

תכנית חשבונאות



# פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

# FVF

סיכום פעילות השנה האקדמית תשע"ג



## תוכן עניינים

ע"מ

### חברי הפורום

#### דבר מייסדי הפורום

- 4 **סיכום מפגש נובמבר 2012:** שיעור ההיוון של התחייבויות ארוכות טווח לעובדים
- 10 **סיכום מפגש דצמבר 2012:** השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון הרגולטוריות: השלכות כלכליות
- 18 **סיכום מפגש ינואר 2013:** כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן שלאחר תיקון 20?
- 28 **סיכום מפגש פברואר 2013:** בין החשבונאות לשוק האם חברות הביטוח מתומחרות בחסר?
- 37 **סיכום מפגש מרץ 2013:** תפקיד המומחה בהסדרי חוב: היבטים מימוניים
- 45 **סיכום מפגש אפריל 2013:** הפרשה של חובות פגומים במערכת הבנקאית: האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את המציאות העסקית וההתפתחויות בשווקים?
- 53 **סיכום מפגש מאי 2013:** חשבונאות וכלכלה: כיצד לבסס ומהו הקשר בין סולבנטיות, כושר פרעון והערת העסק החי.
- 60 **סיכום מפגש יוני 2013:** פרמיית שליטה בעידן IFRS13. מהי? והאם היא בכלל קיימת?
- 72 **השתתפו בדיונים בשנה האקדמית תשע"ג**
- 73 **טופס הצטרפות**

## חברי הפורום

רו"ח לילי אילון (רשות החברות הממשלתיות), פרופ' רפי אלדור (המרכז הבינתחומי הרצליה), רו"ח אלי אל-על (חברת שווי הוגן), פרופ' צביקה אקשטיין (המרכז הבינתחומי הרצליה), רו"ח אביבית בן שמחון (KPMG סומך חייקין), רו"ח נבו ברנר (בזק), אבי בראור (אקטואר), ירון בלוח (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), 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 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

ליאור שחף, קרן בריג ועידו ספקטור

## דבר מייסדי הפורום



אנו מסכמים שנה נוספת לפעילותו של פורום שווי הוגן במסגרת בית ספר אריסון למנהל עסקים. ברוח התקופה, חלק מרכזי מהדיונים השנה עסק בנושאים הקשורים להסדרי החוב, החל מאופן הקביעה של סולבנטיות על רקע החשש מהעדפות נושים, והקשר בין קביעה זו לבין הערת עסק חי וקביעת כושר פירעון לצורך חלוקת דיבידנד ועד להיבטים המימוניים שקשורים לתפקיד המומחה בהסדר החוב. במסגרת זו, היה לנו, בין היתר, הכבוד לארח את כבוד השופטת גברת ורדה אלשיך. מעבר לתובנות החשובות שעלו בנושא חדש זה שהתפתח במהירות יחסית על פני קרקע לא זרועה, הוצפה במסגרת הדיונים מורכבותן של סוגיות אלה, הושמע מגוון רחב של דעות והוצעו כיווני חשיבה חדשים ומרתקים.

חלק מרכזי נוסף מהדיונים הוקדש כמידי שנה לגופים הפיננסיים: עסקנו בהשלכות הכלכליות של השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון הרגולטוריות במערכת הבנקאית כולל השאלה האם מניות חברות הביטוח מתומחרות בשוק בחסר? כמו כן, דנו בנושא הפרשה ו-Recovery של חובות פגומים במערכת הבנקאית.

בחלק לא מבוטל מהמקרים זיהינו פערים גדולים בין הבסיס החשבונאי התיאורטי, המציאות בשטח ועמדת המערכות המפקחות. פערים אלה מדגישים את הצורך בהדברות פורה בין העוסקים במחקר, פרקטיקה, פיקוח ויתר השחקנים בשוק ההון שמייצרת דיון מעמיק ואובייקטיבי על בסיס מתמשך.

אנו רוצים להודות לחברי הפורום על שנת פעילות פורייה נוספת ועל דיוני עומק מרתקים וכן לגברת רקפת שני ולעו"ד יעל אלגרט זילבר שסייעו בארגון הפורום. כמו כן, אנו רוצים להביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום שמורכב מבוגריה המצטיינים של התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה: קרן בריג, עידו ספקטור וליאור שחף. בברכת שנה אקדמית טובה,

**פרופסור 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

שיעור ההיוון של  
התחייבויות ארוכות טווח  
לעובדים

הסיכומים הנכללים בחוברת זו מהווים את תמצית הדיונים של פורום שווי הוגן, כפי שהתפרסמו לציבור זאת 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 בנובמבר 2012

נושא המפגש: שיעור ההיוון של התחייבויות ארוכות טווח לעובדים

חומר רקע למפגש: נייר מטעם רשות החשמל

אורחים שהוזמנו: רו"ח איתן פליס ורו"ח אביב מוזס (רשות החשמל), ינון גמרסני ונדב שטינברג (חטיבת המחקר, בנק ישראל), מנחם שוורץ (חשבונאי ראשי, בנק לאומי), רו"ח גיל רוזנשטוק (שיף הזנפרץ ושות').

נוכחים: רו"ח יבגני אוסטרובסקי, רו"ח לילי איילון, רו"ח אלי אל על, רו"ח קרן בנגלס שנער, פרופ' אמיר ברנע, רו"ח נבו ברנר, רו"ח משה גדנסקי, פרופ' צבי וינר, רו"ח שמוליק ויינשטיין, רו"ח רם לוי, מר איציק מאיסי, רו"ח זאב נהרי, רו"ח דב ספיר, רו"ח גל עמית, רו"ח אורן פרנקל, רו"ח יזהר קנה, רו"ח מנחם שוורץ, רו"ח דגנית שוקרון, גב' רקפת שני, רו"ח שלומי שוב, פרופ' עודד שריג.

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור, יובל רופין

השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון  
הרגולטוריות: השלכות כלכליות

ממשלתי ובין תשואת אג"ח קונצרני. על רקע מגמה זו פנה המוסד לתקינה חשבונאית בשבדיה ל-IASB בבקשה לבטל את הדרישה של שוק עמוק. השבדים תארו את העיוות האדיר שנוצר לחברות בשבדיה על רקע השימוש בשיעור היוון של אג"ח ממשלתית לאור התפיסה שלא קיים שוק עמוק לאג"ח קונצרני בשבדיה. הירידה החדה בשיעור התשואה על אג"ח ממשלתיות הביאה לגידול ניכר בהתחייבויות לעובדים של חברות בשבדיה. לאור הפנייה החל ה-IASB בתהליך תיקון של התקן וביטול הדרישה לשוק עמוק, אולם בסופו של דבר ננטש תהליך התיקון ללא הסברים מצד ה-IASB. חברות בישראל משתמשות בשיעור התשואה של אג"ח ממשלתי בהיוון ההתחייבות לעובד, לאור התפיסה שאין בארץ שוק עמוק לאג"ח קונצרני באיכות גבוהה. תפיסה זו קיבלה ביטוי גם בדיונים שקיימו חברות עם הרשות לניירות ערך.

#### רו"ח דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות)

התקינה האמריקאית לא עורכת הבחנה בין שוק עמוק לשוק לא עמוק בשל העובדה שבארה"ב קיים שוק עמוק לאג"ח קונצרניות בדירוג גבוה.

#### רו"ח שלומי שוב

יש לזכור כי ה-IFRS היא תקינה בינלאומית. יתכן שהיא מבקשת לתת מענה גם למדינות בהן שוק ההון אינו מפותח דיו. ברצוני להעלות שתי סוגיות עיקריות לדיון:

2. מדוע קובע IAS 19 שיש להשתמש בשיעור היוון של אג"ח קונצרני באיכות גבוהה?

1. בהינתן שאנחנו מקבלים את עקרונות המדידה החריגים שקובע IAS 19 ביחס להתחייבויות לעובדים, יש לעמוד על משמעות המונח "שוק עמוק". ראוי לבחון האם המונח מתייחס למידת הסחירות בשוק, למידת הנזילות או למגוון המכשירים הנסחרים בו. למיטב הבנתי, יתכן כי בהתאם לעקרונות המסגרת המושגית, שאף התקן למדידה מהימנה

#### רו"ח שלומי שוב

לא מרבים לדון בהיבטי היישום של IAS 19 (הטבות עובד), על אף השלכותיהם האדירות על דוחותיה הכספיים של חברה. יישומו של IAS 19 היה זריז, ולמעט דיונים שהתנהלו בזמנו בקשר ליישום התקן בחברת החשמל לא התקיים דיון מעמיק בנושא בישראל.

סעיף 38 ל-IAS 19 קובע כי השיעור המשמש להיוון מחויבות בגין הטבה לאחר סיום העסקה יקבע על ידי שימוש בתשואות שוק בסוף תקופת הדיווח על אגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה. כמו כן נקבע שאם אין במשק "שוק עמוק" לאגרות חוב כאמור, שיעור ההיוון יקבע לפי תשואות אג"ח ממשלתיות. במסגרת הדיון ננסה לזהות את הרציונאל העומד בבסיס קביעות אלה. יש לציין כי קביעותיו של IAS 19 אינן ברורות מאלהן. למעשה כללי המדידה שקבע IAS 19 להתחייבות לעובדים הינם חריגים ביחס לכללי ה-IFRS האחרים למדידת התחייבויות. אציין כי בקביעת השווי ההוגן של התחייבות לפי IFRS 13 (מדידת שווי הוגן), יש להשתמש בשיעור היוון המגלם בין היתר את סיכון האשראי של החברה עצמה.

הסבר אפשרי לשימוש בשיעור ההיוון של אג"ח קונצרני באיכות גבוהה הוא שהדרך לסילוק ההתחייבות לעובד הינה הפקדת הכספים ביעודה. שיעור התשואה של אג"ח קונצרני באיכות גבוהה משקף את שיעור התשואה שניבו נכסי היעודה. לשם התאמה, יתכן כי בחישוב ערך ההתחייבות יש להשתמש באותו שיעור תשואה. כך למשל לפי ה-US GAAP, בכל מקרה יש להשתמש בשיעור היוון של אג"ח קונצרני באחת משתי דרגות הדירוג הגבוהות ביותר, ללא קשר לקיומו של שוק עמוק.

לצורך המחשה, אם חברת החשמל הייתה מיישמת US GAAP, היה עליה למדוד את ההתחייבות לעובדים תוך שימוש בשיעור תשואה של אג"ח קונצרני, וכלל לא הייתה נדרשת לשאלת קיומו של שוק עמוק לאג"ח קונצרני בישראל. בעקבות המשבר הפיננסי גדל המרווח בין תשואת אג"ח

על פי התקן, במדידת ערכה של ההתחייבות יש להשתמש בשיעור הריבית של אג"ח, קונצרנית או ממשלתית. אולם יש לזכור כי לעיתים חלק ניכר מהכספים בקופות היעודה אינם מושקעים באגרות חוב, אלא במניות ובמכשירים פיננסיים אחרים. למעשה ביישום הוראות IAS 19 מתעלמים מאופי ומסוג הנכסים שבסופו של דבר יכסו את ההתחייבות הפנסיונית. אציין כי בפועל קופות הפנסיה נוטות להניב תשואה גבוהה יותר משיעור ההיוון. לא ברור לי מדוע לא מהווים את ההתחייבות בשיעור התשואה שהושג בפועל.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

ההיוון נעשה תוך שימוש בשיעור התשואה של אג"ח בשל קיומה של חלופה להשקיע באג"ח. כלל לא חשוב אם בפועל הושקעו הכספים באג"ח או לא. לראייתי, זוהי טעות לבסס את תחשיב ההתחייבות על שיעור התשואה שהושג בפועל.

---

#### דובר (רשות החשמל)

---

ברצוני להוסיף לדבריו של פרופסור ברנע. אם ייקבע שיש למדוד את ערך ההתחייבות תוך שימוש בשיעור התשואה על נכסי הקרן בפועל, ניתן יהיה להקטין את ערך ההתחייבות לעובדים באופן בלתי נאות על ידי השקעת כספי היעודה באג"ח עם תשואה גבוהה. לדעתי, לא צריך להיות קשר בין שיעור ההיוון של ההתחייבות לשיעור התשואה של הנכסים.

---

#### רו"ח דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות)

---

ברצוני להסביר את עמדת המוסד הישראלי לתקינה בקשר למונח "שוק עמוק". עם קביעת המונח "שוק עמוק" לפני כשמונה שנים, פנינו לבנק ישראל כדי לקבל את חוות דעתו האם בארץ קיים שוק עמוק לאג"ח קונצרני. לא קיבלנו תשובה מבנק ישראל, על אף היותו הגוף המיומן בנושא.

ברצוני גם להזכיר כי דירוג אשראי בישראל הינו מקומי ונדרשת התאמה לדירוג הגלובאלי. כך למשל, אג"ח ישראלית בעלת דירוג גבוה בקנה מידה ישראלי, אינה בעלת דירוג גבוה בקנה מידה גלובאלי. על פניו, לא ברור האם התייחסותו של IAS 19 הינה לאג"ח באיכות גבוהה בקנה מידה מקומי או בקנה מידה גלובאלי. יש לציין כי אם המדד על פי התקן הוא דירוג גלובאלי, אז אין בישראל אג"ח ברמה גבוהה כלל.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

ברור כי כוונת התקן היא לקנה מידה מקומי. הדירוג נקבע

של ההתחייבות. כלומר, בשאיפה למדידה מהימנה ובכדי למנוע תוצאות שאינן הגיוניות, ביקש התקן לקבוע סטנדרט איכות מסוים.

נתוני השוק כיום בעקבות המשבר אינם מסייעים בלשון המעטה לתמיכה בקיומו של שוק עמוק וזאת ביחס למצב בישראל לפני מספר שנים. עם זאת, בהפוך על הפוך אפשר אולי למצוא חיזוק בכך שבמדינות בהן יש שוק עמוק לא הפסיקו את טיפול זה למרות שקיימת תופעה של התמעטות בדירוגי אשראי גבוהים של אגרות חוב קונצרניות.

---

#### רו"ח זאב נהרי (לאומי פרטנרס)

---

יש לזכור כי כספי הפיצויים והתגמולים מופקדים על שם העובד בקופת היעודה, וכפועל יוצא הם לא חשובים לסיכון האשראי של החברה. לעניין הפער בין ערך ההתחייבות הפנסיונית ובין נכסי היעודה, העובד מהווה נושה והוא חשוף לסיכון האשראי של החברה.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

בהתאם להוראות המפקח על הבנקים, משתמש בנק לאומי בשיעור היוון של 4% במדידת ההתחייבות הפנסיונית. האם משמעות הדבר שערך ההתחייבות הפנסיונית בספרי הבנק ובהתאם להוראות המפקח על הבנקים, היא למעשה אינה נכונה?

לא ברור לי קביעתו של המפקח. אם הוסכם כי קביעתו של IAS 19 מחייבת, מדוע בנק לאומי לא מודד את ערך ההתחייבות הפנסיונית בהתאם להוראות התקן?

---

#### רו"ח זאב נהרי (לאומי פרטנרס)

---

יש התייחסות ברורה לסוגיה זו בדוחות הכספיים של הבנק. שיעור היוון בסך 4% נקבע על ידי המפקח לפני זמן רב, ולא עודכן מאז. אציין כי ישנו הגיון בקביעת המפקח: ריבית השוק מושפעת מאירועים אקסוגניים, ובכדי למנוע תנודתיות קבע המפקח ריבית קבועה המשקפת את הטווח הארוך.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

איני מסכים עם דבריך. מחיר השוק כפי שנגזר מה-Term Structure משקף את ציפיות השוק בנוגע לריבית לטווח ארוך. אם אתה חושב שהשוק טועה, תהמר נגדו.

---

#### רו"ח זאב נהרי (לאומי פרטנרס)

---

שיעור ההיוון של התחייבויות ארוכות טווח  
לעובדים

לדעתי, דרושה קורולציה בין ההתחייבות הפנסיונית ובין נכסי היעודה. בין היתר, התחייבות הפנסיונית נגזרת משיעור האינפלציה המקומי עקב עליית שכר העובדים. ברור כי אין כל קורלציה בין שיעור האינפלציה בשוק המקומי ובין אג"ח של ממשלת ארה"ב.

#### דובר (רשות החשמל)

חשוב להבין כי לדוחותיה הכספיים של חברת החשמל השפעה על תעריף החשמל. יש להבין כי ליישום כזה או אחר של תקן חשבונאי מסוים השפעה על חשבון החשמל של כל אזרחי המדינה.

בעבר עם תחילת יישום ה-IFRS, התחייבויות חברת החשמל גדלו במיליארדי שקלים. כפועל יוצא, נדרשת החברה לשלם ריבית גבוהה יותר בגיוס חוב. לשיעור היוון ההתחייבויות הפנסיוניות השפעה עצומה על מצבת ההתחייבויות של חברת החשמל. לדעתי, שיקול הדעת והגמישות הרחבים הניתנים לרואי החשבון הם בעלי השלכות מרחיקות לכת, לאו דווקא טובות.

#### רו"ח זאב נהרי (לאומי פרטנרס)

ההשפעות שהנך מציין נובעות מהקשר הבלתי הגיוני שעורכת חברת החשמל בין תעריפי החשמל וכללי החשבונאות המיושמים על ידה.

#### דובר (רשות החשמל)

IAS 19 קובע ששיעור ההיוון שישמש במדידת המחויבות לעובדים יקבע על ידי שיעור התשואה של אג"ח קונצרניות באיכות גבוהה. התקן אף קובע חריג לכלל, ומנחה להשתמש בשיעור התשואה של אג"ח ממשלתיות בהיעדר שוק עמוק לאג"ח קונצרניות. לראייתי, רק אם נקבע באופן פוזיטיבי שלא קיים שוק עמוק במשק, יש למדוד את ההתחייבות לפי שיעור

ביחס לאג"ח ממשלתי, וברור שבישראל גם אג"ח ממשלתי אינה באיכות AAA בקנה מידה גלובאלי.

#### דובר (בנק ישראל - מחלקת המחקר)

לדעתי, אין באפשרותנו של בנק ישראל לתת מענה חד משמעי לשאלה האם קיים בישראל שוק עמוק לאג"ח קונצרני. יתרה מכך, כלל לא בטוח שבנק ישראל הוא הגוף המוסמך לתת קביעה בנושא, בהיעדר הסמכה בחוק. באופן כללי נראה כי בעבר לא היה בישראל שוק עמוק, אולם כיום התשובה מורכבת יותר. לאורך השנים גיבש בנק ישראל שמונה מדדים לנזילות, המאפשרים השוואה למשקים במדינות אחרות. אציין כי רוב המדדים נמצאים כיום ברמה נמוכה יותר בהשוואה לשנת 2008, לפני המשבר. יש מדינות מפותחות שהכריזו שאין להן שוק עמוק לאג"ח קונצרני. ניתן להשוות את מדדי הנזילות של אותן מדינות למדדי הנזילות הנחזים בישראל לקבלת אמת מידה. כמו כן באופן כללי ניתן לומר כי שוק האג"ח הממשלתי בישראל נזיל יותר משוק האג"ח הקונצרני, וזאת על פי מרווחי Bid / Ask.

#### פרופסור אמיר ברנע

לא ברור לי מדוע לא מתרגמים בכלים סינתטיים את השוק הקיים בישראל למונחים של שוק סחיר. לאור הגלובליזציה, כל משקיע יכול לסחור בארה"ב, שם יש שוק עמוק, ולגדר את סיכון המטבע בעזרת חוזים על שקל-דולר, שגם לגביהם יש שוק עמוק. באמצעות כלים סינתטיים אפשר לאמוד את הפער בין תשואת אג"ח נניח AA ובין תשואת אג"ח ממשלתיות. אפשר גם לגלגל תשואות לזמן בינוני בו קיים שוק עמוק באג"ח קונצרני לתשואות טווח ארוך הנדרשות לאמידת ההתחייבות.

#### רו"ח זאב נהרי (לאומי פרטנרס)

איני מסכים עם קביעתך בנוגע לשימוש בכלים סינתטיים.



## דובר (רשות החשמל)

פשרה טובה יותר היא מה שהונהג על ידי חברת וולוו בשבדיה: היוון ההתחייבויות הפנסיוניות לפי שיעור התשואה של אג"ח על משכנתאות. בשנת 2007 ההנחייה המקדמית של הרשות לניירות ערך לחברת חשמל הייתה למדוד את ההתחייבות הפנסיונית תוך שימוש בשיעור התשואה של אג"ח קונצרני. זו הייתה הפרשנות המקורית של הרשות לניירות ערך, ולטעמי אף הייתה נכונה. כיום עמדת הרשות לניירות ערך היא שיש להוון את ההתחייבות לפי ריבית של אג"ח ממשלתית. דווקא עמדתה הנוכחית של הרשות שגויה בעיני.

## דובר

ההתחייבות לעובדים הינה התחייבות משפטית נפרדת ובלתי תלויה בנכסי היעודה. ונראה כי זהו הרציונאל של IAS 19. האם חברה שממנת את ההתחייבות בתמהיל נכסים מסוכן ההתחייבות שלה לעובדים קטנה יותר? כפועל יוצא, נראה שאין הכרח לטעון כי יש להוון את ההתחייבות לפי שיעור התשואה שמניבים נכסי הקרן. נראה כי רוח התקן הינה ששיעור ההיוון לא ישקף את הסיכונים ובפרט לא את סיכון האשראי של החברה אלא ישקף רק את ערך הזמן של הכסף. IAS 19 קובע אג"ח קונצרני באיכות גבוהה בכדי לשקף מדד אמין של אג"ח ללא סיכון. כפועל יוצא, במצב משברי ובעידן שאנו מצויים בו היום נראה כי היוון ההתחייבויות לפי אג"ח ממשלתיות דווקא תואמת את רוח התקן.

## דובר (רשות החשמל)

פשרה אפשרית בין שתי הגישות הינה ביצוע ההיוון באופן דו-שלבי. גם אם אקבל את הטענה שאין בישראל שוק עמוק לאג"ח קונצרניות ארוכות טווח, הרי שלטוח של עד 5 שנים יש שוק עמוק של אג"ח קונצרני בארץ. מכאן נובע שלזמן הקצר ניתן להוון לפי שיעור התשואה של אג"ח קונצרני בשל קיומו של שוק עמוק, ולזמן הארוך להוון לפי שיעור התשואה של אג"ח ממשלתי בהיעדר שוק עמוק.

## רו"ח שלומי שוב

יש לזכור ש-IAS 19 מאפשר אקסטרפולציה.

## דובר (בנק ישראל - מחלקת המחקר)

יש הבדל מהותי בין ביצוע אקסטרפולציה מ-15 שנה ל-80 שנה ובין אקסטרפולציה מ-5 שנים ל-80 שנה. יש להתייחס

התשואה של אג"ח ממשלתית. היות שמעולם לא נקבע באופן ברור ופוזיטיבי שאין שוק עמוק בישראל, נראה כי אין תחולה לחריג שקובע התקן.

## רו"ח גל עמית

איני מסכים עם דבריו. לדעתי, לא די שאין בארץ שוק עמוק לאג"ח קונצרני באיכות גבוהה, כלל אין בארץ שוק אמיתי לאג"ח קונצרני. מספר התאגידים הגדולים בארץ קטן מאוד, ואף הם אינם נוהגים להנפיק אג"ח לתקופה העולה על 15 שנה. בנוסף כפי שנאמר, הדירוג הישראלי הוא מקומי ולא בינלאומי. כך למשל, דירוג (AA-) בארץ שקול לדירוג (BBB-) בינלאומי. לא ברור לי כיצד ניתן לטעון ששוק בעל מאפיינים כאמור הינו "שוק עמוק".

## פרופסור אמיר ברנע

הטענה בדבר היחסיות של הדירוג הישראלי אינה רלוונטית: קנה המידה הינו אג"ח ממשלתי ישראלי, שכאמור אף הוא אינו באיכות AAA בינלאומית. ברור כי כוונת התקן הייתה לאג"ח קונצרניות בדירוג גבוה ביחס לשוק המקומי, שהרי אחרת אין משמעות לקביעה של שימוש באג"ח ממשלתי במקרה שבו אין שוק עמוק.

## פרופסור צבי וינר

ברצוני לציין שאני יכול להבין את הרציונאל בשימוש בשיעור התשואה של אג"ח ממשלתי במדידת ההתחייבות הפנסיונית, בהנחה שיש הסתברות גבוהה שהמדינה תתן גיבוי להתחייבויות. כמו כן אני יכול להבין את הטעם בהיוון ההתחייבויות לפי עלות החוב של החברה, בהנחה שרק החברה ערבה למילוי התחייבויות אלו. אני לא רואה הצדקה להיוון ההתחייבות לפי שיעור תשואה של אג"ח קונצרני באופן כללי. יתכן כי כוונת התקן הייתה לבצע את המדידה תוך שימוש בריבית חסרת סיכון. אציין כי בחלק מהמדינות משתמשים כיום בריבית חסרת סיכון הנגזרת מעקום (IRS) SWAP ולא מעקום האג"ח הממשלתי. עקום ה-SWAP אינו משקף את כל סיכון האשראי של החברה, והוא מהווה עקום מרכזי במערכת הפיננסית. יתכן שבמקום לתת מענה לשאלה בדבר קיומו של שוק עמוק לאג"ח בשוק הקונצרני בישראל, ניתן יהיה למצוא את הפתרון דווקא בשוק ה-SWAP (SWAP IRS, TELEBOR).

שיעור ההיוון של התחייבויות ארוכות טווח  
לעובדים

היה שיעור התשואה של אג"ח קונצרני בדירוג גבוה ל-80 שנה, נראה שהיה נכון יותר למדוד את ההתחייבות לעובדים לפי הנתון הזה.

#### רו"ח זאב נהרי (לאומי פרטנרס)

באופן עקרוני החשבונאות אינה מתעניינת בקיומו של שוק עמוק, והמונח נקבע רק כדי לזהות שיעור היוון אמין. לראייתי, כל עוד קיים שיעור היוון אמין שניתן להשתמש בו, השאלה הפורמאלית בדבר קיומו של שוק עמוק מתייתרת. לפיכך השאלה שיש להציג ל-IFRIC היא כלל אינה האם קיים שוק עמוק בישראל. השאלה המתבקשת היא כדלקמן: במידה ויש ביכולתה של מדינת ישראל לייצר בכלים סינתטיים שיעור תשואה אמין של אג"ח קונצרני ל-80 שנה, האם ניתן להשתמש בשיעור תשואה זה במדידת ההתחייבות לעובדים לפי IAS 19.

#### רו"ח גל עמית

אני סבור שהמודלים של חברות שערי ריבית ומרווח הוגן ישימים להערכת חוב פרטי ואג"ח בדירוג נמוך. לא יהיה זה רציני להשתמש במודלים אלה להערכת שיעור התשואה של אג"ח קונצרני באיכות גבוהה ל-80 שנה.

אל התהליך בזהירות רבה.

#### רו"ח דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות)

באופן עקרוני איני מקבל את התופעה שהגוף שמכרש את IAS 19 הינו רשות החשמל. הגוף היחידי בעולם שמוסמך לפרש תקני IFRS הוא ה-IFRIC. אנו מוכנים להעביר מסמך ל-IFRIC שמציג את הבעייתיות ביישום קביעתו של IAS 19 בישראל, ולבקש את חוות דעתם.

#### דובר (רשות החשמל)

ברצוני להעלות שתי שאלות ל-IFRIC:  
1. מהי המתודולוגיה בה השתמשו בעולם בשביל לקבוע האם קיים במשק שוק עמוק?  
2. מיהו הגוף הרגולטורי האחראי בארץ על קביעה מעין זו? אחרי שנקבל תשובות לשאלות אלה נוכל לקבוע מהו היישום הנאות במשק הישראלי.

#### פרופסור אמיר ברנע

נראה שמטרת ההנחייה של התקן היא שימוש בשיעור תשואה שיביא למדידה מהימנה של ההתחייבויות הפנסיוניות לאורך זמן. להיבט הסחירות שגלום בשוק עמוק אין משמעות מהותית לקרנות פנסיה שאינן נדרשות לנזילות מול משיכות אקראיות. מה שנחוץ היא מדידה אמינה. בהנחה שניתן באמצעות מודלים להפיק שיעור תשואה אמין, מה אז?

#### רו"ח יזהר קנה

למיטב הבנתי, יש לבחון האם המדינה מסוגלת לספק נתון מוחלט וניתן למדידה. במידה ולא, יש לעשות שימוש בריבית ממשלתית לצורך ההיוון. אולם אם ישנה מערכת המפוקחת על ידי רגולציה, שיש ביכולתה לספק את הנתון (למשל, מה

## פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

# FVF

### השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון הרגולטוריות: השלכות כלכליות

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: 3 בדצמבר 2012

נושא המפגש: "השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון הרגולטוריות: השלכות כלכליות".

חומר רקע למפגש: מסמך - "חומר רקע למפגש דצמבר 2012"

נוכחים: פרופ' אמיר ברנע, רו"ח שלומי שוב, גב' רקפת שני, מר איציק מאיסי, רו"ח קרן בנגלס שנער, גב' דגנית דניאל, רו"ח אורי גרוסמן, מר מאיר סלייטר, מר אבי בראור, ד"ר זיו נאור, מר נדבשטינברג, מר שלי תשובה, פרופ' צבי אקשטיין, רו"ח זאב נהרי, מר אלון גלזר, פרופ' יורם עדן, רו"ח רונית לרנר, רו"ח יזהר קנה, רו"ח ואדים פורטנוי, מר יוסף פישלר, רו"ח גל עמית, רו"ח אלי אל על, רו"ח אהד עובד, גב' תמי גורן, רו"ח עידו וקסלבאום

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור, יובל רופין

השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון  
הרגולטוריות: השלכות כלכליות

## פרופסור אמיר ברנע

אולם באותה עת תביא לעליה במכפיל הרווח עקב הסיכון הפיננסי המופחת. לאור אלה נראה כי שוויו של הבנק אינו אמור להיפגע מהגדלת הון הליבה.

סוגיה נוספת שעולה בספרות הינה השפעת המדידה של הנכסים הבנקאיים בהתאם לעקרון ה- Mark to Market. חלק ניכר מהנכסים הבנקאיים הינו סחיר. באופן טבעי, שוויים של הנכסים הסחירים מאמיר בעיתות גאות ויורד בעיתות שפל. המדידה לפי Mark to Market גוררת מחזוריות בהיצע האשראי: בתקופות גאות נאותים הבנקים ליטול על עצמם סיכונים נוספים ולנפק יותר אשראי, ואילו בתקופות של שפל עלול להתפתח מחנק אשראי בשווקים. ברקע יש לזכור כי למחזוריות בפעילות הבנקים שהיא כאמור Procyclic, השפעה סיסטמית על שאר ענפי המשק.

באופן גס, במערכת תמחור האשראי הבנקאית הנוכחית גידול של 1% בהון הליבה מלווה בגידול של 0.1% במרווח הבנקאי, וזאת על מנת לשמור על שיעור תשואה דומה על ההון העצמי. בספרות עולה הטענה שלא כך הוא: הגדלת הון הליבה לא בהכרח אמורה להוביל לעלייה במחיר האשראי ולקיטון בזמינות. יש לציין כי המציאות בענף הבנייה בישראל סותרת את טענת הספרות: בשל הגבלות רגולטוריות על יחסי הלימות הון, ענף הבנייה בארץ בהבחנה מענף המשכנתאות שהלימות ההון הנדרשת בו נמוכה, סובל ממצוקת אשראי ומסלקציית לוויים קשה.

לבנק ישראל תכנית רב שנתית להגדלת הון הליבה של הבנקים באופן משמעותי. עלתה טענה שהמערכת הבנקאית אינה מסוגלת להגדיל את ההון העצמי על ידי הנפקות, היות שבעת הנוכחית הבנקים נסחרים במחיר הנמוך מערכם הנכסי. החלופה להגדלת ההון היא הימנעות מחלוקת דיבידנדים, אולם הדבר מצית מעגל קסמים: מדיניות של אי-חלוקת דיבידנדים תקשה על הבנק לגייס הון על ידי הנפקות למשקיעים שמעדיפים מדיניות דיבידנד יציבה.

על מערכות הרגולציה ועל הנהלות הבנקים לשקול את המשמעות העסקית והתפעולית של הדרישה להגדלת הון הליבה. ארצה לעלות שתי שאלות לדיון:

אין ויכוח שהגורם עיקרי למשבר הפיננסי בשנת 2018 הוא נטילת סיכונים עודפת על ידי הבנקים בשל ליקויים ברגולציה. בין היתר הרגולציה לא התאימה את עצמה למכשירים הפיננסיים המשוכללים בהם החזיקו הבנקים בארצות הברית ובאירופה. לבנקים היה תמריץ כפול לנטילת סיכונים עודפים: 1. המטרייה הפיננסית הניתנת על ידי בנקים מרכזיים בעולם מעודדת את הבנקים להגדיל את חשיפתם לסיכונים במרדף אחר תשואה. המטרייה הפיננסית למעשה מאפשרת לבנק ליהנות מפירות ה-Upside מבלי לשאת בתוצאות ה-Downside.

2. תגמולי הנהלות הבנקים נגזרים מרווחיהם, והדבר ממריץ מנהלים ליטול סיכונים להגדלת הרווח.

הפתרון המוצע כיום על ידי הספרות לבעיות לעיל הוא הגדלת הון הליבה של הבנקים במידה משמעותית. במשבר האחרון התברר כי רבדי ההון המשני והשלישוני אשר היו אמורים לשמש כבולם זעזועים עבור הבנק, לא מילאו את תפקידם באופן אפקטיבי. פתרון נוסף המוצע על ידי הספרות הוא החלת מודל תמרוץ ארוך טווח למנהלי הבנקים.

מגמה נוספת בעת הנוכחית הינה פישוט מבנה הלימות ההון וחזרה ליסודות, וזאת על חשבון המודלים הפנימיים המיושמים בבנקים להערכת סיכונים (IRB Approach). כמו כן חל גידול בדגש הניתן על ידי המערכות הרגולטוריות בנוגע למידת הנזילות של הבנקים. יש לציין כי ההתייחסות להיבט הנזילות בבנקים בהבחנה מהלימות הון מהווה חידוש.

עולה השאלה האם הגדלת הון הליבה מביאה להתייקרות האשראי הבנקאי ומקטינה את היקפו. על פי הספרות המקצועית, המטרייה הפיננסית ממנה נהנים הבנקים מזילה את הפקדונות ומאפשרת לבנקים להתמנף. כמו כן על פי הספרות, הגדלת ההון העצמי של הבנקים תביא לירידה במחיר ההון שלהם בשל הקיטון בסיכון הפיננסי. הגדלת ההון העצמי בבנקים תקטין אומנם את שיעור התשואה על ההון,

1. מהן ההשלכות הכלכליות של הגדלת הון הליבה במערכת הבנקאית?
2. האם הגדלת הון הליבה מהווה פתרון לרגישות הבנקים למשברים?

---

## רו"ח שלומי שוב

---

הלימות הון הינה יחס פיננסי הנשען בין היתר על בסיס חשבונאי. בהתאם לכללי באזל, הלימות הון מבוססת על ההון העצמי החשבונאי תוך ביצוע התאמות שונות כגון נטרול נכסי מיסים נדחים ונכסים בלתי מוחשיים. נראה כי נקודת המבט בתחשיב היא של עסק בפירוק: בעת פירוק, נכסי המס ונכסיו הבלתי מוחשיים של העסק "מתאיידים" – הדבר נכון במיוחד לגבי מוניטין שהוא נכס בלתי מזוהה.

