

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. 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 ביולי 2017

נושא המפגש: "כניסת מניות הבכורה לשוק ההון הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות".

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון, מצגת בנושא מניות בכורה – חני שטרית בך.

אורחים שנכחו בדיון: חני שטרית בך (הבורסה לניירות ערך), רונית הראל (מנכ"לית, S&P מעלות), ברק מימון (רשות המיסים), עמית ורדי (מנכ"ל לידר שוקי הון), יניב פגוט (אסטרטג השקעות ראשי, אילון).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, ניר הלפרין, אודי גרינברג (BDO), יבגני אוסטרובסקי (רשות ניירות ערך), ליאור צוברי (רשות ניירות ערך), עמנואל אבנר, אוהד גראוב (הרצוג פוקס נאמן), עמיר ליכט (הבינתחומי הרצליה), צור פניגשטיין (PWC), אבי לוי (מנכ"ל מליסרון), אלון גלזר (לידר שוקי הון), גיתית גור גרשגורן (רשות ניירות ערך), אסתרי גלעוז רן, שגיב מזרחי (BDO), בני ספירשטיין, יניב סיילן, עמית גונן, רונית כהן (BDO), שמוליק ויינשטיין, אילן פלטו (איגוד החברות הציבוריות), שרית מולכו (ש. פרידמן), אורן פרנקל (אלוני חץ), דגנית דניאל (כונס הנכסים), ואדים פורטנוי, מני נאמן (הפניקס), אביטל וינרב צוהר (רשות המיסים), רפי ליפא, גל עמית, איתי גוטליב (EY), דני ויטאן (KPMG), נבו ברנר (התעשייה האוירית), משה אטיאס (מטריקס), דן אבנון (הרמטיק), יוסי רזניק (רזניק פז נבו נאמנויות), אביאל אזואלוס (פרופאונד בית השקעות), הילה גלזמן (רשות שוק ההון), אבי דנון, מיכה רוט, ליאת גרבר (גולדפרב זליגמן), הילה פרלמוטר (S&P מעלות).

צוות מקצועי: דניאל גרף, יעל סלטון, לידור רוזנצוויג ויהונתן סמוכה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם, תודה רבה שהגעתם למפגש האחרון של השנה האקדמית הנוכחית. האקדמיה יוצאת לפגרת קיץ ואנחנו איתה, אך כפי שכבר הודענו, הקמנו צוות חשיבה בנושא IFRS 17 שצפוי ליצור מהפכה שלמה בדוחות הכספיים של חברות הביטוח. אנו מזהים את IFRS 17 כבעל משמעות אדירה, תקן שהולך לשנות את כל התפיסה של שוק ההון לגבי חברות ביטוח ולהשפיע במידה רבה גם על ההתנהלות העסקית שלהן. בצוות חברים בין היתר, כל מנהלי הכספים של חברות הביטוח הגדולות. נקבעה כבר פגישה ראשונה ואת המסקנות נביא לדיון בפורום בתחילת השנה האקדמית הבאה כי זה באמת דיון חשוב ומעניין, לרבות בקשר בין המודל החשבונאי החדש לבין סולבנסי 2.

היום אנו עוסקים בנושא של מניות בכורה. יש מתווה של עקרונות שאושר על ידי דירקטוריון הבורסה אישר ונתון עדיין לאישורה הסופי של רשות ניירות ערך. מבחינת המוטיבציה, עוד מעט נשמע את חני שטרית ואני מניח שבין היתר, שיש מטרה לעורר את הבורסה ולהגדיל את הגיוון של המכשירים.

אגב, הרבה מאוד שנים אנחנו המרצים בחשבונאות המשכנו ולימדנו מניות בכורה. תמיד שאלו אותנו למה אנחנו מלמדים את זה הרי זה לא קיים בחברות ציבוריות פה בארץ. אז רבותי, סוף סוף הגיע הרגע, לא סתם הקשנו עליכם כל השנים עם מניות הבכורה, זה מגיע לשוק ההון.

אני חייב להגיד שכשראיתי את המתווה, נזכרתי בשאלה שאני סוחב שנים - איך חוק ניירות ערך מצד אחד דורש שמניות יהיו בעלות אותן זכויות ומצד שני הוא מתיר מניות בכורה. גם כשאני מסתכל על חוק הריכוזיות, בתור כיוון חשיבה של הכנסת שהוא הקטנת הפער, אז זה לכאורה מגדיל את הפער, למרות המגבלות שיש על כמות ההנפקה שתכף חני תדבר עליהם. בכל מקרה, אין ספק שיש פה משהו שהוא לכאורה בכיוון ההפוך לחוק הריכוזיות, שהוא יוצר פער ובמידה מסוימת אם חוק הריכוזיות הגביל את הפירמידה יש פה איזושהי הגדלה מסוימת של הפירמידה. הרי מבחינה כלכלית אני יכול להנפיק מניות בכורה במקום זכויות מיעוט, כלומר, במקום להוריד פעילות מסוימת לחברה בת ולהנפיק את מניותיה לציבור. למעשה, אפשר לתכנן מניות בכורה הוניות כסוג של תחליף לזכויות מיעוט.

הדיון שיש לנו היום מזכיר במידה מסוימת את הדיון שהיה לנו בשנה שעברה בנושא של ה-COCO בהקשר של הבנקים. ראינו שהם באמת אימצו את זה באופן משמעותי וגורף. ממה שאנו שומעים, אתם מוזמנים כמובן לתקן אותי אחרת, אני לא רואה את הבנקים מסתערים, בלשון המעטה, על הנושא של מניות הבכורה כי יש להם את הקוקו. לפי בזל החדש, גם אם מניות הבכורה יעמדו בתנאים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מסוימים, הן הכי הרבה יהיו Tier 2 ולא Tier 1 ובנוסף הן יקרות להם יותר מה-COCO ולכן כנראה שלא נראה את הבנקים בתמונה. לגבי חברות ביטוח, זה יכול להיות אולי רלוונטי בקונסטלציה מסוימת. ממה שאני מבין, לפי הוראות הפיקוח הנוכחיות, כדי להיכנס להון הליבה צריך דווקא שמניות הבכורה לא יהיו צוברות, בניגוד למתווה הנוכחי של הבורסה. עם זאת, יכולים להיות לכך פתרונות, כמו הנפקת מניות הבכורה ברמת חברת האחזקות והנפקת הון מניות רגיל כנגד אותו מזומן בחברת הביטוח. הכל בסוף יהיה שאלה של מחיר.

החשבונאות יודעת להתמודד יפה עם המכשיר הזה שנקרא מניות בכורה. יש לנו תקן שנקרא IAS 32 שעושה הבחנה מאוד ברורה בין התחייבות והון. ההבחנה הזאת מבוססת בעיקרה על הגדרת התחייבות- מחויבות כלפי צד חיצוני להוציא כסף. כשאנו מדברים על מניות בכורה אז למעשה המחויבות הזו יכולה להגיע או דרך הקרן או דרך תשלומי הדיבידנד. ברגע שיש לצד השני יכולת לפדות את המכשיר הזה, נוצרת לחברה מחויבת ולכן היא תרשום התחייבות בגין הרכיב הזה.

מנגד כאמור יכול להיות שהמחויבות תיווצר דרך צד הריבית. כלומר יכול להיות שהקרן היא צמיתה או לא ניתנת לפידיון, אבל מעצם העובדה שיש לחברה מחויבות לשלם את הריבית, להבדיל מזכות הצבירה שתכף נדבר עליה, נוצרת התחייבות חשבונאית דרך הרגל של תשלומי הריבית. החשבונאות במקרה הזה היא יפה ופשוטה, תסלחו לי על המחמאות, מאוד כלכלית והגיונית. לא מרגשים אותה השמות השונים, בין אם המכשיר נקרא אג"ח, מב"כ, שטר הון, כלומר המהות של ההגדרות היא החשובה, האם יש מחויבות או לא.

לעומת זאת כשאנו מסתכלים על האלמנטים השונים של מניות בכורה, זכות צבירה, זכות השתתפות שנתונים להחלטת המנפיק.

שרית מולכו

צבירה זה לא שיקול דעת, החלוקה כן.

שלומי שוב

התכוונתי לחלוקה של הצבירה, מאחר והיא נתונה לשיקול דעתה של המנפיקה, זכות הצבירה היא הונית.

גל עמית

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אלא אם יש חובה כל 5 שנים לנכות את הצבירה.

שלומי שוב

בסדר, בהנחה שאין. בוא נפשט רגע. אם אני לוקח דוגמא פשוטה של אג"ח שלא ניתן לפידיון, או ניתן לפידיון על ידי המנפיק, והוא צובר, זה למעשה הון קלאסי.

שרית מולכו

שלומי רק לתקן, לפי הבנתי הנחית הרשות היא שהצבירה היא חובה, אז לדבר על צבירה בשיקול דעת באופן פרקטי, היא לא נכונה.

שלומי שוב

ממה שאני מבין, תכף חני תציג את זה, הדרישות הן שתהיה זכות צבירה, אבל עדיין החלוקה נתונה לשיקול הדעת של החברה המנפיקה. אני צודק?

חני שטרית בן

כן.

שלומי שוב

לכן בגלל שהיא נתונה לשיקול הדעת של החברה המנפיקה היא לא יוצרת התחייבות. אמיר עוקץ אותנו ואומר למעשה ההון העצמי שלכם הוא לא לגמרי משקף. נניח שחלפה שנה ולא חילקתי דיבידנד ונצבר לבעלי מניות בכורה דיבידנד צביר, ברגע שלא העברתי להם חלק מיתרת העודפים, יתרת העודפים בעצם מרמה, כי למעשה היא לא כולה שייכת לבעלי המניות הרגילות. IFRS לא נותן לזה דגש, הוא לא מדבר על המיונים בתוך ההון העצמי. אגב באחת ההצעות שהייתה במסגרת המושגית חשבו על זה וזה ירד בסופו של דבר.

הם חשבו לעשות הבחנה בתוך ההון של בעלי מניות חברה האם, בין מה ששייך לבעלי המניות הרגילות לבין מה ששייך לבעלי כתבי אופציה, מניות בכורה, שטרי הון, כי באמת היום זה מאוד מבלבל. בדומה אגב להבחנה שמתבצעת בין זשמי"ש להון ששייך לבעלי המניות הרגילות. אני חושב שצריך לטפל בזה. זה חסרון מובנה שיש לנו בחשבונאות שאנו מודעים אליו וגם המשקיעים צריכים להיות מודעים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לנקודה הזו. אגב, ברווח למניה זה מנוטרל אבל אף אחד לא מסתכל על זה בישראל, כך שהנתונים קיימים ורשות ניירות ערך יכולה לכלול דרישת גילוי בנושא עד שיגיע פתרון חשבונאי.

נחזור לענייננו, מנית בכורה יכולה להיות מכשיר הוני קלאסי כאמור או התחייבותי קלאסי. אם לצורך העניין הקרן ניתנת לפדיון או לחילופין יש חובת תשלום של הריבית מנית הבכורה תהיה התחייבותית. יכול להיות מנית בכורה שהיא מכשיר מורכב, זאת אומרת שיש בו גם מרכיב הון וגם מרכיב של התחייבות. לדוגמא, חברה מפיקה מניות בכורה שניתנות לפידיון על ידי המחזיק בעוד 5-6 שנים, אבל בינתיים יש להן זכות צבירה, זה מכשיר מורכב. למעשה התשלום ששולם בגין זכות הצבירה הוא הוני והערך הנוכחי של התשלום שאני אשלם בעוד 5 שנים הוא למעשה התחייבות. כלומר בהחלט יכולות להיות מניות בכורות שיהיו מכשיר פיננסי מורכב ואז עולה שאלה איך מתייחסים לתשלומים שמשולמים גם בצד המיסויי – מבחינת הכרה כהוצאה וגם בצד המשפטי – מבחינת כפיפות לכללי חלוקת דיבידנדים. מבחינה חשבונאית IAS 32 אומר דבר מאוד פשוט, לרשום את ההוצאות לפי עקרון הסימטריה. כלומר אם החלטנו שהמכשיר הוא התחייבותי, כל ההוצאות בגין המכשיר ירשמו בדוח רווח והפסד כהוצאת מימון, אם המכשיר הוא הוני אז ההוצאות ירשמו בהון כדיבידנד.

