקופות האחרונות ביתר שאת, רק בישראל ראוי לפעול במערכת מקומית המנותקת מהמערכות המקובלות בכל השווקים האחרים?

איני חושבת שחברות תקשורת באירופה למשל פועלות באופן שונה לחלוטין מאלו הפועלות בישראל. גם באירופה נפתחו שווקים לתחרות ונכנסה רגולציה ואפשר ללמוד מכך על השוק המקומי. חברות נדל"ן ישראליות רבות מחזיקות נכסים באירופה ולכן לצוות המשלב אנליסטים מקומיים, המכירים היטב את השוק המקומי, יחד עם אנליסט אירופאי, המכיר את הנכסים באירופה ובקיא בשוק האירופאי יש יתרון. צוות דירוג המורכב הן מאנליסטים מקומיים והן מאנליסטים בינלאומיים, בעלי ידע והתמחות שונים תורם רבות לעבודת הדירוג.

השתתפו בדיונים בשנה
האקדמית תשע"ב

השתתפו בדיונים בשנה האקדמית תשע"ב

(לפי סדר א-ב)

פרופ' יורם עדן	רו"ח שחר זיו	רו"ח יבגני אוסטרובסקי
רו"ח רוני עמיחי	רו"ח יובל זילברשטיין	פרופ' רפי אלדור
רו"ח גל עמית	עו"ד דלית זמיר	גיורא אליגון
רו"ח אדיר ענבר	עו"ד חיים זקס	רו"ח אלי אל-על
רו"ח ואדים פורטנוי	פרופ' אסף חמדני	רו"ח אור בוימן
מר יוסף פישלר	רו"ח גיא טביביאן	רו"ח קרן בנגלס שנער
רו"ח צור פניגשטיין	ד"ר אפרת טולקובסקי	גב' רונית הראל בן זאב
רו"ח אורן פרנקל	רו"ח עדי טל	רו"ח אביבית בן שמחון
גב' קלרה צברגל	גב' סיגל יששכר	פרופ' אמיר ברנע
עו"ד דפנה צרפתי	מר ניסים כהן	רו"ח נבו ברנר
רו"ח דורון קופמן	רו"ח רם לוי	אבי בראור
רו"ח גדי קוניא	פרופ' עמיר ליכט	רו"ח משה גדנסקי
מר אורן רוזמן	רו"ח רונית לרנר	עו"ד שיראל גוטמן - עמירה
מר איתי רפל	מר איציק מאיסי	מר גיל גזית
רו"ח שלומי שוב	רו"ח גיל מור	מר אלון גלזר
רו"ח אפרת שוסט	פרופ' אריה מלניק	רו"ח עידו גליל
רו"ח אלכס שכטר	רו"ח רונן מנשס	רו"ח אורי גרוסמן
רו"ח פיני שמואלי	חיים מסילתי	גב' דגנית דניאל
גב' רקפת שני	רו"ח זאב נהרי	עו"ד חגית הורוביץ
רו"ח עינת שפרלינג	מר אסף סגל	פרופ' צבי וינר
מר שלי תשובה	דורית סלינגר	רו"ח דני ויטאן

טופס הצטרפות לרשימת הדיוור
של פורום שווי הוגן

שם משפחה: _____ Last Name: _____

שם פרטי: _____ First Name: _____

מקום עבודה: _____ Company: _____

תפקיד: _____ Position: _____

טלפון בעבודה: _____ Telephone (w) _____

טלפון נייד: _____ Telephone (c) _____

פקס: _____ Fax: _____

דוא"ל: _____ E-Mail: _____

כתובת לדואר: _____ Address: _____

הערות: _____ Comments: _____

מאשר/ת קבלת דיוור עדכונים שוטפים על פעילויות הפורום בדוא"ל _____

אנא מלאו את הטופס ושילחו למייל או לכתובת הרשומים מטה.

פורום שווי הוגן, תכנית חשבונאות, בית ספר אריסון למנהל עסקים

המרכז הבינתחומי הרצליה, רח' כנפי נשרים, הרצליה, 46150

טל'. 09-9527675

fvf@idc.ac.il, www.fvf.org.il

תכנית חשבונאות

הבינתחומי
הרצליה

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

סיכום פעילות השנה האקדמית תשע"ב