אני רוצה לספר להם קוריוז קטן בהקשר של עד כמה החשבונאות קריטית בקביעת הלימות הון. בשנת 2011 החלו הבנקים ליישם את PHASE 1 של ה-IFRS בנוגע לנושאים שאינם בליבת עסקיהם. בין היתר, בעקבות היישום נדרשו הבנקים לסווג את נכסי התוכנה שבבעלותם כנכסים בלתי מוחשיים בהתאם להוראות IAS 38. סיווג התוכנות כנכסים בלתי מוחשיים במאזן היה אמור לגרור את נטרולם בתחשיב הלימות הון של הבנקים. כלומר, רק מעצם שינוי הסיווג של התוכנות הלימות הון של הבנקים היתה אמורה להיפגע מהותית. יש לזכור כי נכסי תוכנה הם מהותיים מאוד בבנקים. כך למשל, יתרת התוכנות בבנק הפועלים לתום שנת 2011 עמדה על 1.2 מיליארד שקל. עם זאת, באמצעות "תרגיל חשבונאי" אפשר המפקח לבנקים בארץ לסווג את התוכנות במאזן לסעיף "ציווד" ובכך להימנע מהצורך להפחיתם מההון לצורכי הלימות הון. כפועל יוצא, באמצעות "שליטה" על החשבונאות הצליח המפקח שלא לפגוע בהלימות הון של הבנקים ובד בבד לא לסתור את הוראות באזל.

מעבר לכך, קיימות אינספור דוגמאות לעיוותים של החשבונאות בהקשר של חישוב הלימות הון. כך למשל, בדיון הקודם של הפורום דנו בשיעור התשואה המתאים להיוון התחייבויות פנסיוניות. המפקח על הבנקים קבע כי הריבית להיוון ההתחייבויות הפנסיוניות בבנקים הינה 4%. בנק לאומי מדווח למשל כי כל שינוי של 0.5% בשיעור ההיוון גורר שינוי של 800 מיליון ש"ח בערך ההתחייבות ובהון העצמי שלו.

גם השקעתו של בנק לאומי בחברה לישראל מספקת דוגמה להשפעתם של עיוותים חשבונאיים על ההון העצמי וכפועל יוצא על הלימות הון. בנק לאומי מיישם את שיטת השווי המאזני לגבי, החזקתו בחברה לישראל. בהנתן כי המיזוג בין החברות כימיקלים לישראל ופוטאש ייצא אל הפועל, יכיר בנק לאומי ברווחי אקוויטי בסך 4 מיליארד ש"ח בערך, בעקבות רישום רווח ממימוש רעיוני על ידי החברה לישראל. רישום

הרווח הנ"ל – שבגיני לא ניתן לשלם מס ואפילו לא ליצור התחייבות מיסים נדחים – ישפיע במישרין על הון הליבה של בנק לאומי, וזאת על אף שהעסקה אינה מבטאת שינוי כלכלי ריאלי שהתרחש.

לכללי הלימות הון הבנקאיים יש השלכות רבות על ההתנהגות הריאלית של הבנקים בעניין גיוסים. כך למשל, עד לפני שנתיים הבנקים היו נוהגים להנפיק שטרי הון כדי לשפר את הלימות הון. הדבר נבע מכך שמצד אחד שטרי הון מסווגים כהתחייבות, והריבית המשולמת בגינם נמוכה באופן משמעותי משיעור התשואה על ההון ומצד שני הרגולציה הכירה בשטרי הון כרכיב בהון הליבה. בעקבות התפתחויות בהנחיות הרגולטוריות לאחר המשבר של 2018, לא נחזות עוד הנפקות שטרי הון על ידי בנקים במשק הישראלי. כלומר, הבנקים כבר יודעים ששטרי הון לא יוכרו להם בהון הליבה ולכן לא מנפיקים אותם.

---

## רו"ח אוהד עובד

---

המוסכמה בספרות היא שהלימות הון כן משפיעה על שווי השוק של המערכת הבנקאית. השאלה היא מתודולוגית באופיה: האם שני בנקים דומים עם מדיניות חלוקת דיבידנד שונה או עם הזרמות הון שונות הם בעלי שווי כלכלי שונה? אני סבור שאין מתאם בין המתודולוגיה לבין המעשה.

---

## פרופסור יורם עדן

---

ברצוני להעלות סוגיה נוספת לדיון: עולה השאלה האם אותן דוח כספי יכול לשמש הן את הגופים המפקחים והן את ציבור המשקיעים. לאורך השנים דרשו מערכות הפיקוח את קיומו של דוח יחיד, ולפיכך הכתיבו את הכללים המיושמים בדוחות הבנקים. להערכתי זו טעות, ודרושים דוחות נפרדים לצרכי פיקוח ולצרכי המשתמשים האחרים, כמו שנעשה בענף הביטוח.

בעיה נוספת בקשר להלימות הון במערכת הבנקאית נוגעת לקשר שבין אגפי המאזן. ברור כי הגדלת הלימות הון מגדילה את הכספים הזמינים לבנק, אולם יש לבחון את השימוש שהוא עושה בכספים אלה. אם למשל יושקעו הכספים בנכסים רעילים, שכרה של הגדלת הלימות הון ייצא בהפסדה. לדעתי, דרישה לגידול בהלימות הון צריכה להיות מלווה בפיקוח על נכסי הסיכון המושקעים על ידי הבנקים.

---

## פרופסור צבי אקשטיין

---

ראשית ציינן כי קיימות מגבלות שונות על השקעת כספי הנוסטרו של בנקים. באופן כללי המשבר הפיננסי חשף את

השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון  
הרגולטוריות: השלכות כלכליות

הדרושים לניהול המערכת הבנקאית. באמצעות כלים כגון חוזי CDS ואיגוח תיקי אשראי יכולים בנקים במדינות אחרות לשפר את הלימות ההון על ידי ניקוי מאזניהם מנכסים פיננסיים שונים. כלים אלו כאמור אינם קיימים בישראל. יחד עם זאת יש לזכור כי שימוש בכלים מורכבים כגון איגוח ו-CDS דורש מערכת פיקוחית אפקטיבית, כמו זו הקיימת באוסטרליה, הולנד או קנדה.

שימוש באיגוח ו-CDS היה יכול לשפר למשל את היצע האשראי בשוק הנדל"ן היזמי. בעת הנוכחית אין כמעט בישראל פרויקטים הממונים באשראי חוץ בנקאי. הסיבה לכך נעוצה בצורך לעקוב באופן שוטף אחרי התקדמות הפרויקט, ויכולת מעקב מעין זו מצויה רק בידי הבנקים. מן הצד השני המערכת הרגולטורית מגבילה את הבנקים בישראל במתן אשראי לפרויקטים כאמור, ואכן מורגש מחנק אשראי. בכל העולם נוהגים הבנקים לתת אשראי לפרויקטים ולאגח אותו הלאה. יש לציין כי גם לאחר השלמת האיגוח ימשיך הבנק ללוות את הפרויקט כמעין שרת תמורת עמלה, אולם הוא לא יישא בסיכון.

יש להדגיש כי הפיקוח על הבנקים לא יכיר בהקטנת סיכון על ידי איגוח ללא הסרת הספק המשפטי בנוגע להעברת הסיכון מהבנק לרוכש החוב. כפועל יוצא, התפתחה חקיקה מסודרת במדינות אירופה בהקשר זה. במסגרת לקחי המשבר פורסם דוח להסדרת איגוח על ידי בנקים בישראל, אולם הוא לא הבשיל לכדי חקיקה, בין היתר בשל היעדר לחצים מצד הבנקים להשלמת המהלך.

#### פרופסור אמיר ברנע

אבקש לשמוע את התייחסות נציגי המערכת הבנקאית בנוגע להשלכות האפשריות בטווח הקצר והארוך של המגמה להגדלת הון הליבה בבנקים.

רו"ח זאב נהרי

בעיית המינוף במערכת הבנקאית. במשבר התברר כי רמת המינוף של הבנקים היתה יוצאת דופן ובעיקר של הבנקים להשקעות, וזאת על אף שהיו מפקחים באופן פורמאלי על ידי ה-SEC. מסיבות שונות בחרה ה-SEC שלא לפקח על רמת המינוף של אותם גופים ולהגבילה. הסיבות לרמת המינוף הגבוהה במערכת הבנקאית הן בין היתר היסטוריות. התחושה הכללית היא שהמקור למשבר הפיננסי הינו מינוף יתר של המערכת הבנקאית, ולכן קיים רצון להגביל את המינוף.

עולה השאלה לאיזו רמה צריך להגביל את המינוף. תורות המימון והמאקרו כלכלה לא קובעות רמה אופטימאלית של מינוף. כמו כן אין דיציפלינה המתייחסת באופן ספציפי למאפייני המערכת הבנקאית. תפקידו היסודי של בנק הינו אספקת נזילות למערכת הכלכלית. אספקת הנזילות מתאפשרת בשל הפער בין משך החיים הממוצע של הנכסים הפיננסיים של הבנק ובין משך החיים הממוצע של התחייבויותיו הפיננסיות. אין תיאוריה כלכלית הקובעת את כמות ההון הנדרשת לאספקת הנזילות. הבנק המרכזי של אנגליה ניסה לבנות מודלים אמפיריים לזיהוי הון הליבה הדרוש ועל פי מודלים אלו, נדרש הון ליבה בשיעור של 15-20% בערך.

על רקע ההחלטה להימנע מהמדיניות המקובלת של ה-"Too Big To Fail" עולה שאלה האם יש לדרוש מבנקים גדולים במיוחד הון ליבה בשיעור גבוה אף יותר. המשבר הפיננסי בשנת 2018 חשף את האפקט הסיסטמי הכרוך בקריסתם של אותם מוסדות. הרוח הכללית השוררת כיום היא אכן לדרוש מאותם בנקים הון ליבה בשיעור גבוה יותר. מגמה נוספת בעת הנוכחית במערכת הרגולטורית היא נסיון לשבור את המאפיין המחזורי במערכת הבנקאית על ידי הגבלת מתן הלוואות בעיתות גאות ועידוד מתן הלוואות בעיתות שפל. להערכתי, אין בנמצא מודל המסוגל לחזות את השלכותיהן ארוכות הטווח של מגמות אלה על מחיר האשראי במשק. יחד עם זאת אין ספק כי בטווח הקצר הדרישה להגדלת הון הליבה תביא לקיטון בהיצע האשראי.

ארצה להתייחס גם למצב הדברים בישראל. ביחס למדינות מפותחות אחרות, בישראל קיים מחסור במכשירים פיננסיים

מוצאים כי התשואה המינימאלית הנדרשת על ידי המשקיעים במניות הבנקים הינה 10% נטו. מכאן נובע שאם עולה דרישה מהבנקים להגדיל את ההון העצמי, יש לייצר עבורם במקביל מקורות נוספים להשגת תשואה על ההון העצמי של 10%. אחרת, תמיד יאלצו הבנקים להנפיק לפי שווי הנמוך מהערך הנכסי הנקי שלהם.

#### אלון גלזר

ברצוני לציין שאיני מוצא הבדל בתמחור בנקים עם מדיניות של חלוקת דיבידנד המלווה בהנפקת זכויות ובין תמחור בנקים עם מדיניות של אי-חלוקת דיבידנד וללא הנפקת זכויות. אציין גם שבפועל השוק אינו מתמחר את הסיכון הגלום בתיק הנכסים של הבנק. כך למשל, השוק מעניק לבנק לאומי ולבנק הפועלים את אותה רמת סיכון, על אף השוני באופי תיק הנכסים שלהם. נראה כי הגדלת הלימות ההון תשפר את תמחור המערכת הבנקאית: ההגדלה תפחית את מידת הסיכון, וכפועל יוצא שיעור ההיוון יירד והשווי יעלה.

בהתייחס לאיגוח תיקי הלוואות, כחלק מלקחי המשבר האחרון, איני חושב שמדובר בכלי חיובי בהכרח. לדעתי, ראוי שכל מוסד בנקאי ייקח אחריות על האשראי שהוא מספק.

#### פרופסור צבי אקשטיין

בישראל חלקם של הבנקים בשוק האשראי העסקי הינו נמוך מן המקובל בעולם. האשראי החוץ בנקאי בישראל ניתן בעיקר לחברות עסקיות גדולות שאינן מתחום הנדל"ן, וזאת על אף גודלו של ענף הנדל"ן בישראל. בשל אופי פעילותם, לבנקים יחידות כלכליות המתמחות במתן אשראי וליווי פרויקטים. מכאן ישנן שתי חלופות למימון פרויקטים יזמיים: האחת, הנפקת אגרות חוב או שטרי הון על ידי הבנק ושימוש בכספים שגויסו למתן אשראי לפרויקטים. השנייה, מתן אשראי לפרויקטים והעברת הסיכון הלאה על ידי איגוח התיקים. כפי שציינתי, האלטרנטיבה השנייה כלל אינה קיימת בישראל. יש לציין שגם כיום אין בעולם טענה הקוראת להפסקת האיגוח, על אף תרומתו השלילית למשבר בארצות הברית.

#### פרופסור אמיר ברנע

יש לזכור שמערכת הבנקאות בישראל היא ריכוזית ומספר המלווים חוץ בנקאיים הגדולים הוא נמוך, ולכן קיים קושי לבצע איגוח באופן אפקטיבי.

כי שנאמר בראשית הדיון, פעילותו הקלאסית של בנק מבוססת על הפער בין משך החיים הממוצע של נכסיו ובין משך החיים הממוצע של התחייבויותיו. בהקשר זה עולה

הוראות באזל 2 שיפרו באופן ניכר את ניהול הסיכונים בבנקים, אולם יחד עם זאת באופן פרדוקסלי הן מעודדות נטילת סיכונים. בהתאם להנחיות, אין הבחנה בין רמות סיכון האשראי וניתן להם אותו משקל בחישוב הסיכון כלומר בנדבך 1 מוקצה אותו הון. כמו כן יחס הלימות ההון המפורסם לציבור אינו משקף את ההון המלא המוחזק על ידי הבנק כנגד כל הסיכונים אליהם הוא חשוף. הדוחות הכספיים של הבנקים אינם כוללים גילויים חשובים כגון גילוי על ההון הדרוש לבנק בתרחישי קיצון או על תוספת ההון שמחזיק הבנק בגין נכסי הסיכון שבנדבך 2. בשל אי חשיפת מידעים אלה לציבור, קשה לשוק לתמחר את הסיכונים אליהם חשופים הבנקים השונים וגם לא ניתן לכך משקל בדרוג.

כתוצאה מכך שהמידע המפורסם לציבור מתיחס להלימות ההון בגין נדבך 1 בלבד נגרמת הטעיה כאלו לבנקים עודפי הון גדולים והם כבר ביעד באזל 3. בנוסף אין דיפרנציאליות בין הבנקים ע"פ רמות סיכון אמיתית אותה נוטל הבנק.

לדעתי, הדרישה להגדלת הלימות ההון בבנקים לא תגרור בזמן הקצר לעלייה משמעותית במחיר האשראי, אולם כן תהיה לה השפעה על זמינות האשראי. ניתן לבחון זאת תוך התבוננות בענפי משק ריכוזיים. לפי דרישות הפיקוח, בענפי משק ריכוזיים נדרשת הלימות הון גבוהה יותר. לפיכך, על פניו ניתן היה לצפות שבענפים אלה תהיה עלייה משמעותית במחיר האשראי, אולם אין עדות לכך.

ההסבר לכך ככל הנראה טמון בתחרות הגבוהה בין הבנקים.

#### עדי סקוב

להערכתני, אם לוקחים את כל הפרמטרים בחשבון, כבר ברבעון השלישי חלה עלייה במרווח הבנקאי. כמו כן יש לזכור כי עקרון בסיסי בכלכלה הוא שירידה בזמינות האשראי תביא לעלייה במחיר האשראי.

#### אלון גלזר

אין ספק כי תפקיד המדינה למנוע קריסת בנקים, וכפועל יוצא עליה להגדיל את דרישת הלימות ההון. יש לציין כי אין דרישה כלכלית שבנקים יסחרו בגובה הון העצמי שלהם או שעליהם להשיג תשואה של לפחות 15% על ההון העצמי. כמו כן איני רואה בעיה בגיוס הון על ידי הבנקים במכפיל הון הנמוך מ-1.

#### פרופסור יורם עדן

אני חולק על דבריך. יש להבין כי אם הבנקים יציגו תשואה חד ספרתית על ההון העצמי, הם לא יוכלו לגייס הון. גם בהצבת  $\beta$  השווה ל-1 ובהתעלם מהסיכונים הבלתי שיטתיים, אנו

השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון  
הרגולטוריות: השלכות כלכליות

בהפניית כספים למתן אשראי ולכן תהפוך את האופציה של הנפקת זכויות ו/או אי חלוקת דיבידנד על-ידי בנקים לאטרקטיבית יותר ותסייע בגיוס הון.

#### פרופסור אמיר ברנע

ישנה הצעה על פיה הלימות ההון הנדרשת תקבע כפונקציה של השלב במחזור העסקים. כידוע, הבנקים מנהלים תוכנית אסטרטגית רב שנתית מסודרת. עולה השאלה כיצד יוכלו בנקים להתאים את הלימות ההון אם משיקולי מאקרו תשתנה לעיתים קרובות.

#### רו"ח זאב נהרי

יש לציין כי לפי הוראות באזל 3, תדרש בבנקים כרית הון אנטי-מחזורית בשיעור של 0% - 2.5%, בהתאם להוראות בנק ישראל.

להערכת, העלאת הלימות ההון לא תשפיע על מחיר האשראי וזמינותו ללקוחות האיכותיים. התחרות בין הבנקים ביחס ללקוחות אלה היא גבוהה מאוד, והבנקים יאותו להעניק להם אשראי גם במרווח נמוך המביא בחשבון סיכון נמוך וכתוצאה להון נמוך יותר. יחד עם זאת העלאת הלימות ההון עלולה להשפיע על מחיר האשראי וזמינותו ללקוחות בעלי פרופיל בעייתי.

#### רו"ח ואדים פורטנוי

למעשה נראה שהגדלת יחס הלימות ההון תביא לתוצאה רצויה: לווים טובים לא יפגעו כתוצאה מהמהלך, ואילו לווים מסוכנים ישאו בריבית גבוהה יתר, בהתאם למידת הסיכון שלהם.

השאלה האם ישנו צורך ברגולציה על נזילותם של הבנקים, שפירושה matching של תזרים ולא רק מח"מ שהוא תלוי שוק.

#### רו"ח זאב נהרי

הן בנק ישראל והן הנחיות באזל 3 דורשים יחסי נזילות רגולטוריים, המבוססים על יחסים בין נכסים והתחייבויות תוך ביצוע התאמות מסוימות המבוססות על אומדנים והנחות. לאחר ביצוע ההתאמות קובע הבנק מהו היחס בין נכסיו והתחייבויותיו, והיכן הוא עומד ביחס להוראות המחייבות.

#### אלון גלזר

לדעתי, חסרה יד מכוונת במשק הישראלי. כל גוף רגולטורי מיוחד להיכשל, והלך רוח זה גורר מחסור באשראי למגזר העסקי. יש לפעול לאיחוד רשויות ליצירת ראייה כוללת ועל מנת לאפשר הזרמת אשראי בצורה אחראית למשק.

#### דובר (בנק ישראל - מחלקת המחקר)

שאלה מרכזית שיש לדון בה קשורה בקיומם של מקורות אשראי חלופיים: אם יחול קיצוץ באשראי הבנקאי עקב העלאת הלימות ההון הנדרשת, יש לבחון מהיכן יגיע האשראי החלופי. בהקשר זה עולה שאלה כללית בנוגע להשפעת השינויים בהלימות ההון על יתר ענפי המשק. יש לזכור כי גישתן של חברות קטנות ובינוניות לאשראי חוץ בנקאי היא מוגבלת. אציין כי מרבית הגיוסים של חברות הביטוח בשנה האחרונה היו דווקא של הון משני מורכב ולא הון ראשוני. כמו כן ניתן לראות את כניסת חברות הביטוח לתחומים שבאופן מסורתי טופלו על ידי הבנקים.

יש לציין כי אם תחול ירידה בזמינות האשראי הבנקאי כתוצאה מהעלאת דרישות הלימות ההון ולא ימצאו מקורות אשראי חלופיים מספקים, הדבר יוביל לירידה בהיצע האשראי ולעליה במחירו. העליה במחיר האשראי השולי תגדיל את הכדאיות



---

## פרופסור אמיר ברנע

---

איני מסכים עם דבריכם. לעניות דעתי, הבנקים עשויים לדחות דווקא את הלקוחות האיכותיים בשל הריבית הנמוכה שהם משלמים, ולהעדיף את הלווים הבעייתיים אשר ישלמו ריבית גבוהה יותר. בהקשר זה אכן ניתן לראות שהוראות באזל 2 מעודדות נטילת סיכונים.

---

## איציק מאיסי

---

אם מתרגמים את הלימות ההון של הבנקים הישראלים למודלים מותאמי סיכון של סוכנות הדירוג S&P מתקבלת הלימות הון של 5% -6% ולא של 7% -8%. יש לזכור כי מודלים אלו לוקחים בחשבון גם את הסיכון שלא מקבל גילוי בדוחות הכספיים של הבנקים.

---

## מאיר סלייטר

---

נראה שהלימות ההון הנדרשת מבנקים בנקודת המוצא הינה 10%. חשוב להדגיש כי באופן כללי גידול בהלימות ההון יגרור ירידה בשיעור התשואה על ההון הנדרש מהבנק בשל ירידה ברמת הסיכון שלו.

---

## רו"ח זאב נהרי

---

כפי שציינתי קודם לכן, אין בידי הציבור את מלוא המידע הדרוש להערכת חשיפתו של הבנק לסיכון. אם זהו המצב, כיצד יוכל משקיע לקבוע את שיעור תשואה הנדרש מהבנק?

---

## מאיר סלייטר

---

על פי הנתונים שכן חשופים לציבור, נראה כי רמת הסיכון של הבנקים קטנה בשנים האחרונות. כמו כן עלייה בהלימות ההון תביא לירידה בסטיית התקן של רווחי הבנק, וזאת בהנחה שהכספים יושקעו באפיקים סולידיים. גם בגין הירידה בסטיית התקן של הרווחים שיעור התשואה על ההון הנדרש על ידי המשקיעים יכול לרדת.

---

## פרופסור אמיר ברנע

---

בהקשר זה, כיצד להערכתך יש למדוד את רווחיותו של בנק; האם באמצעות הרווח הנקי או באמצעות הרווח הכולל?

---

## מאיר סלייטר

---

להערכת שימוש ברווח הכולל כאינדיקטור הוא עדיף, אם כי התנועה בקרן ההון מהפרשי תרגום היא פחות אינפורמטיבית בהערכת רווחיותו של הבנק.

---

## רו"ח שלומי שוב

---

אבקש לשמוע את התייחסות האנליסטים הנוכחים למידע החסר בגילויי הבנקים, כפי שהוצג בדיון.

---

## מאיר סלייטר

---

מידע כאמור הוא חיוני. לראייתי, אם זה מידע שקיים בבנקים הוא צריך להיות נגיש לציבור.

---

## רו"ח זאב נהרי

---

המפקח על שוק ההון דורש מחברות הביטוח להציג במסגרת הדוחות הכספיים את הפער בין ההון העצמי הנדרש ע"פ סולבנסיות לבין ההון העצמי בפועל. גילוי כאמור נדרש לטעמי גם מהבנקים.

---

## רו"ח שלומי שוב

---

לסיום, ארצה להעלות סוגיה אחרונה לדיון. על פי IFRS 13, בעת מדידת שווי הוגן ישנה העדפה לנתון אובייקטיבי הניתן לאימות, ובראש וראשונה למחירי שוק. הייתי מצפה מהבנקים לגילוי נרחב יותר בקשר להפרשות. כך למשל, ההפרשה לחובות מסופקים מבוססת על הערכות ואומדנים. נראה כי הבנקים לא נותנים די מידע בנוגע להנחות ולאומדנים ששימשו אותם בחישוב ההפרשה.

---

## עדי סקופ

---

מכפיל ההון הממוצע של הבנקים הגדולים בישראל הוא בערך 0.8, וזו אינדיקציה שהשוק אינו מקבל את האופן שבו הבנק מעריך ומודד את תיקי האשראי שלו.

---

## אלון גלזר

---

אני מסכים עם דבריכם. כמו כן לא ברור לי מדוע לא ניתן בדוחות הכספיים של הבנקים גילו ספציפי על לווים גדולים.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

גילוי כאמור הוא בעייתי מאוד. אם לווה משמעותי יגלה כי בוצעה הפרשה בגינו, יהיה לו קל יותר להתדיין מול הבנק המלווה ולנסות להגיע עימו להסדר חוב מקל. ראוי לגלות את חובו של לווה המפעיל פירמידה ותלוי בתזרים ממנה. ראוי לגלות את מרכיבי ההון הנדרש על פי החשיפה לסיכונים כפי שהציע רו"ח נהרי.

## פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

# FVF

### כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן שלאחר תיקון 20?

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 בינואר, 2013

נושא המפגש: כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן שלאחר תיקון 20?

חומר רקע למפגש: "כיצד ישפיע תיקון 20 לחוק החברות על תגמול מנהלים? ממצאים מחקיקות מקבילות בארה"ב ובאנגליה", פרופסור יניב גרינשטיין אוניברסיטת - קורנל, דצמבר 2012; "פרקטיקות מקובלות לתגמול בכירים, על רקע הערכות לתיקון 20 לחוק החברות", רו"ח הילי קריזלר, PWC, ינואר 2013; תגמול הוני (אופציות) בהתאם לתיקון 20 לחוק החברות, אופציות עם "תקרה", אסף סגל, וריאנס, ינואר 2013

אורחים שהוזמנו: ד"ר אבי ליכט, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (כלכלי פיסקאלי) (טלפונית), עו"ד פיני רובין (גורניצקי ושות'), עו"ד אברמי וול (פישר בכר חן וול אוריון ושות'), רו"ח הילי קריזלר (קסלמן וקסלמן PWC), פרופ' רונן ישראל.

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, דרור גילאון, אבי זילגמן, ואדים פורטנוי, אסף סגל, דגנית דניאל, עינת שפרלינג, יוסף פישלר, מאיר סלייטר, קרן בנגלס שנער, רו"ח רם לוי, רו"ח נבו ברנר, צבי וינר, גיא טביביאן, צור פניגשטיין, אוהד עובד, שמוליק ויינשטיין, ניב לוי.

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור, ליאור שחף.

כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן  
שלאחר תיקון 20?

"קטמות" עם תקרה ויש לזה השלכות לרבות השלכות פסיכולוגיות.

רו"ח שלומי שוב

ד"ר אבי ליכט (טלפונית)

החוק בא לטפל בהעדר הסדרת נושא השכר בחברות הציבוריות, התיקון לא בא לטפל בכל המגזרים במשק או בפערי שכר שזו בעיה חברתית. הטריגר למהלך הם נתונים שהראו כי ב-7-6 שנים האחרונות השכר בחב' הציבוריות גדל בלי פרופורציה למשק ולביצועי החברות.

כמו כן, יש מעבר משכר קבוע לשכר משתנה עיקר השכר בחברות ציבוריות הופך להיות בונוס - ואופציות ולא ראינו קשר בין הביצועים לשכר. השכר עלה אם הביצועים עלו וגם אם ירדו. זה העלה נורה אדומה לגבי היכולת של מנגנוני קבלת ההחלטות בחברה לטפל בהחלטה בצורה ראויה בנושא השכר. חוק החב' לא מתעסק בנושא נושא בעלי השליטה היה קיים קודם, אך לא נושא המנהלים - המקצועיים.

בדקנו את המצב בעולם וראינו שזו בעיה גלובלית. בכל מדינות ה-OECD שבדקנו מצאנו חוקים או הכנות לחוקים בנושא החקיקה הולכת לשני כיוונים:

הראשון, הגברת המעורבות של בעלי המניות בקבלת ההחלטות בחברה. השני, רגולציה של השכר ובפרט רכיב השכר המשתנה. מצאנו שם מנגנונים שהסדירו את נושא הבונוסים. הסרנו את הרעיון של הגבלת השכר בחקיקה (בעקבות הצעת החוק של ישראל כץ ושלי יחימוביץ), מאחר וחשבנו שזה לא נכון ממספר טעמים, החשוב בהם הוא שזה אומר שאנחנו לא מאמינים בתהליך קבלת ההחלטות של החברה. זהו מסר שעובר את נושא השכר עצמו ומהווה הבעת חוסר אמון בהליך קבלת ההחלטות בחברה. חיפשנו מנגנונים מוכרים בעולם והתאמנו אותם לישראל. אנחנו לא עושים Say on pay ולא מעתיקים את השיטה האמריקאית. הצלחה או כישלון אמריקאי לא משליכים על המצב בארץ, מאחר וניסינו לשכלל את המנגנון הזה. שינינו את הליך האישור וההבניה עצמה.

הנושא לדיון היום הוא תיקון 20. תיקון מעניין המייצר עניין רב בציבור ולדעתי יהיו לו השלכות מהותיות. המהות של התיקון מבוססת על העיקרון של Say on Pay זו לא המצאה ישראלית, זה מודל אמריקאי, גם האנגלים השתמשו בו.

השאלה המרכזית לאן יישום תיקון 20 יילך? האם ההשפעה שלו תהיה כמו בתיקון 16 לפני שנה-שעשה שמות? התזמון של תיקון 16 תרם לאפקטיביות שלו. בתיקון 20 לא מפקיעים את הסמכות מהדירקטוריון כמו בתיקון 16, אלא מדובר בהמלצה של האסיפה, אבל עדיין התפישה הציבורית והתקשורתית פוסט המחאה החברתית יכולה להביא לאפקט דומה. מצד שני, היה ניסיון להאבק בשכר הבכירים באמצעות גילוי זה יצר אפקט הפוך. בכדי להבין את הרציונל של המחוקק נשמע את אבי ליכט, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה. כמו כן, ביקשנו מפרופ' יניב גרינשטיין לבצע לצורך הדיון סקירת מחקרים שבוצעו בשנים האחרונות בנושא השפעת המודל בחו"ל. בין היתר פרופ' גרינשטיין מדבר על ההשפעה האדירה של חברת הייעוץ (אנטרופי בישראל). קיימת קורלציה בין ההמלצות של חברת הייעוץ ובין ההחלטה הסופית. אנו רואים תהליך דומה של צבירת כוח גם בישראל עם אנטרופי. ממש לאחרונה אנטרופי גם החלה לגבות מהחברות דמי יעוץ. עובדה זו יכולה לפגוע לכאורה בחוסר התלות שלה ובבעייתיות של גופים המוסדיים להישען באופן בלעדי על המלצתה. אגב, הכוח של אנטרופי כל כך גדול עד שכמעט הפכו לרשות לני"ע. בין היתר, הם ממליצים על הכנסת גילוי בדוח התקופתי, עם אישור רו"ח, להתאמה בין הרווח החשבונאי לבין מנגנוני חישוב הבונוס.

בנוסף, הזמנו כאורחים לדיון את עו"ד פיני רובין, עו"ד אברמי וול ופרופ' רונן ישראל שכדירקטור בבנק הפועלים היה יושב ראש הועדה לתגמול מנהלים בכירים. כמו כן, הזמנו לדיון את אסף סגל שסיביר את הפן המימוני, מאחר ואנחנו רואים שגם בדיונים של הועדה דיברו על תקרה וגם בעסקאות שנעשו לפני כניסת תיקון 20 גם בכיל וגם בכלל ביטוח ניתנו אופציות

---

## פרופסור יניב גרינשטיין (נייר עמדה התקבל לפני הדיון)

---

תיקון 20 דורש גילוי נרחב של תכניות התגמול למנהל והבאת תכנית התגמול להצבעת בעלי המניות. התיקון מבוסס על חקיקה דומה בחו"ל שבאה לאחר שבחנו את הנושא. עיקרי הממצאים היו שברוב החברות רוב בעלי המניות מצביעים בעד תכנית התגמול למנהל ורק ב - 2% מהחברות הרוב מצביעים נגד. בהרבה חברות משתמשים בחברות ייעוץ ועלה כי כאשר חברות הייעוץ ממליצות בעד תכנית התגמול התכנית תמיד עוברת, אבל כשחברות הייעוץ ממליצות נגד המוסדיים מצביעים נגד. נראה שחברות משנות בשוליים את תכניות התגמול כדי לעמוד בקריטריונים של חברות הייעוץ. ראינו עוד כי גודל שכר המנהלים אינו המרכיב העיקרי שעליו מסתכלות חברות הייעוץ, אלא הקשר בין בין השכר לביצועי החברה. קשה לאמוד את השפעה בארץ, אך ניתן לשער כי תהיה השפעה בשוליים בהן חברות יצביעו נגד תכניות התגמול וחברות ינסו לשנות את תכניות התגמול כדי לעמוד בקריטריונים של אנטרופי.

---

## פרופסור אמיר ברנע

---

בעלים של חברה ציבורית ישראלית סיפר שעשו עסקה בה קנו חברה אמריקאית במיליארד דולר רק על פי החלטת דירקטוריון. לעומת זאת בגלל שהתגמול שלו עולה ב 60 אש"ח על התגמול המותר על - ידי אנטרופי זה דרש מאמץ ניהולי כביר, אינספור דיונים עם היועצים וכו'. כל ועדת תגמול מסתמכת על ניירות עמדה מקבוצת יועצים שמאחוריה. יש לנושא הזה אפקטים רוחביים. האם הנושא המרכזי בחברות ציבוריות הוא שכר המנכ"ל? ועניין נוסף: את שכר המנכ"ל ניתן לקשור לביצועי החברה אבל מתעוררת השאלה לגבי אנשי המטה. כיצד ניתן למדוד ביצועים של אנשי מטה, אם בכלל. האם יוצרים דיפרנציאציה בין אנשי המטה או מכניסים ל-Pool?

---

## רו"ח הילי קריזלר

---

השתתפתי בדיונים של ועדת חוק, חוקה ומשפט ושאלתי מה אמורים להיות המדדים כאשר מתייחסים ליועמ"ש לדוג' דעתי היא שלא בהכרח נכון לחייב את כל החברות להשתמש במדדים כמותיים לאנשי מטה, זה בהחלט אפשרי אבל יש חברות שדבר זה לא עולה בקנה אחד עם היעדים שנקבעים למנהלים שהינם אנשי מטה. למרות זאת, בסופו של דבר הוחלט להשאיר מקום מועט מאד לשיקול דעת. בחלק מהחברות זה קל ליישום כי זה הטיפול גם כיום, אך בחלק מהחברות לא

בנושא ההבניה, כיום אין בחברות מדיניות שכר. הדגש שלנו במדיניות השכר הוא על כל נושאי המשרה המוגדרים בחוק גם דירקטורים וגם מנכ"ל ומטה, דרגה אחת. המדיניות תחול על כל סוגי - התשלומים ישירים ועקיפים. כל הטבה מרגע הכניסה לחברה ועד היציאה וגם לאחריו (מצנחי זהב - הסדרי פרישה וכיו"ב).

הדגש הוא בשתי התוספות לחוק: אחת היא על דברים שצריך לשקול והשניה על דברים שחייב שיופיעו במדיניות השכר. בין הדברים שצריך לשקול יש את הדברים הטריטוריאליים כגון האדם עצמו, ניסיונו, היחס בין שכרו לשכר הממוצע והחציוני בחברה (כולל עובדי קבלן). בתוספת השמטנו את ההשוואה למועמדים דומים בחברות דומות כפי שמופיע במודל האמריקאי. מבחינתנו ההשוואה רעה כי ניתן ליצור קבוצת התייחסות ולבצע מניפולציות. כמו כן, המצב כיום אינו אידיאלי ולכן השוואה לקבוצת התייחסות תמשיך את המצב הקיים. מבחינת דברים שחייבים להתייחס אליהם, המדיניות חייבת להיות מוגדרת מראש ולא בדיעבד. ישנן אפשרויות חריגה, אך הן אינן מהותיות.

קיימת חובה לקבוע תקרות לתשלומים המתבצעים במזומן כמו בונוסים ואופציות פנטום. לגבי אופציות שאינן ניתנות במזומן אין חובה כרגע. בנוסף, לקחנו מארה"ב את האפשרות ל-Flow back במקרה שיש ריסטייטמנט וביקשנו תקופת הבשלה ארוכה.

