

פורום שווי הוגן (FVF)
Fair Value Forum

התוכנית בחשבונאות
AccounTech

אוניברסיטת
רייכמן

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

סיכום פעילות השנה האקדמית התשפ"ג



דבר מייסדי הפורום

כמו כן, עסקנו השנה בנושא השלכות חוק האיגוח שתהליך חקיקתו חזר לשולחן בשנה האחרונה ביוזמת בנק ישראל. אחת התובנות שעלו בדיון הייתה כי לבנקים אין בהכרח צורך בחוק הנ"ל וכי לאור מגבלות כאלה ואחרות של רשות ניירות ערך, קיים ספק אם החוק ישנה דרמטית את היקפי האיגוח בישראל.

בעקבות הנפילות של בנקים בארה"ב ובאירופה שהתרחשו השנה בעיקר בעקבות סיכון הנזילות ערכנו דיון בנושא כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם ועד כמה מדובר בתופעה נקודתית או מערכתית תוך התייחסות להשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל. בדיון שנערך בהשתתפות הפיקוח על הבנקים ונציגי הבנקים, ניתחנו את ההשפעה הדרמטית של הריבית על הדוחות הכספיים של הבנקים במיוחד בחישוב ודיווח על השווי ההוגן. במיוחד בולט הפער בהתייחסות השונה למח"מ פיקדונות עו"ש ובהעדף אחידות בהקשר לכך. המדידה המאזנית מושפעת גם ממגמה לשינוי סיווג של השקעות באג"ח מזמינות למכירה למוחזקות לפדיון שאינה אחידה בין הבנקים ומשבשת את ההשוואה ביניהם. צוין שלנושא מח"מ עו"ש השלכות על ניהול סיכוני ריבית בבנקים בישראל.

הנושא האחרון שבו עסקנו השנה ברוח ה-ChatGPT נגע למהפכת ה-AI שהולכת במקדם או במאוחר לטלטל גם את ענף ראיית החשבון. בדיון הוצגו שני מקרים של חברות ישראליות גדולות בעלות פעילות בינלאומית שנסחרות בארה"ב - אחת מהתחום הטכנולוגי והשנייה מהתעשיות המסורתיות. שתי החברות עשו מעבר של תהליך הסוקס (SOX), שגם הוא נחשב לתהליך "שבור" וידינו שבו הטכנולוגיה כמעט ולא נכנסת, לאוטומציה מלאה. שתי החברות תארו אפשרות לעקוב אחר יישום נהלים בזמן אמת. כתוצאה מהמעבר חסכו בממוצע כשמונים אחוז בשעות העבודה המושקעות. ממצאים אלה עולים בקנה אחד עם הנחות העבודה בעולם כיום כי הדבר יוביל מצד אחד לקיטון דרמטי בכמות הריסטטימנטים ומצד שני לקיטון משמעותי בשעות העבודה. אחת התובנות העיקריות לצערנו מהדיון הייתה כי הרגולציה הפיננסית בישראל לא ערוכה ואף לא נערכת למהפכה תפיסתית זו שתעלה בין היתר שאלות כבדות משקל על תפקידם של

בימים אלה, אנו מסכמים שנה אקדמית נוספת לפעילותו של פורום שווי הוגן, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות AccountTech באוניברסיטת רייכמן. הנושאים בהם עסקנו השנה עסקו בממשק בין שוק ההון והרגולציה הפיננסית, משבר הבנקים בעולם וכן ההשלכות של ה-AI על ענף ראיית החשבון.



פרופ' אמיר ברנע
הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים



רו"ח שלומי שוב
ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים

בעקבות עליית הריבית במשק לאחר תקופה ארוכה של סביבת ריבית נמוכה מאוד, התחלנו את השנה עם דיון בנושא השלכות המצב הכלכלי החדש על הערכות שווי ותמחור ניירות ערך לפי ענפים. בדיון שבו השתתפו נציגי רשות ניירות ערך עסקנו בין היתר בשאלת השימוש בשיעור היוון ירואלי בהערכות שווי בחלק מהמקרים (כפי שהיה נהוג בישראל בעבר). בדיון השתתפו גם נציגים מענף השמאות שמהם התבררנו כי לא ימירו לעדכן כלפי מעלה את שיעורי היוון - כפי שאכן התגלה בפועל בדוחות הכספיים שפורסמו לאחר מכן.

נושאר גיש שבו עסקנו השנה היה הריכוזיות בתחום הגופים המוסדיים. ספציפית עסקנו בשאלת קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות. בדיון השתתפו משני צדי המתרגם: מצד אחד נציגי בנק ישראל ורשות ניירות ערך שתמכו בקיומה של הבעיה ומצד שני רשות שוק ההון ששללה את קיומה. אחת התובנות שעלו מהדיון הייתה שנושא הריכוזיות הוא מורכב וככל הנראה עמוק בהרבה מזה שמשתקף רק בשאלת הדמיון במבנה תיקי ההשקעה.

דבר מייסדי הפורום

רואי החשבון כשומרי סף. לסיים, אנו רוצים להתריע בפני מקבלי ההחלטות במדינת ישראל על הבעיה של מבנה הרגולציה הפיננסית בישראל - החל מחוסר ההבחנה הברורה בין תחומי האחריות השונים, דרך הארביטרז' הרגולטורי הקיים וכלה בחוסר התיאום בין הרגולטורים השונים. בעיה זאת עוברת כחוט השני בין כמעט כל הסוגיות שעלו בפורום שווי הוגן השנה וכך גם היה בשנים קודמות. לצערנו, הדבר עד כה לא הסתייע למרות שהוקמה ועדה ממשלתית בנושא לפני כשנה בראשותו של מנכ"ל משרד האוצר רם בלינקוב.

אנו רוצים להודות למשתתפי הפורום על שנה נוספת של פעילות פורייה ועל דיוני עומק מרתקים אשר השנה התחדדו עוד יותר בעקבות משבר הנזילות והשנויים החדים בשיעור הריבית שאומצו באמצעי מאקרו כלכלי מרכזי לריסון האינפלציה. כמו כן ברצוננו להודות לגב' רקפת שני על תרומתה המקצועית לפורום.

כמו כן, אנו רוצים להביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום שמורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות AccounTech באוניברסיטת רייכמן. תודה מיוחדת לאמיר אטיאס אשר סייע בעריכת חוברת זו.

תוכן העניינים

ע"מ

-
- 5 סיכום מפגש נובמבר 2022: "השלכות עליית הריבית על הערכות שווי, תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים פיננסיים"
-
- 23 סיכום מפגש ינואר 2023: "קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות"
-
- 47 סיכום מפגש מרץ 2023: "האיגוח בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות"
-
- 66 סיכום מפגש מאי 2023: "כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם: האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?"
-
- 84 סיכום מפגש יוני 2023: "איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI: חסמים והשלכות על שוק ההון."
-
- 103 משתתפים בפורום לשנת תשפ"ג לפי סדר הא-ב'
-
- 105 רשימת דיונים משנים קודמות
-



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

השלכות עליית הריבית על
הערכות שווי, תמחור ניירות
ערך לפי ענפים וניהול
סיכונים פיננסיים.

תאריך המפגש: 7 בנובמבר 2022

נושא המפגש: "השלכות עליית הריבית על הערכות שווי, תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים פיננסיים"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: ירין לוי, רותם שבע

שלומי שוב

מעבר לכך, עליית הריבית עלולה להשפיע משמעותית על הדוחות הכספיים כי היא סימן לירידת ערך. לכאורה מבחינה חשבונאית אפשר לכאורה לדלג על ביצוע הערכת שווי ככל שניתן להניח את הדעת שלא צפויה השפעה על השווי או לחלופין ניתן לבצע מבחן רגישות על בסיס הערכת שווי אחרונה שנעשתה והייתה גבוהה משמעותית מהערך בספרים. אבל מנגד ניתן להבין שהפרסום האחרון של רשות ני"ע שעמדתה נוקשה יחסית בנושא, מה שבדרך כלל אמור להוביל לביצוע הערכת שווי לרכוש קבוע ומוניטין, גם בדוחות הרבעון השלישי דבר שיכול במקרים מסוימים להוביל גם לרישום של הפסדים כבדים.

קשר אמנם פחות ישיר הוא נושא הפרשות להפסדי האשראי - היה לנו מפגש בשנה שעברה בנושא המודל של ה- CECL אותו מיישמים הבנקים. מודל זה הוא צופה פני עתיד ולכאורה צריך לשקף את החשש מכניסה למיתון, עומס שירות החוב וגם ירידה בשווי בטוחות. הנקודה המרכזית בהקשר זה היא כי עליית הריבית לא נובעת רק מהעלייה במחיר הכסף - כמו גם עקום התשואות חסרות הסיכון,

אלא גם מעלייה במרווחים - מה שלכאורה מצביע על סיכון אשראי גבוה יותר. האינטואיציה היא שעליה משמעותית בריביות עלולה להביא להאטה, לעומס חוב גבוה יותר ולשיעורי כשל גבוהים יותר. כלומר, הבנקים מרוויחים אמנם ישירות מעליית הריבית,

בוקר טוב, אנו מתחילים את הפעילות של השנה האקדמית החדשה וזאת השנה ה-12 לפעילות הפורום. אנחנו עוסקים הבוקר בנושא של השלכות עליית הריבית על הערכות שווי ותמחור ני"ע בענפים השונים. זה נושא משמעותי מאד בימים אלו, מה גם שאנחנו בתחילת חודש פרסום הדוחות הכספיים של הרבעון השלישי. ברגע שאנחנו רואים כזה ביקוש להשתתפות במפגש שלנו. אנחנו מבינים שבחרנו נושא נכון ושהוא מייצג דילמה אמיתית. בראיה חשבונאית לעליית הריבית יש השלכות ישירות לא מעטות. ראשית יש השפעה לגבי נכסים שנמדדים לפי שווי הוגן - לגבי נכסים סחירים זה ברור אבל האתגר הוא במדידת השווי הוגן של נכסים לא סחירים כמו השקעות במניות ונדלן להשקעה. גם הצד של מדידת התחייבויות אקטואריות יושפע אם כי בכיוון ההפוך, לאור עליית עקום הריבית של האגח הקונצרניות באיכות גבוהה - שוק עמוק. מן הסתם תהיה לכך השפעה חיובית בדוחות הרבעון השלישי של חברות ביטוח וחברות וותיקות, לרבות חברות ממשלתיות שיש להן התחייבות אקטוארית משמעותית כמו חברת החשמל ובנק לאומי. גם קרנות הפנסיה הוותיקות יושפעו מכך - אפי מעמיתים אולי יגיד עוד מעט כמה מילים על ההשפעה כאן.

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

מכבידות על הרוכשים הפוטנציאליים. וזה גם לא רק העניין של עליית הריבית - אנו רואים כעת, שלאור דרישות הפיקוח על הבנקים, הבנקים מקשיחים את נושא מתן האשראי בהון עצמי מינימאלי שמגיע ל- 30% שזה הרבה יחסית. אלו שיקולים שמשפיעים על הרוכשים הפוטנציאליים והשמאים נדרשים תיאורטית לשקול אותם מבחינה חשבונאית. ואני מודע לקושי האדיר לכמת את זה - חייב להגיד שלא מקנא בשמאים בתקופה כזאת.

ממה שאני מבין אנחנו כנראה לא נראה שינויים מהותיים בשווי ההון של הנדלן המניב ברבעון השלישי ואין ספק ששוק ההון הרבה יתר רגיש וזריז מהשמאים - מחירי המניות נדל"ן ירדו משמעותית בעשרות אחוזים. מעניין מאד מה יהיה בדצמבר הקרוב. אנחנו מארחים כיום את מגוון הגורמים הרלוונטיים - הן מהשוק, הן מהרגולציה והן מהחברות וכן מעריכי שווי לרבות שמאים. נשמע כעת את אמיר ולאחר מכן את יאיר לפידות יציג את הניתוח שלו לצורך פתיחת הדיון. כמו כן נשמע את צביקה אקשטיין בהקשר של שיקולי הריבית והקשר לאינפלציה.

אמיר ברנע

כמה הערות קצרות על השפעת שינויים מהותיים בריבית על ניהול סיכונים. ראשית יש לבחון האם שינוי הריבית ממרץ ועד היום הוא שינוי אקסוגני או אנדוגני. אני בוחן זאת על פי הממצא, מה קרה לריבית הריאלית מול הריבית הנומינלית. אם עליית הריבית הנומינלית הייתה נובעת מציפיות שהשתנו עקב צפי האינפלציה כלומר אם השינוי בריבית הוא אנדוגני, הייתי מצפה שהריבית הריאלית באג"ח צמוד תרד, כי יהיה ביקוש לניירות ערך צמודי מדד כהגנה אינפלציונית אבל התשואה לפדיון באג"ח צמודות מדד עלתה בכמעט שני אחוז כמו העלייה של שני אחוז בריבית הנומינלית. זה לדעתי עקבי עם ההנחה שהשינוי האקסוגני נובע ממדיניות הבנק המרכזי לעמוד ביעדי האינפלציה כחיצוני למערכת. זה דבר קריטי שהמערכת עומדת בפני שינוי ריבית ריאלי שעולה. ולכן אי אפשר להגיד שעליית ריבית נובעת רק מציפיות אינפלציוניות אלא שהיא חיצינית ונובעת ממדיניות הבנק המרכזי.

לגבי ניהול סיכונים ריבית. שיש שינוי חד בריבית אין ויכוח. אין חולק שיש מתאם שלילי בין שינוי ריבית לעומת צפי ריבית, לבין מחירי ניירות ערך (אג"ח). יש מתאם חיובי בין שינוי ריבית חד מעבר לציפיות לבין שער חליפין. תסתכלו על שני הממדים האלה. מצד

אבל לכאורה הצד המקזז צריך להיות בנושא ההפרשות להפסדי אשראי. אבל לבינתיים לפי מה שמסתמן בישראל לא נראה בדוחות הקרובים גידול דרמטי. חייב להגיד שלי זה קצת מוזר כי הרי זאת מטרת המודל החשבונאי החדש ועשינו על כך דיון.

כשאנחנו מדברים על הערכות שווי אז אחת הנקודות המרכזיות שעומדות כאן היום לדיון היא ההבחנה בין ריבית נומינלית לבין ריבית ריאלית. אנו עדים לעליה משמעותית בריבית הנומינלית ולעליה קטנה יותר בריבית הריאלית. סביר להניח שהערכות השווי בכל הענפים יושפעו מנושא הריבית, אבל יש תחומי פעילות שבהם ההשפעה תהיה נמוכה יותר בגלל הצמדה חוזית למדד בחוזים קיימים ואולי גם קורלציה בין המדד לבין מחירי המכירה החדשים וזה תלוי ענף.

כזכור בעבר הערכות השווי היו מבוססות על ריבית ריאלית לאור הסערה האינפלציונית של שנות ה-80 אבל כיום הן עובדות לפי ריבית נומינלית ולכן עולה השאלה עד כמה הפעילות עצמה היא צמודת מדד. כעקרון בראיה של הערכות שווי ההשפעה תהיה בעיקר על תחומים שהם לא קורלטיביים למדד. בהקשר זה, ניתן להגיד בגדול שענף הנדלן המניב כן צמוד לאור ההצמדה למדד של חוזי השכירות וקורלציה למדד בחוזים חדשים וגם המערכת הבנקאית היא בעיקרה צמודת מדד. קורלציה למדד אני מניח שיש גם בתעשיית המזון למשל. שאלה מעניינת בהקשר זה היא לגבי ענף הנדל"ן היזמי.

מקרה פרטי ומעניין מאד של הערכות השווי הן הערכות השמאי לגבי הנדל"ן המניב - ריבית ההיוון ירדה רגע לפני תחילת משבר הקורונה ועשינו על זה דיון מסודר בזמן אמת בפורום. בהקשר של משבר הקורונה, שגשוג היה טק בקורונה הפחית את הבעיה אבל יש חשש עכשיו מהיפוך מגמה בעקבות הצמצומים בהיי טק. נכון לעכשיו ממה שאני מבין אין עדויות להתאמות שכר דירה בחוזי חדשים לרבות בחילופי שכירויות.

מצד שני גם אין ממש עסקאות - אז גם אין נתוני שוק על שיעורי היוון הנוכחיים וזה מאפיין את השוק הקטן יחסית והריכוזי שלנו, אבל כמו שכבר אמרתי בעבר בפורום זה שאין נתוני שוק לא אומר שהשמאים לא צריכים בהתאם לדרישות של IFRS 13 לנסות ולהעריך את השיקולים הנוכחיים של משתתפי שוק - כלומר הקונים מצד אחד והמוכרים מצד שני. אפרופו ריבית ריאלית, בד"כ בנדל"ן המניב כמו שאמרנו חוזי השכירות צמודים למדד אז לכאורה אין קשר ישיר להפחתת שווי - אבל מצד שני זה ברור שעלויות המימון שגדלו

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

כולל מה יהיה גודל העו"ש בריביות יותר גבוהות, ההשפעות הנלוות
האחרות וההפרשות.

לגבי הערכות שווי. באופן כללי ברור שעלייה של 2% בריבית מורידה
שווי נכסים. מעריך שווי יגיב מיד ויעריך שהשפעת שינוי של 2%
בריבית עקבית עם ירידת שווי של 15% - 20% בנכסים. שווי ההון
העצמי מושפע גם מהמינוף הפיננסי וגם ממבנה המחמ"ם של
הנכסים וההתחייבויות. בהערכות שווי אנחנו מתייחסים לנכסים
הקיימים, וגם קובעים ערך לפעילות עתידית (terminal value)
השפעות הריבית הן סותרות. גם אם החברה מאורגנת לחלוטין
מבחינת השפעות הריבית. נניח שיש לה מבנה נכסים והתחייבויות
עם מח"מ שווה, ולכן השפעת הריבית על הנכסים וההתחייבויות
היא שווה. אבל מה עם העתיד? כלומר יש להניח שכאשר הריבית
יותר גבוהה שווי הפעילות העתידית יותר מורכב, הנושא הזה של
הבחנה בין נכסים קיימים. כשבוחנים את טבלת ניהול סיכונים
ומבנה המח"מ ומה ההשפעה של שינויים בריבית על נכסים
והתחייבויות (למשל בבנק לאומי עליה של 1% בריבית מפחיתה
1.2 מיליארד בשווי נטו). מה קורה בעתיד לשווי החברה כשהריבית
עולה? זו שאלה מורכבת ואין לי תשובה לכך. אציין שיש להתחשב
גם בפרמייית הסיכון. האם פרמייית הסיכון משתנה כתוצאה מעליית
הריבית?

השקעות לא סחירות - יש לנו היום בתיק ההשקעות של גופים
מוסדיים חלק משמעותי בקרנות הון סיכון למיניהן, שבהן ההשקעות
לא סחירות. השאלה היא האם ההשפעות האלה ראוות באופן מלא
את השפעת שינוי הריבית? האם הן באמת יציבות יותר או שזה רק
עיוות בדיווח שאינו משקף באופן מלא את ירידת הערך שנובעת
מעליית הריבית. קחו בחשבון שהמשקיע הוא משק בית, נניח חסכון
לפנסיה. משק הבית זקוק לסכום מסוים במועד מסוים, ומתאים את
התיק למועד הזה. האם נכון להסתכל רק על התיק הפיננסי בנפרד
מהצרכים של המשפחה שגם להם צמוד מח"מ. נאמר שאני משקיע
בנכס חסר סיכון בריבית של 4%. כשהריבית עלתה ל-6% למעשה
הפסדתי, אבל גם ההתחייבות שלי פחתה כלומר מצב משק הבית
לא השתנה. הרי למה אני משקיע בנכס? כי יש לי בדרך כלל מול זה
התחייבות עתידית, או צורך עתידי. אם הייתי משקיע באגרות חוב,
האם הסיכון פוחת באג"ח קצרות טווח בלי קשר למועד המימוש
החזוי? ושאלה נוספת: האם תיק שמורכב מ-75% אגרות חוב הוא
תיק בטוח יחסית לתיק שמורכב מ-50% אגרות חוב/25% אגרות
חוב? לא! לא כשהגורם האקסוגני הוא הריבית. אם הגורם האקסוגני

אחד השפעת הריבית על מחירי ניירות ערך, מצד שני השפעת
ריבית על שער חליפין. הקשר חשוב להשקעה המוסדית כאשר
ישנם משקיעים מוסדיים בארץ שמשקיעים חלק הולך וגדל
מההשקעות שלהם בשוקי ההון הבינלאומיים, אבל מתחרים ביניהם
על פי תשואה שקלית. עד היום מה היו אומרים? בניהול סיכונים יש
סיכון מטבעי שקשור ליחס דולר שקל ועל זה עושים הגנה נפרדת.
נניח דרך מכירות פורוורד... 90 מיליארד דולר, שהם בעצם פוזיציה
שמקזזת את ההשפעה הדולרית - אלמנט של נטרול סיכון מטבעי.
אבל אם ננטרל את הסיכון המטבעי המוסד חשוף לסיכון הדולרי.
אם למשל נניח שחלה עליה גבוהה בריבית שכתוצאה ממנה שוק
ניירות הערך האמריקאי יורד, מצד שני הדולר מתחזק. כלומר ישנו
קיזוז מבחינת תשואה שקלית שמציג המוסד בארץ. יש לו קיזוז בין
הפסדים שקשורים לניירות ערך בדולרים ובין התשואה שמוצגת
למשקיעים בשקלים. מי שקיזז/נטרל את השפעת שער החליפין
באופן מלא לא נהנה ממנה. אם תסתכלו על הנתונים תראו באמת
את היחס הזה. השוק האמריקאי עולה - שער החליפין יורד. השוק
האמריקאי יורד - שער החליפין עולה. שזה נובע בעצם מהעובדה
שהריבית היא הגורם האקסוגני היחיד שמשחק כאן.

לגבי דיווחי הבנקים - אין צורך להוכיח שהשפעת עליית ריבית אינה
אחידה בין הסקטורים. הבנקים מציגים לנו בדו"ח הדירקטוריון שתי
טבלאות סותרות. בטבלה אחת שואלים מה השפעת שינוי הריבית
על השווי ההוגן? בגלל שלבנקים יש עודף נכסים על התחייבויות
רואים השפעה שלילית של עליית ריבית. כלומר נראה שעליית
הריבית פוגעת בבנקים... הבנקים טענו כל הזמן דווקא שריבית 0
פוגעת להם במרווחים, וברווחיות. ואז מגיעים לטבלה השנייה - מה
עושה אותו שינוי בריבית להכנסות ריבית? הטבלה מציגה עלייה
תלולה. מה קורה לשווי הבנק? מהצד הנכסי אתה רואה את הירידה
הזאת (הריבית עלתה), מהצד של ההכנסות או התזרים אתה
רואה עליה דרמטית. למשל, בנק מזרחי: גידול של 1.4 מיליארד
בהכנסות השנתיות ברוטו מעלייה של 1% בריבית. תסתכלו על
שתי הטבלאות - מהי השפעת השינוי בריבית על שווי הבנק? אנחנו
מאותגרים פה להציג בצורה מסודרת את ההשפעות האלה. אך
לדעתי השורה התחתונה תהיה, שהגדלת הריבית מעלה את שווי
הבנק. ההשפעה על הבנקים היא לא רק על האשראי החדש שהם
נותנים, אלא גם על האשראי הקיים ככל שחלק גדול מחוזי האשראי
האלה הם חוזים עם ריבית צפה. אני מקווה שבניתוח הטבלאות
האלה, בנקים לקחו בחשבון את כל האלמנטים בהסתכלות קדימה

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

אני חושב שברמת הריבית על המשכנתאות, נכון שזה מורגש במשקי הבית, צריך לזכור שבארץ רוכשים דירות שהן לא -חסח recourse. ולכן בסופו של דבר זה הדבר האחרון שאנשים פועלים לממש אותו, ולכן אני פחות רואה השפעה בנושא הזה. ברכישת דירות חדשות אנשים מצפים שכשתבוא ירידת ריבית יהיה כדאי יותר לקחת משכנתא, וזה דווקא משרת את קהל המשקיעים, שגם אותו ניסו להדיר מהשוק לתקופה מסוימת. כדי לייצר דירות למגורים, גם אם בשכירות, השוק מסמתך על המשקיעים שירכשו וישכירו את דירותיהם.

עכשיו אני חושב שנתחיל לראות דווקא חזרה של משקיעים, שכן בניגוד לציפייה שהמשקיע יכול לקבל היום ריבית מהבנק על פיקדון של הכסף, אני חושב שהמשקיע הסביר יכול לקנות היום דירה ב-50% מההון כהשקעה ולהיות חשוף רק למדדים אבל ליהנות מההשבה העתידית של הדירה. יש לשים לב שככל שאנחנו רואים את העלייה של הריבית, אנחנו רואים גם ירידה במדד תשומות הבנייה וירידה בקצב העלייה שראינו בשנה האחרונה. הפערים שראינו לאורך זמן בין ההיצע והביקוש במדינת ישראל גרמו לעליית מחירים מתמשכת בתחום המגורים. עד כאן בהיבט של רוכשי הדירות.

בהיבט של היזמים, אני חושב שצריך להסתכל על הריבית ב-3 חלקים. נושא ראשון הוא בעצם החלק של פרויקטים שנמצאים בליווי ובבנייה. אם מסתכלים היום רואים שברוב החברות היזמיות כמעט לא צורכים אשראי בנקאי בליווי בנייה, זאת מפני שבשנתיים האחרונות קצב המכירות היה תמיד גבוה מקצב הביצוע ולכן אנחנו רואים פחות צריכה של אשראי, ולכן ההשפעה של עליית הריבית בפרויקטים בליווי היא קטנה יותר. נושא שני הוא בהיבט של קרקעות שממומנות באמצעות ריבית בנקאית, ואני חושב שבהיבט זה אנחנו כן רואים השפעה של הריבית שכן מרבית ההלוואות הן צמודות פריים. אבל יש לזכור שהקרקעות האלה נקנו בתקופות קודמות, ולכן יש בתוכן פער שאנחנו לא נוכל לראות ברווח ובהפסד של החברות כי העלויות של המימון האלה מהוונות לתוך הקרקע, וכרגע אין סיבה לשערך את הקרקעות האלה שכן כרגע רואים את זה כמלאי עסקי.

והנושא השלישי הוא מימון ה-corporate של החברות היזמיות. בחברות שיש להן חוב, בין אם אג"ח בשוק ההון ובין אם הלוואות בנקאיות, נראה באופן מובהק יותר את ההשפעה של הריבית (או בגלל הפריים או בגלל תשואות האג"ח שישקו על גיוס. מיחזור חוב).

הוא הריבית, תיק אג"ח הוא מסוכן. ולמעשה תיק מניות בנקים יכול להיות פחות מסוכן, מאשר תיק שמורכב מאג"ח זאת כאשר השינוי האקסוגני הוא שינוי בריבית. צריך לעשות פה "סוויץ" מחשבתי, מה אפיון תיק מסוכן כאשר שינוי ריבית הם גורם אקסוגני שמשפיע על המערכת. בסך הכל בעולם שבו הריבית היא הגורם העיקרי שמשפיע על מחירי ניירות ערך, על שער החליפין, על ניהול סיכונים שנגזר מכל הדברים האלה משתנות התפיסות המסורתיות לגבי מהו תיק השקעות מסוכן, שנת 2022 היא בדיוק שנה כזאת. ריבית ריאלית שעולה ב-2% תוך חצי שנה, שנובעת מהשפעות של הבנק המרכזי... כל מעריך שווי צריך להתמודד עם השפעות אלו.

שלומי שוב

תודה רבה אמיר. לפני שאנחנו שומעים את צביקה נעשה קצת סדר. אני אשמח לשמוע ממך (רון יפו) איך אתה באמת רואה את ההשפעה על התחום הנדל"ן היזמי?

רון יפו

אני אתן אספקט צר על תחום המגורים בישראל בהיבט של הריבית כמו שאני רואה אותו.

אני אחלק את זה בעצם לשני חלקים: מה בעצם קורה בצד של רוכשי הדירות ומההיבט היזמי.

בצד של רוכשי דירות אנחנו נכנסים לתקופה שכבר ראינו אותה הרבה פעמים בעבר, בעצם מנסים לייצר כרגע הקפאת ביקושים. אנחנו רואים הרבה מאוד אנשים, ששומעים את הצד שאומר שאולי המחירים ירדו, שאולי כדאי שנחכה ואז בעצם בדרך הזאת מנסים להקפיא ביקושים. אנחנו מודעים לזה שהפער בין ההיצע לבין הביקוש הוא גדול מאוד עדיין במדינת ישראל. והוא רק צפוי לגדול. זאת כיוון שאנחנו נמצאים במצב דמוגרפי שלא דומה לאף מדינה מפותחת בעולם המערבי. אגב, זה נכון בכל המגזרים (החילוני והדתי). בהערת אגב, גם הציבור החילוני גדל בקצב גבוה הרבה יותר מכל ציבור חילוני בעולם המערבי. בהיבט של הקפאת ביקושים, אני חושב שיכול להיות שנראה ירידה בקצב כניסה למשרדי המכירות, אך יש לזכור שזהו כיבוש ביקושים זמני. בסופו של דבר ביקושים אלה צריכים להתפרץ, ויכול להיות שיתפרצו בעוד כמה חודשים. וכמובן שיש לזה השלכות, למה שקורה במשק.

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

אפסיות, פיזור כסף לציבור, עשו התאמות תקציביות כפי שאנחנו יודעים וכמובן - קנו בשוק. גם תכננו לקנות, אני לא יודע אם הספיקו, גם אג"ח קונצרניות וגם מניות. המדינה הייתה קונה בזול, וכשההיסטוריה הייתה שוככת והמצב היה מתייצב הייתה משחררת את ניירות הערך, מוכרת בחזרה לציבור ובעצם מרוויחה עודפים. עכשיו אני מסייג את הדברים הללו, היו למשל שתי דוגמאות של מדינות, אז ב-2008, שהחוסר אז היה האחריות של הבנקים שם. כל השימוש ב-CDO ובמכשירים עם ההנדסה הפיננסית המתוחכמת וחוממות ה-AAA, היו מוגדלים וכבדים על המדינה מידי. למי שזוכר, בקפריסין ואיסלנד המשבר היה גדול מידי. ומי שזוכר בקפריסין, שהמדינה בסוף לא יכלה להציל כבר את המצב החלה לעשות תספורות. לדוגמה אם היית עם 50 אלף יורו פיקדון, אז קיבלת את הכל או תוכל למשוך את זה עוד שנה. ככל שאתה עולה במספרים אז התספורת גדלה. בפיקדונות אחת הבעיות המרכזיות בשיטה הקפיטליסטית היא יציבות במערכת הפיננסית. ביום פקודה, מי שממונף פי 15 על ההון העצמי - מט לנפול! זה אקסיומת. ללא תלות בדרך בה הוא רושם את הדברים חשבונאית. הערת אגב, זו אחת הסיבות שאני - יאיר לפידות, סירבתי להשקיע במכשיר ה-COCO שהונפק על ידי בנקים, במסלול המחיק! ומי שלא מכיר, היו שני מסלולים:

1. מסלול א - מכירים אותך לטובת הכפייה בנכס חובה.
2. מסלול ב - מוחקים אותך לטובת ההון העצמי.

מי הנפיק כאלה? איפה שבמקרה יש בעלי שליטה. אני קראתי למכשיר הזה - מכשיר לא מוסרי! בעיניי, זה לגרום לציבור הרחב לבטח באמצעות הפנסיות שלו את הטייקונים כנגד קטסטרופות. זה נראה לי לחלוטין לא הגיוני! כאמור הבנקים המרכזיים והממשלות ב-2020, הגיעו באמת לאומנות עם הסיפור הזה. יש אומרים שבנדיבות יתר אפילו. הרצון לעזור בכל הדברים הללו, פגעו במוטיבציה של הציבור לעבוד. לאור המכה שקיבלה מדינת ישראל בעבר בגלל משבר האינפלציה של סוף שנות ה-70 ותחילת שנות ה-80, הייתה ישראל המדינה היחידה בין מדינות ה-EOCD (למרות שלא הייתה חלק ממדינות ה-EOCD) שפיתחה את הכלים להתמודדות עם אינפלציה בחשבונאות, במיסוי ובשוק ההון יותר מכל מדינה אחרת. האג"חים אשר הונפקו בהצמדה, הדוחות היו מותאמים לאינפלציה ואף מס הכנסה על חברות היה מותאם לאינפלציה! בראייה שלי, כאשר אני מבצע תחשיבים של הערכות שווי, השימוש בשיטה הנומינלית הוא נוח והוא מהווה

כמובן שנראה הבדל בין חברות מאוד ממונפות לבין חברות ששמרו על יחסי מינוף סבירים, שלא תהיה להם בעיה למחזר חוב בשנה שנתיים הקרובות. אני חושב שבהיבט הזה יהי צריך לבדוק כל חברה לגופה, ויהיה צריך לראות מי מהחברות מאוד ממונפת, ושאלן להן באמת אפשרות להנות מהמרווחים של שווי הקרקע כיום לבין שווי הקרקע שהיה בעת רכישת הקרקע. ולכן, שם צריך לבחון כל חברה לגופה, ולראות כמה יחסי המינוף הגבוהים עלולים להשפיע על היכולת של החברה לעמוד בהחזר החוב.

צביקה אקשטיין

הסביר את המדיניות המוניטארית

יאיר לפידות

אני אתחיל במספר הערות, בהקשר של הדברים מהמצגת ובכלל.. בהמשך לדברים שאמר צביקה - הסוגייה של איך פועלות ממשלות ובנקים מרכזיים בנסיבות של משבר קשה, שהסטאז' באמת היה במשבר של 2008, אז נגממו תקופה ארוכה למעשה כשהתחילו ליפול הבנקים בהתחלה ההתערבות הייתה לא משמעותית, עד שזה הגיע לבנקים הגדולים.

כש-City Bank ו-AIG עמדו ליפול הבינו שאם לא יתערבו מיידית ובעוצמה, כל המערכת הפיננסית הקפיטליסטית כפי שאנחנו מכירים אותה - תיפול. זה היה אפקט דומינו עצום ממדים שהיה קורה מהר מאוד. אחת התופעות ב-2008 למי שזוכר, היה קפיצת הליבור בלונדון ל-15%.

בנק אחד שיושב בצד אחד של הכביש, לא האמין למאזנים של בנק אחר שיושב מולו. והוא יודע - עם מינוף של פי 15 או 20 על ההון העצמי כפי שמוצג חשבונאית. כלומר עמדת הבנק שישב ממול היא "אין לי מושג ירוק מה באמת איכות המכשירים שלו ולכן אני לא מאמין". זה היה אחד הסימפטומים המרכזיים של ההיסטוריה המוחלטת. למעשה בזמנים שבהם הציבור, הכלכלה והעסקים נכנסו לשפל חמור, שלא נאמר - היסטוריה עמוקה, המבוגר האחראי האחד והיחיד הוא הממשלה והבנק המרכזי. ואז הם צריכים לפעול בכל הכוח. כאמור הם נגממו ב-2008 עד שהם הגיבו למצב המשק ובקורונה ב-2020 שתפסה את העולם בהפתעה, ואף אחד לא ידע לאן זה הולך, התגייסו מיידית במלוא העוצמה בדמות - ריביות

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

כולל ארה"ב) בועת ניפוח קיצוני של מחירי המניות והשוויים של החברות. הפיכתן של חברות סטרט-אפ ליוניקורנים הייתה עניין שבשגרה (כאשר בשיא - בישראל היו כ-70 יוניקורנים). דבר נוסף שהאיץ את ניפוח השוויים של החברות הוא הקדמת ההתפתחות הטכנולוגית והדיגיטלית וכתוצאה מהקורונה שהאיצה את קצב ההתפשטות שלה באותם ימים. כל אלו, יצרו בועה מטורפת שבימים אלו מתחילה להתפוצץ אשר תקרין ללא ספק על הענף כולו. כלל המרכיבים של ריבית אפסית, כוח קניה חזק ומהפכה דיגיטלית משמעותית, היו שילוב קטלני בהקשרים הללו. עכשיו הענף והחברות סופגות מכה משמעותית ולדעתי המצב לא יחזור להיות כפי שהיה. יותר מזה, אני חושב ש-95% מהציבור בישראל אינו יכול להעמיד הון עצמי בשביל לרכוש דירה בישראל והדבר הזה לא יכול להימשך.

אופיר שריד

אני חושב שגם אם המשפט הזה נכון אנחנו נמצא שגופים אחרים נכנסים לשוק הזה. קורת גג צריכה להימכר. אני חוב שגופים מוסדיים יכולים להיות כוח הקניה של דירות, היום זה עוד לא קיים, כדי לאפשר לציבור לשכור אותה. במצב זה אין השפעה של התשואות על השכירות היות וההתייקרות בטווח הרחוק תהיה על עליית הערך ולא על התשואות.

אמיר ברנע

מפנה שאלה ליאיר: הנושא של הדיון הוא "השפעת שינויי שיעורי הריבית על מחירי ניירות הערך". חלק מניהול התיק שלך כולל השקעות משמעותיות בשווקים זרים בחו"ל עבור קופות גמל, קרנות פנסיה ומכשירים מהסוג הזה. השווקים מושפעים באופן ישיר מהשינויים הללו. איך אתה מנהל את התיק אל מול השפעות אלו? שיעור ההשקעה בחו"ל עולה/יורד? שיעור השקעה בשוק המקומי עולה או יורד? האם קיים מעבר מהשקעה במכשירי הון למכשירי חוב? כלומר, מה היא התגובה שלך לשינוי שיעורי הריבית?

יאיר לפידות

עלויות הריבית או האינפלציה הלא חזויה הפגיעה את כולנו. אני

קירוב טוב כאשר האינפלציה זניחה. עם זאת, ככל שנימצא במצב של אינפלציה מתפרצת - מי שיעבוד עם תחשיבים נומינליים עלול לאבד את הצפון. ביסודה בניית תחזית היא צופה פני עתיד. כיצד ניתן לחזות או להשוות בין הכנסה צפויה בשנה החמישית או השביעית אל מול הכנסה בשנה הנוכחית? אם האינפלציה השנתית מגיעה נניח ל-10% מדובר בכוח קניה שונה לחלוטין משנה לשנה. זה בלתי ניתן לחיזוי או לשליטה טובה בנתונים. כתוצאה מכך בשיטה הנומינאלית קשה יותר לחזות בצורה טובה ערך נוכחי ולכן, המעבר לחישוב תחשיבים בשיטה הריאלית הוא חובה הן בתזרימי המזומנים והן במחירי ההון. במחירי ההון האירוע המרכזי הוא שאלת הריבית חסרת הסיכון. שיעור הריבית חסרת הסיכון היא מזווית של שוק ההון ומערכי שווי. לדעתי יש להגדיר כמחיר החוב הצמוד ממשלתי (Rf) לעשר שנים. בארה"ב TIPS הגיעו לתשואה לפידיון של כ-1.5% בערך, אחרי שהיו בשיא המשבר של הקורונה במינוס 1%. כלומר מדובר על עליה של 2.5% לערך משיא השפל. מצד שני, קיימת השאלה - בהסתכלות על תזרים לשנה הבאה, מה זה ערך ריאלי, מתי שומרים על מכירות והרווח התפעולי באמת? אם המכירות גדלו ב-3% והאינפלציה הינה כ-7%-8% אז קיימת שחיקה משמעותית ריאלית במכירות וברווח התפעולי. המתודולוגיה החשבונאית של FFO ריאלי בנדלן המניב בישראל, הובילה לזה שהענף המשיך להיות מממון באפיקים צמודים. ככל הנראה, הענף היחיד בבורסה שהמשיך להנפיק בבורסה בעיקר צמוד. דמי השכירות צמודים וה-FFO נמדד ריאלית. הואיל ואפיק המימון היה נומינלי - הפרשי הצמדה לא היו מתוקננים ב-FFO. לכן, דבר זה הביא למוטיבציה בענף לקחת מימון ריאלי.

שאלה גדולה שקיימת היא מהו כוח הקניה של הציבור והאם המחיר הריאלי עומד לעלות או לרדת? לדוגמה הכפלת מחירי הנפט. נניח שישאל הייתה מתמודדת עם ענף הגז כמו גרמניה, היו מייבאים לנו LNG או דברים מהסוג הזה, במחירים שווי ערך של 400\$ לחבית - תחשבו מה היה קורה לכלכלה? מה היה קורה לכוח הקניה, אחרי שאירוע כזה היה צריך להיות משולם על ידי כספי הציבור? היינו מגיעים למצב של פגיעה אמיתית בצמיחה ובכוח הקניה. בענף הנדל"ן המניב ובכלל בכלכלה הישראלית בשנתיים האחרונות בפרט, מאז ההתאוששות המשמעותית במחצית השנייה של 2020 מהקורונה, בשילוב התערבות הממשלה ומדיניות הריביות האפסיות - התפתחה בהייטק הישראלי ובעולם (אגב, משקלו של ענף ההייטק בישראל מהרכב הכלכלה הוא הגדול ביותר בעולם,

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

הריבית הנומינלית כתגובה וזה ייעשה בשיעורים משמעותיים יותר
כדי לבלום את המצב.

שלומי שוב

יאיר, בהסתכלות שלך על הערכות השווי, איך אתה רואה את
ההתאמות?

יאיר לפידות

אם ניקח את עולם הנדל"ן המניב בחברות הגדולות, הייתה תקופה
של זחילה כלפי מטה ב-CAP, כתוצאה מהתשוואות של ריבית
חסרת הסיכון, בהערכות השמאים. בניתוח השוק וחברות הנדל"ן
המניב, ניתן לראות שהאומדנים וה-Implied Caps (צריך לנקוט
משנה זהירות בתחשיבים הללו - התהליך שעושה בלומברג הוא
לא תחשיב מלא ונכון). כל נושא זכויות הבניה הנוספות או לחילופין,
פרויקטים שטרם שוערכו, רשומים בערכים מאזניים היסטוריים,
אשר לא משתקפים ב-Implied Caps ועל כן, יש לבצע התאמות.
עם זאת, ה-Implied ירד מתחת להערכות השמאים. הערכות
השמאים היו באזור 6.5% בעוד ה-Caps בשוק Implied ירד לפני
שנה לאזור של 5%. השמאים עובדים עם המגמה אך באיטיות, תוך
שהם מחכים לעסקאות. כאמור, חלה ירידה משמעותית בהיקף
העסקאות עד כדי שבחלק מהזמן לא היו עסקאות כלל. כיום, לאחר
התיקון - השוק נמצא באותם אזורים של השמאים ה-CAP כך
שהשמאים לא צריכים לעשות שינויים גדולים אל מול מה שהיה
קודם.

צריך לזכור שה-Implied מביא איתו שאלה נוספת. איך מחשבים
את ה-NPV לאור התוספות הריאליות העתידיות? לדוגמא: שוק
השכירות למשרדים בישראל. בשנתיים האחרונות, משרדים
במרכז תל אביב אשר הושכרו במחירים של 100-120 ש"ח למ"ר
קודם קפצו למחירים של 200-250 וזאת לאור התחזקות של ענף
ההייטק אשר מחפש מיקומי פריים.

אבי ורטהיים

צריך לשים לב שיש גם צד שני למאזן. השווי ההוגן של צד
ההתחייבות, אותו איננו מציגים. שווי המושפע משינוי הריבית בשוק

לא מכיר מישהו שהיה בפוזיציה שורט על אג"חים או מכשירים
מהסוג הזה. קיימת היערכות כוללת ויש לנו איזון בין תיקים צמודים
(בישראל יש אפשרות להחזיק תיקים צמודים בשיעור גבוה יותר
מאשר בחו"ל) במקטע האג"חי. במקטע האקוויטי, השוק המקומי
בישראל קטן מדי. צריך לזכור דבר אחד - לאור העובדה שענף
ההייטק מדלג ברובו על הבורסה המקומית בת"א, למעשה אין
ייצוג מספיק נאות של הכלכלה הישראלית בתצורת השקעה רק
בבורסה המקומית. בגלל שעולם הפנסיה והגמל הישראלי גדול על
המשק ושווי ההון המקומי עם קצב ההפקדות הגדול שלו, אין ברירה
למערכת אלא ללכת בחלקים יותר משמעותיים לשווקים הזרים.

אמיר ברנע

גם מהדברים של צביקה אקשטיין, כאשר מדובר בהשקעות צמודות
מדד, הריבית הריאלית עלתה. כלומר השינוי בריבית הריאלית אינו
נופל מהשינוי בריבית הנומינלית (ניתן לראות את החישוב בחומר
הרקע לדיון). אם הבנק המרכזי, רואה בריבית כאמצעי החזק ביותר
והיחיד לווטו המשק וויסות הכלכלה - מה האפקטיביות של
השקעה באגרות חוב?

יאיר לפידות

ראשית, החלטה על מח"מ. אם אתה חושש מתהליך של עליות
ריביות ספיגת ההפסדים תהיה בד"כ קטנה יותר משמעותית,
בטח כשמדובר באזורים של אג"ח קצרות. אגב, זו הגישה שנקטנו.
יתרה כן, בבדיקת סטיית התקן של הריבית הנומינלית או בטח
ב-Treasury ל מול ה-TIPS לעשר שנים זה 1% הבדל שנתי
בתנודתיות.