אמיר ברנע

המרכיב הראשון מוכר בתור הוצאה מוכרת?

שלומי שוב

אז זו השאלה. תכף נשמע את אנשי המיסים והמשפט.

גל עמית

כלכלית אם זה מנדטורי זה מאוד הגיוני שכן.

שלומי שוב

בוא נחכה רגע גל. כאמור זה יכול להיות או התחייבות או הון אבל זה יכול להיות עוד יותר מורכב במכשירים המורכבים. לדעתי גם למשפט וגם למס לפי מה אני מבין אין לכם תשובה טובה אבל אולי תפתיעו אותי. ברמה המיסוית השאלה היא האם ההוצאה הזאת מוכרת וברמה המשפטית השאלה קשורה לעניין מבחני החלוקה, האם מבחן יכולת הפירעון ומבחן העודפים צריכים לחול או לא.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

צריך להוסיף לכל מה שאמרנו את אלמנט ההמרה למניות. ברגע שלמחזיק יש את האופציה של המרה למניות, בהנחה שזה מכשיר הוני זה לא משנה יותר מידי כי זה נשאר הון אבל אם זה מכשיר התחייבות עם זכות המרה אז למעשה יש פה מכשיר מורכב, משהו שהוא דומה לאג"ח להמרה שיש בו חלק התחייבותי וחלק הוני, אפרופו החלטות רשות המיסים שאולי נשמע עליהם בנושא אג"ח להמרה.

נקודה נוספת, אם זכות ההמרה היא של החברה, לכאורה ברגע שיש לה זכות המרה לא נוצרת לה התחייבות כי בכל רגע היא יכולה להימנע מלהוציא כסף על ידי המרה למניות. לכן אם זכות ההמרה היא מיידית כל המכשיר הוא מכשיר הוני. לעומת זאת, אם ההמרה היא רק מתקופה עתידית מסוימת ובינתיים על החברה לשלם תשלומי ריבית אז תשלומים אלו יוצרים התחייבות כי אין למנפיק יכולת להמיר עכשיו ולהימנע מתשלומי הריבית.

עכשיו נסתכל על זה בצורה רחבה יותר. כאשר אנו מדברים על השוק הישראלי עולה השאלה עד כמה המכשיר הזה באמת מתאים לנו. עד כמה יש פה חברות עם מדיניות והיסטוריה ברורה של חלוקת דיבידנדים, עד כמה הממשל התאגידי פה מספיק טוב, אנו רואים לאחורונה בתקשורת שלפחות בחלק מהחברות הוא לא שיא השלמות בלשון המעטה. עולה השאלה עד כמה שוק ההון הישראלי ערוך ומוכן לזה.

כמובן שעולות פה שאלות נוספות למשל בנושא התמחור מבחינת המשקיעים, ובכלל גם מבחינת המומחים, הוא לא פשוט. יושבים פה לא מעט מעריכי שווי שנשמח לשמוע את דעתם, עד כמה יש יכולת לתמחר מכשירים כאלו. הרי בסופו של דבר עם כל הכבוד להבחנה שהחשבונאות עושה בין התחייבות והון, זה לא רלוונטי מבחינת הערכת השווי. בהערכת השווי מה שמעניין בסוף הוא סדר הנשייה. אין ספק שהתמחור הרבה יותר מורכב מתמחור של אג"ח. תחשבו שאנו מנפיקים אג"ח על מח"מים של 4-5 שנים ופה מן הסתם מדברים על מכשירים עם מח"מים ארוכים הרבה יותר. כמובן תעלה פה שאלה שהעלתם אותה קודם, על רקע התמחור הזה, עד כמה לא נכנס לפה התחייבויות ארוכות טווח בתחפושת של הון ויניב ירחיב על הנושא הזה.

גב' כהן מחדרה כנראה לא תהיה זו שמסקיעה במכשירים האלו, אבל השאלה מופנית למוסדיים, מה היכולות שלהם והרצון שלהם בלתמחר מכשירים כאלו.

אמיר ברנע

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כמה הערות קצרות. דבר ראשון, מי שזוכר דנו בפגישה הקודמת, בנושא מלרג, בשאלה האם השיקולים לחלק דיבידנד למניות בכורה כפופים לאותם שיקולים של חדלות פירעון שרלבנטיים לחלוקת דיבידנד לבעלי מניות רגילות, עם הטלת אחריות על דירקטוריון. אינני לא יודע אם אלה אותן דרישות שמונעות חלוקת דיבידנד למניות בכורה צבירות. כנראה שכן ואז קשה לראות במניות בכורה התחייבות ולא הון.

דבר שני, האם הנפקת מניות בכורה בחברה, שמאספקט הנושים היא למעשה הונית כי היא משנה את המינוף הפיננסי, יכולה להוריד את עלות החוב של החברה כי היא משפרת את הדירוג שלה? נכון שעלות מניות בכורה גבוהה מעלות של חוב, במיוחד עקב שיקולי נטו ברוטו, אבל גם מעבר לזה קיים פער עלות נומינלי. אבל תחשבו על החשבון הבא: לאחר הנפקת מניות בכורה, מבקש שיפור בדירוג ואז מוזיל את עלות החוב! השאלה היא אם הטרייד אוף הזה, בין תוספת התשלום על מניות בכורה לבין החסכון בעלות החוב נלקח בחשבון בשיקולי בחירת מניות בכורה כמקור מימון.

דבר שלישי, אני חושב שמניות בכורה מתאימות להשקעה לגופים פיננסיים מסוג קרנות פנסיה שיש להן בעיה של התאמת מח"מ. תוספת התשואה שמתקבלת נספרת לפחות לתקופת הקדנציה הנוכחית של ועדת ההשקעות של אותה קרן פנסיה. לכן אני חושב שגופים כאלה יכולים להתאים מצד הביקוש. משום שהם מחפשים, אני מניח, אופקי השקעה ארוכים והיום בשוק החוב אין להם אופקים מהסוג הזה, בוודאי לא בתשואות יותר גבוהות מתשואות ממשלתיות.

דבר רביעי, אתה צודק שמוסדות פיננסיים לא יהיו אלו שינפיקו את מניות בכורה בגלל השינוי בהוראות של BIS. זה קצת מוזר שדווקא חברות נדל"ן יהיו המנפיקות של מניות בכורה למרות שלהן נושא הלימות ההון איננו קריטי ולעומת זאת קריטי הוא נושא ההכרה בריבית למס.

דבר חמישי, למניות בכורה יתרונות דיווח, אני מניח, במיוחד אם לפי שלומי אין צורך לרשום את הדיבידנד הצביר שלא שולם, שאיננו נרשם כהוצאה. הוא לא נרשם בשום מקום. מוזר שדיבידנד צביר שלא שולם אינו מפחית את ההון העצמי אולם אני מתייחס לכך כעוד בעיה חשבונאית שדורשת תיקון.

יבגני אוסטרובסקי

אמנם אין התייחסות פורמאלית לכך במסגרת התקינה החשבונאית הבינלאומית, אך הדבר גם אינו אסור – קרי, ניתן לבצע הבחנה של הרווחים שנצברו לטובת מניות הבכורה במסגרת הדוח על השינויים בהון (או בביאור שיועד לכך). אנחנו נשקול לחייב זאת כשיגיע המקרה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

שלושה נושאים נוספים: ראשון שהנושא המס שהוא לדעתי קריטי לגבי אטרקטיביות מימון באמצעות מניות בכורה. הייתי רוצה לדעת האם יש אפשרות להגיע לאיזה פרה-רולינג משלטונות המס, שבתנאים מסוימים העלות הזו תהיה מוכרת. אני סקפטי כי כאמור החוק אוסר חלוקת דיבידנד אם קיים חשש סביר ליכולת פירעון מראש שזו התחייבות הונית. שאלה שניה קשורה למעמד מניות בכורה במקרה של הסדר חוב, האם בעלי מניות בכורה הם כאילו מיוצגים בנפרד ומה הסיטואציה שלהם בתוך הסנדוויץ' הזה בין בעלי מניות רגילות לבין הנושים. והשאלה השלישית עליה דיבר שלומי. האם מתן אפשרות להנפקת מניות בכורה פוגעת בעקרון one share one vote. ההיסטוריה פשוטה: פעם היתה אפשרות הנפקת מניות בעלות זכויות הצבעה דיפרנציאליות. זו נאסרה בחוק. היזמים פנו למבני בעלות פירמידליים שמשיגים את אותה תוצאה. חוק הריכוזיות והשינוי הבנקאי לפיו אשראי ניתן נגד תזרים ולא נגד נכס, סגרו אופציה זו. נפתחה עכשיו אופציית מניות הבכורה.

חני שטרית בד

מה שחשוב לציין הוא שקודם כל לא עשינו את המכשיר כדי לעורר את הבורסה, ניסינו להביא את המכשיר הזה לשוק ההון לדעתי כבר 10 שנים, רונית פה לידי להעיד על כך.

רונית הראל

אפילו יותר מעשר שנים.

חני שטרית בד

אז עוד יותר. גם בתקופות הפריחה ניסינו להביא אותו לבורסה, כך שהוא לא נולד היום. בהחלט קיבלנו רוח גבית לאחרונה מרשות ניירות ערך ולכן קידמנו אותו. הוא לא מכשיר שנולד באקדמיה הוא מכשיר שנולד מתוך העובדה שהלכנו לחברות הגדולות, הצגנו להם מה נהוג בחו"ל, מה אנחנו רוצים להביא לכאן, הלכנו למשקיעים מוסדיים ודרך השיחות האלו יצרנו מכשיר שחשבנו שהוא ישרת את כל הצדדים.

כאמור מנית בכורה היא מניה שמקנה זכות קבועה בדיבידנד ועדיפה על פני המניות הרגילות. חייבנו שמניות הבכורה יהיו מניות צוברות, זו חובה של הבורסה לא בחוק. בנוסף, כמובן בחוק כתוב שמנית בכורה לא מקנה זכות בהצבעה. עוד דבר שהכנסנו, כי זה עלה גם במשרד המשפטים, הוא שמניה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יכולה להיות מניה בת פדיון. אנו הבהרנו זאת על ידי הנחיה שכתבנו במפורש שגם הדיבידנד וגם הפדיון כפופים למבחני החלוקה על פי חוק החברות. לכן תמיד שירצו לחלק דיבידנד או כאשר ירצו לפדות את המניות האלו יצטרכו לעמוד במבחני החלוקה.

שרית מולכו

חני אבל מנית בכורה בת פדיון, אם היא לא בת פדיון בפירוק היא לא מניה בכלל לפי חוק החברות.

חני שטרית בן

אני אומרת שגם אם בעוד 5 שנים יש פדיון מנדטורי, כשתבואי ותבדקי אם אפשר לפדות לא תוכלי לתת את זה מנדטורית כי תצטרכי לעשות מבחני חלוקה.

אמיר ברנע

אם זה אותם מבחני חלוקה כמו מניות רגילות אין שום סיכוי שתאושר הוצאה מוכרת.

שלומי שוב

אמיר חכה רגע עם המס. יש פה שלושה מישורים, וחשוב לצורך החידוד, בשלב הראשון, שלא נערבב ביניהם.

חני שטרית בן

עכשיו אילו חברות תוכלנה לחלק את זה? באנו ואמרנו שאלו חברות ששווי ושיעור החזקות הציבור שלהן במניות הרגילות עומדות בהנחיות של חברה חדשה, לא רצינו לתת לחברות שמחזיקות 10% ציבור במניות הרגילות להנפיק. בנוסף לקחנו חברות יחסית גדולות שכלולות בתל אביב 125 וה-SME60. אם חברה לא כלולה באחד מהמדדים האלה היא לא תוכל להנפיק, למעט אם זו חברה ששווי השוק שלה הוא מעל 500 מיליון ש"ח, כלומר שהיא חברה גדולה אבל לא עומדת בשעור שנדרש למדדים האלה ועדיין עומדת בשווי ובשיעור של חברה חדשה.