באשר לתהליך האישור ההליך מבוסס על ועדת גמול שהיא ועדה יותר עצמאית מועדת ביקורת. שם - מתחילה המדיניות ושם מגיעות ההחלטות הרגישות. הועדה אמנם רק ממליצה לדירקטוריון על המדיניות אך בהחלטות רגישות כמו חריגה מהמדיניות נדרש אישור ועדת התגמול. מהועדה זה עולה לדירקטוריון שמאשר את המדיניות.

על המוסדיים להצביע באסיפה כאילו זה האישור עצמו, גם אם בסופו של דבר ההמלצה עוברת לדירקטוריון שמקבל את ההחלטה. לדירקטורים יש סמכות לסתור המלצת האסיפה, למעט בחברות פירמידה מדרגה 3 ומטה, שם החלטת האסיפה מחייבת. עוד הליך חשוב הינו הליך אישור מנכ"ל, בו יש לפנות לאסיפה בכל מקרה. זאת, מאחר ולמנכ"ל השפעה על כל הליך קבלת ההחלטות בחברה וכן, כדי למנוע מצב בו קובעים Benchmark גבוה כדי לא לפנות לאסיפה וכך למעשה מעלים את השכר. שכר המנכ"ל משמש אמת מידה לקביעת שכר העובדים בחברה וכן להסברת שכר הדירקטורים. קיים חריג לגבי ייבוא מנהלים "כוכבים".

אנו רואים את החוק כגנרי וכמעט ולא נותנים הקלות. הנזק משכר הבכירים הוא רוחבי ומשפיע לא פחות מעסקאות עם בעל שליטה, יש פה הזדמנות גדולה לעשות תיקון בשוק ההון ולשקם את האמון בהליך קבלת ההחלטות בחברה.

כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן  
שלאחר תיקון 20?

#### אסף סגל

מעולם לא בחנו את הקשר בין התקנות לשכר הבכירים. כשקבעו את גילוי חמשת מקבלי השכר הבכירים ונעשה מחקר בנושא ראו שנעשה יישור של השכר כלפי מעלה. הדבר היחיד שיכול לעזור זה שוק בריא. אם חברה משלמת משכורות גבוהות מידי הם צריכים להיפגע בשווי.

#### עו"ד אברמי וול

בעלי השליטה הם המרוויחים הגדולים מתיקון 20. כאשר עלה שכר הבכירים הנפגעים העיקריים היו בעלי המניות הגדולים ותיקון 20 יקטין להם את העלויות.

#### רו"ח הילי קרייזלר

בניגוד לביקורת, אני חושבת שתיקון 20 יעשה שינוי משמעותי ויוריד את היקפי התגמול. שאלות רבות נותרו פתוחות, לגבי מה צריך להיות במדיניות וכיצד להתנהל בפועל. אני מאמינה גדולה של הצמדת המענק לביצועים, זו פרקטיקה מיובאת מהעולם. אולם, לא בהכרח נכון לבנות נוסחה לכל בעלי המשרה. ייתכן שנוסחה תיתן מענק גבוה יותר ממה שרצו לתת מלכתחילה, אך עם הזמן ילמדו לטפל בעיוותים. באנגליה לדוג' לא נדרשת מדיניות תגמול אך כל שנה כל חברה מדווחת את פילוסופיית התגמול שלה, לרבות פיצול לשכר קבוע, לזמן קצר, לזמן ארוך וכו'. בזמן המשבר היו התפתחויות בנושא וטענו כי התגמול צריך להיות מוטה זמן ארוך וביצועים מנוטרלי סיכון, אך דווקא הרבה חברות בחרו לצאת מהנוסחה מתוך מחשבה שתגמול מבוסס ביצועים מעודד לקחת הרבה סיכונים בטווח הקצר. חברות שלא רגילות לקבוע נוסחה, בבואן לנסחה, מבינות שעליהן להגדיר אסטרטגיה ויעדים למנהלים.

יודעים איך לטפל בזה.

#### פרופסור אמיר ברנע

לגבי רכיב השכר הקבוע אין בד"כ בעיית אישורים. הבעיה מתעוררת במינון בין אופציות לבונוס בחבילת התגמול. בד"כ המודל לבונוס כפוף לביצועים ואז עולה השאלה איך למדוד ביצועים? האם EFO בחברת נדל"ן מניב או הרווח? האם שינויים במחיר המניה? במקרה זה אין פער בין הבונוס לאופציות. מטרת תיקון 20 היא מבורכת, אך מערכת היחסים בין החברות והמשקיעים המוסדיים היא מורכבת והחשש שאני מעלה היא הסכמה מוסדית לחבילת התמול תצטרך החברה "לשלם" למוסדים בדרכים שונות.

#### רו"ח הילי קרייזלר

למרות שתיקון 20 לא דורש השוואתיות כפי שציין אבי ליכט, אנטרופי כן דורשים.

#### פרופסור אמיר ברנע

מדובר על הבונוס, הרי האופציות הן Built in. איזו הוכחה לקשר עם ביצועים יש למרכיב האופציות?

#### רו"ח הילי קרייזלר

ישנם כמה רבדים. מבחינתם הקשר לביצועים, קיימת תפישה שאופציות ומניות חסומות צריכות להיות צמודות לביצועים מעבר לנושא מחיר המימוש. כלומר שההבשלה לא תהיה תלויה רק בחלוף - הזמן אלא גם בעמידה ביעדים נוספים. זו פרקטיקה מקובלת בעולם, אך בארץ לא כ"כ מוכרת. אנטרופי המליצו לחברות לבחור במנגנונים כאלה.

---

## רו"ח שלומי שוב

---

האם לפי תיקון 20 ניתן לבצע ריפרייסינג? יש אופ' שיוצאות מהכסף מספר חודשים לאחר הנפקתו.

---

## פרופסור רונן ישראל

---

הפתרון פשוט. אפשר לתת מניות. למניות יש ריפרייסינג אוטומטי. במקרה של מניות המנהל נענש כאשר מחיר המניה יורד אך לא שופכים את התינוק עם המים והמנהל עדיין רואה תמרוץ נכון לעיניו.

---

## עו"ד אברמי וול

---

מבחינת הטיפול המשפטי, זה לא שונה ממתן בונוס חדש. אם אתה מחליט להנפיק אופציות נוספות לאחר שנה או לעשות ריפרייסינג או לתת בונוס הטיפול המשפטי זהה.

---

## רו"ח שלומי שוב

---

אם כך, לטענתך אין סתירה מבחינה משפטית, אך יחד עם זאת אנטרופי קובעים במדיניות שהם מתנגדים לריפרייסינג.

---

## רו"ח הילי קריזלר

---

אנטרופי אומרים שבמקרה בו הונפקו אופציות ולאחר מכן יצאו מהכסף, רה פרייסינג זו פרקטיקה פסולה ולא יתמכו בה.

---

## רו"ח עינת שפרלינג (EY)

---

יש להבין את מהות הרה פרייסינג. אם השוק ירד בגלל החלטת רגולטור למנכ"ל אין השפעה על כך, אך אם המנכ"ל עשה רע לא נכון לעשות רה פרייסינג.

---

## אסף סגל

---

יש להבדיל בין עובדים להם אין השפעה על ירידת הערך, לבין המנכ"ל שיכול להשפיע. אנטרופי מתנגדים לרה פרייסינג שנקבע מראש בתנאים מסוימים.

---

## עו"ד פיני רובין

---

באסיפה שולטים אנטרופי, אבל הדירקטוריון הוא השולט

בסופו של דבר, מאחר והוא רשאי לשתור את האסיפה. השאלה היא כמה אומץ יהיה לדירקטוריון לשתור את המלצת האסיפה. אני מעודד זאת. לא מתקבל על הדעת שלוקחים את המכשיר המרכזי שיש בידי הדירקטוריון שהוא ניווט החברה על ידי הטבות ושכר, בהנחה שהוא פועל כדין וביושר, וכך פועלים הדירקטוריונים, ונותנים אותו לאסיפה. לכן החוק מאפשר לשתור את המלצת האסיפה. אם האסיפות יתנו הרבה המלצות שליליות, אז ההמלצות יידחו על ידי הדירקטוריונים והחוק לא ישפיע התחרות תהיה בין אנטרופי לבין הדירקטוריון. שיקול הדעת של הדירקטוריון הוא הטוב ביותר, הדירקטוריון מכיר את החברה מקרוב ויודע הכי טוב מה שווי החברה ומה טוב לחברה ופתאום צריך להסביר לערב רב של בעלי מניות האוחזים בהן לפרקי זמן קצרים וקונויקטורליים גרידא, לרבות גברת כהן מחדרה. מרכיב נוסף שיביא לשיווי משקל הוא מרכיב התובענות. האסיפות יגידו לא, המנכ"ל יאיים ללכת, הדירקטוריון ישלול ההחלטה והמוסדיים/האסיפה יגישו תובענה נגזרת כנגד הדירקטוריון. על הדירקטוריון להיות מספיק אמיץ לעמוד בפרץ מול תביעה ואז הדבר נתון להחלטת בית המשפט. אם ישללו את החלטת האסיפה 3 פעמים, אין משמעות לתיקון 20. אם לא ישללו את המלצתם אז התיקון יחולל שינוי משמעותי והשכר יירד.

---

## פרופסור רונן ישראל

---

אנטרופי יגיעו לשיווי משקל הרבה יותר הגיוני שבו ממניעיהם וטובתם הם יפנימו את הכח שבידי החברות והדירקטוריונים שהוזכר על ידי פיני. מכאן אני מעריך שבסופו של יום אנטרופי ימתנו את המלצתם בכון רצון החברות כדי שהדירקטוריונים לא ישללו את החלטת האסיפה ומכאן שתיקון 20 לא יסורס לחלוטין.

---

## עו"ד פיני רובין

---

זה דבר פגום ולא נכון משפטית שדירקטוריון יבוא בדברים ויקבע את שיווי המשקל לפי אנטרופי טרם קבלת ההחלטה, מכיוון שזו אחריותם להפעיל שיקול דעת עצמאי ומקצועי לטובת החברה.

---

## רו"ח הילי קריזלר

---

לאנטרופי יש שיקולי רוחב. הדירקטוריון שוקל את המנהל הספציפי וכישוריו ולכן ייתכן ויחליט כי מגיע לו תגמול גבוה יותר, אך אנטרופי לא יכולים לקבוע איזה מנהל טוב יותר. בגלל שיקולי רוחב הם לא יכולים להסכים לחריגה, גם אם מבינים את שיקולי הדירקטוריון.

כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן  
שלאחר תיקון 20?

#### ענת שפרלינג (EY)

זו פרשנות לא נכונה. יש להבדיל בין מדיד כמותי לאיכותי, לבין שיקול דעת דירקטוריון עליו חלו הגבלות.

#### עו"ד אברמי וול

כולם ילכו ליעדים מדידים שזה אחיד לכל נושאי המשרה ולא פרטני.

#### פרופסור רונן ישראל

לא נכון בעיני שהתגמול של סמנכ"ל הכספים יהיה מבוסס על הדוחות הכספיים כדי שלא יעמוד בפיתוי של השפעה על המדדים שקובעים את תגמולו. אפשר לייצר מדדים שונים עבור פונקציות הבקרה והדיווח, למשל, ל-CFO ניתן לתת תגמול על פי הערכת מנהל (או ועדה דירקטוריונית) כמו גם להגדיל את משקל התגמול ההוני שלו, למבקר הפנימי לא, הכל בהתאם לתפקיד.

#### רו"ח הילי קריזלר

יש חברות שמשמשות במדדים כאלה וזה עובד ויש חברות שלא, מאחר ולא רוצים להגדיר מדדים ולא כי הדבר לא אפשרי. המחוקק חייב לקבוע מדדים.

#### פרופסור אמיר ברנע

האם יש שיטות מוסכמות להערכת ביצוע? אם הבונוס יהיה פונקציה של הרווח יהיה לחץ לשינוי הרווח. האם אפשר במדדים אובייקטיביים למדוד ביצועים?

#### ענת שפרלינג (EY)

התיקון נועד לייצר שקיפות למשקיעים ולדירקטוריון וזה חשוב. לדעתי זה יהווה כלי לקביעת יעדים וניתן לקבוע מספר יעדים. זהו כלי חשוב ברמה ניהולית מתן משוב לעובד מה טוב לחברה. צריך-להיות ספציפיים לחברה בקביעת המדדים ולא להסתכל על חברות אחרות. בסופו של דבר זה יעשה טוב לדירקטוריון כי הצגת היעדים ומטרות החברה תגן עליהם.

#### עו"ד פיני רובין

תיקון 20 לא יסתפק בגילוי. הוא עשה מהפכה תפיסתית מאחר וחרג מהגילוי ובפעם הראשונה נתן לאסיפה מילה בנושאים שגרתיים שאינם חריגים ואין בהם ניגודי עניינים. אם כך, מחר כשחברה תרצה למכור נכס יהיה עליה להתייעץ עם האסיפה. בנוסף, אסור לדירקטוריון ללכת שבי אחרי ה-Benchmark. אם הדירקטוריון חושב שמגיעה חבילת שכר גדולה יותר, עליו לאשרה, ללא תקרה. בעיני ה-Benchmark חשוב במובן אחד: אם אני לא עושה כמו אחרים אני מבין שיכולים לחטוף לי את המנכ"ל.

#### עו"ד אברמי וול

במאקרו, התיקון נולד מקונצנזוס שיש כשל שוק בתגמול בכירים: מהרגע בו פרסמו את השכר הוא החל לעלות. גידול השכר לא פרופורציוני לביצועים. אם השוק לא יפנים את התיקון תהיה חקיקה אחרת. הרבה או מעט כסף זה יחסי ולכן הדירקטוריונים משתמשים ב-Benchmark, כשהרף מתחיל לעלות בענף משווים למקובל. החוק שואף לאיזון, לא סביר שיהיה גוף אחד שמייעץ למוסדיים ועושה One size fits all כי אין זמן לטפל בעובדות הספציפיות של כל חברה, זו תקלה. תקלה נוספת היא שחייבים קריטריונים מדידים, למעט חלק לא מהותי.



---

## רו"ח הילי קריזר

---

מה הסיכון? לדוגמא, ניתן להגדיר יעדי ביצוע שניתן להשיג בקלות ובסוף השנה המנוהל ייקבל את הבונוס, בעוד שאם היה מופעל שיקול דעת הבונוס היה נמוך יותר.

---

## פרופסור אמיר ברנע

---

אם המנכ"ל היה מעורב בעסקה חד פעמית גדולה וכתוצאה מתרומתו רוצים לחלק בונוס. או נניח שהחברה הפסידה אך סכום נמוך בהרבה בזכות המנכ"ל, הדירקטוריון אומר שלא ניתן לחלק בונוס במקרה זה. המסקנה: בונוס על ביצועים ראוי שיחושב לפחות בחלקו בדיעבד ולא מראש.

---

## פרופסור רונן ישראל

---

ניתן לקבוע מראש תחום לבונוס.

---

## פרופסור אמיר ברנע

---

איך אפשר לענות על הבלתי צפוי על פי כללים מראש? האם לכתוב מראש שאם תהיה עסקה בלתי צפויה אחלק בגינה בונוס כחלק מתוכנית התגמול?

---

## עו"ד פיני רובין

---

ברצוני לאזן את הביקורת על אנטרופי. ללא אנטרופי המוסדיים מתיישרים לפי הקיצון ואנטרופי מנסה להיות יותר אובייקטיבית ומקצועית מכך.

---

## דרור גילאון

---

מבחינת המוסדיים אנטרופי זה פתרון נוח. העומס הרגולטורי על המוסדיים עלה במקביל לירידה בדמי הניהול. מעבר לטיפול בנושאים רבים שחלקם טכניים, אנטרופי מנטרלת הפעלת לחצים פוטנציאלית מצד בעלי האינטרסים על מנהלי ההשקעות או בעלי השליטה. כך ההחלטה של הגוף המוסדי בענייני שכר עשויה להיות נקייה יותר. דווקא הפרסומים האחרונים לגבי כוונתה של אנטרופי לגבות כסף מן החברות עצמן, מעלה חשש שהם יהפכו מגוף בלתי תלוי לגוף תלוי.

לעניין המלצות שנובעות מקריטריונים שנקבעו מראש ואשר עשויים שלא להתאים לאינטרס של החברה ו/או בעלי מניות המיעוט, צריך לזכור שאנטרופי מספקת למוסדיים את ברירת המחדל. יחד עם זאת, אם מנכ"ל עשה עבודה טובה, ואנטרופי

ממליצה למוסדיים להתנגד לשכרו, באופן שמסכן את המשך העסקתו או תיפקדו, החברה יכולה לדבר עם המוסדיים ולנסות לשכנע אותם להצביע באופן שונה.

---

## עו"ד פיני רובין

---

אם רוצים להעביר חבילת שכר יש להקים מטה עבודה שיידבר עם עשרות מוסדיים ויועצים, זה לא הגיוני.

---

## דרור גילאון

---

כולם מסכימים ששכר הבכירים עלה וההשלכות מגיעות לכל המשק. עצם העובדה שיש עין בוחנת, המנגנונים טובים יותר. צריך לתת מכפיל מסוים לשווי המניה, להציף ערך לבעלי המניות.

---

## עו"ד אברמי וול

---

יש חברות בהן הייעוץ לשכר המנכ"ל היה גבוה מהבונוס.

---

## פרופסור צבי וינר

---

זהו פתרון לא נכון, רגולטורי משפטי לבעיה כלכלית. יש ניגוד עניינים בין בעלי המניות למנהלים, בעלי המניות צריכים לקבוע את הכללים והרגולטור מתערב במקום בו הוא לא צריך. הרגולטור היה צריך לעודד את המוסדיים לקבל החלטות במקום להסתתר מאחורי יועצים.

---

## עו"ד פיני רובין

---

זה כמו שתגיד שהכנסת צריכה לקבוע את מדיניות הממשלה, והממשלה צריכה להתייעץ עם הכנסת לפני החלטה.

---

## פרופסור אמיר ברנע

---

השאלה היא האם בהחלטות ספציפיות כמו תגמול מנהל, יש להעביר את ההחלטה לאסיפה הכללית, או שהדירקטוריון בתור גוף שהאסיפה ממנה צריך לקבוע?

---

## שלומי שוב

---

אני פונה לפרופסור רונן ישראל שהיה יו"ר ועדת התגמול בבנק הפועלים לחלוק איתנו את נסיונו כפי שהתבטא בתוכנית התגמול של הבנק.

כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן  
שלאחר תיקון 20?

לבעלי המניות ומכאן את התשואה האלטרנטיבית שעומדת בפניהם. זה מספר חיצוני שהדירקטוריון בעזרת יועצים כלכליים בלתי תלויים קובע פעם בשנה בהתאם למודל. המשמעות היא שבתחילת השנה יש למנהלים הון עצמי ל"שחק" איתו ויש תשואה אלטרנטיבית: אם הבנק יעשה יותר על ההון - שהופקד בידי למשך השנה הבכירים יקבלו בונוס חיובי, ואם פחות אז הם יקבלו בונוס שלילי, דהיינו ישלמו לבנק. מאחר והבנק צופה ליותר משנה קדימה יש תיקון על פני זמן הן בפרישת תשלומי הבונוס על פני שארית הקריירה של המנהל בבנק והן על ידי התאמת מחירי ההון בעתיד למצב השוק ולפעילות וסיכוני הבנק היום ובעתיד. בשורה התחתונה, ככל שיוצרים יותר ערך סך הבונוס שניתן לכלל המנהלים יהיה גבוה יותר. בפרט הבונוס pool נגזר ישירות ממכפלת ההון העצמי של הבנק בהפרש בין התשואה על ההון העצמי בפועל לתשואה הנדרשת שהוכרזה בתחילת השנה.

יש Pool לסך המנהלים בבנק ועוגות נפרדות למנכ"ל וליו"ר. מחלקים את ה bonus pool לפי משחק סכום אפס, בהתאם ליעדים שנקבעו לכל מנהל. בכל שנה זכאי המנהל ל-45% -50% מן הבונוס והיתרה מופקדת ב"בנק הבונוס" של כל מנהל ומנהל לצורך קיזוז אפשרי בשנים הבאות וכך גם בשנה רעה ייתכן בונוס מהשארית בבנק הבונוס לאחר קיזוז הבונוס השלילי, שכמובן יהיה נמוך יותר.

כשמנהלים עוזבים הבונוס הנצבר בבנק הבונוס מומר למניות חסומות כך שאין תמריץ או לפחות התמריץ יורד באופן משמעותי "לתת מכה ולברוח".

#### רו"ח שלומי שוב

התגמול מבוסס על תשואה להון ויש אפשרויות רבות למניפולציות. נניח נושא רווחים זמינים למכירה בבנקים, שמשמש מחסנית רווחים שמתזמנים אותה, במקרה זה אולי יש להשתמש ברווח הכולל. התגמול הנוכחי של מנהלי הבנקים מבוסס על הרווח הנקי ולא הכולל. קרן ההון עולה או יורדת וחלק עובר בשוטף לרווח והפסד. לכן הגיוני שהמנהל

#### פרופסור רונן ישראל

יש טרייד אוף בין שווי הוגן ל-GAAP, בין רלוונטיות למהימנות. החלטנו לעשות תכנית תגמול פשוטה, עם מינימום צורך או אפשרות למניפולציות (במובן החיובי או השלילי, בהתאמה) לדוחות הכספיים. צפינו לטווח ארוך, בהקשר של מניפולציות חשבונאיות, עמדתנו הייתה שאם היום יש רווח גבוה מחר יהיה נמוך. ניסינו לטפל בזה בשתי חזיתות: ראשית, פרסנו את הבונוסים על פני זמן ושנית, אם אין תשואה נורמטיבית בשנה מסוימת יש מענק שלילי. ראינו לנגד עינינו את ניהול - הסיכונים בבנק, בחרנו במניות (שהן למעשה אופציות במחיר מימוש אפס) במקום אופציות, כי דרור גילאון כולם מסכימים ששכר הבכירים עלה וההשלכות מגיעות לכל המשק. עצם העובדה שיש עין בוחנת, המנגנונים טובים יותר. צריך לתת מכפיל מסוים לשווי המניה, להציף ערך לבעלי המניות.

#### פרופסור אמיר ברנע

הקצאת מניות זה הוני ולא הוצאה מוכרת, ואילו הנפקת מניות פנטום זו הוצאה מוכרת.

#### פרופסור רונן ישראל

מבחינת התמריץ אין הבדל, כשהמנהל קם בבוקר הוא בוחן את מחיר המניה ולא אם האופציה שיש לו נמצאת בתוך הכסף או מחוץ לכסף. התפישה של אנטרופי מהבחינה הזאת שגויה ומסוכנת בפרט למוסדות פיננסיים, כי היא נגד מתן אופציות בתוך הכסף וזה יוצר תמריץ ללקיחת סיכונים. כמובן שהתפישה שלהם פחות בעייתית לחברות תעשייתיות כמו שטראוס או תנובה בהן היכולת לקחת סיכונים מיותרים מוגבלת.

בנוסף, תוכנית התגמול מאפשרת בונוס חיובי ובונוס שלילי. יש מחיר הון (תשואה נדרשת על ידי בעלי המניות) לחברה שנקבע לפי מודל ה-CAPM הלוקח בחשבון את הסיכונים

שיתוגמל יהיה זה שבזמנו הערך עלה ולא זה שבזמנו מומשה ההשקעה.

#### פרופסור אמיר ברנע

נניח עבר רווח מקרן ההון לרווח, הדבר לא השפיע על הרווח הכולל אך השפיע מהותית על התשואה להון.

#### פרופסור רונן ישראל

אני מסכים עם שלומי ואמיר. בחרנו ברווח הנקי כדי להמנע מהתאמות בהתאם לעקרונות הפשטות שהנחה אותנו. במחשבה שנייה אולי יותר נכון היה לתגמל לפי סך הרווח. יישמנו דברים שבוטלים את השפעת המניפולציות שלולמי הזכיר ואחרות. למשל, מאחר ובנק הבנוס מושפע מביצועי עתיד ומאחר ומנהלים שעוזבים מחזיקים כמות גדולה של מניות התופעה שלולמי הזכיר תמותן. למשל, כשהבנק משקיע בחברות ריאליות, עם ביטא (ממונפת) גבוהה, המנהלים "נקנסים" בתשואה להון גבוהה יותר בשנים הבאות.

#### פרופסור צבי וינר

אסביר את נושא התגמול בפשטות כמו: בחברת אינטל, כל עובד יכול לקנות כחלק משכרו את מניות - החברה בהנחה מסוימת. זהו מודל פשוט, הגיוני, בו כל עובד מקבל החלטה.

#### פרופסור אמיר ברנע

ומה עם פיזור סיכונים מבחינת העובד? אם הוא גם בעל מניות בחברה וגם שכיר בה, מעמדו הפיננסי תלוי בצורה מסוכנת בסולבנטיות של החברה.

#### אסף סגל

תיקון 20 קובע שלשווי האופציות במועד ההענקה צריכה להיות תקרה, ובקביעת מדיניות התגמול יש לקבוע את התקרה במועד המימוש. כמו כן, יש התייחסות לרווח ממנימוש אך אין מחויבות לקבוע תקרה, כך לדוג' אם שווי המניה עלה ושווי האופציות עלה בצורה לא פרופורציונלית לשכר, יש להתייחס במדיניות התגמול לנושא תקרת הרווח ממנימוש אך לא חייבים לקבוע.

#### רו"ח הילי קריזלר

יש לבחון האם רוצים לקבוע תקרה במועד המימוש, אך לא

חייבים לקבוע תקרה.

#### אסף סגל

אחת הסיבות ששוק ההון דחה את ההחלטה הזו היא המורכבות בחישוב שווי האופציות הללו. יתר על כן, כשעוברים את התקרה יש תמריץ למימוש. היתרון של תקרה הוא שבלעדיה עובדים יעזבו כי יהיו עשירים מידי.

#### רו"ח שלומי שוב

התמריץ יילך לאיבוד. כל הרעיון של תיקון 20 הוא לפתור כשל שוק ולהגביל את השכר.

#### פרופסור אמיר ברנע

מדוע מעניין אותי מה קורה לאחר מועד ההענקה? נתתי אופציות בשווי מסוים וזהו.

#### רו"ח שלומי שוב

אם שווי המניות יורד העובד בא לבקש ריפרייסינג אבל אם השווי עולה זה פרטי שלו?

#### אסף סגל

גם בכי"ל העניקו אופציות קטומות, נקבע רף לרווח מימוש. יש למכשיר כמה יתרונות שהתגמול לא -יהיה בלתי פרופורציונלי לשאר רכיבי השכר, שהמנהל לא יהיה מספיק עשיר כדי לפרוש וכן, הדבר נותן אפשרות לתת יותר מכשירים פחות תנודתיים בשווי מוגבל. אחד החסרונות של המכשיר הוא שכשמתקרבים לתקרה יש תמריץ לממש. אוסיף, כי ישנה תופעה פסיכולוגית כאשר ועדת תגמול אמרו שקוטמים את הרווח, היה עליהם - לחשוב על התקרה והתקרה נתפסה בסכום הבנוס והבהילה אותם ולכן חשוב להציג את ההסתברות לרווח. חסרון של המכשיר הינו הקושי באמידת התקרה, מאחר ואמידת התקרה חשובה לאפקטיביות המכשיר.

#### פרופסור אמיר ברנע

זה מעל לרובד החברה. לאחר שהענקתי אופציות למנכ"ל לא מעניין אותי כמה הן שוות. האם יש דיווח או מעקב על הרווח האפשרי של המנכ"ל ממנימוש האופציות?

כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן  
שלאחר תיקון 20?

קיומה של שליטה ולא זכות משתתפת שמונעת את קיומה.

---

רו"ח שלומי שוב

---

זה משפיע על השווי במועד ההענקה.

---

רו"ח גיא טביביאן

---

נשאלת השאלה מהו התגמול? האם הוא נפסק במועד ההענקה? אם זה היה פנטום היינו ממשיכים למדוד את זה. מודל בלאק אנד שולץ לא מתאים לאופציות הקטומות. פרופסור ברנע קובע כי התגמול נפסק במועד ההענקה ומאז מדובר בתיק ההשקעות הפרטי של המנהל, אך זה לא בדיוק תיק המניות הפרטי שלו. הפתרון לדעתי הוא אופציות יחסיות השוואה למדד או לחברות מקבילות, הבעיה היא שזה יותר קשה ליישום.

---

אסף סגל

---

מדובר באופציות אמריקאיות ואם יש תקרה מועד המימוש חשוב. ככל שנתקרב למועד המימוש הסבירות למימוש גדלה והשווי עשוי להיות גבוה בהרבה מחישוב בלאק אנד שולץ ולכן צריך להיזהר שלא יהיה אומדן חסר בהוצאות הנהלה וכלליות.

---

רו"ח שלומי שוב

---

לסיכום אציין, כי בחברות פירמידה יש וטו טוטאלי לאסיפה זה מעלה שאלה של שליטה חשבונאית כי מגבילים את האפשרות לתגמול הנהלה. כולנו יודעים שמינוי ותגמול מנהלים הולכים ביחד וכן וטו על מינוי מנכ"ל מונע קיומה של שליטה חשבונאית. האם למשל, עכשיו בעקבות תיקון 20 IDB אחזקות צריכה להפסיק לאחד את כלל ביטוח? לעניין זה נראה כי עדיין לאור כוונת המחוקק תיקון 20 יפורש ככזה שמעניק למיעוט גם בחברות נכדות ציבוריות זכות הגנה שלא מונעת

## פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

# FVF

בין החשבונאות לשוק האם  
חברות הביטוח מתומחרות  
בחסר?

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 בפברואר 2013

נושא המפגש: "בין חשבונאות לשוק - האם חברות הביטוח מתומחרות בחסר?"

חומר רקע למפגש: מאמרו של פרופסור יורם עדן:

The Implementation of Embedded Value (EV) in Israel: Myth and Reality

אורחים שהוזמנו: משה שחף (EY), אפרים דרור (EY), רונן אגסי(הראל ביטוח), עופר ברנדט (כלל ביטוח), שלומית זקס (KPMG), רועי שטיין (ראש תחום שוק ההון בחטיבת המחקר בבנק ישראל), לנה איצקוב שוורץ (מעלות).

נוכחים: שלומי שוב, אמיר ברנע, אלי אלעל, איציק מאיסי, ואדים פורטנוי, אבי זיגלמן, סיגל יששכר, אבי בן נון, רם לוי, נבו ברנר, אלון גלזר, אבי בראור, עודד שריג, נדב שטינברג, עדי סקוב, יורם עדן, רון מלכא, מאיר סלייטר, דורית סלינגר, יוסף פישלר, גל עמית, דגנית דניאל, קרן בנגלס שנער.

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור, ליאור שחף.

בין החשבונאות לשוק האם חברות הביטוח  
מתמחרות בחסר?

אליהו ומגדל גילמה מכפיל של 56%. עסקת מכירת תיק ביטוח הבריאות של אליהו להראל שיקפה אף היא מכפיל הנע בין 50% ל-55%. יש לזכור כי בניגוד לעסקת אליהו ומגדל, מכירת תיק ביטוח הבריאות היוותה עסקה למכירת פעילות הכללה הטבת לקונה. גם לאור הטענות כי מדובר בעסקאות תחת לחץ, נתונים אלה מעלים שאלות קשות בנוגע למדד ה-EV ואופן חישובו. יש לזכור עוד שה-EV מביא בחשבון רק את העסקים הקיימים ולא הפוטנציאליים. אציין כי יש ביקורת גדולה על אופן החישוב של ה-EV, ובפרט לשימוש בריבית חסרת סיכון במסגרת התחשיב ובנושא צפויים לחול שינויים בעתיד באופן החישוב. שינויים אלו צפויים להפחית משמעותית את ה-EV אך עדיין לא יסבירו את עיקר הפער שאנו רואים כיום.

**פרופסור יורם עדן**

כאמור, חברות הביטוח נסחרות כיום במכפילי ערך גלום נמוכים. יש לזכור שלחברות הביטוח רכיבים נוספים שאינם נכללים בחישוב הערך הגלום, כגון: השקעות, פעילות ביטוח אלמנטארי ועוד.

זה אומר כי מכפיל ה-EV המותאם הוא עוד נמוך יותר ממכפיל ה-EV הנאיבי. לראייתי, ישנן סיבות רבות לתופעה. באירופה למשל הועלתה טענה שיש להוסיף למקדם ההיוון פרמיית אי נזילות אשר הגיעה לכדי 3% גידור. גם כאשר אנו מוסיפים את הפרמיות הנ"ל המכפילים המחושבים באירופה נעים בין 80% ל-91%. מנגד בישראל, גם אם נוסיף את הפרמיות הללו המכפילים המחושבים הינם בערך 70%.

לדעתי, הבעיה אינה טמונה במודל אלא בשוק. ראשית, לכל חברות הביטוח הציבוריות בארץ יש גרעיני שליטה גדולים, המחזיקים בין 51% ל-10% לערך. עובדה זו מגבילה את אפשרותם של גורמים חיצוניים לרכוש חברות אלו. ידוע כי מספר חברות ביטוח עומדות למכירה מזה כמספר שנים, ובפרט נזכיר את ניסיונות המכירה של IDB למכור את כלל ביטוח ואת המשאים ומתנים המתנהלים בנוגע לפניקס.

**רו"ח שלומי שוב**

המפגש היום מוקדש לשוק הביטוח, ובפרט לקשר המשולש שבין כללי החשבונאות המיושמים בחברות הביטוח, מחירי השוק שלהן, וערך הגלום אשר על פניו משקף את שוויין. הנושא הוא חשוב ומעניין, ולצורך כך הזמנו גם נציגים של חברות הביטוח ונציגי רואי החשבון שלהם להשתתף בדיון. כמו כן העברנו לכם את מאמרו של פרופסור יורם עדן העוסק בנושא שצורך כחומר רקע לדיון.

מחירי השוק של חברות הביטוח כיום נמוכים משמעותית מהערך הגלום שלהם (EV) ואף מההון העצמי שלהן. מדובר בתופעה מזרה מאחר והחשבונאות המיושמת בחברות הביטוח היא שמרנית. כך לדוגמה, ההתחייבויות האקטואריות שהן המרכיב המרכזי בחשבונאות של חברות הביטוח מחושבות על בסיס שמרני ולא בהכרח על פי ה-Best Estimate. מעבר לכך, בהתאם לכללי החשבונאות, במאזן של חברות הביטוח לא נלקחים בחשבון נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין שצמחו בחברה. יש לזכור כי לאור הדרישה למקצוענות בשוק הביטוח ולאור חסמי הכניסה לתחום, היינו מצפים שההון העצמי של חברת הביטוח יהווה רצפה ושווי השוק יהיה גבוה יותר. אפשר להוסיף לכך שביטוח הוא מוצר הכרחי בשוק ולא אופנה חולפת. במסגרת הדיון ננסה לתת מענה לסוגיה ולדון בשאלה האם השוק טועה או האם החשבונאות טועה? - בשנים האחרונות חלו שינויים רבים בענף. כך למשל, דרישות ההון הרגולטוריות מחברות הביטוח, לרבות מבעלי השליטה בהן, עלו בעשרות אחוזים, ואין ספק שיש לכך השלכות על השווי ההוגן שלהן. גם להחלטות ועדת הריכוזיות השלכות על שוויין ההוגן של חברות הביטוח, וגם לרמת אי הוודאות הרבה האופפת אותן בשנים האחרונות, כמו למשל לגבי דמי הניהול.

התוצאה המזרה באה לידי ביטוי גם בעסקאות הנחזות בשטח. העסקאות הגדולות בעת האחרונה בשוק הביטוח התבצעו במכפילים נמוכים מאוד על השווי הגלום: עסקת

---

### פרופסור אמיר ברנע

---

עברנו מתקופה של חוסר יכולת נIOD פוליסות ביטוח חיים לתקופה של נIOD. האם להערכתכם הדבר משפיע על השווי המופק על ידי המודל?