אמיר ברנע

שוב, השינוי בריבית הריאלית הוא דומה לשינוי בריבית הנומינלית.

יאיר לפידות

השינוי דומה אבל הוא עדיין נמוך יותר. יותר מזה, הוא נמוך יותר
לאורך זמן. זה מכיוון שבעת אינפלציה מואצת תהיה התפרצות של

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

לעומת תנאיו המקוריים, יחד עם המח"מ שלו.

יאיר לפידות

זה נכון - יש פה אפקט מקזז. בכל אופן, צריך לשים לב שהאפקט של המחירים הללו היה הרבה יותר משמעותי מעניין הריבית. בלי להזכיר שמות, אני מכיר מקרה של שחקן מאוד משמעותי בעל מלאי עשיר באזור תל אביב רבתי אשר בונה תכנית עסקית על מחירים של 160-180 דולר למטר. חשוב להדגיש כי אני למרות שאותו גורם לא העלה את רמת המחירים, אני לא מכיר גופים, שאינם הייטק, שיהיו מוכנים לשלם מחירים כאלה. בפרט יוניקורנים או חברות המתיימרות להיות "דקה-קורנים". הלך הרוח בחברות אלו הן שעליית מחירי הנדלן המניב קטן עליהן - "מה זה עוד \$100 למטר בשבילנו?". בהייטק הדברים יצאו מפרופורציה בהקשרים של כוח אדם. היום בחברות יש תפקיד הנקרא "ממונה חוויית עובד".

אמיר הסל

אני אתייחס לכמה נקודות. נקודה ראשונה היא חישוב שווי השווקים על בסיס המודל הבסיסי של היוון התזרים לאינסוף, בדומה למודל שיאיר הציג בשקפים שלו. על פי המודל, השווי הנוכחי הוא התזרים בשנה הראשונה חלקי מחיר ההון פחות שיעור הצמיחה (G-). אני אמרתי בוא נבודד ונראה את השפעת שינוי התשואה חסרת הסיכון על השווי. לקחתי את S&P בסוף שנת 2021, עם מכפיל של 26.5, מדובר על מכפיל היסטורי. עניין אותי לראות אילו הנחות היו גלומות בשוק על פי המודל, לפני עליית התשואות. לקחתי את הריבית חסרת הסיכון שהייתה בסוף 2021 - 1.89% (מבוססת על אג"ח ממשלת ארה"ב ל-30 שנים) (אפשר להסתכל גם רק על 10 שנים קדימה, זה לא מהותי כל-כך) עם שיעור צמיחה של 3% (אומדן שהיה נראה לי נכון להשתמש בו) והגעתי לפרמיית סיכון של 4.88%, לא מאוד רחוק מהתוצאה שיאיר הגיע אליה. כל מה שנשנה עכשיו הוא את ריבית חסרת הסיכון ל-30 שנה, שעלתה ב-236 נקודות) במטרה לראות מה צריך להיות המכפיל הנוכחי. התוצאה הייתה שאם המכפיל עמד על 26.5 בסוף 2021, היום הוא היה אמור לעמוד היום על 16.3. עם זאת המכפיל כיום עומד על 18.7, כלומר על פי הכלל הזה שוק המניות - מדד SP500 צריך לרדת, מעבר לירידות שירד עוד 13% בהסתכלות על התשואות ל-30 שנים

ועוד 17% בהסתכלות על התשואות ל-10 שנים. כל זה בהנחה שפרמיית הסיכון לא השתנתה בכלל ושההנחות לגבי הצמיחה לא השתנו בכלל. זה נותן נקודת מבט לגבי השפעת העלייה הדרמטית בריביות על השווקים. כלומר, ניתן לראות שהשוק לא התאים את עצמו באופן מלא לעליית שיעורי הריבית. צריך לזכור שהרווחיות ב-2021 היא רווחיות שיא, לכן ההנחה שאין שינוי בצמיחה ושאין שינוי בפרמיית הסיכון היא הנחה מאוד מקלה עם השווקים.

נקודה שנייה נוגעת לגידור מט"ח על ידי מוסדיים - היסטורית, כשהתחלנו להשקיע בגופים גדולים בחו"ל הגענו למסקנה שצריך להפריד בין באיזה מכשירי השקעה אנחנו נרצה להשקיע, לבין חשיפת המט"ח. כשהדרך הייתה לגדר את חשיפת המט"ח, כאשר רצינו להשקיע בעוד נכסים בחו"ל בלי להיחשף למט"ח. ולכן, בצורה די אוטומטית, הדיון על החלטת השקעה בנכס כלשהו, הפך לדיון נפרד לגמרי מהדיון על חשיפת המט"ח. לדוגמה, אם אני נותן אשראי ביורו, אני לא בהכרח מקבל באותו רגע את ההחלטה של הגדלת היורו ואם אני לא רוצה להגדיל יורו, אני אוטומטית מגדר. אבל - קיימת השאלה "מה היא חשיפת המט"ח?", או מה נכון לספור תחת חשיפת המט"ח השאלה העיקרית לטעמי היא, האם השקעה במניות היא חשיפת מט"ח שצריך לגדר אותה? זו בעיניי שאלה מאוד חשובה ומשמעותית. היסטורית, לא גידרנו את המניות ממספר נימוקים:

א. מניות הן נכס פיננסי מאוד תנודתי. תנודתיות הרבה יותר גדולה מהמט"ח.

ב. אי ודאות לגבי מהי חשיפת המט"ח של מניה מסיימת. לדוגמא - מניית טבע שנסחרת בתל אביב, ובניו יורק, ושערה נקבע בניו-יורק. התנהל ויכוח גדול האם צריך לגדר את חשיפת המטבע מהשקעה בה?

ג. מניות שנסחרות בניו יורק אבל בעצם פעילות בשווקים אחרים, איזה מטבע מגדרים

ד. קיימת בעייה טכנית קשה לגדר "חשיפת מט"ח של שווקים מתעוררים" או יפן וכו' אשר לא באמת ניתן לגדר.

ה. מתאם שלילי בין שוק המניות למט"ח. בדרך כלל בזמן משברים, מפולות בבורסה החל פיחות ואז מתקיים גידור טבעי.

לאור זאת, היסטורית הגופים המוסדיים לא גידרו את חשיפת המט"ח במניות.

לאחר מכן, בשנת 2008 ראינו מפולת בשוק המניות בלי פיחות. בהמשך הרבה מאוד שנים ראינו את התיסוף המתמשך של השקל,

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

הסאברייס, הגדיל את דרישות ההון. העלייה בדרישת ההון זו הייתה כמעט פי 2. התוצאה - חלק ניכר מהנזילות שהזרימו הבנקים המרכזיים לא הגיעה לשווקים, לא הגיעה לפירמות, אלא נתקעה במרתפי הבנקים.

שלוש סיבות אלו הביאו למצב שלדעתי הוא לא נורמלי, ולכן לא נוצרה אינפלציה. עד שנת 2020 והתפרצות מגיפת הקורונה. כל הבנקים המרכזיים חשבו שיש נוסחת קסם. הגישה של הבנקים הייתה "אם במשבר הקודם הדפסנו 2 טריליון דולר, עכשיו נדפיס 8 טריליון דולר". התוצאה היא חד משמעית - התפרצות אינפלציונית! זה לא נבע משרשראות אספקה, אלא מעודפי נזילות שהציפו את השווקים. לדעתי אין ברירה אלא לחזור למציאות, מחזורי עסקים קיימת. כל פעם שהריבית יורדת, הכלכלה מתחממת ואנחנו מגיעים לאותו מצב של התפרצות אינפלציונית.

אלון גלזר

ראשית, אני מאוד מסכים עם הדברים של אמיר (הסל). לגבי הבנקים, מאוד מעניין כי דיברנו על השווי שלהם והשפעה של הריבית. מה שהבנקים נתנים כדיווח הוא סובייקטיבי. מדובר בהערכה שלהם על התחזית להכנסות בהתאם לעליית שיעור הריבית. אני חושב שיש הבדל עצום בין עלייה מ-0% ל-1% לבין עלייה מ-3% ל-4%. חיזוק לכך ניתן לראות שכבעת העלייה הראשונה של הריבית ל-0.5% אף אחד לא העביר את הכסף שלו לפיקדונות בעוד כשהריבית עלתה ל-3% הרבה מאוד אנשים העבירו את כספיהם לפיקדונות. רוב הרווח של הבנקים נובע מהכסף שנמצא אצלנו בחשבונות העו"ש שהם מלווים אותו בריבית פריים. ולכן ההבדל בין האחוז הראשון לאחוז הרביעי הוא עצום. פה נכנס גם הדברים שהוצגו לעניין ההפרשות. הפרשה ב-1% אל מול הפרשה של 4%, מדובר במספרים שונים לגמרי. יש גרף שמספר סיפור מדהים על כמה הפרשות היו נמוכות שהריבית הייתה אפסית. אם נחזור עשור אחורה, אני לא חושב שאפשר לומר שהבנק למד לתת אשראי יותר טוב. אפשר לומר שחל שיפור קל והחיתום יותר איכותי אך הריבית משמשת פה פקטור מאוד משמעותי. דבר נוסף, באשר לשוק המניות - ההכנסות של הבנקים עולות וההפרשות גם הן והתמחור של הבנקים צריך להיות במכפילים יותר נמוכים. הריבית חסרת הסיכון להיוון קטנה ולכן אני חושב שאנחנו נגלה שהתרומה של שני הפקטורים האחרונים (החיתום האיכותי והעלייה בהפרשות) תהיה

ולכן בהדרגה הגיעו, למיטב ידיעתי, כל הגופים המוסדיים למסקנה שיש לגדר גם את חשיפת המניות ולא רק את חשיפת המט"ח.

אמיר ברנע

אמיר, האם לאור מה שיאיר אמר תבצע בדיקה נוספת?

אמיר הסל

אני חושב שזאת התמונה. אבל כתוצאה מהמסה האדירה שדיברת עליה, בהיקף של 90 מיליארד דולר, נוצר מתאם, לפחות בטווח הקצר, כמעט מלא בין נפילות בבורסה בארה"ב לבין פיחות. המתאם הוא טכני כתוצאה מהגידור של הגופים המוסדיים. ברגע שיש מפולת נוצר מחסור. במוץ 2000 הייתה קטסטרופה, לא היה דולרים בשוק בגלל שכל המוסדיים נאלצו את להביא את כל החוזים שלהם. ולכן יש היגיון לקצץ. השורה התחתונה - והיא לא חד משמעית, אני חושב שנכון לא לגדר את כל המניות, אבל בעיניי זו הנקודה המרכזית.

נקודה שלישית נוגעת לריבית כמכשיר לויסות עסקים - היסטורית, מחזורי העסקים היו כאלה: מיתון, הורדת הריבית על ידי הבנק המרכזי, הממשלה מגדילה תקציבים, יוצאים מהמיתון, יש צמיחה, יש גאות יש התחממות האינפלציה מרימה את הראש, המחירים עולים וחוזר חלילה. ב-2008-2009 בעקבות המשבר הכלכלי, הכלכלן בן ברננקי הוריד את שיעור הריבית וממשלת ארה"ב הדפיסה כמויות גדולות של כסף. אבל בשונה ממחזורי העסקים שראינו בעבר, - לא הגיעה אינפלציה! במשך 14 שנים, למעשה עד ימינו (2022), השווקים חשבו שפתרנו את בעיות הכלכלה. בכל פעם שניתקל במצב של מיתון עושים שני דברים: א. מגדילים את הגירעון ולוקחים חובות וב. מדפיסים עוד כסף ומורידים את הריבית - אבל אין לכך מחיר ואין אינפלציה ולכן פתרנו את בעיות הכלכלה בעולם - אין יותר מחזורי עסקים.

לדעתי, הורדת הריבית והדפסת הכסף בשנת 2008 לא הביאו לאינפלציה בגלל מספר סיבות: סיבה אחת היא שיפורים טכנולוגיים משמעותיים שהביאו לגידול בפריון, סיבה שנייה היא האינטרנט שהגדיל את התחרות בצורה דרמטית - השווקים נהיו גלובליים וסיבה שלישית שהיא הכי חשובה לדעתי - במקביל לכך שהבנק המרכזי הדפיס כסף. הפיקוח על הבנקים, כלקח ממשבר

השאלות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

אמיר ברנע

אתה עושה הבחנה בין מגדל לכלל למשל, שיש להן השפעת ריבית משמעותית על הרווחיות עקב היוון הוצאות עתידיות לבין חברות הביטוח האחרות?

אלון גלזר

לכולן יש השפעה. אצל מגדל וכלל היא טיפה יותר משמעותית. אבל בגדול, כל החברות לדעתי הנזק הגדול בדרך יהיה קשה, בטח במחירי הניירות העתיד יהיה יותר טוב אצלם. בבנקים מצד שני, הטווח הקצר הוא נהדר והטווח הרחוק פחות.

אמיר ברנע

זה לא תמונה דיפרנציאלית בתוך הסקטור המניתי. אני אומר, אם השינוי הוא ריבית - תבחר לך איזה סקטור אתה רוצה. ואתה אומר - לא! ההשפעה תהיה מאוחדת על כלל הסקטורים.

אלון גלזר

אנחנו רואים דווקא שהבנקים מגיבים מאוד יפה, כי כולם מצפים לתמונה של ההכנסות. אגב לדעתי, הריבית עלתה מהר מדי. הבנקים אוהבים להיות יותר בסביבה של 0%-1%. ברגע שהריבית עולה לשיעור של 3%-4% אנחנו נראה קיטון בהכנסות המימון וגידול בהפרשות.

שלומי שוב

מעניין. בואו נכניס גם את הרגולטורים לתמונה. יעקב תרצה להוסיף מה אתם רואים מנקודת המבט שלכם לקראת פרסום דוחות החברות לרבעון השלישי?

יעקב ידוקוביץ

הזכרת מקודם את המסמך שפרסמנו ואכן החלק האחרון שלו מתעסק בעיקר בהשפעת הריבית על ירידת ערך אבל זה דווקא

יותר משמעותית מהתרומה של גידול בהכנסות הריבית.

אמיר ברנע

האם באמת הצפי שלך הוא לאי גידול ברווחיות הבנקים לרבעונים הקרובים, בפרט לרבעון השלישי והרביעי השנה?

אלון גלזר

הגידול הוא מטורף! התרומה של הריבית היא עצומה. מדובר בגידול בהכנסות של מיליארדים! אני חושב שנראה את הבנקים מבינים את זה. אולי ישתמשו בזה CECL ואולי רק ייצרו כרית ביטחון. אני חושב שכבר ברבעון הרביעי נראה עלייה משמעותית בהפרשות ואף ברבעון השלישי. בסוף, שנת 2022 היא כזו טובה שמאוד קשה יהיה לא לייצר כרית ביטחון. בשנה הבאה, לדעתי אנחנו בעולם של הפרשות כמו בעשור לפני מדיניות "הכסף הזול". אגב, השנה מניית הבנקים הן כמעט אפס.

אמיר ברנע

ההשפעה הזו היא רק בבנקים או שמא מדובר על כל הסקטור הפיננסי שבעצם אין לו חשבונות עו"ש ועל אף שיש לו מקורות המושפעים משיעור הריבית?

אלון גלזר

אני חושב שרק אצל הבנקים התרומה מהכנסות הריבית היא כזו משמעותית, כלומר בחברות אחרות שנתנות אשראי חוץ בנקאי אין תרומה כזו הם לא נהנים מהמרווח הזה. חברות ביטוח לדוגמא, רוצות ריבית גבוהה אבל הדרך לשם היא נורא קשה כי הן מפסידות המון בתיקי ניירות ערך. חברות אלו לא אוהבות אינפלציה, האינפלציה לא טובה להן, הפרמיות, הפוליסות ומה שהן משלמות הוא צמוד למדד ולכן הן מאוד אוהבות סביבת ריבית גבוהה אך לא את הדרך לשם.

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

יעקב יודקוביץ

אי אפשר שהריבית חסרת סיכון תהיה מאד נמוכה ושעדיין שיעור הצמיחה יהיה גבוה. יש קשר בין הנתונים. בנוסף, לפני שעושים הערכת שווי במונחים ריאליים, קודם כל צריך לשאול את השאלה - האם החברה היא כזו שהשפעה של האינפלציה על השורות השונות היא דומה? וגם לא לפספס היבטים טכניים כמו השפעה על Fixed Assets לטווח מאוד ארוך. לדוגמא - מס הכנסה לא מאפשר התאמה לאינפלציה ואז מגן המס מאבד חלק משמעותי מהערך שלו. אלו הן השפעות של האינפלציה על הערך השווי של הפירמה שאי אפשר על ידי שימוש בנתונים ריאליים לוותר עליו.

אמיר ברנע

אז איפה נכנסים כל הנתונים והצפי לעתיד הזה? בדו"ח הדירקטוריון?

יעקב יודקוביץ

הגילוי יופיע בדוח הדירקטוריון. כמובן זה לא מידע שיופיע במצב רגיל בדוחות הכספיים. כמו שאמרתי קודם, התחלנו את העמדה במקרים של חברות שלא קרובות לאזור הסכנה - שם הסתפקנו יותר בגילוי איכותי שמסביר את ההשפעה על השורות השונות. כשמדובר בעליית ריבית די ברור מה היא ההשפעה, כשמדובר באינפלציה כמובן זה יותר מורכב. לגבי חברות שיחסי הכיסוי שלהם נמוכים, ביקשנו תיאור יותר מפורט שמראה ממש איך החברה יכולה להתמודד עם עליות הריבית והאינפלציה.

אמיר ברנע

אז תגיד לי אתה, עם כל הכנות המקצועית - אתה רואה דוח דירקטוריון של בנק, שבו טבלה אחת תפרט את השפעות הריבית על השווי הכלכלי?

שלומי שוב

זה לא אליו. יבגני, תרצה להוסיף את הדברים שלכם בראיית הרשות

החלק הפחות חשוב מבחינתי. לא היו שם הרבה חידושים. מבחינתי החלקים החשובים יותר הם החלקים הראשונים במסמך שעוסקים בגילוי מחוץ לדוחות הכספיים. שם ביקשנו להתייחס לכל השפעות של האינפלציה והריבית. בחלק זה התייחסנו באופן מיוחד לחברות שהשפעת הריבית והאינפלציה עליהן יכולה להיות מהותית מאוד לרעה. למשל, חברות שאם ניקח את הערכים הנוכחיים שלהם ונעלה מעט את הריבית ו/או האינפלציה הן יגיעו למצב של יחסי כיסוי שליליים או יתקרבו להפרת קובננטים ובמקרים אלו ביקשנו ניתוח כלכלי מפורט. יש חברות שעשו את זה יותר טוב ויש חברות שעשו את זה פחות טוב ולא ראינו אחידות ברמת היישום.

אני רוצה להתייחס גם למה שנאמר כאן קודם, שאת ה-FFO יש להציג בערכים ריאליים תוך נטרול האינפלציה על הוצאות הריבית. בהקשר הזה, חשוב לשים לב, שלפי עמדת רשות ניירות ערך צריך להציג את הנתונים הנומינליים. אנחנו מודעים לעובדה שחברות הנדל"ן מציגות לאחר מכן FFO נפרד עם זווית הסתכלות משלהן אך חשוב להבהיר שמבחינת הרשות לניירות ערך ה-FFO הוא בערכים נומינליים בלבד. אנחנו לא חושבים שיש הצדקה להציג את הנתונים בלי השפעת האינפלציה על החוב.

נושא נוסף, הוא נושא הערכות השווי אשר נעשות בנתונים ריאליים לאור הקושי להביא בחשבון את האינפלציה בכל אחת מההנחות. אין לנו התנגדות עקרונית לעניין הזה אבל אציין מספר נקודות שנראות לי רלוונטיות לנושא זה: יש לזכור שאם משתמשים בנתונים ריאליים אז אי אפשר להגזים בנתוני הצמיחה לטווח הארוך. גם אם לוקחים בחשבון שבעבר האינפלציה לא הייתה כזו גבוהה, בכל זאת אם מורידים את האינפלציה משיעור הצמיחה שהיו רגילים להשתמש בו בעבר בהערכות שווי נומינליות (לדוגמא 2%), נגיע לשיעורי צמיחה מאוד מאוד נמוכים.

אמיר ברנע

אם הערכת השווי היא נומינלית, אתה מאפשר שימוש בשיעורי צמיחה של 2%-3%. ואם הערכת השווי היא ריאלית - יש לבטל את שיעורי הצמיחה?

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

לשוק ההון?

יבגני אוסטרובסקי

כמובן שעליית הריבית משפיעה מיידית גם ביחד לצד הנכסים והשערוכים. באשר לאיכות שערך נכסי חוב - פתרנו את זה עם מרכז מרכזי על ידי ציטוט של נכסי חוב ויש לנו מרכז נוסף בדרך. במקרה של השקעות באקוויטי ברור שיש שאלה כיצד מחירי האקוויטי הלא סחיר אמורים להיות מושפעים, איך הם מגיבים ואיך לעשות את זה. בדיוק עכשיו יש לנו מרכז חדש ואנחנו חושבים גם איך והאם לפתור את הסוגיה הזו.

אמיר ברנע

אז לפי מה שאתה אומר, השפעות הריבית על חברות ביטוח - היא בדיוק?

יבגני אוסטרובסקי

תראה, קודם כל - כאשר חברה מפרסמת דוח Solvency, הדוח מכיל ניתוח רגישות להשפעות ריבית חסרת הסיכון הריאלית. הסיבה לכך היא שהפרמיות לקבל, ההתחייבויות לשלם והתזרים הצפוי צמודים ברמה החוזית לאינפלציה. יותר קל להשתמש במודל הריבית הריאלית. אז לשאלתכם, יש גילוי המסביר את השינוי ביחסי ה-Solvency כפונקציה של שינוי בריבית הריאלית. בפועל, זה יותר מורכב מזה. כידוע, עליית שיעור הריבית מביאה לירידה בביקוש להשקעות במניות שוק ההון. לכן זה לא חד משמעי ולא כזה פשוט לנבא את ההשפעות אבל יש תחשיבים שמראים את ההשפעות הללו. גם בדוחות הכספיים חל שינוי בעקבות שינוי הריבית חסרת סיכון אולם מדובר בשינויים מסוג אחר היות ולדוחות הכספיים כללים אחרים.

אבל כאמירה כללית - לחברות בעלות התחייבות מח"מ לטווח ארוך, עליית שיעור הריבית יכולה לשפר את מצבם וזה בהנחה שלא חל שינוי משמעותי באספקטים אחרים.

אמיר ברנע

אבל כמשפט אחד כללי שלא מחייב אותך - מה לדעתך השפעות הגידול בריבית על התוצאות העסקיות של חברות הביטוח? האם ניתן לצפות את התוצאות כמו בבנקים?

בלי לסבך יותר מדי. תראו, כמו שנאמר פה - ההשפעה על הביטוח בסביבת עליית הריבית היא הרבה יותר מורכבת. כך למשל, ניתן לנסח את השאלה של ההשפעה על ביטוח דרך הדוח כספי או דרך ה-Solvency, או בכלל השפעה במציאות של היוון התזרים.

לכן זו לא כל-כך שאלה קלה לענות עליה. יותר מזה, קיימת השאלה איך סביבת הריבית החדשה משפיעה על המאזן והעסק הקיים של החברה שלי לעומת איך זה ישפיע על העסק העתידי שלי? איך זה משפיע על חברה עם מח"מ התחייבויות לטווח קצר או בינוני כגון חברת ביטוח אלמנטרית שמתעסקות בעיקר בביטוחי רכב לבין חברה שיש לה התחייבויות עם מח"מ ארוך בביטוחי חיים או סיעוד? חשוב להבין שבדוח הכספי כיום, לא כל הערכים במאזן הם ערכים מהוונים שמשקפים את העתיד אלא גם ערכים היסטוריים ויש גם שימוש בריביות חסרות סיכון או בריביות שהן לא ריביות שוק. ההשפעה של עליית ריבית על התיק הקיים בדוח הכספי כוללת ירידה בנכסים ובהתחייבויות אך לא דווקא באופן סימטרי. בעולם של Solvency הערכים יותר מחוברים לשוק והם משקללים בתוכם את השינוי בשיעור הריבית באופן יותר כוללני.

עליית הריבית הנומינלית קורלטיבית לאינפלציה. לדעתי, אם מדברים על ההשפעות על חברת ביטוח ומדברים על הביטחים כלכליים, הביטחים של Solvency, IFRS 17 או חלק מהסעיפים בדוחות הכספיים אז דבר חשוב לזכור הוא שההתחייבויות והפרמיות של חברת ביטוח לפי חוק צמודות למדד. לאור העובדה שלעיתים פרמיה מתקבלת לפני פירעון ההתחייבויות, כגון בביטוחי סיעוד או ביטוחים הכוללים חיסכון, אנחנו מגיעים למצב שהחברה צריכה להצליח לייצר את התשואה הריאלית שהונחה בתעריף על פני זמן. ולכן, בחברת ביטוח הדבר החשוב הוא בעיקר התשואות הריאליות. בעסק העתידי ולרוב גם בעסק הקיים חברת ביטוח תרצה שהתשואות הריאליות יעלו. כמובן שהדרך לשם עשויה להיות כואבת מבחינת שחיקה בשווי ההוגן של הנכסים אבל אם הן יהיו בפוזיציה שההתחייבויות שלהן הן במח"מים ארוכים יותר מאשר הנכסים הן יוכלו להרוויח מזה. גם האקטוארים משתמשים בענף הזה במודלים ריאליים. הריבית הריאלית היא אכן השאלה החשובה בחברות הללו.

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

רוני זרניצקי

כמה דברים בהתייחס לכל מה שנאמר פה: אני מסכים שבעולמות של IFRS אנחנו כמעריכי שווי - לא מעריכים חברות אלא מעריכים נכסי מקרקעין באופן פרטני וספציפי כאשר כל נכס עומד בפני עצמו. אומדן השווי עבור הנכס הספציפי הוא בלי להתייחס להתחייבויות החברה או למניות החברה וכו', אלא לנכס כ-SA. מאוד חשוב להבין את זה כי בעולם התזזיתי של שוק ההון והמניות אנו רואים שלא תמיד הדברים מתכתבים עד הסוף. אמיר בעצמו אמר ששוק המניות הוא סנסבילי ורגיש הרב יותר משוק המקרקעין בעצמו. דבר נוסף, בהקשר השיח שהיה בין אופיר ואבי לשאלת "האם העולם המניב הוא צמוד מדד?". אבי אמר "זה אגדה". אני לא יודע למה אבי בדיוק התכוון אבל בעיניי, הוא אגדה ובלבד שיש מי שישלם את ההצמדות האלו. להיתפס למונחים של עולם צמוד מדד בלי לבחון אותו, הוא בעייתי. אני חושב שההסכם של ההצמדה הוא יפה וצריך לכבד אותו, אבל לא רק לכבד אותו אלא גם לשלם אותו. ולא רק לשלם אותו אלא גם להבין שאם השוכר הספציפי שהתחייב לדמי שכירות אחרי הצמדה לסכום מסוים ייצא היום מהדירה, ואני מדבר על היום. לא על מחר, לא על מחרתיים. על היום. יהיה מי שייכנס לדירה במקומו ויהיה מוכן לשלם את דמי השכירות עם ההצמדה. ככל שזה יכול לעמוד אז הרי שזה יכול להוות עבורנו השמאים פרמטר לאומדן שווי שכן יכול להוות כבסיס לאחד הפרמטרים במדידת אומדן שווי השוק. כמובן שאנחנו לא מתייחסים לעסקאות קצה ולכל מיני טירופים אחרים שיכולים לבוא לידי ביטוי רק בטווח הקצר בלבד - אם בכלל.

שלומי שוב

אבל רוני, לאור כל מה שקורה בהייטק - מה הנתונים שלכם מראים?

רוני זרניצקי

אני יכול להגיד שאנחנו עושים הערכות שווי למועד קובע ספציפי להבדיל מכלכלנים או חוות דעות אחרות שיכולות לצפות ולנבא סיכונים עתידיים. אנחנו מתייחסים למועד קובע. ידוע. ואנחנו חייבים להיצמד לדבר הזה. למועד הקובע של הרבעון השלישי, אנחנו כרגע נמצאים בסקירות, אנחנו לא רואים שינויים. לא בתשלומים בפועל

יבגני אוסטורובסקי

לא. ההשפעה היא שונה לחלוטין. חברות ביטוח זה דבר שונה לגמרי.

אפי סנדרוב

אני מסכים עם דבריו של יבגני שמהווים הקדמה טובה לנתונים שאציג. החשבונאות של קרן פנסיה פשוטה יותר. עמיתים מנהלת קרנות וותיקות מסוג DB. המאזן שלנו - כל הנכסים, כל ההתחייבויות נמדדים לפי שווי הוגן, בשונה מתאגידים אחרים במשק שיש להם לעיתים גם נכסים שנמדדים לפי עלות מתואמת (לדוגמה אגרות החוב המיועדות בקרנות פנסיה חדשות).

התחלנו את השנה עם התחייבויות פנסיוניות בגובה של 507 מיליארד שקל, כאשר הפנסיות צמודות מדד (השפעת האינפלציה לבדה לשנה כולה עשויה להגיע לסביבות ה - 20 מיליארד שקל). ועם זאת בסוף הרבעון השני ההתחייבויות שלנו ירדו ועומדות על סך כ - 450 מיליארד שקל. השפעה של

למעלה מ - 60 מיליארד שקל לערך רק כתוצאה משערוך לשווי הוגן (כתוצאה מעליית וקטור הריביות) מח"מ ההתחייבויות שלנו יותר גדול כמובן ממח"מ הנכסים (הירידה בשווי הנכסים כתוצאה משערוך היתה מצומצמת יותר מהירידה בהתחייבויות) ולכן עליית הריבית שיפרה את המצב האקטוארי של קרן הפנסיה ולכן הרווחנו. עליית הריבית טובה לקרנות מסוג DB, כמונו, עם פערי מח"מ. אי אפשר לחגוג את השינוי במלואו כי היו גם שינויים אקטואריים בכיוון השני. תוחלת החיים התארכה ולכן נאלצנו להגדיל את ההתחייבויות מסיבה זו בכמה מיליארדי שקלים. כאמור, בנטו חל שיפור קטן ביציבות האקטוארית של הקרנות הוותיקות וסך המאזן השתנה מאוד, כפי שצינתי בערך בכ-60 מיליארד שקל.

בשורה התחתונה - שיפור אקטוארי. עליית הריבית אפשרה להתמודד טוב עם העלייה בתוחלת החיים. זה בא בדיוק זמן. בטווח הרחוק בעולם של ריביות גבוהות יותר נוכל להשיג תשואות עתידיות גבוהות יותר ולכן זה תורם לאיזון האקטוארי של הקרנות.

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

היינו מוכנים לשלם על נכסים, שלצערנו לא היו מספיק, עבור תשואות יותר נמוכות. ולכן כאשר יש השינוי הזה אתה רואה את השינויים נכנסים לתוך הבאפר. בנוסף הם לא מקבלים אינדיקציה מהשוק ולכן הם נשארים איפה שהם נשארים. זה לא בגלל שלא השתנו הריביות בשוק אלא בגלל שיש כרית ביטחון בדוחות כרגע כאשר השוק עדיין לא נמצא בשיעור ההיוון של הדוחות, למרות העלייה.. רק מילה אחרונה על הוויכוח ביני לבין אופיר האם אנחנו חיים בעולם צמוד או שמדובר באגדה אורבנית. בסופו של דבר, אנחנו לא אמרנו שהנכסים הם רק צמודים כשהשכירות הייתה בהיפ והשכירות עלתה מ-100 ל-150, לא אמרנו "לא, לא זה צריך לעלות רק ב-2%". אותו דבר שזה יורד למטה. לא מדובר רק באינפלציה. השוק הולך לתקופה ממותנת והשאלה לא רק מה יקרה באמצע תל אביב. אני לא בטוח ששווקים או פריפריה הקרובה כמו פתח תקווה וערים כאלה - יידעו לשלם מדדים גבוהים.

אופיר שריד

שכר הדירה הוא צמוד למדד והוא ימשיך להיות צמוד למדד כל עוד האינפלציה סבירה.

אבי ורטהיים

מחיר השוק של שכר הדירה אינו צמוד למדד. ההצמדה היא של שכר הדירה בתוך החוזה. מחיר השוק ומחירי השכירות כהכללה, המשמשים בעת חוזים חדשים או חידושים, הינם בתלות מוחלטת ממצב השוק, כלומר היצעם ביקושים וכד'.

אמיר ברנע

אני מבין לגבי התזרים של ההכנסות. אני מדבר על ההיוון. הריבית הריאלית עלתה ב-2% בחצי השנה האחרונה. זו עובדה. האם זה בא לידי ביטוי בהיוון של הכנסות שכירות הדירה בחישוב שווי הדירות בהליך שמאות?

אופיר שריד

אני אקדים את השאלה שלך בזמנים. השאלה שלך הייתה צריכה

ולא בחילופי שוברים. ההיצעים הם לא גדולים. נכון שעסקאות המכר הן בהיקפים לא גדולים אבל זאת המציאות.

אמיר ברנע

אבל האם ה-WACC השתנה? אם יש שינוי במחיר ההון? אם אתה אומר שאין שינוי בתזרים אז יש שינוי בהיוון לא?

רוני זרניצקי

תראה, אין שינוי בהיוון. למרות שעלות הכסף עלתה - אנחנו לא רואים אינדיקציה לעסקאות בשיעורי היוון אחרים. זאת המציאות.

אמיר ברנע

אז באיזה ריבית אתה מהוון את שכר הדירה, אני לא מצליח להבין. האם חל שינוי, בשיעור ההיוון, שבו אתה מהוון את שכר הדירה?

אבי ורטהיים

אני חושב שיאיר הסביר את הכל. אחת הסיבות שאנחנו נראה פיגור בהשפעת השינוי בשיעורי ההיוון היא ששיעורי ההיוון כפי שאנחנו צופים אותם כעת עדיין לא הגיעו לאלה שנלקחו בשמאיות המשמשות את הדוחות הכספיים.. מה שקרה זה שבמשך שנים הייתה ירידה בשיעורי ההיוון בשוק, כאשר השמאים ממשיכים לנפק שמאיות המשתמשות בשיעורי היוון גבוהים מאלה שבעסקאות בשוק. זה קרה לא רק בישראל.

רוני זרניצקי

כשהריבית הייתה אפס, לא זכור לי שהיונונו ב-3%.

אבי ורטהיים

ראינו את זה בכל העולם שבזמן ירידות או עליות כאלה לשמאים לוקח הרבה זמן להגיב לשינויים האלה. במשך ארבעת השנים האחרונות הם בפיקור. בשנים האחרונות אנחנו, ואני אניד גם אופיר,

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

ובספטמבר 2022 עמדו על 0.4%. מודבר על עלייה של 1.7%.

משה פרידמן

אבל אני מסתכל על אג"ח ארוך טווח ל-30 שנים הבאות. התשובה באג"ח של מדינת ישראל עלתה ב- 2% במשך שלוש שנים (11/22-12/19). אתם מצפים ששוק ההון ושוק הנדל"ן יראה מיד שינוי בעקבות עליית הריבית. לפי דעתי אין איזה שינוי בעסקים. עסקים לא נפלו ב-2015-2020 אחוז. כמובן שבסביבת ריבית גבוהה יש קושי לממן את העסקות ואנחנו אכן נראה את זה בהמשך. התפרסמה לפני יומיים עסקה של "מניבים" בתל אביב. נכון שמדובר על עסקת תשובה אבל יש גם מחיר למטר - ואם התשובות עולות הרי שהמחיר למטר צריך לרדת. אני לא רואה שיש שינוי ממשי במחיר למטר. אנחנו יכולים להסתכל על התשובות של האג"חים אבל אנחנו לא יודעים לקבוע מה המרווח הנכון. אני ממתין לעסקות נוספות של הגופים המוסדיים, ושמנה נלמד מה המרווח הראוי ומה שיעורי התשובה המעודכנים. זו האינדיקציה בשבילי. אני לא חושב שהתזרים מנדל"ן להשקעה לטווח ארוך צריך להתנהג כמו השוק הפיננסי. הם לא נזילים אותו דבר.

דניאל אבן צור

אם נסתכל על השוק האמריקאי בו הגופים המוסדיים הגדולים משקיעים כבר לא מעט שנים בשוק המגורים להשכרה שנחשב לאחד השווקים הגדולים והנזילים בעולם. אני מבית ההשקעות אלטשולר. עליית הריבית החדה כבר עכשיו יצרה לא מעט השפעות על שוק המגורים להשכרה שנחשב לדפנסיבי בהשוואה למגזרי נדל"ן אחרים. בשוק האמריקאי אם יש לך פורטפוליו גדול ומפוזר של הנכסים בתחום המגורים להשכרה אתה יכול לראות שינויים בדמי שכירות ברמה יומית, סביר להניח כי יש מתאם גבוה בין שינוי בדמי שכירות שאמור לשקף את שינוי בכוח הקנייה של משק הבית ובכך ניתן להעריך מה הוא השינוי באינפלציה כמעט ברמה היומית. זה לא כמו בישראל שבקושי רואים בכמה עלתה השכירות, אולי רק חברות שבנו בשנים אחרונות דיור להשכרה מתחילות עם הזמן לצבור בסיס נתונים שבהחלט יכול לסייע בניית תחום המגורים. בארה"ב בתחום המגורים להשכרה הכל שקוף, ישנן מערכות ניהול נכסים ושכירויות מאוד יעילות ואפשר לראות הכל.

להישאל בדצמבר 2019 תקופה שבה הריבית ירדה בצורה משמעותית לעומת דצמבר 2018 ו-2017. במועדים אלו שיעורי ההיוון נשארו מאוד דומים. לכולם, כנראה זה היה יחסית נוח. למעשה, נוצר לנו באפר- מרווח רחב בין תשובות הנכסים לריבית השוק. באפר שכולם פה דיברו עליו. בבאפר הזה הסתכלו על עסקאות, ולמרות שתשובות הנכסים בפועל בעסקאות הלכו וקטנו, שיעורי ההיוון בדוחות כמעט שלא ירדו. אני יכול להציג לך עסקאות במקומות פרופריאליים, שהציעו לי נכזים לפי 5.5% תשובה כאשר השיעור של כלל הנכסים של מליסרון, ומדובר בנכסי פריים, הוא 6.75% ואומרים לי "אם אתה רוצה להציע הצעה שהיא מעל 5.5% אל תבוא בכלל", כשקניין רמת אביב משוערך ב- 6.25% 6.5%. משמע גם כשיעור תשובות הנכסים בעסקאות ירדה משמעותית, לא ראינו שינוי משמעותי בשיעורי ההיוון בדוחות. לא ראינו קורלציה מיידית, בוודאי לא באופן משמעותי, בין שיעורי ההיוון לירידת הריבית.

אמיר ברנע

אז לפי ההיגיון הזה - הלא יאיר אתה דיברת על גופים מוסדיים כמו קרנות הון סיכון שהולכות ורוכשות לפי מודל עלות ולא מתאימות את השוויים לשינויים בשוק. פה אתה שומע גישה - בוא נוסת השוק. למה שלא נלך לפי השקל למעלה ולמטה? נלך לפי ממוצע! לפני שנתיים - לא הורדנו אז השנה אנחנו לא מעלים.

משה פרידמן

אני רוצה להגיד רק דבר אחד על הריבית לטווח קצר. כשאנחנו מבצעים שמאויית אנחנו מסתכלים גם על התשובות של אג"חים של מדינת ישראל ל-30 שנים. כי אני חושב שלא צריך להסתכל רק על עליית הריבית של בנק ישראל אלא בעיקר על העלייה של התשובות באג"חים, כי זה מחיר ההון האלטרנטיבי של קרנות הפנסיה. אגב - הסתכלתי על תשובות של אג"ח לשנים 2019, 2020, 2021.

אמיר ברנע

אגרות חוב צמודות מדד ל-10 שנים - בדצמבר 2021 היו -1.3%

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

בשווי הנכסים נוכל לראות רק בשנה הבאה, הרי את ש"זנב" של עליות "ישתחרר" ויכנס למדדים, ייקח לפחות כמה רבעונים. יהיה מצב מאוד מוזר גם אם שיעור ההיוון עולה שווי הנכסים גם יעלה כתוצאה מעלייה ב- NOI. זה מצב מאוד מעניין שנוצר בין פערי הזמן בין מה שמתרחש עכשיו בשוק ל- Delay של הנתונים במדדי האינפלציה ונתונים בדוחות.

זאת ועוד, ברבעון האחרון כבר ראינו כבר ניצנים של בעיות הנזילות במספר שווקים בעולם. למשל בבריטניה בעקבות עלייה חדה בריביות שווי הבטחונות ירד בצורה חדה בחלק מהגופים המוסדיים הבריטיים שהיו חשופים למכשירים פיננסיים הרגישים לשינוי הריבית וזה גרם למימוש בטחונות וכתוצאה מכך ירידה נוספת בבטחונות ועלייה בתשואות וכתוצאה מכך גם נוצרה בעיית נזילות שאף אחד לא צפה בכלל. בנק אנגלי התערב ותקן את המצב. דבר נוסף, שניתן לזהות כבר עכשיו זה עלייה חדה בהיקף ה-redemptions בקרנות הפתוחות בארה"ב וגם באירופה. כלומר הגופים שהשקיעו בקרנות הפתוחות רוצים למשוך את הכספים ובכך מעמידים אותן לקרנות לבעיות נזילות ודחיפתן לממש את הנכסים בתקופה הכי פחות טובה למכירה.

לא רק גופים המוסדיים מרגישים בעיית נזילות אלא גם משקי הבית, למשל משק הבית האמריקאי, במקום לשלם ריבית על משכנתא של 3.5% הוא משלם עכשיו 6.5% - 7.5%. האזרח הממוצע לא יוכל להרשות לעצמו לקנות היום את הבית. כל הבתים הללו יוצעו למכירה וזה ישפיע על מחירי הבתים. מבחינת השכירות, אם אתם רוצים לראות מה יקרה למחירי השכירות בטווח הקצר (עד שלושה חודשים) אפשר להסתכל בכמה השתנו כבר עכשיו בחודשיים האחרונים מחירי השכירות בין אוגוסט - ספטמבר לאוקטובר. משק בית ששילם דמי שכירות בגובה 1700 דולר בחודש אוגוסט, בספטמבר הוא משלם כבר 1650 דולר ובאוקטובר זה ירד ל- 1620 דולר. אז אנחנו אכן רואים ירידה של 2-3 אחוזים בדמי השכירות בהשוואה בין דמ"ש ספטמבר לאוגוסט אבל עדיין יש זנב של מעל 10% שמגיע מלפני שנה. אז נראה את האינפלציה ממשיכה לעלות כי דמ"ש מהווים כ-30% מהמדד האמריקאי ואז לאט - לאט זה צפוי לרדת.

מילת סיום - כל האינפלציה גדלה בגלל ה-3M, כלומר כמות הכסף שגדלה בשנה וחצי האחרונות היא פחות או יותר דומה לכמות הכסף שגדלה בארה"ב בעשר השנים האחרונות. בענף הקמעונאות אנחנו רואים אותו דבר. היקף המכירות הקמעונאיות

אם נדבר על האינפלציה, חשוב מאוד להבין כי גם בתוך ארה"ב קיימים פערים משמעותיים בין המדינות ואזורים ספציפיים. אם בארה"ב ברמה הפדראלית האינפלציה עומדת על 8-9 אחוזים כשנתבונן ונשווה בין המדינות נראה כי האינפלציה בניו יורק עומדת על כ-6% לערך, כאשר בפלורידה אנחנו מדברים על כ-12-13 אחוז, כלומר כפול מאשר בניו יורק. אז קודם כל האינפלציה שונה בין כל מדינה וגם מושפעת מגורמים שונים. המעבר מצפון ארה"ב לדרום ארה"ב יצר ביקושים רבים ולחץ על דמי שכירות במדינות כמו פלורידה וטקסס וזה גם גרם לקפיצה במדד אינפלציה שרכיב הדירור מהווה כשליש מהמדד. אנחנו רואים את ההשפעה של הגורמים האלו בין הנכסים השונים וזה בא לידי ביטוי מיידית בדמי השכירות. בשנה האחרונה דמי שכירות בארה"ב עלו מעל 15 אחוזים, בחלק מהאיזורים ראינו עליות גם של 20 ואף 30 אחוזים.

יאיר לפידות

עליית מחירי השכירות זה אינפלציה? זה אינפלציה בתוספת שינוי ריאלי גבוה בת"א.