עוד קריטריון ששמנו שעונה לעניין של One share one vote הוא שעד היום בכל ההנחיות של הבורסה שמים מינימום (מינימום סדרה של אג"ח להמרה, מינימום סדרה של מניות בכורה, מינימום של אג"ח סטרייט). כאן זו פעם ראשונה ששמנו לא רק מינימום אלא גם מקסימום. מינימום סדרה לא יכול לפחות 36 מיליון ש"ח כדי שתהיה תקינות מסחר, אבל שמנו גם מקסימום, כלומר חברה לא תוכל

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

להנפיק מניות בכורה באופן ששווי מניות הבכורה יעלה על 20% משווי החברה. זאת אומרת זה לא יוכל להיות הכלי המרכזי לגיוס הון. התניה שנייה ששמנו היא ששווי החזקות הציבור במניות הבכורה לא יוכל לעלות על 50% משווי החזקות הציבור במניות הרגילות פלוס מניות הבכורה. אפשרנו רק סדרה אחת של מניות בכורה, אנו יודעים שאם היינו מתחילים לאפשר היינו מוצאים כאן הרבה סדרות לכל חברה ואמרנו שקודם נבחן את זה. אנו מכירים את השוק הישראלי, אם מאפשרים לו הוא עושה אופציה על האופציה של האופציה ולא מנפיק את הנכס המרכזי.

בכל מה שקשור לתנאים אפשריים אפשרנו כאן כמעט הכל. הסתכלנו על חו"ל ואמרנו שזה לא מוצר רגיל, זה לא מוצר מדף שאתה מוריד. כל חברה צריכה להתאים את זה לצרכים שלה ויכולים להיות צרכים מאוד מגוונים. לכן אפשרנו לחברה לעשות פדיון מוקדם, כלומר להגיד שהיא נצחית, אך לחברה אופציית פדיון. הם יכולים לאפשר למחזיק, לא חייבים, לתת לו אחרי תקופה מסוימת אפשרות לפדות, זו גם עוד אופציה. החברה יכולה להמיר את זה, כלומר יכולה מראש להודיע שיש לה אופצית המרה.

אמיר ברנע

את תעשי את הערכת השווי של זה אחר כך?

חני שטרית בד

לא, יש לי מזל. זאת אומרת יש כאן מגוון מאוד גדול שאני מניחה שהחברות לא יבחרו בכולו וילכו בין הצרכים השונים ובין מה שהמוסדיים יסכימו בסוף לקנות.

אם נסתכל על נתוני העולם, כי היה לנו חשוב לראות מה קורה בעולם, אז יש כ-5000 סדרות בעולם. הרוב הגדול הוא של הבנקים וחברות ביטוח, במיוחד בארה"ב שזה נחשב להם שם Tier 1. הסתכלנו דווקא לא על החברות הפיננסיות, רצינו לראות מה קורה בסקטור הריאלי ומצאנו שעדיין יש 1400 סדרות בעולם שזה הרבה מאוד, מפוזרות על הכל. מהגז, הנפט, האנרגיה, התעשייה, התקשורת, הביומד, הטכנולוגיה והנדל"ן, על הכל הסקטורים זה מפוזר. כשהסתכלנו על צבירת דיבידנדים, כי בחו"ל הצבירה אינה מחויבת כמו בישראל, אנו רואים שעדיין למרות שזה לא מחויב, ב-94% מהסדרות יש התחייבות לצבירת דיבידנדים. כלומר, זה שאנו מחייבים לא בעצם מגביל כי זה מה שגם נהוג ברוב המקרים בעולם, בכל הסקטורים דרך אגב.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אם מסתכלים על אופצית ההמרה שיש למניות בכורה אנו רואים פילוח מאוד שונה. נניח אם מסתכלים על הגז והנפט, אין להם בדרך כלל אופצית המרה. לעומת זאת אם נסתכל על טכנולוגיה וביומד, שם המניה יכול לנסוק בזמן מאוד קצר, יש להם אופצית המרה. זה ברור ומובן כי המשקיעים ירצו לראות שהדיבידנד נמצא בין הריבית שהחברה משלמת לטווח ארוך לבין תשואת המניה. כשאני מדברת על תשואת המניה זה לאו דווקא תשואת הדיבידנד אלא גם עליית ערך המניה על פני הזמן. לכן באמת רואים שוני מאוד גדול בין הענפים, עדיין 60% אין להם אופצית המרה. הנתון האחרון שמעניין כאן הוא הנצחיות, אנו רואים שברוב הסדרות, 85% מהסדרות, יש נצחיות בעולם. כמובן שיש תמיד אופציה לחברה לעשות פידיון.

אמיר ברנע

חני אני שואל אותך האם יש דוגמאות למעורבות בעלי מניות בכורה בממשל תאגידי? נניח שכמה שנים לא שולם דיבידנד צביר האם יש אפשרות למנות דירקטור מטעם בעלי מניות הבכורה? האם יש דוגמאות מהעולם למעורבות של בעלי מניות הבכורה בממשל תאגידי?

חני שטרית בד

היו כמה מקרים שאם החברה לא מחלקת תקופה מסוימת, בין 3-5 שנים, אז ניתן למנות שני דירקטורים.

שלומי שוב

זו נקודה מאוד חשובה. צריך למצוא לנקודה הזאת פתרון.

חני שטרית בד

כן אבל הבורסה לא מתערבת אף פעם בממשל תאגידי. את זה השארנו למשא ומתן בין המשקיעים לבין החברה.

רונית הראל

דרך אגב, שלומי, מבחינת הדירוג, כשאנחנו בוחנים את המרכיב ההוני ואת מרכיב החוב של מניות הבכורה, אזי, נראה שהיתרון שיכול להוצר בעקבות הנפקת מניית בכורה והכרה במרכיב הוני משמעותי יותר בחברות נכסיות, בהשוואה לחברות שהדגש שלנו הוא יותר על התזרים מול החוב (יחסי כיסוי). בקטגוריה האחרונה, היחסים שחברת הדרוג שמה עליהם דגש הם לא בהכרח יחסים מאזניים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בחברות נדל"ן, למשל, אנו שמים דגש על יחס הון ל-CAP. לפיכך, קיים יתרון גדול יותר להנפיק מניות בכורה (בהנחה שאנו מייחסים למניות הבכורה מרכיב הוני כלשהו), כי יכולה להוצר השפעה חיובית על יחסי המאזן. כשמסתכלים על חברות שעיקר הבחינה שלנו הוא סביב התזרים אל מול החוב והריבית, היתרון מבחינת הדירוג קיים, אבל הוא פחות משמעותי.

אבי לוי

אמיר אמר שהוא מעריך שחברות הנדל"ן תנפקנה מניות בכורה, אני לא בטוח בזה. אם נסתכל על הרשימה של הסקטורים ששמתם פה בחומר רקע, יש פה תעשייה, גז, טכנולוגיה, אין נדל"ן.

רונית הראל

אבי, ההשוואה אינה פשוטה מאחר ובחוו"ל רוב חברות הנדל"ן הן REITs. דרך אגב, מהנתונים של החברות במדד של S&P Dow Jones הכולל רק מניות בכורה ומאגד 300 סדרות של מניות בכורה סחירות בשווי סדרה של מעל 100 מיליון דולר, 10% מהסדרות הן מתחום הנדל"ן. אבל אני מניחה שאלה בעיקר REITs שממילא יש להן מדיניות חלוקת דיבידנד על פי החקיקה.

אבי לוי

יפה, אז בואו נדבר על החברות הישראליות. החברות הישראליות הגדולות מתנהגות כמו ריטיס, כולן מחלקות דיבידנדים, באופן עקבי וקבוע. זה אומר שאם ננפיק מניות בכורה אז התשלום של הקופון של הדיבידנד יהיה קבוע. כל חברות הנדל"ן הגדולות בישראל בעלות דירוג מאוד גבוה יחסית. עלות המימון מאוד מאוד נמוכה, שהיא גם מוכרת לצורכי מס, מה שעושה אותה עוד יותר נמוכה. אני לא בטוח שהפרמיה שהמשתתפים של מניות בכורה יבקשו תהיה כזו שתצדיק את הפער בין עלות הגיוס, אחרי מס, לבין אותה פרמיה. זאת מאחר והפרמיה שהם יבקשו, מעבר לדיבידנד הקבוע שהחברות משלמות, זו לא הוצאה מוכרת.

אם אני מסתכל עלינו מילסריון, על עזריאלי, ביג מחלקות דיבידנד של 3%-4%, זה המון, זה הרבה מעבר לעלות הריבית. מנפיקי מניות הבכורה יבקשו 6%-8%, אין ספק שהפער הזה לא מצדיק את עצמו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דבר נוסף, אני לא בטוח שההנפקה של מניות בכורה אכן תשפר את הדירוג של החברות. זה ישפר את המינוף אבל גם היום היחסים הפיננסיים של החברות הגדולות הם יחסית טובים, הן מתנהלות כמו ריטים והיחסים הפיננסיים לפעמים יותר טובים מאשר של ריט. בנוסף, עלות הגיוס היא כזו, שגם אם נשפר את הדירוג, אני לא בטוח שזה יוזיל לו את עלות הריבית. אז המחיר שבעלי המניות הנוכחיים ישלמו לבעלי מניות בכורה יהיה משמעותית הרבה יותר גבוה מהוזלת הריבית, אם בכלל תהיה לחברה. כך שאני לא רואה שחברות הנדלין ירוצו לדבר הזה.

שלומי שוב

רשות ניירות ערך - רציתם לחדד משהו.

ליאור צוברי

לפני שנגיע לחידוד, בהמשך לדברים של חני, רשות ניירות ערך קידמה את המכשיר מהסיבה הפשוטה שרשות ניירות ערך רוצה לעודד גיוון באפיקי ההשקעה ופיתוח השוק. חוק ניירות ערך מאפשר, כחריג היסטורי, לכלל השוויין בהצבעה הנפקה של מניות בכורה.

מכיוון שהמכשיר מקובל בעולם אמרנו בואו ניתן אפשרות לשוק להנפיק ונקדם את המכשיר הזה. איך זה ייקבע? השארנו די הרבה אפשרויות פתוחות ושיקול דעת להסדרת המכשיר ואיך ייקבעו המאפיינים שלו. כוחות השוק ייקבעו גם את הממשל התאגידי. הייתה הערה של אמיר לגבי המינוי של הדירקטורים. מבחינת מנגנוני הגנה אפשריים, יש את זכות ההמרה שזה עניין של שיקול דעת וזכות הצבירה שזה חובה כדי למנוע בסופו של דבר מניפולציות אפשריות.

שלומי שוב

רגע, זכות ההמרה היא תהיה חובה?

ליאור צוברי

לא, שיקול דעת של המנפיק וגם אפשרות מצד המשקיעים, אבל אני חושב שהביקורת הגדולה באמת או יותר נכון מנגנון פיקוח רציני יותר יהיה מנגנון הפיקוח של השוק והביקורת הציבורית, ככל שחברה לא תחלק דיבידנדים. בגלל זה פתחנו את הנפקת המכשיר בשלב ראשון לחברות היותר גדולות, היותר יציבות. בארה"ב כן מקובל מינוי דירקטורים מטעם מניות הבכורה, ככל וחברה לא מחלקת דיבידנדים במשך מספר תקופות. אני לא בטוח שמבחינת חוק ני"ע זה אפשרי העניין של מינוי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דירקטורים, שכן תעלה שאלה אם זה עולה לכדי זכות הצבעה כן או לא. אני גם לא בטוח שבשוק ריכוזי כמו ישראל עם שליטה מאוד מבוססת, מינוי של דירקטור אחד או שניים, זה מה שייתן את הפתרון. בספק. נקודה נוספת שעלתה, וזה החידוד, זה לגבי סעיף 312 לחוק החברות שקובע שמניה בת פדיון לא תחשב כחלק מההון העצמי של החברה יהיה כינויה אשר יהיה. עולה שאלה פרשנית בהקשר זה. בדיונים פנימיים עם משרד המשפטים אמרנו שכל זכות המרה וכל חלוקה תהיה כפופה למבחני החלוקה שבחוק החברות בהסתכלות על מכשיר הוגן. השאלה אם המכשיר מסווג כמכשיר של חוב, האם עדיין צריך לעמוד במבחני החלוקה.