---

### עופר ברנדט

---

תמורות אלה באות לידי ביטוי במודל גם אם לא באופן מופרש, אז בחישוב רגישויותיו. כלומר, חברות הביטוח שאני מכיר מפרסמות התייחסות לניודים ולשינויים רגולטוריים נוספים, בין אם על ידי Best Estimate ובין אם על ידי הנחות שעושה החברה.

---

### פרופסור אמיר ברנע

---

רו"ח שלומי שוב הזכיר את סוגיית דרישות ההון. האם התגברות הדרישה הרגולטורית להון במסגרת כללי Solvency משפיעה על תחשיב ה-EV?

---

### עופר ברנדט

---

ההשפעה באה לידי ביטוי במגן המס, היות שמטרת ההון היא לגבות את עסקי חברת הביטוח. מודל ה-EV לוקח בחשבון הן את השווי הגלום של העסק עצמו והן את ההון התומך בעסק. אנחנו מנסים שלא להביע דעה במסגרת המודל, ולשקף נטיות השוק באופן אובייקטיבי. לאחר מכן יוכלו המשתתפים בשוק להתאים את תוצאת המודל לאופיים הספציפי ולסיטואציה ספציפית בה הם מצויים.

---

### רו"ח גל עמית

---

אם נניח התגברות נוספת בדרישות ההון, הם יתכן שלא יחול שינוי ב-EV המחושב?

---

### עופר ברנדט

---

מודל ה-EV אינו לוקח בחשבון התפתחויות עתידיות שאולי יקרו ואולי לאו. יש לזכור כי דרישה להזרמת הון נוסף על ידי בעל שליטה לא אמורה להשפיעה על שווייה הכלכלי של חברת הביטוח.

להערכתני, מכירת מגדל הייתה Fire sale. מכיוון שמגדל היא ספינת הדגל של ענף הביטוח בארץ, מחיר מכירתה מהווה רף - אם מגדל נמכרה במחיר נמוך, ברור שיתר החברות לא יכולות להימכר במחירים גבוהים.

ברקע ברצוני להזכיר את התנודות החריפות במחירי השוק של חברות הביטוח בישראל. כך למשל, בשנת 2008 ירד השווי של הפניקס ל-750 מיליון ש"ח. כשנה וחצי לאחר מכן נסק מחירה של החברה ל-3 מיליארד ש"ח, וכיום מחירה הוא 2.5 מיליארד ש"ח בערך. על פניו, ניתן היה לצפות כי חברה בעלת תיק ביטוח חיים תהיה אי של יציבות, והתנודותיות בשווי השוק תמוהה. יתכן כי התנודותיות נובעות מהתרעות המפקח על חברות הביטוח בכל הקשור למקדמי הקצבה או לעלייה בתוחלת החיים. אולם, העלייה בתוחלת החיים באה לידי ביטוי במודל ה-EV. השנה תהיה ככל הנראה תחול ירידה ב-EV, אולם אף היא לא תצדיק את הפערים בהם אנו חוזים. אמת, ישנן בעיות במודל. אולם גם תיקון הבעיות כאמור לא יביא לסגירת הפער. לדעתי, הפערים נובעים בעיקרם מהיעדר קונים לחברות הביטוח על אף שחלקן עומדות על המדף מזה זמן רב. היעדר הקונים נובע מהעבודה שעלות רכישת גרעין שליטה בחברת ביטוח הינה מיליארדים. כמו כן רכישת גרעין שליטה כאמור כרוכה בכניסה לתחום מפוקח במיוחד, דבר המונע ביצוע רכישה ממונפת. מה גם שסיכוי הרוכש לקבל דיבידנדים משמעותיים מהשקעתו בשנים הקרובות אינו ברור. לסיכום, לדעתי, הפערים הנחזים נובעים משילוב של בעיות במודל וקיומו של שוק לא משוכלל.

---

### עופר ברנדט

---

ראשית, אני שמח לשמוע שמתתך נוסף חושב שהפערים אינם טמונים רק בבעיות במודל ה-EV, אלא גם בשוק לא משוכלל. בנוסף, יש לזכור כי בעוד ה-EV מחושב פעם בשנה, מניותיה של חברת הביטוח נסחרות באופן רציף. כפועל יוצא, ברור שישנה בעיה לערוך השוואה בין תחשיב ה-EV ובין שווי השוק של חברת הביטוח, הנגזר ממחיר מניותיה.

טענה נוספת העולה באופן תדיר היא שהמודל מחושב בריבית חסרת סיכון - זה לא מדויק. ברצוני להדגיש כי מודל ה-EV מבוסס על Certainty Equivalent Approach, והוא אינו מניח באופן יסודי היעדר סיכון. יחד עם זאת, אין ספק שיש להוסיף נדבכים נוספים למודל כגון גידור ועלות סיכונים שאינם ברי גידור, בכדי לשקף באופן טוב יותר סיכונים. קשה לאמוד בכמה יקטן ה-EV בעקבות השינויים האמורים. על פי חברות באירופה, הקיטון ינוע בין 10% ל-15%, בהתאם לאופי הסיכונים הספציפי של חברת הביטוח הנאמדת.

בין החשבונאות לשוק האם חברות הביטוח  
מתמחרות בחסר?

השפעת ביצועי שוק ההון, מתברר כי הרווח מפעילות הביטוח  
שאף לאפס.

2. הגבלות על חלוקת דיבידנד התברר למשקיעים כי לאור  
מגבלות רגולטוריות בשוק הישראלי, יכולתם למשוך דיבידנדים  
מהשקעתם מצומצמת מאוד.

#### פרופסור יורם עדן

פעילות ביטוח החיים תלויה פחות בביצועי שוק ההון. פוליסות  
משתתפות שהונפקו עד שנת 2003 כוללות דמי ניהול משתנים,  
ולכן הן רגישות יותר למגמות לשוק ההון.

#### רו"ח רונן אגסי

להערכתי, הבעיה קודם טמונה בנו, חברות הביטוח, ובדוחותינו  
המורכבים. כמו כן, מודל ה- EV הוא אקטוארי באופיו, ואילו  
אנליסטים ומשקיעים מתייחסים לנתוני השוק.

אין ספק כי מגמות שוק ההון מטלטלות את ביצועי חברות  
הביטוח. יחד עם זאת, איני מסכים עם האמירה כי "חברות  
הביטוח מרוויחות בשוק ההון ומפסידות בפעילות החיתום".  
הפרדה זו היא מלאכותית: באופן הגדרתי, השקעת כספים  
בשוק ההון והתשואה המופקת בגינם הן חלק מתהליך תמחיר  
המוצר המבוצע על ידי חברות הביטוח. מהותה של תעשיית  
הביטוח היא נטילת כספים בהווה והחזרתם בטווח הארוך  
מאוד. ברור שבעת תמחיר המוצר יש להתייחס הן לתוחלת  
התביעות, הן להוצאות והן לתשואות החזויות. בכל נקודת זמן  
דיסקרטית, ביצועי שוק ההון בפועל לנצח שונים מהתחזיות.  
אולם, בממוצע ולאורך זמן, ישנו מתאם בין התשואות החזויות  
ובין אלו בפועל. כפועל יוצא, בעת ניתוח פעילותה של חברת  
ביטוח יש לבחון את תוחלת רווחיה לאורך זמן. כמו כן יש  
לזכור, כי המגמה ארוכת הטווח של שוקי ההון היא חיובית.

#### פרופסור יורם עדן

המודל מביא בחשבון את הנושא. המודל כולל את ה- Cost Of  
Capital לפיו בעל המניות שמזרים הון לחברה יפסיד את המס  
בשל כך שההון מושקע בריבית, כביכול.

#### דובר

אם כך, המודל מביא בחשבון רק את נדבך המס ומדובר בבעיה:  
במסגרת הערכת שווי הנכסים העודפים מהווים חלק מהשווי.  
בתרחיש האמור, לחברה פחות נכסים עודפים שכן עליה  
להחזיק הון עצמי גבוה יותר.

#### רו"ח אפרים דרור

ברצוני להעלות סוגיה נוספת. השקעותיה של חברת ביטוח  
בסוכנותיה מוצגת לפי עלות. ברור כי שוויין ההוגן של  
הסוכנויות גבוה באופן ניכר מעלותן, והדבר מעצים עוד יותר  
את הפער בין שוויין של חברות הביטוח ובין ערכן לפיו מודל  
ה-EV.

#### רו"ח משה שחר

בעבר ייצגתי קבוצות של משקיעים בעת שניסו לרכוש כמה  
קבוצות ביטוח בישראל. בסיכום החישובים שביצעו לקראת  
הרכישה הם ייחסו ערך שלילי לחברות הביטוח הישראליות  
הנרכשות. יתכן כי תמחור המשקיעים את חברות הביטוח  
נובע משתי תופעות:

1. תלות של חברות הביטוח בשוק ההון-המשקיעים הגיעו  
למסקנה כי הרווחיות של חברות הביטוח נובעת בעיקרה  
מביצועי שוק ההון ולא מפעילות ביטוח פר אקסלנס. לראייה,  
ישנו מתאם רב בין תוצאותיהן של חברות הביטוח בעשר  
השנים האחרונות ובין ביצועי מדד ת"א 100. אם ננטרל את



יש לזכור כי חברות משקיעות מנועות מלהחזיק למעלה מ 6% מבנק או חברת ביטוח מסוימים. לדעתי, יש לפעול לפתרון בעיה מסחרית זו.

---

**עדי סקוב**

---

המודל העסקי של חברות הביטוח בארץ ובחו"ל דומה מאוד. גם בחו"ל מידת הסתמכותן של חברות הביטוח על ביצועי שוק ההון היא גבוהה. כפועל יוצא, לא נראה כי מידת ההסמכות הנ"ל היא הגורם העיקרי לתמחור הנמוך של חברות ביטוח בישראל. לראייתי, הגורם לתמחור הנמוך הוא חוסר דאות ששינויים ברגולציה בישראל יוצרים. משקיעים זרים חוששים מחוסר העקביות במדיניות הגורמים המפקחים, ומענישים את חברות הביטוח בתמחור נמוך.

---

**פרופסור יורם עדן**

---

יש לזכור שחלק מחברות הביטוח בחו"ל עוסקות אך ורק בביטוח חיים ולא בביטוח חיים ואלמנטארי כפי שמקובל בארץ. כפועל יוצא, היקף הפעילות שאינה מגולמת בחישוב ה-EV גבוה יותר בארץ מאשר בחו"ל. ושוב, על אף נתונים אלה, מכפיל ה-EV של חברות ביטוח בישראל נמוך באופן ניכר מזה של חברות בחו"ל.

---

**רו"ח משה שחף**

---

אחד השינויים המשמעותיים הכרוכים ב- Phase 2 של IFRS 4 הוא שההון העצמי של חברות הביטוח עתיד לכלול חלק ניכר מרכיבי ה-EV. כפועל יוצא, בעקבות השינוי ההון העצמי של חברות הביטוח עתיד לגדול. לראייתי, תמורות אלו ישפרו את תמחור חברות הביטוח, שכן השוק לא יוכל להתעלם עוד מהנתונים.

---

**רו"ח רונן אגסי**

---

איני מסכים עם דבריך. הדוחות של חברות מורכבים מאוד כבר בהווה, ויישום השינויים שציינת יחמיר עוד יותר את הבעיה. התוצאה תהיה למעשה דוח כספי המבוסס כולו על תחזיות עתידיות והנחות אקטואריות, ואין זה רצוי ברמה העקרונית.

---

**רו"ח אפרים דרור**

---

בנוסף, יש לזכור כי כל סטייה מההנחות תלווה בשינויים אדירים בדוחות הכספיים. להערכתני, הדבר יפגע באמינות הדוחות הכספיים של חברות הביטוח בעיני המשתמשים.

אם נבחן את השינויים ב-EV, אנו רואים כי ביצועי ההשקעות של חברות הביטוח אל מול ה-Benchmark של שער ריבית חסרת סיכון הם נחותים. במילים אחרות, חברות הביטוח לא הצליחו בחמש עשרה השנה האחרונות להכות את שער הריבית חסרת הסיכון. מודל ה-EV כולל גם שורת "סטייה מהנחות כלכליות". שינויים ב-EV יכולים לנבוע בין היתר מסטיות דמוגרפיות, אינפלציה (ה-EV הינו צמוד והדוחות הכספיים הם נומינליים). שינויים ב-EV יכולים גם לנבוע מסטייה בהנחות הכלכליות, קרי: שינוי בוקטור ריבית חסרת סיכון וכן תת ביצוע או ביצוע יתר של השקעות חברת ביטוח ביחס להשקעה בריבית חסרת סיכון. מדובר בסטייה לאור העובדה כי מודל ה-EV מניח כי השקעותיה של חברת הביטוח יניבו ריבית חסרת סיכון. יש לציין כי במצטבר, שורת הסטיות מההנחות הכלכליות בכל חברות הביטוח, פרט להראל, הינה שלילית.

---

**אלון גלזר**

---

אני מסכים עם דבריו של מר אגסי. פקטור ביצועי שוק ההון בטווח הארוך הוא נתון חשוב ובעל רמת ביטחון גבוהה בסך הכל. להערכתני, בסופו של דבר יתכן כי הפערים בין מחיר השוק של חברות הביטוח ובין תחשיב ה-EV כלל לא נוגעים לשיעורי ההיוון. יתכן כי חלק מהנחות האקטואריות והוצאות חברת הביטוח לא מתומחר כראות על ידי המודל.

לראייתי השוק נוטה להיות חכם, ובאופן כללי הוא מצליח לזהות מבעוד מועד חברות שעתידות לפשוט רגל. כפועל יוצא, לדעתי לא בכדי השוק מתמחר נכסים איכותיים סביב ההון ואת הנכסים הלא איכותיים בהרבה פחות.

---

**פרופסור יורם עדן**

---

בשנת 2006 שתי חברות פרסמו את EV על בסיס טנטטיבי הפניקס ומגדל, ומכפיל ה-EV היה סביב 0. עולה השאלה מה הוביל לירידה החדה במכפיל ה-EV: האם מצבן של חברות הביטוח הישראליות הורע באופן כה משמעותי המצדיק שחיקה כה חדה במכפיל?

---

**אלון גלזר**

---

כפי שצוין אחד מהגורמים לתמחור הנמוך של חברות הביטוח הוא מיעוט הקונים הפוטנציאליים.

בין החשבונאות לשוק האם חברות הביטוח  
מתמחרות בחסר?

בתקופה קצרה עשוי להיות חד מאוד. ומכאן עולה השאלה:  
האם שינוי חד בשווי השוק של חברה בתקופה קצרה בהכרח  
משקף שינוי חד בשווי פעילותה היסודית?

#### אלון גלזר

איני מסכים אם דבריו. המשמעות של דבריו היא שעל כולנו  
לגשת בתום הדיון ולרכוש מניית של חברה הביטוח. אומר  
זאת שוב: להערכתי, תמחורן של חברות הביטוח מעיד על  
בעייתיות בהנחות האקטואריות ששימשו בחישוב ה-EV.

#### דורית סלינג'ר

להערכתי, תמחור חברות הביטוח חושף חשש של השוק הנובע  
מחוסר ודאות בנוגע למצבן העתידי. עסקי ביטוח כרוכים באי  
ודאות רבה, בין היתר בהתייחס לתוחלת החיים. אירועים לא  
ודאיים אלה עלולים לאיים על ההון של חברת הביטוח.

#### רו"ח שלומי שוב

על פניו, באופן כללי יכול היה משקיע לרכוש חברת ביטוח  
ישראלית, למכור את חלקיה בנפרד ולהכיר ברווח. זוהי תוצאה  
בעייתית בעיני.

#### רו"ח אבי זיגלמן

הבעיה היא שביצוע פעולה כאמור לא אפשרי במציאות.

#### מאיר סלייטר

בסופו של יום, שוק ההון נותן דגש לרווחיותה של חברה  
ולכוחותיה לחלק דיבידנדים. פרמטרים אלו לא זוכים  
להתייחסות במודל ה-EV. כך למשל, הרווח השנתי השוטף  
המייצג של הראל נע בין 300 ל-400 מיליון ש"ח, ואילו ה-EV

#### רו"ח שלומי שוב

המאפיין העיקרי הנתפס של ה-IFRS הוא המעבר למדידת  
פריטים לפי שווי הוגן וזה היה בעיקר בתחום הנדל"ן המניב.  
שינוי זה הגביר את המתח בין החברות המדווחות ובין  
המשתמשים בדוחות הכספיים. ניתן לבצע הקבלה מסויימת  
בין מודל השווי ההוגן בחברות הנדל"ן המניב ל-EV בביטוח.  
נדמה לי שהקבלה כזו דווקא יכולה להדאיג, לאור האפקטביות  
של שוק הון בתמחור חברות הנדל"ן. שוק ההון יודע לעשות  
החבנה בין איכות האומדים ואיכות הנכסים.

#### פרופסור יורם עדן

ברצוני גם לציין כי במסגרת ה-Phase 3 של IFRS 4 ייעלמו  
הוצאות הרכישה הנדחות (DAC) מהמאזן, וזה דבר חשוב.

#### רו"ח שלומי שוב

כן, אבל יש לזכור כי גם כיום מצדיקים את ה-DAC באמצעות  
מבחני ירידת ערך ולכן בכל מקרה החשבונאות הנוכחית היא  
סוג של רצפה. כלומר, השווי ההוגן יהיה בהכרח גבוה יותר  
ממנה ולא אמור להיות נמוך יותר.

קיימת הסכמה כללית בין המשתתפים כי קיימת אי הלימה  
בין ההון החשבונאי של חברות הביטוח ובין שווי השוק שלהן,  
אבל עדיין ההון העצמי מהווה רף מינימאלי וצריכה לעלות גם  
שאלה עד איזו מידה יתכנו רכיבים מנופחים בהון העצמי של  
חברות הביטוח כיום?

#### רו"ח אבי זיגלמן

לדעתי, ההון העצמי של חברות הביטוח אינו בהכרח מנופח.  
אחד המאפיינים האניהורנטיים של שוק ההון הוא תנודתיות,  
ולא רק בארץ. ההבדל בין מחירי השיא ובין מחיר השפל

מעבר לסיכוני הביטוח, יש לזכור כי לחברות הביטוח תכניות המבטיחות תשואה. אם החברות אינן מצליחות להשיג את התשואה המובטחת, הדבר גורר מחיקות בהונן העצמי.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

האם הריבית הנמוכה במשק יכולה להסביר את הפער בין שווי השוק של חברות הביטוח ובין הונן העצמי, והאם עלייה בריבית המשק תביא לקיטון הפער כאמור?

---

#### מאיר סלייטר

---

להערכתי, התשובה חיובית. כפי שציון בדיון, חלק ניכר מרווחי חברת הביטוח, מקורו בשוק ההון. השלכת הריבית הנמוכה היא כפולה: ראשית, הריבית הנמוכה מקטינה את התשואה שמפיקות חברות הביטוח על תיק הנוסטרו שלהן. כמו כן, ריבית השוק מהווה פרמטר בתמחור פוליטות הביטוח. לאור האמור, הריבית הנמוכה מקטינה את רווחיות חברות הביטוח.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

האבסורד הוא שעלייה בריבית תגרור הכרה מיידית בהפסדי עתק על ידי חברות הביטוח.

---

#### מאיר סלייטר

---

התמחור הנמוך של חברות הביטוח בישראל נובע בראש וראשונה מרווחיותן. על רקע זה אציין כי השוק מתקשה מאוד בהערכת רווחיותן של חברות ביטוח, בין היתר לאור התנודתיות הרבה ברווח. כפועל יוצא, מתקשה השוק להעריך את המכפיל ואת התשואה על ההון, הנגזרים מרווחיות החברה. גם בשל קשיים אלה בנייתו, מעניש שוק ההון את חברות הביטוח.

---

#### רו"ח רונן אגסי

---

אני מסכים עם דבריך. ברצוני לחדד את הדברים ולציין כי הבעיה היא חשבונאית בעיקרה: עיקר תיק הנכסים של חברת הביטוח נמדד בהתאם לעיקרון ה - Mark to Market, והדבר גורר תנודתיות חריפה בדוחות הכספיים. אציין כי לו בשנת 2011 הבנקים היו משערכים את נכסיהם בדומה לחברות הביטוח, הונם העצמי היה נמחק.

שלה הינו 8 מיליארד ש"ח. לא ברור איזה משקיע היה מוכן לשלם 8 מיליארד ש"ח עבור חברה המייצרת רק 400 מיליון ש"ח בשנה. נתונים אלה עשויים ללמד על הגורמים לתמחור הנמוך של חברות הביטוח.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

אם כך, אז לא ברור לי מהו צוואר הבקבוק. במילים אחרות מהו הגורם לרווחיות הנמוכה של חברות הביטוח ביחס לערך ה-EV שלהן?

---

#### רו"ח רונן אגסי

---

לדעתי, במסגרת הניתוח ראוי להתמקד במרכיב תיק הביטוח בתוך ה-EV על חשבון ההון העצמי. אציין כי השווי ההונן של ההון העצמי של הראל דומה לערכו בספרים. ההון העצמי שלנו בערך שווה את עצמו בערכים נוכחיים. כשאתה לוקח את השווי הנכסי של ההון הוא שווה את עצמו.

---

#### פרופסור יורם עדן

---

בשנת 2000 התפרסם מאמר של Joskow ב-Bell Journal אשר הסביר את הדבר הבא: חברת הביטוח מהווה סוג של מתווך פיננסי. כאשר הגורמים המפקחים מטילים מגבלות על ההון העצמי, אז באופן הגדרתי שיעור התשואה שמניב ההון העצמי נמוך מתשואת השוק. על פי המאמר, הפיצוי בגין תשואת החסר אמור לנבוע מרווחי פעילות הביטוח או מהרווח על רזרבות חברת הביטוח.

המשמעות של הדברים היא שהגדלת ההון העצמי של חברת הביטוח לא תביא לעלייה מצופה בשיעור התשואה על ההון. בהיעדר הגבלה רגולטורית, תוכל חברת הביטוח להגדיל את הונה העצמי ולהשקיע את הכספים בנכסים מסוכנים. מצב דברים זה הוא מסוכן, שכן ביום פקודה עשוי להתברר ששווי של ההון העצמי נמוך מאוד. כפועל יוצא, על חברת הביטוח להשקיע בנכסים בעלי פרופיל סיכון נמוך, וכך קורה שתשואותיה נמוכות מתשואות השוק. מחד, נדרשת חברת הביטוח להשקיע בנכסים בעלי סיכון נמוך, ומאידך היא חשופה לסיכונים הנובעים מפעילות הביטוח. במצב דברים זה, יתכן כי מחיר השוק של חברת הביטוח ישקף Discount על הונה העצמי.

---

#### נדב שטיינברג

---

הסיטואציה עוד קיצונית יותר מכפי שמתאר פרופסור עדן:

בין החשבונאות לשוק האם חברות הביטוח  
מתמחרות בחסר?

#### אלון גלזר

בהמשך לשאלתו של פרופסור ברנע, אציין כי בניגוד לבנקים, לחברות הביטוח אין מוצרים אחרים שבאמצעותם הן יכולות לפצות על השחיקה ברווחיות בגין הורדת דמי הניהול.

#### לנה איצקוב שוורץ

להערכתי, התשובה לשאלתו של פרופסור ברנע הינה חיובית. כפי שנאמר בדיון, אחת הסיבות לקיומו של הפער היא חוסר ודאות בקשר להנחיות רגולטוריות עתידיות.

#### רו"ח אלי אלעל

אני מסכים אם דבריכם. לחברות הביטוח קושי אינהרנטי להצליח: רווחיות יתרה תגרור באופן מיידי דרישה ציבורית להורדת דמי הניהול. כפועל יוצא, עסקי חברת הביטוח חשופים ל-Downside מבלי יכולת אמיתית ליהנות מ-Upside.

#### עופר ברנדט

יש לזכור כי תחזית לגבי ביצועי עסקיה העתידיים של חברת הביטוח לא באה בחשבון בחישוב ה-EV, בעוד ברור שהיא מתמחרת על ידי השוק. יש לציין כי ה-EV מחושב בהתבסס על עסקיה קיימים של חברת הביטוח. כפועל יוצא, הגבלות חזויות על דמי ניהול משתקפות במחיר השוק של חברות הביטוח אך לא מקבלות ביטוי ב-EV שלהן. כמו כן, יש לזכור כי בהשוואה לחברות ביטוח באירופה וארצות הברית, יכולתן של חברות הביטוח הישראליות לגבות דמי ניהול גבוהים מצומצמת מאוד. זה נובע בין היתר מתחרותיות מוגברת בשוק הישראלי ומקיומם של מוצרים ורסטיליים ומגוונים יותר בשווקים הבינלאומיים.

#### דורית סלינגר

אולם מדידה כאמור מיושמת גם על ידי חברות ביטוח בחו"ל, וכפי שנאמר הפערים בין שווי השוק להון העצמי של חברות הביטוח בחו"ל נמוכים הרבה יותר מהפערים הנחצים בישראל.

#### רו"ח שלומי שוב

כללי החשבונאות המיושמים בחברות הביטוח הם "רגולטוריים" באופיים ופחות חופשיים. כך למשל, המפקח על הביטוח מתיר לחברות הביטוח לדחות את העתודות בגין תוחלת החיים לפי פקטור K. באותו האופן, תביעות תלויות וייצוגיות הן חלק מפעילותה השוטפת של חברת הביטוח, בשונה מחברות הפועלות בתחומים אחרים. אבקש לשמוע את דעתכם ביחס להשפעתם של הניואנסים החשבונאיים המיושמים בחברות הביטוח.

#### רו"ח אפרים דרור

בהמשך לדברין, ברצוני להתייחס לסוגית התביעות הייצוגיות. בחינה מדוקדקת חושפת כי בסופו של דבר, על פני זמן הסכומים המשולמים על ידי חברות הביטוח בגין תביעות ייצוגיות הם נמוכים מאוד. כפועל יוצא, אין לתלות את הצרימה בגין שווי השוק של חברות הביטוח ובין הונון העצמי בקיומן של תביעות ייצוגיות או בטיפולן החשבונאי.

#### פרופסור אמיר ברנע

האם לאור המחאה החברתית נצפים לחצים להורדת דמי הניהול שגובות חברות הביטוח? יש לזכור כי המוצר המרכזי בטווח הארוך של חברות הביטוח הוא ביטוח פנסיוני, ובתחום זה פיקוח הדוק על דמי הניהול הנגבים. יתכן כי לחצים אלו עשויים להסביר את הפער הנדון.

ראשית, ארצה להתייחס לעסקת אליהו ומגדל שציונה בראשית הדיון. להערכתי, הסיבה למחיר הרכישה האטרקטיבי טמונה ביכולתו של שלמה אליהו לנתח את כדאיות העסקה במהירות במסגרת חלון הזמן הקצר שהיה. הניסיון להסתכל על הדוח EV כאינדיקטור לשווי שוק של חברת ביטוח הוא פגום מיסודו. לאורך שנים תכליתו היחידה של ה-EV הייתה להוות כלי לקביעת תגמול מנהלים בכירים. איני חושב כי ג'ים אנדרסן, ממציא המודל, אי פעם חשב שבכוחו של ה-EV להוות בסיס לחישוב שווי של חברה. לראייתי, ה-EV יכול לשמש כלי להשוואה בין חברות: המודל מספק סט של כללים אחידים שבאמצעותם ניתן לנתח חברת ביטוח אחת ביחס לרעותה.

---

פרופסור אמיר ברנע

---

שאלת יסוד בדיון היא האם רווחיותה השוטפת של חברת הביטוח מצדיקה את שווי ההון העצמי. האם הרווחיות השוטפת ארוכת הטווח המדווחת על ידי חברות הביטוח תהווה בערך 10% מההון העצמי? כמו כן, דברך מביאים אותי להרהר בתרומתו של ה-EV: אם המודל אינו יכול להוות אינדיקטור לשווי אז לא ברור לי מה בדיוק הוא מספק ומהי תרומתו למשקיעים. ועדה מטעם אגף שוק ההון קבעה שעל חברות ביטוח לפרסם EV במסגרת הדוחות הכספיים על מנת לסייע למשקיעים להעריך את שוויין של חברות הביטוח מהי תרומתה של החלטת הועדה על רקע הדברים האמורים?

---

**רו"ח רונן אגסי**

---

כפי שציין מר בראור, יתרון ה-EV טמון בעובדה שהוא נערך על בסיס אחיד בכל החברות, ולכן יכול לשמש כלי להשוואה.

---

**רו"ח שלומי שוב**

---

המסקנה העולה מהדיון מעבר לויכוח הבלתי נגמר האם השוק צודק או טועה היא מדאיגה מאד. Phase 2 של IFRS 4 למעשה יביא למעשה ל-PUSH DOWN של ה-EV על עיוותיו להון העצמי החשבונאי. אם השוק התקשה בעיכול המדידה הנ"ל כזה כמידע נוסף מחוץ לדוחות הכספיים, קשה לי לראות כיצד יוכל להתמודד עם שינוי כאמור.

פורום שווי הוגן  
FAIR VALUE FORUM

FVF

תפקיד המומחה בהסדרי  
חוב: היבטים מימוניים

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 במרץ, 2013

נושא המפגש: תפקיד המומחה בהסדרי חוב - היבטים מימוניים

חומר רקע למפגש: חומר רקע ומצגת "הערכת הסדרי חוב" אשר הוכנה על ידי ד"ר רועי שלם ומר טל מופקדי לצורך הדיון ולבקשת הכנ"ר.

אורחים שהוזמנו: כבוד השופטת ורדה אלשיך - סגנית נשיא בית המשפט המחוזי תל-אביב, ד"ר דויד האן - האפוטרופוס הכללי והכונס הרשמי, עו"ד ספי זינגר - משרד המשפטים, עו"ד גיא גיסין, מר אדוארד קלר, מר אייל גבאי, מר עמנואל אבנר, עו"ד צורי לביא.

נוכחים: נוכחים: שלומי שוב, אמיר ברנע, אלי אלעל, איציק מאיסי, ואדים פורטנוי, אבי זיגלמן, אלון גלזר, אבי בראור, עדי סקופ, רון מלכא, מאיר סלייטר, דורית סלינג'ר, יוסף פישלר, גל עמית, דגנית דניאל, קרן בנגלס שנער, רקפת שני, צביקה אקשטיין, יזהר קנה, אורן פרנקל, לילי איילון, אפרת טולקובסקי, דרור גילאון, אנה ברודסקי, הדר נאות.

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור, ליאור שחף.

תפקיד המומחה בהסדרי חוב:  
היבטים מימוניים

העוסק בהבראת החברות ובהקפאת ההליכים. באופן כללי התיקון עיגן חקיקתית אלמנטים שנקבעו עד כה בפסיקה. בד בבד, באותה תקופה התעורר משבר חוב בישראל, בייחוד בחברות ציבוריות גדולות. התחושה הייתה שהמערכת חורקת. ישנם גורמים רבים המעורבים במשא ומתן להסדר חוב: החברה, נאמנים, בעלי השליטה, נציגות סדרות האג"ח ועוד. אולם, נראה היה כי ההליך נעשה במחשכים הרחק מהעין הציבורית, והתעורר ספק האם מלוא הזכויות של מחזיקי האג"ח מיוצגות כדבעי. יש לזכור כי קיימים ניגודי עניינים אינהרנטיים בין הגורמים השונים בהליך הסדר החוב. בין היתר, ישנו ניגוד עניינים בין משקיעים מוסדיים ופרטיים, בין רוכשי אג"ח במקור ובין אלו שרכשו אותו בניכיון עמוק וכיוצא בזה. שררה גם תחושה כי הדברים מגיעים לבית המשפט בשלב מאוחר מאוד של ההליך, אם בכלל מגיעים. ברצוני להדגיש כי מדובר היה בתחושה בלבד, ולא דווקא במציאות ששררה בפועל.

על רקע דברים אלה התחילו יוזמות בדמות הצעות חוק, בייחוד פרטיות, במטרה לחזק את מעמדו של ציבור מחזיקי אגרות החוב. הצעה אחת שעוררה הדים הייתה הצעת חוק פרטיות של חברת הכנסת זהבה גלאון. מטרתה המרכזית של ההצעה הייתה לנסות ולהביא את הדינאמיקה של משא ומתן להסדר חוב לפתחו של בית המשפט בשלב מוקדם של ההליך. משרד המשפטים בחן את הדברים ומצא שיש מקום להסדרת העניין בהצעת חוק ממשלתית, לאחר התייעצות ותיאום עם הגורמים הרלבנטיים מהשוק הפרטי, אגף שוק ההון, הרשות לניירות ערך איגוד הנאמנים וכדומה.

בלב תיקון 18 שתי סוגיות עיקריות: ראשית, התיקון קובע שאם החל משא ומתן להסדר חוב שצפויים להיות בו שינויים מהותיים בתנאי אגרות חוב, הנאמן או החברה עצמה נדרשים לפנות לבית המשפט למינוי מומחה מטעמו לבחינת הסדר החוב. זוהי דרישה מנדטורית, ללא שיקול דעת של החברה. שנית, אם בעבר הרצון היה רק להביא את הדברים לדיון בבית המשפט, כעת נוסף נדבך נוסף: מינוי מומחה מטעם בית המשפט לבחינת תוכנו של הסדר החוב. אנו מכירים פונקציות

## פרופסור אמיר ברנע

בדיון היום נתמקד ביישום תיקון 18 לחוק החברות. בפרט נבקש לדון בהליך בחירת המומחה בהסדרי חוב ובתפקידו. לאור אופי המשתתפים בדיון, ננסה לענות גם על שאלות קונקרטיות בקשר להליך. בין היתר נתייחס לממשק בין המומחה ובית המשפט, השלב שבו הוא ממונה, הציפיות ממנו, האם הוא תפקידו רק לבחון הסדר קיים או גם להציע הסדרים חלופיים, האם בתפקידו הוא פועל מטעם נציגי מחזיקי אגרות חוב או שמא הוא מייצג גם נושים אחרים ועוד.

אציין כי כאשר חוקק תיקון 18 לחוק החברות התחושה הייתה כי הוא מטיל עומס נוסף על המערכת ומוסיף לה סיבוך. בעבר נציגי מחזיקי אגרות החוב היו מגיעים תחילה להסדר חוב עם החברה או עם בעל השליטה, ורק לאחר מכן מביאים את ההסדר בפני בית המשפט. במצב הדברים דאז התעוררה טענה כי ישנו ניגוד אינטרסים בין המשקיעים המוסדיים ובין יתר בעלי אגרות החוב, הקטנים בעיקר. כפועל יוצא, הוחלט לערב בתהליך בעל מקצוע שיחווה את דעתו על הסדר החוב המוצע. המומחה הנ"ל מתמנה על ידי בית המשפט. במסגרת הדיון ראוי לבחון מהן הדרכים לאפשר למומחה לבצע את עבודתו נאמנה ומה צריך להיות אופי הקשר בינו ובין הנאמנים. שאלה מרכזית נוספת היא מהן ציפיותיו של בית המשפט ממעורבות מומחה כאמור.

בדיון משתתפת כבוד השופטת ורדה אלשיך שהינה בעלת ידע ונסיון רב בדיונים בנושא הסדרי חוב. השופטת לא תתייחס למקרים ספציפיים הנידונים על ידה אלא רק לסוגיות עקרוניות בקשר לתפקיד המומחה ומעמדו כרוע של בית המשפט.

## ד"ר דויד האן

אני רוצה להתחיל דווקא בהיבט היסטורי, שכן היסטוריה לעיתים שופכת אור בנוגע לכוונות המחוקק. משרד המשפטים שקד במשך מספר שנים על תיקון מספר 19 לחוק החברות,

למלוא המידע שבידי החברה הנדרש לו למילוי תפקידו והוא אף רשאי להעביר את המידע למחזיקים במגבלות מסוימות הקבועות בחוק, זאת מתוך מטרה להגדיל את נגישות הנושים למידע ולצמצם את פערי המידע מול החברה.

#### פרופסור אמיר ברנע

מהדברים עולה כי עד לתיקון שררו בשוק פערי מידע שנבעו מהעובדה שחברות לא נהגו לתת מידע רלבנטי להסדר חוב כלומר תגובת הנושים לא הסתמכה על ידע מלא.