דניאל אבן צור

מה קורה בשוק הנדל"ב בארה"ב נכון לאתמוול/היום בבוקר - היקף העסקאות (מכירת הנכסים) ירד ברבעון האחרון ב-50-30 אחוז. אנחנו רואים שינוי בשיעור ההיוון בין 20-200 (Basis Points), יחד עם זאת עסקאות האלו הן מורכבות כמו Recapitalization או העמדת Preferred Equity כך שלמעריך השווי באמת קשה לגזור שינוי בשיעורי ההיוון. כמו כן, השינוי הוא מאוד תלוי בסוג הנכס: מגורים רואים תזוזה של 25 - 75 basis points בשיעור היוון, משרדים זה כנראה כבר מעל 250-100, לוגיסטיקה כנראה 100-75, במסחר גם שיעורי היוון עלו. שינויים אלו הם עצומים שיכולים להצביע על שינוי של עשרות אחוזים בשווי הנכסים, אך כמו שאמרתי אלו spreads בין bid ו-ask ואין מספיק עסקאות בפועל שנסגרות בגלל פערי הציפיות בין הרוכשים למוכרים. יכול להיות מצב שלמרות ששיעור ההיוון עולה למשל בתחום המגורים להשכרה דווקא השווי של הנכסים יעלה בעקבות העלייה של ה-NOI. כמו שאמרתי דמי השכירות בנכסים באיזורים טובים עלו בשנה האחרונה ב-15, 20, 30 אחוזים. ככל הנראה את התקנון

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

א. חברות שנפגעו מהריבית- אנחנו רואים את זה בחברות שחיות על המרווח הפיננסי. בשונה ממה שנאמר פה על בנקים. ניקח לדוגמה את מחיר של מניית ישראל-כרט - מניה שמשקפת גם את סיכון האשראי וגם את המרווח ללא פיקדונות הציבור (כי אין לה מכשירים כאלה) - היא ירדה חזק, יחסית. קבוצה זאת כוללת גם חברות הייטק, חברות בענף הקמעונאות ועוד. מחירי מניות של המותגים הכי גדולים בעולם התרסקו ונמצאים בשפל של שנים רבות. יש ציפיות למיתון. תסתכלו על הגרפים של ADIDAS, Stanley Black and Decker, Hanes ורבות אחרות המשקפות חששות למיתון הנובעות מעלייה החדה בריבית.

ב. חברות שנפגעו פחות מעליית הריבית באופן ישיר - לדוגמה חברות אנרגיה, בנקים ועוד. כרגע השוק מאותת שעליית הריבית פחות משפיעה על חברות אלה.

נקודה אחרונה, יש נושא נוסף שלא עלה כאן, שהוא לא צפוי ומפתיע לחלוטין. על אף היציאה מהקורונה ויציאה מצמיחה מהירה וסוף עידן הכסף הזול - יש כאן אירוע של מלחמה במרכז אירופה. יש לו השפעה דרמטית על האינפלציה (מחירי האנרגיה באירופה עלו חזק, לדוגמה) ועל האספקה והלוגיסטיקה. בנוסף, המלחמה שואבת כספים ומשאבים אחרים מכל העולם המערבי לטובת אוקראינה. זה אירוע מאקרן - כלכלי במרכז העולם שאנחנו חיים בו. קשה לחזות את תוצאות האירוע אך יש לקחת בחשבון שהתוצאות שלו יכולות להשפיע באופן משמעותי על החלטות הריבית בעתיד ועל הציפיות לאינפלציה בצורה שתטרוף את הקלפים.

אמיר ברנע

הציפיה שלנו הייתה שנדבר על השפעות עליית הריבית על מחירי ניירות ערך. השמאים פתרו לנו את הבעיה בכך שהם מתעלמים מעליית הריבית כפי שהתעלמו מירידתה. בסך הכל אני חושב שמה שמעניין פה זה שמדובר על גורם חיצוני אקסוגני. בדרך כלל ריבית נקבעת אנדוגנית על ידי הציפיות לאינפלציה, מצב המשק, הנזילות וכל הדברים האלה. אני חושב שעליית הריבית הריאלית בזמן שמדברים על עלייה בשיעורי האינפלציה, היא מה שמוכיח שזה גורם אקסוגני. כלומר עליית הריבית הריאלית נובעת מהחלטת הבנק המרכזי שבוחר להשתמש בריבית ככלי העיקרי כדי להחזיר את הכלכלה ליעדי האינפלציה הרצויים. אני עוד מחכה לעבודה יסודית שתסביר את ההשפעה על המערכת

החודשיות בארה"ב גדל מהיקף של כ- 300 מיליארד דולר בחודש בשנת 2007-2008 לכ-450 מיליארד דולר בחודש לפני קורונה. כאשר בשנה וחצי האחרונות חל גידול מ-450 מיליארד דולר בחודש ל-600 מיליארד דולר בחודש בחודשים האחרונים. אין ספק כי הזרמת הכספים בהיקפים האלו יצרו לחצים אינפלציוניים שלא ראינו אותם כבר כמה עשורים, הם אלו שבין היתר גם גרמו לעלויות חדות בדמי שכירות ועלייה בביקושים לשטחי הלוגיסטיקה שלא עמדו בקצב גידול המכירות.

רוני עפר

אני רוצה להתייחס לשאלת ההתאמות בשמאיות. אנחנו רואים את אותו דבר בנושא של הערכות שווי וגם בשמאות. למעריכי השווי קשה להתאים את עצמם לשינויים התכופים במחיר ההון. לשאלתך אמיר (ברנע). מה שאנחנו ראינו בפעם הקודמת כשהריביות ירדו, הייתה המצאה חדשה של מעריכי השווי שנקראת - סיכון ספציפי. מעריכי השווי לא יכלו לרדת ממחירי ההון של 10%-12%. למרות שהריבית ירדה והריבית הריאלית הייתה שלילית, לא הצליחו לרדת במחירי ההון והוסיפו סיכון ספציפי. בעוונותיי ראיתי הרבה הערכות שווי שהוסיפו סיכון ספציפי גם למחיר ההון וגם ל - WACC. אני חושב שעכשיו נראה אותו דבר - יהיה להם קשה להעלות את מחיר ההון אז הם ימצאו דרך לעשות התאמה אחרת. ובשמאות, זה קורה בדיוק אותו דבר. זה קשה להם. אנחנו רואים CAP RATES. נכסים שנרכשים ב-Cap Rates של 5.5% יושבים עכשיו ב-6.75%. דרך אגב, אותו הדבר בארה"ב ואותו הדבר במדינת ישראל.

ואדים פורטנוי

אני חושב שבניגוד לשמאי נדלן שמחכים לעסקאות, אצלנו יותר קל להתאים. מחירי ההון עולים, נקודה. הריבית חסרת הסיכון עולה, פרמיית הסיכון ייגדלו מהגררסיות שיעשו על מחירי השוק וכנראה שיעלו קצת אבל בכל מקרה - מחירי ההון עולים. אנחנו רואים את זה באג"ח של חברות טובות וחזקות, שנסחרות בריבית של 5 ו-6 אחוז עם מח"מ קצר יחסית. במצב כזה קשה להשלים עם שיעור WACC של 7%. זה לגבי שווי חברות. בהקשר של השפעת העלייה בריבית על שווי החברות, הייתי מחלק את החברות לשני סוגים:

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים

שלומי שוב

אין ספק שהדוחות של 3Q יהיו מעניינים והדוחות של 4Q יהיו עוד יותר.

תודה רבה!

הבנקאית היות ומדובר על השפעה מורכבת. גידול ענק בהכנסות ריבית מצד שני השפעה על התיק הנכסים הפיננסיים של הבנקים והשינוי בהפרשות.

רוני עפר

אמיר אני לא בטוח שאני מסכים איתך שזה אקסוגני. כאשר הריבית הייתה שלילית המערכת הייתה בחוסר שווי משקל.

אמיר ברנע

רוני, הממצא העובדתי הוא שעליית הריבית הריאלית ועליית הריבית הנומינאלית כמעט שוות. מדובר פה על ציפיות לאינפלציה, אז למה הריבית הריאלית עולה?! לכאורה, היינו מצפים בשוק ללא התערבות הבנק המרכזי, שכולם ירוצו לקנות אגרות חוב צמודות. למה הריבית הריאלית עולה?! למה הציפיות לאינפלציה מביאות לעליית הריבית הריאלית?

רוני עפר

אמיר זו הפרשנות שלך. אני חושב, שהריבית הריאלית הריאלית שהייתה שלילית, לא הייתה בשיווי משקל. אז אמנם צביקה וכלכלנים נוספים הסבירו את זה דרך הדמוגרפיה. אבל זה הסברים שבדיעבד. הריבית הייתה בחוסר שיווי משקל. אני חושב שההתאמה קרתה, הבנקים המרכזיים ניצלו את המצב אבל זה היה קורה בכל מקרה.

אמיר ברנע

לסיכום, אני חושב שהדיון היה מעניין והקיף השפעות משמעותיות רבות. אני מצפה לראות את ההשפעות על חברות ביטוח, לראות מה הבנקים ידווחו לנו ברבעון ובשנה הזו. האם תהיה הבחנה בין חברות ביטוח לפי מבנה העסקים שלהם?



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

קיומו של דמיון במבנה
תיקי ההשקעה של הגופים
המוסדיים בישראל והקשר
לרמת התחרות בשוק ההון
וליצבות הפיננסית, על רקע
דו"ח הריכוזיות

תאריך המפגש: 2 בינואר 2023

נושא המפגש: "קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליצבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: ירין לוי, רותם שבע, נדב אילוז, דניאל רומנו, פלג זבנוביץ

שלומי שוב

לדעתי שהמחקר מוצג בפני פורום אקדמי/מקצועי כמו שלנו בכדי לקבל ביקורת על המתודולוגיה והמסקנות.

לריכוזיות של הגופים המוסדיים יש שני מיטורים עיקריים של השלכות: האחד הוא נושא התחרותיות על כיסו של הצרכן והאינטרס של העמיתים למבנה אופטימלי בניהול השקעות יעיל. כלומר, כלומר קיומה של תחרות אינטנסיבית בין גופים מוסדיים שונים שתאפשר לחוסך להתנייד ולהשיא תשואות בהתאם להעדפות ההשקעה שלו וביצועי ההשקעות בפועל. המישור השני הוא ברמת השלכות המאקרו על הסחירות בשוק ההון - כלומר, השפעות פוטנציאליות על עומק ומידת המסחר בשוק ההון, והשלכות פוטנציאליות של הדמיון הנ"ל על היבטי יציבות - כלומר, הסיכון הסיסטמי ואפילו ההשפעה על שוק המט"ח של היציאה לחול שראינו בקורונה וגם התופעות שראינו לאחרונה של קשר ישיר בין שוק המניות לשוק המטח - ועסקנו בזה במפגש הקודם.

הדיון בנושא הריכוזיות של החיסכון הפנסיוני הוא חשוב ודחוף כי בעקבות כניסת פנסיה חובה אנו רואים שהחיסכון הפנסיוני של הציבור גדל, כמו שנהוג להגיד מאז הקורונה, בקצב אקספוננציאלי. תוך עשור סך הנכסים המנוהלים של הציבור יותר מהוכפל, כאשר העלייה המיוחסת להפקדות נטו, הגיעה בשנה האחרונה לכמעט

בוקר טוב, יש לנו היום מפגש מעניין במיוחד בנושא שאלת הדמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון ולגורמי מאקרו כמו יציבות הפיננסית. כל זה מגיע אגב דוח הצוות של פרק ד' לחוק הריכוזיות הפרדת פיננסי וריאלי שהוכן לאחרונה (אבל ממש אגב כי כפי שהבנו הנושא של הריכוזיות המוסדית לא היה לכאורה במנדט של הועדה). בכל מקרה, בדוח נאמר שיש חילוקי דעת בצוות ולכן הדבר נשאר לדיון נפרד בעתיד.

כפי שראיתם בחומר הרקע שפרסמנו הפינונו לשני מסמכים סותרים לכאורה בנושא - אחד מטעם רשות ני"ע והשני מטעם רשות שוק ההון (שפורסם כדעת מיעוט במסגרת נספח לדוח הועדה). המסמכים מייצגים תפיסות עומק שונות ונבדלות בנוגע להשלכות של הריכוזיות של הגופים המוסדיים ואפילו על עצם קיומה. רשות שוק ההון הציגה נקודת מבט שונה לגבי המשק הישראלי, על שוק ההון הישראלי ועל פעילותם של הגופים המוסדיים בזירות אלו. תכף נראה את תוצאות המחקר המשותף של בנק ישראל ורשות ני"ע, ואילן וקוסטה, שהציג גם בפני צוות הריכוזיות, יציגו לנו. חשוב

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

לגבי אלטשולר שחם. אלטשולר לא מתנהג ככה, למשל יצא יותר לחול והשקיע יותר באגחים ארוכי טווח, אבל הוא שילם על כך ביוקר ברגע שהתשואות שלו חרגו משמעותית לכלפי מטה מהבנצ'מרק. כלומר, במידה רבה הוא המשיך להתנהג כגוף קטן למרות שהפך להיות ענק ועכשיו אולי המגמה גם תתהפך - אבל זה לא משנה את הנקודה.

צריך לזכור שגם במבנה השוק הפנסיוני כיום ההתערבות הרגולטורית מובילה לכאורה לתחרות על דמי הניהול וגידול בניידים, אבל אולי זה לא מספיק. סממן נוסף של תחרות לכאורה הוא הרווחיות הגבוהה יחסית של סוכנים ומפיצים כמו סוכני ביטוח. מצד שני, לא ניתן להתעלם מכך שהקלות של ניווד מקופה לקופה הגדילה מאד את "סיכוני המנהל", ואת הרצון שלא לחרוג.

צריך לחשוב מה הפתרון לדבר הזה. האם בהגבלת גודל היקף הנכסים המנוהלים ו/או האם לאפשר חסכון פנסיוני לציבור בישראל גם למשל דרך גופי השקעה בחול. יש כל מיני אמיתות שהתרחשו כאן מבחינה היסטורית שחשוב לעשות לגביהם חשיבה מיוחדת. כמובן שזה יכול להוביל להעלאת דמי הניהול בגלל צמצום היתרונות לגודל (והטענה היא שעודף הרגולציה וכמות החוזרים של משרד האוצר בעבר גרמו להם) אבל חייב להיות דיון עמוק מה המצב הרצוי..אולי כבר הגודל הופך להיות כזה שהיתרונות האלו יתקיימו גם בגידול בכמות המתחרים. אולי הפתרון צריך להיות גם ברמת שיפור השקיפות לגבי היכולת של הלקוחות להתייחס לתשואות בעתיד ולא רק בעבר. למשל לתת מידע על התשואה הגלומה או על ניתוח רגישות. ענת לויין שלא יכלה להגיע לדיון היום מאד תומכת בזה.

הקושי הכי גדול לדעתי בתחום הזה הוא שהצרכנים לא באמת מבינים ו/או רוצים להבין אותו ובמצבים כאלו יש חשיבות מיוחדת לכל שהרגולציה תתרכז לא רק במחיר המוצר אלא גם בטיב המוצר.

זה מתקשר לדעתי גם לדיון שהיה לנו גם על ועדת יפה שחידדה את נושא הניהול הטכני בהתאם לאלוקציה של השקעות - כלומר, היצמדות למדדים ואנחנו יודעים שבתכלס הרוב המוחלט של ההוצאה בגופים האלו זה מחשוב, שיווק ותפעול. כלומר, "עלות" שיקול הדעת האנושי בניהול ההשקעות הוא זניח יחסית. וצריך לזכור שהוא מוחזק גם לנהל את הנוסטרו. אם נלך ברוח ועדת יפה לעניין מסלולי עוקבי מדדים ולגבי כך שבתוחלת לרוב הגופים המוסדיים אין יכולת "להכות את השוק" אזי למעשה זה אומר

מאה מיליארד שקל! צריך להגיד גם שלעניין התשואות כמובן המגמה בעשור האחרון היתה מאד חיובית, אם נשים כמובן בצד את 2022. בעקבות רפורמת בכר חברות הביטוח למעשה השתלטו על השוק הזה - וההיקפים העצומים האלה יחד עם חסמי הכניסה הנגזרים מכך גדלים משנה לשנה. רשות שוק ההון ניסתה להכניס בשנים האחרונות את "פנסייט ברירת מחדל" שנועדה לחזק את בתי ההשקעות אל מול חברות הביטוח אבל אני לא חושב שזה מה שבאמת משנה את ההגמוניה של חברות הביטוח שהולכת משנה לשנה ומעמיקה יותר ויותר. אנחנו מדברים על כך שחברות הביטוח מחזיקות לסוף דצמבר 2021 (ללא נוסטרו) משהו כמו 62% מהשוק כיום, בעוד גופים כמו עמיתים, אלטשולר מיטב דש ומור מחזיקים עוד כ-25%. זה מצב דברים יותר טוב מהבנקים אבל מעלה צורך לבחון לעומק את מידת הריכוזיות ועד כמה לדבר יש השפעה על המוצר שמוגש בסופו של יום לציבור החוסכים.

אין ספק שהממדים של החיסכון הפנסיוני גדולים על שוק ההון הישראלי כפי שראינו היטב בחומר הרקע לדיון ואנחנו רואים את ביציאה של ההשקעות כך שכבר כיום רוב הכסף החדש שנכנס למערכת כבר זורם לחול. אני מניח שרפורמת האג"ח המיועדות רק תחדד זאת בשנים הבאות.

נקודת המוצא שלי היא שקיים דמיון ברמת האפיקים של תיקי ההשקעה, גם אם לא ברמת הנייר הבודד. מן הסתם ככל שמסתכלים על השוק הישראלי הקטן ועל החברות הגדולות זה יכול להגיע גם לרמת הנייר הבודד אבל אני מניח שתכף נראה בסקירה שככל שיוצאים לחול (ויוצאים ועוד איך כי אין ברירה) הדמיון יהיה יותר ברמת האפיק. וכאן בדיוק מגיעה הנקודה - התחרות לכאורה קיימת אבל דווקא בגלל שהיא קיימת במבנה הנוכחי היא מובילה לדמיון בתיקי ההשקעות ואני אסביר: מנהלי ההשקעות של הגופים המוסדיים הגדולים, אשר חלק מהם נמצאים כאן איתנו, יעדיפו לוותר על הסיכוי להיות ראשונים בכדי שלא לקחת את הסיכון להיות אחרונים. כלומר, אם אני למשל פסימי על שוק המניות ומחזיק בו 40% כמו היתר אני ארד ל-35 ולא ל-20 למשל. רק לגופים קטנים יש במצב דברים כזה אינטרס 'להיפרד מהעדר'. תחשבו על גוף גדול, שיש לו הרבה מה להפסיד כי אם יהיה ראשון יבואו אליו פחות לקוחות חדשים מאשר אלה יברחו אם יהיה אחרון. אני לא חושב שזה לא מצב בריא ולכן כניסת של גופים חדשים לתחום היא חשובה - אבל כאן מגיעים חסמי הכניסה..

אגב, קיבלנו לזה בשנה האחרונה את ההוכחה המעשית הכי טובה,

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

בשאלה המרכזית הקשורה לריכוזיות יש לכאורה קונצנזוס. יש קונצנזוס לגבי הפרדה פיננסית וריאלית, יש קונצנזוס לגבי מה זה משמעותי, סכום שהשתנה קצת ועודכן. יש קונצנזוס לגבי מימון מחוץ לארץ. כל אחד שיסתכל על הנתונים ורואה השקעה מוסדית של 2.4 טריליון עם שוק ההון שבקושי מתקרב ל 1 טריליון מבין שהאפשרות לפנות לשוק העולמי הכרחית. האם רצוי להגן על השוק המקומי? הדיון כאן הוא מנקודת ראות חוסך בקרן הפנסיה. מאספקט זה האיזונים על שוק ההון המקומי אינם הנושא שלנו היום. במה אין קונצנזוס? קיימים חילוקי דעות לגבי הדמיון בתיקי ההשקעה המוסדית ומשמעותו. קיימים חילוקי דעות בשאלה האם קיימת ריכוזיות ומה משמעותה וכן האם להשקעה מוסדית יש השלכות על סחירות ניירות ערך ועל תמחור ניירות ערך? יש כמובן תשובות, התשובות שונות וגם ההמלצות שונות. נשמע ממרים שוורץ מצגת מלומדת בנושא דמיון ההשקעה. אם קיים דמיון, מה ההשלכות מאקרו שלו? האם סיכון פרטני הופך להיות סיכון שיטתי בגלל הדמיון, אם קורה לאחד המוסדיים אירוע שמחייב מימוש ניירות ערך וקיים דמיון כלומר אלה בניירות אלה משותפים, אז קיימת טענה כשנוצרת בעיה רוחבית- סיכון פרטני הופך לשיטתי. אני מסכים שיש אינדיקציה לדמיון. פרט לנתונים על מבנה ההשקעות, תסתכלו על התשואות. עכשיו אם נבחן את התשואות שמפרסם גנף שוק ההון לשלוש שנים או לחמש שנים האחרונות, נניח בתיקים של קרנות פנסיה במסלול המנייתי ובתיק של מתחת לגיל 50, נראה דבר מעניין. התשואות שוות. להוציא את אלטשולר שחם, שהוא היה חריג עם תשואה נמוכה. אין כמעט הבדלים בין הקרנות הפער הוא מאוד קטן. למרות שבמחקרים האלה לא דיברו על תשואות, אבל דמיון התשואה מחזק את הטענה לדמיון, אבל גם התאוריה הכלכלית מדברת על דמיון, אתה משקיע בתיק השוק. היכן הסכנה הרוחבית?

נניח שכל קרנות הפנסיה או כל המשקיעים המוסדיים מדגישים את תיק השוק כבסיס לתיקים שלהם. הפער ביניהם יכול להיות בשוליים. השאלה, האם יש כאן איזושהי בעיה? זה אחד הנושאים שנדון בהם היום נדבר על זה עוד בהמשך.

האם קיים חשש למשיכות כאשר אחד המוסדיים מממש ניירות ערך? לגבי ניוד אין בעיה, כי אחד מוכר לשני, זה לא בעיה. הבעיה היא המשיכות נטו. למשיכה מקרן פנסיה יש השלכות מסוימות מס לגבי חלק התגמולים. זה לא כל כך פשוט לאדם לבוא ולהחליט אני מושך לפני זמן פרישה ולפני שאני עובר לאיזה מסלול קצבתי

שחלק משמעותי מהיתרונות לגודל בניהול השקעות אמורים דווקא להצטמצם.

ואולי זה מחדד את החשיבות של ההסתכלות של כלל הרגולטורים הפיננסיים ביחד, הרי לחסכון ארוך טווח יש תחליפים בבתי ההשקעות מחוץ לחברות הביטוח וגם בבנקים. יאיר לפידות אמר לי לדוגמה שרק חברות הביטוח יכולות למכור מוצר שנקרא "פוליסות חסכון" למרות שהוא בתכלס תחליף לקופת גמל אבל דמי הניהול הגלומים בו גבוהים הרבה יותר. זאת רק דוגמה קטנה. לדעתי חשוב בכלל לעשות סדר בנושא הרגולציה הפיננסית תוך הסתכלות מלמעלה - יש כאן בעיות רבות כמו החפיפה בין הרגולטורים והארביטריז' הרגולטורי שמקרינות על השוק ויוצרות שלל עיוותים. בהקשר של ריכוזיות השוק, נקודה מרכזית שאי אפשר להתעלם ממנה היא ניגודי העניינים. רשות שוק ההון מנסה להילחם בכך בין היתר על ידי החובה של המוסדיים להצביע ואפילו אוסרת מהם להימנע וגם בחיזוק העצמאות של ועדות ההשקעה בראיית ממשל תאגידי. היה לנו דיון לא פשוט בזמנו בהקשר של השימוש של הגופים המוסדיים בחברות היעוץ ואנטרופי בפרט. אבל לדעתי צריך להסתכל על זה בזהירות רבה, כי לעיתים קרובות ה"אקטיביזם המוסדי" הזה הוא למראית עין ולא באמת מהותי. את ניגודי העניינים האמיתיים קשה לפתור שלא באמצעות שינויים מבניים. אנחנו יודעים שאינטרסים הם תמיד משהו מתעתע שקשה להתמודד איתו נקודתית אלא רק בהתמודדות שורשית עם מבנה התחרות. לצערי אני מכיר את זה את הסיפור הזה היטב מנושא אי התלות של רואי החשבון.

נמצאים איתנו היום כל הגורמים הרלבנטיים - בין היתר הרגולטורים הרלבנטיים ונציגי הגופים המוסדיים, אנחנו נתחיל בהצגת הסקירה של רשות ני"ע ובנק ישראל ואח"כ נשמע את עמדת רשות שוק ההון מהצד השני. אני שמח שבחרנו לדון בנושא הזה היום ודווקא בשל הרגישות של הנושא יש חשיבות גדולה לקיים בו דיון ענייני מהזווית השונות, במיוחד בפורום כמו שלנו.

אמיר ברנע

אתייחס בקיצור כשלפנינו 3 מחקרים מרשימים: מחקר אחד על הדמיון בתיקי הנכסים של משקיעים מוסדיים. מחקר שני על ההתפתחות בניהול נכסים והשלכות על שוק ההון ומחקר שלישי שמופיע בנספח דוח ועדת הריכוזיות מטעם רשות שוק ההון.

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

הפנסיוני בפרט.

מרים שורץ-זיו

נעים מאוד קוראים לי מרים שורץ-זיו. אני חברת סגל במחלקה למימון בבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית והיום אדבר על מה זה אומר שקיים דמיון בין תיקי השקעות של מוסדיים, והאם מדובר בבעיה. אני אגיד שאת המצגת שאציג עשיתי בתיאום עם בנק ישראל והרשות לניירות ערך.

מה אומרת הספרות בנושא של דמיון בתיקי ההשקעות של מוסדיים? יש מדדים שונים שמאפשרים למדוד זאת, והמדדים שונים אחד מהשני. באופן כללי, מה שמשותף בכל המדדים הוא שאם המוסדיים השונים א. משקיעים באותם מניות וב. באותם משקולות, אז נראה שקיים דמיון בין הפורטפוליויים השונים.

אז למה בכלל צריך לעניין אותנו הסיפור הזה של הדמיון? דבר ראשון: הם מחזיקים בנתח משמעותי משוק ההון בישראל. יש להם השפעה אדירה על כל מה שקורה פה, ויש פה כמה סכנות.

סכנה אחת שקיבלה תשומת לב רבה בארה"ב היא תחרותיות מרוכבת. המחקר של (Azar, Schmalz, & Tecu, 2018) עשה הרבה מאוד רעש בארצות הברית. המחקר הראה שכשני מוסדיים שונים מחזיקים באותן חברות תעופה שאמורות להתחרות זו בזו אז מחירי הטיסות שלהם פחות תחרותיים. נניח ש"בלאקרוק" מחזיקה את חברת תעופה א' ו"בלאקרוק" מחזיקה גם את חברת תעופה ב' התמריץ של בלאקרוק הוא שלא תהיה תחרותיות, כדי שיהיו לשתי חברות התעופה שולי רווח גבוהים, מה שגדיל את הרווחים עבור "בלאקרוק" שמחזיקה את שתי חברות התעופה. צריך גם לומר שיש דיון אקדמי שלם האם המחקר של Azar, Schmalz, Tecu & (2018) נעשה כמו שצריך מבחינה אמפירית, למרות שהוא נערך על ידי חוקרים מכובדים ורציניים. יחד עם זאת, למחקר בהחלט היתה השפעה על הדיונים שמתקיימים בארצות הברית בעניין מבנה הבעלות של חברות, והאם רצוי שיהיה דמיון בתיקי ההשקעות של המוסדיים.

בעיה שניה שבעיניי היא בעיה מאוד מאוד גדולה היא הסיפור של מוטיבציה לקיים ממשל תאגיד. נניח, שגם נועם וגם אני, גוף מוסדי (כל אחד מאתנו גוף מוסדי נפרד), והפורטפוליו של כל אחד מאתנו זהה לחלוטין. אם יש בעיה באיזושהי חברה, אני יכולה להגיד תראו, עם כל הכבוד, אני מחזיקה איקס אחוז בחברה וגם נועם

אני מושך את הכספים. האם כדאי למשוך עכשיו? האם יש לנו כאן בעיה אמיתית?

לאפשרות הנידון השפעה על מבנה תיק ההשקעות האופטימלי של קרנות פנסיה, עקב הצורך בנזילות. הקרן מוותרת על תיק אופטימלי ועוברת לתיק שמאפשר לנו לעמוד במשיכות ככל שיוכלות לקרות. האם לא רצוי להחליש את אפשרות הנידון? נניח פעם בחודש או פעם ברבעון שאפשר למשוך. ואז נקל על בניית תיק בקרן הפנסיה שהיא לא צריכה לשמור על יתרות נזילות גבוהות מתוך חשש לאפשרות לנידון או עמידה בהתחייבויות. השאלה מה עושה הנידון לשוק ההון והאם הוא לטובת המשקיע זה גם נושא שנדבר עליו.

הנושא השני הוא נושא הריכוזיות. חילוקי דעות בין הועדה ובין רשות שוק ההון. האם קיימת ריכוזיות? ואם קיימת, האם מפריע? הטענה היא האם 10 חברות שזה המצב העיקרי פה. האם חלק שוק של 10% כל אחת מספיק להקנות לשוק את הפרופיל של שוק תחרותי? רשות שוק ההון טוענת ומסתמכת על דמי ניהול נמוכים ואינדיקטורים נוספים שבעצם השוק מתנהג כשוק תחרותי, ולא צריך להתערב יותר או לא צריך להטיל מגבלות נוספות, להוציא מגבלה על ראלי פיננסי. השוק פועל, יש ניצול של יתרונות לגודל ואין צורך להתערב.

השאלה היא האם הבעיה של הריכוזיות קיימת ומחייבת טיפול כפי שקובעת הועדה? נושא ניגודי עניינים הזכר ע"י שלומי, לא אחזור עליו. קיימות ועדות השקעה בחברות ביטוח, חברות מנהלי תיקים ובכל השוק המוסדי. האם הן מספיק חזקות כדי לבודד את השפעת הנוסטרו ושיקולים מסחריים מחשבונות העמיתים? ישנה טענה שועדות השקעה אינן מספיקות, אבל מה אפשר פה בדיוק לעשות? אומרים לי שהפתרון הוא פתיחת השוק לקרנות זרות או לבעלות זרה. אינני בטוח שבעלות זרה או קרנות זרות יקנו יציבות לשוק ההון הישראלי. חיזוק ועדות ההשקעה וגילוי נאות יסייעו.

עכשיו נושא ההשפעה המוסדית על הפחתת הסחירות בשוק ההון. מטרת הפגישה שלנו היא לא לדון בשוק ההון ובעיות של שוק ההון הישראלי. השאלה באמת היא, האם השקעה מוסדית פוגעת בסחירות? יחסית לשוק שהוא מפוצל, נניח משקי בית, או משקיעים קטנים יחסית?

לא ראיתי הוכחות אימפיריות להשפעות אי סחירות על תמחור ניירות ערך ומהי עלות אי הסחירות שבזמנו נמדדה ע"י ה-Spread. בואו נשמע את הדעות השונות ואני מציע, לגבש איזושהי דעה האם יש צורך בהתערבות רגולטורית בהשקעה המוסדית בכלל ובמסלול

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

השקעות לכיוון קרנות האינדקס, וגם זה כמובן מגדיל את הדמיון בתיקי ההשקעות, ואז אנחנו חוזרים לבעיה של ה-governance אם אתה ואני מחזיקים את אותו פורטפוליו. למה שאני אעבוד קשה על הממשל התאגידי?

אמיר ברנע

אבל מרים מה את מציעה? נניח שכל הסכנות שאת מעלה הן סכנות אקוטיות. מה את מציעה? להגיד למוסדיים אם הוא משקיע? אל תשקיע? מה את מציעה?

מרים שוורץ-זיו

אז אני אגיד לך, עוד מעט ידברו פה על האם הבעיה פה היא יותר חזקה או פחות חזקה ביחס למה שקיים בארצות הברית, אבל אני חושבת ש'א' - צריך לחשוב האם באמת נכון לעודד עוד השקעות שהולכות לכיוון האינדקס וב' - האם אולי נכון לייצר איזשהו incentive או לפחות איזשהי אמירה שאנחנו רוצים לראות פיזור בתיקי ההשקעות? שאנחנו לא רוצים לראות את כולם משקיעים באותם המקומות. שאנחנו רוצים גם לראות חברות מוסדיות לוקחות אחריות. כלומר, לא כולם משקיעים 3% בכל החברות, אלא שניח, אם יש לך 5 רשתות מזון, אז מוסדי 1 גדול יותר ברשת מזון אחת, ומוסדי 2 יותר גדול ברשת מזון אחרת.

אמיר ברנע

את מציעה התערבות רגולטורית, לזה הדבר?

מרים שוורץ-זיו

אני אומרת שזאת שאלה שראוי לתת עליה את הדעת. אני לא באה ואומרת פה, היום צריך לעשות ככה. אני אומרת שמאוד מאוד בעייתי המבנה שרואים פה כשהראיתי מקודם שיש לך בדיוק את אותם מוסדיים בחברות שאמורות להתחרות זו בזו. זהו. זה הסיכום שלי. אני מודה לכם מאוד, תודה רבה.

מחזיק איקס אחוז בחברה. למה שאני אעבוד קשה ואלכלך את הידיים שלי ואתחיל להילחם עם החברה? אם נועם מוטרד ממצב החברה, שיתכבד ויעשה את המלחמות. ובאופן כזה, עלול להווצר מצב שאף אחד לא יעשה את המלחמות מול החברה. וזאת הבעיה שקיימת כשכולם מחזיקים אחוזים מאוד מאוד דומים בחברה. אז לאף אחד אין את ה-incentive ללכת ולריב ולעשות את ה-governance שצריך לעשות. בעיני זאת בעיה מאוד גדולה ויש מחקרים רבים שמראים שככל שקיים דמיון גדול יותר ואחזקות גדולות שהן פסיביות מוסדיים פחות אקטיביים בכל מה שקשור ל-governance.

דבר אחרון שנועם בטח יותר יתמקד בו זה הסיפור של סיכון מאקרו. כשכולם יש תיק זהה, נניח, אם כל המוסדיים היו חשופים 30% לסיין, אם יקרה משהו בסיין, אז כל המוסדיים חשופים בדיוק לאותו סיכון. זה עלול לייצר איזשהו סיכון ברמת המאקרו.

עכשיו דוגמה קטנטונת לאחזקה דומה של מוסדיים: יש לנו פה את שופרסל ויוחננוף. ופה (בשקף) שמתי את בעלי האחזקות של כל אחד מרשתות המזון. בוא נראה מי הם שני בעלי המניות הגדולים ביותר בכל אחת מרשתות מזון אלו. בשניהם -- מגדל וגם הראל. עכשיו תארו לכם שבמקום מגדל והראל היה לנו את "מרים שוורץ זיו", שהייתה מחזיקה בערך 10% ביוחננוף ובערך 10% בשופרסל היינו קמים ואומרים מה זה הדבר הזה? איך יכול להיות שאותו בן אדם מחזיק גם פה, וגם שם נתח מאוד משמעותי? כמובן שזה פוגע בתחרותיות, אבל כשזה מוסדיים אנחנו מבינים שאין ברירה בגלל ההיקפים הגדולים שהמוסדיים מנהלים. אבל בכל זאת עולה השאלה, האם מבנה כזה הוא בריא או לא? אתן לכם עוד דוגמה, כדי להראות שאפשר גם אחרת. אם נסתכל רגע על מי מחזיק את רמי לוי, אתם תראו פה את אלטשולר. אלטשולר מחזיקים 7.7% מרמי לוי ואלטשולר לא מחזיק באף אחד מרשתות המזון האחרים שבהם קיים בעל שליטה ביותר מאחוז אחד. כלומר, אלטשולר בא ואומר אני שם פה (ברמי לוי) את הכסף שלי, פה אני משקיע, אם יש בעיה אני כנראה אדרש גם לטפל בבעיה הזאת. כמו שראינו, אגב, במקרה של פוקס, שגם שם אלטשולר מחזיקה הרבה יותר מהמוסדיים האחרים, ואז לא היתה לה ברירה אלא להתעסק עם ה-governance של פוקס.

אני אדבר רק על עוד דבר אחר בהקשר של הדמיון. זה הסיפור של קרנות האינדקס. קרנות האינדקס הולכות וגדלות כבר 15, 20 שנה, והמגמה הזאת רק תתעצם עכשיו בעקבות וועדת יפה שדוחפת עוד

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

אילן גילדין

התיקים המנוהלים עי הגופים המוסדיים. מכאן שבאופן יחסי העניין שלהם בהשקעות בבורסה הישראלית הולך ופוחת. סף הכניסה המינימאלי למניות בודדות הולך וגדל וכך גם היכולת שלהם לצאת ממניות הולכת וקטנה. אנחנו יודעים שיש לכך משמעויות. נדבך נוסף ששווה להזכיר וד"ר שוורץ העלתה הוא העניין של החזקה משותפת של מניות- מניות שמחזיקים אותם שניים או יותר גופים מוסדיים. בשל גודלם של תיקי ההשקעות המוסדיים קיימת נטייה להשקעה במניות הנזילות והגדולות יותר בבורסה. המחקר של רנ"ע מצא כי נכון לשנת 2019 במוצע 89% מההשקעות של 12 הגופים המוסדיים הגדולים במניות בבורסה בישראל מושקע במדד 125 (בשנת 2020), לעומת ממוצע של כ-83% לפני כעשור. ממצאים דומים מתקבלים גם ללא נתוני קרנות נאמנות. ה-Common Ownership בישראל עלה מ-85% אל 90% היום. זאת לא רק בעיה ישראלית זאת גם בעיה בינלאומית. 17% מחברות ה-P&S בתחילת שנות ה-90, חברות שהוחזקו ב-Common Ownership. זה עלה אל מעבר ל-80% כיום. הנ"ל משפיע על המסחר והוכחנו זאת במחקר. ברגרסיות שהרצנו בזמנו ראינו שיש השפעה שלילית על מהירות המחזור כדוגמא. זה נובע בחלקו מאופי ההשקעה, ברגע שמשקיעים מוסדיים קונים מניה ונהיים דומיננטיים יותר ומשקיעים לטווח ארוך הם גם פחות סוחרים וקשה להם גם יותר לצאת מפוזיציה. זו מגמה שזיהינו דאז והיא חריפה. בהקשר של התייחסות רשות שוק ההון- הבאתי כאן בקצרה את התייחסות שלהם מהדוח המסכם לבחינת פרק ד'. יכול להיות שאנחנו הולכים כאן בווקטורים כמעט מקבילים למה שרשות ההון בחרה להדגיש. חשוב לומר כי אנחנו לא בחנו את הסוגיה בפן הצרכני. רשות שוק ההון שמה דגש על התחרות, שהיא סבירה בפן הצרכני, שחסמי המעבר של לקוחות הם יחסית נמוכים, כמו כן גם דמי הניהול הולכים ופוחתים. המטרה של המחקר היא לראות האם המגמות הנ"ל מהוות סיכון יציבותי והאם אם יש להם השלכות בהיבטי ממשל תאגידי. זה לא משהו שדנו בו בפרק ד' וזה פחות בא לידי ביטוי בהתייחסות של שוק ההון.

נועם מיכלסון

שמי נועם מיכלסון מהאגף הפיננסי בחטיבת המחקר של בנק ישראל. אני אציג עבודה שנעשתה ביחד עם ד"ר קוסטה קוסנקו,

בנק ישראל ורשות ניירות ערך יצאו למחקר משותף שהוא מחקר המשך למחקר דמיון בתיקי מוסדיים שבנק ישראל עשו עוד ב-2013, והוא מחקר המשך גם למחקר של רשות ניירות ערך הדן בריכוזיות המשקיעים המוסדיים בישראל והשפעותיה על שוק ההון הישראלי שנכתב בשנת 2019 ופורסם בתחילת 2020, כמו גם לאחד מהנושאים שצפו במסגרת הכינוס המחודש של הוועדה לבחינת פרק ד בחוק הריכוזיות. כלומר, אפשר לראות פה מי שרוצה וקטור מחקרי בנושא שהולך והופך לאקוטי. אנחנו מזכירים את המילה ריכוזיות ודמיון הן לא מילים זהות. הגופים המוסדיים ממשיכים לצמוח בקצב גבוה. הם צמחו משמעותית בעשור האחרון בעקבות כמה רפורמות פיננסיות שקרו בעשור האחרון דוגמת החלת חובת פנסיית חובה אך לא רק. אותם הגופים מנהלים היום קרוב ל-50% מסך נכסי הציבור הפיננסיים. דוח הרשות לניירות ערך משנת 2020 מצא שיש ריכוזיות גבוהה בענף הביטוח, היא נותרה ברמה די סטאטית מזה שנים מספר אבל מבחינה אבסולוטית היא די גבוהה. כמו כן נמצאו ריכוזיות שהולכת וגדלה בפנסיה וריכוזיות יחסית מתונה בגמל. כשהסתכלנו על זה במסגרת פרק ד אנחנו בעצם יכולנו לדבר על רובד נוסף במדידת הריכוזיות של הגופים המוסדיים שלא הסתכלנו עליו בשנים האחרונות. רובד זה מתייחס לדמיון בין תיקי המוסדיים, וספציפית בתיקי ההשקעות הסחיר הן בארץ והן בחו"ל. בחו"ל הדמיון אמור להיות קטן משמעותית לאור מספר הנכסים הגדול יותר הזמין להשקעה.

בהתייחס להשפעות הנושא על שוק ההון, ניתן להתייחס לדוגמא לכמות הצפה בשוק (שאינה בידי בעל השליטה). הנתח של הגופים המוסדיים בסך הכמות הצפה עלה מ-25% בשנת 2010 ל-36% בשנת 2022 (לפי נתונים שפרסמנו) ומאז הוא ממשיך לעלות. אם המיקוד בעשור האחרון היה בהגדלת הכמות הצפה ובמכירת נתחים גדולים יותר ע"י בעלי השליטה, ניתן לומר בהכללה שהמוסדיים קנו מה שבעלי השליטה מכרו. כוחם של המוסדיים הולך וגדל. כאשר רנ"ע בחנה את זה בשנת 2020 התמקדנו בפרמטרים של מסחר, איך זה משפיע על שוק ההון. בשל גודלם של תיקי ההשקעות בגופים המוסדיים, הנטייה הינה להשקעה במניות הגדולות בבורסה. אנו יודעים ששווי השוק של החברות הציבוריות בבורסה המקומית בעשור האחרון לא צמח באותו הקצב שצמח שווי

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

לבדוק בדיוק איך הדברים האלה התגלגלו אז. אבל אנחנו מדברים בעיקר על מה יקרה אם משהו כזה יקרה ועוד מעט נגיע לשקף הבא שבו נתייחס לנושא הזה ישירות.

בספרות מראים שהדברים האלה הם בהחלט לא דברים תיאורטיים וגופים בעלי תיקים דומים נוטים לפעול בצורה דומה בעתות של לחץ פיננסי, וכי יש קשר בין סיכון מערכתי לבין תיקים דומים. זה הוכח עבור חברות ביטוח בארצות הברית, ומחקר של קוסטה ושלי על בנקים בישראל מראה, שיש קשר בין הדברים האלה.

עכשיו נתייחס יותר גם למבנה המוסדי הספציפי הישראלי. אנחנו מבדילים בין אורך הפתיל, או הטריגרים, לבין כמות חומר הנפץ. אורך הפתיל זה בעצם כל הדברים שיכולים לגרום לאותו תנועה חדה ובו זמנית. למשל, קרנות שמבטיחות תשואה, בהן יש דרישות רגולטוריות מינימליות, או קיומן של דרישות הון מינימליות, אלו מייצרות הגדרתית איזושהי פעולה מצד הגופים בהינתן זעזוע על מנת לעמוד בדרישות הרגולטוריות. ראינו את זה בבריטניה לפני כמה חודשים. לכן יכולה להיות תגובה כזאת של הגופים שמנהלים את הנכסים לממש הרבה נכסים בזמן קצר ולהתחיל את כל התהליך הזה. זה עלול לקרות גם אם יש לגופים נכסים ארוכי טווח והתחייבות קצרות. אבל מה שיותר רלוונטי לשוק הישראלי זה שיקולי רווחיות, והחשש ממעבר מסיבי של חוסכים מקרן אחת לשנייה מאיזושהי סיבה.

אנחנו לא יודעים להגיד מה ההסתברות שזה יקרה, האם זה יקרה ובאיזה צורה זה יקרה, אבל זה יכול לקרות. אמנם בישראל המצב יחסית פחות מסוכן, בגלל שהחוסכים נושאים בסיכון ולא הגופים עצמם ולכן פחות ייתכנו טריגרים, אבל בהינתן אירוע כזה אז אנחנו עוברים לשאלת כמות חומר הנפץ. אפשר להשתמש בדוגמא מתחום יותר ריחני כמו אינסטלציה: אנחנו לא יודעים מה יקרה ומה בדיוק יפגע בצנרת. אבל בהינתן שמהו יפגע בצנרת או ייכנס לשם משהו, אנחנו צריכים לדעת מה מצב הצנרת ועד כמה מהר ובאופן משמעותי זעזועים עוברים בתוך המערכת וזו בעצם ההצדקה של להסתכל על מדד הדמיון.