אורן פרנקל

אנחנו בקבוצת אלוני חץ בוחנים את המכשיר הזה בחיוב, בוחנים את המשמעויות שלו לעומק ונבחן אם אנחנו רוצים לעשות פעולה בעניין או שלא. אבל אני חושב שיש לו גם יתרונות מסוימים, הכל בכפוף כמובן לתמחור אם התמחור לא נאות אז המכשיר לא רלוונטי. תמחור צריך להיות נכון לכל השחקנים, לא רק לחברה, נכון לבעלי מניות רגילים, לבכורה ולחוב. מה היתרון של מכשיר כזה כחברה שמסתכל על הדבר הזה, אתה בוחן את המתח שבין ניהול סיכון האשראי שלך, אתה רוצה LTV הכי נמוך ואתה רוצה תשואה לבעלי מניות רגילים ביחס לסיכון שהחברה נושאת.

יש כאן ניגוד אינטרסים. המכשיר הזה הוא נותן לך עוד מענה, לנושא של שליטה יש לו גם משמעויות אחרות. המכשיר הזה בהיבט הכלכלי של בעל מניות רגיל זה כמו חוב לכאורה אתה לוקח עוד מינוף ואתה יכול להשיג תשואה נוספת כבעל מניות רגיל אבל אין בו סיכון אשראי כי אם זה לכאורה כמו אג"ח צמית אין לך את הסיכונים של דיפולט. אתה מוכן לשלם על זה קופון יותר גבוה, בעל מניות רגיל יהיה מוכן לשלם על זה קופון יותר גבוה מאשר נניח אג"ח סטרייט, אבל הוא משיג את התשואה שלו וממזער את הסיכון. האג"ח הרגיל מבחינתו גם מצבו השתפר כי הגדלת את ההון העצמי של החברה כי יש אג"ח או הון שהוא נחות לו אז זה משרת גם את האינטרסים של בעלי האג"ח.

אז המכשיר הזה זה שבמידתיות הנכונה אתה יכול לשפר את מצבם של כל השחקנים. בצדק הרשות השאירו את המכשיר הזה כגמיש וכל חברה תיקח את זה לעולם ההתחייבותי או ההוני לפי צרכיה או מטרותיה צריך להיזהר ולהגיד שלא כל מב"כ שווה למב"כ להיזהר בבנצ'מרקינג כל מכשיר הוא יהיה מכשיר שונה לחלוטין. אם מב"כ קובעים שהיא לא משתתפת בהצבעה, למה שיהיה לה דירקטורים, אם היא משתתפת ברווחים אבל יש לה זכות המרה, כשהיא תמיר שתבוא לאסיפת בעלי מניות. כל עוד לא המרת את לא משתתפת, את רק מקבלת את הקופון שלך, למה שאת תקבעי את הנתבי של האוטובוס. אז אני יכול להגיד גם את הטענות ההפוכות. הכל עניין של תמחור שאני לא בטוח כמה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ניסיון יש בשוק. המכשירים הראשונים יהיה ניסיון פחות טוב אבל ככל שהמכשיר יהיה פופולרי אז המוסדיים יפתחו יכולות תמחור, זה תמחור קצת יותר מתוחכם מאשר אג"ח סטרייט.

צריך לעשות פה אופציות בינומיות אבל לא כל חברה תמיד זה התמחור שעושה לעצמה אבל השוק יתבגר. הנושא של בעלי שליטה יכולים לדלל את עצמם לא בזכויות ההצבעה אבל מדללים את עצמם ברווח. אז קודם הרשויות בצדק הגבילו את הסוגייה הזו אבל זו תופעה בריאה זה אומר שהשוק בארץ מתבגר ובעלי שליטה יורדים מ – 80% לאיזור של 30%. ובעל שליטה שהחזיק 80%, 70%, המכשיר הזה בהיבט הזה לא צריך לעניין אותו. כשאתה יורד מ – 30% ל- 20% המכשיר הזה כן צריך לעניין אותו. סימן שהשוק מתבגר ואני חושב שזו תופעה ברוכה.

גל עמית

אני אגיד בשתי הערות, אחד מה שאבי אמר ומתחבר למה שאורן אמר. יוצא שבמצב היום חברות עם דירוגים גבוהים ואני מסכים איתך בספריידים כאלה זה לא הגיוני. לא בסיטואציה להעלות דירוג אלא כשאתה קרוב לסף שלך ויש לך תשואה טובה אז בתוך העסק אני מניח שזה יהיו המקרים שינפיקו מבי"כ אבל לבנות רק על זה שוק שלם על אותה חברה שקרובה. אם נלך שנתיים אחורה שהיו חברות מהיותר גדולות שהיו קרובות כבר והיו ממונפות מדי והיה צריך לעשות כל מיני פעולות להוריד מינוף, נראה לי שאז זה יכול להיות קלסי. במצב היום שהספריידים כלכך נמוכים, אני נוטה להסכים עם אבי זה לא כלכך עושה לי אינטואיציה שצריך..

אורן פרנקל

אני לא מסכים עם הטענה הזו. רק לדוגמה חברה שנמצאת בדאבל A מינוס ורוצה להגיע לדאבל A.

אבי לוי

כמה תחסוך בריבית אם תעלה מדאבל A מינוס לדאבל A.

גל עמית

לא תחסוך

אורן פרנקל

גם אני אפגע בתשואה של בע"מ רגילים, הכל זה עניין של תמחור.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גל עמית

דבר שני, שאותי יותר מטריד זה עניין תרבותי, כמו שאבי אמר החברות הגדולות מחלקות וחברות נדל"ן פרופר, חברות נדל"ן אחזקות אני לא כ"כ רואה שזה מתאים להם. אני לא יודע אצלכם בקבוצה (אלוני חץ) על מה אתם מדברים ואני לא רוצה להיכנס. אבל נגיד חברה כמו מליסרון או אמות או עזריאלי שזה הקלסיקה. הבעיה היא עניין תרבותי, כמה יש לנו בשוק הישראלי חברות שזה כמו נסטלה או קוקה קולה שאנחנו יודעים שמחלקים והמשקיעים יהיו שקטים לקנות מהם אג"ח להמרה ולא פתאום יעצרו להם זה השאלה שאני לא בטוח כמה אפשר יהיה. כי חברה שרק עכשיו מתחילים לייצר את זה אני לא הייתי קונה מניית בכורה של חברה שאני לא רואה שעשר שנים או 12 שנים כמו שעון מחלקת.

משה אטיאס

אני בדעה של אורן אני חושב שזה מעניין אבל יש שאלה של מחיר, התמחור של הדבר הזה והשווי משקל שיהיה מול המניות הרגילות או מול האפשרות של מול גיוס אשראי. אני מתעניין בזה אבל אני עדיין לא מבין, אולי יש את החתמים שיכולים להגיד משהו. בסוף מה יהיה המחיר של חברה שמחלקת דיבידנד כבר 10 שנים, פעם ברבעון 75%. השאלה היא בסוף באיזה מחיר זה הולך להיות. זה ברור שתחלק דיבידנד. אני חושב שזה יכול לעניין את כולם, למשל בע"מ של 50.1% אין אפשרות שזו תהיה הנפקת אקוויטי רגילה. יש פה משהו מעניין שבסוף המחיר יקבע לדעתי.

שלומי שוב

דבר החתם...

עמית ורדי

קודם כל יש התעניינות אדירה במכשיר הרבה יותר ממה שחושבים. המכשיר שיונפק בפועל יהיה מכשיר הוני מן הסתם על מנת לשפר את מבנה ההון של החברה. התחייבותי פחות מעניין. יש בעיה קשה עם תמחור, אין ספק, אנחנו יודעים באיזה טווחים זה הולך להיות מן הסתם אמור להיות פחות מתשואת המנייה ויותר מתשואת האג"ח. במטווח הזה יש אינסוף... החברות הגדולות שרוצות יזרקו... יש מודלים בעולם על מרווחים כאלה ואחרים, אין טעם להיכנס לזה פה אבל יזרקו פה כמות, חברה ששווה 10 מיליארד ותנפיק 200 מיליון ותפספס באחוז או אחוז וחצי בריבית זה יקרה, למעלה או למטה, יחנכו את השוק, השוק יראה את הכיוונים והעסק הזה יגדל. יש יתרונות אדירים לחברות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

המחזיקות 50.1% או בעיקר חברות שיש תפישה שונה בתמחור בין מחיר השוק לבין הבעלים. אם הם חושבים שהחברה שלהם שווה הרבה יותר והם עדיין צריכים לגייס הון, זו דרך קלאסית לגייס הון.

אמיר ברנע

כלומר, הנפקת מניות בכורה זה סיגנל.

עמית ורדי

אני לא חושב אבל הסיגנל הולך להיות אחר. ברגע שזרקת מניות בכורה לשוק נכון שלא יהיה חובה לחלק וזה יהיה מצווה, איתות של חברה תפסיק לחלק את הדיבידנד הזה הוא יהיה איתות רע לשוק ורע לחברה.

אמיר ברנע

אגב זו הסיבה שה – bis ממיינ מניות בכורה כהון משני ולא ראשוני. התברר מתוך לקחי משבר 2008 – 2009, כי אי חלוקת דיבידנד צביר, דיבידנד בכורה, מהווה אינדיקציה שיש בעיה למוסד הפיננסי עם כל ההשלכות הרוחביות על פקדונות.

עמית ורדי

ועדיין ממה שאני מבין מהממונה על שוק ההון יכירו לפחות לחברות ביטוח להנפיק מב"כ

שלומי שוב

יש לנו פה נציג של הממונה על שוק ההון, את יכולה להגיד משהו? זה נכון או לא נכון?

הילה גלזמן

הנושא בבחינה אצלנו, אני לא יכולה להגיב כרגע בנושא.

שלומי שוב

בוא נשמע רגע את הזווית של מעריכי השווי.

ואדים פורטנוי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני חייב להפיג מתח אנחנו עוד לא מעריכים, אנחנו לומדים את הנושא אבל יש מודלים ויש שיטות. הנקודה היא פשוטה המכשיר הזה הוא מאוד תלוי חברה בשונה מהון שאפשר לדבר עליו משהו יותר כללי פר ענף או מאפיינים כלכליים של המנפיק. באשר למב"כ בדיוק כמו שאמרו אורן, משה ואני מאוד מתחבר למה שאורן אמר, הוא לגמרי טיילור מייד, יש חברות שיש להן עניין במכשיר הזה ויש חברות שאין להן עניין בו ואני מניח שמה שיקרה לפחות בהתכנסות של התמחור של המכשירים האלה שכאשר לחברה יש עלות הון מאוד נמוכה, החברות הטובות הגדולות גם התמחור של המב"כ יותאם למחיר של החוב וההון העצמי וסביר להניח שאם חברה כזו מחלקת דיבי' שנתי של 3% אז סביר שמב"כ לא יתומחרו ב - 7%. הם יתומחרו יותר לכיוון ה- 3% וזה ישקף בדיוק את אותה כדאיות של המשקיעים. שיכול להיות שזה יהיה אותם משקיעים שישקיעו בהון רגיל ובמניות הבכורה וגם בחוב. מה שאנחנו רואים בהרבה חברות שהמוסדיים משקיעים גם בהון העצמי וגם בחוב. רואים את זה בהסדרים בעיקר כשיש ניגודי עניינים באסיפות ברוב החברות ואני מניח שגם כאן ההחלטה תהיה פר חברה פר מוסדי פר מבנה שליטה פר מבנה הון, פר עלות הון ואל תשכחו עוד דבר, אנחנו הישראליים נוטים לראות את המצב היום כמצב מתמשך אבל המצב היום הוא מצב מוזר גם הריביות הינן אפסיות מצד אחד וגם המרווחים בין הנוצצים בדירוגים הגבוהים הם אפסיים. יכול להיות שאנחנו בבועה שתגרום להתפוצצות פיננסית שתגרום לירידה נוספת בריבית במדינות בהן אפשר להוריד או שמצב הבועה יימשך, אנחנו לא יודעים איפה נהיה עוד שנה. כניסה לשוק ההון של מכשיר מהסוג הזה שאפשר לתמחר אותו שיש לו יתרונות ללא ספק לצד חסרונות אני מניח שיש חברות שינפיקו אותו וזו תופעה ברוכה ואז נתמודד עם התמחור שלו ותהיה התכנסות בשוק של המחירים.