#### דורית סלינגר

זה לא מדויק. יש לציין כי לאו דווקא מדובר במידע שהיה צריך לפרסם ולא פורסם. לא פעם מדובר במידע פנימי שהחברה לא הייתה חייבת לפרסם.

#### כבוד השופטת ורדה אלשיך

מן הדברים עד כה עולה שאלה מרכזית: בכל הכבוד לחקיקה, התיקון אינו מבהיר מיהו הקליינט של המומחה - האם בית המשפט, הנושים או שמא בעלי אגרות החוב. לי התשובה אינה ברורה. על החוק להגדיר ברחל בתן הקטנה מיהו הקליינט שלו. דרישה זו מתעצמת לאור העובדה כי מקורו של החוק הוא ביזמות פרטיות של חברי כנסת. לעיתים אני לומדת מראש על חברות שעתידות להגיע לבית המשפט, שכן ההסדר כבר החל דרך דפי העיתון. מצב דברים מעין זה נותן הרגשה כי בית המשפט משמש מעין חותמת גומי לאישור הסדר החוב. הסדרי חוב הם לא תחומי המקצועי של בית המשפט, וקיימים מומחים גדולים יותר לנושא מחוץ לכתליו. יחד עם זאת, תחומי של בית המשפט לשמש כלב שמירה בתהליך. אם בית המשפט מעורב רק בשלבים מאוחרים ולאחר התגבשות ערימות של מסמכים, לא בטוח כי מטרת החוק הושגה.

עלמה השאלה מהו החומר המועבר למומחה. כפי שנאמר, לא את כל החומר חובה להעביר למומחה. לכל חברה יש מסמכים פנימיים, ויש לזכור כי אף חברה לא נולדה כדי להתפרק ובכדי להגיע להסדר חוב. גם בעבר ניתן היה לפנות לבית המשפט ולבקש צו למסירת חומר על ידי החברה. יש לזכור כי החברה היא היושבת על ברז המידע. מסירת מידע תמיד הייתה, אף שכיום ניתנו למומחה כלים מוצקים יותר לעשות כך. ברור שבכדי להגיע למידע ציבורי המומחה לא זקוק לעזרתו של בית המשפט שכן המידע גלוי וידוע. ביישום Chapter 11 בארה"ב החברה מגיעה לבית המשפט עוד לפני שקרסה, וזאת בכדי לבקש הגנה מפני אפשרות קריסה. מנגד, בישראל בדרך כלל ההסדר מגיע לבית המשפט רק כאשר קלו כל הקיצים. ואז שוב

נוספות המתמנות על ידי בית המשפט בתחומים אחרים, אולם לא בהסדרי חוב.

#### עו"ד ספי זינגר

כפי שאמר ד"ר האן, התיקון לחוק מייצר שחקן חדש בתהליך הסדרי חוב. עד התיקון, היה זה הליך וולונטארי שהתנהל מחוץ לכותלי בית המשפט בין צדדים שהינם שחקנים חופשיים. תיקון 18 קובע כי לא ניתן לנהל תהליך הסדר חוב ללא מעורבות ופיקוח של בית המשפט. בית המשפט אינו יכול לפקח באופן ישיר ויומיומי על התהליך, ולכן קובע החוק כי בית המשפט ימנה מומחה מטעמו שילווה את המשא ומתן. תכליתו של המומחה כפולה, להיות ידו הארוכה של בית המשפט בליווי ופיקוח על תהליך הסדר החוב ולסייע למחזיקי אגרות החוב. לגבי מועד מינוי המומחה - החוק קובע מהו מועד מינוי המומחה. על פי החוק, יש למנות את המומחה בתחילת המשא ומתן להסדר החוב. אציין כי לאור הרצון שהתהליך יפוקח לכל אורכו על ידי המומחה, נדרש למנות את המומחה בשלב מוקדם מאוד. יחד עם זאת יש ציין כי החוק מכיר בעובדה שלעיתים נדרש לשלבו הראשונים של המשא ומתן יהיו חשאיים ומאפשר דחיה של מינוי המומחה במקרים אלו. תפקידי המומחה מפורטים בחוק. יחד עם זאת חלק מתפקידי המומחה, ובעיקר בנושא הסיוע במשא ומתן החוק אינו מפורט ונשאר עמום במידה מסוימת. במהלך כתיבת התיקון לחוק שמענו קולות שונים לגבי המצב הקיים. יש שטענו כי המצב פרוץ וכוחות השוק אינם מתפקדים כראוי. מאידך, היו שטענו כי הסדרי החוב מתנהלים כשורה ואין צורך בשינוי החוק ויש לתת לשחקנים בשוק להמשיך להתנהל בחופשיות. הצעת החוק ביקשה ללכת בין הטיפות ביחס לשתי גישות אלה, כך שמחד יבוא שחקן חדש להסדרי החוב שיהיה בעל השפעה על הסדרי החוב ומאידך לא יפגע בשחקנים הקיימים. משום כך נקבע, למשל, כי המומחה לא ינהל את המשא ומתן אלא רק יפקח עליו.

אחד מתפקידי המומחה במסגרת הסיוע למחזיקים במשא ומתן שפורט בחוק הוא סיוע בהעברת מידע לבעלי אגרות החוב ויתר הנושים, זאת על מנת לצמצם את פער המידע המובנה בין החברה ובין נושיה.

#### פרופסור אמיר ברנע

האם בסמכות המומחה לפנות לחברה ולדרוש חומר?

#### עו"ד ספי זינגר

התשובה חיובית. תיקון 18 קובע כי יש לתת למומחה גישה



תפקיד המומחה בהסדרי חוב:  
היבטים מימוניים

#### עו"ד גיא גיסין

התשובה היא של שני הסוגים. על המומחה הכלכלי להתייחס לכל הגורמים בהליך ולהגיע לשיווי המשקל המבטא את האינטרסים הן של מחזיקי האגרות הקצרות והן של מחזיקי האגרות הארוכות.

#### עו"ד צורי לביא

ברצוני לציין מספר הערות כלליות. ראשית כפי שאמרתי השופט, לא הוגדר הקליינט של המוסד. לראייתי, במובנים רבים המומחה מיותר שכן בהווה המידע קיים וחשוף. כך למשל, איני מבין כיצד אמור המומחה לאזן בין האינטרסים של הסדרות השונות של אגרות החוב - האם יאמר להן כיצד להצביע בהסדר החוב? יש לזכור כי משנת 2007 נציגויות הסדרות השונות לוקחות לעצמן מומחים מטעמן. השחקן המרכזי בהסדר חוב הינו הנושה, ואין גורם על שיש בכוחו להורות לו מה לעשות וכיצד לנהוג. על רקע זה יש גם לזכור כי חלק מהשחקנים הם מנוסים מאוד ובעלי מומחיות בעצמם. עם כל הכבוד לעקרון השקיפות, לעיתים יש יתרון לעמימות מידה מסוימת של עמימות עשויה לייעל את ההליך ולקדם אותו. כאשר ישנה עמימות כל צד שוקל את צעדיו בהתייחס למידע שברשותו. הסדרים עלולים לקרוס ולו בשל גורם הזמן, והחדרת פונקציה נוספת הדורשת חומר וחוקרת עלולה להזיק בסופו של יום.

לאחרונה ניתנה החלטה על פיה יש לערב את בית המשפט בשלבים מוקדמים במיוחד של הסדר החוב. לטעמי, החלטה זו היא בעייתית. תהליך ההפנמה של חברה את מצבה העגום עשוי לקחת זמן, ואין בזה פגם. יש לזכור כי בשנים האחרונות חזינו בהסדרי חוב של חברות החזקה בעיקר - זוהי פריבילגיה. באופן יחסי חברות החזקה עמידות יותר בהליך הסדר החוב לאור העובדה שהחברות המוחזקות ממשיכות בפעילותן לאורך ההליך. מנגד, חברה פעילה רגישה יותר להליך הסדר

עולה השאלה מיהו הקליינט של החוק. על רקע זה יש לזכור כי לחברה נושים נוספים מלבד בעלי אגרות החוב. ספקים למשל הם שחקנים חוזרים בכל חברת מזון שקורסת. מצד אחד, מטריד אותי מצב עולם בו כל ההליך מתנהל מחוץ לבית המשפט, ובין המשפט משמש רק חותמת גומי לאישור ההסדר. מן הצד השני, מומחה אינו יכול להוות פתרון קסם ולתת מענה כולל בטיפול בהסדר החוב. כך לדוגמה, באחד התיקים בהם נתקלתי היה ויכוח באיזה רוב נדרש לאשר את הסדר החוב: מהו הרוב הדרוש, האם הוא כולל גורמים נגועים או לא וכיוצא בזה. שאלות אלו לא יפתרו על ידי המומחה המקצועי כי אם על ידי בית המשפט שנותר שחקן חשוב בהליך.

#### עו"ד גיא גיסין

לנאמן יש סמכות ובסיס בחוק. יחד עם זאת לאורך שנים הנאמן שימש "מפיק" אסיפות כלליות ולא מעבר לכך. נאמנים נוטים שלא להבין את האחריות הכבדה הרובצת עליהם. מבחינה זו התיקון לחוק חשוב מאוד, שכן הוא נותן שיניים למוסד שאמור להגן על בעלי אגרות החוב. כמו כן לראייתי, מחזיקי אגרות החוב הם הקליינטים העיקריים של החוק והם שעמדו לנגד עיניו של המחוקק. בעבר אם נאמן רצה לפנות לבית המשפט הוא קיבל מטר של מכתבים המטילים עליו את האחריות לקריסת החברה. במצבים כאמור אני חוזה גם כיום. לראייתי, תפקיד המומחה הוא להפוך את ההליך לסטנדרטי: מן הרגע שמתחיל משא ומתן להסדר חוב יש לפנות לבית המשפט ולמנות מומחה מקצועי בעל סמכויות.

#### כבוד השופטת ורדה אלשיך

לדעתי, יש סתירה פנימית בדבריך. אתה מנסה לעשות האדרה של המומחה, ומייחס לו מומחיות כללית לאגרות החוב. אולם לאילו אגרות חוב הוא מומחה, האם לקצרות או לארוכות?

בין הסדרות, וזאת במקום להתאחד ולפעול יחדיו מול החברה ולהשאיר את סוגית החלוקה בידי גורם אובייקטיבי. להערכתך, לא רחוק היום בו יידרש המומחה להתייחס גם לחלוקה הפנימית של תמורת ההסדר בתוך הסדרות, וחלוקה זו לא בהכרח תהיה שוויונית.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

איני מבין משהו. מדוע לא ניתן לפשט את ההליך ולפתור את ניגודי העניינים על ידי הגדרה מראש של הזכויות החוקיות שיש לכל סדרה במצב בו החברה חדלת פרעון. במלוא האחריות המקצועית, אציין כי אין בספרות מודל כלכלי הקובע מהי חלוקה הוגנת למשל בין סדרות קצרות וארוכות.

---

#### ד"ר דויד האן

---

עולה השאלה האם במסגרת ההסדר יש להתייחס לכל אגרות החוב כמקשה אחת או שיש להבחין בין הסדרות. גם בעיסוקי האקדמי עסקתי בשאלה זו. לדעתי, המבחן המשמעותי ביותר לעניין זה הוא האם החברה חדלת פירעון או לא. אם החברה חדלת פירעון אז השאלה על החלוקה בין הסדרות הקצרות והארוכות מתייתרת, שכן כל החובות עומדים לפירעון באותו הרגע ויש לחלק את התמורה באופן שווה. אין ספק כי במישור ניהול סיכונים נקודת המוצא של הסדרות היא שונה, אך כאמור כל זה לא רלוונטי כאשר החברה הפכה חדלת פירעון.

---

#### כבוד השופטת ורדה אלשיך

---

השאלה מתי היא חדלת פרעון. אם היום היא מסוגלת לפרוע את הסדרה ובעוד שנה לא?

---

#### רו"ח שלומי שוב

---

לפי מה שאני מבין מדבריו של הכנ"ר, גם אם אתה יודע עכשיו שבעוד שנתיים לא תוכל לעמוד בהתחייבויות אתה חדל פרעון.

---

#### ד"ר דויד האן

---

יש לציין כי הקביעה אם החברה חדלת פירעון היא קביעה כלכלית וחמקמקה ולא קביעה משפטית. כמובן שזה משולב עם סוגיות משפטיות אך זוהי קביעה כלכלית- האם יש לי יכולת לפרוע את ההתחייבויות שלי.

חוב והוא אף עלול לשתק אותה. באופן טבעי עשוי השיתוק העסקי להכשיל את הסדר החוב. אני מקווה כי בסופו של דבר יהפוך המומחה למעין יועץ-על של בעלי אגרות החוב. איני רואה טעם בתיקון החוק אם בסופו של דבר תוצאתו תהיה רק הוספת ערכאה נוספת.

---

#### רו"ח שלומי שוב

---

בהקשר זה, ברצוני להתייחס לזווית החשבונאית של הערות עסק ח. הנתונים בשטח מלמדים כי כל עוד זה תלוי בהן, חברות דוחות את הקץ בכל הקשור להצגת הערת עסק ח.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

עולה השאלה האם הערת עסק ח היא עילה לפנייה לבית המשפט?

---

#### עו"ד גיא גיסין

---

בישראל הערכת עסק ח ניתנת לא פעם רק לאחר ההסדר, ולכן ברמה הפרקטית לא בטוח כי היא רלבנטית.

---

#### אדוארד קלר

---

אני עוסק בהסדרי חוב ומשתתף בנציגויות שונות. ערב תיקון החוק, באופן אינטואיטיבי חשבתי תחילה שהמומחה צריך להיות חלק מצוות הנציגות, אולם שוכנעתי אחרת. אני רואה שני יתרונות למומחה על פני הנציגות. הראשון, הוא בכלל הקשור להשגת אינפורמציה. כפי שנאמר, לא פעם חברות מנסות ככל הניתן לדחות את העברת האינפורמציה, ומעורבות המומחה עשויה לסייע בעניין זה. יתרון נוסף נובע מהעבודה שלמומחה סמכות לחקור נושאים שהתרחשו גם לפני המשא ומתן על הסדר החוב וקריסת החברה.

לראיית ישנם ארבעה מצבי טבע כלכליים באינטראקציה בין המומחה ומחזיקי אגרות החוב:

1. הן המומחה והן הנציגויות מסכימים כי הסדר החוב ראוי.
2. הן המומחה והן הנציגויות מסכימים כי הסדר החוב לא ראוי.
3. הנציגויות חושבות שהסדר החוב ראוי והמומחה חושב שלא.
4. הנציגויות חושבות שהסדר החוב אינו ראוי והמומחה חושב שכן - זהו המצב המורכב ביותר.

מעבר לבחינת ההסדר הכלכלי, על המומחה לפעול לחלוקת תמורת ההסדר באופן שוויוני. ברור כי לכל בעלי סדרה בהסדר עמדה משלו. בהסדרים רבים מעל חצי מהזמן הוקדש למאבק

תפקיד המומחה בהסדרי חוב:  
היבטים מימוניים

משפטיים וחשבונאיים, אולם עבודת המומחה אינה למשפטן או לרואה חשבון גרידא. השוק הישראלי הוא קטן מאוד, ומי שהצליח להשיג מומחיות בהכרח יצר קשר כזה או אחר עם צד להסדר במהלך חייו המקצועיים. כפועל יוצא, הליך המינורי צריך להיות פשוט וקונקרטי יותר: יש להגדיר את הכישורים הדרושים מהמומחה, ועל בסיס זה לבנות קבוצה ראויה של מומחים.

#### אייל גבאי

בעיית הנציג בהסדרי חוב היא קשה. מצד אחד, החשיפה הכספית של המשקיעים המוסדיים אינה גבוהה באופן יחסי, אולם מצד שני הם מחויבים להשתתף בנציגות לאור תפקידם הציבורי. למעשה לא פעם המשקיעים המוסדיים מפסידים מהשתתפותם בהליך המשא ומתן. המומחה שינה את הדינאמיקה. בכוחו של המומחה להשתמש בסמכויותיו ולנתב את המשא ומתן כבר במהלכו. כפועל יוצא, חשוב כי המומחה יהיה מעורב כבר בתחילתו של התהליך. כמו כן, לראייתו הלקוח של המומחה הוא עולם המחזיקים – זוהי הייתה נקודת מבטו של המחוקק, ובמידה רבה של צדק.

#### כבוד השופטת ורדה אלשיך

אם כן, אז מיהו הגורם אשר יכפה את דעתו של המומחה, האם בית המשפט או המחזיקים?

#### אייל גבאי

בשל אופייה של הדינאמיקה, להערכתי ברוב המקרים תתקבל תוצאה המוסכמת על ידי הצדדים. לפיכך, רק במקרים קיצוניים בהם לא יפתרו חילוקי דעות תידרש הכרעתו של בית המשפט.

#### ר"ח שלומי שוב

גם את הסדרות הארוכות?

#### ד"ר דויד האן

כן. חשוב לציין כי על פי סעיף 251 שנכנס במסגרת תיקון 19, ניתן במקרים יוצאים מן הכלל לבצע countdown בדומה ל-11 chapter האמריקאי. צורי ציין כי הסדר חוב בחברות החזקה הוא פשוט יחסית ביחס להסדר חוב בחברות פעילות. אני מסכים עם טענה זו. יש לזכור כי באופן כללי בחברות החזקות ישנו אבטיפוס אחד של נושים, בעלי אגרות חוב ולכל היותר גם נושה בנקאי. מנגד, בחברות תפעוליות המצב נוטה להיות מורכב יותר לאור קיומם של ספקים ונושים נוספים. לראייתו, סוגיה חשובה שיש לבחון היא הפרספקטיבה של נושים, כמקשה אחת או לאו, אל מול בעל השליטה בחברה הקורסת. יש לזכור כי מבחינה כלכלית בהסדרי חוב בעלי האקוויטי רוכשים את זכויותיהם בחזרה מבעלי החוב, שכן לאור קשיי הפירעון של החברה הם כעת בעליה. לדעתי, הקליינט של המומחה הוא בית המשפט, ומפה עולה שאלה רגישה בנוגע להיקף שיקול הדעת של בית המשפט. כך למשל, האם יכול בית המשפט לפסול הסדר שאושר ברוב קולות על ידי הנושים?

#### כבוד השופטת ורדה אלשיך

זה עשוי להישמע קיצוני אולם לדעתי, נדרש לקבוע מאגר של מומחים במסגרת נספח לחוק.

#### דורית סלינגר

יש לזכור כי בהסדרי חוב עולות סוגיות מימוניות מורכבות. אין ספק כי במסגרת ההליך נדרשת מעורבותם של יועצים

---

## רו"ח שלומי שוב

---

עולה השאלה האם מידת המומחיות המצופה מהמומחה היא ריאלית. מדבריכם עולה כי הוא נדרש להיות בעל ידע משפטי, חשבונאי, מימוני וכיוצא בזה.

---

## אייל גבאי

---

יש לזכור על פי החוק יכול המומחה לפנות לבית המשפט בבקשה למנות יועצים, וכפועל יוצא הדרישות הן ריאליות. יחד עם זאת לא כדאי להעמיס עוד הוצאות על החברה, שכן אלו מוטלות בסופו של דבר גם על הנושים. כמו כן מידה רבה של מומחיות בתחומים השונים מצויה גם ברשות הצדדים השונים בהליך, ויש להשתמש גם בה.

---

## ואדים פורטנוי

---

תיקון 18 לחוק החברות הוא אחד הביטויים לתהליך האבולוציה של שוק ההון בישראל. בעת הנוכחית לא פעם הגורמים המנהלים את המשא ומתן מול החברה אינם בעלי האג"ח המקוריים שרכשו אותה לשם קבלת ריבית, כי אם משקיעים שרכשו את האיגרת ממניעים אחרים. יש לזכור כי מניעיו של משקיע שרכש אג"ח ששיעור התשואה לפדיון שלה הוא 6% שונים ממניעיו של משקיע שרכש אג"ח ששיעור התשואה לפדיון שלה הוא 51%. באופן גס, האחרון ככל הנראה רכש את האג"ח בכדי להשתלט על החברה.

---

## פרופסור אמיר ברנע

---

יש משקיעים מוסדיים גדולים שקבעו לעצמם נורמות משלהם בכל הקשור להתנהלות בהסדרי חוב. לא ברור לי הממשק בין המוסדיים והמומחה.

---

## אייל גבאי

---

שאלת המדיניות הינה דרמטית בהסדרי חוב, ולכן חוות הדעת לא יכולה להיות מתמטית גרידא. במקרים בהם כפות המאזניים מאוזנות, הפעלת שיקול המדיניות עשויה להיות לגיטימית. כאשר המומחה נותן חוות דעת על הסדר מסוים, הוא מוכרח להתייחס גם לשאלת שיקול המדיניות.

---

## עו"ד ספי זינגר

---

לתיקון 18 שני עקרונות ראשיים. העיקרון הראשון עליו

דובר בהרחבה הוא הוספת שחקן חדש לתהליך הסדר החוב, המומחה.

עיקרון שני ואולי לא פחות מרכזי הוא הגדרת רכיבי החובה שצריכים להיות כלולים בכל הסדר חוב. החוק קובע רשימה של פרמטרים אליהם צריכה להתייחס חוות דעת המומחה. הרכיבים הללו מתווים את המסגרת הכלכלית המשפטית שהחוק רואה לנגד עיניו בהסדר חוב. כך לדוגמה בדרישה הקבועה בחוק לכימות תרומת הבעלים במקרה של השארת השליטה. דרישה זו מבטאת את עמדת המחוקק כי נקודת המוצא של הסדר חוב הינה שהערך השיורי של החברה צריך להיות מועבר למחזיקי אגרות החוב וכי הגעה להסדר בו נשארת השליטה בידי בעלי השליטה הקיימים של החברה הינה למעשה קניית החברה על ידו מידי המחזיקים המחייבת מתן תמורה ראויה.

יחד עם זאת חשוב להדגיש שתפקידו של המומחה הוא לחוות את דעתו על כדאיות ההסדר למחזיקים אולם הוא אינו מחליף את הצדדים למשא ומתן. כפועל יוצא, תשובת המומחה אינה צריכה להיות בהכרח בינארית - בעד ההסדר או נגדו ויכולים להיות בה גם גוונים של אפור בהתאם לנסיבות העניין.

---

## עו"ד גיא גיסין

---

אני מבקש לתקן את דבריי. הבעיה היא איזון כוחות. היות שאין זה כדאי עבור משקיעים מוסדיים לנהל את הסדרי החוב והצפת בעיית הנציג, בית המשפט נרתם לסייע. הדבר יצר בעיה אקוטית: בסופו של דבר הפך בית המשפט לחותמת גומי שכן אין לו את הכלים הפרקטיים להוות צד במשא ומתן. לדעתי, תפקיד המומחה הוא לשלב בין הדברים: מחד, עליו לשמור על האינטרסים של מחזיקי אגרות החוב, ומאידך עליו להפעיל שיקולים רחביים ובין היתר לקחת בחשבון גם את נושיה האחרים של החברה.

---

## פרופסור אמיר ברנע

---

לא ברור לי כיצד על המומחה לקחת בחשבון גם את האינטרסים של הנושים האחרים. הרי ידוע כי האינטרס של ספקי החברה הוא לא פעם על חשבון האינטרס של בעלי אגרות החוב. כפי שצינתי, אין בנמצא מודל תיאורטי לחלוקה צודקת בהסדר חוב.

בעיה ידועה בספרות היא ניגוד העניינים בין נושים מובטחים ונושים לא מובטחים. במצב בו נכסי החברה מספיקים לפצות רק את החוב המובטח יעדיפו הנושים המובטחים את חלופת המשך הקיום כעסק חי ולא פירוק. כמו כן מבחינה כלכלית פירוק הוא האלטרנטיבה לעסק החי רק בהיעדר כשלי שוק. למעשה כל הדיון נוגע לכשלי השוק: עדיף להמשיך כעסק חי

תפקיד המומחה בהסדרי חוב:  
היבטים מימוניים

על פני פירוק כאשר עקב כשלי שוק קיים קושי לממש את נכסי החברה ולסלק את התחייבויותיה בשווי הוגן. אם קיים כשל שוק כאמור, תוצאת הפירוק היא נחותה מהחלופה להמשיך ולהתקיים כעסק חי. לאור אלה, תפקיד המומחה הוא לשקול בין חלופת העסק החי ובין חלופת הפירוק תוך הצבעה על כשלי השוק הרלבנטיים שזיהה.

---

#### יוסף פישלר

---

אני מסכים עם טענתך. כפועל יוצא, המומחה צריך להיות אינטרדיסציפלינרי ואיש עסקים על מנת שיוכל להסיק האם כדאי להמשיך ולתפעל את החברה. העברת הסוגיה למשפטנים ורואי החשבון תפגע באפקטיביות התהליך.

---

#### כבוד השופטת ורדה אלשיך

---

לדעתי, עבודת המומחה צריכה להיות מצומצמת בהיקפה. על המומחה לבחון את סבירות תהליך המשא ומתן אך לא לשמש חוקר המסרב את ההליך.

---

#### דרור גילאון

---

פרמטר נוסף שיש לבחון הוא היחס בין שכר המומחה לגודל ההסדר הנדון. זאת בשל העובדה שעלות המומחה ממומנת מקופת החברה אשר ממילא מדוללת ולכן הנושים משלמים על כך בפועל. מה עוד שבמרבית המקרים המומחה לא צפוי לשנות את תוצאות ההסכם אליו נציגות האג"ח והחברה. בסופו של דבר לראייתי, על המומחה לשמש כמבוגר האחראי המפקח על התהליך. כפועל יוצא, עבודת המומחה צריכה להיות מצומצמת יחסית, ודי בנוכחותם בכדי ליצור דינאמיקה של טובת הנושים.

## פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

# FVF

**הפרשה של חובות פגומים  
במערכת הבנקאית: האם  
הטיפול החשבונאי הקיים  
מפספס את המציאות  
העסקית וההתפתחויות  
בשווקים?**

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: 8, אפריל 2013.

**נושא המפגש:** "הפרשה 1 - Recovery של חובות פגומים במערכת הבנקאית: האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את המציאות העסקית וההתפתחויות בשווקים?"

**חומר רקע למפגש:** חומר רקע למפגש אפריל

**אורחים שהוזמנו:** ארז סופר (BDO, זיו האפט), קובי שמש (בנק הפועלים), מלכיאל שחר (בנק לאומי), מנחם שוורץ (בנק לאומי), ראובן אדלר (PWC, קסלמן את קלסמן), יעקב גמליאל (KPMG, סומך חייקין), רונן ישראל (המרכז הבינתחומי הרצליה).

**נוכחים:** שלומי שוב, אמיר ברנע, רקפת שני, קרן בנגלס שנער, דרור גילאון, גל עמית, דב ספיר, פיני שמואלי, לילי איילון, יזהר קנה, אסתר סטנובסקי, גיא טביביאן, עדי סקופ, רון מלכא, מאיר סלייטר, דורית סלינג'ר, יוסף פישלר, דגנית דניאל, אורן פרנקל, אהד עובד, צור פניגשטיין, אפרים דרור, יואב כפיר, דורון גרינברג.

**צוות מקצועי:** קרן בריג, עידו ספקטור, ליאור שחף ועידו קרקובסקי.

הפרשה של חובות פגומים במערכת הבנקאית:  
האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את  
המציאות העסקית וההתפתחויות בשווקים?

#### רו"ח קובי שמש

יש לזכור כי הסדר חוב נותן תוקף למה שהבנק, ברוב המקרים, הפריש קודם להסדר. כפועל יוצא, צפוי שיהיה רווח בצד של הלווה.

#### פרופסור אמיר ברנע

אבל אז נוצרת אסימטריה.

#### רו"ח שלומי שוב

צריך לזכור שאסימטריה בחשבונאות קיימת לאור עקרון הזהירות או השמרנות, אך בדרך כלל העיקרון מיושם בקשר להכרה בהפסדים ולא להכרה ברווחים. במקרה שתוארתי האסימטריה היא בכיוון ההפוך: הצד האחד מכיר ברווח, בעוד הצד השני מכיר בהפסד בסכום שונה.

#### רו"ח קובי שמש

לדעתי, סוגיית ההיוון היא פחות קריטית שכן הגורם בעל ההשפעה הקרדינאלית על השווי הוא ערך התזרימים הנומינאליים (המונה) ולא שיעור ההיוון (המכנה), בעצם הסיכון מקבל ביטוי בתזרים ולכן אין היגיון להוון בריבית גבוהה יותר.

#### פרופסור אמיר ברנע

איני מסכים עם דבריך - לעיתים שיעור ההיוון הוא קריטי. כך למשל, במסגרת הסדר החוב של אפריקה ישראל בשנת 2009 לא חל שינוי בערכו הנומינאלי של החוב, אך מחיר השוק של אגרות החוב לאחר ההסדר שיקף תשואה גבוהה כלומר שווי השוק של ני"ע שהונפקו בהסדר ביטא הפסד שווי למרות שנומינלית החוב הקודם כוסה במלואו.

#### רו"ח שלומי שוב

הדיון יעסוק בחובות פגומים במערכת הבנקאות ובאופן הטיפול בהם. כמו כן, נבחן את הקשר בין טיפול זה ובין מציאות העסקית בשווקים, ועד כמה הוא משקף נאמנה את המציאות הכלכלית.

כידוע, בשנתיים האחרונות מיישמים הבנקים הוראה חדשה שמאמצת את התפיסות האמריקאיות בנושא זה. המודל הזה הוא מיושן יחסית בחשבונאות. בחודש שעבר פרסם ה-IASB הצעה לתקן בדבר הטיפול בהפסדי אשראי עתידיים (expected credit losses). במסגרת ההצעה יהפוך המודל למודל צופה פני עתיד ולא מבוסס עבר, כפי שקיים היום. לפי המודל הנוכחי, חישוב הפרשה הפרטנית מתבסס על זיהוי אירוע הפסד. בהתקיים אירוע כאמור, ובהנחה שהחוב אינו מבוסס על בטוחה, חישוב הפרשה לחובות מסופקים יתבצע בהתייחס לשיעור הריבית האפקטיבית המקורית של ההלוואה.

לדעתי, ההיוון לפי שיעור הריבית האפקטיבית המקורית חוטא למהות הכלכלית - ההיגיון אומר שאם אירוע ההפסד קרה בהווה אז המדידה צריכה להיות לפי הריבית הנוכחית. על מנת לחדד את הבעיה עוד יותר, יתכן הסדר חוב במערכת הבנקאית במסגרתו חברה החייבת תטפל בהסדר כשינוי משמעותי בתנאים, ולכן תגרע את החוב הקודם ותכיר בחוב חדש לפי שווי הוגן, תוך הכרה ברווח בגובה ההפרש בין השניים. לעומת זאת, הבנק ימשיך להוון לפי הריבית האפקטיבית המקורית.

בנוסף להפרשות הספיציפיות לחובות מסופקים נדרש הבנק לבצע הפרשות קבוצתיות. ההפרשה הקבוצתית עשויה להיות קריטית, וכל שינוי שברירי באחוז ההפרשה הוא בעל השלכות משמעותיות. על פניו, ההפרשה הקבוצתית אמורה הייתה לווסת את ההשפעות בהן אנו דנים. כפי שאנחנו בטח נשמע בדיון היום, גם לעניין זה אין בהכרח השוואתיות מלאה בין הבנקים.

אציין כי כאשר מדובר באגרות חוב שסווגו כזמינות למכירה, כאשר מתרחש אירוע אשראי יש למחוק את כל ההפרש לרווח והפסד ולהעמיד את אגרות החוב על שוויין ההוגן. המשמעות היא שבמקרה כזה המדידה של ההפסד שמוכר בדוח רווח והפסד מתבססת בהכרח על שיעור הריבית הנוכחי וזו באמת א-סימטריה.

כמו כן, ברצוני להעלות את סוגית ה-Recovery. על פי התקינה האמריקאית, אם הייתה מחיקה חשבונאית, הרישום לא נעשה על בסיס כלכלי, היינו שינוי בתחזיות, אלא רק על בסיס הגבייה בפועל. באופן טבעי, גישה זו עלולה לגרום לדחייה ברישום ה-Recovery של החובות.

לדעתי, המודל הקיים גורם לחוסר התאמה ולצרימה בין ההפרשה לבין המציאות הכלכלית. ההחלטה על קיומו של אירוע אשראי היא סובייקטיבית, כך שההכרה בהפרשה היא לגמרי בשליטת הבנק. במודלים העתידיים אנו נתחשב בתחזיות. למעשה, במודל הישן נדרש היה לקבל החלטה דיכוטומית ובמודל החדש ייערך אומדן תוחלתי בדומה לשווי הוגן. למרות שנהוג לחשוב אחרת, טעות באומדן שווי הוגן לנצח תטה להיות קטנה מהטעות שעלולה לנבוע מהחלטה דיכוטומית.

---

**פרופסור אמיר ברנע**

---

למעשה הגישה העתידיה מקבילה את הטיפול בתיק האשראי לטיפול החשבונאי בתיק אג"ח זמין למכירה כלומר MTM בכל הנוגע לסיכונים אשראי. יש לשים לב כי תוצאת הגישה הנ"ל היא פרו -מחזורית, וזו בעיה. כאשר מתחילה תקופת מיתון כלכלי נדרש הבנק להכיר בהפסדים בגין חובותיו, והוא יכול להלוות פחות כספים לציבור. מבחינה כלכלית, בתקופת מיתון אנחנו דווקא רוצים שהבנקים ילוו כספים כאמצעי אנטי-מחזורי. התוצאה היא יצירת מערכת לא יציבה מבחינה מאקרו כלכלית.

---

**פרופסור רונן ישראל**

---

אתה יכול לפתור את זה על ידי התערבות של המפקח בשיעורי הלימות ההון.

---

**פרופסור אמיר ברנע**

---

היכולת לשנות את שיעורי הלימות ההון בתדירות גבוהה היא מוגבלת.

ברצוני להעלות נקודה נוספת: כפי שנאמר, כאשר יש פגיעה ביכולת החזר של חברה לווה, החברה הלווה עשויה לרשום רווח

ואילו הבנק מצידו יכיר בהפרשה. מן הצד השני, אם מצבה של החברה הלווה משתפר הבנק לא משנה את שער ההיוון כלומר אינו משקף את השיפור במצב הלווה. מכאן, שיתכן כי ברמה הרוחבית המודל משקף נכון את מצב התיק האשראי. יש לזכור כי ככל הנראה בתיק האשראי חלק מהחברות במצב טוב יותר וחלק במצב טוב פחות מאשר במועד מתן האשראי כך שבסופו של דבר התוצאה המתקבלת היא מאוזנת.

---

**מאיר סלייטר**

---

הבעיה המרכזית בנייתוח ההפרשה לחובות מסופקים במערכת הבנקאית היא היעדר עקביות. ניתן לראות כי גם בהיעדר אירועים ספיציפיים ההפרשות עולות ויורדות והן משתנות בין הבנקים. כך לדוגמא, ברבעון האחרון בבנק גדול אחד שיעור ההפרשה היה 0.5% ובבנק גדול אחר שיעור ההפרשה היה 0.02%, והכל באותו שוק בדיוק. היעדר העקביות מקשה על הניתוח.

---

**פרופסור אמיר ברנע**

---

במסגרת עבודתך כאנליסט, האם ניתן ליצור תחזית הפרשות בהתבסס על ניתוח מבנה האשראי ופרופורצית האשראי הבעייתית?

---

**מאיר סלייטר**

---

התשובה חיובית. בבניית תחזית הפרשות יש להסתמך על מספר פרמטרים, ובין היתר על סכום ההפרשה הנוכחית בפועל, מבנה תיק האשראי, פרופורצית החובות הבעייתיים, מגמות בתיק האשראי ועוד.

---

**פרופסור אמיר ברנע**

---

האם לשיטתך מוטב שבנק ישראל יכתוב את המיונים או שמא עדיף שכל בנק יפעל כראות עיניו?