הממצאים האלה כבר מוכרים לכולם. העלייה בשיעור הנכסים של התיקים של הגופים המוסדיים זה הציור מימין, והציור משמאל מתאר את היציאה המסיבית שלהם לחו"ל בעשור האחרון, עד שיעור שקרוב ל 25% מהתיקים שלהם.

איך אנחנו מוודים את הדמיון? לא ניכנס אל המתמטיקה אבל הרעיון דומה למתאם רגיל שכולם מכירים, רק שזה לוקח לא רק

שמתנצל שלא יכול להיות פה אבל הוא איתנו בזום. זו התמונה שמצאנו לפני כעשור לגבי התפלגות מדד הדמיון, שכמובן אני אדבר עליו בהמשך. מדד הדמיון מאוד גבוה בתיקי הנכסים של המוסדיים. הקו הירוק זה מדד הדמיון ברמת נייר הערך הבודד - גבוה. אם לוקחים בחשבון לא רק את הנייר הבודד, אלא גם את זהות המנפיקים אז המדד עוד יותר גבוה. ובזמנו מי שזוכר, היו קבוצות עסקיות, וזה היה לפני הפירוק שלהם. אז ברמת הקבוצה העסקית המדד היה ברמה מאוד מאוד גבוהה. כלומר תיק הנכסים של כולם היה מפוזר בצורה מאוד מאוד דומה.

מה הקשר בין דמיון בתיקי נכסים ויציבות פיננסית? מרים טיפה הזכירה את זה, וגם בהקדמה הזכירו את זה, אז נעבור על זה בקצרה. הסיכון הוא תנועה סימולטנית ומימוש בו זמני של נכסים בעת חשיפה לזעזוע משמעותי. בשוק ישראלי זה אומר שכל תנועה משמעותית גם תגרור השפעות על המחיר, שזה כמובן יתגלגל לגופים שמחזיקים נכסים דומים, שגם הם עלולים להגיב באופן זהה, ימכרו, ישפיעו על המחיר, וכן הלאה, במין ספירלה כזאת. כך סיכון נקודתי יכול להפוך לסיכון מערכתי. במקרה קצה זה יכול להביא לפגיעה משמעותית בשווקים, שחיקה במחירי הנכסים, אפקט הכנסה שלילי ועלול אפילו להתגלגל גם זעזוע מאקרו דרך השפעה שלילית על הפעילות הריאלית.

אמיר ברנע

אתה לא מדבר על ניוז, אתה מדבר על משיכות.

נועם מיכלסון

אני מדבר על מימוש מסיבי.

אמיר ברנע

היה עד היום מקרה כזה?

נועם מיכלסון

בגדול, אומר שמימושים מסיביים היו בקופות הגמל ב-2008. משיכות מאוד גדולות. לצערי אין לנו את הנתונים הנדרשים כדי

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

בלבד בכל העולם כולו, שבהן משקיעים הגופים המוסדיים. זה כולל אג"ח ומניות, בהן גם מניות של חברות ישראליות שנסחרות בחו"ל. המספר הזה נמצא במגמת עלייה, אפשר להגיד מבורכת או לא, אבל נשאר את זה לדיון, אך מכל מקום יש מגמת עלייה בעשור האחרון, עם היציאה של המוסדיים לחו"ל.

(בתשובה לשאלה מהקהל אם השקעה במדד נחשבת השקעה בנייר אחד, למרות שהמדד כולל למעשה אלפי ניירות): הנקודה היא שבסופו של דבר כולם משקיעים באותה צורה. לצורך העניין, אם כולם היו משקיעים במניות MSCI 2000 בצורה זהה אז אולי כולם מפוזרים כשלעצמם, אבל הם מפוזרים באותה צורה.

אם כן, זה מדד הדמיון של תיק המניות והאג"ח של תיקי המוסדיים בחו"ל. מקל עליכם שוב את קריאת המספרים: הערך האחרון עומד על סדר גודל של 0.2-0.3, תלוי באיזה ענף חיסכון. זה יותר נמוך מאשר מה שבארץ, שזה אומר שבוודאי דרגות החופש מאוד משמעותיות לדמיון, אבל פה גם יש לנו נקודות השוואה כדי לתת פרופורציה.

באנגליה, מדד הדמיון בין גופים פיננסיים, שחושב ב מתודולוגיה זהה, נע בין 0.01 ל-0.07. בחברות ביטוח בארצות הברית המדד עומד על 0.12, כלומר, אנחנו נמצאים עדיין ברמה הגבוהה פי שניים ויותר מאשר איך שמפזרים את הנכסים במה שמוגדר כח"ל. אמנם מבחינתם זה השוק המקומי, אבל מבחינת אפשרויות ההשקעה זה כמו חו"ל.

כעת אציג דוגמא ויזואלית למטריצה שאנחנו בונים. כל מספר שחור מחוץ למטריצה זה גוף מנהל: 12000, 865 וכדומה. המספר זה בעצם מדד הדמיון והצבע נותן את עוצמת הדמיון משמאל זה התיק המקומי בענף הפנסיה, מימין תיק חו"ל, וכבר אפשר לראות בצבעים שהתיק הישראלי הרבה יותר מכונס בערכים הגבוהים. לכן אנחנו אומרים שבוודאות היציאה לחו"ל בוודאות אפשרה הרבה יותר דרגות חופש בהשקעה ועם זאת, מדד הדמיון עדיין גבוה.

בין ההסברים האפשריים עלה מיעוט דרגות החופש בהשקעה; היבטים של רגולציה; יכול להיות שיש פה עוד פעם איזשהו מתח בין מיקרו פרודנשל למאקרו פרודנשל; יש פה עניינים התנהגותיים, שכולם רוצים להיצמד לאיזשהו בנצ'מרק או לא להתרחק מדי כדי לא לאבד לקוחות. ובכל זאת, לאור מדד הדמיון הגבוה יחסית גם בחו"ל צריך לענות על השאלה: למה עדיין המדד מאוד גבוה? ולמה משקיעים בסדר גודל של 400 נכסים בלבד?

תנועה באותו כיוון, אלא גם לוקח בחשבון בדיוק את המשקולות. כלומר זה לוקח בחשבון גם את שיעורו של כל נכס בתיק ולא רק את התנועה המשותפת.

חישובנו את מדד הדמיון על כל שתי חברות מנהלות והתמקדנו בתיק המניות והאג"ח בישראל. אחרי זה גם נראה על חו"ל. למה תיק מניות ואג"ח? כי מבחינת דמיון, תיק האג"ח הממשלתי, שהוא עדיין התיק הגדול ביותר, בתיק זה הגדרתית כולם דומים. הם אולי שונים במ"חמים אבל בפועל חשופים לאותו סיכון מנפיק. בשביל להקל על הניתוח, התמקדנו בחמש חברות הביטוח, 25 החברות המנהלות של קופות הגמל ו-10 חברות מנהלות של הפנסיה. זה סדר גודל של 90-95% מהנכסים המנוהלים. ופה אנחנו מקבלים את תוצאות מדד הדמיון. נקל עליכם את קריאת המספרים: המדד נע בין 0.6-0.8 בסקאלה של בין אפס לאחד, כאשר 0 זה אין דמיון, ו-1 זה דמיון מלא בפיזור ההשקעות. עוד מעט אני אתן לכם פרופורציה למספרים האלה, אבל ברור שאפשר לראות שזה נמצא ברמה הגבוהה של הסקאלה הזאת, ואין פה איזושהי מנמה ברורה על פני זמן. אולי רואים משהו בגמל, אבל אי אפשר להגיד על זה משהו חד משמעי. הגרף נגמר בסוף 2020, בגלל שעד לנקודת זמן זו יש לנו נתונים שאנחנו סומכים עליהם ב-100%, אבל תמונה ראשונה מנתונים חדשים יותר מראה שאין ירידה, ואפילו יש עלייה. אנחנו מסתכלים על רמת נייר הערך הבודד - לצורך העניין, אג"ח א של חברה ואג"ח ב של אותה חברה נחשבות כניירות שונים - למרות שמבחינת סיכון המנפיק מדובר באותו סיכון, ואם מקבצים את הניירות לפי מנפיק מדד הדמיון גבוה אף יותר.

אם כן, 0.6-0.8 זה מדד הדמיון בתיק המניות והאג"ח בישראל, תיק של סדר גודל של 600 מיליארד שקלים. התשובה המיידית וההסבר המיידית הם שיש מעט מאוד נכסים להשקעה ויש מגבלות על ההשקעה בארץ. נכון, זו תשובה נכונה מאוד. ולכן בדקנו גם מה קורה בתיק מניות ואג"ח בחו"ל, שם יש הרבה פחות מגבלות, אם בכלל, ובכל מקרה מדובר על שוק עולמי. בוא נסתכל מה קורה שם. אז אנחנו מסתכלים על תיק המניות והאג"ח בחו"ל, סדר גודל של 40% מתיק חו"ל. במאמר מוסגר אציין שגם בדקנו את הנושא האינדקס והתמונה שמוצגת פה היא חסם תחתון, ובפועל מידת הדמיון כשכוללים גם את תיקי האינדקס - כ-40 אחוז מתיק חו"ל - גבוהה יותר.

קודם כל נסתכל על מספר הנכסים האפקטיביים, כלומר, מספר הנכסים בהם מושקעים רוב הכספים. מדובר על 400 ניירות ערך

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

אמריקאים. לנוף אמריקאי באופן טבעי יותר כלים להכיר לעומק את שוק ההון האמריקאי- המקומי מראיתו- שהוא כמובן שוק גדול יותר, וכפועל יוצא בהשוואה למשקיע הישראלי, האמריקאי ישקיע ביותר חברות, דבר שיביא למידת דמיון נמוכה יותר.

כמי שאכפת לו מהמערכת הפנסיונית, ולכל הנוכחים בדיון המערכת מאד חשובה, אני חושב שהדמיון הגבוה יותר של תיקי המוסדיים הישראליים בארה"ב בהשוואה למידת הדמיון (הנמוכה יותר) של מוסדיים אמריקאיים (ביחס להשקעותיהם בארה"ב)- זה לא דבר שאמור מבחינתנו לעורר דאגה.

אני כן סבור שמידת הדמיון הנמוכה משמעותית בחו"ל (בהשוואה למידת הדמיון בשוק המקומי כאן בישראל), דווקא מעידה שמידת הדמיון בישראל לא נובעת מאיזה "חטא קדמון", בדמותה של מונולטיות מובנית, או מאפייני השקעות שמעידים על חוסר תחרותיות. מידת הדמיון לגבי השקעות בישראל נובעת מכך שהיצע ההשקעות בחברות שהן איתנות ויציבות הוא מאד מצומצם. רשות שוק ההון אמונה על הפיקוח והרגולציה בכל תהליכי ההשקעה, לרבות תהליכים של גיבוש מדיניות ההצבעה, הקמת מסלולי השקעה מתמחים, גיבוש מדיניות גידור ועוד. אנחנו רואים את השונות בין הגופים בהעדפות השונות, כלומר- התנהגות שאינה מונולטית. למשל- מסלולי השקעה מתמחים- ניכרת שונות גבוהה בבקשות שאנחנו מקבלים, לעניין הבחירה של הגוף המוסדי איזה מסלול השקעה מתמחה ברצונו להגיש עבור ציבור החוסכים, קיימת גם שונות במדיניות ההצבעות של הגופים המוסדיים, מדיניות שהיא כמובן זמינה פומבית באתרי הגופים.

אני סבור שהאתגר שניצב לפתחנו הוא הגדלת היצע בשוק המקומי, דבר שכמובן יביא לירידה במידת הדמיון שקיימת לגבי התיקים המקומיים.

לעניין האחזקות צולבות- מדובר בנושא מאד חשוב שדנו בו תוך בחינת הנעשה בעולם. יצא מאמר מקיף מהשנים האחרונות של אוניברסיטת Yale - אשר עוסק בנושא של אחזקות צולבות, ודן בחשש שכאשר למנהלי השקעה החזקות בשני גופים מתחרים, ניצב איום פוטנציאלי שבכובעם כמנהלי השקעות בשני הגופים המתחרים- הם ישאפו למקסם את הרווח על בסיס כולל של שני הגופים, כלומר הרווח המצטבר, ולא של כל חברה standalone. הדבר כמובן עלול לפגוע בתחרותיות. דובר במחקר הני"ל על מאפייני ההשקעה של הגופים המוסדיים, ככאלה שאינם נוקטים בפעולות מסוג 'השתלטות עוינת', ובהיותם מחזיקים המאופיינים

בארי כספי

תודה רבה על ייזום הדיון המאוד משמעותי, יצרי ומרובה הנדבכים. עלו בדברי הפתיחה הרבה מאוד נושאים-תחרותיות, ריכוזיות. היבטים של נזילות, דמיון, אחזקות צולבות ועוד. בגלל שלא אספיק לגעת בכל הנקודות באופן מעמיק- אני רוצה להתייחס בעיקר לכל מה שקשור לעצם מידת הדמיון בניהול הנכסים, נתחיל משם.

כפי שאילן אמר, בסופו של יום אנחנו יודעים שבמהלך שניים וחצי-שלושה העשורים האחרונים אנחנו עדים למגמת עליה מאד משמעותית בהיקף הנכסים המנהלים בישראל. זאת כתוצאה ממגמות דמוגרפיות, וכמו כן רפורמות חקיקתיות. למעשה קיים פער משמעותי בין קצב העלייה של הנכסים המנהלים על ידי גופים מוסדיים לבין קצב הצמיחה של הבורסה המקומית וזה כרגע לצורך העניין תנאי סף בדיון. חוסר ההלימה האמור תומך ומוביל בהתגבשותם של שלושה ממצאים מרכזיים:

בראש ובראשונה- בשוק ההון המקומי- הגופים המוסדיים מהווים גופים דומיננטיים, אמנם לא השחקנים הבלעדיים אבל כן שחקנים מרכזיים ובנוסף לדומיננטיות בשוק ההון המקומי, אנחנו עדים לשני ממצאים נוספים-עלייה בשיעורי החשיפה לחול וגם בשיעורי החשיפה לנכסים לא סחירים.

כפועל יוצא מכך ששוק ההון המקומי לא גדל באותו הקצב, אז באמת אם בוחנים את ההשקעות של הגופים המוסדיים בשוק ההון המקומי -אין שונות מאד גבוהה. קיימת נטייה טבעית של גופים מוסדיים להשקיע בתאגידים יציבים, בני-קיימא, מאופיינים באיתנות פיננסית, כפי שהולם ומצופה ממי שמשקיע כספי לטווחים ארוכים. ההשקעות מתמקדות בפלח ההשקעות הני"ל, ומה לעשות שלא כל מנייה בשוק הסחיר רלוונטית למשקיע המוסדי. היינו גם עדים בשנים האחרונות למחיקות ממסחר של לא מעט חברות ציבוריות, דבר שעוד יותר מחזק את המוטיבציה והנטייה של הגוף המוסדי להשקיע בחברות הגדלות והיציבות יותר.

ולגבי חו"ל- ומידת הדמיון שאמנם פחות גבוהה מבישראל אבל גבוהה יותר משל גופים אמריקאים- כפי שראינו כעת- מידת הדמיון בקרב תיקי ההשקעות של הגופים המוסדיים יורדת באופן משמעותי כשמושא הבחינה הוא הרכב ההשקעות בחו"ל. וברור שכאשר מושא ההשוואה הוא מידת דמיון פורטפוליו ההשקעות בארה"ב, בין מוסדיים ישראליים דמיון רב יותר מאשר בין מוסדיים

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

אילן גילדין

רק שתי הערות קטנות - ריכוזיות דרך החזקות משותפות היא עובדה. כלומר ההשלכות של הסוגיה זה משהו שנתון לוויכוח. דבר שני אפשר להקשות והקשינו גם עם עצמנו בדיון שעשינו, אז בשביל מה צריכים כל כך גופים? אז אם הם נראים כולם אותו דבר ובתחלת הם פחות או יותר משיגים את אותן תוצאות אז בשביל מה?

יהודה בן אסאייג

בוקר טוב לכולם, אני חושב שסוגיית הריכוזיות או אי התחרות בשוק ההון קצת מועצמת לטעמי בכדי שתהיה גורם באמת דומיננטי בדיון הזה ותהווה משקל בקבלת החלטות עתידיות של הרגולטור בשנים הבאות.

כפי שאנחנו רואים את הנושא הנדון ואני מדבר כאחד הגופים המוסדיים. האפיק שצמח. באופן מרשים ביותר בשנים האחרונות במסלולי ההשקעות שאנו מנהלים, היה האפיק הלא סחיר, זה מאפשר לנו לפתח מגוון רחב של השקעות מסוגים שונים, אגב תחרותיות רבה בין היצרנים המוסדיים. בלי-ברירה נקלענו למהלך הזה כי השוק הסחיר, לפחות בארץ היה קטן ומצומצם לגודל ההשקעות שנדרשנו אליהן. הנושא יצר אפשרויות השקעה חדשות עם פתח מאוד רחב לגיוון שמגדיל את השוני בין תיק ההשקעות המוסדיים ויוצר תחרות על אפיקי ומטרות ההשקעה, אגב, לא רק באקוויטי אלא גם באגרות חוב לא סחירות או ההלוואות שאנחנו נותנים. נוצר פה מגוון עצום של השקעות חדשות, לא רק בארץ, אלא גם בחו"ל, כך שאנו הולכים ומתרחקים מאילוץ השוק הסחיר הקטן יחסית בארץ..

גיא מני

לא נוצרת בעיית תמחור בכול הסיפור הזה?

שלומי שוב

אני מאמין שאנחנו נעסוק בזה השנה.

כמשקיעים פסיביים, החשש מהשתלטות עוינת על כל חברה ומקסום הרווח על בסיס מצטבר חלף standalone הוא לא כל כך רלוונטי. במקרה הזה "הריקוד" לא מתאים "לרקדן".

רוני טלמור

משרד המשפטים לקח חלק בעבודת הצוות שהתייחס לפרק ד' בדוח הריכוזיות, ואנחנו שותפים לחששות שהעלה הצוות ולצורך שהעלה להמשיך ולבחון את השלכות ריכוזיות הגופים המוסדיים, שיש לה פנים פוטנציאליות שונות שנוגעות למבנה הענף, למדיניות ההשקעות ולסחירות, וגם לממשל התאגידי בשוק ההון. הצוות עמד על החשש שהמבנה של הגופים המוסדיים עלול לגרום לניגודי עניינים שיתבטאו גם בהיבטי ממשל תאגידי, לרבות בהשתתפות באסיפות.

כמה מילים לגבי ממשל תאגידי. חוק החברות קובע כללי ממשל תאגידי טובים ומתקדמים, ומעמיד כלים רבים לבעלי המניות, אבל כדי שיהיו אפקטיביים צריך שיעשה בהם שימוש. במהלך השנים יש מגמה של גידול בנוכחות של המוסדיים בבורסה, גם באמצעות השקעות אינדקס - בדומה למה שקורה בשווקים מערביים אחרים. לצד זאת אנחנו רואים קיטון בגרעיני השליטה ועלייה במספר ובנתח של חברות שאין בהן בעל שליטה, כך שיש חשיבות הולכת וגוברת לנוכחות פעילה ומושכלת של המוסדיים בהיבטי ממשל התאגידי. זה נכון לגבי השתתפות והצבעה באסיפות ולגבי stewardship בכלל. חלק מהחשש שהריכוזיות יוצרת הוא שנראה התנהגות פחות חכמה ופחות עצמאית של המוסדיים בהיבטים אלה, באופן שבסופו של דבר יפגע בהגנה על משקיעים ובהגינות של שוק ההון. חששות אלה עלו כבר בדוח ועדת חמדני משנת 2008 ונכונים ביתר שאת כיום.

מעבר לעצם ההצבעה באסיפות ו-stewardship, חשוב לציין גם את החשיבות של הגברת שקיפות ההצבעות, המעורבות בממשל התאגידי ושיתופי הפעולה בין מוסדיים, כמו גם חסרונם של גופי הייעוץ למוסדיים שבשנים האחרונות נדחקו מהשוק בשונה מהמקובל בעולם. כל אלה מאוד חשובים לטיוב ההגנה על משקיעים בשוק ההון.

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

יהודה בן אסאייג

לא משיקולי טובת הלקוח, לפעמים גם העמלה היא זו שמכוונת את הדברים, והדבר יוצר מוביליות ואי וודאות אדירה שמקשה עלינו, בחלק מהמסלולים לנהל את המסלול עם שיקולים ארוכי טווח, מספיק כדי להפיק את המקסימום שאנחנו יכולים עבור הלקוחות שלנו, אנחנו מתמודדים עם הסוגיה הזו מנסים יחד נציגי הרשויות גם כן לגבש תפיסת עולם איך מתמודדים עם התופעה הזו, אבל בהחלט תופעה לא בריאה לשוק, במיוחד שלא נעשית מטעמי טובת הלקוח אלא משיקולים אחרים.

אמיר ברנע

זאת אומרת אתה תתמוך במגבלות על הניוד למשל אחת לחודש או אחת לשלושה חודשים, זאת אומרת מתי צריך להיות פער הזמן בין ההודעה לבין הביצוע?

יהודה בן אסאייג

עוד לפני הטלת מגבלות על הניוד בטיימינג שאתה מתכוון אליו, הייתי מנסה לזהות טוב טוב את התמריץ שעומד מאחורי הניוד הזה.

אמיר ברנע

זאת אומרת שמישהו מרוויח מניוד שאיננו העמית.

שלומי שוב

זה החשש מעיוות.

יהודה בן אסאייג

אם מישהו פה אחראי על טובת הלקוח שיבדוק את הנושא הזה ויחליט מה הדרך הנכונה להתמודד עם הסוגיה הזו.

יהודה בן אסאייג

לגבי נושא הממשל התאגידי ואני יכול להעיד, לפחות מטעמנו, שהקפדה בכל מה שקשור להפרדה של הנוסטרו והעמיתים נשמרת באופן מלא. שתי ועדות השקעה שונות, נפרדות לחלוטין, חברי ועדות שמקבלים החלטות נפרדות בכל אחת מההצעות שבאות לידי דיון. בעניין הזה אני יכול להרגיע את כל מי שדואג בסוגיות האלה. דבר נוסף שעומד בסתירה לרצון או לרוח הדיון פה הייתה הגבלה שהושתה עלינו בכל הקשור להוצאות הישירות בניהול השקעות המוסדיים. ההשקעה בקרנות חיצוניות אפשרה לנו להכניס שחקנים נוספים למערך ההשקעות המוסדי שלנו עם מגוון יכולות ודעות אחר לחלוטין, אם זה בקרנות הגידור או קרנות חוב, או קרנות אקוויטי פרטיות. אפשרויות חדשות שפחות נתונות לנו בתחומים שבהם לא יכולנו להתמחות בהם. לך תמצא את המומחה לסייבר, לביז-טכנולוגיה, לתעשיית התרופות ודווקא כאן נוצרה לאחרונה המגבלה שמצרה ולא בצדק את האפשרויות. נושא אחר שהולך ומתפתח וחשוב מאוד להבין זו סוגיית הניוד בין היצרנים בתחום המוסדי, אתה קצת נגעת בזה. הניוד הגדול שקורה בימים אלה במערך הפנסיוני, ואני כולל את הגמל ואת הפנסיה, יכול להוות סכנה אדירה. למגוון ולתחרות בשוק - ולמה אני מתכוון? תסתכלו על מגמת הניוד בשנים האחרונות שקורות בשוק הפנסיה ותראו מיליארדים זה מתחיל כבר להגיע לעשרות מיליארדים שנעים מיצרן ליצרן, אגב, לא תמיד משיקולי טובת הלקוח

אמיר ברנע

סוכן ביטוח.

יהודה בן אסאייג

אתה אמרת.

אמיר ברנע

אני אמרתי כן.

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

אמיר ברנע

זאת אומרת שקיים צפי לפער בתשואות כי באמת האחידות שבתשואות מטרידה. כולם בין 7%-6% בחמש שנים האחרונות, להוציא את אלטשולר שחם 4%.

גיא מני

כן, נוצרות כיום גם הזדמנויות. אם יהיה מיתון וגם במידה ולא נראה מיתון אתה יכול למצוא הזדמנויות נוספות בחול שהחוסכים הישראלים יכולים לגעת בהם.

מעבר לזה שיש גם ברכיב האג"חים בחול ובישראל נמעד שונה של אחזקות בין הגופים וגם בהיבט של המח"מ וההצמדה - צמוד/ שקל/מט"ח קיימת שונות בין הגופים.

אני חושב שיש פה הרבה מאוד שוני, נכון שהתיק במניות בישראל הוא יותר מרוכז, כי לצערנו אין הרבה מניות בישראל ואין מה לעשות כרגע.

שלומי שוב

יש משהו שהטריד אותי בדברים של בארי כספי שהוא אמר שלמעשה לגופים המוסדיים הישראלים אין את המשאבים או את היכולת להיכנס לעומק בהשקעות בחו"ל ופה אמרת משהו כזה נכון?

בארי כספי

באופן יחסי למשקיעים האמריקאים.

שלומי שוב

זה עוד פעם מחזיר אותנו לסיפור שדיברנו יחד על ועדת יפה וכו'. אז כשאתם משקיעים בחו"ל אתם עובדים עם מנהלים?

גיא מני

הרוב הגדול שלנו זה בהשקעה דרך מדדים, אבל עדיין יש לנו סדר גודל של בין 10 - 15% במניות בודדות גם בחו"ל, בעיקר במניות הגדולות.

גיא מני

רציתי להתייחס קודם כל לנושא של מה היה קורה אם היו יוצאים כספים בצורה אגרסיבית של חוסכים מקופות הגמל בהמשך להערות האחרונות.

אז קודם כל לדעתי, בניגוד ל 2008 החוסכים בשוק ההון מאוד התבגרו. ראינו זאת בירידות החדות בשווקי ההון גם בקורונה וגם בשנה האחרונה שכמעט ולא הייתה יציאה של כספים, להיפך - כיוון שמי שיצא ב 2008 הפסיד הרבה מאוד כסף והחוסכים הבינו זאת, ופה יש את היתרון בגופים לחסכון ארוך טווח. הגופים המוסדיים בתקופות של משבר בגלל הכספים שהם מקבלים, הם אלה שעומדים וקונים רוכשים סחורה/מניות/אג"חים בשוויים הרבה יותר אטרקטיביים וכלכליים בניגוד דווקא אולי לא ציינתם את זה לקרנות הנאמנות ששם יש איזשהו אפקט של עדר. בדרך כלל בעלויות נכנס הרבה כסף, והם מחויבים לקנות מניות ואג"חים בשוויים גבוהים, ודווקא מתי שהשוק נופל הם מקבלים פדיונות ונאלצים למכור סחורה.

גיא מני

אז להערכתי נקודה זו שציינתי מקנה פה יתרון לגופים המוסדיים. כעת להשוואה והדמיון בין גופים מוסדיים, אני חושב ש צריך לשים את הדברים בפרופורציות. הגופים המוסדיים ב 5-6 - השנים האחרונות גדלו מאוד כמו שיהודה ציין באפיק הלא סחיר. יש לנו החזקות של מעל 20% באפיק הלא סחיר, שמורכב מרכיבים שונים כדוגמת רכיב אשראי עם עשרות הלוואות שונות ומגוונות, רכיב תשתיות עם השקעות בפרויקטים מפוזרים בתחומים ובסקטורים שונים בתשתיות הן בחו"ל והן בישראל, בנדל"ן בתחומים מסקטורים שונים לגמרי כמו לוגיסטיקה, מולטי פמילי, משרדים וחוב, ומפרייבט אקוויטי בה ישנה אחזקה בקרנות מפוזרות שי לנו עם מנהלים מהטובים והאיכותיים בחו"ל ובישראל. ההשקעה בקרנות נכון, שמשלמים עליהן דמי ניהול אך היא חושפת אותנו לעסקים בינוניים וגדולים, באירופה ובארה"ב כלומר, יש פה השקעות בהרבה יותר חברות מאשר המספר 400. מניות או אג"חים שנציג בנק ישראל ציין במחקר, תוך פיזור עצום של הגופים המוסדיים ויש שוני מאוד משמעותי בין גוף לגוף.

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

נועם מיכלסון

קודם כל מבחינתנו כרגולטורים שאלת היציבות והמהירות של העברת זעזועים חשובה. אולי זה פחות מעסיק אתכם. עבורנו זו שאלה מאוד מטרידה לאור העובדה שמדד הדמיון, אפשר להגיד, קרוב מאוד ל 100% אם לוקחים בחשבון גם את זהות המנפיק. מבחינתנו זה מטריד. ועדיין, למרות היציאה לחו"ל, הכל זה עדיין 600 מיליארד שקלים. זה דבר אחד. דבר שני, לגבי חו"ל: יכול להיות שזה באמת עניין של מגמות, אבל עדיין מדובר על 400 מניות ואג"ח בלבד בהן מושקע רוב הכסף. אפילו S&P 500 זה 500 מניות ופה אנחנו מדברים על 500 מניות ואג"ח.

אמיר ברנע

אבל יש חלק לא סחיר בנפרד.

נועם מיכלסון

בנפרד. אנחנו מודדים את המניות והאג"ח, אבל גם את התיק של התעודות סל ואנחנו רואים שגם שמה הם משקיעים באותן תעודות סל. לגבי האשראי, הרבה פעמים האשראי ניתן לאותן חברות שבהן משקיעים בתיק הסחיר, כלומר שגם פה זה לא לגמרי אורתוגונלי. זה לא חברות אחרות לגמרי. אז אני אומר שצריך לזכור גם את הדברים האלה.

נטלי גייקובס

אני מטפלת בעסקאות רבות בנגזרים, השאלות, הגנות ניהול סיכונים מהזווית המשפטית. רציתי לשאול איפה במחקרים שלכם באה לידי ביטוי הפעילות ההגנתית השוטפת שמבצעים המוסדיים בניהול הסיכונים שלהם ובגידור החשיפות בהשקעות? זאת שאלה אחת. ושאלה שנייה, מתבצעים כיום צעדים המשמעותיים לפתוח את מאגר ההשאלות של מסלקת הבורסה לגופים המוסדיים. אנחנו מעורבים בתהליכים האלה. אנחנו רואים בזה משהו מבורך, כיצד והיכן התייחסתם לניירות מושאלים, ואם בכלל או איך צריך להתייחס במחקרים להגנות, השאלות ונגזרים לענייננו.

שלומי שוב

ומה היכולת שלכם באמת להשקיע פרטנית במניות?

גיא מני

יש לנו מחלקת מחקר BYSIDE גדולה המורכבת מאנליסטים ברובם הגדול בוחן את החברות/מניות בישראל וגם אנליסטים לחו"ל.

שלומי שוב

אבל אני מניח שיש מגמה לאור מה שקורה עם הכסף שיוצא לחו"ל וכל הרפורמות וכו' שאומרת שאתם צריכים לחזק את התחום הזה.

גיא מני

נכון בגלל זה גייסנו אנליסטים ומנהלי השקעות שהתמחותם היא בחינת השקעות בחול במניות ובאג"חים, אבל בכל זאת, צריך לזכור שליבת ההשקעות שלנו היא דרך מדדים שהחלק הארי הוא מדד ה- S&P 500 שמורכב מ-500 המניות הגדולות והבינלאומיות וזה גם נותן יותר פיזור, מה שכאן נלקח כאחזקה בנייר בודד, אבל בסופו של דבר זה המדד הגדול והאינדקס הגדול בעולם לצד זה, יש לנו השקעות בסקטורים בארה"ב וגם יש לנו השקעות במדדים אחרים בעולם, והשקעה בקרנות נאמנות ומניות בודדות.

אמיר ברנע

לסיכון המטבעי אתם עושים הגנה נפרדת, או כחלק מהתמורה?

גיא מני

אני מסתכל על כל הפול של ההשקעות בחו"ל אשר עומד, נגיד סדר גודל של 40 עד 50% וקובע כמה לגדר וכמה לא לגדר, בהתאם גם לשיקולי מאקרו, בהתאם לעלויות הגידור השונות ובהתאם למצב הכלכלה בישראל.

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

תיק שוק אופטימלי. כלומר, אנחנו לא מצפים שכל אחד ישקיע במקום שונה לגמרי, אבל שוב זה דבר שולי ביחס לזה שבארץ כנראה פשוט אין היצע מספיק רחב. עובדה שכשאנחנו מסתכלים על חו"ל אנחנו כן רואים שונות הרבה יותר גבוהה בהשקעות של המוסדיים וכך גם בחלק הלא סחיר של התיק. והדבר העיקרי שרציתי להגיד, הוא באמת כמו שגיא פה אמר וזרקתי פה חצי הערה בדרך אגב כשגיא דיבר, שכאשר מסתכלים על המונוליתיות שיכולה להוביל למשבר אי אפשר להפריד את הדיון על המוסדיים מדיון על קרנות נאמנות, כלומר בסוף הנתח שוק של הקרנות נאמנות הוא מאוד דומה אם אנחנו משווים את הסחיר של המוסדיים 590 מיליארד לעומת 450 מיליארד בקרנות נאמנות.

אמיר ברנע

זה גם פסיבי את מדברת רק על האקטיבי, האקטיבי זה 200 מיליארד שקל.

יעל רגב

סחיר וסחיר אתה משווה פה ושם ובסוף מדובר בסדרי גודל דומים.

אמיר ברנע

פסיבי זה לא בניהול, אין פה ניהול יחסי כשאת קונה קרן פסיבית.

יעל רגב

נכון, בסוף מדברים על ההשפעה על השוק הסחיר שוק ההון הישראלי? יש לך קרנות נאמנות בסדר גודל לא מאוד שונה מסדר גודל של החלק הסחיר בישראל של המוסדיים.

וצריך לנתח גם את ההשפעה של קרנות הנאמנות. עכשיו הסתכלנו קצת על הנתונים במשבר של 2020, במשבר הקורונה הייתה תנודתיות מאוד מאוד גבוהה בקרנות נאמנות, היו הרבה משיכות. לעומת זאת דווקא המוסדיים במשבר הזה היו גורם מייצב בקושי זזו, אז כשמנתחים את ההשפעה על כלל שוק ההון הישראלי, אי אפשר לנטרל את קרנות הנאמנות וחייבים לבחון גם אותן כחלק מהגורמים המשפיעים על השוק.

אמיר ברנע

השאלות אלה מכירות חסר בעיקר?

נטלי גייקובס

לאו דווקא. יכולות להיות עסקאות השאלה לצורך השאלה בלבד וקבלת דמי השאלה. אתה מוסדי שמחזיק בתיק לזמן ארוך, אתה בעצם יכול להשאיל את הניירות שמוחזקים אצלך לזמן ארוך רק כדי לקבל דמי השאלה בלי עסקה בחסר. אתה בעצם מעמיד את התיק שלך לשימוש במאגר השאלות, דיבדנדים הצבעות, נזילות של הניירות ההלו וכל שימוש שהוא.

נועם מיכלסון

(בתשובה לשאלה על נגזרים והשקעות במט"ח): אנחנו מסתכלים על זה בבנק בעיקר מכיוון מאקרו. לא התייחסו לזה בניתוח של הדמיון פשוט בגלל מגבלות טכניות שמקשות על הזיהוי של הנכסים האלה.

אילן גילדין

בנוגע למאגר השאלות גם אנו רואים את היוזמה בצורה חיובית. שואפים לעבוד עם הבורסה כדי לראות אילו חסמים ניתן להסיר על מנת להפוך את המאגר לפעיל יותר.

יעל רגב

רציתי להוסיף כמה נקודות קטנות שאני מרגישה שלא לגמרי התייחסו אליהם. קודם כול כל הזמן אנחנו מדברים על זה, שהעובדה שיש איזשהו תיק שגורם לדמיון זה רע כי זה גורם לדמיון גבוהה אז הטענות נגד דמיון ברורות, אבל מצד שני כן קיים בתאוריה תיק שוק אופטימלי ולאו זאת הציפיה בסופו של דבר היא שהמוסדיים לא יחרגו בצורה מאוד מאוד בולטת מאיזשהו תיק שוק אופטימלי, כי בסוף אנחנו רוצים למקסם את תשואת העמיתים.

צריך לזכור שהחיסכון הפנסיוני בא קודם כל לשרת את תשואת העמיתים לטווח ארוך. ברור שצריך לגוון ולפזר, אבל כן יש איזשהו

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

הברית החלק הפסיבי של ניהול ההון גדל יותר מהר מההון המנוהל האקטיבי. אתה יכול לראות שתי עקומות שהולכות ככה, זה הפאסיבי, וזה האקטיבי. ואני חושב שאם תסתכל על 15 שנים קדימה, הפאסיבי, יעקוף את האקטיבי ואין ספק שזה יקרה.

לשאלה זו יש תשובה מאד מעניינת. הרי אם אבל, מה שיקרה בסופו של דבר יהיה שיווי משקל מסוים שמי שינהל אקטיבי ירוויח הרבה ומי שינהל פסיבי ירוויח פחות. כך שלמנהלים שטובים בניהול אקטיבי יהיה תמריץ לעשות זאת.

ואתה צריך להיות קרוב לשוק כדי להיות אקטיבי, אבל זה הפתרון בסופו של דבר ובסופו של דבר החלק הפאסיבי יהיה החלק המהותי.

שלומי שוב

הצרכנים מבינים את זה?

רוני עפר

בוודאי, תסתכל מה קורה פשוט על הזרימה של הכספים. כבר היום הזרמת כספים לניהול הפאסיבי, יותר גדולה, אני מדבר על ארה"ב, מאשר ההזרמה לניהול האקטיבי.

מני נאמן

תודה על הדיון אני חושב שזה דיון מרתק ויש לי הרבה מה להגיד אבל אני אתחיל בזה שאני אסכים עם כול מילה שיהודה אמר, אני רק שלא יגידו שיש פה תאימות.

אני חושב שיש פה הרבה מאוד רבדים שאני חושב שאי אפשר להכיל אותן בדיון כזה של שעתיים ולכן אני מבקש להתייחס לשתי נקודות בלבד. הראשונה, יש קשר מאוד מאוד ישיר בין איכות ההשקעה לבין הוצאות ההשקעה. אתה אומר את זה כל הזמן ואתה צודק 100%, ואני רוצה לתקוף את זה בנקודה אחת. כל המחקרים מראים וזה הסכמה בשולחן של כולם שההיצע בישראל קטן ויציאה לחו"ל תלך ותגדל כבר בפניקס היום בנכסים הסחירים יש יותר מ 50% בחו"ל.

עכשיו, כדי שהמוסדיים יעלו את תיקם בחו"ל, גם בנכסים הסחירים, אבל בוודאי בנכסים הלא סחירים. בהשקעות הלא סחירות, גם בנגישות וגם באיכות הם צריכים לפתוח משרדים בחו"ל.

בדיוק כמו שהמקבילים בעולם יש קרן בקנדה יש לה משרד בלונדון

שלומי שוב

אבל יש פה משהו מאוד פרדוקסלי אשר מאוד מתחבר כפי שאמרת לדיון שלנו על ועדת יפה. מצד אחד יש לכאורה חסמי כניסה ומצד שני אנחנו באים ואומרים מדדים פסיביים, איך זה מתיישב?

בארי כספי

חשוב לדעתנו לוודא הנגשה של מסלול עוקב מדד לכל מי שחשקה נפשו בהשקעה שהיא יותר זולה ו/או מאמין בהשקעות מסוג זה. אבל זה לא בא ואומר להעביר את כולם להשקעות פסיביות. רק לוודא שהחלופה הזאת קיימת. הכוונה אינה לוותר כליל על ניהול אקטיבי, אלא רק לוודא שיש הנגשה של האלטרנטיבה של הפסיבי. יש ויכוח ארוך שנים שניטש באקדמיה ובמחקרים לגבי פסיבי vs אקטיבי, גם בפרקטיקה רואים שלאורך שנים מי שהשקיע ב s&p 500, בעקביות חוצה עשורים, עשה תשואה טובה ויפה, ולכן פעלנו להנגיש מסלולים עוקבי מדד.

שלומי שוב

אבל עדיין הניהול האקטיבי מחזיק את הלקוחות?

בארי כספי

כעת שהחלנו את החובה להנגיש את המסלולים הפסיביים, נראה איך פני המציאות יתגבשו, ואם בסופו של יום ידם של המסלולים הפסיביים תהיה על העליונה- אז מתוך העדפה נגלית וכנ"ל לגבי המצב ההופכי שיעדיפו את האקטיבי. אנחנו מוודאים שהחלופה הזאת זמינה.

שלומי שוב

אבל השאלה אם אין פה מלכוד בדרך שבה הלקוחות רואים את זה?

רוני עפר

המשחק הזה כבר הוכרע. הנתונים מראים, לדוגמה, שארצות

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי,
תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים
פיננסיים.

עמרים גיל

אני רוצה להצטרף בכמה מילים על נושא המעורבות. האקטיביזם של המוסדיים ואיך כל מה שאנחנו מדברים עליו משפיע על העולם הזה. קודם כל אני חושב שצריך לזכור שבגדול התופעה הזו, שנקראת מעורבות מוסדית זו תופעה מבורכת, אנחנו במשך שנים ייחלנו ליותר מעורבות ואנחנו הגענו למצב היום שאנחנו יכולים לנתח כיצד המעורבות הזו באה לידי ביטוי. אולי צריך לתקן אותה, לתת יותר שקיפות וכו'. אבל קודם כל בואו נזכור שזה דבר שאנחנו ייחלנו אליו, הוא דבר חיובי ככלל.

אנחנו רואים שהמעורבות הזו מאוד גדלה בשנים האחרונות, ככל שגם המשקל של המוסדיים גדל, במיוחד בנושאים כמו מינוי דח"צים ושכר הבכירים. אני חושב שאנחנו נמצאים היום בנקודה בזמן שבה מתבקש לשאול, לאחר שהוועדה באמת הניחה את התשתית לזה, מה הלאה? לאן זה הולך? ברור שיש כאן איזושהי סוגיה שעלולה להתהוות כבעיה. ובמובן הזה אני חושב שצריך להתחיל לחשוב על פתרונות כדי להגדיל גם שקיפות, גם בקרה, גם פיקוח על האופן שבו המוסדיים מעורבים.

אני חושב שבגדול מדובר על שני סוגים רצויים של פתרונות ששווה להתחיל לחשוב עליהם. אחד, נקרא לזה - אני מרשה לעצמי לומר - סוג של פתרון טכני, אם זה הגדרה של שקיפות, במובן של פרסום דוחות, כפי שנהוג בארצות הברית בצורה יותר מפורטת ויותר מעמיקה לגבי המעורבות המוסדית. אנחנו לא נמצאים שם וחבל שאנחנו לא נמצאים שם.

פתרון נוסף יכול להיות שהמוסדיים עצמם - עוד לפני רגולציה - יבטיחו העדר זיקה בין המועמדים שהם מציעים לתפקיד הדח"צ לבין המוסדי הממנה, דבר שיש היום כבר את האפשרות לעשות אותו כהוראה מומלצת בחוק החברות. מוסדיים יכולים ליזום דבר כזה, ולהבטיח היעדר זיקה כזו, באופן אקטיבי. הסוג השני הוא הסוג הייתי אומר יותר מבני ונוגע לאופן שבו המוסדיים מגבשים את מדיניות המעורבות שלהם. אני חושב שהזכרה מקודם הבעיה של היעדר גוף ייעוץ רשמי מאז שאנטרופי יצאה מהשוק, או בעצם הייתי אומר "הוצאה" מהשוק הזה.

ההוצאה הזו של אנטרופי מהשוק בעיני זה דבר ששווה לחשוב אם זה היה מהלך נכון או לא נכון, אני לא בטוח שהיה נכון, אבל לטווח ארוך אני חושב שהגיע הזמן לבחון מנגנונים דומים של גוף בלתי תלוי ועצמאי, שיוכל לכונן את המוסדיים ולסייע למוסדיים. מעין אנטרופי

ובניו יורק ובעוד מקומות בעולם. אותו דבר המוסדיים בישראל, בוודאי הגדולים הגיעו לגודל שצריכים לפתוח משרדים בחוץ, לאפשר נגישות הרבה יותר טובה לעסקאות. on the ground הבעיה המרכזית בזה, שהשיטה, העלויות המאוד מאוד יקרות על חול, היא רק על הנוסטרו ואין אפשרות להשית את העלויות הגבוהות הללו כרגע על העמיתים.

אמיר ברנע

ועל כפל דמי הניהול.

מני נאמן

לא, לא רק בגלל כפל דמי הניהול בגלל העובדה שזה לא הוצאה שקשורה באופן ישיר לעסקה אלא קשורה באופן כללי של ניהול השקעות ולכן אתה לא יכול לשים את זה על העמיתים להבדיל מהוצאה שאתה כורך אותה לעסקה ספציפית ולכן אני חושב שזה טעות אם לא נתקן את הדבר הזה, משום שהקפיצה הבאה של המוסדיים והאיכות של ההשקעות וגם הפיזור סיכונים יבוא מחו"ל כדי שזה יקרה חייבים להיות on ground. זה קורה בכל העולם, כל משרד השקעות גדול יש לו נוכחות בערים מרכזיות בחו"ל וחייב להיות גם במוסדיים, אני חושב שזה צריך להיות דחיפה ודרישה של רשות שוק ההון. אתם צריכים לדחוף את הגופים המוסדיים להקים משרדים וכו'.