שלומי שוב

מני, זה שאתה פה זה אומר שהנושא יכול לעניין חברות ביטוח?

מני נאמן

כל דבר מעניין אותנו. לומדים, אנחנו פה בשביל ללמוד.

רונית הראל

גם אנחנו עדים להתענינות רבה בנושא ועצם הנוכחות הרבה במפגש הבוקר מעידה על כך. מבחינת חברת הדירוג, ההתייחסות שלנו באה לידי ביטוי בשני מישורים, מישור אחד - איך אנחנו באמת מסתכלים על מב"כ, מה היא החלוקה בין המרכיב ההוני למרכיב החוב? וכאן יש מתודולוגיה גלובלית שבוחנת את המכשירים האלה בכל העולם ומיחסים למכשיר שלוש רמות של שיוך של הון וחוב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בהתאם למאפיינים של המכשיר. אני חושבת שחשוב לחזור ולהדגיש שגם בעולם מניות הבכורה הן יותר Tailor made ולא מכשיר מדף' ולכן לגבי כל מניה יש להתייחס בהתאם למאפיינים שלה ולבחון את מרכיב ההון והחוב. מובן שככל שהמכשיר הוא יותר הוני הוא תומך יותר בדירוג המנפיק. בהתייחס למדד של S&P דאו ג'ונס למניות בכורה, המדד מאפשר לבחון מה קורה בעולם מבחינת התשואה ואנחנו רואים שהתשואה על מניות בכורה בממוצע היא בין התשואה על מניות לאג"ח כאשר לוקחים בחשבון כמובן את עליית שווי המניות ואת תשואת הדיבידנד. מבחינת הקופון, מבין 300 הסדרות הממוצע הוא כ-6% כאשר קיימת התפלגות רחבה יחסית פחות מ-5% ועד קופון של 8% ויותר, כתלות במאפיינים של הנייר ושל החברה ורמת הדירוג שלה. באותו מדד של מניות הבכורה כ-80% מהמב"כ הן מדורגות והדירוג נותן למשקיעים, במיוחד כשמדובר במוצר ובשוק חדש, קומפורט לגבי המכשיר החדש הזה. מבחינת הדירוג אנחנו מדרגים את ההסתברות לתשלום הדיבידנד, כי אחרת אין מה לדרג פה. אם חברה אינה משלמת את הדיבידנד תבוצע הורדת דירוג לנייר עצמו אך בהנחה שאין צורך בעדכון דרוג המנפיק מסיבות אחרות, לא יחול שינוי בדירוג המנפיק. דירוג מב"כ מאוד חשוב בשוק חדש בלי ניסיון נצבר במכשיר החדש הזה.

אמיר ברנע

אינני מבין את מתודולוגיית הדירוג למניות בכורה וכיצד קשור לדירוג חוב באותה חברה?

רונית הראל

בהתאם למאפיינים של החברה, בהתאם לרמת הדירוג של החברה, יכול להיות מספרנוטשים מתחת לדירוג המנפיק.

אורן פרנקל

מה שהוא הון טהור, אתם גם תדרגו? מב"כ שהיא 100% הון לא ניתנת לפדיון צמיתה, מה המשמעות של הדירוג? למה לדרג?

רונית הראל

הילה את רוצה אולי להתייחס לזה?

הילה פרלמוטר

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בהיבט של דירוג המנפיק, לדעתי יעניין את המוסדיים לדעת את ההשפעה של הנפקה כזאת על דירוג המנפיק מאחר ויחסי המינוף, ויחסי הכיסוי יכולים להיות מושפעים מהמכשיר.

אורן פרנקל

אני שאלתי על חברה שהיא 100% הון עצמי, על עצם הדירוג.

הילה פרלמוטר

ככל שהמשקיעים ידרשו דירוג למכשיר, דירוג סדרה, או S&P מעלות נוכל לדרג זאת, בין אם זה הון, חוב או שילוב ביניהם.

שלומי שוב

קחי את המקרה הכי טריוויאלי – צמית ואין מחויבות לתשלום שנתי. זה הון – איך זה יכול להיות התחייבות?

רונית הראל

השאלה הראשונית היא איך מתייחסים למכשיר של מניית בכורה מבחינת המחויבות לתשלום הדיבידנד, האם מדובר במכשיר שנותן לחברה גמישות מרבית לניהול תזרים המזומנים שלה ולכן בשנה מסוימת כשתרצה להראות תזרים גבוה החברה תעדיף לדחות את תשלום הדיבידנד ותוכל לבצע זאת בקלות, גם אם אין הכרח קיצוני לעשות כן מבחינת המצב הפיננסי של החברה. או שתשלום הדיבידנד למנית בכורה הוא סוג של התחייבות, שמאפשרת לחברה אמנם לא להגיע לדיפולט משפטי בשנים קשות, אך המחויבות לתשלום היא חזקה ביותר. ההתייחסות של הגוף המנפיק למכשיר תהיה קריטית כמובן מבחינת המשקיעים והדרוגנותן למשקיע קומפורט לענין זה.

יבגני אוסטרובסקי

יש הרבה מאפיינים שיכולים להקנות גמישות לתאגיד המנפיק (שיכולים להביא להשפעה על התמחור). מבחינת תמחור, יש פיצ'רים שנותנים "השתתפות ברווח" (אפסייד) של החברה כמו למשל זכויות המרה (למניות רגילות) או חלוקות רווחים נדחות – תמחור של מכשירים כאלה אולי מתאים יותר לביצוע באמצעות מודלים של אופציות (כפי שצוין). לעומת זאת, יש מניות בכורה שגם אם הן 'הוניות' לחלוטין ברמה החשבונאית, הגמישות שהן מעניקות למנפיק היא מאוד 'יקרה' - למשל יש

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

פיציר שלא הוזכר פה שהוא ה-Step Up. המדובר על מבי"כ שהיא לגמרי 'הונית', קרי - המנפיק יכול שלא לשלם דיבידנד לפי רצונו וזה נצבר 'לנצח' (פרמננטית) – אבל, שיעור הצבירה בהתחלה הוא, נניח, 5% אבל אחרי תקופה קצובה, נניח 10 שנים, מוענקת למנפיק אפשרות לפדיון (כולל הצבירה). אם המנפיק לא פודה ויש אפשרות לפדיון אחרי 10 שנים אז הצבירה עולה לשיעור גבוה יותר – נניח – 20%. עכשיו, בדוגמה הזו - נכון – מדובר על מכשיר הוני (טהור), אבל דה-פקטו זה התחייבות (כלכלית), והמנפיק יעשה הכל כדי לפרוע אותה. אגב, אם יש מכשיר עם פיציר כזה, ברמה המימונית בגלל הסבירות הגבוהה שהחברה תפרע אותו - המכשיר מתנהג יותר דומה למכשיר חוב, ואז יכול להיות שהוא גם מתומחר ככזה. קרי - גם אם מבחינה חשבונאית זה הון אבסולוטי, יכול להיות שהדירוג יהיה רלוונטי. להבנתי, ותקנו אותי אם אני טועה, ה- Equity content של המכשיר (מבחינת מתודולוגיות דירוג) של המכשיר יהיה נמוך, קרי – ה-'כרית' שהוא נותן למכשירים כגון אג'י'ח הרגילות לא תהיה גבוהה (יהיה זניח) כי כמעט בטוח שהמנפיק יעשה כמעט הכל כדי לשלם אותו ולא להישאר איתו (אחרי ה-Step up). כמובן, שיכולים להיות מכשירים אחרים שהם יותר 'הוניים' באופי (המימוני) שלהם, וכוללים כל מיני זכויות - השתתפות (בחלוקות דיבידנד שלא מצבירה, באירוע הנזלה או מימוש, באמצעות זכויות המרה וכיו"ב) ואז יכול להיות שהדירוג אולי פחות מתאים בשים לב לאופי המכשיר.

יניב פגוט

יותר מדי סגולות ניתנים סביב השולחן הזה לכוחות השוק, תוך אמונה עיוורת כי כוחות השוק יעשו את עבודת התמחור. השוק לא עושה את העבודה! מי שלא הסתכל על המסכים אז השוק לא בדיוק עושה את העבודה. די לבחון את מרווחי הסיכון בשוק אגרות החוב הקונצרניות על מנת להבין כי מנגנוני השוק אינם עושים את העבודה. העובדה שאפשרו הנפקת מניות בכורה לחברות בעלות שווי שוק העולה על 500 מיליון ש"ח סוללת את הדרך לחברות זרות אשר עומדות בקריטריונים אשר נקבעו להנפיק בישראל מניות בכורה. כך במקביל לפריחת אגרות החוב של נדל"ן אמריקני בבורסת תל אביב אשר מזמן אתגרים גדולים למשקיעים המקומיים, עשויה לפרוח לנו נישת השקעות חדשה של חברות שנוטלות כסף מן הציבור הישראלי. ההכרות שלנו עם חברות אלו בהגדרה מוגבלת ורמת המחויבות של האורגנים בחברות אלו להמשיך ולחלק דיבידנד למשקיע הישראלי תחת תרחישים עסקיים שונים מוטלת בספק. מנוף השיימניג ווועדות החקירה אינו מתקיים במקרה של חברות זרות המגייסות בתל אביב וזהו פעמים רבות אחד המנופים המרכזיים על מנת לשפר את מצבם של המשקיעים. הניסיון הקצר שלנו עם חברות נדל"ן אמריקני המגייסות בתל אביב כבר לימד אותנו כי המגייסות אינן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מהססות לנתב את כספי הגיוס לייעודים שונים כמו ייזום ומתן הלוואות ליזמים אחרים. אני סבור כי אל לנו לסמוך על כוחות השוק שיעשו את העבודה. להבנתי הקונים המרכזיים של מניות הבכורה יהיו שחקני החיסכון קצר הטווח ובראשם תעשיית קרנות הנאמנות ולא החיסכון ארוך הטווח. קרנות נאמנות המשקיעות בחוב קונצרני גייסו 15 מיליארד ש"ח מתחילת שנה והם החוליה המרכזית העומדת מאחורי האוויר הם בתמחור שוק החוב הקונצרני המקומי. תעשיית קרנות הנאמנות, מנהלי תיקי השקעות והציבור הרחב חסרים את הנגישות למודלים תמחור מתוחכמים הפרייסינג ולפיכך חושפים אותם להשקעות בקופסאות שחורות ורכישת מכשירים פיננסיים יקרים ממקצוענים. סביר להניח כי בחסכון טווח קצר יתמחרו מניות בכורה באמצעות כללי אצבע הנשענים על מרווח יחסי. ברגע שהרגולטור מאשר לחברות SME 60 להנפיק מניות בכורה הוא חושף את המשקיעים להשקעה בחברות ללא מסורת ארוכת טווח של חלוקת רווחים בו בזמן שמדובר במכשירים ארוכי טווח המגבירים את סיכון המח"מ של מכשירים אלו לרמות קיצוניות בתרחיש של ביטול או הרעה במדיניות הדיבידנד.