---

**מאיר סלייטר**

---

לדעתי דרוש קנה מידה אובייקטיבי אשר יאפשר השוואתיות בין הבנקים. כפועל יוצא, ראוי שבעניין זה יהיה לבנקים כמה שפחות שיקול דעת.

---

**רו"ח מנחם שוורץ**

---

איני מסכים עם דבריך, ואין לכך אח ורע בעולם. גם בחו"ל לא ניתן להשוות בין הפרשות הבנקים. כך למשל, לקוח מסוים עשוי להיות



הפרשה של חובות פגומים במערכת הבנקאית:  
האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את  
המציאות העסקית וההתפתחויות בשווקים?

#### עדי סקוב

על מנת לשים את הדברים בקונטקסט, אציין כי ההפרשה לחובות מסופקים היא הסעיף העיקרי בדוחות הכספיים של בנק. כל השיטות בהן אנו דנים למדידת ההפרשה מתבססות על שיקול דעתה של ההנהלה. המצב היה טוב יותר לו בנקים היו מפרסמים את סכום ההפרשה הקבוצתית בגין כל ענף במשק. באופן זה ניתן היה לבחון את סבירות ההפרשות בכל בנק ובנק.

#### פרופסור אמיר ברנע

אני מזהה עיוות מסוים שלא ניתן לו מענה בדיון עד כה. נניח כי בנק מחזיק באגרות חוב שהונפקו על ידי לקוח מסוים, והן סווגו כזמינות למכירה. בנוסף, לאותו הלקוח נתן הבנק אשראי. כן נניח כי אגרות החוב והאשראי הם אקוויוולנטים מבחינת בטחונות. במקרה זה נוצרת אסימטריה: בהיעדר ירידת ערך שמוגדרת כפרמננטית בעוד שערוך אגרות החוב ייזקף ישירות להון הבנק, הפרשות בגין הלקוח יזקפו לרווח והפסד.

#### רו"ח מנחם שוורץ

אולם יש לזכור שבמידה ומדובר בירידת ערך פרמננטית גם שערוך אגרות החוב ייזקף לרווח והפסד.

#### רו"ח ראובן אדלר

ירידת ערך מורכבת משני חלקים - אפקט השוק ואפקט האשראי. במידה וניתן לבודד את אפקט האשראי אז הגיוני להעבירו דרך רווח והפסד. מנגד השפעות אפקט השוק יספגו בקרן ההון.

#### פרופסור אמיר ברנע

אבל ראינו כבר את הבעיות שזה עושה למשל במקרה של הטיפול

בעייתי בבנק אחד וטוב בבנק אחר ולו בשל קיומן של ביטחונות. בארץ אנחנו נוהגים לחקות גישות מהעולם מבלי לבחון לעומק אם הן מתאימות לסיטואציה העסקית המקומית.

#### רו"ח ארז סופר

בדיונים שהיו לגבי ההוראות החדשות אכן הועתקו ההוראות מארה"ב עם שינויים כאלה ואחרים. בעניין אשראי לדיון, טענו שבדומה לאשראי רגיל יש ליישם לגבי הן הפרשה קבוצתית והן הפרשה פרטנית. בנק ישראל החליט לסטות מההוראות, וקבע שהמודל יתבסס על עומק פיגור. לאחר תקופה מסוימת המפקח נאלץ להתערב ולשנות את החלטה זו כי היא לא שיקפה נאמנה את המצב, למרות שבהתחלה הכל חשבו שזה המודל הכי שמרני.

#### רו"ח יעקב גמליאל

ברצוני להתייחס לדבריו של מאיר. יש להבין שהעולם השתנה ולא ניתן עוד לנתח יתרה מאזנית של הפרשה. הנתון היחיד שניתן לנתחו הוא הוצאות הנובעות מהפסדי אשראי, זאת מהסיבה הפשוטה שההפרשה להפסדי אשראי כוללת מחיקה חשבונאית. מחיקה חשבונאית עשויה להיכתב אפילו שנתיים מהיום בו החוב נפגם. לאור זאת, יתכן כי הפרשה מסוימת תיגרע ממאזן הבנק בשנה מסוימת ללא כל שינוי במצב הלווה. לאור האמור, הגורם היחיד שאפשר להתייחס אליו הוא הוצאות מהפסדי אשראי, וגם זה בהסתייגות. בנוסף, יש להפריד בין ההתייחסות להפרשה הפרטנית וההפרשה הקבוצתית. בהפרשה הפרטנית לעולם לא תהיה אחידות משום שלקוח מסוים או קבוצת לוויים מסוימת עובדת עם בנק אחד או עם קבוצת בנקים ולכל אחד מהם יש תנאים שונים. כפועל יוצא, עיתוי ההכרה בהפסד האשראי יהיה שונה. מנגד, ההפרשה הקבוצתית צריכה לשקף את המציאות הכלכלית וסביר שתהיה אחידה בין הבנקים. במילים אחרות, בענף מסוים לא סביר ששני בנקים יכירו בהפרשה בשיעור שונה באופן מהותי.

אינו מספיק לכיסוי החוב, בודקים גם ביטחונות. בעת הערכת ההפרשה הקבוצתית לוקחים בחשבון גם את העתיד. כל ענף במשק נבחן באופן אובייקטיבי על ידי הכלכלן הראשי של הבנק. בהתאם להערכות הכלכלן הראשי, מכירים בהפרשה בגין כל ענף וענף.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

אם כך, לא ברורה לי השונות הגדולה בהפרשות הקבוצתיות בין הבנקים. על אף שמדובר באותם ענפים, הכלכלנים בכל בנק מגיעים למסקנות שונות. מה גם שהמיונים לענפים הם מיושנים וצריך לשנות אותם.

---

#### רו"ח שלומי שוב

---

מה הקריטריון שמנחה אתכם בבחירת ההפרשה בתוך הטווח שקבע בנק ישראל וכיצד אתה מסביר את השונות בין הבנקים?

---

#### רו"ח מנחם שוורץ

---

הדבר תלוי בקביעות הענפיות של הכלכלן הראשי. באופן טבעי, בענפים בעייתיים ההפרשה תטה לכיוון המקסימום ובענפים טובים ההפרשה תטה לכיוון המינימום.

יש לשים לב שאם בוחנים את שיעור ההפרשה הכולל ללא חלוקה לענפים בבנק לאומי לעומת בנק פועלים, ההפרש אינו גדול.

---

#### פרופסור רונן ישראל

---

לדעתי, הטווח נקבע בכדי למנוע מצבים קיצוניים, והוא משמש כאמצעי בקרה למניעת הכרה בהפרשות גדולות או קטנות מידי.

---

#### רו"ח ראובן אדלר

---

ברצוני להתייחס לעניין מסוים שעוד לא דנו בו, ואשר אנליסטים ומעריכי שווי נוטים להתעלם ממנו. בדוחות הכספיים של הבנקים יש ביאור שווי הוגן המתרגם את הדוחות הכספיים למונחי שווי הוגן. הביאור חושף דברים מעניינים רבים, כמו למשל שההון החשבונאי בבנקים גבוה מהשווי ההוגן שלו. הבעיה היא שבביאור לא נערכת הפרדה בין ההשפעה של סיכון השוק לבין זו של סיכון האשראי.

---

#### רו"ח שלומי שוב

---

אנליסטים, האם אתם בוחנים ביאור זה במסגרת עבודתכם?

בהחזקות פרטנר ע"י לאומי פרטנר. רבעון אחר רבעון העבירו את ההפרשים דרך ההון ופתאום ברבעון השלישי של שנת 2011 הפחיתו את כל הסכום בבת אחת דרך רווח והפסד-זה אבסורד. אין זה הגיוני שהתאמת שווי של חוב בנקאי תהיה דרך רווח והפסד ואילו התאמת שווי של נייר ערך תהיה דרך ההון. האם הבנק מבין מה פרמננטי ומה לא יותר טוב מהשוק?

---

#### רו"ח מנחם שוורץ

---

בארה"ב בגין כל ירידת ערך של אגרת חוב יש לבחון מהו הסכום שנבע מסיכון שוק ומהו הסכום שנבע מסיכון אשראי. בעוד תוצאות סיכון אשראי נזקפות לרווח והפסד, תוצאות סיכון שוק נזקפות לקרן הון. אציין כי יש הרבה דברים שהבנק יודע טוב יותר מהשוק.

---

#### רו"ח דב ספיר

---

הבעיה שפרופסור ברנע העלה מובילה אותנו לבעיה עמוקה יותר בחשבונאות והיא ה-OCI. לדעתי, ה-OCI נוצר כפתח מילוט לבריחה מבעיות חשבונאיות: אם לא יודעים איך לטפל בעניין מסוים, רושמים אותו בקרן הון. ההבחנה בין רווח והפסד לבין OCI היא מלאכותית והיא זו שגורמת לבעיות מסוג זה.

---

#### רו"ח ארז סופר

---

האמריקאים נוהגים לקבע כל סוגיה בכלל. בנק ישראל מצידו חשב שמה שמועיל לאמריקאים יועיל גם בישראל, במיוחד בנושא חשוב כמו ענף הבנקאות. כפועל יוצא, בנק ישראל אימץ כלל זה וערך בו שינויים. המקבילה האמריקאית להפרשה הקבוצתית היא ה- general reserve. בנק ישראל אימץ את עקרונות המדידה של ה- general reserve וכן קבע מרווח של מינימום ומקסימום לפי ממוצע היסטורי. על ההפרשה לא לחרוג מטווח זה. לדעתי, עצם קיומו של טווח פוגעת ביכולת של המודל להניב תוצאות המשקפות את מצב השוק.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

התחושה היא שההפרשה היא שרירותית. לעיתים נראה שמדידת ההפרשה כפופה לשיקולים פנימיים לא רלוונטיים כגון רצון לנקות שולחן בעת החלפת הנהלה, תחרות על שיעורי רווח בתוך המערכת הבנקאית, בונוסים וכדומה.

---

#### רו"ח מנחם שוורץ

---

בהפרשה פרטנית בוחנים את תזרים הלקוח ובמידה והתזרים

הפרשה של חובות פגומים במערכת הבנקאית:  
האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את  
המציאות העסקית וההתפתחויות בשווקים?

בבנק לאומי על נערכת בדיקה על בסיס רבעוני של כל הלווים הגדולים. הבדיקה היא בשיתוף הגורם העסקי ומחלקת ניהול סיכונים האשראי בבנק, שלה אין כל קשר ללקוח. בדיונים הללו קובעים בין היתר את איכות האשראי ללקוח והאם נדרש שינוי בסיווג. במידה ונדרש לסווג את החוב כפגום, נעשית בדיקה פרטנית בנוגע לחישוב ההפרשה הנדרשת. בדיקה זו נערכת במספר סבבים ובכמה רמות, כך שיש בקרה עמוקה מאוד אחר הלווים.

#### פרופסור אמיר ברנע

כיצד אתה מסביר קיומן של מחיקות ענק בבת אחת בגין לווים מסויימים, כמו למשל במקרה של IDB. הרי הרעה במצבו של לווה מתרחשת לאורך זמן, ולכן הייתי מצפה שלא תהיה הפרשה גדולה ופאתומית, אלא הפחתות תדירות וקטנות יותר.

#### מלכיאל שחר

עליך לזכור כי ישנם מקרים, כדוגמת IDB, בהם קצב ההתדרדרות הוא מאוד מהיר.

#### רו"ח מנחם שוורץ

בכדי לחזק את דבריו של מלכיאל אתאר לכם מקרה מסוים. החטיבה העסקית של הבנק החליטה שיש להכיר בהפרשה בגין לקוח מסוים. היה ויכוח עם רואה החשבון של הבנק אשר טען שלפי התקנים החשבונאיים, אי אפשר להכיר במלוא סכום ההפרשה. למרות דעתם של רואי החשבון, הבנק הכיר בהפרשה בסופו של דבר.

#### פרופסור אמיר ברנע

האם ההפרשה מתפרסת על פני תקופה ארוכה לגבי כל לקוח, האם יש כלל דיכטומי כדוגמת כלל 20 הימים או שיש בדיקה

#### רו"ח מנחם שוורץ

לא, כי הם לא מאמינים לו.

#### רו"ח ראובן אדלר

זהו ביאור מאוד חשוב. הביאור הזה מלא הפתעות. כך למשל, יש בנקים המתאפיינים בשחיקה של 10% בהון העצמי ואילו יש כאלה שרוב ההון שלהם נשחק.

כמו כן, ברצוני להתייחס לעניין ההפרשה. אמת, ישנן נוסחאות רבות המשמשות בתחשיב. אולם כשאנו מגיעים לטפל בחובות הגדולים והמשמעותיים, ההתייחסות לנוסחאות אלה פוחתת. בנוגע לחובות אלה, אומדן ההפרשה הוא הרבה יותר ממוקד. אציין כי נאותות ההפרשה נבחנת על ידי מספר גורמים בבנק, ואף נבחנת על ידי הועדה הרלבנטית בדירקטוריון שאף היא מבצעת התאמות. בנוסף, יש לזכור את קיומו של רגולטור הצופה בענף הבנקאות ממעוף הציפור. כך למשל, אם ההפרשה שהוכרה על ידי בנק מסוים נראית לרגולטור חריגה ביחס לבנקים אחרים, הוא דואג לפתור זאת.

#### פרופסור אמיר ברנע

ברור כי לך יש אמון בהפרשות, אבל אם לשוק היה אמון בנאותות ההפרשות בבנקים לא היה שווי השוק של מניות הבנקים ב-discount כה עמוק יחסית להון העצמי.

#### רו"ח שלומי שוב.

המטרה המוצהרת בדיווחים העתידיים היא לקרב את ההפרשה לתקופה. כאשר מדידה היא על בסיס תוחלת/ שווי הוגן, נדרש לעדכן באופן שוטף את הציפיות.

#### מלכיאל שחר

**רו"ח מנחם שוורץ**

אנו עוקבים אחר מצב הלקוח באופן רציף. באופן עקרוני, גם אם לקוח משלם באופן שוטף את התשלומים, אם אנו חוזים פגיעה ביכולת ההחזר שלו סביר שנכיר בהפרשה.

פרופסור רונן ישראל

אני זוכר שבתור דירקטור היינו מקבלים פעם ברבעון את רשימת החובות הבעייתיים. בהרבה מקרים הופיע הסבר על עומק הבעיה, ואכן ראינו התפתחות בהפרשה בין הרבעונים.

**פרופסור אמיר ברנע**

ברצוני להבין נקודה מסוימת. האם במסגרת הבחינה בודק הבנק את הלקוח כאילו היה נדרש לתת לו אשראי במועד הבדיקה? במילים אחרות, אם הבנק מסיק שלו היה הלקוח נוטל אשראי כיום הוא היה נדרש לתנאים מחמירים יותר, אז זו אינדיקציה שנדרשת הפרשה בגין הלקוח?

**רו"ח שלומי שוב**

התשובה שלילית. המכניזם שאתה מתאר מכוון למודל החשבונאי העתידי המבוסס על שווי הוגן.

**מלכיאל שחר**

במסגרת הבדיקה אנו בוחנים במבט צופה פני עתיד את כושר ההחזר והביטחונות של הלווה.

**רו"ח יעקב גמליאל**

מכוח הוראות בנק ישראל חובה לבדוק אחת לרבעון את כל החובות הבעייתיים. לראייתי, הבנקים פועלים כנדרש בכל הקשור להצפת חובות עם סממני בעייתיות.

ההחלטות שנגזרות מהבדיקה הנ"ל הן שתיים: הראשונה, יש לבחון האם צפוי הפסד אשראי. במידה והתשובה חיובית, יש ליישם הערכה ליכולת הפירעון של החייב הכוללת כמות ביטחונות הלקוח, הערכת תזרימי המזומנים החזויים ובחינת מקורות פירעון נוספים לצורך כימות יכולת ההחזר של החייב. ההחלטה השנייה קשורה לסייג. במצב בו חוב זוהה כתקין הוא מקבל את אחזי ההפרשה הקבוצתית הנורמאליים, אך באם הבחינה מעלה כי יש סממני בעייתיות המצריכות סייג

החוב נדרשת הפרשה קבוצתית גבוהה יותר. במקרה זה הגדלת שיעור ההפרשה הקבוצתית משמש ככרית נוספת לשיקוף מצבו הספציפי של הלקוח.

**פרופסור אמיר ברנע**

יש לדעתי סתירה לוגית בדבריך. לטענתך, בודקים האם צפוי שהלקוח לא יחזיר את חובו. לראייתי, בעצם מתן הלוואה יש סיכון, כך שמלכתחילה יש צפי כלשהו לכך שהלווה לא יחזיר את הלוואה.

**רו"ח גיא טביבאן**

ההבדל בין המודל החשבונאי העתידי לבין המודל הקיים הוא בזרקור על סוג הפסדי האשראי: הפסדי אשראי שהיו והפסדי אשראי עתידיים. היום אכן אין הבדל משמעותי בין גישות ה-IFRS וה-USGAAP. בהווה מזהים הפסדי אשראי שכבר התרחשו.

**רו"ח קובי שמש**

דבריך רלבנטיים להפרשות הפרטניות. בהפרשה הקבוצתית הגישה היא שונה היות וגם לגבי חובות תקינים מבצעים הפרשה תוך בחינת שיעור הפסדי אשראי בעבר והתחשבות במגמות והשפעות מאקרו.

**רו"ח גיא טביבאן**

אמת. ההתייחסות להפרשה הקבוצתית מזכירה את ה-Incurred- (But Not Reported) IBNR בענף הביטוח. כמו כן, הסובייקטיביות עליה אתם מלינים היא אינהרנטית. העובדה כי חלה הרעה מסוימת במצבו של לקוח לא בהכרח אומרת כי צפוי הפסד אשראי. כך למשל, נניח כי חלה הרעה במצבו של לווה. ידוע כי לו נטל הלווה את הלוואה היום, היה נדרש לשלם ריבית גבוהה יותר. מצב דברים מעין זה לא בהכרח מאותת על הפסד אשראי צפוי. בהחלט יתכן כי הלווה יעמוד בהחזר התשלומים למרות ההרעה במצבו.

**פרופסור רונן ישראל**

זה לא מדויק. לו היה מדובר באגרת חוב, אז עקב ההרעה במצב הלווה שווייה היה יורד. בדוגמא שצינת ברור שחלה עלייה בסיכון שהלווה ישלם לך פחות כסף.

**רו"ח גיא טביבאן**

ברצוני להתייחס לסוגיה נוספת. בעת אומדן ההפרשה נדרש

הפרשה של חובות פגומים במערכת הבנקאית:  
האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את  
המציאות העסקית וההתפתחויות בשווקים?

מנגד, לו היה מדובר באגרת חוב זמינה למכירה ללא ספק השווי שלה היה יורד. כפי שציינת, הבעיה המרכזית במודל המוצע קשורה בקושי הרב ליישמו ובפרט בקושי להעריך את הפסדי האשראי הצפויים. מודלים המבוססים על סיכון ודירוג פנימי הבאים לידי ביטוי בשווי הוגן, הם קלים יותר ליישום, אובייקטיביים יותר ורלוונטיים יותר לאנליסטים.

#### פרופסור אמיר ברנע

הטיעון המרכזי הוא כזה: החשבונאות משנה את כללי המשחק כאשר היא קובעת מעבר למודל צופה פני עתיד. במצב הדברים כיום, אם מצבו של לקוח סביר וצפוי שיעמוד בהתחייבויותיו, אז אין בעיה. לעומת זאת בחשבונאות העתידית, אם אותו הלקוח היה נדרש לריבית גבוהה יותר לו היה נוטל אשראי במועד הבדיקה, אז יש לחשב את ערכה הנוכחי של ההלוואה הקיימת בהתייחס לשיעור הריבית העדכני ולהכיר בהפרשה בגובה ההפרש בין הערכים.

#### רו"ח קובי שמש

להערכת, למודלים העתידיים לא תהיה השפעה מהותית היות ולגבי ההפרשה הקבוצתית החישוב דומה יותר לגישה של Expected Loss. השפעה תהיה אולי אם ישתנה התחשיב כך שיתבסס על פרמטרים מבוססי שוק ולא עוד על ענפי משק ודגימות של מינימום ומקסימום.

#### רו"ח ארז סופר

ברצוני להתייחס להשוואה שעלתה בין אשראי בנקאי ובין אגרות חוב זמינות למכירה. בהקשר זה נתקלתי לא אחת במקרים בהם גופים שונים הציעו לבנקים לרכוש אגרות חוב שהוחזקו על ידי הבנקים ונסחרו בתשואה של 40%. במקרים אלה סירבו הבנקים למכור את אגרות החוב שכן ראו את הדברים אחרת.

בין היתר לאמוד את התזרימים הצפויים מהלווה. אומדן זה הוא קשה וסובייקטיבי. בנוסף יש לזכור שהפרשות לחובות מסופקים קיימות בכל עולם העסקים ולא רק בענף הבנקאות. על רקע זה יש לזכור כי לחברות רגילות אין את יכולות הבדיקה והניתוח הקיימות בבנקים. לאור אלה לדעתי, המודל המוצע הוא בעייתי. ארצה להתייחס גם לצרימה קיימת ברמת המאקרו: מצד אחד החשבונאות שואפת לשקף באופן טוב יותר את המציאות הכלכלית, ומצד שני יש המאשימים את חשבונאות ה-Mark to Market בהחרפת משברים פיננסיים, שכן היא פוגעת בהלימות ההון של גופים פיננסיים.

#### פרופסור אמיר ברנע

איני יורד לסוף דעתך בכל הקשור למדידה מבוססת עבר מול מדידה צופה פני עתיד של הפרשות. מדברך עולה כי בהווה הקריטריון החשבונאי להכרה בהפרשה הוא השאלה האם צפוי שהלקוח יעמוד בהתחייבויותיו. במידה והתשובה חיובית, אז החוב אינו פגום ולא נדרשת הפרשה.

#### רו"ח גיא טביביאן

אם במועד מתן ההלוואה העריך הבנק שההסתברות להחזר הכספים היא 29% ותקופה לאחר מכן ירדה ההסתברות ל-20%, אין ספק שחלה הרעה באיכות החוב.

#### רו"ח שלומי שוב

האם במקרה בו תיארתי נדרש לשיטתך להכיר בהפרשה בגין ההרעה במצב הלווה? הרי זה בדיוק לב הבעיה. היום בחשבונאות הנוכחית הידיוטומית לא מבצעים כאן הפרשה ובחשבונאות העתידית כן יבצעו.

#### רו"ח גיא טביביאן

## פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

# FVF

חשבונאות וכלכלה:  
כיצד לבסס ומהו הקשר בין  
סולבנטיות, כושר פרעון  
והערת העסק החי.

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 במאי, 2013

נושא המפגש: "חשבונאות וכלכלה: כיצד לבסס ומהו הקשר בין סולבנטיות, כושר פרעון והערת עסק חי"

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש מאי 2013.

אורחים שהוזמנו: דוד האן (כונס הנכסים הרשמי), דלית זמיר (משרד המשפטים), שיראל גוטמן עמירה (מנהלת מחלקת התאגידים, רשות ניירות ערך), אייל גבאי (מומחה מטעם בית המשפט בעניין הסדר החוב של אי.די. בי), עו"ד אופיר נאור, דן אבנון (הרמטיק נאמנות), אורי לוי (Deloitte), אלי מיזרוח (TASC), דוד וליאנו (Deloitte), עו"ד גיא גיסין, עו"ד חגי אולמן (משקיף באי.די. בי. פיתוח), רן שרמן (BDO), איתי גוטליב (Ernst & Young).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, גל עמית, אבי בראור, פיני שמואלי, דורית סלינג'ר, הדר נאות, רון מלכא, יורם עדן, יזהר קנה, יוסף פישלר, דורון גרינברג, גיל מור, צור פניגשטיין, ואדים פורטנוי, צביקה אקשטיין, איציק מאיסי, עדי סקופ, אלי אלעל, אורן פרנקל, דגנית דניאל, אסתר סטנובסקי, רם לוי, נדב שטיינברג, קרן בנגלס שנער, אהד עובד, אפרים דרור, אסי אדלר, משה חביב, שרון זאורבך, ירון ייני.

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור, עידו קרקובסקי, ליאור שחף.

חשבונאות וכלכלה:

כיצד לבסס ומהו הקשר בין סולבנטיות, כושר  
פירעון והערת העסק החי.

ביטוי לרגישות הרבה של הנושא והפער הגדול בין התאוריה לפרקטיקה, ניתן לראות בכל פעם שבאים לכתוב כללים בנושא הערת העסק החי. כל מילה שנכתבת יוצרת לטעמי פער עצום לעומת מה שמיושם בפרקטיקה. כך לדוגמה במרץ האחרון ערב פרסום הדוחות השנתיים של שנת 2012, פרסמה רשות ניירות ערך נייר עמדה שלכאורה לא משנה את התאוריה של הערת העסק החי, אך מצד שני הוא אינו פשוט כלל מבחינת היישום בפרקטיקה. כך למשל נייר העמדה מדבר על חוסר היכולת לבסס NAV חיובי (לכאורה גם כאשר אין בעיה תזרימית לשנתיים הקרובות) וכן הוא מדבר על מצב בו חברה נאלצת לצמצם את פעילותה באופן משמעותי בכדי לעמוד בהתחייבויותיה גם כשאין בעית סולבנטיות כלל, וכפועל יוצא נדרשת הערת עסק חי.

ברקע הדברים חשוב להבין את הרגישות האדירה של הנושא. לא ניתן להתעלם מהעובדה כי הערת עסק חי מהווה נבואה המגשימה את עצמה. מתן הערה זו מוריד את דירוג החברה באופן אוטומטי לרמה של חדלות פירעון או קרוב לכך. לדעתי, במישור התיאורטי הערת עסק חי אינה שקולה לחוסר סולבנטיות, אך בפרקטיקה אנחנו מתכנסים למצב הזה.

#### פרופסור אמיר ברנע

כלכלן התבקש על ידי מועצת מנהלים לקבוע האם החברה סולבנטית, וזאת לצורך מניעת חשיפה לאשמת העדפת נושים. מועצת מנהלים אחרת ביקשה חוות דעת האם לחברה יש כושר פירעון, וזאת לצורך החלטה בדבר חלוקת דיבידנד. בשני המקרים מתעוררות השאלות הבאות:

מהו התיעוד הנדרש כדי לקבוע סולבנטיות וכושר פירעון? האם בשני המקרים יש ליישם את אותם מבחנים, או שמא מבחני כושר הפירעון קשים יותר?

הספרות המקצועית דנה בשני קריטריונים מרכזיים: NAV חיובי ויכולת תזרימית. עולה השאלה האם בחינת יכולת תזרימית הינה זהה בחברה במבנה פירמידלי. יש לזכור כי יכולת פירעון חובות של חברה עצמאית שונה לחלוטין מיכולת

#### רו"ח שלומי שוב

הדיון היום יעסוק בהערת העסק החי וחוסר סולבנטיות, מה הקשר ביניהם ואיך קובעים אותם. זהו נושא שעלולים להיות בו פערים גדולים בין התיאוריה לפרקטיקה והוא מלווה באי בהירות רבה. הבסיס להערת העסק החי הינו נאיבי ומקורו בהנחת יסוד של המסגרת המושגית החשבונאית. רק בכדי להבין בלעדי הנחת יסוד זו, לא היה ניתן למשל לבנות את המאזן שכידוע מבחין בין התחייבויות והון ולא היה ניתן להשתמש בבסיס מדידה של שווי הוגן שמבוסס על מחיר מכירה בין קונה מרצון למוכר מרצון שלא תחת לחץ. ה-IFRS קובע שאם חברה לא רואה עצמה כעסק חי לרבות שאין לה דרך ריאליית אחרת היא מוחרגת מכללי המשחק של החשבונאות הפינינסית. מנגד, אם חברה עומדת בהנחת העסק החי אך קיים ספק בקשר לכך, IAS 1 דורש מתן גילוי, וכללי הביקורת דורשים מרואה החשבון להפנות לגילוי זה - מה שמכונה "הערת עסק חי". ברמה התאורטית, מבחינת ה-IFRS, מספיק שחברה נאלצת בשל צרכי נזילות לבצע פעולות מחוץ למהלך העסקים הרגיל שלה כמו מימוש נכסים, בכדי שהדבר יהווה טריגר להכללת הערת העסק החי.

בפרקטיקה אנו רואים שעל פי רוב הערות עסק חי לא באמת מהוות סימן אזהרה בזמן אמת כי אם מבושרות על מצב קיים. תופעה זו נובעת מהשיטה "הדו-שלבית" שהתפתחה בישראל. אף פרסום מקצועי מסודר או נייר עמדה בישראל לא התייחס לגישה זו עד כה. ברוח הגישה הדו-שלבית, בשלב ראשון ניתן גילוי בבאורים לצד הפנית תשומת לב של רואה החשבון לאי ודאות כללית בקשר למצב העסקים של החברה ללא ציון המונח המפורש "עסק חי". מנגד הערות העסק החי מגיעות רק בסמוך להסדר החוב לאחר שכל המשתתפים עכלו את המצב. אין ספק כי הערת העסק החי ניתנת במקרים אלה מאוחר יותר ממה שכיוונו אליו מוסדות התקינה. נראה שדווקא ההפניה לאי הוודאות הכללית היא הסיגנל האמיתי. אציין כי כיום האמריקאים מובילים את הגישה הדו-שלבית.

חברה פירמידלית שבה מקור המזומן הינו דיבידנדים, על כל הקשיים הכרוכים בהעלאת דיבידנדים מהחברות הבנות.

---

#### רו"ח שלומי שוב

---

היינו רוצים להתחיל מעולם המעשה, ובפרט בהתלבטות רואה החשבון בכתיבת הערת עסק חי.

---

#### רו"ח יזהר קנה

---

בבחינת מוסכמת העסק החי הרי שבהתאם לתקינת ה IFRS אכן יש לבחון האם העסק ימשיך לפעול באותה המתכונת, אולם למיטב הכרתי את המצב בפועל בחיי המעשה בפרקטיקה הנהוגה בפועל בוחנים האם לעסק יכולת פירעון. לפי התפישה המקובלת כיום, אם לעסק יכולת לפרוע התחייבויותיו "בעתיד הנראה לעין" הוא עומד בהנחת העסק החי. אציין כי לדעתי, אם העסק עתיד לחסל את עסקיו המשמעות בפועל היא שהוא לא עומד בהנחה.

עולה השאלה מיהו הגורם שעליו לקבוע את קיום מוסכמת העסק החי. ברור כי משתתפי הדיון מבינים כי זוהי אחריות ההנהלה, אך הנהלות רבות ואפילו בשוק ההון חושבים שזו בעיה של רואה החשבון. סוגיה נוספת שיש לבחון היא לאיזו תקופה על רואה החשבון לבחון את קיום הנחת העסק החי. בפרקטיקה (עקב תקינת הביקורת או החשבונאות) מציינים שלושה תאריכים: שנה מתאריך המאזן, שנה מתאריך החתימה על הדוחות הכספיים או בהתאם לתקופה העתידית שכוסתה על ידי הערכת ההנהלה. יש לזכור כי בפועל בחברות ציבוריות אין למעשה פער ניכר בין תאריך המאזן ובין תאריך החתימה על הדוחות הכספיים. אולם במשק הישראלי יש חברות פרטיות גדולות בולטות שבהן פער הזמנים הוא ניכר. רשות ניירות ערך הוסיפה דרישה להציג תזרים מזומנים חזוי לשנתיים במקרים מסוימים. במקרים אלה נדרש להבנות בהתאם לפרשנות ל-IFRS לבחון את הנחת העסק החי לשנתיים. הבעיה היא שאין בנמצא כמעט חברות עם "פעילות עיסוקית" סטנדרטיות שיכולות בכלל לערוך תחזית תזרים "רצינית" לשנתיים במהלך עסקיהן. יש לזכור כי התחזית נערכת על ידי הנהלת החברה ועל מנת להפיקה נדרש כתנאי מקדמי תקציב לשנתיים הקרובות. העניין הוא שחברות לא נוהגות לערוך תקציב מראש לשנתיים. לדעתי, היה צריך לדרוש תחזית מוצקה לשנה ותחזית רכה יותר לשנה העוקבת. על פי התקינה הבינלאומית, התקופה שיש לבחון היא לפחות שנה, היינו אינה מוגבלת לשנה. בזמנו היו דיונים במוסדות הבינלאומיים בנוגע לאינדיקטורים שעשויים להצביע שיש לבחון את קיומה של הנחת העסק החי ליותר משנה. ברור שאם לחברה הלוואה שעתידה להיפרע עוד שנה ושלושה

חודשים, אז יש להתייחס גם להלוואה במסגרת הבחינה, אך בהיעדר מקרים כאמור מדובר במדרון חלקלק.

לראייתי, מנסיון החיים האינדיקטור המועיל ביותר בבחינת מוסכמת העסק החי הינו הרווח או ההפסד התפעולי של החברה. אם החברה היא רווחית אז בסוף היום יש לה זכות קיום ונותני האשראי ינהגו בחוכמה אם יתנו להנהלה את מרווח הנשימה להסדרת האשראי. אם החברה אינה רווחית ואין סבירות שתעבור לרווח- כי אז בסוף היום היא לא עסק חי וזאת שאלה של זמן עד שמעל דוחותיה תתנוסס ההערה. ברור כי על רואה החשבון לבחון אינדיקטורים נוספים כגון איכות החברה, מערכת היחסים בינה ובין נושיה ועוד. אציין כי בפרקטיקה ניתן לראות חברות רבות המתכננות למכור נתחים משמעותיים מפעילותן כדי לפרוע חובות, והשוק תופס אותן כ"עסק חי". הפתרון בסוגיה מעין זו הוא הפניית תשומת לב ברורה בחוות הדעת לאירוע. יצויין כי הערה חשובה ונכונה של רשות לניירות ערך בנייר העמדה שפירסמה הינה כי על חוות הדעת להיות ברורה לקוראים "למה התכוון המשורר".

---

#### רו"ח שלומי שוב

---

רק בכדי לחדד חשוב להזכיר כי בהתאם ל-IFRS השנה היא רק מינימום וההסתכלות צריכה להיות לעתיד הנראה לעין.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

האם פירושה של הערת העסק החי היא שעל החברה להיכנס להליכים בבית המשפט?

---

#### רו"ח יזהר קנה

---

בדרך כלל זה אומר שהחברה לא תוכל לפתור את צרותיה בלי הסדר משפטי עם הנושים.

אציין כי בין היתר אנו כרו"ח בבואנו לבחון את הסוגייה בוחנים את רצון המנהלים וכושרם לנקוט צעדים להבראת החברה כמו גם את הרתמות הבעלים לעניין. היו מקרים בהם חברה הייתה במצב קשה אך הנהלתה נקטה בצעדים הדרושים להבראתה באופן נחוש. במקרים אלו, לאחר בחינת העניין, במבחן הנסיון, הסתפקנו בהפניית תשומת לב בלבד, ואכן החברה הבריאה בסופו של דבר. יש לזכור כי במציאות הנוכחית רישום העסק החי מצית טריגרים אוטומטיים. מגמה זו מגבירה את הלחץ הן על רואה החשבון והן על החברה עצמה.



חשבונאות וכלכלה:

כיצד לבסס ומהו הקשר בין סולבנטיות, כושר  
פרעון והערת העסק החי.

כבעלי תפקידים ואורגנים של החברה המכירים את החברה  
לעומק.

אנו נמצאים מזה זמן ממושך בתקופה קשה ובעייתית במשק,  
שחידדה את הדיון המקצועי והציבורי בנושא. חשוב להבהיר  
כי ההבחנה בין ספקות משמעותיים ( הערת עסק חי ) ובין  
הפניית תשומת לב טמונה לא פעם בהבדלים דקים והפעלת  
שיקול דעת, הן של החברה והן של רואי החשבון. בהקשר זה  
אציין שלדעתי, תרומתו של נייר העמדה שהפיצה הרשות  
בנושא העסק החי חיונית וברורה: העובדה שהרגולטור הסביר  
לחברות, לדירקטוריונים ולרואי החשבון בצורה ברורה יותר  
את המבחנים והקריטריונים הרלוונטיים בעיניו לצורך בחינת  
הנחת העסק החי והצביע על מקרים בהם, לדעתו, הנושא לא  
נבחן באופן נאות, מקלה עלינו בעבודתנו.