הערה שנייה זה לגבי מה שמרים הציגה במחקר שלכאורה החזקה צולבת גורמת לתחרות מרוככת, קודם כול כמשפטן אני קראתי את החומר, אני לא יודע אם כולם פה קראו אני דווקא קראתי זה עניין אותי אז המחקר שהצגת הוא מחקר מ-2018 מאוד שנוי במחלוקת ומחקרים מאוחרים לו מראים ממש הפוך, אבל אני שם את זה רגע בצד.

מה שיוצר תחרות זה התמרוץ שיש למנהל לקחת סיכונים. איפה פגענו בזה? הגזמנו בנושאי התגמול, אני יודע שעכשיו תגידו אבל אין מה לעשות, אבל מה שבסוף גורם להנהלה לקחת סיכונים, לחשוב רגע אחרת לחשוב מחוץ לקופסה זה שיש לו תמריץ ובסוף תגמול. אני חושב שבמטוטלת של התגמול מדינת ישראל הלכה לכיוון שמקשה על התחרות ולכן זאת הבעיה. אלה שתי הערות שהייתי רוצה להעיר.

השלכות עליית הריבית על הערכות שווי, תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים פיננסיים.

הכללית יהיו אנשים שבכלל לא היו שותפים להשקעה הזאת. הם קובעים איך מצביעים באסיפה הכללית אז מתייחר כל הסוגיה הזאת. לצערי הרב, יש תהום בין מה שקורה במציאות לבין מה שהרגולטורים חווים. פניות לרגולטורים לא נענות. לצערי זה גם רשות שוק ההון, רשות לניירות ערך ובנק ישראל בקשר עם כולם ניסיתי, זה לא עובד, אין כל כך מוטיבציה לעשות את הדברים האלה ודברים בסיסיים ביותר לא מוסדרים, לדוגמה, הפרדת רשויות תאגידית. זה דבר בסיסי בממשל תאגידי, אבל פה יש תמיכה בכך שיש יו"ר פעיל שמעורב בעסקים. אף אחד מהרגולטורים לא מילה את דעתו בנושאים האלה. בנק ישראל נתן דעתו בנוגע ליושבי ראש של הבנקים לקבל תגמול משתנה מה שנמצא בכיוון הנכון, אך מצד שני שותק כשבבנק לאומי העבירו את האפשרות לתת אופציות לדירקטורים.

שלומי שוב

מה ההצעה שלך?

ארז ברק

ההצעה שלי זה שרגולטורים ימלאו תוכן סביב ממשל תאגידי, שיגידו מה זה כללים של ממשל תאגידי תקין. רשות לניירות ערך הציעה לפני 15 שנים לצרף שאלון ממשל תאגידי והיום זה משהו בהתנדבות ועוד כל מיני דברים כאלה. מדברים על להציע מועמדים לדירקטורים, אז לכל דבר מציאים פטנטים, היום המוסדיים מציעים דירקטורים אבל לוועדה פנימית של הדירקטוריון, זה לא נקרא להציע דירקטורים. הצעת דירקטורים על ידי מוסדיים היא ישירות לאספה הכללית. יש אין סוף דברים, זה לא יצליח להחזיק את עצמו עד שלא תעבור רביזיה, הסתכלות מחודשת על הכללים של התוויה באסיפות כלליות.

משה קאשי

יש דבר אחד שאני מסכים עם אמיר, המתאם עצמו הוא לא הבעיה הגדולה.

כגוף ציבורי. בארצות הברית למשל, קיימת מועצה, מועצת הגופים המוסדיים שעושה את זה באופן בלתי תלוי ועצמאי, כגוף של הגופים המוסדיים.

אמיר ברנע

אני חשבתי בהמשך למה שאתה אומר על הנושא של ההצבעה ב"כלל" ביטוח שיש לה השלכות על ההשקעה במקס, מה אנחנו מצפים לראות שיצביעו המוסדיים? יש פה שאלות מורכבות, האם זה מחליש את כלל ביטוח? נניח שיצביעו נגד ההצעה הזאת. יש לזה השלכות על ניהול כלל ביטוח, על העוצמה של כלל ביטוח, אפשר לראות את זה מכל מיני צדדים יש מתחרים לכלל ביטוח, השאלה של ההצבעה פה האם אנחנו נראה הצבעה שהיא טהורה לטובת העמיתים או שנראה הצבעה שמעורבת בכל מיני שיקולים בנוסף כלל ביטוח מצביעה במקומות האחרים, אני לא יודע איך ההחלפות יסתדרו.

ארז ברק

אני יועץ חיצוני של אלטשולר שחם מה שאני אומר הוא דעתי בלבד ולא בהכרח משקף את דעתם. אני רוצה להתחבר לדברים שנאמרו על כלל ביטוח, 15% מבעלי המניות צועקים ואת 85% האחרים לא שומעים בכלל, זו מידת האקטיביזם המוסדי.

הפלטפורמה שיצרו הרגולטורים בנושא ההצבעות באסיפות הכלליות לא מצדיקה את עצמה, היא לא מסוגלת לספק את הסחורה. לא לחינם הקימו את ועדת חמדני, כי המוסדיים ישמחו אם יהיה מי שישחרר אותם מלהשתתף באסיפות הכלליות. מי שישחרר אותם יזכה בהרבה אהבה מצידם. אין להם מוטיבציה להשתתף באסיפות הכלליות. הם מתחפשים לאקטיביסטים, בלית ברירה, רק אחרי שהסוסים בורחים מהארווה. כך בשופרסל או בכל מיני מקרים אחרים. אבל כשרוצים לעשות את הדברים, לשפר ממשל תאגידי הפלטפורמה לא מאפשרת את זה. רשות שוק ההון פרסמה לפני שנה נייר עמדה מאוד חכם בנושא ועדת השקעות עמיתים. הנוסח יצא עם לא ברור אך הכוונה היתה להפריד בגופים המוסדיים את מי שמעורב בהחלטת השקעה ממי שמעורב באיך מצביעים באסיפות כלליות. זה פותר את כל הבעיות כי אז זה לא משנה אם גוף מוסדי מחזיק ביוחננף ובשופרסל כי מי שקובע איך מצביעים באסיפה

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

אז לתת תקרה על הסכום, מה זה שייך לגמל ופנסיה

משה קאשי

אז שים תקרה על הסכום זה לא משנה צריך לבזר את הניהול של הכספים האלה.

אמיר ברנע

ולוותר על יתרונות לגודל למשל.

משה קאשי

יתרונות לגודל אני לא יודע אם זה נעצר ב-100 מיליארד, 200 מיליארד. 300 מיליארד אין כבר יתרון לגודל - התוספת השולית היא מינורית. כל הבעיות של ממשל תאגידי שהגופים המוסדיים לא נוקטים את הצעדים ההכרחיים, זה נובע מאותן הבעיות שכל האנשים שיושבים בוועדות ההשקעה ומקבלים את ההחלטות הם אפופים בניגודי עניינים, גם עם בעלי השליטה וגם עם העסקים האישיים שלהם.

אמיר הסל

רק לגבי האמירה האחרונה שנאמרה, כל חבר בוועדת ההשקעות צריך לעבור את אישור אגף שוק ההון באוצר, תהליך מאוד ארוך ומקיף הכולל מדידת ניגודי העניינים הפוטנציאליים או הקיימים ויש לא מעט מועמדים שנפסלים. לגבי הסוגיה של הדמיון, הדמיון נוצר כתוצאה מהתחרות הרבה בין גופים גדולים מאוד, יש כעשרה גופים כאלה, שהחשש הכי גדול שלהם הוא להיות אחרון ולקבל את גל הפדיונות הגדול. זכורה בהיסטוריה פריזמה שהייתה גוף בלי טראק רקורד מספיק שחוסלה כתוצאה מזה שפגרה בתשואות, ואלטשולר עכשיו, לאחר 10 שנים של הובלה, מספיק כמה שנים של פיגור בכדי להביא לגל פדיונות. לכן יש דמיון רב, בין תיקי ההשקעה של גופים מוסדיים גדולים. ניהול הסיכונים של הגוף, הוא מביא אותם לדמיון בתיקים כלליים. עכשיו אני חייב להשוות את זה, לעולם קרנות הנאמנות. שם - בקרנות הנאמנות, ניהול הסיכונים והסיכויים של קרנות הנאמנות בישראל מביא אותם למבנה שונה במטרה להקטין

אמיר ברנע

לא המתאם - הדמיון.

משה קאשי

הבעיה הגדולה שיש מספר מאוד מצומצם של אנשים ששולטים ומכוונים השקעות בסכומים אסטרונומיים של כספים. בגוף מוסדי אחד הסכום זה יכול להגיע עד רמה של תקציב המדינה, ואנחנו לא יודעים מי אלה האנשים האלה, רק ברמת השמות וגם כאשר אנחנו בודקים, לצורך הדוגמה יש גוף מוסדי שיו"ר ועדת ההשקעות שלו הוא בעל שליטה בחברת תשתית, הוא מנהל הליכים משפטיים מול חברות בפורטפוליו שעליו הוא אחראי, הוא מנהל עסקים עם בעל שליטה שאותו גוף עומד מולו, עוד חבר בוועדת ההשקעות באותו גוף הוא שכיר בכיר אצל בעל הון מאוד גדול, הניגודי אינטרסים האלה לא יכולים להתקיים ואי אפשר להגיד שההחלטות שמתקבלות שם הם לטובת העמיתים בלי שום ניגודי עניינים.

לגבי פתרונות צריך לצמצם את הריכוזיות על ידי הורדת חסמים מבתי ההשקעות, לאפשר לבתי ההשקעות קטנים להתחיל להיכנס אל השוק, אם על ידי תשתיות תפעוליות משותפות לכולם אולי אפילו לאפשר לבנקים קטנים, הדיגיטליים להתחיל להיכנס לתחום הפנסיה והגמל מה שאסור לבנקים הגדולים. אפשר לחשוב לעודד את הבעלות של עמיתים על קופות הפנסיה, לא חייב לניהול כספי פנסיה תחת מודל עסקי. צעדים הרבה יותר אגרסיביים שיכולים להיות ואנחנו תומכים בהם, הם להפריד בין פנסיה לגמל, חברת ביטוח לא יכולה לנהל גם פנסיה וגם גמל צריך יותר שחקנים בשוק.

אמיר ברנע

למה?

משה קאשי

מהסיבה שגוף אחד לא יכול לשלוט ב-300-400 מיליארד ש"ח. לסכום יש משמעות, כאשר אתה שולט ב-300-400 מיליארד שקל ואתה שולט בתשתיות

אמיר ברנע

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

לא יוצר שום בעיה.

אמיר ברנע

אני מסכים איתך שהייתה קצת הגזמה בצורה שבנק ישראל מציג את בעיית הדמיון כבעיה יציבותית. אתה אומר שאין לנו בעיה יציבותית ואפשר להמשיך עם הדמיון בתיקי ההשקעה ללא חשש יציבותי. אתה גם אומר שניוד לא משפיע מה שמשיע הן המשיכות. למשיכות מהמוסדיים יש עלות גבוהה לעמית. אדם לא יכול סתם ככה למשוך מזומן מקופת פנסיה בגיל 38, יש עלות מיסוית, מה הוא יעשה בהמשך החיים? שאלתי את השאלה הזאת, האם קרה שהיו משיכות מהותיות מקרנות פנסיה או מקופות גמל.

אמיר הסל

ב-2008 היתה משיכה משמעותית בקופות הגמל, אבל זה לא יצר שום ביה. בגלל הפיזור בין סוגי הכספים שמנהלים המוסדיים. העובדה שאותם גופים מנהלים גם פנסיה, גמל, השתלמות, צעירים וותיקים מקטינה את הסיכון של משיכת כספים במקביל למשיכות בגמל, נמשכו ההפקדות המשמעותיות של כסף בפנסיה ובביטוח, ולכן לא נוצרה בעיית נזילות ב-2008.

אמיר ברנע

אז יש פה בעיה של ניווד לפי מה שאתה אומר.

אמיר הסל

יכול להיות שיהיה משיכות גדולות בגמל אבל הפנסיה צומחת כי היא בגיל אחר. מדובר פה על ניווד פנימי וגם בין גופים. אין היגיון שצעירים יימשכו את כל כספי הפנסיה שלהם.

נועם מיכלסון

גם אם לא היה משהו כזה בעבר, השאלה אם אתם לא רואים איזשהו מצב שבו יש זעזוע מספיק משמעותי שגורם למשיכה מסיבית ואז מימוש מסיבי וכולם פועלים באותה צורה. כלומר שאם עכשיו ירד

סיכונים, על ידי פיזור מטורף, בין מספר עצום של קרנות לכל גוף. הסתכלתי בנתונים: יש בישראל 2327 קרנות נאמנות שמנהלות 367 מיליארד שקל. למה? זה נקרא מודל הכוכבית, הקרנות רוצות להיות במצב שבו, בכל קטגוריה יש להם תיק אגרסיבי, תיק סולידי ותיק באמצע. כך, אין סיכון לגוף שכל הקרנות יהיו בפיזור כמו אצל המוסדיים, בגלל הפיזור הגדול. כל אחד מתישהו יהיה טוב. האם יש ייחודיות לבית ההשקעות? האם השיטה הזאת יותר טובה מהדמיון בין גופי ההשקעה המוסדיים, אני חושב שלא. כאשר הייתה רפורמת בכר וגופי חברות ניהול ההשקעות שבאו מעולם הקרנות כמו פסגות נכנסו לעולם המוסדי, התחלנו לראות את התופעה הזאת מגיעה גם לעולם הגמל.

כל גוף כזה הוא מיזוג של כמה וכמה גופים, התחילו להגיד אוקיי יש לי גוף א', ב', ג', שזה דרך אגב המודל בחו"ל לכל ענק בינלאומי גדול יש לו כמה בוטיקים בתוך הבית ותמיד אפשר, אם יש תקופה רעה לגוף אחד, לשווק את השני. אגף שוק ההון בחר שלא ללכת למודל הזה ואסר על ניהול של כמה קופות באותה קטגוריה כדי להימנע ממה שקורה בענף קרנות הנאמנות ואני חושב שהבחירה שלהם היא נכונה. התוצאה היא שניהול הסיכונים והחשש לפגור בתשואות ולהיות אחרון, מביא לכך שיש דמיון מסוים לא קטן באפיקי ההשקעה. לא ברמת הנייר הבודד.

השאלה היא האם זה יוצר איזה שהוא סיכון? לדעתי לא. כי רמת הפיזור היא של כל תיק היא גדולה - פיזור גיאוגרפי, פיזור בין אפיקי השקעה שונים, פיזור בין סחיר ללא סחיר וכו'. בנוסף, יש את המודל הצ'יליאני - מודל ההתאמה של פרופיל התיק על פני גיל, וכתוצאה מכך, בתוך גוף מוסדי ענק אחד יש תיקים שונים. חוץ מזה, עליית המשקל של הגופים המוסדיים מורידה את הסיכון הסיסטמטי של שוק ההון הישראלי. בעבר הבורסה בתל אביב הייתה תנודתית משמעותית יותר מהשווקים בעולם. קחו את משבר 2008 זה בכלל לא היה משבר של ישראל, הבורסה בתל אביב ירדה יותר מאשר הבורסה האמריקאית, למה?

בגלל שהגוף העיקרי בשוק, היה קרנות הנאמנות והציבור מושפע על ידי הפאניקה. היום התנודתיות בשוק הישראלי יורדת באופן משמעותי, כתוצאה מהדומיננטיות של הגופים המוסדיים, ואני לא חושב שזה תופעה רעה. אני חושב שזה בסך הכל תופעה בריאה. השורה התחתונה שלי בקצרה - אני לא מצליח לראות איזה בעיה נוצרת כתוצאה מהדמיון, אני חושב שאי אפשר לעצור את הדמיון הזה כתוצאה מתחרותיות אלא להפך, והניסיון מראה שהדבר הזה

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

- "אל תחייבו חברות להקים מסלולים שלתפיסת החברות הם הפסדיים, צריך גם לשקול את עלות הרגולציה שהטלתם על חברה שלא מעוניינת במסלול הזה". מנהלי ההשקעות ומנהלי הגופים באים ואומרים "זה מסלול הפסדי לתפיסתי, אני לא רוצה להקים אותו". ועדיין, ולמרות שהצפנו את הנושא מחייבים אותם להקים. אני חושב שזו טעות בהיבטים אלו וגם בהיבט של עלויות רגולציה. זו דוגמה אחת מני רבות לכך שעלויות התפעול והרגולציה במגזר הפיננסי מרקיעות שחקים ואין הסתכלות הוליסטית של הממשלה על הנושא אלא כל רגולטור מטיל את העלויות שלו בנפרד - באופן שבסוף מביא ליתרונות משמעותיים לגודל ומכביד על התחרות. במקום לחשוב - כיצד לפתח את התחרות ולהביא עוד גופים, התוצאה של ריבוי הרגולציה והיעדר ההסתכלות הכוללת מביאה לצמצום התחרות בפועל.

שנית, כשמדברים על ריכוזיות במגזר הפיננסי בעולמות של קרנות פנסיה וקופות גמל אנחנו באים ואומרים "תנו לבתי ההשקעות להיכנס". וכל דיון על ריכוזיות במגזר הפיננסי לא יכול שלא להתעסק במוצרים שבתי ההשקעות מנועים מלהיכנס אליהם ואנחנו מדברים, לפחות דיברנו בעבר, גם על ביטוחי מנהלים וגם על האפשרות שבתי ההשקעות יכניסו מוצר מתחרה. והיום אנחנו מדברים גם על פוליסת חיסכון שמנהלות קרוב ל-150 מיליארד ש"ח במשק. למרות שברור שמדובר במוצר השקעה ולא במוצר ביטוחי משום מה יש שם חסם כניסה בדמות הדרישה ל"רישיון מבטח" למכירת הפוליסה. החסם הזה לא ברור ולא מוצדק ומונע תחרות מצד בתי ההשקעות. עכשיו, אני סבור שפוליסות החיסכון הן מוצר השקעה טוב מאד לציבור. ולכן אנחנו אומרים בואו ותנו גם לבתי ההשקעות להיכנס ולהתחרות במוצר הזה באופן שיוריד גם את הריכוזיות וגם בראש ובראשונה, את דמי הניהול והעלות לציבור. וזה שוב, הסתכלות רחבה יותר שאנחנו מסתכלים ואומרים "בואו תעזרו לנו לצמצם את הריכוזיות ולהגדיל את התחרות", לא חייבים מהפכות גדולות אפשר באמצעות הסרה מיידית של חסמים להגדיל את התחרות. ולצערי אני חושב שגם בעניינים האלה האוזן של הרגולטורים מקשיבה לדברים אחרים אך אני חושב שבעניינים האלה ההסתכלות של הרגולטורים לא הייתה מספיק טובה בשנים האחרונות ולא סייעה לצמצום הריכוזיות אלא נהפוך הוא.

המחיר של איזושהי מניה וכולם יפעלו באופן דומה כיוון שכולם מפזרים באותה צורה.

אמיר ברנע

יש איזה תרחיש קיצון של משיכות, כשמגיעים לגשר הזה, אז יכול להיות שמפסיקים את המסחר לתקופה מסוימת, או מונעים ולפחות משהים את המשיכות האלה אם מדובר על מצב קיצוני מאוד.

נמרוד ספיר

אני אגיד כמה דברים בקשר למה שנאמר פה. קודם כל, כמו שאמרת בדברי הפתיחה שלך שלומי, בשנים האחרונות, בתי ההשקעות הכניסו תחרות לשוק ההון. מיום שבתי ההשקעות נכנסו לפעול בתחום הפנסיוני דמי הניהול פחתו והתחרות גברה, וניתן לראות את זה גם בירידה במדדי הריכוזיות בפנסיה. את תרומת בתי ההשקעות לתחרות ניתן לראות גם בשווקים פיננסיים אחרים מקבילים, אם זה בברוקראז' שאנחנו רואים את התחרות שהכניסו בתי ההשקעות מול הבנקים וגם בתחום האשראי החוץ בנקאי. לכן, מה שאנחנו אומרים לרגולטורים באופן שוטף הוא "בואו ניצור את התנאים לכניסה של בתי ההשקעות לתחומים נוספים, באופן שיגדיל את התחרות ויצמצם את הריכוזיות במגזר הפיננסי".

אני חושב שגם הרגולטורים וגם הממשלה לא נותנים מספיק דגש לעלויות התפעול והרגולציה. לפי המחקר של הרשות לניירות ערך, שבוצע לפני שנתיים, הגענו למצב שבו חלה ירידה משמעותית במספר הגופים/החברות המנהלות הפועלות בשוק, בין היתר כתוצאה מהעלייה בעלויות אלו.

השאלה היא, מתי תתחיל להיות חשיבה מרוכזת על הנושא הזה. אנחנו רואים שהשיקולים האלו - של עלויות תפעול ועלויות הרגולציה לא זוכות להתייחסות והן מכבידות מאוד על הגופים וייתכן שאף יצרו סוג של חסם כניסה לתחום הזה. במקום לראות כניסה של חברות נוספות, אנחנו רואים יציאה של בתי ההשקעות מעולם של חברות מנהלות וקופות גמל ואני לא יודע אם המגמה הזו לא תמשיך בעתיד אם לא יחול שינוי של 180 מעלות. לדוגמה:

אחת מהוראות הרגולציה האחרונות של רשות שוק ההון, כתוצאה מהרפורמה בנושא ההוצאות ישירות, חייבה שם הקמה של מסלולים חדשים. ובאנו בשם בתי ההשקעות היותר קטנים ואמרנו לרשות

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

גוררת השקעת חסר במדדי הדגל של בורסת תל אביב וגוררת הסטה של כספים לחו"ל במקום לממן חברות ישראליות במניות ובחוב.

העיוותים הרגולטורים שפוגעים בנזילות ובסחירות מתקיימים גם בהכבדה הרגולטורית על עולם ההשקעות הסחיר והרפיסות אל מול עולם ההשקעות הלא סחיר. לדוגמה כאשר המוסדי רוכש מוצרי OTC העלות הגלומה בעסקה אינה שקופה לעמיתים בניגוד למצב כאשר רוכשים נכס סחיר אזי העמלה מופרדת ושקופה. אביא כדוגמה נוספת לאריבטראז הרגולטורי הפוגע בסחירות ובנזילות את שוק הנגזרים הסחיר ביחס לנגזרים הלא סחירים. בשוק הנגזרים הסחיר קיימת מגבלת פוזיציות הרגולטור בעוד בשוק הלא סחיר אין מגבלה שכזו. דובר פה על קרנות נאמנות. מדובר פה "בילד המוכה של תעשיית ניהול הכסף" בהשוואה לילד המועדף שהוא החיסכון ארוך הטווח. בעוד מוצרי החיסכון ארוך הטווח נהנים מהעדפות מס למרות שהם משמשות גם להשקעות לטווח קצר ובינוני אזי קרנות הנאמנות וניהול תיקי ההשקעות סובלים מחיסרון מיסוי ומגבלה על השקעה בנכסים לא סחירים.

אם לא די בכאוס הרגולטורי שפוגע בנזילות ובסחירות בשוק ההון המקומי אזי אנו נמצאים גם בנסיגה חדה ברמת התחרות בשוק המקומי, עקב מיזוגים סדרתיים.

רק בשנתיים האחרונות מוזגו להם צמד חברות הגמל: פסגות והלמן אלדובי. לאיפה הכסף הזה מוזג? להפניקס ואלטשולר שחם שגם כך הם גופי ענק במונחים מקומיים. הגופים שמוזגו היו גופים גדולים יחסית ובעלי תשתיות ויכולות לניהול כספים ואלו נעלמו ביום אחד בהיר. בנוסף ממש לאחרונה שני מנהלי קרנות נאמנות מוגזו אף הם - רוטשילד ואפסילון. אמנם מדובר בגופים קטנים יחסית אבל גופים אלו מייצרים נזילות. ריבוי גופים פיננסיים הוא בהכרח ריבוי דעות התורם לירידה בדימויון בתיק ההשקעות וביכולת מוגברת להזיז סחורה בשוק ההון. במציאות הנוכחית בה הגופים הפיננסיים מתמזגים חדשות לבקרים וצומחים אזי אין להם יכולת אפקטיבית לסחור ולמעשה אם הם לא קונים בבורסה המקומית אזי הלכה למעשה הם מדללים אחזקות בשוק הישראלי בשל הצבירה הגדולה. נדרשת בחינה מעמיקה ותכנון של מבנה שוק ההון העתידי ותכלול רגולטור של אוסף היוזמות הרגולטוריות האקלקטיות שמומטרות על ראשו של שוק ההון שכן המציאות הקיימת מאיימת על חוסנו של שוק ההון הישראלי שהוא נשמת אפם של הפירמות הישראליות. בנתונים הנוכחיים הציבור מגביר השקעות בחו"ל, שם אין רגולציה

יניב פגוט

לשמוע את כל מה שנאמר פה ולא להתפוצץ זה התנסות בריסון עצמי. אני אגיד כמה דברים. ראשית, הבעיה המרכזית היא לא הדמיון במבנה תיקי ההשקעה. מה היינו רוצים שיהיה? תיקי השקעות שהם ג'ונגל? שכל אחד יתפוס פינה אחרת בפנסיה שלנו? יש Benchmark, יש תיק שוק שמהווה את ליבת תיק ההשקעות ושאר הנכסים בתיק הם נכסי לוויין וטוב שכך. מעבר לכך בתקופות משבר המתאם בין הנכסים מאוד גדול ולפיכך אני לא רואה בדימויון בין תיקי ההשקעה מכפיל סיכון.

הבעיה של שוק ההון הישראלי הוא שלשוק ההון אין אבא ואין אמא. למעשה יש פה רגולטורים מכל מיני כיוונים, שעושים רגולציות וטלאים אין היגיון בין רגולציה אחת לאחרת. אני אתן פה דוגמה הזוכר פה קודם בדיון מאגר השאלות של הבורסה. למאגר השאלות מפותח יש תרומה ניכרת לנזילות וסחירות מכיוון שכאשר שואלים נייר לא שואלים אותו "לשם שמים", שואלים אותו כדי למכור אותו בחסר. כאשר מגיעים לקדם מהלך כזה - צריך שיתוף פעולה מלא של הבנקים. הבנקים הם גם אלו שמנהלים את שוק ההשאלות היום ואין להם עניין לפתוח שוק זה לתחרות, ולפיכך הם במשך שנים לא בדיוק מושיטים את היד כדי לסייע לבורסה לפתח את מאגר ההשאלות שאמור להגדיל באופן דרמטי את שוק ההשאלות, להשקיף את עלות ההשאלה, להוזיל את עלות ההשאלה ולתרום לנזילות.

נוצר מצב, שהנכס המושאל בישראל הוא כ- 30 מיליארד שקל הוא על כ- 3 טריליון ₪ נכס בסיס סחיר הכולל מניות וחוב. הרגולטורים השונים חייבים להיות אקטיביים יותר ולהנחות את המפוקחים להתחבר למאגר ההשאלות של הבורסה לתועלת הכלל ואולם עד היום התמיכה הרגולטורית במאגר הייתה מין הפה החוצה והתוצאה בהתאם.

אביא דוגמה נוספת לרגולציה עקומה אשר פוגמת בסחירות ובנזילות בשוק ההון הישראלי. הפיקוח על שוק ההון קבע לפני מספר שנים שאסור לגוף המוסדי לשלם דמי ניהול מאמצעי העמיתים בעבור קרן סל על מדד בורסה מרכזיים דוגמת ת"א 125, ת"א 90 או מדד ת"א 35 מתוך הנחה מנותקת כי הגוף המוסדי יכול בעצמו לייצר את הסל ולנהל אותו. מנהלי ההשקעות מזמן לא סוחרים, הם עובדים עם ברוקרים, הברוקרים לא מנהלים סלים הם קונים מניות. הם לא מנהלים סלים ולא עוקבים אחרי מדדים. בנתונים אלו הרגולציה

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

על טובת החוסך משמעותו לקחת את העניינים האישיים שלהם ואת הסמכויות שלהם ולשים אותם בצד ולעסוק רק בטובת החוסך. מי שיושב פה, מטעם חברות הביטוח, הגופים המוסדיים ועוד, יושבים יום ויום במורא גדול והדבר היחיד שמעניין אותם זה טובת החוסך.

יותר מזה, זה הדבר היחיד שגורם לי ללכת אליהם.

מה שגורם לי לבחור איפה לשים את הכסף שלי זה מי יודע לשמור לי יותר על הכסף ולהשיג לי תשואות, במיוחד בתקופות כמו היום. היינו בחדר הזה ולפני שנה ישב פה פרופ' יפה. כולם מחאו לו כפיים. עד כדי כך ההצעה שלו הייתה מעולה שאני יצאתי החוצה ואני אמרתי "איזה מטומטם אני. אני צריך לקחת את כל הכסף שלי ולשים ב S&P". אם הייתי עושה את זה לפני שנה - הייתי מאבד 20%. באמת שקלתי את זה. שאלתי את עצמי "מה אני עושה בהשקעות, אנינותן כסף לכל מיני אנשים שגוזרים עליי קופונים".

דבר נוסף, הייתי לא מזמן בעבודה. היה קורונה, אף אחד לא היה ברחוב. ומולי נמצאת חברת "מנורה". ראיתי שם את גואטה מפגין וצועק למכור מהר את המניות של תשובה. הוא לא מכר. מי הרוויח מזה? לא שומעים את התשובה. הלחץ הציבורי היה כל-כך חזק ובאמת כל הכבוד לבתי ההשקעה שהן עמדו בלחץ הזה. הייתה שם ירידה מאוד משמעותית והחשש היה גדול אבל זו הייתה התאבדות לעשות את מה שהעם רוצה באותו רגע. ולכן, בהקשר הזה גם מי שבוחן את זה בדיעבד, אגב יכולת גם להישבר אבל בית ההשקעה שלך לא נשבר כי היא יודעת את ההיסטוריה, השקעות וגם יודעת איך להתגלגל וגם היא יודעת בוודאות שאם היא חותכת באותו רגע הם בוודאות מפסידים.

תשובה הזכיר לי רעיון ששמעתי בבוקר בדרך לפה. מנכ"ל חברת חשמל מאיר שפיגלר, ששוחח עם מרואיינת מסיימת נשאל על ידה "מדוע מחירי החשמל עולים?" הוא ענה לה "אני מתנצל הם עולים כי אנחנו עוד משתמשים בפחם היות ולא הספקנו להסב הכל לגז". והיא תוקפת אותו. ואז נזכרתי שאותה מראיינת חשבה שנכון להשאיר את הגז באדמה. והדבר הכי פופולרי באותה תקופה היה - שנכון להשאיר את הגז באדמה. אם מישהו ייקח עכשיו את מחירי הגז לעומת מה שקורה באירופה, עלייה של 30%-20% במחירי הדיוור בגין תעריף "אנרגיה". בגלל שצריך לחמם את הבית.

דבר נוסף, אני חושב ששיח מהסוג הזה תורם להשקעות במדינת ישראל. אני ציוני. אני חושב שהשקעה בתוך מדינת ישראל היא הכרח. אני חושב שצריך לתמרץ השקעות בישראל ולא לגרום לכולנו ללכת ולהשקיע בשווקים אחרים. אני לא מוכן לעשות את זה

אין פיקוח אפשר לקנות כל מה שרוצים - אופציות, מניות, כל מה שרוצים ואנחנו נשארים פה כדי לריב על הרגולציה. על אותה בריכה מיובשת. דרך אגב, 230% שצויין בחומר הרקע כיחס בין שווי הנכסים המנוהלים של המוסדיים לשווי השוק של המניות בבורסה הוא פחות רלוונטי והוא גם מתעלם משוק החוב הסחיר בבורסה. צריך להסתכל על Market Cap של שוק המניות אל מול התמ"ג. משם יש לנו הרבה לאן לצמוח בהשוואה לבורסות גלובליות אחרות.

אמיר ברנע

אז מה הטענה שלך בעצם? המשקל המצומצם של הבורסה הסחירה נובע מרגולציה עודפת?

יניב פגוט

קודם כל בוא נתחיל מזה שאנחנו כבורסה לא מייצרים חברות. אנחנו תמונה של הכלכלה הישראלית. מדינת ישראל מחמיצה משך שנים את ההזדמנות להפריט חברות דרך הבורסה. בנוסף אם אותם חברות דואליות שנסחרות בארה"ב בוחרות לא להיסחר פה ואנחנו כגופים מוסדיים יכולנו לבוא ולהגיד להם "אנחנו לא נשקיע בכך בחו"ל אם אתם לא תסחרו פה בארץ". בסופו של יום שווי השוק של החברות הציבוריות בתל אביב עומד על כטריליון שקל ויכול היה להיות כפול לו הייתה ראייה מערכתית שמעודדת את הצמיחה של השוק הזה. הראייה הזאת לא קיימת.

שלומי שוב

בגדול, מה שאתה אומר יניב - זה שאין לנו הסתכלות מערכתית על הרגולציה הפיננסית.

גיא רוטקוף

אני רוצה להגיד כמה מילים, ממש כמה נקודות צדדיות. יש פה פיל בחדר והוא ניגוד העניינים בין הרגולטורים לצרכן? כן אנטרופי לא אנטרופי כן מפקח על קרנות נאמנות, לא מפקח על קרנות נאמנות, רבים ביניהם. קודם כל, כמו שאמרת הרגולטורים צריכים לקחת צעד אחורה ולהסתכל לא פחות מאיתנו על טובת החוסך. להסתכל

קיומו של דמיון במבנה תיקי השקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

גרנולרי יותר שמגיע מהגופים הפיננסיים ועל כן מסוגלים להריץ, לדוגמה, תרחיש ריבית עולה ולעצב החלטה מושכלת לחוסך המבוססת על יותר מאשר תשואה 3 שנים אחרונות ורמת דמי הניהול.

הצפת תשואה גלומה, דירוג נזילות השקעות ועוד פרמטרים שסייעו לניתוחי רגישות - נדרשת.

לא ניתן לנהל דיון על יציבות פיננסיות ללא הבנה כי יש להכיל תסריטי בסיס כמו רגישות לעליית ריבית, רגישות לאינפלציה או ניתוח תזרים, על מכלול רכיבי התיק (סחיר, לא סחיר כולל נדל"ן והלוואות לא סחירות), באופן מאוד דומה למערכת הבנקאית. רק אז יוכלו גם הרגולטורים לבצע תסריטים משולבים ברמה משקית - ובכללם התסריט החשוב של הנזילות. שקיפות כזו, במיוחד במשטר כלכלי תנודתי, תתרום גם להרכבי תיקי השקעה שונים בין הגופים. הזווית השנייה של הדיון היא זווית הטענה (לעיתים מוזרה) המוצאת קשר בין ריכוזיות באחזקות המוסדיות במדינה מסוימת ליוקר המחיה. המחקרים הללו, שאני לא בטוחה שמסד הנתונים שלהם חזק, טוענים כי עצם הריכוזיות של האחזקות בכל ענפי המשק כולל אינטרסים צולבים, בעצם קיומם אינם לטובת התחרות והצרכן. עיין: מיקסום רווחי חברה והעברת הערך לבעלי המניות והחוב פחות ללקוחות. אני מוצאת כי גם אם הטענה הזו בעייתית מיסודה יש לה פתרון קל שכבר רואים אותו מתגבש ומבוצע בעולם: העברת אפשרויות ההצבעה והפרוקסי למחזיקי הפוליסות והקרנות באופן ישיר (שלא דרך אופן הצבעה מרוכז על ידי הגוף המוסדי או מנהל ההשקעות).

כמובן שנדרשת הרבה מאוד השקעה בטכנולוגיה בכדי לאפשר זאת, אבל עיקור הטענה הזו הוא יחסית קל ליישום למי שמאמין (ואני לא ביניהם) כי ריכוזיות באחזקות פיננסים ואינטרסים צולבים בתיקי השקעות תורמים לאי תחרות משקית.

הזווית השלישית היא תשתיות ההשקעה: האם קיים תמריץ לגופי הניהול להשקיע בשיפור ניכר של תשתיות ההשקעה בכדי להעביר ערך כלכלי ללקוחות. לדוגמה: לפתוח אפשרות לבצע יותר השאלות, לשנות שיטת custodian ומסחר ועוד. מאחר וכאן נדרשות השקעות רוחביות נכבדות, אשר באופן נפרד קשות לכל גוף ליישום אך במרוכז יש להן יתרון לעמיתים (שיסייע גם בנקודת השקיפות), יש צורך לבחון כיצד מתגברים על הבעיה בדומה לפרקטיקה אצל גופים מוסדיים זרים.

על חשבון התשואות בהשקעה במקומות אחרים אלא יש לעשות את זה עם תמיכה בהשקעות בארץ ישראל.

רוני עפר

לגבי הדמיון בין התיקים, אני חושב שהבעיה של הדמיון בתיקים היא קיימת אבל אי אפשר לטפל בכל הבעיות בעולם. לדעתי הפתרון של בעיית הדמיון היא יציאה להשקעות בחו"ל. היום שיעור ההשקעה בישראל בתיקים הפנסיונים הוא מחוץ לכל פרופורציה. ישראל מהווה אחוז נמוך בתיק העולמי, ההטיה לטובת השוק הישראלי (home bias) יכולה להגיע עד 10% אבל היום בתיקי השקעות חלקה של ישראל יותר גבוה. ולכן אני חושב שהרגולציה צריכה לעודד את היציאה לחול ואנחנו צריכים לעודד את הגופים החיצוניים מהעולם להשקיע בישראל. ידוע שהביצועים של תיקים מבוזרים היטב גם ברמה הגיאוגרפית, לאורך זמן, בהתעלם מה-S&P שירד ב-20% בשנה האחרונה, ביצועים של תיקים מבוזרים היטב היא הרבה יותר טובה גם מבחינת התשואה לאורך זמן וגם מבחינת הסיכון.

ענת לוין

בכל דיון בנושא יציבות פיננסית משקית לא ניתן להתעלם מהעובדה כי תסריטים של ניתוח תיקי השקעה מוגבלים ביותר עבור החוסך הממוצע. גם בוועדות ההשקעה מדובר בתסריטים סטנדרטיים כמעט זהים.

הדוגמה הנוכחית של שינויי בסביבה הכלכלית ממחישה את הבעייתיות. הרי ברור כי עברנו למשטר כלכלי שונה הכולל העלאות ריבית שמתרכזות במיגור האינפלציה, וברור כי הנושא העיקרי קדימה יהיה עד כמה הריבית תעלה בכדי לוודא שהאינפלציה איננה דביקה ומכאן הצורך באמידת ההשפעות העדכניות על תיקי ההשקעות וההשלכה על מבנה החיסכון של משקי הבית.

האם בבוא חוסך X לנתח האם להעביר צבירות מוגף פיננסי אחד לאחר בישראל (להלן תחרותיות) ניתן לבצע ניתוח תסריט פשוט של השפעת עליית ריבית/אינפלציה על הרכב התיק בין הגופים ומכאן לגזור על המאזן, הכולל גם את ההתייבויות, של אותו חוסך?

התשובה לכך מוגבלת עד לא קיימת. בעולם, יועצים שמסייעים ללקוחות לפזר את החסכונות וההשקעות שלהם חשופים למידע

קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות

יורם עדן

מעריך ענק שימשיך להתפתח. אולי פעולה מסוימת בנושא החסמים שיאפשר לגופים קטנים יותר להיכנס הוא רצוי. אבל באמת שבסך הכל - המערכת מתפקדת ומתמחרת שירותים ברמה תחרותית. אני מסכם לעצמי את הדיון כאן ואומר אין לנו איזה איום קונקרטי המחייב פעולה מיידית, ממשית ומהותית. אני מקווה שזה גם מקובל עליכם.

שלומי שוב

אני לא לגמרי מסכים איתך אמיר. אני חושב שהצביעו פה על סימפטום לא דווקא על הבעיה אבל אני חושב שכן בדיון הבעיה נמצאת לפעמים במקומות אחרים עמוקים יותר. אני חושב שהדברים של ניב ואחרים הם בהחלט רלוונטיים. אני חושב שצריכה להיות הסתכלות כוללת של מקומי אל מול יציאה לחו"ל, סחיר אל מול לא סחיר, הסתכלות לא רק של כל הרגולטור שכל אחד עושה את העבודה שלו בראיה צרה אלא הסתכלות על כל המערכת הפיננסית. הגיע הזמן שזה יקרה. הכספים של הפנסיה רק הולכים ומתרבים וזה מסוג הדברים שלא צריך לחכות לתוצאה שלא נוכל להתמודד איתה אלא דווקא עכשיו לתת לדבר הזה פתרון. אני חושב שבסופו של דבר, אינטרסים של ארגונים הם הכי חזקים שיש, כל אחד פה מבין שהם בסוף מנצחים ולכן אני חושב שחייבת להיות פה הסתכלות כוללת, צופה פני עתיד, כדי לנטרל את הדברים האלו. אני כן בעד לחשוב ולזהות את הבעיות המבניות ושימו לב לדבריו המשמעותיים של ארז. אני ועוד רבים פה מגיעים מתחום החשבונאות, אנחנו מבינים טוב מה המשמעות של מיליו טכני של רשימות תיוג כאלה ואחרות... ואני מאמין בסוף שהמבנה צריך להיות נכון. בואו נגיד את האמת, המבנה כיום של הרגולציה הפיננסית הוא לא טוב. אז נכון שהייתה ועדה שהייתה אמורה לתת פתרון, אבל הגיעו למבוי סתום, התחלפה ממשלה והכל נתקע. אני מקווה שזה משהו שיחזור לדיון.

כיו"ר וועדת ההשקעות של קופת הפנסיה של עובדי חח"י - המנהלת ב-40 מיליארד ש"ח - אני יכול להעיד כי הרכב תיק ההשקעות שלנו שונה לחלוטין מהמומצע של קופות הפנסיה האחרות. זאת גם בשל המאפיינים הייחודיים של הקרן שלנו.

לגבי הדמיון בתיקי ההשקעות של הגופים המוסדיים האחרים, יש לתת את הדעת לגורמים המסבירים הנוספים האלו:

עד לאחרונה, אגרות החוב הצמודות של ממשלת ישראל, נסחרו בתשואות שליליות, והריבית על האג"ח השקליות הייתה נמוכה ביותר. דבר זה הביא להגדלת המרכיב המנייתי בתיקים, ובשל מגבלות השוק בישראל, לדמיון רב בהרכב ההשקעות במניות בישראל.

קלות הניידות של העמיתים מקופה לקופה, מגדילה מאד את "סיכון המנהל" של החברות המנהלות את קופות הפנסיה, ואת הרצון שלא לחרוג לרעה בתשואות.

אמיר ברנע

עלה פה נושא הדמיון בתיקי ההשקעה המוסדית כבעיה יציבותית. בנק ישראל מודאג. אני מסכים עם רוני. לדעתי נושא הדמיון וככל שמדובר בתיקים מבזורים, אינו בעיה ממשית. הבעיה היא תיאורטית וקיימת רק בתרחיש קיצון שסביר שלא יקרה. הוא קרה ב-2008 אך אני לא בטוח שיקרה שוב היות ומדובר במקרה חריג ביותר. בסך הכל בתיקים המוסדיים, בלי להתייחס לקרנות נאמנות, הבעיה לא קיימת. המשיכה הפיזית מקרנות פנסיה וקופות גמל עולות למשקיע מספיק כדי שהוא יהסס מלמשוך. יש לנו גופים גדולים. עברנו תקופות של משברים, אני בסך הכל חושב שיש בהצגת נושא הדמיון כנושא בעייתי הפרזה מסוימת. יש דמיון בהשקעה, אפשר לצפות שיהיה דמיון בהשקעה. עכשיו יש לנו עוד בעיות נוספות, בסך הכל מערכת הרגולציה שקבעה את ועדות ההשקעה בין הנוסטרו לבין תיק העמיתים. המערכת מתפקדת. זה לא מקרי ש-2.5 טריליון שקל, כסף מוסדי, המבוסס על כספי חיסכון של הציבור, מושקע במערכת הזאת. המערכת משרתת את צרכיהם. ראיתי את התשואות של הגופים האלה בחמש שנים האחרונות שכללו את משבר הקורונה ואת המשבר בחו"ל, מתקבלת תמונה של 6%-7% תשואה בקרנות האלה שנראית יחסית סבירה. אז אני אומר שבסך הכל יש לנו כאן



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

האיגוד בישראל בישורת
האחרונה: אתגרים והשלכות

תאריך המפגש: 13 במרץ 2023

נושא המפגש: "האיגוד בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: ירין לוי, רותם שבע, נדב אילוז, דניאל רומנו, פלג זבנוביץ', גיא יעקובי

שלומי שוב

הללו..

למרות שהמטרה של האיגוד ככלי מרכזי לפיזור סיכונים במערכת הפיננסית ואספקת מקורות מימון נוספים במשק ברורה ורצויה, התשתית לקיומו בישראל מבחינה משפטית ומיסוית טרם עוגנה בחקיקה.