אמיר נגע קודם לכן בקרנות הפנסיה והעריך כי הם עשויות להיות דומיננטיות בצד הביקוש למכשירים אלו בשל מח"מ ההתחייבויות של קרנות הפנסיה וההתאמה של מניות הבכורה למשקיעים מוסדיים אלו בשל המח"מ הארוך המובנה שלהם. אני מטיל בכך ספק רב שכן לא ברור באיזה אופן החיסכון טווח ארוך יסווג את השקעה במכשיר זה. האם יסווג זאת כמניה? האם יסווג זאת כחוב? האם יסווג את מניות הבכורה חלק כחוב וחלק כמניה? מדובר בסיווגים בעלי השפעה על מדיניות ההשקעה בתיקים ורמות הסיכון בתיקי ההשקעות ובמקביל לסיווגים אלו דרישות תפעולית לא מבוטלות. דווקא בגלל שקרנות הפנסיה משקיעות לטווחים ארוכים הערכה שלי כי שילוב של אקוויטי וחוב של חברה ספציפית עשוי לתת לקרנות הפנסיה מוצר השקעות עדיף במונחי סיכוי- סיכון.

נקודה נוספת אשר עולה בדיון היא שיעור החדירה של מניות בכורה בארה"ב ואירופה ונוצרת תמונה לפיה מדובר במגה שוק. סופרים פה סדרות שונות של מניות בכורה ואולם על פי המצגות שאני ראיתי היקף שוק מניות הבכורה בארה"ב הוא כ- 150-200 מיליארד דולר. גודלו של שוק המניות האמריקאי אם אני זוכר נכון זה בערך 1.3 פעמים התוצר האמריקאי העומד על כ- 19 טריליון דולר ולפיכך חשוב לציין כי מניות הבכורה בארה"ב הן מוצר שולי בשוק המניות ולא כפי שמשקף מן המצגות. כשבוחנים את ההרכב הסקטוריאלי של מדד מניות הבכורה ה-S&P preferred בארה"ב למדים כי 70% מן החברות במדד הן חברות פיננסיות ענקיות בעלות מסורת חלוקה ארוכת שנים הזוכים מתוקף היותם מוסדות פיננסיים לפיקוח רגולטורי הדוק, זאת אינה המציאות בשוק מניות הבכורה העתיד להתפתח בתל אביב בו בנקים אינם צפויים לגייס הון באמצעות הנפקת מניות בכורה ולפיכך ההרכב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הסקטוריאלי המקומי יהיה שונה באופן דרמטי מן המקבילה הגלובלית. אנחנו מזמינים על עצמנו צרה גדולה מאוד שאנחנו מאפשרים הנפקת מניות בכורה למגוון רחב מדי של חברות כבר בנקודת השקת המכשיר המורכב. אני סבור כי היה נכון להתחיל יותר בקטן עם חברות 35 ובמקביל לחייב את המנפיקים במבנה אחיד ככל שניתן של מניות בכורה. הרצון הטוב לשכלל ולגוון את היצע המכשירים הפיננסיים בשוק המקומי עשוי לזמן לנו שורה ארוכה של קשיים, כשלים ונזקים למשקיעים במשבר הפיננסי הראשון שיגיע אחרי תשע שנים של שוק שורי בו התיאבון לסיכון בשיא.

נבו ברנר

משהו חסר לי בדיון כאן כי מניות בכורה קיימות היום. הן רק לא קיימות בשוק הציבורי והשאלה היא האם, בראיית כלל המשתתפים, הן מתאימות לשם. האם מישהו יודע מה היה הרציונל שעמד בפני המחוקק בשנות ה-90 לא לאפשר לחברה ציבורית להנפיק מניות בכורה? בשנות ה-90 קבעו את הרציונל של one share, one coupon, one vote, והיתה סיבה, אולי לא ראו בעין יפה מצב שאפשר להנפיק ועדיין לבצר שליטה? יכול להיות יכול להיות שנעשה בכלי הזה שימוש לרעה? והשאלה לאחר מכן צריכה להיות אם משהו השתנה מאז שדורש כעת החלטה אחרת.. מהדיון עולה ש חברות מבוססות עם דירוג גבוה שמחלקות דיבידנד כמדיניות כנראה לא יעשו שימוש במניות בכורה, מעניין יהיה לראות איזה חברות כן ינפיקו מניות בכורה ולאיזה שימושים.

רונית הראל

בעולם דווקא חברות כאלה מנפיקות מניות בכורה.

נבו ברנר

אותי מאוד מעניין מה היה הרציונל אז? איך ראו את העניין הזה של הנפקת הון לציבור כאשר אתה מבצר את השליטה שלך.

שלומי שוב

תגיד נבו העניין הזה מבחינתך, כחברה ממשלתית, זה יכול להיות רלוונטי?

נבו ברנר

לחברה ממשלתית, בוודאי בבעלות מלאה - לא, יכול לשמש חברות שמוחזקות על ידי ממשלתיות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חני שטרית בן

איזה חברות ממשלתיות יש להן מניות? חברות ממשלתיות הן חברות אג"ח. מב"כ אפשר להנפיק שנה אחרי שהונפקו מניות רגילות. לפי סעיף 46 בחקיקה לא יכולה חברת אג"ח להנפיק, בחקיקה כתוב בסעיף 46 שמב"כ אפשר להנפיק שנה מהמועד שבו הונפקו המניות הרגילות

שלומי שוב

עמיר, אתה יכול לעשות לנו סדר בצד המשפטי?

עמיר ליכט

אני אנסה לעשות יותר בלגן דווקא, מה שעולה כאן בדיון זה הרגישות המאוד גבוהה לנושא של התמחור והצד המשפטי כנראה למיטב הבנתי רק הולך לערפל את העניינים ולסבך את התמחור. התמחור מושפע מאוד מהזכויות המשפטיות. אנחנו הולכים לעשות את התרגיל מספר 1 וזה לכדרר אליכם את העניין. אם אני מבין נכון מבחינת כללי החשבונאות הדיבידנד הנצבר שלא חולק. משפט אחד קודם, עוד לפני דיני תאגידים יש את העניין של הממשל התאגידי, מב"כ זה כלי לא רע בכלל לממשל תאגידי בדיוק מהסיבה שצוינה כאן, זה כמו הציפורי כנריות שלוקחים למכרה והן הראשונות שמתות, לפני שקורה אסון גדול. אז לפני שקורה ארוע טראומתי של עצירת ריבית אם החברה עוצרת דיבי על מב"כ, זה פשוט פחות טראומתי. ולכן, מבחינת ממשל תאגידי יש לחברה אינטרס להשתמש במכשיר הזה בתור סוג של סיגנל שאומר לכל השוק שהנה אני מכניס כאן איזה מין נורית אזהרה קטנה לפני צופר האזעקה הגדול. עכשיו מבחינת דיני תאגידים, הנקודה שאתה הזכרת ואני לא מכיר את הצד החשבונאי אם אני מבין נכון כל הדיבידנדים הנצברים נכנסים לאותה קרן ללא הפרדה.

שלומי שוב

לפי ה-IFRS אין חובה כזו, אפילו לא לקרן. נשארים בעודפים. אבל יבגני אמר שישקלו להכניס זאת דרך הדוח על השינויים בהון.

עמיר ליכט

קרן עודפים. כן כן עודפים. אם זה אכן כך זו צרה צרורה כי יש לנו היסטוריה של כל מיני תעלולים על העניין של מהו רווח הראוי לחלוקה ואיך אפשר להשתמש בו והמשפטנים מגלגלים את הכדור הזה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לחשבונאים אז אני אומר את הדבר הבא צריך להיות כלל בין אם החשבונאות עם מסגרת מושגית ובין אם ני"ע ספציפית לתנאיה צריכה להיות הפרדה שאומרת זה אומנם יושב "בתוך החבית".

כדי שזה יהיה צריך שיהיה אחד משני דברים, או שהרשות תדרוש את זה וזה מה שצריך להיות כדי שתהיה את ההפרדה או שתהיה קטסטרופה ואז ביהמ"ש יגיד שבדיעבד היה צריך כי זה פרט מהותי והיה צריך לעשות את ההבחנה הזו, מה שמתבקש. אז זו נקודה אחת. המשפטנים יטפלו בזה כשיקרה "ברוך". עדיף שהחשבונאיים יגדירו את זה תחילה מראש. נקודה שנייה לגבי הזכויות המשפטיות, אין ניסיון טוב בארץ לגבי המעמד המשפטי של בעלי מב"כ בפרט כאשר הן לא מצביעות, לביהמ"ש הכלכלי יש נטייה לעיתים מופרזת להסתכל על מה שקורה בדלאוור. המצב בדלאוור הוא שעקרונית לבעלי מב"כ אין מעמד בקשר לזכויות ההוניות שלהן. הם לא נחשבים כמי שנהנים מחובות אמון של נושאי המשרה והחברה לא מתנהלת לטובתם. הם כמו אג"ח, זה מה שביהמ"ש שם אומר. הם כן נהנים מזכויות ומעמד של בע"מ לגבי הזכויות שהן זהות לזכויות בעלי המניות כלומר זכויות הצבעה שהן לא קיימות בארץ. אבל, הבטחתי לערפל, הגישה של ביהמ"ש בארץ בתחום המסוים הזה היא ממש לא מסתדרת עם החלוקה היחסית פשוטה האמריקאית. היה לנו כנס לפני שנה על אפרוחי הצפון, זה מרק אחד גדול ויש סיכוי שכשיקרה "ברוך" ביהמ"ש יגיד ההנהלה הייתה צריכה להסתכל על כולם ולהתחשב בכלם גם בבעלי המניות הרגילות וגם בבעלי המב"כ וגם בנושים. זה מוסיף ערפול, זה מקשה על התמחור זה מסבך את הזכויות המשפטיות אבל זה המצב המשפטי.

דני ויטאן

כללי החלוקה ברורים יותר לגבי מכשירים הוניים פחות ברורים לגבי מכשירים התחייבותיים כמו שאתה ציינת מה קורה אם זה מסווג כהתחייבות. אני מסכים שצריך להיות איזשהו כלל או עיקרון שהוא מנותק מהחשבונאות כי החשבונאות משתנה וצריך וודאות. הנושא החשבונאי הוא ברור כביכול אולי יותר ברור מכל התחומים האחרים כי המכשירים האלה הם מאוד נפוצים בחו"ל ויש פרקטיקה לגבי הטיפול החשבונאי במכשירים כאלו, הכלל הוא מאוד ברור אם יש התחייבות חוזית זאת התחייבות כל מה שהוא לא התחייבות חוזית של החברה לא משנה מה ההסתברות כמו שיבגני ציין מהווה מכשיר הוני, הדוגמה הקלסית של אותו מכשיר שברור שיעשו הכל בשביל לפרוע אותו ואת הריביות במסגרת המכשיר, מה שנקרא מכשירים שכוללים economic compulsion הם הון עצמי מהטעם הפשוט שאין התחייבות חוזית לשלם את הסכומים במסגרת המכשיר. גם פה, צריך לקחת בחשבון שלא בטוח שהמצב הזה יישאר לעד כי אחרי ארבעת הפרויקטים הגדולים של ה-IAS B שהוא סיים עם IFRS 17 שהיה האחרון, זה הפרויקט הבא שהם מטפלים בו. זה לא יקרה מחר.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אגב, אחת ההצעות שהיתה במסגרת הפרויקט הזה היתה שבהון יכללו רק מניות רגילות ומה שהוא לא מניות רגילות לא יכלל במסגרת בהון. זה לא הכיוון שכרגע מתקדמים איתו אלא מתקדמים לכיוון אחר אבל אחת הבעיות שעלתה במסגרת הדיונים היתה המכשיר שיבגני ציין שברור לכולם שהוא יפרע, לדוגמה: יש באירופה מכשירים שבהם המדרגה קופצת כל שנה זאת אומרת שאם חברה לא משלמת דיבידנד קונסים אותה בריבית, מכפילים לה או מעלים באחוזים מסוימים את תשלומי הריבית ויש ביקורת גדולה לגבי הסיווג של אותם מכשירים בתוך ההון, ולא ברור אם מכשירים כאלה ימשיכו לשבת בהון אחרי שהפרויקט הזה יגמר. מילה אחרונה, גם מהצד של האוצר ובנק ישראל שהמכשירים האלה נפוצים בעיקר בחו"ל במוסדות פיננסיים לצורכי הלימות הון, זה נושא שצריך לחשוב עליו בארץ כי זה כלי שיכול מאוד רלוונטי לצורך גיוס הון במוסדות פיננסיים. ברמה המהותית זה נכון שזה יכלל במסגרת הלימות הון כי זה באמת רלוונטי לעניין יציבות של חברות ביטוח ובנקים.