ברצוני להתייחס גם לקשר בין הערת עסק חי וטריגרים  
אוטומטיים כגון דירוג אשראי ועילה לפרעון מידי בשטרי  
אגרות חוב. לדעתי, המצב בו הערת עסק חי היא טריגר  
המביא להורדה אוטומטית של דירוג אשראי היא בעייתית. כל  
מקרה צריך להיבחן לגופו בהתאם לתנאים ולמצב הספציפי  
שלו. מניסיוני בתחום הנאמנויות, הפניית תשומת לב בדו"ח  
המבקרים היא עילה מספיקה מבחינתם של נאמני אגרות  
החוב לדרוש כינוס אסיפה כדי לקבל דיווח מהחברה על מצבה  
ועל תכניותיה. הם לא צריכים לחכות להערת עסק חי כדי  
לפעול.

#### דורית סלינגר

מבקשת להבהיר כי לא הערת העסק חי משליכה על הדירוג  
אלא קריאה להלוואה בגלל הפרת מגבלה פיננסית הקשורה  
להערת עסק חי. הדירוג לא משתנה אוטומטית ל-D אלא  
לדירוג נמוך בהנחה שלחברה אכן אין יכולת לעמוד בפירעון  
ההלוואות שנדרשה לפרוע.

#### רו"ח דוד וליאנו

ה-IFRS היא עדיין שפה חדשה. אכן השתרשה בארץ התפיסה  
כי הערת עסק חי שקולה לאי סולבנטיות. זאת למרות  
שהמשמעות המקצועית של הערת עסק חי היא קיום ספקות  
משמעותיים לגבי יכולת הגוף המבוקר לעמוד בהתחייבויותיו  
בעתיד הנראה לעין. אין הכרח שכל חברה עם הערת עסק חי  
אכן תגיע לסוף דרכה או שתידרש להסדר נושים. אולם יש לזכור  
כי בשפה החדשה גם עסק שמכווץ באופן חד את פעילותו ו/או  
מממש את עיקר נכסיו לצורך פרעון התחייבויותיו אינו מקיים  
את הנחת העסק החי.

#### דובר

ברצוני להצביע על כרוניקה מסוימת: רואי החשבון כאן טוענים  
שהעסק החי אמור להיות מוקדם למצב של אי-סולבנטיות.  
אתם (רואי החשבון) גם טוענים שבניגוד לפרשנות הנכונה של  
כללי החשבונאות, בפרקטיקה הערות עסק חי ניתנות באיחור,  
קרי כשיש כבר אי סולבנטיות. כיוון שתפקיד רואי החשבון  
הוא לבקר גם את בחינת ההנהלה את מוסכמת העסק החי,  
משמעות דבריהם היא שאתם (רואי החשבון) למעשה לא  
עשיתם את תפקידכם נאמנה כשאפשרתם מתן הערת עסק  
חי באיחור. לאור זאת מוזר שאתם מתלוננים על כך שקשה  
מאד לתת הערת עסק חי בשל כך שמתן הערת עסק חי נתפס  
בציבור כסימן לחדלות פירעון.

#### רו"ח דוד וליאנו

כאמור, ה-IFRS הינו שפה חדשה המטילה את האחריות  
לקבוע את מוסכמת העסק החי באופן ישיר על ההנהלה  
ועל דירקטוריון החברה המאשר את הדו"חות הכספיים. רואי  
החשבון השקיעו מאמצים רבים על מנת שבעלי התפקידים  
הרלוונטיים יבינו שהאחריות הראשונית בעניין זה היא שלהם,

**עו"ד אופיר נאור**

ברצוני להתייחס לזווית המשפטית של הערת העסק החי. בעוד שהמבחן החשבונאי הוא העתיד הנראה לעין, המבחן המשפטי לא עורך כל הבחנה. למעשה מבחינה משפטית בעת בחינת סולבנטיות יש לבדוק את יכולת החברה לשלם את התחייבויותיה ללא הגבלה בזמן.

ברצוני גם להתייחס לצד המאזני. כידוע, המבחן החשבונאי נסמך על נקודת מבטה של הנהלת החברה ועל ה-NAV. מבחן ה-NAV לא אומץ על ידי בתי המשפט: בפסיקה הקיימת ישנן אינדיקציות שהמשפט לא מקבל את ההנחה החשבונאית של עודף נכסים על התחייבויות, וזה יחייב את מערכת המשפט להתאים עצמה לחשבונאות.

נייר העמדה שפורסם על ידי רשות ניירות ערך מצביע על כך שהערות עסק חי ניתנות באיחור. הטענה היא כי החשבונאות לא משקפת נאמנה את המציאות ולא משקפת בפני המשקיעים את מצבה האמיתי של החברה. להערכתי, בין היתר זה נובע מהשמעות היתרה הניתנת להערת העסק החי.

**רו"ח אורי לוי**

כולם מסכימים שמתן הערת עסק חי מהווה הצעד משמעותי מבחינת ציבור המשקיעים. אציין כי אני מזהה פער בין התקינה בביקורת ובין תפישת ה-IFRS. התפישה שמציג ה-IFRS היא קיצונית:

טווח זמן בלתי מוגבל מבחינה תיאורטית. כמו כן נאמר שאי ודאות קיימת כאשר עסקים נדרשים לבצע פעולות שחורגות ממהלך העסקים הרגיל. בפועל פעמים רבות תוכניות הנהלה כרוכות בביצוע צעדים החורגים ממהלך העסקים הרגיל, וכרואה חשבון אני לוקח זאת בחשבון.

**עו"ד גיא גיסין**

אני מבקש לפנות לרואי החשבון ולהציע להם מונח חדש, משפטי באופיו, הקובע את קו ההפרדה בין עסק חי ועסק מת. המונח הינו "סביבת חדלות פירעון". סביבת חדלות פירעון היא אותה הנקודה שהחל ממנה נדרשת הנהלה לשקול את אינטרס הנושים לפני אינטרס בעלי המניות. זוהי אותה נקודה בה הסיכון והסיכוי מתהפכים, ובה נדרש המבקר להוות כלב שמירה.

כאמור, בפרקטיקה בדרך כלל בשלב הראשון ניתנת הפניית תשומת לב כללית, ורק לאחר מכן הערת עסק חי. לטעמי, זהו מצב נכון ובריא. הרשות באה בטענות, ובצדק, שבהערות הללו היו דברים עלומים, אולם אם יש הפנייה שעומדת בפני עצמה זה דבר מצוין.

**רו"ח שלומי שוב**

בשורה התחתונה אם הרשות לא הייתה מקבלת הפנייה כללית לאי ודאות, הערות עסק חי היו ניתנות בשלב מוקדם יותר.

**פרופסור יורם עדן**

אני מסכים עם אבחנותיו של אמיר בנוגע לחברות הערוכות במבנה פירמידלי. אני לא חושב שמאזן מאוחד במבנה פירמידלי משקף נכונה את המציאות.

האירועים בעת האחרונה מלמדים כי המציאות השתנתה. בשנות ה-90, היו מקרים בהם חברות עם הערת עסק חי שרדו בסופו של דבר. בעת הנוכחית 99% מהחברות עם הערת עסק חי מגיעות להסדר. הדבר שהשתנה בעת הנוכחית הוא הליך המשפטיזציה של הערת העסק החי, ובפרט האופן שבו מתייחסים בתי המשפט להערת העסק החי. לדעתי, יש לטפל בקלות בה מפנים רואי החשבון את תשומת הלב לאי ודאות. כך למשל, בכל חברות הביטוח מפנים רואי החשבון את תשומת הלב לאי ודאות הנובעת מקיומן של תביעות תלויות.

**דובר**

אני רוצה להעיר שלא כל הערת עסק חי נתפסת בציבור כסוף דרכה של החברה. לדוגמא – לרוב חברות הביומד ניתנת הערת עסק חי, אך בפועל הן לא נתפסות כחברות בקריסה. כמו כן ניתן לראות חברות עם הערת עסק חי שמוסיפות במסגרת הסברי הנהלה והדירקטוריון התייחסות לפיה על פי הערכת הנהלה יוכלו להמשיך ולהתקיים, והשוק מאמין להערכה זו. זאת אומרת שאם קיימת בציבור בעיה של תפיסה מוטעית באשר למשמעות הערת העסק החי אזי ניתן לפתור את בעיית ה"מיתוג" בהסברים של החברה באשר למצבה. אציין כי לא ברור מדוע חברות הדירוג מתייחסות להערת העסק החי לצורך עדכון הדירוג. הערת עסק חי היא מסקנה סובייקטיבית של החברה באשר למצבה והציפיה היא כי חברות הדירוג יקחו בחשבון את נסיבות החברה ולא את מסקנתה היא בקשר

חשבונאות וכלכלה:

כיצד לבסס ומהו הקשר בין סולבנטיות, כושר  
פרעון והערת העסק החי.

מאמינותם כשהם נדרשים להתמודד עם הסוגיה.

#### רו"ח שלומי שוב

העניין הוא שבכדי להציג את ההסטוריה בצורה רלוונטית, חשבונאות חייבת את הנחת העסק החי, אחרת כל הבסיס של הדוחות הכספיים נשמט.

#### אלי מיזרח

כפי שנאמר כאשר נדרשים להעריך האם חברה הינה חדלת פירעון בוחנים את מאזנה ואת תזרימיה החזויים. שוק ההון נוטה להיות חכם ולא ניתן להתעלם ממנו. כפועל יוצא, בעת הערכת שווי נכסי החברה לא ניתן להתעלם מהערכת השוק. במילים אחרות בהערכת נכסי החברה שווי השוק מוכרח להוות Benchmark.

#### פרופסור יורם עדן

איני מסכים עם דבריך. ביוני 2010 שיעור התשואה על אגרות החוב של קבוצת IDB היה נמוך מכפי שצריך היה להיות לפי הדירוג. המשמעות היא כי לא פעם השוק אינו מפגין אינטליגנציה. ידוע כי לעיתים השוק כושל בהליך התמחר, והסיבות לכך מגוונות - לא בכדי החשבונאות עורכת הבחנה בין שווי הוגן ובין שווי בר השבה. ברצוני להתייחס לעיוות שהוזכר על ידי פרופסור ברנע. במסגרת ה-NAV, מדידת התחייבות לפי שווי שוק מצמיחה ערכים יש מאין. כפועל יוצא, ראוי לבחון את ההתחייבויות לפי ערכן המשפטי.

#### רו"ח אורן פרנקל

אל לנו להיות נאיביים בהתחייבות ל-"שווי שוק". במשבר נזילות כאשר הביטא היא 1 אין משמעות למחירים המוצגים

#### פרופסור דוד הגן

לדעתי, כל הסוגיה קמה ונופלת על מיתוג. אנו נדרשים להכריע בשאלה האם לפעול בהתאם לדרך אליה השוק הרגיל את עצמו או על פי תיאוריה סדורה. אני חושב כי יש להרגיל את השוק לעבוד בהתאם לתיאוריה, ומבחינה מעשית זה מאד קשה. אולי זה ישמע קיצוני, אולם אני חושב שבדיון נעדר הגורם המקצועי הרלוונטי, פסיכולוג התנהגותי.

#### פרופסור אמיר ברנע

לדעתי, מיצינו את ההיבט החשבונאי של הסוגיה. אין ספק כי NAV חיובי מהווה אינדיקציה לסולבנטיות. אולם עולה השאלה כיצד יש לחשב NAV. יש לציין כי אם גם את התחייבויות החברה מודדים לפי שווי הוגן אז נוצר מצב אבסורדי בו ה-NAV גדל ככל שמצב החברה מתדרדר.

#### רו"ח גל עמית

ברצוני לחדד נקודה מסוימת. כרואי חשבון אנו לוקחים בחשבון אם ההנהלה ובעלי השליטה חזקים. כושר ההתמודדות של ההנהלה ומי ש"עומד" מאחורי החברה הוא נדבך משמעותי בבחינת מוסכמת העסק החי. כמו כן כמות המקרים בהם הערות עסק חי הופיעו לאחר התחלת הסדר מדהימה. זוהי עדות לצורך לחזור ולהשתמש בצורה מתונה ומדודה בהערת עסק חי.

#### רו"ח אורן פרנקל

ברצוני להציג גישה רדיקאלית. לדעתי, רואי חשבון לא צריכים להתמודד עם הערת העסק החי. במידה רבה רואי חשבון הם היסטוריונים של נתונים פיננסיים, והערכה האם עסק הינו חי אינה מתפקידם. יתרה מכך רואי החשבון מאבדים חלק ניכר

במסכי הבורסה. ידוע שבשוק נופל נכסים אינם נמכרים במחירים הבורסאיים.

---

### רו"ח אלי אלעל

---

כפי שציין פרופסור עדן, אם במדידת ה-NAV לוקחים בחשבון התחייבויות לפי שוויין ההוגן נוצרת צרימה. ברצוני להציג פתרון אפשרי לצרימה זו: שווי הוגן נמוך של התחייבויות משקף סיכון לפשיטת רגל במקרה זה נדרש להביא בחשבון גם במדידת צד הנכסים את הסיכון למימוש נכסים במחירי Fire sale. מדידת התחייבויות לפי שווי הוגן יוצרת ערכים יש מאין כי בצד הנכסים לא לוקחים בחשבון את תרחיש ה- Fire-sale, דבר היוצר אי עקביות במדידה.

---

### רו"ח שלומי שוב

---

ברצוני לחדד בהינתן שאת צד ההתחייבויות, אנו לוקחים בחשבון לפי הערך בספרים, האם במצב של מצוקה תזרימית-נניח בשנתיים הקרובות. צריך להביא בחשבון בחישוב ה-NAV גם דיסקאונט שקשור למכירה בלחץ?

---

### רו"ח אלי אלעל

---

בסיטואציה כזאת יש להביא בחשבון את הדיסקאונט בצד הנכסים.

---

### רו"ח יזהר קנה

---

בהקשר זה אציין כי בעת בחינת מוסכמת העסק החי יש לבחון הן את האפשרות למימוש מהיר של נכסים והן את האפשרות למימוש מושכל. ברור כי האינטרס המערכתי הוא לממש נכסים בשכל.

---

### פרופסור אמיר ברנע

---

דבריו של רו"ח אלעל נגעו לקיומם של תרחישים. על רקע דברים אלה האם לדעתכם תיתכן תוצאת NAV חיובית הטומנת בחובה הסתברות של 40% לקריסת החברה? במילים אחרות, האם חברה יכולה להיות מוגדרת כסולבנטית אם קיים סיכוי גבוה שתפשוט את הרגל?

---

### רו"ח אלי אלעל

---

לדעתי, יש לבחון הן את תוחלת ה-NAV והן את משקל ההסתברויות. ברור כי אין להסתפק רק בתוחלת ה-NAV ויש

לנתח גם את קיצוניות התרחישים ומשקולותיהם.

---

### פרופסור אמיר ברנע

---

ברצוני להעלות נקודה נוספת לדיון: כיצד הייתם מעריכים את יכולת מימוש הנכסים בפירמידה, האם לפי יכולת מימוש של מניות רק בחברות בנות או גם מניות של נכדות למרות שאינן בבעלות ישירה של החברה וחברות הבת הן חברות ציבוריות בעלות חובות לנושים?

---

### רו"ח דוד וליאנו

---

נושא אופן מימוש הנכסים והצורך במכירה בתנאי לחץ והדיסקאונט בשווי הנובע מכך הינו נושא חם בפרקטיקה. יש משקל רב לשיקול דעתם של דירקטוריון והנהלת החברה שאמורים להיות בעלי המידע הרב ביותר לצורך קביעת עמדתם. אך מאידך ברור שעל רואה החשבון להביע עמדה בכל מצב בו ההנחות אינן מבוססות דיין ואינן מצביעות על השווי הנכון שיש לתת למימוש הנכסים בתזרים הצפוי. כמו כן יש לזכור כי בעוד אנו דנים ב-NAV, בפועל פעמים רבות הוא כלל אינו עולה על שולחן הדיונים בחברה ובדירקטוריון. בדרך כלל רק כאשר חברה עומדת לקראת הסדר או צפוי שתידרש להסדר דורש הדירקטוריון עריכת NAV לצורך זיהוי מקורות לפירעון התחייבויות החברה, לקבלת תשובה לשאלה האם החברה סולוונטית ולהימנעות מטענה של העדפת נושים.

---

### דובר

---

ברצוני להעלות שוב את עניין הזמנים. בהקשר זה לדעתי, האמת נמצאת באמצע. בניגוד לחלק מהנאמר כאן, בחינת העסק החי אינה מוגבלת לשנה אלא לפרק זמן בלתי מוגבל אם ידוע בו כי תתקיים בעיה. קיימת חובה לבחון שנה קדימה כמינימום, ומאז שהרשות הוסיפה את התזרים החזוי לשנתיים זהו נתון מידע המחייב את רואי החשבון בהתייחסות לפחות לשנתיים קדימה. אנו כבר מכירים תקדימים לכך שניתנה הערת עסק משום שזוהה "בור תזרימי" ברבעון התשיעי. כפי שבחינת העסק החי לא מוגבלת לשנה, כך מן הצד השני, הבחינה של מבחן יכולת הפירעון על אף שבתיאוריה היא לכל התחייבויות החברה עד אינסוף, בפועל היא נעצרת מתישהו. ובאשר לטענה שלא ניתן לתת תזרים חזוי רציני לתקופה ממושכת קדימה- יותר משנתיים למשך, צריך להבין שחשיבותו של פרסום התזרים לציבור אינו רק השורה התחתונה, אלא בעיקר להציג כבר בהווה בורות וסימנים אחרים המעידים על מצוקה.

## פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

# FVF

פרמיית שליטה בעידן  
IFRS13. מהי? והאם היא  
בכלל קיימת?

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: 10 ביוני 2013

נושא המפגש: "פרמיית שליטה בעידן IFRS 02 : מהי והאם היא בכלל קיימת?"

חומר רקע למפגש: Efficient and Inefficient Sales of Corporate ; Control  
The Case of Going Private (Moran Ofir),  
גיל קוטלר (משנה למנכ"ל גזית גלוב) - Control Premium.

אורחים שהוזמנו: מיקי בלומנטל (שותף מנהל, פאהן קנה ושות'), פרופ' בני לאוטרבך (ראש הקתדרה ע"ש משפחת אקרמן לממשל תאגידי בישראל), פרופ' אסף חמדני (האוניברסיטה העברית).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, יורם עדן, יוסף פישלר, רונון מנשס, צור פניגשטיין, ואדים פורטנוי, איציק מאיסי, אלי אלעל, אסתר סטנובסקי, קרן בנגלס שנער, אפרים דרור, אסף אדלר, ירון ייני, דב ספיר, שמוליק ויינשטיין, דרור גלאון, יוסף פישלר, גיא טביביאן, דני ויטאן, רפי אלדור, אלון גלזר, משה גדנסקי, מאיר סלייטר, סיגל יששכר, פיני שמואלי, עדי סקוב, רון מלכה.

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור, ליאור שחף.

אנחנו במפגש האחרון של השנה האקדמית הנוכחית ונעסוק היום בפרמיית שליטה. לפרמיית השליטה יש זוויות רבות-כלכליות, חשבונאיות ומשפטיות. אני ארחיב תחילה על הזווית החשבונאית כדי ליצור טריגר לנושא כולו. לאחרונה התקבלה החלטה טנטטיבית של ה-IASB שקשורה ל-IFRS 13 לגבי איך מודדים שווי הוגן של מניות שליטה של חברה סחירה. קיימת תמיד התלבטות האם להוסיף על מחיר המניה בבורסה פרמיית שליטה כלשהי, או להסתכל על זה אחרת מאשר מספר מניות כפול מחיר למניה. ההחלטה קובעת שמדידת שווי הוגן של מניות שליטה נסחרות לפי IFRS 13, כלומר החל מ-1.1.13, מתבססת על מחיר מצוטט בבורסה של מניה בודדת. ההחלטה הזו הופכת את הנושא למאוד אקטואלי בדוחות הכספיים. למשל, אם אנחנו מדברים על מקרה של מדידה לפי IFRS 5 בו חברה מסווגת החזקה בחברת בת כמוחזקת למכירה. ראינו את המקרה הזה עכשיו בפרטנר וסקיילקט, אך הם הצליחו להתחמק מזה בגלל ש-IFRS 13 נכנס לתוקף רק ב-1 בינואר 2013 והם נדרשו לסוגיה בדוחות ליום 31.12.12 ממש רגע לפני. אין ספק שההחלטה הזו מעלה שאלות רבות גם מול דברים אחרים ב-IFRS כמו למשל ב-IFRS 3 שמדבר על הבחנה בין מדידה של שווי הוגן של זכויות מיעוט לבין מדידה של שווי הוגן של זכויות שליטה. חשוב לזכור כי IFRS 13 מחליף גם את המדידה של שווי הוגן לצורך ירידת ערך לפי IAS 36, ועוללות להיות לכך השפעות מרחיקות לכת. מעבר להקדמה החשבונאית הזו, אנחנו חשבנו שנכון לקיים דיון על מה זו פרמיית שליטה, כיוון שאנשים רבים משתמשים במונח הזה, אבל למעשה מתכוונים לדברים אחרים. אין ממש הגדרה מסודרת לפרמיית שליטה. פרמיית שליטה היא לא בהכרח רק העברת משאבים מהמיעוט לשולט, אלא ההסתכלות של השולט על המניות באופן האופטימאלי שלהן, קרי, ניהול החברה באופן אופטימאלי. לצורך הדיון, נצא מנקודת הנחה כי מחיר הבורסה הוא מחיר פעיל, כמו כן אבקש להתעלם מסינרגיות ספציפיות לרוכש. צריך לזכור כי אנו דנים בפרמיית השליטה, לצורך חישוב השווי ההוגן, כלומר מנקודת ראות של משתתפי השוק ולא של רוכש ספציפי.

#### פרופסור אמיר ברנע

אם זו ההגדרה, מדוע פרמיית השליטה מתמקדת רק בשולט? הרי גם המיעוט מקבל חלק בהטבות שינבעו מניהול אפקטיבי יותר.

בטווח הארוך אני מסכים איתך, אך כרגע מחיר השוק עדיין לא מגלם את זה כי בעל השליטה רק קונה את השליטה ויתכנו פערי מידע.

הדיון הזה יכול להתפתח לכיוונים רבים, אבל כדי שהוא יהיה אפקטיבי יותר אנחנו רוצים להעלות את השאלה הכי בסיסית שיש - מהי אותה פרמיית שליטה? האם זו ההסתכלות מצד הרוכש, משמע על היכולת שלו להשפיע על הניהול, להחליף את ההנהלה, לשלוט על תזרימי המזומנים ועל מכירת החברה? לתשובות על השאלות הללו יכולות להיות השפעות מאוד מהותיות. למשל, האם ההחלטה המקדמית בביהמ"ש במקרה של מכתשים, שהובילה לפשרה מאוד משמעותית, היא נכונה או שגויה?

#### פרופסור אמיר ברנע

אין לי הרבה מה להוסיף על ההקדמה, אבל אני רוצה להבין נקודה שהעלית - אני מבין שאדם ישלם יותר כשהוא רואה את הפוטנציאל בשיפור הניהול. אבל ברגע שהוא מצהיר על זה והמכירה מתבצעת מחיר המניה מתאים את עצמו לאינפורמציה הזו. אם השיפור לא מצטמצם לבעל השליטה, אלא מתפזר בין כל בעלי המניות, אז אולי הם צריכים להתחלק בהטבה הזו. אם הגורם לפרמיה הוא שיפור הניהול היא תהיה גבוהה ככל שדבוקת השליטה גבוהה. אם הגורם הוא הטבות לא יחסיות הפרמיה תהיה גבוהה ככל שהדבוקה הנדרשת קטנה יותר.

#### רו"ח דב ספיר

הביטוי הזה הוא רק לשון מכובסת ל"להחליף את הניהול הכושל הקודם".

#### פרופסור אמיר ברנע

בארה"ב מצבת השליטה היא שטוחה יותר לעומת הארץ, כיוון שבארץ יש רק בעל שליטה אחד ואי אפשר לרכוש שליטה (אולי רק דרך אג"ח). האם פרמיית השליטה לא נובעת מהעובדה שבארץ יש דבוקת שליטה שבידה השליטה, בעוד שבארה"ב בה החזקה מפוזרת בין גורמים רבים אי אפשר להבטיח שליטה.

#### פרופסור יורם עדן

פרמיית שליטה בעידן IFRS13. מהי? והאם היא בכלל קיימת?

לרווחי החברה וכולי. אי אפשר להתעלם מהמציאות שיש פרמיית שליטה ולהגיד שלא משלמים על השליטה. לדעתך, הרוכש משלם את פרמיית השליטה בשביל טובות הנאה פרטיות שחלקן הן על חשבון החברה. יש ספרות שלמה על תיעול הון, משמע, איך מעבירים הון מהחברה לכיסים הפרטיים של בעלי השליטה או החברות שבידיהן, בין אם זה באופן גלוי או מתחת לפני השטח. יש מקרים שבהם טובות הנאה הן לא על חשבון החברה, כמו במקרים של השגת שליטה ממניעי אגו - התקשורת מדברת עליי כל הזמן ואני ממנה את מי שאני רוצה.

#### פרופסור אמיר ברנע

תסכים איתי שהספרות המקצועית קובעת כי בדרך כלל הקשר בין פרמיית השליטה לממשל תאגידי קיים. עם ההתפתחות של ממשל תאגידי, פרמיית השליטה יורדת. הממצאים האמפיריים הללו מחזקים את העובדה שאי אפשר להפריך את הטענה שהפרמיה קשורה להסבר השלילי של נגיסה לא יחסית מהתזרים על ידי השולט ולא רק לשיפור הניהול.

#### פרופסור אסף חמדני

לדעתי פרמיית שליטה היא כל הדברים שהזכרתם ביחד. מהצד האקדמי יש מחקרים שמראים קורלציה בין הגנה על משקיעים לבין קיומה של פרמיית שליטה. אבל, המחקרים הללו מראים גם שיש שונות בין מדינות שונות. אם אנחנו מאמינים שבשוודיה אין פרמיית שליטה או שבארה"ב פרמיית השליטה נמוכה כל כך, אז למה באמת שמישהו ירצה להשיג שליטה? במיוחד לאור העובדה שלשליטה יש עלויות כמו נזילות פחותה. לפעמים לשליטה יש חשיבות פשוט בגלל שהיא נותנת שליטה. במילים אחרות, אם אני חושב שאני יודע איך לנהל חברה ואני רוצה לקבל את ההחלטות ולא השוק (המשקיעים), אז דווקא בגלל שיש א-סימטריה של המידע מול השוק אני אהיה מוכן לשלם על היכולת לקבל החלטות.

בהיבט הציבורי, ובמיוחד סביב ועדות הריכוזיות, היו הרבה דיונים סביב פרמיית שליטה וכל הזמן ציטטו מאמר של פרופסור לואיג'י זינגלס שבו ההסבר היה מהצד השלילי. לפי המאמר, שליטה מאפשרת נגיסה לא פרופורציונאלית מתזרים המזומנים. יש גם את ההסבר החיובי לפיו שליטה מאפשרת ניהול יעיל. אין בהכרח סתירה בין השניים. מה שמפריע לי בפרמיית שליטה זה שאנחנו עושים מאזנים מאוחדים. הרציונאל למאזנים מאוחדים הוא קיום השליטה, אז מה המשמעות של קיום השליטה? אם אין משמעות לגבי קיום שליטה, אז למה עושים מאזנים מאוחדים? הערה נוספת היא - האם הסיפור הזה מתיישב עם ההצהרה של ה-IASB שהוא הולך לקראת תקינה מבוססת עקרונות ולא כללים כאשר הוא מוסיף כללים בהם הוא קובע שלא לחשב פרמיית שליטה?

#### פרופסור בני לאוטרבך

ראשית, פרמיית השליטה בארה"ב היא בסדר גודל של 3-2 אחוז. זה שארה"ב מכתובה את הכללים ואולי מעדיפה להתעלם מפרמיית השליטה זה לא אומר שהיא צודקת גם לגבי כלכלות אחרות כמו הכלכלה הישראלית.

#### פרופסור אמיר ברנע

3-2 אחוז משווי החברה. אם אתה יכול לרכוש חברה בעזרת רכישת 5% מהחברה, אז הפרמיה על החבילה שלך היא ענקית. גם אם צריך לקנות 10% כדי להשיג שליטה, עדיין מדובר בפרמיה ענקית.

#### פרופסור בני לאוטרבך

בנוסף לזה, ראוי לציין כי הרוכש משלם פרמיה מעבר למחיר השוק אחרי הודעת החלפת השליטה, כלומר פרמיה מעבר למחיר שלוקח בחשבון את הבעלים החדשים ואת תרומתם

מניה היא לא רלוונטית כי אין פה בכלל שוק הוגן. כל כיוון ההשקעה במניות בישראל הוא מוטה אנשים. יש פה חברות גדולות שקונות מניות של אנשים. אז בהגדרה אתה יוצר דיפרנציאציה במחירים בשוק.

---

### פרופסור אסף חמדני

---

נקודה אחרונה שרציתי להעלות היא שאם אני מחזיק את רוב המניות אי אפשר להכריח אותי למכור. יש היום קייס שמתנהל שקשור ל"הוט" בו היא הפכה לחברה פרטית. לחלק מבעלי מניות המיעוט שם הייתה זכות חוזית למנוע מהחברה להפוך לפרטית. בעל השליטה שילם להם מחיר שונה מזה של שאר בעלי המניות בשל הזכות הזו. בעלי המניות האחרים תובעים כי הם אומרים שהם גם צריכים לקבל את אותו מחיר. אותו היגיון חל גם לגבי בעל השליטה. חלק מהזכויות של בעל השליטה זה שאתה לא יכול להכריח אותו למכור את המניות. גם לזכות הזו יש שווי.

---

### פרופסור אמיר ברנע

---

יש נקודה שהייתי רוצה להעלות - האם פרמיית שליטה גבוהה היא כשלעצמה הוכחה לכך שהמיעוט נעשק?

---

### פרופסור אסף חמדני

---

אני חושב שככל שהפרמיה יותר גבוהה זה הופך להיות יותר חשוד.

---

### רו"ח שלומי שוב

---

אם אני מפרש את מה שאתה אומר נכון, אז אתה אומר שקיים גם מרכיב כזה וגם מרכיב כזה. דווקא המרכיב של המכירה מתקשר עם מה שהעלינו קודם לגבי שליטה בתזרים המזומנים והדיבידנדים.

---

### רו"ח צור פניגשטיין

---

אני מסכים עם מה שאמיר אמר בהתחלה לגבי ניהול טוב יותר, בעיקר בקרנות הפרייבט אקוויטי שמאמינות שהן יעשו את זה יותר טוב ולכן משלמות פרמיית שליטה. אני מאמין, וזה מבוסס גם על מחקרים וגם על הפרקטיקה, שככל שמשטר תאגידי משתפר, פרמיית השליטה קטנה. יש מחקר שנעשה בשנות ה-90 שעשתה הרשות לני"ע שהראה שבארה"ב פרמיית השליטה היא הכי קטנה ובאיטליה הכי גבוהה מבין המדינות המערביות. הנימוק היחיד שאני רואה לקיומה של

יש את הדוגמה של הנרי פורד: בשתי חברות בהן הוא רק היה מנהל הוא לא הצליח להגשים את התכנית שלו לשיפור הדגם לצורך ייצור המוני, ואז הוא החליט לפתוח את פורד שבה הוא היה בעל שליטה. דוגמה נוספת היא קרנות הפרייבט אקוויטי בארץ שאנחנו שומעים שהן קונות שליטה בפרמיה ולאחר זמן מה הן מוכרות בפרמיה. קשה לייחס להן תועלת פרטית משליטה במובן המקובל.

---

### רו"ח שלומי שוב

---

אגב, לגבי הקרנות הפרייבט אקוויטי, הן מוגדרות כיום ב-IFRS כישויות השקעה והדוחות הכספיים שלהם לא מבוססים על איחוד, אלא על מדידה לפי שווי הוגן שלא כוללת פרמיית שליטה, לאור ההחלטה של IASB כאמור. כלומר במצב ששילמו פרמיית שליטה על חברה ציבורית היא תירשם כהפסד ב - DAY 1.

---

### פרופסור אסף חמדני

---

יש משהו מאוד מעגלי בין השאלה של הזכויות שיש לאדם שמחזיק מניות לבין השאלה כמה זה שווה. לדוגמא: גם בארה"ב שבה אין פרמיית שליטה חלוקת דיבידנד פרו-רטה זה לא ניגוד עניינים ובעל השליטה יכול לעשות את זה מתי שהוא רוצה. לכן, בארה"ב העניין של התזמון הוא בעל שווי כלכלי לבעל שליטה: בעל השליטה יכול להחליט מתי לחלק דיבידנד בהתאם למזומנים שיש בידו וזה לא יגרום לבעיה משפטית.

---

### רו"ח שלומי שוב

---

אתה מדבר על שווי רגשי או סובייקטיבי של השליטה וכשאנחנו מתארים שווי הוגן אנחנו רוצים שהוא יהיה זהה לגבי כל הצדדים.

---

### פרופסור אסף חמדני

---

העלינו מקודם את הדוגמה של קרנות הפרייבט אקוויטי. קשה להסביר מדוע הקרנות הללו מחזיקות שליטה כאשר מדברים במונחים של שווי סובייקטיבי. לעומת זאת, קל להבין את זה כאשר מדברים על אדם שרוכש שליטה בקבוצת ספורט.

---

### רו"ח ירון ייני

---

יש בעל שליטה בפרייבט אקוויטי. בישראל בייחוד, אין משמעות לחברות, יש רק פרסונות. אריסון עשתה הסכם עם מישהו, אין משמעות איזו חברה בפנים. כל השיחה על מחיר



פרמיית שליטה בעידן IFRS13. מהי? והאם היא בכלל קיימת?

ל-DCF כמו שכר. אם אני מחשב שווי למשקיע פוטנציאלי אז אני לוקח בחשבון גורמים מה-DCF ומחוץ ל-DCF. זאת התיאוריה, אך בפועל, לא מקובל להגדיל את שווי החברה מעבר ל-DCF ואז אנחנו חוזרים חזרה לנקודה שהעלה אמיר. אם אנחנו מסתכלים מבחינה אמפירית, ההטבות שנגזרות לבעל השליטה לא נמצאות בתוך ה-DCF.

#### רו"ח שלומי שוב

אני לא כל כך מצליח להבין אתכם. בואו נדבר על הערכות שווי לצורך דוחות כספיים. אני לא זוכר שנתקלתי בתוספת ל-DCF כאשר מחשבים מניות שליטה והערכות שווי לצורך דוחות כספיים ולחלופין בדיסקאונט ל-DCF כאשר מחשבים מניית מיעוט. האם זה נובע מכך שזה לא פוליטיקלי קורקט?

#### רו"ח ירון ייני

שלומי, דלק נדל"ן מכרה את קניון חיפה. הם חושבים שהם מיצו את הסכום שניתן להפיק מהקניון. מי שקנה חושב שהוא יכול להפיק יותר. בנכס מניב, אין את הקונוטציות של בעל שליטה ומיעוט. באלפי נכסים תמיד יש את הצד שחושב שהוא מיצה ואת הצד שחושב שהוא יכול להפיק יותר.

#### יוסף פישלר

במקרה הזה, הוא ישיב את הנכס לכולם ולא רק לעצמו. אולי יש סיבה לכך שהוא משלם יותר, אבל הוא יעשה ערך לכולם. מה שכן קיים בדוגמה שלך, זאת העובדה שאולי יש לו את השילוב והיכולת לסינרגיה עם עסקים אחרים בבעלותו. אותו אדם ימשוך את הניהול למערכות האחרות שברשותו ופה למעשה מתבטאת פרמיית השליטה שלו כי זה דבר שאדם אחר לא יכול לקבל.