כאיש חשבונאות אתחיל בכך שכשמדברים על איגוד בישראל בהקשר של גריעת נכסים מהמאזן יש מתח גדול בין ההסתכלות המשפטית לבין הראיה החשבונאית כלכלית לאור חוסר הודאות המשפטית בישראל שהיא חשובה לצורך הניתוח החשבונאי, למרות שקיימות חוות דעת משפטיות בנושא. ואנחנו זוכרים את נושא הפקטורינג השקט (פס"ד אגרסקו כמדומני), שלפיו בית המשפט העליון לא הכיר בכך כמכירה אמיתית. חשוב להסדיר את הודאות המשפטית לגבי שאלת ה"טרו סיל": האם הנכס נמכר - כלומר האם בחדלות פירעון הוא שייך לרוכש או למעביר? המבחן צריך להיות לשון ההסכם לרבות השאלה האם המקבל רשאי לנהוג בנכס מנהג בעלים כלומר לנהל מו"מ, לגבות וכיוצ"ב. החוק צריך להגדיר קריטריונים ברורים למכירה אמיתית ולייצר ודאות רגולטורית שלא תלויה בפרשנויות כאלה ואחרות של שופטים. אגב, הנייר של רשות ניירות ערך מ-2020 בנושא איגוד הדגיש את

בוקר טוב, אנו עוסקים הבוקר בנושא של האיגוד אחרי שעסקנו בו בזמנו בעקבות המלצות ועדת אקשטיין שפורסמו בנובמבר 2015. האיגוד חוזר לשולחן בישראל ואנחנו יודעים שבנק ישראל מקדם את הנושא ואף לאחרונה פורסם תזכיר חוק בנושא שמשום מה "הורד" ואנחנו נדבר על כך היום ובכלל הנושא נמשך ונגרר כבר יותר מעשור והגיע הזמן להעביר אותו. זה נראה שכל הרגולטורים בעד אז אני לא מבין למה צריך לחכות.

דווקא העיתוי הנוכחי, על רקע עליית הריבית ויצירת "בשר", הוא נכון כדי לייצר מקורות מימון נוספים למשק ומחוללי צמיחה. מה גם שמאז פרסום דוח הוועדה התפתח מאד הנושא של האשראי החוץ בנקאי בישראל, לרבות בעקבות הפרדת כרטיסי האשראי מהבנקים שהם יזמי איגוד פוטנציאליים. אנחנו יודעים שבשנים האחרונות היו בארץ לא מעט עסקאות מכירה של תיקי אשראי, בין היתר על ידי נותני אשראי חוץ בנקאי לגופים המוסדיים. בשורה התחתונה יש רציונל ברור של הפרדת המומחיות של החיתום וניהול האשראי מהמימון של תיקי האשראי. יש כאן הרבה כסף של מוסדיים כפי שאנו יודעים מהדיון הקודם שלנו שיכול ליהנות התשואה על תיקי

האיגוח בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

דולר. רק לקבל פרופורציות זה כמעט כל ההון של הבנק שעמד על 16.3 מיליארד דולר! השקעה במכשירי חוב ארוכים אלה סווגה כמוחזקת עד לפדיון ולכן נמדדה לפי עלות מופחתת ולא לפי שווי הוגן. סיווג החשבונאי של השקעה לפדיון בניירות ערך שהם מכשירי חוב בגופים פיננסיים שפועלים ברמות מינוף גבוהות בהגדרה הוא דבר רגיש ביותר, במיוחד בתקופות של ריבית עולה שמובילה לקיטון בשווי הוגן של השקעות אלה. מבחינה חשבונאית, סיווג זה צריך להיבחן בכל מועד מאזן מחדש כדי לוודא שקיימת יכולת ולא רק כוונה להחזיק את אותם ניירות ערך עד למועד הפדיון שלהם ללא צורך לפרוע התחייבויות. צריך להבין כי בראיה עסקית על רקע המח"מ הארוך הרבה יותר של הנכסים מאשר של ההתחייבויות, ניירות ערך אלו הם "המספר המאזן" בניהול הבנק. הטריגר לקריסת הבנק היא אמנם בעיית נזילות, אך יש לכך קשר ישיר לפער המח"מ - המח"מ הקצר של ההתחייבויות של הבנק ביחס לנכסיו על רקע רמת המינוף המובנה הגבוהה. שימו לב שהקריסה המהירה התחילה במימוש של ניירות ערך מוחזקים למכירה (שהם דווקא נמדדים לפי שווי הוגן וההפסד ממכירת הוא "רק" הפשרה של רווח כולל אחר ללא השפעה כוללת על ההון). בדיעבד כמובן שהסיווג החשבונאי במקרה הזה לא היה נכון, אבל הדבר כמובן מעלה תהיות לגבי הסיווג בזמן אמת, לרבות המשך הסיווג בדוחות הכספיים האחרונים שפורסמו. בשורה התחתונה, המאזן של הבנק לא הציג את התמונה האמיתית ואני מניח שזה נושא שעוד ייבדק היטב לאור הנסיבות המדייקות ששררו וצריך להיזהר כמובן תמיד מחוכמה שבדיעבד במיוחד כשנוצר RUN ON THE BANK. אני בטוח לא מכיר את כל התמונה ורק מעלה את השאלה. אגב ממה שראיתי הנושא של סיווג השקעות אלה שטעות בו מוחקת את הון הבנק לא זוהה אפילו כהחלטה קריטית בדוחות הבנק שזה קצת תעודת עניות למקצוע שלנו...

נחזור לנושא שלנו - בעקבות הידוק דרישות ההון שבאו לאחר המשבר הפיננסי של 2008, יש לבנקים אינסטיטוב להעביר הסיכון של שכבת ההפסד הראשונה. אגב, הבנקים בישראל עושים היום עסקאות ביטוח כאשר הם רוכשים ביטוח על אחוז מסויים בתיק האשראי - פארי פאסו ולא בתצורה מרובדת שזה מספר שכבות סיכון. הרגולציה החדשה של באזל בנוגע לגישה הסטנדרטית לטיפול בעסקאות איגוח סינתטי עדיין לא אומצה בישראל. זה יכול להוביל לפתרונות אחרים כמו איגוח סינתטי, כדי להגיע לשיפור הלימות ההון מבלי לגרוע את הנכסים מהמאזן ועוד מעט תרחיב

חשיבות הנושא המשפטי כבסיס לביצוע העסקאות. להבדיל מהמלצות הועדה, באיגוח מודל 2023 מעניין לראות בין היתר את עניין שימור הסיכון שלפי הועדה ב- 2015 הומלץ 10% שזה שמרני יחסית לגבי מה שמקובל באירופה וארה"ב כיום ששם זה 5%, אך ממה שאני מבין בתזכיר החוק ה"דיסקרט" כרגע יהיה מינימום של 5% כאשר יותר לשר האוצר בהסכמת הנגיד לקבוע שיעור של עד 10%. הרציונל הוא כמובן הסיכון המוסרי והחשש מא-סימטריה במידע בעקבות לקחי המשבר הפיננסי של 2008. אגב, עדיף שההחזקה הנמשכת תהיה דרך השכבות המונפקות כמו בחול ולא דרך השארת חלק מהנכס נשוא האיגוח אצל היזם, כדי להימנע מבעיה משפטית במצב של חדלות פירעון של היזם. חלק מרכזי בנושא הסדרת האיגוח בישראל הוא החסם המיסוי. החסם המיסוי העיקרי בעסקאות איגוח הוא נושא העברת הנכסים/משכנתאות מחויבות במס וכן נושא התאגיד הייעודי עצמו סובל מבעיית מס לאור הרווח שיווצר בו בשנים הראשונות שהרי ההכנסות מהנכסים המגבים יהיו גבוהות יותר מהוצאות המימון בגין האג"ח המונפקות ולא ניתן לפי החוק הקיים לקזז אותם קדימה כנגד ההפסדים העתידיים כשמצב הדברים יתהפך ויווצרו בעתיד הפסדים.

הועדה הציעה בזמנו פתרון ייחודי לבעיות מיסוי אלה, אני מבין שהתזכיר הנוכחי קצת שינה אותן ועוד מעט נשמע על כך מניר הלפרין שהיה חלק מהוועדה בזמנו ומנציגי רשות המיסים היום. בהקשר של איגוח חשוב לדבר בנפרד על הבנקים לאור דרישות ההון שלהם והצורך להקטין חשיפה למגזרים מסויים. אגב, שימו לב שלאור עליית הריבית גם לא בטוח שלבנקים יש היום אינטרס למכור את הנכסים כי אז יוצרו להם הפסדים חשבונאיים שהרי ההלוואות רשומות לפי עלות מופחתת ולא לפי שווי הוגן. בהקשר זה, ראינו מה קרה בימים האחרונים לסיליקון ואלי בנק (SVB) שהטריגר לנפילה היה מכירת נכסים פיננסיים בהפסד (סווגו כמוחזקים למכירה) בעקבות עליית הריבית ואז ניסיון גיוס הון. בכלל אי אפשר להתעלם מכך שהנפילה המהירה של SVB מעלה תהיות לגבי הדוחות הכספיים שלו שפורסמו רק שבועיים קודם, בצורה חלקה לגמרי וללא הערת עסק חי או כל הפניית תשומת לב אחרת של המשקיעים. נתון מעניין מהדוחות הכספיים הנ"ל נוגע להשקעה בניירות ערך (בעיקר MBS עם מח"מ ארוך מאד) ששוים ההוגן לתום 2022 עמד על 76.2 מיליארד דולר בלבד הוצגו לפי עלותם המופחתת על 91.3 מיליארד דולר בלבד - פער של כ- 16 מיליארד

האיגוח בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

לתת הלוואות. הם הולכים לשוק, האם המחיר שניהם מקבלים הוא זהה? בנק ירושלים לוקח תיק הלוואות שהוא נתן ובנק לאומי לוקח תיק הלוואות שהוא נתן, ומוכר אותו. שני התיקים זהים. המחיר של שניהם זהה אם יש דירוג? זה בדיוק ההבדל. ההבדל הוא שהגופים הקטנים, יכולים לקבל בשוליים חוב בעלות זהה לגופים הגדולים באמצעות איגוח. זה הלב של האיגוח, צריך להבין את זה שיש איגוח בכל המדינות בעולם חוץ ממדינת ישראל.

אמיר ברנע

סליחה, אתה מדבר על מצב ב' הבנק מוכר תיק אשראי כדי להשיג מקורות למתן אשראי נוסף. אני חושב שהוא עושה זאת ממקום של ארביטראז' רגולטורי של הלימות הון. באיגוח סינטיטי הבנק מוכר את הסיכון. הטיפול בלוויים הוא של הבנק, שמטפל בכל הסדרי חוב עם הלוויים. לא גוף חיצוני. האם אתה מסכים איתי שהתמריץ לאיגוח כפי שקיים היום בעקבות אירועי 2008, בעקבות כל הטלת מגבלות ההון על בנקים ועל חברות הביטוח עם הסולבנסי - התמריץ לאיגוח נובע מניהול הלימות הון.

צביקה אקשטיין

האיגוח של הבנקים הוא לנהל את הסיכונים של הלימות הון בצורה יותר מתאימה לתנאי שוק. מה זה עושה בפועל? נתן לבנקים הקטנים הזדמנות להתחרות בבנקים הגדולים. אם תלך לארה"ב, היא קצת ייחודית בהיבט הזה, הבנקים הקטנים, פוליטית, לחצו על חברות הביטוח שהמדינה נותנת כדי לבטח את המשכנתאות שלהם. ברגע שהם עשו את זה, אפשרו לבנקים הקטנים את היכולת לתת משכנתאות ולהתחרות עם הבנקים הגדולים, וזה הגיע כתוצאה מהמשבר הגדול.

אמיר ברנע

קודם כל השכלתי, למדתי ממך שלעידוד האיגוח יש השפעות על התחרות בשוק האשראי, זה מה שאתה אומר לי. ואתה אומר גם שאולי תמחור יותר כלכלי של סיכון פיננסי דרך השוק הזה. לכן גם בנק ישראל עומד מאחורי האיגוח. משום מה, אני חשבת שהאלמנט המרכזי שרלנבנטי הוא הלימות ההון ברמה הכי בסיסית שלו.

על כך אוריין דגן ונשמע את נציגי הבנקים. נמצאים איתנו היום כל הגורמים הרלבנטיים, משרד המשפטים, בנק ישראל רשות ניירות ערך, רשות שוק ההון ורשות המיסים נציגי הגופים הרלבנטיים כולל הבנקים וחברות הדירוג ונשמח אם נוכל לייצר שיח שיתרום לקידום חקיקת חוק האיגוח וקידום הרגולציה הרלוונטית של בזל, כי אין ספק שישראל נמצאת כאן בפניגור משמעותי ביחס לעולם וגם לפי מה שאני מבין, אפילו מהנוכחות כאם היום, אין איזשהו גורם שמתנגד. אז זה נכון שיש לנו את הבעיה שכל רגולטור מתייחס לזווית שלו וזה תמיד מחזיר אותנו לבעיה המבנית שקיימת ברגולציה הפיננסית בישראל, אבל באמת אין סיבה לעוד עיכובים. על מה שצריך זה חוק שיסדיר את נושא המכירה המשפטית ויסדיר את נושא המס. כל היתר יבוא באופן טבעי.

אמיר ברנע

נושא המפגש הוא איגוח. האם אני טועה בטענה שכל מי שבעצם קונה אג"ח או מניה של בנק הוא בעצם בסיטואציית איגוח. מה זה איגוח? קיים תיק הלוואות או אשראי שהבנק או חברת הביטוח מחזיקה. אם אני קונה מניות של בנקים או חברות ביטוח, אני בעצם באיגוח. הנושא כאן הוא בעצם איגוח על איגוח. מדובר שהבנק עצמו או חברת הביטוח בגלל הסולבנסי, מקימים עוד גוף כזה ומפזרים את הסיכון. תסכימו איתי שקניית אג"ח של בנק זה אותו דבר כמו קניית אג"ח של SPV כלומר של איגוח.

נטלי גייקובס

המטרה של איגוח היא לקבל לגבי הנכסים המאוגחים והמבודדים ניתוח סיכונים שונה של היזם שהוא הבנק או הגוף הפיננסי שהעמיד את האשראי. למשל, תיק משכנתאות הוא תיק אשראי שיש לו נכסים מגבים והסיכון שלו יכול להיות שונה מאד מסיכון היזם שהעמיד את האשראי.

צביקה אקשטיין

אמיר, בוא אני אסביר לך למה אתה טועה. במונחים פיננסיים, יש לך את בנק לאומי ויש לך את בנק ירושלים. שניהם צריכים כסף כדי

האיגוד בישראל בישורת האחרונה: אתגרים
והשלכות

ככלכלן, למדתי מימון אצל אמיר. למדנו הרבה מאקרו ומימון ורצייתי לעשות משהו חיובי למשק. אז נפגשתי עם יובל בורנשטיין, ויובל ואני אמרנו בוא נקים פורום שוק ההון ונשאל אותם מה חסר להם. אז הקמנו את הפורום והיו בו כל הרגולטורים. אחד הדברים שאמרו כולם שחסר לנו שוק איגוח שעד היום לא קיים. אתה מסתכל החוצה לעולם, ואני נסעתי הרבה בעולם, ואז פגשתי בחור בשם מריו דראגי, שהיה נגיד הבנק האיטלקי, ושאלתי אותו כמה חשוב שיהיה איגוח? הוא ענה לי: זה קריטי, זה בעיקר מוריד את עלויות העסקה ויש על זה הרבה מחקרים. זה מוריד ומפזר סיכונים, אם יש ריפוי אז לא צריך להחזיק 3% מהתיק מזומן כי יש לך איגוח אז אתה יכול להריץ אותו וכשהבנק יכול לנהל יותר טוב את מערכת הסיכונים. וסיבה שלישית, אתה יכול להביא הרבה נכסים פרטיים טריפל A אם יש מערכת פיקוח נכונה. ואז ירום אריאב רצה להפוך את ישראל למרכז פיננסי אבל דבר אחד עשיתי וזה להקים ועדה של רגולטורים כדי לקדם את העניין של הריפוי ושל האיגוח. התחלנו את זה ב-2006 או 2007 ובום נפל עלינו המשבר הפיננסי הגדול מה שעצר לנו את הפעילות.

דרך אגב מי שהתנגדה ואמרה שהצילה את ישראל היא דידי, שלא נתנה לקידום איגוח, אבל מה שהיה הכי מעניין זה שהיא והצוות שלה - שכלל שתי עורכות דין פנטסטיות, לקח לי שעתים לשבת איתם לתת להם את ההרצאה המאקרו הכלכלית ואז הם כתבו דוח. חודש חודשיים כתבו מסמך. ב-2007 ה-TRUE SALE היה מנוסח, נסגר הסיפור הזה. ואחר כך רצינו ללמוד איך עושים את זה במדינות אחרות. בנק ישראל עבד עם צוות יועצים מאוסטרליה וצוות יועצים מאירופה כי באירופה זה התפתח בשנות ה-90, דראגי סיפר לי שהוא התחיל לפתח את זה כשהיה מנכ"ל משרד האוצר כדי לאפשר לרשויות מקומיות לאגח את המיסים שלהם. אבל בסוף זה הפך להיות כלי מרכזי במערכת הפיננסית האיטלקית ובכל אירופה. ה-CLO, המשכנתאות, הכל! זה הפך להיות כלי לניהול סיכונים של המערכת. דרך אגב, זה כלי מאוד חשוב הקטע הזה של איגוח תזרימים גם ברשויות מקומיות, דבר שלא קיים אצלנו! לא קיים איגוח של תזרימי מיסים. מה שניסינו לעשות ואני אגיד את זה בקיצור - הקמנו צוות, רשות לניירות ערך, החשכ"ל - מאוד חשוב בנושא של רישום ואינפורמציה, משרד המשפטים, בנק ישראל, המפקח על הבנקים וכו'.

למעשה כשהתחיל המשבר מיד הבנו את בעיית ה-Moral Hazard, ואני חושב שהמצאתי 10% נשאר בידי המנפיק. אחרי זה

למשל תיק משכנתאות, גם הלימות ההון שם מאוד נמוכה ותלויה ב-LTV. אני מניח שבעקבות באזל יחולקו המשכנתאות לפי רמות LTV בזמן קבלת האשראי. הבנק ימכור את היחס הנמוך שם דרישת ההון היא גבוהה. עוד נושא שעלה בהקשר האיגוח זה נושא של הסיכון המוסרי בשני מישורים: המישור הראשון הוא הסלקציה, כלומר איזה הלוואות נכנסות לאיגוח. המישור השני, הבנק צריך לטפל והאם הוא מטפל באותו מרץ גם בהלוואות SPV כפי שהוא מטפל בהלוואות שלו. עכשיו, הטענה אומרת שדרך הדרישה שהבנק משתתף בחוב בצורה יחסית, האם זה פותר את כל בעיית הסיכון המוסרי? יש פה חשש מסוים. הבנק לא נותן אינפורמציה ללווה, הוא מחזיק את הסיכוי של ההחזר ואיך הוא מפעיל לחץ על הלווה כאשר הוא חייב כסף לבנק או ל-SPV. פה זה 10% ופה זה 100%. אלה שאלות שעדיין קיימות אבל הניסיון יפתור אותם דרך השתתפות באשראי. מילה אחרונה, מבחינת המודל המימוני, אין פה הפחתת סיכון. נניח שיש לי תיק SPV עם לווה אחד שמדורג גבוה או עם הרבה לוויים שמדורגים C, איך מדורג התיק השני? והאם ניתן למכור אותו לפי דירוג יותר גבוה? כלומר האם פיזור סיכון בתיק SPV משפר את האיכות שלו? המודל המימוני אומר שלא. אין פה יתרון בפיזור הסיכון. מכיוון שהבנק עצמו הוא כבר מפזר סיכון וכן מי שמשקיע זאת לא כל ההשקעה שלו. יש למשקיע תיק מבוזר. אותו גוף מוסדי שקונה את התיק הזה. האם לטענה שעל ידי בניית תיק איגוח מופחת הסיכון, כלומר ניתן למכור את התיק במחיר גבוה. יש ידדים ורגליים?

צביקה אקשטיין

אני אתחיל מהטענה האחרונה שלך. המודל המימוני הטהור, אין פה עלויות עסקה ואין פה עלויות אינפורמציה. זה לא כשלי שוק, זה חלק דרמטי שמסביר למה המערכת הפיננסית זה לא מבוא לכלכלה. שאני פותח את כל הדוחות של ישראל ובודק למה יש לנו עלויות כאלו גבוהות בבנקים והבעיה המרכזית היא במשרד האוצר לא מבינים שהמערכת הפיננסית היא לא שוק פתוח. ואם אומרים למה אין חוק איגוח? זה בגלל האוצר. חד משמעית. כי כל פעם ששמו את החוק על השולחן של היועץ המשפטי, מישהו באוצר עצר. נקודה. ואני אביא לכם עובדות אם אתם רוצים בכל נקודת זמן כי נמאס לי. אז אני אתחיל בהיסטוריה ואז אני אדבר על המאקרו. אני באתי לבנק ישראל בשנת 2006, לא ידעתי הרבה מימון אלא רק

האיגוד בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

מאומצת לקידום התזכיר, בריכוזם של נציגים ממשרד המשפטים, בנק ישראל ורשות ניירות ערך. בחודשים האחרונים קיים הצוות המרכזי ישיבות עבודה עם כל אחד מהרגולטורים הפיננסיים ועם נציגי משרד האוצר, וכן ישיבות מרוכזות של כלל הגורמים, והגיע לנוסח מעודכן של טיוטת התזכיר המותאם לשינויים שחלו במשפט המשווה בתחום האיגוד מאז שנת 2015. בעת הזו יש "מומנטום" חשוב, בו כל גורמי המקצוע המעורבים הגיעו להסכמות ופרסום התזכיר עשוי לעגן ולהיעזר בהערות הציבור כדי ללבן חילוקי דעות אחרונים.

אוריין דגן

בוקר טוב, אני מקווה שאני לא אשבית שמחות. לפחות לא יותר מברגיל.. אבל באמת שהשאלה של איגוד מונחת הרבה זמן על השולחן. ישבת עם שניכם, פרופ אקשטיין ורו"ח הלפרין ב-2007, ואז בנינו מודל איגוד. אז באמת עסקנו באיגוד מסורתי. אבל התחושה שלי, שכל הזמן אנחנו עוסקים בפתור את הבעיות של שלושם אפילו לא של אתמול.. איגוד הוא לא מטרה, איגוד הוא אמצעי. אם אנחנו לא נבין מה המטרה, מה מניע את הבנקים לא נוכל לענות על הצורך. אני אתאר מה מניע את הבנקים. כמובן שגופים אחרים, שלא כפופים לרגולציה הבנקאית יכול להיות שמניעים אותם דברים אחרים, אבל אם אנחנו לא מבינים מה מניע את הבנקים אין לנו שום דרך לדעת אם איגוד הוא יעיל או לא יעיל ולכן אנחנו גם לא פותרים כנראה את הבעיות.

אז מה מניע בנקים?, מה גורם לבנקים לאגח, לפני המשבר של 2008 נכון, זה בדיוק לפי מה שצביקה תאר, בנק מקומי האמריקאי בטקסס מדורג A יכל באמצעות בידוד של נכסים להפריד את תיק הנכסים מסך הסיכונים התפעוליים שלו, שמדורגים כאמור A, וכנגד אותו תיק לקבל מימון. לאותו בנק היה אנסנטיב להשאיר אצלו את הרצועה הנחותה (ה-FL, רצועת ההפסד הראשונה), זאת אומרת להגדיל את הביטחון של התיק וכך לשפר את דירוג האשראי של התיק המאוגח וככה לגייס מקורות לפי מחיר גיוס של AA מינוס. למה זה גרם? (זה נשמע נורא מוזר לנו, אבל באותה עת לא היה הדרישה להלימות הון לפי רמות סיכון של חשיפות אשראי. דרישה כזו פשוט לא הייתה קיימת היא באה ברגולציה שיושמה אחרי המשבר.) ואז מה קרה? זה יצר אינסנטיב לבנקים לאגח ולשמור אצלם במאזנים את הרצועות הנחותות ולמכור את הבכירות. איך

האמריקאים הלכו על 5%. אני רוצה לציין דבר אחד בהקשר המשבר של 2008. הכשל כולו היו בנכסים מאוגחים בארה"ב. בקנדה, רמת האיגוד לא הייתה פחותה מבארה"ב והיא בכלל לא נפגעה כתוצאה מהמשבר. גם באירופה, המשבר הפיננסי על הבנקים - היו בנקים שפשוט רצו לשר לארה"ב. היום אין ספק, שיש לגביו הסכמה מוחלטת - המשבר של 2008 הוא משבר רגולציה.

לסיכום, אני אגיד את הדברים הבאים: החוק כמו שהוא היום לדעתי עונה על מה שאנחנו הגדרנו אז כ"מסלול ירוק" לאיגוד. מסלול פשוט שיהיה בהיקפים גדולים כדי שיוכל לחסוך עלויות עסקה. הנקודות שישנם בחוק, אני רק אגיד לניר, הנושא המרכזי שיוצרים את SPV, יש לה רווחים בהתחלה והפסדים בסוף. אתה לא יכול ליצור איגוד אם אתה משלם מס על האיגוד. ולכן, יש כאן בעיה בכל מדינה שבה אי אפשר לקזז הפסדים על רווחים קודמים, וישראל היא אחת מהמדינות האלה. אז צריך לחשוב איך פותרים את זה, כמו באנגליה, ולהבין איך מיישמים את זה בישראל. כמו שלמדנו מכל העולם אז - וזה מה שצריך לעשות. ולמה זה קריטי? גם איגוד וגם ריפו הם מכשירים שמורידים בצורה משמעותית את עלויות העסקה ומאפשרים תחרות בריאה בין הגופים הקטנים לגופים הגדולים. גופים קטנים מקבלים מהפיקדונות פחות לעומת הבנקים הגדולים, בריפו הם יכולים לקבל אותו דבר. דבר שני, יצירת נכסים ברמת סיכון נמוכה לשוק וזה לא רק אג"ח ממשלתי. וזה חשוב מאוד. ודבר שלישי, שמסתכלים על השוק כיום, תמיד יש סיבה לא לעשות איגוד ולכן אני תמיד אומר שהיה המשבר של 2008, שאלו אותי למה בארה"ב יש? אמרתי תראו, שוק ההון שלהם נוסע עם קורבט מחוץ למסלולים ואצלנו שוק ההון נוסע לאט לאט עם חמור ועגלה על הכביש.

מאיר לוי

המחלקה הכלכלית ביעוץ וחקיקה בראשותי הובילה בחודשים האחרונים את ריכוז הטיפול בחוק האיגוד יחד עם בנק ישראל ורשות ניירות ערך במאמץ מרוכז להשלמת גיבוש תזכיר החוק אשר ממתין כעת לאישור שר האוצר ושר המשפטים לצורך הפצתו להערות הציבור. אני רואה חשיבות עצומה בקידום תזכיר החוק. בעיניי ישנה דחיפות בפרסום התזכיר להערות הציבור בעת הזו. תזכיר החוק הוא תוצר של עבודה מקצועית המתבצעת קרוב לשבע שנים, וביתר שאת בשנה וחצי האחרונות. בתקופה זו, נעשתה עבודה

האיגוח בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

זה נגמר כולנו זוכרים.

צביקה אקשטיין

על כשל רגולטורי לא את מה שלא, מה היה בקנדה ז"א בקנדה לא איגוח

אוריין דגן

רגע, אם בנק שומר אצלו את הרצועה הנחותה ומוכר את הרצועה הבכירה הוא יוצר אצלו תמהיל של נכסים רעילים, המיץ של הזבל.

צביקה אקשטיין

בקנדה זה לא קרה, למה זה לא קרה בקנדה? ויש איגוח והיה איגוח

אוריין דגן

אני חייבת להגיד שאני לא מספיק מעורה במה קרה או לא קרה בקנדה, אך זה לא משנה, כי כאמור הרגולציה הבנקאית השתנתה מאז.

צביקה אקשטיין

אז הגיע הזמן שתלמדו מה קורה במקומות טובים ולא רק מה קורה במקומות רעים.

לא אבל זה לא בסדר תקשיבי לי, אני עוסק הרבה במדיניות כלכלית, במכון אהרן אני עובד יום יום אני אף פעם לא משווה את עצמי לניקאראגוואה אני בכלל נושא הולך ל-OECD, אתה רץ 100 מטר אתה לא מסתכל על אלא שנמצאים במקום העשירי את מסתכלת על אלה אשר רצים במקום הראשון, והסיפור שאת מתארת וזה מה שעשיתי בדוח הזה - הלכנו למקומות ששמה לא היו כשלים. למדנו איך הם עובדים.

אוריין דגן

נכון מאוד. אני שמח, מגיעה לשם. בעקבות המשבר מגיעה תקינת

"באזל", הדרישה להלימות הון, מותאמת סיכון.

השינוי של הבאזל והדרישה שלו, שבנקים צריכים לרתק הון לפי סיכון האשראי הקונצרני שבמאזני הבנקים. השגת מימון כבר לא הייתה הבעיה, היה בשפע ובזול. הבעיה הייתה בהון, ההון הפך למשאב במחסור. אם לפני המשבר לבנקים היה אינסנטיב לשמור אצלם את הרצועות הנחותות ולמכור החוצה את הרצועות הבכירות מאז אימוץ תקינת בזל חל היפוך, היום בנק מעוניין להשאיר אצלו את הרצועה הבכירה למכור החוצה את הרצועה הנחותה ואלו מבני האיגוח שקורים היום. הבנק באמצעות עסקת האיגוח משחרר הון. אז הבנו שבעצם כתוצאה משינוי רגולציה התהפך האינטנסיב, וכעת יש לענות על צורך חדש.

עכשיו אנחנו מתחילים להבין למה איגוח מצליח/לא מצליח, או יותר נכון נראה אולי הוא דווקא כן מצליח בישראל. לפני המשבר של 2008 לבנק הישראלי לא הייתה דרישה להלימות הון מותאמת סיכון, בנק ישראלי אשר מדורג AAA ויש לו גישה קלה למקורות מימון הוא לא בנק אמריקאי מקומי המשיג באמצעות עסקת האיגוח מימון זול יותר. כלומר לא היה לבנקים הישראלים צורך, לא עושים איגוח לשם האיגוח.

אחרי המשבר של 2008 ושינוי הרגולציה שחל בעקבותיו, בואו נראה למה לא מתרחש איגוח. בעצם מה קרה אחרי באזל עם עסקאות איגוח ובואו נראה אם הבעיה היא אצלנו. אני אתייחס לרגולציה המקומית שאמצה את כללי בזל- נב"ת 203 ("הגישה הסטנדרטית למדידה והלימות הון") מהווה את אבן היסוד בכלל, בעסקאות מיטיגציה של סיכונים אשראי (credit risk mitigation) ומדבר על גישה סטנדרטית למדידה של הלימות הון לפי מדידה של חשיפות. ויש את נב"ת 205 שמתאר את הגישה הסטנדרטית לאיגוח, הם פורסמו באותו זמן ב 2012. כלומר הרגולטור, לא התנגד לאיגוח ולא הצהיר שהוא לא רוצה. אבל צריך לדעת כי הרגולציה הישראלית הנשענת על הרגולציה הבזלאית, וגם שם מרגע פרסום הרגולציה הבזלאית החדשה, שוק האיגוח המסורתי והסינטי של בנקים הפועלים תחת הגישה סטנדרטית בכל העולם נעצר, ובישראל כל הבנקים פועלים תחת הגישה סטנדרטית, ותכף נבין למה הוא נעצר. זו לא הייתה סיבה, שהייתה ספציפית לישראל. ואני פה אני אעשה רגע קצת חלון תכף נחזור לראות מה הבעיה אם יש בעיה אבל אני אגיד משפט לגבי איגוח סינטי מול איגוח מסורתי - האיגוח הסינטי קך בהרבה לתפעול, אינו כרוח בכיווץ (הקטנה) של תיק האשראי של הבנק, אינו כרוך ברישום של הפסד חשבונאי

האיגוח בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

כלומר התקן החדש פשוט מורה לבנק איך להקצות הון מבלי שידרש לדרוג חיצוני.

ומהרגע שהתקן פורסם, הוא אומץ באירופה, באפריל 2020 נדמה לי, אומץ בבריטניה, אומץ בקנדה, אומץ באוסטרליה ובמערב ארה"ב (בארה"ב האימוץ הוא של הרגולטורים המקומיים. הרגולטורים בחוף המזרחי לא אימצו אותו עדיין הרגולטורים בחוף המערבי כן) ובעקבות זאת החל מבול של עסקאות איגוח סינטיטיות שבנקים יוזמים ברחבי העולם.

העסקאות האלו הם עסקאות שהאינסנטיב של הבנק היוזם אותן הוא שחרור הון. עד שלא מאומץ תקן CRE41 פשוט לבנקים הפועלים בגישה הסטנדרטית לא כדאי לעשות עסקאות איגוח, כי הם לא מצליחים לשחרר הון בעסקה על רצועות בכירות שהם מעוניינים להשאיר בחזקתם. בנק ישראל למיטב ידיעתי, מודע לעניין ובוחן הנושא.

צביקה אקשטיין

אני רק אגיד אבל לא אנחנו התחלנו לעבוד לעבוד גם ציינו את האיגוח ודיברנו על זה גם עם הבנק רק חשבנו שהיא גם הכרחי ולכן ללא העברת החוק הזה אין לנו בכלל יכולת להתקדם.

יוסי סעדון

שמעתי חלק מהדין שהתקיים קודם והתרשמתי מהעומק והמקצועיות של השיח שהתקיים כאן בנושא האיגוח. ברשותכם, אני רוצה קצת לטפס לגובה ולדבר על האיגוח מגובה של 30 אלף רגל. בשקף הזה (2) אני מפרט בכותרות את היתרונות שיש באיגוח: פיזור סיכונים יעיל יותר בכלכלה; הרחבת אפיקי ההשקעה של המוסדיים בשוק המקומי; פיתוח שוק האשראי החוץ-בנקאי והוזלת מקורות המימון; אפשרות לפינוי הון במערכת הבנקאית במטרה שיוקצה, בין היתר, למימון של עסקים קטנים ובינוניים. בצד השמאלי של השקף רואים את היקף שוק האיגוח כאחוז מהתוצר בהשוואה בינלאומית של כמה משקים נבחרים. כפי שרואים בתרשים הזה שגם הופץ על ידי שלומי בנייר המכין לפורום, האיגוח מפותח מאוד בארה"ב, שאפשר לקרוא לה בירת האיגוח, בהולנד ועוד מדינות באירופה. ישראל בולטת מאוד בשיעור הנמוך של האיגוח ביחס לתוצר וגם זה מתבסס ככל הנראה על איגוחים ביוזמות נקודתיות וביטטרליות.

בשוק ריביות עולה ואינו יוצר ארוע מס ב-SPV.

אבל למה אין איגוח בישראל ואני מדברת על למה אין איגוח סינטיט זה נכון שלאיגוח מסורתי יש את הבעיה המיסויית ויש את הבעיות שהוזכרו מעלה, בעולם אם מסתכלים היום בנקים לא עושים איגוחים מסורתיים כמעט הם עושים איגוחים סינטיטיים, אז למה אין איגוח סינטיט בישראל? הסיבה היא כי נפלה לקונה בבאזל, ובפרסום של באזל של מסגרת העבודה לבנקים הפועלים תחת הגישה הסטנדרטית, נכתב כי הם נדרשים לדרג בעסקת איגוח את הרצועות שהם בוחרים להשאיר בחזקתם. כלומר עד לתיקון של באזל בדצמבר 2019 התקן אמר ככה - אם בנק שפועל בגישה המתקדמת יוזם עסקת איגוח, את הרצועות שאותו בנק בוחר להשאיר אצלו על המאזנים (בין אם היא כי ממילא אתה לא מכר אותן החוצה באיגוח סינטיט או בין אם הבנק עשה איגוח מסורתי, וקנה בחזרה את הרצועות הבכירות, על פי הגישה המתקדמת הבנק מדרג בעצמו את הרצועות שנתרות בחזקתו, ומכיוון שהבנק מוציא כעת בעסקת האיגוח את כל הסיכון החוצה, אותו בנק יכול כעת לדרג את הרצועה הבכירה אותה הוא שומר בדרוג של AAA בינלאומי ולשחרר כך הון. אבל אם אתה בנק שפועל תחת הגישה הסטנדרטית, וכאמור כל הבנקים הישראלים פועלים בגישה הסטנדרטית, חייבו אותך להביא "פתק מהרופא" מה זה פתק מהרופא - חייבו אותך להביא פתק מחברת דירוג. כלומר לבצע דירוג חיצוני בחברת דירוג ואם היית רוצה להשיג את אותה הקלת הון מיוחלת של AAA בינלאומי, זה בלתי אפשרי. אין בנק במדינה כלשהי במזרח התיכון או באירופה המדורגת, שהמדינה מדורגת ב-A+ או אנחנו (ישראל) שמדורגים ב-AA שיוכל לקבל לרצועה בכירה ככל שתהיה של תיק דרוג AAA בינלאומי, זה לא קורה, לא קרה, לא רק בישראל אלא בכל העולם.

למעשה, בכל העולם, לא היו עסקאות איגוח במשך כ-10 שנים. עםבנקים שפועלים בגישה סטנדרטית. בנקים אלו היו מודרים משוק האיגוח. כל הרגולטורים הבינו את זה ובוועדת בזל הבין את זה. בדצמבר 19, רגע לפני הקורונה (בגלל הישום שקרה בקורונה מקשרים את זה לקורונה) וועדת בזל הוציאה תקן חדש שנקרא CRE 41 לאיגוח בגישה הסטנדרטית. התקן מאוד פשוט. כל מה שהתקן אומר זה שכאשר בנקים שפועלים בגישה הסטנדרטית בוחרים להשאיר אצלם חלק מהרצועות הם יקצו הון על אותן רצועות לפי נוסחה פיקוחית המפורטת בתקן החדש, נוסחת התקן מבוססת על 4 משתנים ומי שירצה נוכל להרחיב עליה אחר כך,

האיגוח בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

כפי שאראה תכף בשקפים הבאים, איגוח הוא כלי חשוב לשכלול שוק האשראי. יחד עם זאת, כשנתחיל כאן עם האיגוח צריך לוודא שמתחילים את זה נכון, באופן בטוח ובאחריות. לא יהיה לנו מועד ב' אם חלילה זה יכשל. ואני אופטימי בעניין שכן כותבי תזכיר החוק הנוכחי וכל מי שעוסקים במלאכה הזו, וכידוע בנק ישראל מאוד מעורב בעניין, מבינים את הפקת הלקחים שנדרשה בעקבות משבר 2008 ומכירים היטב את הרגולציות המעודכנות שנוצרו כחלק מהפקת הלקחים מהמשבר. אציין כי רכיב חשוב באיגוח בריא הוא עניין שימור הסיכון. כאן היו לבנק ישראל חילוקי דעות עם האוצר שדרש שימור סיכון של 5% ולעומת זאת, הנטיה של בנק ישראל היא לשימור סיכון של 10% באופן אנכי לכל התיק המאוגח.

בחלק הבא של ההרצאה שלי אדבר על השפעות האיגוח על שוק האשראי וזאת על סמך מחקרים אקדמיים (שקפים 6,7). כשמנסים לענות על שאלת השפעת האיגוח באמצעות מחקרים אמפיריים קיים קושי: בעיית הזיהוי. קשה להפריד באופן מובהק בין שינויים שחלו בהיקפי האשראי בעקבות האיגוח לשינויים באשראי בעקבות שינויים בצד ההיצע או בצד הביקוש שאינם קשורים לאיגוח. במחקרים שאציג להלן השתמשו בטכניקות שונות כדי לזהות באופן מזוכם את ההשפעה של האיגוח.

שקף 8 מזכיר את מאמרם של (Nadault and Weisbach, 2012). במאמר בוחנים את האפקט של איגוח על מחיר האשראי שמועמד לתאגידים. הם מוצאים שהמרווח על הלוואות שההסתברות שיאוגחו גבוהה יחסית כגון: הלוואות בלון, הלוואות עם דירוג B והלוואות שהחיתום שלהן נעשה על ידי הבנק המוביל - נמוך בעד 30 נ"ב מהלוואות שההסתברות שיאוגחו נמוכה יותר. כלומר, כשהגוף המאגח יודע שיש סיכוי גבוה שהלוואה תאוגח, הוא ככל הנראה יגבה על הלוואה זו ריבית נמוכה יותר.

האפשרות לאגח מסייעת גם בהקלה על הנזילות ששומר הגוף המאגח (שקף 9). ספק אשראי מחזיק נכסים נזילים (מזומנים ושווי מזומנים). כדי להגיב במהירות לזעזועים בלתי צפויים בפרט, כשמדובר בספק אשראי קטן שהיכולת שלו לגייס מזומנים בשוק במהירות, פחותה. שמירת המזומנים במאזן משתקפת בהיקף מצומצם יותר של אשראי שמועמד ולפיכך בעלות אשראי גבוהה יותר לספק האשראי.

שני מאמרים בולטים בעניין (שקף 10): (Loutskina, 2009) בנתה מדד לבחינת הקלות שבה בנק יכול לאגח את האשראי שהוא מעמיד. נמצא שבנקים קטנים המחזיקים תיק אשראי מהסוג

בשקף הבא (3) אנחנו רואים את האיגוח בארה"ב על פני זמן באחוזי תוצר. בולטת העליה בשיעור האיגוח ביחס לתוצר שמגיע לכ- 65% ב- 2007 ובהמשך את הירידה בעקבות המשבר של 2008 שכיזוע נולד בגלל איגוח לא אחראי של משכנתאות בארה"ב. איגוח משכנתאות בארה"ב מבוצע לסוכנויות ממשלתיות שהוקמו באופן ייעודי לנושא ולגורמים פרטיים. האשראי שמאוגח לסוכנויות הוא בדרך כלל עם סיכון נמוך מזה המאוגח לגורמים הפרטיים. בגרף מוצג השיעור מהתוצר של יתרת המשכנתאות המאוגחות בכל שנה הן אלו שאוגחו לסוכנויות והן אלו שאוגחו לגורמים פרטיים.

בשקף הבא (4) בצד שמאל אנו רואים שבארה"ב מאגחים סוגי אשראי רבים. פילוח של סוגי האשראי המאוגח מעלה כי מרביתו אשראי לתאגידים, אולם גם המשקל של הלוואות לרכישת כלי רכב והלוואות סטודנטים לא מבוטל. מימין אנו רואים את האיגוח בארה"ב של אשראי שאינו משכנתאות באחוזי תוצר על פני זמן, גם כאן רואים את ההשפעה השלילית של משבר של 2008. כלומר לא רק איגוח המשכנתאות נפגע בעקבות המשבר אלא גם איגוחי אשראי אחר. היקף האשראי המאוגח שאינו משכנתאות ירד משיא של כ- 14% תוצר רגע לפני המשבר לכ- 8% שנתיים לאחר מכן.

המצב באירופה בשקף הבא (5). פעילות האיגוח באירופה מצומצמת יותר מזו שבארה"ב. היתרה של המשכנתאות הגיעה לשיא של 11 אחוזי תוצר בשנת 2010 ומאז ניכרת מגמת ירידה והיא עומדת ב- 2020 על כ- 4 אחוזי תוצר בלבד (לא בשקף). בשקף רואים ירידה ניכרת ביתרות האיגוחים גם באשראי שאינו משכנתאות - היתרה שב- 2010 עמדה על קצת יותר מ- 5 אחוזי תוצר עומדת ב- 2020 על קצת יותר מ- 2 אחוזי תוצר. בתרשים השמאלי רואים שכמחצית מהיתרה בסוף 2020 נובעת מאיגוח של אשראי עסקי - הלוואות לעסקים קטנים ובינוניים ויתרות לקוחות, ורבע הלוואות לרכישת כלי רכב.

לסיכום החלק הזה, כמה מסרים בולטים מהשקפים הקודמים: איגוח מתקיים במדינות רבות בעולם כעניין שבשגרה; סוגי אשראי רבים ניתנים לאיגוח; המשבר הפיננסי של 2008 שהתפתח בגלל איגוח לא אחראי בארה"ב הוריד את האמון בכלי האיגוח.

מה המצב בישראל? הנסינות לקדם את הנושא החלו לפני למעלה מ- 15 שנים. כשהיינו קרובים לשם פרץ משבר 2008 והסנטימנט השלילי שהוא יצר כלפי האיגוח בלם את היוזמה הזו. בשנים האחרונות הנושא שב לסדר היום ובחודשים האחרונים גובש תזכיר חוק בעניין ואני מקווה שבקרוב הוא יפורסם להערות הציבור.

ספקי האשראי מפקחים פחות על קיומם של הקובנטים, רמת סיכון של הלווים עולה ושיעורי הדיפולט בהלוואות אלו גבוהים יותר. לאחר שראינו את היתרונות והחסרונות, נשאלת השאלה, מה עושים כדי לנטר ולנטרל עד כמה שניתן את החולשות והסיכונים שבאיגוד?