שלומי שוב

אני רוצה ברשותכם להעלות לשולחן כעת את נושא המס, הייתי שמח לשמוע מאנשי רשות המיסים קודם אם אפשר מה איך הטיפול פה מבחינת מס, האם אתם תתירו להכיר בהוצאות האלה או לא?

ברק מימון

ככלל מה שאנחנו בוחנים זה אם יש את הזכות לפידיון, כל עוד למנפיק תהיה הזכות לתבוע את הפידיון ואם המניעים שלו אשר יהיו להעלות ערך המנייה או לא, אנחנו נראה את זה כהון זה הכלל. אחרת נראה זה כהתחייבות אבל גם בהתחייבות לא בהכרח נתיר את ההוצאות, צריך לבחון כל מקרה לגופו.

שלומי שוב

אם יש משהו בטוח ברשות המיסים, זה עקרון הסימטריה - זה תמיד עובד שם. אז רק היכולת הפידיון של הקרן? ואם יש לי חובת תשלום?

ברק מימון

אם יש חובת תשלום הדיבידנד הצבור יהיה הוצאה, כי זה מכשיר התחייבותי. גם החשבונאות רואה את זה.

שלומי שוב

זאת אומרת, אז מה שאתה אומר מזכיר מאוד את חשבונאות אם ככה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ברק מימון

כן כן אנחנו עושים עקיבה, כל עוד אין לנו סעיף ספציפי.

שלומי שוב

ומה אתה עושה עם מכשיר מורכב?

ברק מימון

אז אנחנו בדרך כלל, ככלל עוקבים אחרי החשבונאות, רואים את ההפרדה.

שלומי שוב

אבל אם החשבונאות אומרת לך שזה גם וגם?

ברק מימון

כן, עושים את ההפרדה.

גל עמית

אבל החלק ההתחייבותי, ההוצאה תהיה מוכרת?!

ברק מימון

תלוי במכשיר, אם זה מכשיר שההוצאות הן אינטגרליות ל – (1)2 אז כבר יצאו החלטות לגבי אג"ח צמודות. אבל כעיקרון אנחנו מחכים למימוש, הכל תלוי במהות של המכשיר.

שלומי שוב

אני קודם כל שמח לשמוע את מה שאתה אומר כי אני חושב שזה גם מפשט, אפרופו מה שאמיר אמר מקודם, יש פה תחום של חשבונאות שהוא משמעותי והוא ביני"ל והוא מקבל החלטות שהן כלכליות - עסקיות הכי נכונות כיום, אבל לפי מה שאתה אומר אז אין התלבטות, הכל ברור? אתה הולך עם העקיבה?

ברק מימון

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כל עניין לגופו אבל העיקרון שלי הוא עקיבה. אבל פה יכול להיווצר מצב שיהיה מכשיר התחייבותי אבל יהיה כפוף למבחני חלוקה לפי חוק חברות, זה משהו שנצטרך לבחון.

אמיר ברנע

האם בארה"ב שם מכשיר מניות הבכורה הוא יותר שכיח, תשלום דיבידנד מהווה הוצאה מוכרת?

ברק מימון

אני לא יודע לענות על זה.

ניר הלפרין

אני אצנן קצת את הדברים של ברק. א- יש שיח בנושא ברשות המיסים ועדיין לא יצאה עמדה רשמית של רשות המיסים. אם ברק אומר שזו העמדה הרשמית של רשות המיסים, יבורכו.

ברק מימון

זה מה שעולה מהתיקים בשטח.

ניר הלפרין

אני רק אומר שיש התנהלות מול רשות המיסים בעניין וכנראה שיהיו מספר סייגים למה שנאמר כאן. לדעתי הכלל יהיה שזה הונו. ואיך אני מבסס את זה? ברמת המשקיע יש הוראה בפקודת מס הכנסה המסווגת מניות בכורה כמניות ולכן רואים את זה כהון ודיבידנד, ואני לא מדבר עכשיו על מניות בכורה עם "טיילור מייד" שתנפיק חברה זו או אחרת. ככלל רואים את זה כהון ודיבידנד, יחד עם זאת יש סעיף ספציפי בפקודת מס הכנסה, סעיף 3(ג), שמתייחס למניות ניתנות לפידיון. שם נקבע כי חישוב המס אצל המשקיע הוא מעין הונו. היינו, מאוד דומה להוני, אותם שיעורי מס, אותם חישובים, אותה אינפלציה,, יחד עם זאת, הסעיף נמצא בחלק הפירוטי של הפקודה. מה זה אומר? מה זה מלמד אותנו? שהכלל הוא הון, כי הוא נמצא גם בהגדרת נייר ערך וכיו"ב והסייג שהוא 'ניתן לפידיון', כנראה שיש פה משהו מעין הונו או מעין התחייבותי. זה לא בכדי נמצא בחלק הפירוטי, לכן החישוב בפדיון אצל המשקיע יהיה מעין הונו, אבל למה זה נמצא בחלק הפירוטי? כנראה הבינו שיש פה מרכיב התחייבותי. אגב, אם דיברנו על הסימטריה, הרי ברמת המשקיע, גם הבורסה רואה את זה כמניות. חיזוק נוסף נמצא בחוק החברות לגבי מה שחני אמרה לגבי מבחני החלוקה, זה רק יחזק את העובדה שמדובר בהון ודיבידנד. השאלה הגדולה תהיה ברמת המנפיק, הלוואי שמה שברק אמר יקרה, אבל אני לא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יודע אם זה אכן יקרה. אני תמיד דוגל בכלל של המהות גוברת על הצורה ודווקא הפעם, החשבונאות בניגוד לפעמים אחרות, הלכה למהות גוברת על הצורה. זו החלטה שרשות המיסים תצטרך לקבל, אם רשות המיסים תקבל כמו שברק עכשיו אמר, ואני מסופק שזה מה שיקרה בסוף, הרי זה לא קרה לא באג"ח להמרה ולא במקרים אחרים, אבל אולי זה יקרה פה ויעשו עקיבה מלאה, יבורך. והחברות יקבלו כהוצאה מי שזה אצלו אכן התחייבות.

לפי דעתי המסלול יהיה הוני ודיבידנד גם ברמת המשקיע וגם ברמת המנפיק. עם זאת, כאשר זה יהיה ניתן לפידיון ואני לא נכנס לכל הפיצ'רים האחרים, כאשר זה יהיה ניתן לפידיון מצד המשקיע ככל הנראה זה בהתחייבות או לפחות יוגדר כריבית או הכנסה אחרת או משהו כזה וזה יהיה הריג. לגבי הריג יצטרכו לפנות לקבלת החלטות מיסוי של רשות המיסים, ולכן רשות המיסים עם הזמן בהחלטות המיסוי שלה תגדיר איפה הריג, כמה היא תפתח את הריג הזה. הכלל יהיה הון והריג התחייבויות דרך החלטות מיסוי. אחת מהן תהיה למניות בכורה ניתנות לפידיון ע"י המשקיע, שם זו תהיה התחייבות והשאלה כמה ירחיבו את הריג.

אורן פרנקל

כשחברה מנפיקה אג"ח צריך לנכות מס במקור. לפעמים מנפיקה בפרמיה ולפעמים בניכיון. רשות המיסים אומרת שמנפיקים אג"ח בניכיון קח את זה בחשבון בניכיון הריבית. כלומר תשואת הריבית של המשקיע גבוהה יותר בגלל הניכיון. כשלאותה חברה מנפיקה בפרמיה וצריך לחשב את הניכיון המשוקלל מחדש וקובעים זה אפס תישאר רק עם הניכיון ומגיעים לניכוי לא אמת כלפי המשקיע. למה? כי רשות המיסים רוצה כמה שיותר מס, לא מס אמת אלא כמה שיותר מס. וההתנהגות הזו מלמדת שהכלל יהיה הון וגם הריג.

שלומי שוב

דווקא הם באו עם גישה מרעננת ואתה מצנן אותם.

ניר הלפרין

אני חייב לגונן על רשות המיסים, אני ממש לא חושב שהמצב ככה. אני מאוד מקווה שלא ילכו לפי החור שבגרוש. הרי יהיו מקרים שדיבידנד עדיף למשקיעים לדוגמה בחברה המחזיקה דיבידנד בינחברתי פטור, מצד שני, ריבית על אג"ח פטורה אצל תושב חוץ. אני מאוד מקווה שרשות המיסים לא תלך לדרך הפתלתלה והחלקלקה של מה עדיף לי ואיפה אני רואה יותר מס. אני בטוח שהם לא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יעשו את זה, אני קורא להם מפה שלא יעשו את זה. שילכו באמת ע"פ המהות, ועוד פעם אני חושב שזה יהיה הון ויהיה חריג קטן.

גל עמית

ברגע שאמרת שזה כפוף לחוק החברות אז גמרת, אין חריג. אם זה כפוף לכללי חלוקה אז אין חריג הוא "מת"...

שלומי שוב

אבל אם הוא הולך לעקיבה אז הוא לא יכול גם לעקוב אחרי המשפט, הוא צריך לבחור..

ברק מימון

אנחנו בוחנים כל מקרה לגופו.

אודי גרינברג

אני אדבר דווקא על הצד של המשקיע ופה כן עולה הסוגיה איך אני מסתכל על המכשירים מהצד של המשקיעים בייחוד לאור IFRS 9 האם זו השקעה במכשיר הוני או התחייבותי כי יש לזה הרבה מאוד משמעותיות. בשלב הבא, על רוב המוסדיים חל ה- IFRS, ועוד פעם רשות המיסים פחות רואה את זה אבל פה באו ואמרו שאם זה עומד בהגדרה של מכשיר הוני, בהגדרה של הון, לא בהכרח מסווג כמכשיר הוני ופה יש הבחנה קלה אבל זה עומד בהגדרה של הון לפי יאס 32 אז גם בצד של המשקיע יראו את זה כהשקעה במכשיר הוני מה שזה אומר אוטומטית מדידה לפי השווי ההוגן. אתה יכול לבחור אם דרך רווח כולל אחר אבל שווי הוגן. אם זה לא עומד בהגדרה של הון אז אתה הולך לבחינה של התחייבות מה שיכול להביא אותך ברוב הפעמים במכשירים שיש להם כל מיני פיצ'רים גם לשווי הוגן ואז אין לך בכלל את האפשרות לבחור לשים את השינויים ב- OCI. ואז בהתאם יש לטפל כהכנסות מדיבינד או כהכנסות ריבית בהתאם לסיווג כ השקעה במכשיר הוני או בהתחייבותי.

הסיבה שאני בא ואומר שתשימו לב לקטע שזה הגדרה של הון ולא סיווג כמכשיר הוני למטה כי כל אותם מכשירים שמסווגים כהון בהתאם לסעיפים 16 a עד 16 d בIAS 32, כל אותם מכשירים שהוגדרו כהוניים מכל מיני סיבות פוליטיות ואח"כ היו ישויות שמנפיקות את המכשירים האלה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

למעשה לא יחשבו כהשקעה במכשיר הוגני למרות שמסווג למטה כהון. וזה משהו שכדאי לשים לב אליו בייחוד אם יש הגבלות על צד המשקיע.

ליאת גרבר

אני רוצה להגיד שאני מסכימה עם ניר שהכיוון ברשות המיסים יהיה ככל הנראה לסווג את המכשיר בכיוון ההוגני, כלומר כמניה ודיבידנד וזה גם הכיוון של הבורסה בעצם. אבל אני חושבת שבמקרים בהם מבחינת החשבונאות המכשיר יהיה התחייבותי (למשל במקרה שיש זכות פידיין למשקיע שאז החשבונאות מסווגת אותו באופן ברור כהתחייבות), בהחלט יהיה צורך לבחון את עמדת רשות המיסים והאם אין צורך בחקיקה ספציפית, כיוון שהעיקרון הוא שאם אין כלל אחר במיסים אז החשבונאות גוברת, ואז יש לסווג את המכשיר הזה בעצם כאג"ח המשלם ריבית.