#### פרופסור יורם עדן

פרמיית שליטה זה בהקשר של מימושים, למשל דרך דיבידנד. אני לא חושב שזה כל כך משמעותי מבחינת האחוזה מהשווי הכולל של החברה ולכן, לפחות בישראל, שבה השליטה היא במנות גדולות, בניגוד לארה"ב, אני נוטה להמעיט ולא להגדיל. יש גם נקודה אתית - שמדובר בהערכות שווי בעסקאות עם בעל עניין, נדמה לי שבהרבה מקרים זה לא יהיה נכון ציבורית לקחת את עושי המיעוט בחשבון גם אם זה נכון כלכלית. לפי דעתי זה מה שעמד בפני בית המשפט במקרה של מכתשים.

#### פרופסור אמיר ברנע

נניח שמחושב DCF לחברה שיש לה בעל שליטה מזוהה. הסכום שאני מקבל ב-DCF כולל את פרמיית השליטה? אין הסכום שקיבלתי מתחלק בין בעלי המניות בחברה? בהערכת DCF, אם אני מחליט שהשליטה היא 10%, אז צריך להוסיף את השווי של ה-10% לשווי של ה-50%. אם המשיכה על ידי השולט היא של דמי ניהול מופרזים למשל, אז ה-DCF שמחושב לאחר דמי ניהול לא יכלול את פרמיית השליטה.

#### רו"ח שלומי שוב

ברצוני להוסיף-כשרוצים להעריך את מניות השליטה, אין בכלל מחשבים את ה-10%?

#### ד"ר צור פניגשטיין

אם אני בכלל אעשה את זה, אז אני צריך להעריך כמה שווה השליטה ולהוסיף את זה, כמו שאמיר אמר. בפרקטיקה אני אעשה את זה רק אם אני רואה באופן אמפירי שיש שליטה.

#### רו"ח פיני שמואלי

נניח שאני מעריך שווי כשבעל שליטה קיים. בעצם דיברנו על זה שההטבה מהשליטה נגזרת מהרבה גורמים שנמצאים מחוץ

שלוקחת יותר מהשווי של ה-DCF?

### רו"ח רונן מנשט

אני יודע לחיות עם זה. מחשבים את זה לפעמים ממחקרים לגבי פרמיית שליטה מקובלת, מעסקאות אחרות וכדומה. אני ראייתי בחברות ציבוריות שהתבססו על תוספת של 10% שהייתה שרירותית לגמרי רק משום שהיא הייתה נכונה במקומות אחרים. בחומר הרקע שגיל גוטלר הביא לנו יש דוגמה מחברה קנדית שהוא השתלט עליה והיה לה ניהול כושל שעשק את החברה. עלתה פה הטענה שאם יש מישהו שחושב שהוא יכול להפיק יותר ערך, אז השוק כבר יסגור את הפער הזה. אני ראייתי מקרים שבהם השוק נתן שווי נמוך יותר וזאת משום שהשוק רוצה לראות שאכן הרוכש יכול להפיק את הערך שהוא חושב שהוא יכול להפיק. אולי לאחר כמה שנים, שהשוק יבין למה הרוכש שילם יותר הוא יתמחר את זה וככל הנראה יסגור את הפער. אי אפשר לבדוק את זה כי השוק זז.

### רו"ח דני ויטאן

אני חושב שצריך להבדיל בין הוספת פרמיית שליטה לבין עסקה שהייתה בשוק. ייתכן שלא מדובר בפרמיית שליטה, אלא ב-minority discount. כלומר, המיעוט או הציבור לא רואה את הערך המלא בגלל בעיית המידע וגורמים אחרים שמביאים לכך שהמחיר בשוק אינו משקף תמיד את חלקו של המיעוט ב-DCF המלא. זה מאוד שכיח להוסיף פרמיית שליטה למחיר העסקה או למחיר מניה בשוק, אבל, ברמה הפרקטית, לקחת את ה-DCF ולחלק אותו בצורה אחרת אני חושב שאף אחד, בטח בחברה ציבורית, לא ירצה להודות שיש חלוקה לא שוויונית. אף אחד בחברה ציבורית לא יודה שהוא לוקח יותר מהמיעוט.

### פרופסור אמיר ברנע

נניח שישנו משקיע שמוכן לשלם על חברה שיש בה מזומן של 100 שקל יותר מ-51 שקל בשביל 51%. האם זה אומר שהוא הולך לעשוק את המיעוט בצורה כלשהי או שזה בגלל שהוא חושב שהוא יכול להפיק יותר ערך מה-100 שקל הללו?

### רו"ח דני ויטאן

מה שאתה אומר אמור להיות כבר כלול ב-DCF. התזרים העדיף שהוא יכול להפיק יילקח בחשבון בעת ביצוע ה-DCF.

בפרקטיקה כן מוסיפים ל-DCF. נניח שיש לי 60%, אני מחשב שווי של 100% וגוזר ממנו את ה-60%. אחרי זה אני מוסיף עוד כמה גורמים ומגיע לשווי של 63%. מבחינה תיאורטית, אם אתה אומר שה-DCF הוא 100% ופרמיית השליטה היא 10%, אז יש פה שני שווים -90% לכולם ו-10% רק לבעל השליטה. אם אתה מחזיק 50%, זה יוצא שהשווי שברשותך הוא לפי 55% - חצי מה-90% ועוד ה-10% ששייכים רק לבעל השליטה.

### רו"ח אלי אל-על

בהקשר של שווי שליטה, אפשר לחשוב עליה בעזרת שלושה רכיבים: הראשון, סינרגיה חיצונית שמטבע הדברים לא נכנסת ל-DCF. רכיב שני הוא הרכיב של "עושק המיעוט", לרוב אנחנו מניחים שהעסקאות בתוך החברה נעשות בתנאי שוק ומכיוון שאין לנו מידע על עסקאות שנעשות שלא בתנאי שוק אנחנו לא מתייחסים לכך בכלל. הרכיב השלישי זה רכיב הניהול, שנכנס לתוך ה-DCF. בכנס שבו השתתפתי נתנו דוגמה של חברות אנשים שרוצה להיכנס לרכב. השאלה היא מי הנהג, מי ינווט ומי יישב מאחור. לכל אחד יש חווית נסיעה שונה וכל אחד ישלם בהתאם לחוויה שהוא רוצה.

### פרופסור בני לאוטרבך

שתי הערות - לתיעול יש שלושה סוגים. הסוג הראשון הוא תזרימי, כלומר לקחת מהתזרים, השני הוא תיעול נכסים שבו בעל השליטה קונה ומוכר נכסים כרצונו ובמחיר שהוא רוצה והשלישי הוא תיעול הוני שבו שעושים כל מיני עסקאות הוניות עם החברה במחירים לא הוגנים, למשל, הנפקה פרטית או הנפקת זכויות שנעשית בעיקר בזמני שפל בגלל שהם יודעים שהציבור לא ישתתף כי הוא מפחד להוציא כסף בשעת משבר.

הערה שנייה - תחרות מוחקת הכול. בסביבה תחרותית, כמו קניון שהוא עסק תחרותי, אין טובות הנאה משמעותיות.

### רו"ח ירון ייני

אבל תמיד יש מישהו שקונה ויש מישהו שמוכר. יש ראיית עולם לאנשים - האחד חושב שהוא לא יכול לעשות יותר ערך מהנכס והשני חושב שהוא דווקא כן. אני מנסה להגיד שלא בכל מקרה צריך להגיד שמדובר בטובות הנאה, ברוע או בתיעול, יש גם השקפות שונות.

### רו"ח שלומי שוב

רונן, האם אתה מוכן לקבל הערכת שווי לצורכי דוחות כספיים

פרמיית שליטה בעידן IFRS13. מהי? והאם היא בכלל קיימת?

אני רוצה להתייחס למה שמיקי אמר - כשאני בא לקנות חברה אני רואה פחות סיכון מאחרים. בנוסף, אני ממש לא סומך על אנשים שאני משקיע אצלם. אני רואה ומוכן לקחת את הסיכון כל עוד אני בעל הבית. אני רוצה להשתמש בכסף שלי איך שאני רוצה ולא להפקיר אותו בידי אחרים. בהתייחס לסוגיית פיזור הסיכון, אנחנו כל הזמן רואים שמה שלמדנו כל הזמן משתנה. כל אלו שפיזרו את הסיכון שלהם על ידי רכישת נכסים ברומניה, פולין וצ'כיה לא יצא להם כלום מהפיזור.

#### רו"ח ודים פורטוני

מה שאני רוצה להגיד בהקשר הזה זה כשאתם מדברים על פרמיית שליטה, גם בארץ יש מקרים לשווי חיובי של החברה. גם במקרה של IDB כשנחיי קנה אותה רמת הניהול הייתה נורא פאסיבית.

בעסקת סלקום שהוא עשה הוא לקח חברה בבעלות משותפת והכניס משקיעים פיננסיים. לכל אחד מהגורמים הוא נתן מחיר שונה אשר שיקף את יתרון השליטה שהוא קיבל בחברה. קחו את גרניט הכרמל - כשעזריאלי קנה אותה היא הייתה במצב של פשיטת רגל ולאחר הרכישה הוא הוריד את עלויות הניהול והציל אותה. השאלה היא האם פרמיית השליטה הזו מגיעה לציבור או לא. כלומר, האם בהערכות שווי לצרכים חשבונאיים אנחנו מכניסים את שווי השליטה או לא. מסתבר שבכמה וכמה PPA יש ייחוס של חלק מהשווי לשליטה. פרופסור אמיר ברנע נניח כדוגמה היפוטטית שעזריאלי מנהל את גרנית הכרמל בצורה אופטימאלית. כשהוא ימכור את השליטה למישהו אחר, האם תהיה פרמיית שליטה?

#### רו"ח ודים פורטוני

כן, נראה שכן.

#### פרופסור בני לאוטרבך

#### רו"ח מיקי בלומנטל

אפשר להסתכל על הדברים מבחינה אחרת ולא דווקא במונחים של טוב ורע. אני חושב שכשבעל שליטה שולט בפירמה רמת הוודאות שיש לו לגבי הפירמה יותר גבוהה מזו של הציבור. תיאורטית, אפשר להגיד שיש פה שני זרמים ושני DCF ים בשיעורי הון שונים. מכיוון שלי יש רמת ודאות יותר גבוהה, בהכרח ה-DCF שלי יהיה עם שיעור הון יותר נמוך ולכן חלקי יותר גבוה. לא ראיתי אף אחד שמודד את זה כמו שאני אומר עכשיו. מה שאני אומר מקופל מתחת לדרכי המדידה האחרות האמפיריות. פילוסופית יש פה שני שיעורי הון שונים: לבעל השליטה שיעור הון א' ולציבור ב' כאשר שיעור ההון של בעל השליטה נמוך יותר.

#### פרופסור אמיר ברנע

זה בניגוד לספרות המקצועית. איזו ודאות יש לבעל השליטה בניגוד לאחרים?

#### רו"ח מיקי בלומנטל

כבעל שליטה, אני הודאות של עצמי. אם אני צריך לסמוך על מישהו אחר זה שונה מאשר אם אני צריך לסמוך רק על עצמי.

#### פרופסור בני לאוטרבך

זה מנוגד לתורת המימון הבסיסית. משקיע מהציבור מפזר את הסיכון שנובע מהחברה שלך בין השקעות שונות ואילו אתה, כבעל שליטה, חשוף 100% לסיכון שנובע מהחברה שלך וגם לסיכון השוק.

#### רו"ח ירון ייני

---

## רו"ח אלון גלזר

---

דמי הניהול שהיא יכולה לקחת מדיסקונט השקעות ומורידה את הערך של דיסקונט השקעות. זו תוספת ל-DCF לדעתי. אני לא ראייתי בשום חברת אחזקות, חוץ מאלו שנסחרות במחירים נמוכים מאוד, שנותנים שווי כזה.

---

## רו"ח פיני שמואלי

---

זה אולי גם מראה שאין פרמיית שליטה כי אם מצד אחד אנחנו מתייחסים למוטת הניהול כאל השקעה, ומצד שני אנחנו אומרים שהמנהלים האלה כאלו דגולים שיש פה פרמיית שליטה כל כך גדולה, אז איפה זה בא לידי ביטוי בצד החיובי? אנחנו חוזרים שוב לצד השלילי, כי אם המנהלים כאלה דגולים, לפי מה שאתה אומר זה בא רק למטה.

---

## פרופסור יורם עדן

---

אם זה נכון, אז מה קורה עם ג'נרל אלקטריק? היא חברת אחזקה שאם תבדוק את השווי שלה, הוא יותר גדול.

---

## פרופסור בני לאוטרבך

---

לגבי IDB פתוח, אחד התיעולים הוא תיעול נכסים. אז הוא (נוחי) יכול להציע למישהו לקנות את כלל ביטוח. יש לו את היכולת לקבוע איזה נכס למכור ואיזה נכס לקנות.

---

## פרופסור יורם עדן

---

מה שמוזר לי זה שכל העסקאות האלה שאתה מתאר קיבלו את אישור האסיפה הכללית מצד בעלי המניות הלא נגועים. איך זה יכול להיות שהם אישרו את העסקאות האלה בהנחה שמדובר בשוק יעיל?

---

## פרופסור אמיר ברנע

---

מה שאני הבנתי מהדיון עד עכשיו הוא שאתם אומרים שחלק מההטבות לבעל השליטה מופיעות כהוצאות ב-DCF, כלומר ב-DCF אנחנו לא כוללים אותן. לפי מה שחלקכם אמרתם, צריך להחזיר את כל האלמנטים האלה חזרה ל-DCF, לחשב את ה-DCF מחדש ואז לחשב את פרמיית השליטה מתוכו. כלומר, ייתכן שאנחנו עושים טעות היום כשאנחנו מעריכים את ה-DCF כ-100%, כולל פרמיית השליטה.

לגבי עזריאלי, קבוצת גרניט הכרמל הנפיקו בבורסה את טמבור ב-93 במחירי שיא רגע לפני המפולת הגדולה. לאחר מכן, הם מחקו את טמבור ב-2001 במחירי שפל בגלל המשבר העולמי. ב-2005 הנפיקו אותה מחדש לאחר התאוששות השוק. ב-2008 היה משבר נוסף והם ניסו ולא הצליחו למחוק אותה, אך ב-2012 מחקו אותה שוב בעקבות המשבר האחרון. זה שבעל השליטה מוצלח בניהול החברה, לא אומר שהוא לא מוצלח בלהפיק טובות הנאות נוספות מהשליטה מלבד ניהול החברה.

---

## פרופסור אמיר ברנע

---

הנקודה הובנה. כשהתבקשנו להגדיר מתודולוגיה להערכת שווי IDB התלבטנו היכן ממוקמת פרמיית השליטה במבנה של פירמידה? האם משורשרת לכל אורך הפירמידה או רק בחברה שמעל החברה הריאלית?

---

## פרופסור אסף חמדני

---

הנקודה האתית שהוזכרה קודם מובילה לשאלה אחרת שהיא בתפר שבין הצד הכלכלי לבין הצד המשפטי. השאלה היא מה השימוש שאתה הולך לעשות בהערכת השווי. לדוגמה, כל הנושא של minority discount, אם אתה עושה את הערכת השווי של DCF לצורך חישוב שווי הוגן כדי לתת סעד הערכה, שם בית המשפט קובע במפורש שאתה לא עושה minority discount. ביהמ"ש לא יגיד לעולם משהו כמו "אתה עשקת את המיעוט ולכן כשאנחנו נחשב את שווי מניות המיעוט אנחנו נתחשב בכך ונעשה discount". ביהמ"ש נמצא בבעיה אתית כי הוא זה שקובע את הסטנדרט. אם אתה מגיש חוות דעת לביהמ"ש לחדלות פירעון, אתה חייב לייחס את כל הערך הזה לחברה אחת למעלה. אחרת משתמע שלבעלי השליטה במעלה הפירמידה מעבירים את הערך לעצמם במישרין.

---

## רו"ח אלון גלזר

---

בחברות אחזקה, החברות למעלה, אחרי המטה ואחרי המס, כמעט תמיד נסחרות ב-discount לדעתי בסוף הפתרון הוא שפרמיית השליטה נמצאת בחברה למטה.

---

## פרופסור אמיר ברנע

---

איזה פרמיית שליטה יש ל-IDB פתוח בבעלות על דיסקונט השקעות?

פרמיית שליטה בעידן IFRS13. מהי? והאם היא בכלל קיימת?

אני חושבת שאחד הנושאים המעניינים בנושא פרמיית שליטה בישראל זו השליטה בבנקים. לדעתי, צריך לעשות discount על השליטה בבנקים, כיוון שכל הפרמטרים שעלו פה בנושא של תיעול, כמו חלוקת דיבידנד, זה מעוקר במקרה של בנקים כשהשליטה על הדיבידנד היא מאוד נמוכה. הנזילות של הנכס היא גם דבר הרבה יותר מורכב בבנקים וגם הרגולציה על השליטה עצמה, כמו העלאת השליטה מ-20% ל-30% למשל, פוגמת בערך של הנכס ואת זה אני אף פעם לא ראיתי מקבל ביטוי בדוחות הכספיים.

#### רו"ח שלומי שוב

זה באמת מקרה של פרמיית אגו. יש אנשים שקונים שליטה בבנק כדי לזכות במוניטין.

#### עדי סקוב

אני רוצה להביא דוגמה מהשוק למה לא תמיד פרמיית השליטה באה על חשבון המיעוט. לפני קצת פחות משנה, נרכשו 50% מכלל תעשיות על ידי לן בלווטניק תמורת 0.2 מיליארד שקל. המחיר של העסקה היה גבוה ב-20%-15% מהמחיר בשוק. מה קרה למחיר השוק אחרי העסקה? מחיר השוק לא התיישר לא למעלה ולא למטה. אפשר להגיד שמחיר השוק היה מחיר הוגן לפני ואחרי העסקה, למרות ששולמה פרמיית שליטה.

#### רו"ח שלומי שוב

יכול להיות שאנחנו צריכים לנטרל בעסקאות כאלה את הכוח שאתה מקבל מול גורמים אחרים במשק. למעשה בעל השליטה בחברה כזו גדולה משיג גם שליטה בשוק והיא מהווה עוד נכס של בעל שליטה.

דובר

#### רו"ח פיני שמואלי

ההנחה שלך פה היא שבעל השליטה באמצעים מניפולטיביים כאלו או אחרים יוצר ערך מוסף. הדרך לאמוד את זה היא בעייתית, איך אתה תאמוד את שכרו של מישהו שעושה את דברו של בעל השליטה?

רו"ח ירון ייני

אני רוצה להתייחס לכמה דברים: האמירה המרומזת פה זה שבגדול כולם נוכלים ומחפשים קומבינות. זה גורם נזק גדול לשווי השוק ולאמון של המשקיעים ולכן אני מציע שלא להעלות האשמות כאלו, גם לא בחצי חיוך. כמו שאמרתי, יש פה שיקולים אחרים, כמו ראיית עולם, פסיכולוגיה, אנשים קונים כי הם יכולים ועוד. לא כל השיקולים בהשגת שליטה הם כלכליים.

#### יוסף פישלר

אני אתן לך דוגמה - נניח שמליסרון קונה את קניון רמת אביב ומשלמת פרמיית שליטה ובצדק. למה בצדק? כי יש לה עוד 2 קניונים והיא יודעת שמי שיגיע לרמת אביב היא יכולה לגרום לו להגיע גם לבאר שבע.

#### רו"ח שלומי שוב

זו לא פרמיית שליטה שאנחנו מדברים עליה, זהו מרכיב סובייקטיבי או ערך שימוש כפי שניתן לקרוא לזה. זה כמו ששופרסל קנתה את קלאבמרקט. זה השווי של הסינרגיה ואני רוצה לבדוד אותה מהדיון. זאת בכלל לא פרמיית שליטה.

סיגל יששכר

---

### פרופסור אמיר ברנע

---

אגב, תיזהרו ממדידת פרמיית השליטה על ידי ההפרש בין מה ששולם למניה לבין מחיר הבורסה. גם שיעור אוגדת השליטה חשוב בחישוב של פרמיית השליטה באחוזים משווי החברה. אם אני קונה מניה אחת והיא מעניקה לי את השליטה, תהיה לי פרמיה ענקית ביחס בין שווי מניה זו לבין שווי מניית מיעוט גם אם שיעור פרמיית השליטה הוא נמוך משווי החברה.

---

### רו"ח דב ספיר

---

למה אתה קושר בין הזכות לאחד דוחות כספיים לבין ההוכחה שקיימת פרמיית השליטה?

---

### פרופסור אמיר ברנע

---

אנסה להסביר. אם יש ממשל תאגידי כזה שמבדיל בין הקומות בפירמידה ואז אין פרמיית שליטה, אז מה משמעות האיחוד? הרי אין לי השפעה על הנכס לפי הגישה הזו.

---

### רו"ח דב ספיר

---

אז אולי באמת לא צריך לאחד.

---

### פרופסור אמיר ברנע

---

אבל הקביעה החשבונאית היא שצריך לאחד, אז כנראה שיש סיבה לכך.

---

### רו"ח שלומי שוב

---

אני מחזיק בדעה לפיה לא בטוח שהדוחות המאוחדים הם הדבר הנכון לעשות ובמיוחד בחברות החזקה.

---

### רו"ח דב ספיר

---

לא כל מה שכתוב בתקנים אני מקבל כתורה מסיני. בהרבה פעמים אני חושב שאין הצדקה לאיחוד. למשל, היה כסף בתדיראן אבל לא היה כסף בכור, אבל לא היה ניתן להעביר אותו. האם יש הצדקה יש בעייתיות באיחוד. זה כמו המצב הנוכחי ב-IDB לאיחוד?

---

### רו"ח גיא טביביאן

---

אני באופן אישי מסכים עם הדעה שהזכרה קודם לפיה, בהערכות שווי המשמשות בסיס לדוחות הכספיים, אין להוסיף דבר ל-DCF וכל ההנחות, לרבות פרמיית השליטה, מגולמות בהנחות שעומדות בבסיס.

בנוסף, לעיתים הפרמיה שמשולמת מעל המחיר הבורסאי לאו דווקא מייצגת פרמיית שליטה אלא משקפת את העדר הסחירות בבורסה ואת כך שאולי מחיר המניה לא מייצג. בתחילת הדיון הזכרה ההחלטה של ה-IASB בנוגע ליחידת המדידה - יכול להיות שההסבר העומד בבסיס ההחלטה שלהם להצמד למחיר הבורסאי ללא פרמיית שליטה הוא שלא תמיד ניתן לאבחן בין מצבים שהפרמיה אכן מייצגת פרמיית שליטה לבין מצבים בהם הפרמיה מייצגת העדר סחירות ואז מדובר כבר ב-level 2 שנחות מ-level 1.

הזכרו כאן מקודם הוכחות אמפיריות לכך שיש עסקאות שבהן קיימת פרמיית שליטה, אבל מנגד, לכאורה, יש גם הוכחות הפוכות. בתקופה האחרונה בוצעו עסקאות משמעותיות בהן חברות מכרו בבורסה אחוזים בודדים מחברות סחירות בשליטתם וטענו לאיבוד שליטה והכרה ברווחי פייס 3. כלומר, בהנחה ולא מדובר במניפולציה, אותן חברות, במהלך עסקי מודע, החליטו למכור את השליטה בבורסה ללא פרמיית שליטה.

---

### פרופסור אמיר ברנע

---

אני קצת מבולבל מהתפיסה החשבונאית לגבי פרמיית שליטה. לפי החשבונאות, סמנני השליטה יש להם השלכה לגבי איחוד הדוחות, כלומר, אם פעם הייתי צריך 50% כדי לאחד דוחות היום לא צריך בהכרח, אלא אפשר להסתמך על סממני שליטה כגון זכות מינוי דירקטורים וכדומה. דרך איחוד החשבונאות מכירה במשמעות של השליטה. הרי אין סיבה לאחד את המיעוט אם אין לי שליטה. מצד אחד החשבונאות הרחיבה את המסגרת של ההכרה בשליטה ומצד שני היא לא מכירה בפרמיית שליטה? נניח שנכס עובר ממצב שבו אני שולט למצב שבו אני רוצה למכור אותו, אני צריך להוריד את השווי שלו רק בגלל ההחלטה הזו?

---

### רו"ח גיא טביביאן

---

בוא ניקח את האבסורד לרמה גבוהה יותר - קרן פרייבט אקוויטי שהזכיר אסף היא בדיוק הדוגמה המתאימה. לפי ההחלטה הטנטטיבית הזו של ה-IASB, קרן פרייבט אקוויטי שתרכוש 51% מחברה לפי שווי שוק ותשלם בנוסף גם פרמיית שליטה והמחיר בבורסה לא יעלה בעקבות הרכישה יש לה הפסד ב-day1, כי השווי ההוגן זה לפי הבורסה.

פרמיית שליטה בעידן IFRS13. מהי? והאם היא בכלל קיימת?

השליטה ביחס למחיר הבורסה זה לא בהכרח מדויק. אם בעל השליטה חושב שהשליטה שווה יותר, ולא מתוך כוונה לעשוק את המיעוט, אז זה בסדר גמור.

#### רו"ח ירון ייני

זה גם המחיר לחבילה. המחיר למניה בודדת והמחיר לחבילה זה מחיר שונה. השאלה היא גם מה גודל השחקנים. אם מדובר במכירות של מיליארד ומשהו, כמות השחקנים מוגבלת.

#### פרופסור אמיר ברנע

אני אשמח לדעת איך תופיע כלל ביטוח במאזן של אי די בי פתוח.

#### רו"ח שלומי שוב

כעיקרון, לפי IFRS5 כדי לסווג את כלל ביטוח במאזן של הרבעון השני כמוחזקת למכירה צריך סבירות של highly probable שהמכירה תתבצע ויהיה איבוד שליטה בה. במקרה כזה לפי הפרשנות החדשה של ה-IASB השווי ההוגן של מניות כלל ביטוח, לא יכול לכלול פרמיית שליטה מעבר למחיר השוק. השאלה היא האם פסק הדין הזה הוא סימן ל-highly probable, לדעתי לא מדובר ב-highly probable שאני מזכיר לכם שהכוונה בכך היא למעל 90%, ולכן היא לא תסווג כמוחזקת למכירה.

#### דובר

בנוסף למה ששלומי ציין צריך לזכור שהחברה כללה הערת עסק חי בדוחותיה האחרונים. כלומר, היא הגיעה למסקנה שלא ניתן לקחת את מכירת כלל ביטוח כ"גורם מקל" כי אין סבירות מספקת להשלמת מכירתה. השאלה היא האם סביר שתהיה הערת עסק חי בדוחות ובמקביל כלל ביטוח תוצג

שלומי, אתה אמרת שלדעתך הסינרגיה של בעל השליטה באה לידי ביטוי ב-value in use. אני חושב שההגדרה של שווי הוגן ב-IFRS13 כן לוקחת בחשבון את האלמנט הזה ולא רק ה-value in use.

#### רו"ח שלומי שוב

ההגדרה הזו לוקחת סינרגיה של משתתף שוק ולא סינרגיה ספציפית. למשל, אם ניקח את הדוגמה של קלאב מרקט. שופרסל הציעה סכום שגבוה ב-511 מיליון שקל מההצעה השנייה בתור, זה נובע מהסינרגיה ששופרסל רואה ברכישת קלאבמרקט. כנראה ששאר המציעים ראו סינרגיה שונה, אם בכלל.

נחזור לעניינינו, אנחנו רוצים להגיע למסקנות ואנחנו נמצאים, לכאורה, במצב בעייתי מכמה סיבות: ה-IASB אומר לנו להסתכל על מחיר המניה, אבל כולם אומרים שיש פרמיית שליטה וב-DCF של הערכות שווי לצורך דוחות כספיים אמרנו שבפרקטיקה לא מוסיפים הטבות שנובעות לבעל השליטה מהשליטה. אני בכוונה מרכז את הבעיות כי אני רוצה שהחשבונאים יעזרו לכולנו להבין איך מתמודדים איתן.

#### רו"ח גיא טביביאן

יש סתירה פנימית בהחלטה של ה-IASB. לגבי ה-unit of account, שזו לדעתי הסוגיה העקרונית, תהיה ההשקעה בכללותה ולא מניה בודדת. לכאורה, המסקנה המתבקשת מכך היא שיש לקחת פרמיית שליטה. אבל ה-IASB באו ואמרו שאם זה סחיר בבורסה, אז תיקח את מחיר הבורסה. אני חושב שההחלטה הזו נבעה מכך שהם פשוט העדיפו את האובייקטיביות והפשטות. במקרים רבים אותה פרמיית שליטה נובעת ממחשבה שונה לגבי השווי. אני חושב שהדוגמה הכי פשוטה זה שברגע שיש הצעת רכש, המחיר קופץ וזה גם לגבי המיעוט. זה רק מראה שלבוא ולמדוד את פרמיית

כמוחזקת למכירה כי יש סבירות גבוהה (highly probable) למכירתה תוך שנה. על פניו נראה ששתי הקביעות הללו לא יכולות לדור יחד.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

זה נושא מעניין. היה לנו דיון על הערת עסק חי ונעשתה הבחנה בין הערת עסק חי לבין לסולבנטיות. אם חברה בתהליך מימוש נפרדת מנכסי ליבה, יכול להיות שמימוש הנכסים ועמו הערת עסק חי יביא לעודפי מזומנים גבוהים בחברה סולבנטית.

---

#### פרופסור אסף חמדני

---

בהקשר IDB, לפני כשנה נידונה הצעת חוק בנושא הבראת חברות. הנוסח המקורי קבע שחברה יכולה לבקש הבראה בלי עילה ונושה יכול לבקש הבראה של חברה רק אם יש עילת פירוק. נציגי הבנקים בכנסת מתחו ביקורת על א-הסימטריה הזו ובסופו של דבר ירד התנאי שהנושה צריך להראות חדלות פירעון וההחלטה נשארה בידי בית המשפט. במקרה של IDB השופט אמר שהוא לא חייב להכריח בנוגע לחדלות פירעון ונתן עוד זמן כדי שהצדדים יוכלו לתפור את העסקה הטובה ביותר לשניהם.

---

#### פרופסור אמיר ברנע

---

אם אני נושה שבא לבית משפט ואומר שהחברה חדלת פירעון בעיני, האם אין נזק לחברה מהתהליך הזה? הרי זה יכול להימשך שנים.

---

#### פרופסור אסף חמדני

---

בדיון האחרון שהייתי פה דיברנו על כך שהרבה מהנושאים בהם אנחנו דנים בהם נובעים מן העובדה שלהרבה מאגרות החוב שהונפקו לא היו קובננטים. אם לאג"ח של אי די בי פתוח היו קובננטים כמקובל היום אז לא הייתה בעיה. בית המשפט נדרש היום להתמודד עם האופן שבו השוק התנהל בעבר. עוד דבר אחד, תוך כדי הדיון אני חושב שהצלחתי להבין מדוע ה-IASB החליט את מה שהחליט. צריך לזכור שבאירופה יש בעיה למכור מבלי לשתף את המיעוט בפרמיית השליטה. אחד ההבדלים בין השליטה האירופאית לזו האמריקאית והישראלית זה ה-equal opportunity rule לפי צריך לתת הצעת רכש לכולם באותו מחיר אם אתה רוכש מעל 21%. לכן יכול להיות שבאירופה, כאשר רוצים למכור חבילה צריך לשתף את כולם בכל מקרה. בשוק כזה זה באמת יותר הגיוני להתבסס על המחיר בבורסה.



השתתפו בדיונים בשנה  
האקדמית תשע"ג  
(לפי סדר א-ב)

רו"ח עינת שפרלינג	ד"ר זיו נאור	ד"ר דויד האן	מר עמנואל אבנר
פרופ' עודד שריג	עו"ד אופיר נאור	עו"ד אברמי וול	עו"ד דן אבנון
רו"ח רן שרמן	גב' הדר נאות	פרופ' צבי וינר	רו"ח רונן אגסי
מר שלי תשובה	רו"ח זאב נהרי	רו"ח שמוליק	מר ראובן אדלר
	מר אסף סגל	ויינשטיין	עו"ד חגי אולמן
	רו"ח ארז סופר	רו"ח דני ויטאן	רו"ח יבגני אוסטרובסקי
	אסתר סטנובסקי	רו"ח דוד וליאנו	רו"ח לילי איילון
	מר מאיר סלייטר	רו"ח עידו	פרופ' רפי אלדור
	דורית סלינגר	וקסלבאום	גב' לנה איצקוב שוורץ
	רו"ח דב ספיר	שרון זאורבך	רו"ח אלי אל על
	מר עדי סקופ	רו"ח אבי זיגלמן	כבוד השופטת ורדה אלשיך
	פרופ' יורם עדן	עו"ד דלית זמיר	פרופ' צבי אקשטיין
	רו"ח אהד עובד	עו"ד שלומית זקס	רו"ח מיקי בלומנטל
	רו"ח גל עמית	מר משה חביב	מר אבי בן נון
	רו"ח ואדים פורטנוי	פרופ' אסף חמדני	רו"ח קרן בנגלס שנער
	מר יוסף פישלר	רו"ח גיא טביביאן	מר אבי בראור
	רו"ח איתן פליס	אפרת טולקובסקי	גב' אנה ברודסקי
	רו"ח צור פניגשטיין	רו"ח ירון ייני	ד"ר עופר ברנדט
	רו"ח אורן פרנקל	פרופ' רונן ישראל	פרופ' אמיר ברנע
	מר אדוארד קלר	גב' סיגל יששכר	רו"ח נבו ברנר
	רו"ח יזהר קנה	מר יואב כפיר	מר אייל גבאי
	רו"ח הילי קריזלר	פרופ' בני לאוטרבך	רו"ח משה גדנסקי
	עו"ד פיני רובין	עו"ד צורי לביא	רו"ח איתי גוטליב
	רו"ח גיל רוזנשטוק	רו"ח רם לוי	עו"ד שיראל- גוטמן עמירה
	רו"ח שלומי שוב	עו"ד ניב לוי	גב' תמי גורן
	רו"ח מנחם שוורץ	רו"ח אורי לוי	מר דרור גילאון
	רו"ח דגנית שוקרון	רו"ח רונית לרנר	עו"ד גיא גיסין
	רו"ח משה שחף	ד"ר אבי ליכט	מר אלון גלזר
	מר מלכיאל שחר	מר איציק מאיסי	רו"ח יעקב גמליאל
	מר רועי שטיין	רו"ח אביב מוזס	מר ינון גמרסני
	מר נדב שטינברג	רו"ח גיל מור	רו"ח אורי גרוסמן
	רו"ח פיני שמואלי	אלי מיזרוח	מר דורון גרינברג
	רו"ח קובי שמש	ד"ר רון מלכא	גב' דגנית דניאל
	גב' רקפת שני	רו"ח רונן מנשס	רו"ח אפרים דרור

טופס הצטרפות לרשימת הדיוור  
של פורום שווי הוגן

שם משפחה: \_\_\_\_\_  
שם פרטי: \_\_\_\_\_  
מקום עבודה: \_\_\_\_\_  
תפקיד: \_\_\_\_\_  
טלפון בעבודה: \_\_\_\_\_  
טלפון נייד: \_\_\_\_\_  
פקס: \_\_\_\_\_  
דוא"ל: \_\_\_\_\_  
כתובת לדואר: \_\_\_\_\_

הערות: \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

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'. 19-9527675

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

## על הפורום

מטרת פורום שווי הוגן (FVF) Fair Value Forum 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, מהווה קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש כפלטפורמה 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, סגן דיקן (חשבונאות), 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. המשתתפים מייצרים אינטגרציה חיונית הבאה לידי ביטוי במספר מישורים: חיבור בין אקדמיה לפרקטיקה, חיבור בין השחקנים השונים בשוק ההון, לרבות מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית וחיבור בין תחומי הידע השונים.

החוברת מאגדת את סיכומי הדיונים בשנה האקדמית תשע"ג שהוכנו על ידי הצוות המקצועי של הפורום והתפרסמו לציבור הרחב.

**לאתר הפורום: [www.fvf.org.il](http://www.fvf.org.il)**