שקף 15. מהספרות עולה כי בהתקיים נסיבות מסוימות התמריץ של היזם לבצע חיתום באיכות נמוכה לאשראי מאוגח, פוחת:

- שימור הסיכון: היזם ממשיך להחזיק בחלק מהסיכון של התיק המאוגח (Begley et al, 2017; Demiroglu et al, 2012)
- לספק האשראי צורך לבסס מוניטין כלפי המשקיעים כמי שמבצע חיתום נאות (Albertazzi et al, 2009)

- האיגודים כוללים מספר יזמים - כל יזם נרתע מלהתבלט כמי שאיגח תיק עם דיפולט חריג (Keys et al, 2009)
- פרק זמן ארוך בין מועד יצירת ההלוואות לאיגוחן, Jiang et al, 2015; Elul, 2013)

- איגוד של אשראי מסוגים מסוימים - CLOs (Benmelech) LBOs (Shivdasani and Wang, 2012) או 2012

שקף 16. איך הרגולציה צריכה לפעול כדי להפחית את הסיכונים ולהפעיל את כלי האיגוח? רגולציה נרחבת נועדה למתן את ההשפעה השלילית האפשרית על התמריצים של שחקנים בעסקת איגוח. הרגולציות הבולטות מהשנים האחרונות בהקשר זה הן: פרק האיגוח בחקיקת DODD FRANK בארה"ב בשנת 2011 והרגולציה שפורסמה על ידי האיחוד האירופי בשנת 2017. בתמצית ניתן לסכם את הדרישות שיקטינו את הסיכון באיגוח: איסור על היזם לבצע LEMON PICKING (כלומר, איגוח סלקטיבי של הלוואות פחות טובות), חובת שימור סיכון על ידי השחקנים בעסקת איגוח, בדיקת נאותות סביב ביצוע העסקה, גילוי נרחב למשקיעים לאורך חיי העסקה, ביסוס העסקה כעסקת TRUE SALE.

לסיכום, איגוח הוא כלי שצריך לאמץ בישראל ויפה שעה אחת קודם. כמובן תחת מגבלות ורגולציה על מנת לוודא שהכלי הזה מופעל באופן בטוח. באמצעות האיגוח ספקי האשראי ינצלו את היתרון היחסי שלהם בחיתום והמוסדיים את היתרון היחסי שלהם בגיוס הון. בהתנהלות אחראית ובחיתום שקול של הלוואות יוכלו גם ספקי האשראי החוץ בנקאיים לאגח אשראי מסוגים שונים ובכך להתחבר למקורות אשראי אינסופיים עבורם. כך ספקי האשראי החוץ בנקאיים יוכלו להנגיש יותר אשראי לעסקים הקטנים והבינוניים ולהוות תחרות לבנקים בישראל.

שקל יותר לאגח מחזיקים פחות נכסים נזילים במאזנם והמשקל של תיק האשראי שלהם בסך המאזן עולה; (Loutskina 2011) ניצלה רגולציה לפיה נאסר על הסוכנויות הממשלתיות בארה"ב לרכוש משכנתאות מגודל מסוים - משכנתאות ג'מבו. היא הראתה שההיקף של משכנתאות הג'מבו שבנק העמיד הפך להיות מתואם עם רמת הנזילות שלו. לעומת זאת, ההיקף של המשכנתאות שהיה ניתן לאגח לא הושפע מרמת הנזילות של הבנק. כלומר, כנגד הלוואות שאינן ניתנות לאיגוח (ג'מבו) החזיקו הבנקים נזילות גבוהה שהיתה מתואמת עם היקף הלוואות הללו בהשוואה להלוואות שניתנות לאיגוח שם לא נמצא הקשר הזה.

דרישות ההון (שקף 11). ספקי האשראי נדרשים על ידי הרגולטור או מתומצצים על ידי השוק, לשמור רמה מינימאלית של יחס הלימות הון. לפיכך, ספק אשראי שיחס הלימות ההון שלו קרוב לרמה הרגולטורית/האופטימלית, מוגבל בהיקפי האשראי החדש שהוא יכול להעמיד. מכירת תיק האשראי מאפשרת לספק האשראי להתרחק ממגבלת ההון ולהעמיד אשראי חדש. וכך מנוצל היתרון היחסי שיש לספקי האשראי בחיתום אשראי.

מהצד השני, באיגוח יש סיכונים שאותם צריך לנטר ולנטרל (שקף 12). הנסיון ומחקרים אמפיריים מראים שספק אשראי שיכול למכור תיק הלוואות מבלי לשאת בהפסדי האשראי שינבעו ממנו, מתומרך להשקיע משאבים מוגבלים בבחינת רמת הסיכון של הלווה במועד חיתום ההלוואה. למשל, (Mian and Sufi 2009) מראים שהעליה בהלוואות הסאבפריים ובהיקפי החידלון של הלוואות הללו התרכזו בעיקר באיזורים בהם בוצעו איגוחים בהיקפים משמעותיים.

שקף 13. Keys et al 2010 מראים שספק אשראי שיכול למכור תיק הלוואות מבלי לשאת בהפסדי האשראי שינבעו ממנו, מתומרך להשקיע משאבים מוגבלים בבחינת רמת הסיכון של הלווה במועד חיתום ההלוואה. במאמר השוו בין איסוף המידע על הלווים בהלוואות קלות לאיגוח לעומת המידע הנאסף במקרה של הלוואות קשות לאיגוח. הם מצאו שהמידע הרך שנאסף במקרה הראשון היה פחות מאשר במקרה השני וזה בא לידי ביטוי גם בשיעורי חידלון גבוהים יותר בהלוואות הקלות לאיגוח. כלומר, כשספק האשראי יודע שהלוואה מיועדת לאיגוח הוא השקיע פחות באיסוף מידע על הלווה בהשוואה למקרה בו הסיכוי גדול יותר שההלוואה תשאר במאזן הבנק עד לפרעונה המלא.

שקף 14. Wang and Xia (2014) מוצאים כי הלוואות לעסקים שהסיכוי שיואגחו גבוה, מועמדות עם קובנטים פחות הדוקים,

האיגוד בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

במשקיעים מתוחכמים והותרת סיכון 5% - 10% - לשמר תמריץ לעסקה, חשובה אחידות.

יעקב יודקוביץ'

שוק האיגוד בישראל לא הצליח לקום, במקביל לזה שגם רגולציה לא הצליחה להשלים את דרכה בישראל כבר הרבה מאוד שנים. ב-2020 באנו ואמרנו לשוק שאנחנו מבחינתנו הרשות לניירות ערך- לא רואים בהכרח צורך להמתין לחקיקה כדי שאנחנו נאפשר את האיגוד, כשהכוונה לעסקאות איגוד תחת הרשות לניירות ערך (עסקאות איגוד לציבור). קבענו שברגע שהתנאים בעמדה מתקיימים אנחנו נאפשר תשקיפים של עסקאות כאלה. בגדול אלה עקרונות שמבוססים על הרגולציה האירופאית STS שזאת רגולציה שאומרת איזה מוצרי איגוד יכולים להתאים לציבור הרחב. אם אני חוזר לשתי הבעיות העיקריות שקיימות באיגוד אז הראשונה היא בנושא המשפטי (true sale) - בשוק יש חוות דעת משפטיות גם בלי שיש חוק ומן הסתם עורכי דין רואים את זה כמשהו שהוא פחות חזק מחוק מפורש, אך בכל זאת בשוק הפרטי יש חוות דעת שמספקות. אנחנו לא חשבנו שאנחנו צריכים חוק כדי לאפשר עסקאות איגוד לשוק הציבורי. גם לצרכי חשבונאות, יש בבורסה חברות שגורעות עסקאות איגוד מהמאזן בעת שגם מבחינת ה-IFRS יש את המבחן של העברת התיק. ולכן גם חשבונאית וגם מעשית אנחנו רואים שזה (true sale) קיים ולכן אפשרנו את זה. בנושא המס - יש כאלה שמצאו פתרונות. כלומר, בעיות המס שצינו (גם הפסדים אחורה) לא תמיד קיימות וזה תלוי בנסיבות העסקה. בפועל, האם היו עסקאות איגוד ציבוריות? לא. יש לכך כל מיני תאוריות שונות שמסבירות את הנושא. כחלק מצוות של כל הגורמים הרלוונטיים הובלנו את הנושא של תזכיר החוק. חוץ מבצד המיסוי, לא היו שינויים גדולים לעומת הנוסח הקודם. השלמנו תזכיר שהיה אמור לעלות, וברגע האחרון לא עלה כתוצאה מכך שעלתה ממשלה חדשה וזה לא התאפשר. השינוי היותר משמעותי שם שעשו הוא בהיבט המיסוי שכן הגענו למסקנה שהפתרון שהוצע קודם לא היה ישים. ולכן, יחד עם רשות המיסים גיבשנו פתרון חדש.

אביבה וייס

אני אדבר עכשיו על האיגוד. נתנו כאן הרבה רקע איכותי וחשבונאי לאיגוד. אני אציג כאן את נקודת המבט שלנו כרגולטור. תזכיר החוק כבר עשוי, ואני בכל זאת אדבר על השלבים האחרונים שהובילו אליו ואפרט את עמדתנו.

אז קודם כל הצורך בשוק: נזילות-נשפ"ם, בנקים בתקופות מסוימות, שכלול שוק המשכנתאות, שכלול שוק האשראי חוץ בנקאי וניצול יעיל של מקורות ההון.

חסמים: עסקאות איגוד אינן אסורות בישראל, החסם - חוסר ודאות משפטית ועלויות מס, כיום מבוסס החלטות פרטניות.

מוצגים השחקנים הפוטנציאליים והרגולציה הקיימת. בצד הביקוש מצד המשקיעים (מחזיקי האג"ח). יש לנו גופים מוסדיים, בנקים, סחיר, שפ"מים, משקיעים מחו"ל. בשקף מודגשים השחקנים הצפויים להיות משמעותיים יותר - מוסדיים, בנקים וסחיר. כולם מפוקחים בישראל כבר היום חוץ ממשקיעים מחול.

המפקחים הם רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון, הפיקוח על הבנקים, רשות ניירות ערך.

הרגולציה שכבר קיימת ונוגעת לאיגוד - השקעות (אנליזה, ממשל תאגידי), דרישות הון, פרסום תשקיף, גילוי ודיווח. עד כאן דיברנו על צד הביקוש.

ועכשיו, בצד ההיצע (יזמים ושרתים), - בנקים ושפ"מים כשחקני היצע עיקריים ובנוסף גופים מוסדיים, עיריות, פרויקט תשתית. רק עיריות ותשתיות הם לא מפוקחים, חלקם בהיצע צפוי להיות קטן והם צפויים למשוך משקיעים מתוחכמים.

המפקחים - רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון, הפיקוח על הבנקים. רגולציה קיימת - ממשל תאגידי, כשירות, דיווח.

אז בצד ההיצע רוב השוק מפוקח. אז בעצם התמונה שמתקבלת פה היא שיש בשוק הרבה שחקנים הכפופים לרגולציה מפורטת.

אז מה המסקנה מכל זה? קיים צורך בשוק באיגוד, וגם רוב השחקנים בשוק מפוקחים עם רגולציה קיימת שהיא רלוונטית לאיגוד. כדי לעודד את התפתחות השוק, יהיה נכון למקד את הרגולציה בצד הביקוש. יצירת סטנדרטים בשוק על ידי רגולציה על צד המשקיע- גופים מוסדיים, בנקים, סחיר. אין צורך ברגולציה נוספת על היזמים/ השרתים מעבר לזו הקיימת. יצירת הבחנה בין סחיר ולא סחיר- משקיעים מתוחכמים יכולים להוביל פיתוח שוק ואינם זקוקים להגנה צרכנית. אפשרות לעסקאות מורכבות- הכרה

הנאמנות לקנות את המוצרים האלה בלי דירוג. משקיע מתוחכם יחשוף את הציבור מצד אחד לנכס איכותי וחזקה על מנהלי קרנות הנאמנות שיש להם את היכולת לנתח את הסיכון גם ללא דירוג של חברות הדירוג.

נטלי ג'ייקובס

אני מסכימה עם מה שאבי אמר, אני שומעת את זה מהשוק ואני חושבת שגם דיברנו על זה בזמנו. הדרישה לשני מדרגים, בהינתן השוק הקטן שלנו, היא קשה אם לא חסם. החדשות הטובות מהזווית המשפטית והפרקטיקה, היא שאין בעיה היום עם מכר מלא. מתבצעות עסקאות עם בנקים וגופים מוסדיים, שבבסיסן חוות דעת של מכר מלא שנשענת על פסיקה מסודרת.

שלומי שוב

אז איפה הבעיה?

נטלי ג'ייקובס

בוא נעשה סדר, היא לא במגרש המשפטי של המכר המלא. יש מספיק משרדי עורכי דין בתל אביב לא רק משרד הרצוג פוקס נאמן, שנותנים חוות דעת משפטיות של מכר מלא. יש לנו פסיקה ודין במדינת ישראל שלא מחייבים חוק איגוח. גם בארצות הברית מתבצעות עסקאות איגוח ללא חוק, זו הנקודה הראשונה (לא חייבים חוק לאיגוח ומכירות חוב). הנקודה השנייה, היא שאיגוחים סינטיים הם עולם קצת שונה. גם בוועדה הבינמשרדית בנושא האיגוח בה השתתפתי ודיברתי על איגוחים סינטיים, הייתי בעד ואלו עסקאות חשובות מאד, אבל צריך לזכור, שאיגוח סינטי זה כמו עסקת ביטוח אין פה מכירה של הנכסים. הבנק בסך הכל קונה סוג של ביטוח באמצעות נגזר אשראי מהתאגיד המאגח.

שלומי שוב

אז צוואר הבקבוק הוא הפיקוח על הבנקים?

אמיר ברנע

נניח STD כזה יוצא ועכשיו נסחר בבורסה. מה אתם דורשים? קודם כל התזרים צריך להיות BACK TO BACK לשקל. אתם מציבים בעצם את התמונה המאוזנת של זה מבחינת חשיפה לריבית, אחרת איך אתה מעריך את הריבית? רווח והפסד אין לSTD הזה בדוחות רווח והפסד.

יעקב יודקוביץ'

לגבי הנושא של התזרים, בהקשר של המסמך שלנו, הכלל היה שבמכירה חייב להיות מצב שהתזרים הנכנס צריך להיות זהה לתזרים היוצא.

אבי שטרנשוס

אני חושב שיש שתי בעיות מרכזיות במתווה של הרשות. הדרישה של הרשות שעסקת איגוח ציבורי תהיה מדרגת ע"י שתי חברות הדירוג מקשה על המנפיקים ולכן כולם הולכים לשוק הלא סחיר. על מנת לפתח את השוק הזה מספיק לדעתי לפחות בהתחלה דירוג אחד.

נקודה שנייה, לא נתת מספיק הקלות למנפיקים במסמך שלכם, הן לא מועילות לחברות. וכמו שאזכר פה כבר, הריבית היום בשונה ממה שהייתה בשנים הקודמות, מייצרת את האפשרות סוף סוף לעשות עסקאות איגוח. כשהריבית הייתה נמוכה לא היה צורך בשוק הזה ועכשיו כן.

יעקב יודקוביץ'

גם באירופה זו הדרישה בקשר למוצרים שהם מורכבים - כלומר דירוג כפול. רציתי להזכיר עוד דבר, שהשוק הישראלי הוא ייחודי לנישיות הגבוהה שלו בעולם האגח. בעולם האגח הוא מיועד בעיקר למשקיעים יותר מתוחכמים. ולכן, אפשר לטעון שבישראל כל שוק האגח יותר פתוח לציבור הרחב.

לעד אושרי

אני מציע לשקול לעשות זה דיפרנציאציה בין הציבור הרחב לבין מנהלי השקעות של קרנות נאמנות ולפחות לאפשר לקרנות

האיגוח בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

נטלי ג'ייקובס

הבעיות הן המס והדירוג הכפול וגם הנושא של האיגוח הסינטטי שהוא עוד לא קונצנזוס בעיני הרגולטורים.

אוריין דגן

איגוח סינטטי בהגדרה של העברת סיכונים ל SPV הבנקים הישראליים מקיימים להערכתי בהיקפים של מעל 100 מיליארד ש"ח בשנה החל מ 2015. אין בעיה של הרגולטור.

ניר הלפרין

ברגע שיפתר עניין המס יהיה איגוח מחר בבוקר.

שלומי שוב

בואו נשמע כעת את נציגי הבנקים.

גלעד אושרי

הנושא של מכירת נכסים פרו ראטה ולא בצורה מרובדת, זה כמו שאוריין אמרה משהו שכבר קורה כיום. ההיצע בהחלט קיים מצד הבנקים, אחרת לא היינו עדים למכירת תיקי משכנתאות ע"י בנקים. קיימים מספר חסמים - כדי למכור לקרנות נאמנות חוב בכיר, פרו ראטה לצד הבנק, נדרש דירוג. השאלה למה מנהלי קרנות נאמנות שבוחנים מדי יום סיכונים באג"ח לא יכולים לבחון סיכון בתיק הומוגני של הלוואות שהועמדו ע"י הבנקים. מבדיקה ראשונית שנעשתה בקרב מנהלי קרנות הנאמנות, ניכר שיש ביקוש אמיתי לנכסי חוב כאלה. יש ביקוש בשוק לנכסי חוב ברמת סיכון נמוכה. בהקשר של רשות שוק ההון העובדה שתיקי הלוואות כאלה ייכנסו למחסנית של ה-5% של הלוואות לא מדורגות ובהינתן שהכוונה למכור חוב בכיר ובהתאם המרווחים של נכסים כאלה אינם גבוהים. ספק אם גופים מוסדיים שהמחסניות של ה-5% אצל רובם די מלאות לא יכניסו נכסים כאלה במרווחים נמוכים כשיש להם מצוקה של מקום. לכן מדובר בחסם אמיתי. בהקשר של מכירת סיכון סינטטי, כמו שאוריין אמרה בחו"ל זה עובד בהיקפים גדולים מאוד והנושא שצריך לפתור

נטלי ג'ייקובס

לא, כל הרגולטורים צריכים ליישר קו ולהסכים שזה אפשרי וניתן לעיכול בשוק הישראלי הנושא של איגוח סינטטי.

אמיר ברנע

אנא הסבירי: נניח עסקה סינטטית וקרה כשל בהחזר חובות, האם נרשם חוב של חברת ביטוח כלומר האם הדוח הכספי מתנהל כמו שהוא התנהל במקרה שיש תביעה לחברת ביטוח?

נטלי ג'ייקובס

הישות המאגחת שלנו מוכרת את הביטוח לבנק. היה ויש דיפולטים בתיק שנמצא אצל הבנק היא מחויבת לשלם לבנק. אירוע כזה מוגדר כאירוע אשראי. כאשר יש דיפולט כזה והתיק של הבנק בביצוע חסר, קמה לבנק הזכות לבוא ולדרוש את התשלום המעין ביטוחי הזה מהגוף המבטח שלו (שזו הישות המאגחת). הגוף המבטח יכול להיות חברת ביטוח, הוא יכול להיות SPV המומן בידי גופים מוסדיים, גופים מתוחכמים. אני מסכימה עם הגישה של הרשות, שבשלב הזה, לא בטוח שאיגוח סינטטי הוא מוצר שמתאים להנפקה לציבור, כאשר טרם בוצעו עסקאות איגוח מסורתיות בהנפקות ציבוריות.

שלומי שוב

אז איפה הבעיה לא הבנת?

ניר הלפרין

נטלי הציגה בפני ועדת האיגוח את אותם דברים לפני שנים. גם אז הייתה חוות דעת לגבי בנק שביקש לאגח משכנתאות. אותו בנק אף פרסם טיוטת תשקיף, ולמיטב ידיעתי הייתה חוות דעת בעניין ה-True sale. 2008 כמדומני הם רצו לאגח מיליארד וחצי באמצעות תשקיף, והבעיה היחידה שהייתה אז ועודנה היום זה המיסוי.

האיגוד בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

זה לאמץ את הרגלוציה הזאת בישראל.

שלומי שוב

לא כל כך מבין מה הוא אומר אבל בגדול פנייה לנציג חברת דירוג אם הוא רוצה להשמיע את קולו.

מוטי ציטרין

דברים שעשינו ואנחנו עושים בתקופה הזאת. אנחנו רואים יותר ויותר חברות שבאות אלינו לדרג תיקים, בפרט במגזר החוץ בנקאי. כיוון שדובר פה על איכות החיתום והתמריץ השלילי לעשות Servicing, כמו שהגוף המאגח היה עושה אילו התיק היה יושב לו על המאזן, אני רוצה להדגיש שאנחנו במידורג בוחנים במגוון רחב של היבטים את התיק הכללי של אותה חברה או בנק, על מנת לאמוד מאפיינים מרכזיים, דוגמת שיעור כשל או שיעור שיקום צפויים, ובאותו אופן גם של התיק המאגח. אנו בוחנים ברמת ההלוואה, מסתכלים על נהלי חיתום, מדיניות ניהול סיכונים, ועוד, מסתכלים על הכל. לאחר מכן יש מקצה שיפורים במהלך הדרך, כתלות באיכות החומרים שהתקבלו.

בהיבט המשפטי, אנחנו מבקשים לקבל חוות דעת משפטית בנוגע ל-TRUE SALE, בכדי לוודא שיש בידוד מלא של הסיכונים מחברת המקור, שיוזמת ועושה את החיתום של העסקאות. מבחינת מיסוי, כמובן שיש פה חסם מרכזי שדובר קודם לכן, של מיסוי העסקה. גם בהיבט הזה אנו מבקשים חוות דעת של ר"ח/יועץ מס. אנחנו רואים בעסקאות שאנחנו כן מדרגים שיש פרה רולינג שכל עסקה לגופה מקבלת ממס הכנסה, וזה הורג את העסקאות פשוט וגם את השוק, עוד לפני שנוצר.

תומר גם זו לטובה

בראיתנו ובמה שפורסם וירד, אנחנו, יחד עם שאר הרגולטורים, ניסינו לתת פתרון לבעיה הטכנית שהוצגה לנו אשר נשען בחלקו על דוח 2015. במבנה עסקת איגוח שהוצג לנו, נוצרת בעיה טכנית לאור תשלומי הריבית הכרוכים בביצוע העסקה אשר עשויים ליצור בתאגיד הייעודי הכנסות בשנים הראשונות של תקופת האיגוח והוצאות או הפסדים בשנים מאוחרות יותר. לאור כך, נדרשנו לבחון אם ניתן להתיר מנגנון שיעניק פיתרון לבעיה הטכנית של הפרשי העיתוי. כמו שניתן לראות באותו תזכיר שעלה לרגע וירד מסיבות כאלה ואחרות (תזכיר דואלי, אחד בעולם המס ואחד בעולם האחר - משרד המשפטים), ניתן פתרון בעולם הפטור - לפיו ה-SPC יהיה זכאי לפטור לאורך התקופה בכפוף לתנאים שייקבעו בחוק, אולם תעשה התחשבות בסוף תקופת האיגוח וככל שיווצר רווח מצטבר בתאגיד הייעודי בסוף תקופת האיגוח אז יחול מיסוי על הרווח כאמור.

מהבחינה שלנו חשוב לציין כמה דברים. דובר כאן רבות על איגוח סינטטי, איגוח משכנתאות, של בנקים בעיקר, אבל צריך לזכור שבשוק מתנהלים עוד שחקנים, בדגש על מימון חוץ בנקאי. אנחנו היום נמצאים בתקופה של ריבית עולה, אינפלציה, האטה כלכלית, האשראי הבנקאי התייקר, והשוק שלנו מושתת ברובו על אשראי בנקאי. אנחנו צריכים לראות שאנחנו מאפשרים את הדברים האלה גם לאשראי החוץ בנקאי, לחברות חוץ בנקאיות ובכלל, את כל נושא האיגוח.

בהיבט של דירוג כפול שצינו כאן לפני, אני רק רוצה לסבר את האוזן מבחינת מספרים, בסוף 2022, היו כ-280 חברות עם אגח ציבורי בחוץ, מתוכן כ-200 מדורגות, מתוכן סדר גודל של 40 חברות בלבד היו עם דירוג כפול (כ-14%), רובן הן חברות ממשלתיות, בנקים, חברות ביטוח וכן הלאה. אז אנחנו מדברים פה על השחקנים הגדולים בעיקר, בעוד שבעבור השחקנים הקטנים זה בבחינת להיות או לא להיות.

עוד נקודה, דיברנו כאן גם על שיעור שימור הסיכון, יש הבדל מאוד משמעותי אם אנחנו מדברים על שיעור שימור סיכון אנכי או נחות. אם לצורך הדוגמה, ניקח אגח מרובד של 95% שכבה בכירה ו-5% שכבה נמוכה, בהינתן שהיו לנו 5 אחוזי הפסד בעסקה, במצב עולם של שיעור שימור סיכון אנכי זה הפסד של רבע אחוז לגוף המאגח, מנגד, במצב עולם של שיעור שימור סיכון נחות, הגוף המאגח הפסיד את כל ה-5%. יש פה פער מאוד משמעותי בהסתכלות - איך אנחנו לוקחים את זה.

בנוסף, חשוב לי לציין שאנחנו במידורג מושתתים על המתודולוגיות של Moody's, על המודלים של Moody's ועל הידע הצבור של Moody's. בהיבט זה, אנחנו מדרגים את כל סוגי האיגוחים, לא רק איגוחי משכנתאות (RMBS), גם SME's, הלוואות צרכניות, הלוואות לרכישת כלי רכב CMBS, (Auto Loans וכו'). אלה

האיגוח בישראל בישורת האחרונה: אתגרים
והשלכות

רגע היינו חלק בלתי נפרד מהפרוייקט הזה. התנאי שלנו היה שבעסקת האיגוח, ה-SPV שמשרת את עסקת האיגוח הינו גוף נייטרלי, שכל מטרתו לשרת את עסקת האיגוח לא למטרת רווח. כל עוד זו המטרה, ההבנה היתה שצריך לייצר מתווה בלי יותר מידי תנאים לפיו אוצר המדינה לא נפגע ועסקת האיגוח יכולה להתקיים. אני חושב שהגישה של פטור ל-SPV כפי שהציעה הוועדה הוא הנכון. במתווה כזה היזם משלם מס ומחזיקי האגח משלמים מס. כל מס מעבר לזה יהיה מס בעודף בעסקת האיגוח וחבל. אני חייב להוסיף בדקנו את המיסוי בעולם על מנת להבין עד הסוף איך המיסוי במדינות הרלוונטיות. למדנו את המיסוי במדינות האלו והתאמנו אותו למיסוי בישראל. אף הכנו תזכיר חוק בהתאם ופרסמנו אותו כנספח לדוח הוועדה. זה לא היה "על הדרך", זו הייתה עבודת מטה סדורה עם ייעוץ משפטי ולכן אני מציע לרשות המיסים לעבור עוד פעם על מסקנות הוועדה והתזכיר שצורף לדוח, בטרם פרסום מחדש של התזכיר הנוכחי ששונה מחלק ממסקנות הוועדה. חשוב להבין שבזמנו רק המיסים היה החסם. נתתי לדוגמה את הבנק, אבל היו עוד חוות דעת של SALE TRUE וזה עוד היה ב-2008 ורק נושא המיסים המתין לפיתרון. אני בטוח שתנוח דעתכם שאפשר להגיע למתווה מס ברוח הדברים שאמרתי.

נטלי ג'ייקובס

יש עוד נושא אחד חשוב. הנושא הוא שבמדינת ישראל איגוחים תמיד נעשו באמצעות SPC שהוקמו על ידי היזמים עצמם. הגוף המאגח היה תמיד בשרשור של בעלות של היזם, עם מנגנוני פיקוח של נאמן באמצעות מניות זהב, וכל מיני קונסטרוקציות שנתנו פתרונות להפרדה בין היזם לגוף המאגח. בעולם המבנה של עסקאות איגוח שונה, ונעשה שימוש ביישות ייעודית שאינה קשורה ליזם. השימוש הוא ב"יישות יתומה" שמניויתיה מוחזקות על ידי נאמן, ויש נאמן בטוחות ותשלומים שדואג לאינטרסים של מחזיקי אגרות החוב. בסופו של האיגוח בודקים אם נשאר סכום כסף נומינאלי לא משמעותי והוא יחולק לנהנה של הנאמנות. זה יוצר ניתוק הרבה יותר נכון מהיזם עצמו, מה Balance sheet שלו, והנכסים מוחזקים על ידי ישות שהיא נקייה ופועלת אך ורק לטובת מחזיקי האג"ח ובעצם מפוקחת על ידי נאמן. זה המבנה הנכון. בארץ בגלל שמאז דוח האיגוח עבר חוק שירותים פיננסים מסודרים, יהיה צורך לתקן את חוק הפיקוח, ולהסדיר את הנושא

שלומי שוב

נניח שהחוק עוד לא עבר - אתם יכולים לתת פרה רולינג?

תומר גם זו לטובה

לא, למיטב זכרוני, לאורך השנים היו פניות עוד מתקופתו של ניר הלפרין.

אמיר ברנע

אני מבין את הבעיה של הכנסה שמקדימה הוצאה. האם הפתרון הוא לאפשר הפרשה מוכרת כהוצאה ואז ההתחשבות תהיה בסוף?

תומר גם זו לטובה

אז אני שם את כל העולם של כללי ניכוי הוצאות בנפרד מהתזכיר כי פקודת מס הכנסה היא ברורה לעניין ניכוי הוצאות. לשאלתך שלומי, למיטב ידיעתי, בעולם של החלטות מיסוי, עוד מתקופתו של ניר שישב על הכיסא שאני יושב עליו היום לא ניתנו החלטות מיסוי בעולם הזה.

שלומי שוב

אז אולי באמת זה הדבר היחיד שעוצר.

ניר הלפרין

ברוח התקופה אני אגיד שהתזכיר הוא בהחלט מתווה להדברות. הדבר השני שחשוב להגיד הוא שאנחנו הגענו לוועדה "טאבולה ראסה". מודה שבאותה תקופה לא מצאנו בן אדם אחד ברשות המיסים שרצה או שהיה לו רצון כלשהו לפתור את הבעיה הזו של האיגוח, על אף דוחות צוותים שונים בנושא. ההבנה של המכשיר והתרומה שלו לשוק ההון ולמשק לקחה זמן, אבל מאותה נקודה שהבנו שאנחנו צריכים להיות חלק מהתהליך הזה בשביל לייצר נטרליות מס בלי שהמדינה נפגעת ולו בשקל מהעסקה הזו, מאותו

האיגוד בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

אוריין דגן

אתם תראו פריחה מתי שאתם תבינו שהבנקים רוצים להעביר סיכון (כלומר למכור הרצועות הנחותות). הבנקים ישאירו אצלם אם במקור או אם באמצעות רכישה חוזרת, את הרצועה (שכבת הסיכון) הבכירה והם ימכרו את השכבה הנחותה. אז אם אתם רוצים לעשות שוק איגוד בישראל בהבנה שמה שיימכר החוצה על ידי הבנק זה שכבת הסיכון הנחותה. אז יהיה איגוד. אבל את זה צריך להבין. כי אם על פי רשות ניירות ערך לא ניתן להנפיק את הרצועות הנחותות, כאשר אלו הן הרצועות שהבנק מעוניין למכור, לא יתכן מפגש בין קונה מרצון למוכר מרצון ולא יתפתח בארץ שוק איגוד משמעותי.

יעקב יודקוביץ'

זה נכון שבעולם בד"כ הבנקים מחזיקים בשכבה הבכירה והמוסדיים במזנין ומשקיעים מתוחכמים בשכבה הנחותה. לפי העמדה שלנו לציבור תונפק רק השכבה הבכירה. זה כמובן לא אומר שהשכבה הבכירה תוחזק כולה על ידי הציבור.

סני זלכה

הדרישה לשני דירוגים היא לא באמת מציאותית. מדרוג כאן והם חלוצים בעניין, מעלות עדיין לא מוכנים לדרג. לאחר שהפנו אותנו ללונדון, שוחחנו עם לונדון מספר פעמים אבל עדיין אין מתודולוגיה. אנחנו מאמינים באשראי שאנחנו נותנים ואנחנו רוצים לעשות את כל מה שצריך על מנת שהשוק הזה יתפתח גם במחיר שזה יעלה לנו יותר בהתחלה. יחד עם זאת, לקבוע רף כזה שהוא לא נחוץ יותר מזאת בלתי אפשרי זה מעקר מתוכן את כל מה שעושים כאן מסביב על מנת שיצא איגוד.

בסוף היום לא ניתן לעשות איגוד עם שני מדרגים.

גלעד אושרי

יש מקום לכל סוגי העסקאות ולמצוא פתרונות לסוגי הנכסים השונים הקיימים. לצד הדרישה לתשואות גבוהות שמשלמות שכבות חוב נחותות, יש ביקוש בשוק גם לשכבת החוב הבכירה. עובדה שהבנקים מוכרים תיקי משכנתאות בהיקפים משמעותיים

הזה של SVC שלא יצטרך רישיון למתן אשראי משום שהוא קופסא ריקה ואין בו כלום, בהתקיים שלושה תנאים: מתן האשראי מפוקח והוא נעשה על ידי נתן אשראי מורשה כמו בנק, מוסדי או גוף בעל רישיון מורחב למתן אשראי; השירות של החוב נעשה גם הוא על ידי גוף הנתון לפיקוח מתאים (בנק, מוסדי או בעל רישיון מורחב למתן אשראי), ונאמן הפועל לטובת מחזיקי אגרות החוב. בהתקיים שלושת התנאים הללו, הגוף המאגח, שהוא SPC, צריך להיות פטור מרישוי, וזו החולייה החסרה.

אהוד מוריה

היה לנו שיח בנושא הזה, יש גישה אמריקאית ויש גישה אירופאית. זה לא שזה נקי משיקולים - יש יתרונות וחסרונות בכל עמדה. יש היום פטור מרישיון שמתייחס לתאגיד שמשמש לצורך גיוס כספים מאת משקיעים שנשלט על ידי בעל רישיון. לכן יש לזה כבר היום מענה בנושא, יכול להיות שאת אומרת שעדיף שבכלל לא תהיה דרישת בעלות. אני לא בטוח שזהו בהכרח הצעד הנכון, לנתק מדרישת בעלות כלשהי אבל אנחנו בהחלט שוקלים בחיוב המרת דרישת השליטה לבעלות נמוכה יותר.

נטלי גייקובס

ישנה הסדרה כאשר בעל המניות הוא בעל רישיון, אבל אם אתה חושב נניח על בנק שרוצה לאגח, ולהקים לצורך כך תאגיד שאינו חברת בת, אין הסדרה מתאימה. אנחנו מדברים על מצב בו אנחנו לא מודאגים מבחינת קיום תכליות החוק, כי החיתום ומתן האשראי נעשה בסטנדרט הבנקאי. השירות של החוב גם. כמובן שיהיה פיקוח של נאמן לטובת מחזיקי האג"ח. במקרה כזה התאגיד המאגח הוא "קופסה" אליה הבנק מעביר את הנכסים. אין צורך או סיבה לפיקוח רגולטורי על הקופסה עצמה כשכל תכליות החוק מקיימות ונתונות לפיקוח המתאים. היום אין לזה מענה בפטור מסודר, אבל אני שמחה לשמוע שזה בתהליכים.

שלומי שוב

אוריין במידה וזה יקרה אנחנו נראה פה פריחה?

האיגוח בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

נדרש איגוח? מסתדרים, במערכות היחסים של הבנקים, הלקוחות הגופים המוסדיים אפילו חוץ בנקאיים, מסתדרים. טעיתי בהערכה שלפחות יש עניין במכשיר הזה, יש עניין בקיום שלו בין אם הוא סחיר ובין אם לא. הסחירות שאני עדיין לא מבין אותה עד הסוף. אבל אני מניח שמכשיר סחיר שיש לו אופק חיים כמו תיק אגרות חוב שלא מתחדש.

ניר הלפרין

יש איגוח מתגלגל.

אמיר ברנע

סה"כ אני אומר שהבנתי שהבעיה של המיסוי עדיין קיימת ולא נפתרת והבעיה האמיתית זה הבעיה בעיתוי. האפשרות לנכות הפסדים מהאשראי כי לא שילמת מס.

יניב פגוט

פיתוח שוק האיגוח הסחיר הוא מטרה ראויה אשר מייחלת לו, אולם חובה לעשות זאת נכון אחרת ההבטחה תוחמץ. הדרישות העולות פה ביחס לדירוג חוב כפול והגבלת הגישה של הריטייל תפגע משמעותית בפוטנציאל השוק.

לשם השוואה שוק הקוקו הסחיר מנהל נכון להיום 20 מיליארדי שקלים. בשל המגבלה על הריטייל לרכוש קוקו רק במכפלות של 50 אלף עג. הציבור אינו משקיע ישירות במוצר. המגבלה הזו גם מקשה על הבורסה לשלב חוב זה במדדים והתוצאה היא העדר סחירות בחוב זה שרובו מדורג בקבוצת AA. העדר הסחירות פוגע גם בתמחור החוב האמור ובשערוך תיקי ההשקעות ולפיכך טיפול זהה בחוב מאונח עלול להביא לתוצאה דומה ולהגביל באופן מהותי את צמיחת השוק החדש.

פעם אחר פעם אנו רואים טיפול רגולטורי מבוזר ולא מסונכרן אשר מבצע אופטימום מקומי בגזרה הרגולטורית שלו ופוגע במטרה של פיתוח שוק, סחירות ונזילות.

מזה שנים. אם יש היצע ויש ביקוש, נכון שיהיה מכשיר פיננסי לצורך הזה. זה לא סותר את הצורך שאוריין התייחסה אליו, של רגולציה שתאפשר למכור את שכבת החוב הנחותה. צריך גם וגם.

איתמר אמיר

דובר הרבה על הקשיים באיגוח, אבל כשלב ביניים עד שיתאפשר איגוח של חוב סחיר לציבור, אפשר לחשוב על בניית תשתית למכירות חוב שכבר נעשות בין בנקים לבין גופים מוסדיים בעסקאות בילטרליות. הדוגמא הראשונה שאני חושב עליה היא מכירת תיקי משכנתאות: אפשרות לגופים מוסדיים לסחור בעסקאות האלו, נניח ברצף מוסדי, יטיב הן עם המוכרים לבנקים (הפחתת פרמיית אי סחירות) והן עם הרוכשים למוסדיים (יתרונות הסחירות).

שלומי שוב

ממה שאני מבין מכם הבנקים, עם כל הכבוד עכשיו עם הטיעון על חוק האיגוח זה לא משהו שהולך לשנות לכם את מה שקורה היום. הדבר החשוב מבחינתכם זה שהפיקוח על הבנקים למעשה יאמץ את ההוראה החדשה הזאת.

גלעד אושרי

הדין לא מיותר, זה נדרש כי כיום העסקאות האלה מבוצעות אחד על אחד ותהליך סגירת העסקה הוא ארוך ואם יש כלי שמאפשר לעשות את זה, גם סחיר וגם בצורה מהירה יותר, כי פעם אחת בונים תשתית ואחר כך עובדים מול השוק על תשתית קיימת, אז יש פה ערך אמיתי לכל הצדדים. לכן הדין לחלוטין לא מיותר.

אוריין דגן

אתה רוצה כלי נזיל, היום אתה בעיצומו של משבר עולמי על נזילות בנקים. זה מאוד מאוד חשוב במובן כזה או אחר שיהיה נזיל.

אמיר ברנע

אני מופתע מהעניין שמעורר נושא האיגוח. חשבתי מי יבוא? מדוע

יאירה פרנקל

הכוונה היא שתזכיר החוק יצא בשבועות הקרובים

דני ויטאן

גם ברמה החשבונאית אין בעיה ב-US GAAP או ב-IFRS. דיברו הרבה על המס. בקשר למס הבעיה אינה רק הפסדי האשראי אלא הפרשי העיתוי של הכנסות הריבית לעומת הוצאות הריבית במצבים שבהם יש מספר טראנז'ים שהופך את בעיית המיסוי הגדולה יותר, לא הפסדי האשראי.

שלומי שוב

אני מסכים איתך. אני לפחות מתעודד שהפעם הבעיה היא לא חשבונאית.

שירה אייאש

הפתרון שהוצע הוא רק לאותה בעיה טכנית שהוצגה לנו - של חוסר ההתאמה שנוצר בין הרווחים בתקופה הראשונה להפסדים בתקופה לאחר מכן והכל בכפוף לתנאים שייקבעו בחוק אבל בסוף התקופה יהיה מיסוי של הרווח המצטבר בסוף התקופה.

עמית איינהורן

1. מיסוי הרווחים של ה-SPV ברוב הגאוגרפיות שאני מודע להם, הן על מחזיק שכבת ההון של ה-SPV, למעט במידה ויש חקיקה בנושא שהייתה היא מיועדת לאיגוד.

2. האם נעשה איגוד סינטטי בישראל בעבר? והאם קיימת מסגרת משפטית לנושא? המכשיר הזה הוא איננו בשימוש רב בחו"ל, וזאת מסיבה שהמשקיעים רוצים להפריד את סיכון האשראי מהיזם. צריכה להיות תשתית משפטית מאוד חזקה כדי שלמשקיעים תהיה וודאות בנושא (בנימה זאת אגיד ששווקים יותר בטוחים כגון שווצריה הפרו תנאים משפטיים בנוגע למכשירים פיננסיים, עם מחיקת ה-AT1 דבר שמטיל ספק ביכולת המכשיר המסובך הזה לסייע בפיתוח השוק במיוחד בנוגע לבנקים). אסייג ואגיד ייתכן שהמכשיר

הינו יעיל מבחינה ביטוחית אבל לא מבחינת מכשיר השקעה. 3. לדבריו של פרופ' אמיר ברנע: אג"ח של בנק איננו אג"ח של SPV, שכן אופן אינהרנטי סיכון של הבנק נובע ממספר רב של סיכונים (שהיריעה קצרה מלהכיל כאן) ואילו סיכון האשראי של ה-SPV נובע מהמאפיינים הבאים: א. סיכוני תפעול של שרת החוב

ב. סיכוני צדדים (קשורים) ספק חשבון הבנק של SPV, וסיכון SWAP במידה ויש אי התאמה של ריבית או FX)

ג. סיכוני אשראי (סיכון האשראי של הנכסים המאוגחים) ד. סיכונים משפטיים (כלומר האם ה-SPV הוא ה-SPV bankruptcy remote מהיזם, והאם הנכסים מבודדים ממצב פוטנציאלי של אי חדלות פרעון של המוכר)

ה. סיכוני תזרים המזומנים - כל המאפיינים הנ"ל מתכנסים לניתוח מפל התשלומים ונבדקת האפשרות תחת מספר רב של תרחישים האם קיים אירוע שלא יהיה מספיק לשלם את כל מפל התשלומים של SPV מכיוון שהמשקיעים מחזיקים באג"ח מגובה נכסים, הקדימות שלהם בסדר הנושים הינו ראשון, לעומת אג"ח בנק שבנחיתות לפקדונות.

4. מבחינה מימונית הגישה לסיכון האשראי לתיק מאוגח מצריך גישה החיתומית שונה שהינה אקטוארית בניגוד לסיכון אשראי של תאגיד (לכן במידה ויש תיק אשראי המונה עשרות אלפי הלוואות החיתום הוא מהותי שונה לעומת חיתום של תאגיד או יישות חשבונאית אחרת).

5. באיגוד, במידה והבנק המוכר הינו שרת החוב, הוא זכאי לדמי שירות החוב בנוסף להיותו מחזיק בשכבת ה-risk retention. על כן יש לו אינטרס להמשיך ולשרת את החוב.

6. בנוגע לסלקציה של הנכסים: ישנו רשימת מאפיינים מוגדרת מראש אשר מקטינה את האפשרות לכלול נכסים רעילים לתיק המאוגח (eligibility criteria).

7. בנוגע לדיווח, ראשית, שרת החוב servicer (לא המוכר/יזם) מחויב לדווח ברמה חודשית על ביצועי התיק הנכסים המאוגח (כלומר שיעור דיפולט, שיעור ריקוברי, שיעור פיגורים, נזילות הזמינה ל-SPV וכו'...) שנית בעת מכירת הנכסים מבקר עורך בדיקה הנקראת AUP שבדוק שאכן ה-wraps and warranties של המוכר אכן קיימים ואין בעיה עם הדיווח של היזם על הנכסים הנמכרים ל-SPV.

8. בנוגע לדירוג גבוהה יותר של המוכר - הדבר הינו מקובל, אפשרי

האיגוח בישראל בישורת האחרונה: אתגרים והשלכות

מכיוון שלא נכחתי בדיון אני מניח ש התמלול אינו מדויק. אני מניח שגברת דגן התכוונה כאן לאיגוח סנטטי ולא לאיגוח מסורתי, שכן לפי הדוגמאות שחלקתי עמכם כאן, ניתן לראות שהיזם הצליח להשיג AAA על האגח המגובה בנכסים המאוגחים גם בדירוג גלובלי ומקומי.