שלומי שוב

אז ההוצאה תוכר.

ליאת גרבר

כן זה מה שאמור להיות. וגם מבחינת סעיף 312 לחוק החברות, במקרים שבהם המכשיר הוא התחייבותי מובהק אני חושבת שצריך לשקול את הנושא של חלוקה מעודפים.

שלומי שוב

אין צורך אם זה התחייבותי

ליאת גרבר

לפי הבורסה יש הנחיה שחייבים לעמוד במבחני החלוקה.

שלומי שוב

אז ההנחייה הזו חני, לא כדאי קצת להתאים אותה לאור הדיון? כי אם זאת התחייבות קלאסית, עמיר, למה זה צריך לעמוד בכללים האלה?

עמיר ליכט

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כי זו מנייה שמחלקת דיבידנדים.

שלומי שוב

בגלל שקוראים לה כך? בגלל השם?

חני שטרית בד

זה לא אג"ח זה מנייה

עמיר ליכט

זה מנייה שמחלקת דיבידנדים, היא מחויבת לפי רצון המנפיק.

חני שטרית בד

אנחנו יוצרים מכשיר הוני מבחינה משפטית זה לא שאני קמה בבוקר והדירקטוריון מקצה אג"ח, זה לא הקצאת אג"ח.

שלומי שוב

בגלל שהכותרת היא מניות בכורה, אם אני אקרא לו בשם אחר זה יהיה בסדר. כי הייתי יכול לבנות אג"ח בדיוק כזה...

עמיר ליכט

כן.

שרית מולכו

גם מב"כ ברות פידיון, מסתכלים על חוק החברות, לא עשינו שום דבר גדול, חוק החברות קובע היום שמניות בכורה ברות פידיון בפירוק שבוא נשים את זה בצד, חלות על זה מבחני חלוקה, כשאני באה לפדות מנייה ברת פידיון שהיום קיימת בחוק החברות, נכון אי אפשר לרשום אבל זה מכשיר שקיים הוא אגב מכשיר ידוע לפחות במיסוי בינלאומי אז כשאני באה לפדות את אותה קרן אז החוק אומר את זה בסעיף 300 או 302 ש..

ליאור צוברי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

זה מה שאמרנו מקודם. סעיף 312 קובע שמניית בת פדיון לא תחשב כחלק מההון העצמי של החברה יהיה כנויה אשר יהיה. השאלה עכשיו האם אתה מחיל על זה את מבחני החלוקה. באנו ואמרנו ברור שאתה מחלק דיבידנדים ושיש זכות המרה אתה צריך לעמוד במבחני חלוקה, אין שאלה שמדובר במכשיר שמסווג כהוני. מה קורה כשהמכשיר התחייבותי, זו כבר שאלה אחרת.

שלומי שוב

אבל זו השאלה שאנחנו שואלים, תעשה לי טובה כי אמרו פה משהו אחר. עברנו כברת דרך בדיון, קחו את המקרה הקלסי שהכל זה התחייבות, קוראים לה מב"כ אבל היא התחייבות קלסית, יש זכות פדיון בידי המחזיק או לחילופין יש חובת תשלום. האם מה שאמרו פה במבחני החלוקה, כן או לא.

עמיר ליכט

מה השאלה בכלל? אין שאלה.

ליאור צוברי

יש שאלה. מצד אחד זה חלוקת דיבידנד.

אמיר ברנע

עמיר מה ששלומי אומר הוא שאם תנאי מניות הבכורה יהיו אקוויוולנטיים לאג"ח היברידית שלגביה אין וויכוח שהריבית אינה עומדת במבחני החלוקה, יחול אותו כלל על מניות בכורה צוברת.

עמיר ליכט

נכון, אבל יש את העניין של נסיבות המקרה. אני רוצה להחזיר אתכם 100 שנה אחורה, מה שקרה בחוק החברות זה מעין ניסיון פטרנליסטי להקטין את מרחב התמרון של המתאגדים ועשו בעצם גרסיה מהמצב המשפטי שחל אצלנו תחת הפקודה לפי הדין האנגלי הישן. בדין האנגלי הישן היה מצב זהה גם לגבי ההון וגם לגבי הדיבידנדים מבחינה הזו שהפקודה איפשרה לרשום ניירות ערך בנות פדיון אבל לציין אותם בסעיף נפרד כלומר במדיניות של גילוי. החוק הלך בגישה פטרנליסטית שאומרת אם זה בר פדיון אני בכלל לא רוצה לאפשר להציג את זה כהון. בסדר, זו ההחלטה שהתקבלה אבל נשארנו עם אותה בעיה לגבי הדיבידנדים הנצברים ששם אין את ההפרדה אבל היא מתבקשת כי הדיב' הנצבר על הבכורה הוא לא כמו הקרן הנצברת לחלוקה על המניות הרגילות ושם אין כרגע דרישת גילוי וצריכה להיות דרישת גילוי. הנקודה בסופו של דבר, הנקודה המהותית היא שאתה קורא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לאיזשהו נכס בשם מסוים אתה מביא עולם שלם של מושגים שקשורים אליו. ברגע שהחוק אומר שזו מניה והיא מחלקת דיבידנדים אתה מביא את כל המשמעויות ואח"כ אתה צריך לגרוע מגרעות ולהוסיף פיצ'רים. הפוך, זה מה שאמיר אומר, אתה קורא לנכס אגרת חוב צמיתה אז אתה מביא עולם שלם של מושגים וגם אז כשיש מקרים, וקרה, המקרה הזה קרה גם בישראל כשבאה החברה ואמרה " צמיתה צמיתה" אנחנו רוצים לפדות אותם ולהיפטר מאבן הריחיים הזו, אומר בית המשפט "זה נכון במקרה הזה אני מאשר לפדות" כך שתמיד יהיו חריגים אבל הליבה היא שזה מכשיר מנייתי ולכן כל העולם המנייתי חל.

שלומי שוב

זה מזכיר לי כמה שנים לקח לי להסביר לכם את הנושא של רווחים רעיוניים ויתרת עודפים.

איתי גוטליב

עוד משהו שקשור לתמחור ובעקיפין גם לחשבונאות זה בעצם הוטר פלו, מה קורה בפירוק? איזה עדיפות יש למב"כ לקבל את זה פי שתיים או פי שלוש מהמניות הרגילות אם בכלל יש כזה סעיף. אבל הדבר היותר מעניין שיכול להיות זה מה שנקרא סעף שקיים בארה"ב, מה קורה שיש אקזיט אם בעלי מניות רגילות מוכרים את החברה או מוכרים שליטה, הרבה פעמים לבעלי המב"כ מגיע כסף חברה צריכה לשלם להם כסף. גם בציבוריות זה קיים, לא בישראליות אבל באמריקאיות זה קיים. ואז עולה השאלה האם זו התחייבות או לא התחייבות ושוב משיקולים של בע"מ רגיל אם באקזיט הוא צריך להפריש חלק לבעלי מניות הבכורה זה שיקול מבחינתו.

שרית מולכו

באקזיט מסוג מיזוג אז לבעלי המב"כ יש זכות הצבעה למרות שאין להם זכות הצבעה אבל באקזיט מסוג מיזוג יש זכות הצבעה.

אמיר ברנע

אני כולי סקרן לראות את התשקיף הראשון של מניות בכורה שיצא ויבהיר את כל הנקודות האלה. אי מהאספקט של הגילוי, נושא המס לא יכול לא להיפתר אבל גם אספקט הגילוי בדוחות, מה בדיוק הסטטוס של דיבידנד למניות בכורה מאספקט בחינת יכולת הפירעון. ההבנה הזו בעקבות פס"ד מלרג מדצמבר שבעצם מטיל אחריות על דירקטורים לגבי נושא דיבידנד האם הוא חל אוטומטית על מב"כ? אומרים לי כן, כלומר אותם

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כללים חלים. אומרים לי שלא ייתכן שחברה שקיים בה חשש סביר לחדלות פירעון תשלם דיבידנד למניות בכורה.

עמיר ליבט

אם מוציאים מזומנים מהקופה והחברה מתמוטטת אז כדאי שהדירקטוריון יחשוב על זה קודם.

אמיר ברנע

אז אני חשבתי לתומי, ברגע שאותם כללי חדלות פירעון חלות על מבי"כ אז אין בכלל וויכוח אם זה מכשיר הוגן. אין בכלל וויכוח גם מאספקט המס וגם היבט אחר. זה בעצם הופך את זה למכשיר הוגן. אם תחשבו על אג"ח היברידיית לגביה אין בעיה כזו. כלומר ישנו פה מיון במרחב התחייבותי או הוגני למכשירים שהם מאוד קרובים. כנראה שבאיזשהו מקום קיים קו ואני חשבתי שהקו הוא נקבע ע"י נושא הבחינה הזו של יכולת הפירעון, הסעיף הזה שאת הזכרת בנושא של הדיבידנד. על כל פנים יצאתי קצת מבולבל. לכאורה עומדים להוציא מכשיר חדש, היו כבר 3 ימי עיון, חברות מכינות תשקיפים והנה קיימות כל כך הרבה שאלות לא פתורות כולל שאלות חשבונאיות... הרי לא ייתכן שהחשבונאות לא תיתן ביטוי בספרים לריבית מצטברת שלא שולמה על מבי"כ. לא יעלה על הדעת! יש בעיות חשבונאיות, בעיות מיסויים בעיות משפטיות עמוקות ובעיות של גילוי לרשות ני"ע.

רונית כהן

משפט אחד מבי"כ הוא מכשיר שמאוד מתאים למימון פרויקטים והוא מקובל בשוק הלא סחיר במימון פרויקטים. אני חושבת שיש אינטרס לכל מי שיושב מסביב לשולחן הזה שפרויקטים יוכלו להתממן גם בשוק הסחיר. כרגע המגבלה היא החובה שמניות החברה יסחרו וירשמו למסחר לפחות שנה.

אמיר ברנע

אני חשבתי שהמכשיר הזה מותאם להשקעות פנסיוניות או לקרנות פנסיה כשיש בו הגיון מחימי שמתאים לקרנות פנסיה. לכן חשבתי שמפה יבוא הביקוש בשוק למכשיר למבי"כ בעיקר בחברות עם היסטוריה של תשלום דיבידנד עם רקע אולי של נדלי"ן מניב, עם תזרים הכנסות שפחות או יותר ניתן להגדרה. אני חושב על וועדות השקעה, האם זה נופל למחלק ההוני או להתחייבותי, בתוך וועדות ההשקעה איזה קריטריונים יופעלו לגבי מכשיר זה, האם נושא הדירוג הוא רלוונטי. האם זה הוגן או מנייתי? האם נכלל במסגרת המגבלות המנייתיות שיש לאותם גופים ציבוריים שתשקיפית מגבילים את עצמם מבחינת אחוזי ההשקעה לזה או לזה. כל השאלות האלה קיימות, בטח תיפתרנה, אנחנו מחכים בציפייה לתשקיף הראשון של מניות בכורה.

שלומי שוב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנחנו מסיימים, היה דיון מעניין הצפנו לא מעט שאלות ואני חושב שהגישה של רשות ניירות ערך שהוצגה כאן היום מאד נכונה – הן בהקשר של הכוונה לשקול בחיוב דרישה להציג בנפרד באמצעות הדוח על השינויים בהון את הדיבידנד ההוני הצביר והן בפתוחות לגבי נושא מבחני החלוקה לגבי הרכיב ההתחייבותי. כמו כן, אני בעד גישת העקיבה לצרכי מס – עולם העסקים נהיה מורכב מידי כדי למצוא פתרונות של שחור ולבן כמו שהיו בעבר, והחשבונאות בתחום המכשירים הפיננסיים מאד מפותחת וברורה. לא יכול להיות ששם של נייר ערך ישפיע בצורה כה קיצונית על אופן המיסוי שלו. בכל מקרה, בתחושות שלי מאידך שאני מכיר את המשפטנים, נראה לי שתהיה לנו איתם עוד חזית ארוכה. אנו מאחלים לכם פגרת קיץ נעימה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

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

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

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

אתר הפורום: www.fvf.org.il