17. לדעתי המקצועית, יש כיום את היכולת המשפטית והביצועית עם החקיקה הקיימת לבצע עסקת איגוח ולהשיג דירוג בינלאומי גבוהה משמעותית מ-דירוג המנפיק. דוגמא לכך היא ביטוח ישיר הצליחה לבצע 2 עסקאות איגוח ציבוריות ועוד מספר של עסקאות פרטיות עם שכבות חוב. האגח המדורג רצ"ב <https://www.maalot.co.il/Publications/4583/FARDir20220804171120.pdf> 18. חיוב עסקאות ציבוריות להיות מדורגות בשתי חברות היו דרישה שאיננה עולה בקנה אחד עם רגולציה בחו"ל (לבטח בתחום ABS/RMBS).

19. בחו"ל משקיע לא כשיר אינו יכול להשקיע במכשיר שכזה. לדעתי האישי, אם למוסדיים לרגולטור אין עדיין הבנה עמוקה של מכשיר זה, הראייה המקצועית שלי היא שלא צריך לתת למשק בית להשקיע.

20. האם למנהלי קרנות יש יכולת חיתומית על המכשיר הנ"ל, מבלי להסתייע בסוכנות דירוג? האם הם כיום משקיעות במכשירים כאלה בחו"ל?

21. בנושא הבעלות על ה-SPV, כל עוד יש פרטיקה מקובלת ומוגדרת בשוק, הדבר לא מהווה חסם לעסקאות איגוח (ישנן מספר אפשרויות- כולן אפשריות) כל עוד ישנו מענה להרחקת ה-SPV ומצב חדלות הפרעון של היזם וקבלת ההחלטות של SPV. הינה מצומצמת לאחזקת הנכסים המעניקים את תזרים המזומנים. 22. יכולות להיות מספר רב של שכבות חוב, אין הכרח שהיזם ירצה לשמור רק את הנחותות או את הבכירות. איגוח יכול לספק מגוון רחב של ספקטרום של אשראי.

רצ"ב סוג עסקה שכזה עם מספר שכבות רב: https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/research/11390908.pdf

23. יש מתדלוגיה ל-S&P והיא יושמה על השוק הישראלי בתחום ה-ABS שכן RMBS תלוי הבנת המדרג את השוק הישראלי ועל כן לא קיימת עדיין האפשרות לדרג RMBS בישראל. האם מידרוג יכולים לדרג עסקאות איגוח של משכנתאות?

24. האם ניתנה הדעת על כך שהמסמכים הינם בעברית והדבר

ונעשה באופן שוטף במגוון רחב של שווקים (שווקים מתעוררים ושווקים מתפתחים) - אשמח לשתף עימכם מספר רב (בנוסף לאלה המצוינים כאן) של דוחות דירוג בו המוכר הינו מדורג בדירוג מסוים, אך התיק המאוגח מדורג בדירוג גבוהה משמעותי. אינני רואה סיבה שבישראל חברות לא תגענה לדירוג AAA גלובלי בהינתן מתודולוגיית דירוג רלוונטית זמינה (moody's or S&P). ישראל מדורגת AA- ועל כן אין מניעה מבחינת דירוג המדינה לני"ע להיות מדורגים ברמה הנ"ל.

9. פרופ' אקשטיין צודק-איגוח סייע רבות לבנקים מרכזיים לתת נזילות בשווקים (דוגמא האיחוד האירופאי) ע"י ריפוי, ואף לנקות אשראי רעיל מהמערכת הבנקאית (יוון, ואיטליה).

10. אנו רואים מספר רב של מכשירי covered bonds אשראי מגובים בנכסים מרשויות מקומיות במדינות אירופה כגון איטליה ספרד גרמניה דנמרק.

11. לדבריה של אורין דגן: לבנקים יש אינטרס לגוון את אמצעי המימון שלהם (שכן יש ריכוז לאג"ח קונצרני ופקודונות) איגוח יגביר את איתנות המימון של הבנקים לטווח קצר עד בינוני (10-2 שנים)

12. הטענה על כיווץ תיק האשראי איננה מדויקת, שכן הבנק מחליף אשראי להלוואות צרכניות (כ"א, משכנתאות, הלוואות רכב וכו') לחשיפה של אחזקת נייר ערך המדורג - הבנק יכול לאגח לעצמו ולעשות אופטימיזציה של הלימות הון - דבר שאנו ראינו במהלך המגפה ב2020. למה שיהיה הפסד חשבונאי? מכירת הנכסים האלה נעשה בפארי, ריבית לא משפיעה על הכרה בהפסד או רווח.

13. בנוגע לגישה הסטנדרטית וגם לגישה מתקדמת- נשאלת השאלה, שאף אחד מהמשתתפים לא ענה: האם לרגולטור, לבנקים ולחתימים יש את הכלים לעשות חיתום שכזה? הנחת המוצא שלי היא שהידע הינו דל בשוק הישראלי - האם הדבר נכון?

14. בנוגע לאיגוח סנטטי-אני לא מודע שבנקים עושים את זה ואני בפרקטיס של איגוח ו-structured finance לא ראיתי שום דירוג של חברת דירוג אשראי שפורסם לאחרונה- אשמח אם יתאפשר לחלוק עימי דוח שכזה (אני לא ראיתי באירופה).

15. כל הבנקים המובילים היום באירופה וארה"ב מאגחים איגוח לא סינטטי כלומר איגוח מסורתי וכל סוגי הנכסים- סיטי JPM, ברקליס, דויטשה, commerzbank, סנטנדר, אינטסה והרשימה ארוכה.

16. רצ"ב תוכנית איגוח של BMW (אפילו לא יישות בנקאית) שהשיגה דירוג של AAA. רצ"ב: https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/research/12075054.pdf

לא יאפשר למשקיעי חול להשקיע בשוק הישראלי? האם יש כוונה
כזאת?

שלומי שוב

לסיום, אפשר לראות מהדיון הזה כמה הנושא באמת חשוב ורלוונטי. עם זאת אני חייב לומר שאני מרגיש שיש כאן בעיה יותר מהותית ממה חשבתי בהתחלה. כך למשל ממה ששמענו אין חסם משפטי והרי לכאורה אין גם חסם מיסויי בעסקאות סינטיטיות, שהן הרוב המכריע של העסקאות שנעשות כיום בעולם על ידי בנקים. לגבי החסם הטכני של דרוג בעסקאות מרובדות אז אמרנו שזה יכול להיפתר דרך אימוץ ההוראות החדשות של באזל על ידי הפיקוח על הבנקים. אבל אם הגוף היוזם מעוניין למכור רק את הרצועות הנחותות אך לרוכשים בהנפקה ציבורית בישראל מותר לרכוש רק את הרצועה הבכירה, אזי לא יהיה מפגש בין קונה מרצון למוכר מרצון ואנחנו ב"קבוצה ריקה"... כלומר, לפי מצב הדברים הזה עסקאות האיגוד של הבנקים הישראליים ימשיכו כנראה להתבצע רק בחו"ל.

המסקנה שלי היא שהרגולציה חייבת לדבר בינה לבין עצמה ולהיות מתואמת וגם במקביל להבין שלא צריך לפתור את הבעיות של 2007 כשאנחנו כבר ב 2023. אני מקווה שבאמת החקיקה הזאת תגיע באמת במהרה ואז יהיה מעניין לראות את השינוי בשוק הריאלי. תודה רבה לכולם.



פורום שווי הוגן | FVF FAIR VALUE FORUM

כשלים בניהול סיכונים
בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או
מערכתית ומהן ההשלכות על
הסקטור הפיננסי בישראל?

תאריך המפגש: 1 במאי 2023

נושא המפגש: "כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם: האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: ירין לוי, רותם שבע, נדב אילוז, דניאל רומנו, פלג זבנוביץ', גיא יעקובי

שלומי שוב

מאלו שעל הגופים הבנקאיים. כבר ראינו בשנה האחרונה נפילה של חברות אשראי חוץ בנקאי בישראל ולצד יתכן שעוד נראה. יש כאן קונספט שונה רגולטורים שונים וגם חשוב ששנים את זה על השולחן היום. דווקא SVB שהתרכז באשראי לסקטור אחד - היה טק וקיבל הקלות רגולטוריות משמעותיות יכול להמחיש את החשש הזה. קיים כאן חשש מכשל רוחבי לאור הריביות הגבוהות ומתן האשראי שנעשה ללא חיתום בנקאי מסורתי עמוק ושמרני. ובכלל בקרנות שמעמידות אשראי ומבטיחות למשקיעים שלהם נזילות, יש כיום בעיה משמעותית כי אין מתאם בין ההבטחה לנזילות למשקיעים לבין הנכסים של הקרן שמורכבים מאשראי לזמן ארוך. אנו רואים עכשיו גם את בעיית הנזילות של הקרנות של פאגאיה למשל בעקבות עליית הריבית (למרות שהם לדעתי לא תחת החוק הישראלי). וממה שאני מבין גם בטריא שכן נמצאת תחת הדין הישראלי ולא מאפשרת (לפי מה ששמעתי לפחות) פדיונות מידיים. אם אני מתמקד בנושא עליית הריבית שזה הדבר המשמעותי שהתרחש בראייה של הבנקים, אז קודם כל חשוב לשים דגש על החשבונאות עליה מבוססות דרישות הלימות ההון של הבנקים - שעושה הבחנה חדה בין השקעה באג"ח שמוחזקת לפדיון לבין אג"ח זמינות למכירה וראינו את זה חזק מאד בקריסה של SVB

בוקר טוב, אנחנו עוסקים הבוקר בהשלכות של הנפילות שהתרחשו בבנקים בעולם לאחרונה על הסקטור הבנקאי בישראל ובכלל על הסקטור הפיננסי בישראל. גם אם אין כאן השלכות ישירות או דימיון, זאת הזדמנות טובה מבחינתו לבחון את הנושא הזה של ניהול סיכונים שהוא בד"כ בימים רגילים פחות "סקסי" וזה חשוב להתנהלות של הסקטור הפיננסי בעתיד. שני הסיכונים המרכזיים שאנחנו מדברים עליהם היום הם סיכון הריבית וסיכון הנזילות והקשר ביניהם. יש קשר בין השניים כפי שראינו במקרים האחרונים בעולם בהם נוצר לחץ נזילות שהוביל לקריסה בעקבות עליית הריבית. ברור שאף בנק, גם בישראל לא יעמוד בפני "ראן און דה בנק" (או מה שאנחנו רואים היום בארה"ב) פדיונות של פיקדונות לא מובטחים) וכאן עולה שאלת הגיבוי של בנק ישראל, שלפחות לפי ניסיון העבר היא חיובית ועוד מעט נדבר על זה. במקביל קיימת כיום עליה משמעותית בסיכון האשראי ובהקשר זה חשוב לדעתי להתייחס גם לגופי האשראי החוץ בנקאיים שהדרישות הרגולטוריות עליהן נמוכות משמעותית, בלשון המעטה,

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

יומי. זאת זהירות חשבונאית. כלומר, גם אם נוצר רווח משחיקה של חשבונות העו"ש שמוחזקים במומצע על פני מספר שנים - הרי שלא יכול להיות שהשווי ההוגן שלהם יהיה נמוך יותר מערכם בספרים מטעמי שמרנות. אנחנו מכירים את זה גם ממקומות אחרים - כמו שחיקת פיקדונות של דיירים בבית דוור מוגן וכו'. חשוב להבין שווי הוגן בדוחות צריך לעמוד בכללים החשבונאיים של שווי הוגן ולא משנה אם זה רק בביאורים.

זה נראה על פניו שחישוב השווי ההוגן מבוסס על מודלים התנהגותיים שונים בין הבנקים לחישוב השווי ההוגן בגין אלמנט הריבית. וזה לדעתי בעייתי מאד. גם שהרגולציה של סיכון הריבית שנקבעת באופן אחיד לבנקים לא יכולה להיות אפקטיבית במקרה כזה וזה צריך להדאג. זה לא רק נאותות הדוחות הכספיים למשקיעים אלא גם האפקטיביות של הרגולציה. אגב, כמה שאני מבין בבאזל יש כלל לפיו במצב של זעזוע בריבית שמביא לירידה בשווי הכלכלי של הבנק ב- 15% (בישראל זה לדעתי 20%) צריך לדווח לרגולטור, אבל מה האפקטיביות של ההוראה הזאת לאור חוסר האחידות? אני חושב שרואי החשבון של הבנקים וגם הפיקוח חייבים לפעול מידית בנושא הזה.

ניתן גם לראות את הבעיה בתרגיל ובדקנו בשלושת הבנקים הגדולים מה היה הרווח החשבונאי הכולל שלהם אם כל הנכסים והתחייבויות הפיננסיים שנמדדים היום לפי עלות מופחתת היו נמדדים לפי שווי הוגן ב- 2022 והתוצאות היו שהרווח הכולל של בנק הפועלים היה נמוך לחלוטין ואפילו הופך להפסד. וזה נובע מהעובדה מוזרה שבעוד הבנקים הגדולים האחרים מדווחים על כך שהשווי ההוגן של הפיקדונות נמוך משמעותית מהערך בספרים הרי שבנק הפועלים מדווח כי השווי ההוגן דומה.

אני בטוח שגם אמיר ידבר על המתח שבין ביאור הפרופורמה התוצאתי שהבנקים נותנים - לפיו לעליית הריבית השפעה חיובית על התוצאות לאור חוסר הסימטריה בריבית המשולמת לפיקדונות (בעיקר לעו"ש) לעומת העובדה שעליית הריבית פוגעת ברמה המאזנית בשווי ההוגן של הנכסים נטו. כלומר, תמונת ההשפעה של שווי מניות הבנק היא מורכבת יותר. בהקשר זה, אתם יודעים מה יקרה לבנקים אם תהיה ריבית של אחוז על העו"ש? זהו הסיכון הכי גדול שאני רואה וזה תלוי בפוליטיקאים. בואו ניקח למשל את בנק הפועלים שיש לו משהו כמו 150 מיליארד שקל פיקדונות לפי דרישה שלא נושאים ריבית - כלומר עו"ש, מספיק שהוא ישלם אחוז אחד ריבית זה 1.5 מיליארד שקל, בניכוי מס זה מוחק רבע מהרווח

וגם במקרה הנוכחי של פירסט ריפאבליק בנק יש מרכיב של מוחזק לפידיון אל מול בריחה של פקדונות לא מובטחים. צריך תמיד לזכור שגם התיק הבנקאי עצמו מטופל לפי עלות מופחתת שהרי הוא בהגדרה מוחזק לפידיון, אבל עדיין ההשקעות בנוסטרו בבנקים הם למעשה הפלאג-נמבר שאמור לתת את הגמישות הניהולית. בראיה כלכלית עליית הריבית פוגעת בשווי של האשראי שנותן הבנק וזה לא בהכרח מתקזז מול צד הפיקדונות ותכף נדבר על זה.

הנושא של המיון בין זמין למכירה למוחזק לפידיון הוא נושא רגיש בבנקים ולא רק בראיית הנזילות, אלא שלחשבונאות יש כאן השלכות עצומות על התוצאות. בעוד השקעה באג"ח לפידיון מופיעה לפי עלות מופחתת ולא מושפעת מהשינויים בריבית, הזמין למכירה נמדד בשווי הוגן (גם אם השינויים הולכים לרווח כולל אחר מחוץ לרווח הנקי). ראינו שהרווח הכולל של הבנקים ב- 2022 היה נמוך יותר מהרווח הנקי בגלל ההפסדים הגדולים באגח הזמין למכירה (שקוזזו בחלק מהבנקים בעקבות הירידה בהתחייבויות ארוכות הטווח לעובדים לאור עליית שיעור ההיוון שלהן). יש אקסיומה בענף הבנקאות לא רק בארץ אלא גם בעולם שתשואה להון בבנקים מחשבים עם הרווח הנקי וחשוב להבין שהכל סביב זה. עכשיו תראו מה יקרה לתשואה להון במקרה של הזמין למכירה, הרי הירידה בשווי מקטינה את ההון ולכן יוצרת עיוות בכך שתגדיל בתקופה הבאה את התשואה להון כי המכנה יותר נמוך. כלומר, לא רק שהמונה לא ירד בעקבות ההפסד אלא דווקא המכנה מה שמוביל להגדלת התשואה!!!

המשבר העולמי הנוכחי מלמד אותנו כמה חשוב סיכון הריבית ולכן אני רוצה ברשותכם להתעכב על נושא ביאור השווי ההוגן של הבנקים והתחושה שלי שהוא בעייתי. הבנקים לא מספיק מפרטים את ההנחות שימשו אותם לחישוב ויש לי חשש שיש פערים בהשוואה בין הבנקים. במיוחד רואים את זה בשווי ההוגן של ההתחייבויות וכאן ניתן לראות הבדלים משמעותיים בין הבנקים הגדולים. כעקרון לא הגיוני לי ששווי הפיקדונות יהיה נמוך משמעותית מהערך בספרים. הפיקדונות המיידיים הם בהיקפים עצומים בבנקים. הרי סביר להניח שכלל שלא מושלמת ריבית בכלל הרי שלא ניתן לחייב את המפקיד להשאיר את הפיקדון ולהפך יש היגיון מבחינתו לשנות את מצב הדברים הזה. כלומר, גם אם מבחינה כלכלית הבנק מרוויח מכך משמעותית, הרי שזה לא נמצא בשליטתו.

אגב, מבחינה חשבונאית, שווי הוגן של התחייבויות לא יכול להיות נמוך מהערך שלה לפידיון מדי - במיוחד כשמדובר בעו"ש ובפיקדון

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

דוחות הבנקים אבל תמונת השווי הכולל של המניות היא מורכבת יותר. בחברות הביטוח גם ראינו בדוחות 2020 השפעה מאד חיובית של עליית הריבית על היוון ההתחייבויות כנגד הפגיעה בנכסים אבל זה כנראה כבר די מוצה לאור החשבונאות המוזרה הנוכחית בביטוח - ועוד יכול להתהפך. מה שכן לגבי הסולבנסי שמסתכל רק כלכלית ו-IFRS 17 שדומה לו ההשפעה של עליית הריבית באופן כללי היא חיובית - זה כמובן ככל שהמוצרים של חברת הביטוח משקפים יותר השקעות עם פער זמנים בין הפרמיה לתשלומים.

גם שאלת ביטוח הפיקדונות תעלה כאן היום. כלומר, מדוע אין ביטוח פיקדונות בישראל? זאת שאלה מעניינת לדעתי במיוחד בישראל שבה הבנקים גם כך גדולים מכדי ליפול (ומוגנים מעשית) ואין כאן עדיין לצערי תחרות אמיתית מול בנקים בינוניים וקטנים. גם ראינו שבארה"ב ההגנה על כספי הלקוחות חרבה מביטוחי הפיקדונות וניתנה באופן כולל בגלל הצורך בשמירת האמון במערכת הבנקאית - מה שלדעתי לפחות מלמד על חוסר אפקטיביות של הכלי הזה של ביטוח פיקדונות ועל כך שאין באמת פתרונות כוללים ופשוטים והרגולציה צריכה לעשות את העבודה שלה.

בהקשר זה מתחדדת גם שאלת מחיקת ה-COCO בקרדיט סוויס אשר היא אמנם צעד בכיוון הזה אבל מצד שני מעלה קביעה לא טרייאלי של מחיקת הקוקו לפני המניות בהחלטת הרגולטור. אגב, קרדיט סוויס פרסם לפני שבוע וחצי הודעה לעיתונות לגבי הדוחות לרבעון הראשון של 2023 ורשם רווח של 15 מיליארד פרנק שוויצרי ממחיקת הקוקו. אגב הוא הציג רווח ענק בעקבות כך.

השאלה אם כן, מבחינת כל מי שמשקיע עכשיו בקוקו בנקים בישראל, האם לא צריך איזשהיא הצהרה של בנק ישראל עם אמירה ברורה למשקיעים לפיה הוא לא ימחק לפני המניות במקרה של ירידת יחס ההון הראשוני מתחת לרף המינימאלי או במקרה של הרעה משמעותית במצב הנזילות, גם אם שווי המניות יורד משמעותית בשוק? אגב, בטבלה של הקדימויות שהבנקים מפרסמים המניות ימחקו ראשונות. זאת סוגיה רגישה ומניח שקשה היום בכלל בעולם להנפיק קוקו. אני מבין שגם הפניקס רוסמת לראשונה אגח קוקו למסחר.

צריך לשים לב שהאתגר של רגולציה פיננסית הוא תמיד למצוא את האיזון בין היציבות לבין התחרות, על רקע הדומיננטיות הרבה של בנק ישראל, כאשר ממה שאנחנו רואים הרבה פעמים הרגולטורים האחרים לוקחים צעד אחורה גם שזה תחת אחריותם. ובכלל יש כאן אתגר כלל מערכתי וגם משרד המשפטים חייב להיות מעורב

הנקי. שלא לדבר על יותר מאחוז. תחשבו איזה אי ודאות גדולה יש מצד המשקיעים בבנקים היום, כי כרגע האזרח הקטן לא יודע לעמוד על זכויותיו ואם תבוא הכנסת להגן עליו זה ישנה את כל התמונה.

אי אפשר להתעלם גם מהגידול בסיכון האשראי שזו השלכה עקיפה של עליית הריבית. חייב להגיד שציפיתי שהבנקים יגדלו משמעותית יותר את ה-CECL בדוחות 2022 (גם אם יש בנקים שעשו יותר ויש שפחות) הרי הוא צופה פני העתיד והעתיד לא נראה הכי טוב ואנחנו רואים את זה כל יום בכך שעוד ועוד עסקים נקלעים לקשיים. אין מה לעשות הבנקים חייבים לעדכן את המודלים שלהם למצב המאקרו החדש והשינוי בשווקים גם אם סיטואציה של ריבית גבוהה היא לא בטוח הזיכרון שלנו. זה בדיוק ה-CECL - להסתכל קדימה ולא אחורה. לדעתי נראה גידול משמעותי של הפרשות בדוחות הרבעון הראשון - והרגולטורים גם של הבנקים וגם של החוץ בנקאי והגופים המוסדיים צריכים לשים על כך דגש.

בהקשר הזה, המודל החשבונאי של ה-IFRS שנקרא ECL להבדיל לוקח את הפרשה להפסדי אשראי חזויים רק לשנה הקרובה, אלא אם יש הידרדרות בסיכון האשראי של החייב. ואני חייב לומר לכם שאני מאד מודאג מיישום המודל של ה-ECL בקרב הגופים החוץ בנקאיים בישראל היום - לא לכולם יש את כל היכולות ואת כל המודלים הרלבנטיים, וזה צריך להימצא כרגע לפתחה של רשות ניירות ערך, במיוחד לאור העלייה בריבית. בואו נגיד ככה: לפני שמתחילים עם רגולציה על נזילות והתנהלות בואו נוודא קודם שהחשבונאות הבסיסית בכלל עובדת נכון. זה שהפרשה להפסדי האשראי מגיעה פתאום בבת אחת כשמאוחר מדי, כפי שהתחלנו לראות לאחרונה בחלק מהגופים האלה, זה סימן לדעתי לבעיה ביישום המודל ובדיווחים של אותן חברות.

אגב, השוני בין המודלים החשבונאיים של ה-USGAAP וה-IFRS הולך בקרוב להתחדד לנו מול העיניים בסט אחד של דוחות כספיים בעקבות הרכישות של חברות כרטיסי האשראי שמיישמות את כללי הפיקוח על ידי חברות הביטוח שמיישמות IFRS. זה מצב מאד מוזר של פער רגולטורי עצום: הלוואה שתיתן חברת האם תרשום הפרשה נמוכה יותר מזה שתיתן חברת כרטיסי האשראי - ממש ארביטרז' רגולטורי בתוך קבוצה עסקית אחת, שהוא רק בבואה לשונות הרגולטורית בקיימת כיום בישראל לגבי מוצרים דומים שלצערי ומיטב ידיעתי עדיין לא טופל.

חשוב להדגיש כי לעליית הריבית עצמה יש השפעה חיובית על

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

שהרווח הכולל שלו היה 5 מיליארד הרי לאחר ההפסד שנוצר
בנכסים לפדיון הרווח של בנק הפועלים 2022 הוא הפסד של חצי
מיליארד. כלומר ירידת הערך של הנכסים לפדיון היא בסדר גודל
של 5.5 מיליארד ש"ח. תיקון ענק שנובע מעליית הריבית. על מה זה
אומר לגבי שווי הבנק נדבר עוד מעט... ההפתעה הגדולה היא בנק
לאומי. הרווח אחרי התיקון הזה עלה מ-7.3 ל-7.9 כלומר הנכסים
לפדיון לא רק שלא הפחיתו את הרווח, אלא הוסיפו לרווח. תעלומה
איך זה יכול להיות שהרי אפיון תיק האשראי בדרך כלל דומה בין
הבנקים הגדולים. איך יתכן כזה פער? בבנק מזרחי אגב, ירד מ-4.4
ל-3.2 מיליארד, וגם פה הייתה קצת הפתעה. כי הציפיות היו שבבנק
מזרחי תהיה ירידה יותר משמעותית עקב המשכנתאות שניתנו
בריבית קבועה ובעצם מהוונות עכשיו בריבית יותר גבוהה. זו שאלה
אחת שאתייחס אליה כשנדבר על אלמנטים של הערכת שווי. אבל
השאלה השנייה היא איך יכול להיות כזה הבדל בין בנק לאומי לבנק
הפועלים באותה מערכת פיקוח שמפקחת על שניהם? יש תשובה
אחת שהיא כלכלית: בנק לאומי אחראי פנסיוניות לקבוצת עובדים
ותיקה וכמובן שכאשר הריבית עולה החבות הפנסיוניות יורדת. זה
מסביר חלק מההבדל. החלק העיקרי בהפרש נובע מהתייחסות
דיווחית שונה לפקדונות עו"ש של הציבור.

לצערי אין גילוי נאות והמידע בדוחות הוא קלוש. אבל נראה שבנק
הפועלים מתייחס לחשבונות עו"ש בחשבונות עם מח"מ אפס לכן
אין קיזוז של העלאת הריבית מצד ההתחייבויות. לעומת זאת בנק
לאומי כנראה אומד להם מח"מ של בן שנה לשנתיים. מדובר פה על
סכומים גדולים מאוד. למשל העו"ש בפועלים 200 מיליארד כמעט
ולאומו 135 מיליארד מזרחי 88 מיליארד, רק העו"ש. לא ברור מה
הטיפול בפועל, מהי ריבית ההיוון ומה נעשה לגבי הפיקדונות. אבל
שימו לב בבנק לאומי חשבונות העו"ש תרמו מהותית לרווח. מספיק
שמינחים מח"מ של שנה או שנה וחצי הרי בריבית היוון של 4%
אפילו אחרי מס, מספיק העו"ש לתרום 10 מיליארד שקל תוספת
לרווח. אי האחידות בין הבנקים משבשת לגמרי את התמונה וכל
הדיווח הזה של שווי הוגן בהשוואה בין הבנקים יוצא משובש.
בנושא משמעות הנתונים להערכות שווי יש כמובן לקחת בחשבון
שינוי בשווי נכסים הוא חד פעמי והוא כלול יחד עם רווח תפעולי
שיש לו את האלמנט של מכפיל רווח כלומר הוא פרמננטי. ברווח
הכולל שהוא הרלבנטי יש אלמנט חזק לשינוי שווי נכסים שהוא חד
פעמי.

השאלה היא מה נכון מבחינת הערכת שווי? על איזה נתון רווח

כאן - צריך חקיקה שתסדיר את הפעילות של הגופים הפיננסיים,
לרבות למשל, יצירת תשתית משפטית לעסקאות ריפו שזה כלי
חשוב לגיוס נזילות עבור בנקים וגופים מוסדיים.
נמצאים כאן, מלבד נציגי הבנקים ויתר הסקטור הפיננסי, גם נציגי
הפיקוח על הבנקים והרגולטורים הפיננסיים האחרים - רשות שוק
ההון ורשות נייע וגם נציגים של משרד המשפטים ומשרד האוצר.
לכל אחד יש כאן תפקיד קריטי בימים אלה. חשוב שנצל את הדיון
גם להסתכלות כוללת של הרגולטורים. אני מאד חושש מכך שיש
שונות אדירה ברמת הפיקוח והרגולציה על גופים פיננסיים גדולים
וקטנים - אסור לשכוח את הגופים החוץ בנקאיים שלכאורה נמצאים
מתחת לרדאר הרגולציה. תראו מה שקרה בארה"ב ותסכלו על
הגופים החוץ בנקאיים בישראל. קחו בחשבון שההשפעה המשקית
הרב מערכתית של עליית הריבית לא מחכה למינוי הרגולטורים
החדשים.

אמיר ברנע

ככוונתי לסקור את השלכות הרקע שהציג שלומי על נתוני 3
הבנקים הגדולים: פועלים, לאומי ומזרחי. הבנקים מדווחים על 4
נתוני רווח, הרווח הראשון הוא הרווח החשבונאי. בנק הפועלים 6
וחצי מיליארד בנק לאומי 7.7 מיליארד ובנק מזרחי 4.6 מיליארד,
זה הרווח החשבונאי. האם הרווח החשבונאי כולל גם שינויים בשווי
נכסים? התשובה היא כן ונכללים ברווח שינויים בשווי תיק מסחרי.
זאת אומרת הרווח החשבונאי איננו רווח נקי תפעולי אלא הוא
כולל גם שינויים בשווי נכסים נדבר על זה עוד מעט. הרווח השני
הוא רווח כולל שהוא הרווח החשבונאי בניכוי (במקרה זה הפסדים
שנבעו מעליית הריבית) על נכסים שמסווגים כמיועדים למכירה או
זמינים למכירה. בבנק הפועלים הרווח יורד מ-6.5 ל-5.1, בנק לאומי
הוא יורד מ-7.7 ל-7.3 ובנק במזרחי יורד מ-4.6 ל-4.4. הרווח השלישי
שאינו מדווח כרווח אך הוא נמדד על פי השינויים בהון העצמי לפני
חלוקת דיבידנד. זהו הרווח הכולל בניכוי הפרשה עתידית לסיכוני
אשראי (CECL). הפרשה זו נכללה בהפחתה מההון של 2021.
כלומר ההפרשה מופיעה כולה בדוחות במאזן פתיחה של 2022
אבל אם נמדוד את הרווח של 2022 על פי הפרש בהון העצמי לפני
דיבידנד אז CECL לא נלקח בחשבון. הרווח הרביעי הוא הרווח
שלוקח בחשבון את שינוי השווי של נכסים שסווגו לפדיון שהעיקרי
ביניהם הוא תיק האשראי. פה התוצאה מפתיעה מאד. בנק הפועלים

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

על פי הנתונים בדוחות שני שלישי הם משקיעים מוסדיים ותאגידים בסכומים גדולים שלגביהם מצופה שינוי מהיר ורק כשליש הוא בבעלות הציבור הרחב בסכומים קטנים.

קשה לבנות מודל שיאמוד את השפעת הריבית על הפקדונות במיוחד כשנתוני העבר לפחות הקרוב, אינם רלבנטיים כי חלו בתקופות של ריבית אפסית. מה קורה לשווי הבנק כשהריבית עולה בחדות תוך זמן קצר. מה הצד הנכסי מצפים להפסדי שווי. מצד ההכנסות לתוספת הכנסה גם מתיק הנכסים הקיים ככל שהנכסים נושאים ריבית משתנה. בהכנסות התוצאה היא רגישות גבוהה לעליה בריבית. בנק הפועלים מניח 900 מיליון תוספת, בנק לאומי חצי מיליארד. אני מניח שמדובר על התיק הקיים לגבי מרכיב הריבית המשתנה ועל אשראי חדש. מצד שני על הנכסים יש כאמור תוצאה סותרת בין לאומי לשאר הבנקים.

לסיכום השנה שעברה שנת 2022 מאופיינת על ידי גורם חיצוני אחד שהוא שינוי חד בריבית. ההשפעה של הריבית על הבנקים היא מורכבת ומשפיעה דיפרנציאלית על הנכסים וההכנסות. עשיתי עבודה אימפירית קצרה לראות איך השוק מגיב לשינויים בריבית (השפעה עולמית), נעזרתי בקולגה שלי יעקב עמיהוד שאסף נתונים מהשוק האמריקאי. התוצאה היא מקדם חיובי. כלומר שווי מניות הבנקים בניכוי השפעת השוק עולה עם עליית הריבית כפי שמצופה. מכאן שעליית הריבית מעלה את שווי הבנק. למדתי מתוך הניתוח של הבנקים הישראלים שהקשר בין הריבית לשווי ויציבות הבנקים הוא מורכב מכפי שנראה במבט ראשון, זאת בשל ההשפעות שדיברנו עליהן.

ריקי אליאס

אני אומרת אחרי דברי הרקע והפתיחה המאוד מעניינת גם של שלומי וגם של אמיר - בשבילי זו פעם ראשונה שאני נמצאת פה בפורום שווי הוגן אני מבינה שהפסדתי 14 שנים של פורומים כאלה. אין לי ספק שהולך להיות דיון מרתק. אני אגיד רק כמה מילים עלי, אני סגנית המפקח, ובחצי שנה האחרונה משמשת מנהלת אגף הערכה מוסדית בפיקוח על הבנקים שהתפקיד שלו זה להעריך את המוסד הבנקאי, להעריך את פרופיל הסיכון שלו, להעריך את התפתחות הסיכונים בתוך הבנק, להעריך עד כמה הוא מצטיינת להוראות רגולציה האם הוא מתנהל בצורה תקינה או לא מתנהל בצורה תקינה.

להסתכל? עכשיו כל הנושא הזה האם מעריך שווי בודק את זה מהצד הנכסי וה IFRS כאילו מוליך אותנו לכיוון הצד המאזני הנכסי על חשבון הרלוונטיות של רווח והפסד, או שמעריך שווי ידגיש יותר את הצד התפעולי השוטף וצפי רווח תפעולי שמשפיע על השווי דרך מכפיל רווח ראוי. השאלה הזאת חשובה במיוחד השנה בה חלה תקופה של שינוי ריבית משמעותיים שמשפיעים על השווי הנכסי. שער הריבית השתנה תוך חצי שנה מאפס ל- 4-5% גם בארץ וגם בחוץ לארץ. ונוצרו הפסדים מאזניים ופער גדול בין הרווח התפעולי והרווח הכולל.

כאמור ההבדל הקריטי בין בנק הפועלים לבנק לאומי בהצגה של הנכסים לפדיון, נובע מהתייחסות לפדיון פיקדונות עו"ש. האם העו"ש הוא פיקדון רב שנתי ולכן הערך הנוכחי שלו נמוך יותר כשהריבית עולה או שהוא פקדון למשיכה מיידית עם מח"מ אפס. קראתי מאמר אקדמי מקיף שמדבר על נושא הזה ומתייחס לחשבונות עו"ש שהם מיוחדים למערכת הבנקאית. מה שמאמר מציג הוא כשהריבית עולה אי אפשר להניח שלא יהיה שינוי בהיקף העו"ש. היקף העו"ש שהיה בריבית אפס אינו בר השוואה להיקף העו"ש שהיה שהריבית 5%. כלומר עליית הריבית מצמצמת מהותית את מח"מ העו"ש כי בעלי פקדונות עו"ש יעברו לנכסים נושאי ריבית. מוסכם שלא לגיטימי לקחת את העו"ש הקיים עם מח"מ גבוה בלי לשקלל בתוכו את ההתכווצות העתידית כשהריבית עולה. על כל השאלות האלה אין אף מילה בדוחות הכספיים. אין מושג מה ריבית ההיוון שנלקחה לאיזה תקופה חושב העו"ש, מה השיקולים שהיו, איזה מודל, מה הוצג לבנק ישראל מבחינת הקשר בין שיעור הריבית ובין הצמצום בהיקף העו"ש. הנושא של העו"ש הוא האלמנט המרכזי שמשפיע והאינפורמציה לא קיימת. חבל כי במקומות אחרים בנק ישראל דאג לאינפורמציה מלאה, לגילוי מלא ושקיפות ודווקא בהקשר של שווי הוגן הוא לא דאג. אולי הסיבה היא תקופה ארוכה של ריבית נמוכה שלא זזה שהפכה את העניין הזה לפחות רלוונטי בדוחות כספיים קודמים.

הערות נוספות לגבי הפקדונות: הדוחות כוללים חלוקה של פיקדונות למשל כמה מתוך העו"ש הוא בבעלות הציבור הרחב, כמה משקיעים מוסדיים וכמה תאגידיים. הטענה היא שמשקיע מוסדי או תאגידי זז בקלות להשקעות חילופיות בעוד שמשקיע קטן הוא יותר שמרן ומשאיר את חשבון העו"ש. רואים זאת בשני מקומות: גם בחלוקה בין משקיעים פרטיים מוסדיים ותאגידיים וגם בגודל החשבונות כמה עד מיליון שקל וכמה מעל 10 מיליון ש"ח.

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

איך הם לוקחים את הסיכונים לשאול את השאלות אפילו הדוגמה הזאת שבנק משלש את עצמו. איזה קסמים יש לבנק הזה? שנזכיר תקופת הקורונה ענף הטכנולוגיה שלא נפגע בתקופה הזאת, זה מצדיק שהבנק יגדל אבל האם זה מצדיק שילוש (פי 3)? איזה סיכונים הבנק לוקח על עצמו בזה שהוא צומח כל כך הרבה האם כל אמצעי הבקרה גדלים באותה מידה ומבינים לאיפה הבנק הולך? האם הדירקטורים שאלו את השאלות הנכונות, ויותר מזה איפה היה הפיקוח על הבנקים? רק במאמר מוסגר נאמר, שהפיקוח על הבנקים בארצות הברית הוא פיקוח דיפרנציאלי מבוסס סיכון.

יש כמה רמות של פיקוח- יש את הפיקוח הכי משמעותי והכי גבוה שהוא ל-(GSIB-globally systemic important banks) שהוא לשמונת הבנקים הגדולים ביותר בעלי סיכון סיסטמי הפיקוח מאוד הדוק. יש את הפיקוח לבנקים שהם מ-100 מיליארד דולר וצפונה. יש את הפיקוח מעשרה מיליארד ל-100 מיליארד, ויש את הפיקוח מתחת לעשרה מיליארד. כמובן ככל שאתה גדול יותר אתה מורכב יותר הפעילות שלך היא מתוחכמת יותר ולכן הפיקוח עליך הוא גבוה יותר. כש-SVB עבר מ-71 מיליארד למעל 100 מיליארד עד ל-211 מיליארד דולר, הפיקוח על הבנקים שם היה במידה מסוימת שאנן. לא ציפו ממנו אפילו לפתח מודלים של נזילות. כל כך פשוט- דרישה להחזיק נזילות כדי לעמוד בהתחייבויות. הם לא אמרו לו עכשיו ומיד אתה צריך לעמוד בנזילות. - יש היום דרישות נזילות של באזל שנדרשות בארצות הברית רק לגבי הבנקים הגדולים מאוד כדוגמת הדרישה ליחסי (LCR-liquidity coverage ratio) שזה להחזיק נכסים נזילים כנגד תזרים יוצא צפוי נטו, יחס אלמנטרי שבנק שמנהל סיכונים צריך להחזיק אותו- לצערינו דרישה זו לא מושתת בארה"ב על בנקים כדוגמת SVB..

בנקים, בבסיסם, הם מנהלים סיכונים- הם לוקחים על עצמם סיכונים, זה מקור הרווח שלהם! הם יודעים לנהל סיכונים אבל כדי לנהל סיכון אתה צריך לזהות אותו, לנטר אותו, לדעת שאתה יודע לנהל אותו, ואיך לטפל בסיכון הזה. כנ"ל לגבי סיכונים ריבית מה קרה שם?- מיד נשלים את הסיפור של SVB, אולי רק עוד מילה אחת מקדימה- בישראל למשל לא יכולה להיות סטואציה שבנק כולו יהיה בענף מסוים. אנחנו המדינה היחידה בעולם שקבעה הסדרה פיקוחית ספציפית שאומרת אתה לא יכול להיות בענף מסוים כי הענף הזה כמו שהוא צומח הוא יכול ליפול, ויש מגבלה של ריכוזיות ענפית. מקסימום שאתה יכול עד 20% מתיק האשראי שלך יכול להיות בענף מסוים. אז רק אני אומרת ככה במאמר מוסגר, הפיקוח

זה הוגן שמפקח על הבנק ונמצא בקשר ישיר ושוטף עם הבנק. חצי שנה לפני כן שימשתי במשך 5 שנים כמנהלת אגף מדיניות והסדרה- זה אגף שבעצם משית את הרגולציה על המערכת הבנקאית, אומר להם איך לנהל סיכונים ריבית, מה נדרש בסיכונים אשראי, איזה מהוראות באזל צריך ליישם עם ההתאמות הספציפיות למערכת הבנקאות הישראלית ולמשק הישראלי ולריכוזיות שיש בו. אני מבינה מאוד בנקאות כל הקריירה שלי הייתה בבנקים אבל יש לי דיסקליימר - אני לא חשבונאית, יודעת לקרוא דוחות כספיים אבל אני לא חשבונאית. ואם ניכנס לנבכי הרזולוציה החשבונאית ברמה שאני לא אבין אני אגיד שאני לא יודעת.

יש לי עוד דיסקליימר אחד שאני לא יכולה מעבר למה שגלוי בדוחות הכספיים לדבר על בנקים ברמה הספציפית. מה שגלוי ודברים שהחברים פה אמרו הם דברים גלויים אז אני כן בהחלט אוכל להתייחס אבל מעבר לזה - בשל סודיות בנקאית אתנצל מראש אם ישאלו פה שאלות פרטניות על בנק ספציפי, לא אוכל להשיב. אני אשמח לענות כמובן על כל שאלה אבל מראש אני לא יכולה לענות על שאלות שהן ספציפיות ברמת הבנק הבודד שהם לא גלויים לציבור.

שלומי התקשר אליי ואמר בואי נעשה איזשהו פורום ונדבר על האירוע של סיליקון ואלי בנק ונשאל מה הסיבות לאירוע הזה, האם דברים כאלה מלמדים משהו על התפתחות עולמית, האם הם יכולים לקרות בישראל? אמרתי לו בשמחה רבה. אז אולי טיפה נציג את אירועי "סיליקון ואלי בנק". כמובן שאחד הסיכונים המרכזיים היו סיכונים ריבית ודרכו נצלול לכל נבכי הסוגיות שעלו כאן ע"י קודמיי. אז הבנק הזה ב-2019, הנכסים שלו היו 71 מיליארד דולר, רובם פעילות עם חברות טכנולוגיות- גם סיפק להם אשראי וגם גייס מהם פקדונות ובתוך שנתיים הוא עלה מ-71 מיליארד ל-211 מיליארד, ממש שילש את עצמו בתוך שנתיים בהיקף הפעילות. אני אומרת בכותרת אחת כשאני הסתכלתי על האירוע הזה זה אירוע מאוד מצער והוא גם מאוד מעניין כי בעצם כל הנורות האדומות וכל תמרורי האזהרה היו על הקיר בזמן אמת.

זה לא חוכמה בדיעבד-אם מישהו היה רואה את זה והיה מתרגם את זה והיה מפרשן את זה והיה מבין שיש פה איזשהו כשל. אני אומרת את זה כי לפני יומיים קראתי דוח של הפד שיצא ב-28 לחודש שממש מכה על חטא שבאופן קוהרנטי היה כשל של כל הפונקציות, גם בבנק וגם של הפיקוח על הבנקים, אם זה מנהלי הסיכונים, אם זה הדירקטורים שאמורים לפקח על מנהלי הסיכונים

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

לפי שלוש שנים, ואני מפעילה עליו, 6 תרחישים שונים של שינוי ריבית עד סוף תקופתו. התרחישים הם: עלייה של הריבית במקביל וירידה של הריבית במקביל, השטחה של עקום הריבית והתללה של עקום הריבית, וגם עלייה וירידה של הריבית בטווח הקצר והשטחתו בטווח הארוך. 6 תרחישים שונים. סיכון הריבית מודד כאן מה יקרה לכל נכס והתחייבות שלי במאזן כאשר אני מהוונת אותם לפי עקום הריבית החדש בכ"א מששת התרחישים.

ההבדל בין המצב הקיים (המוצא) לבין התוצאה של שווי הנכסים וההתחייבויות שלי בכ"א מ-6 התרחישים זה סיכון הריבית שלי לפי המתודולוגיה של שווי ההון הכלכלי. המודל הזה הוא כלכלי לחלוטין, הוא מהתחבר לביאור על השווי הכלכלי שאמיר דיבר עליו. יש בו הרבה הנחות מעבר להנחה עליה הרחיב אמיר את הדיבור בעניין פיקדונות העו"ש, יש עוד הנחה מאוד מאוד משמעותית.

שתי הנחות התנהגויות של הבנקים משפיעות מאוד על תוצאת אמידת סיכון הריבית לפי שיטת שווי ההון הכלכלי: האחת מודל העו"ש, לכמה זמן אנחנו פורסים את העו"ש והשנייה ההנחה על שיעור הפירעונות המוקדמים על המשכנתאות. יש שני רכיבים מאוד משמעותיים בתיקי המאזן של הבנקים, בצד של ההתחייבויות יש את פיקדונות העו"ש, סכומי עתק שאמיר ציטט אותם. בצד השימושים יש תיקי משכנתאות שגם הם סכומי עתק. גם אם יש קנס פירעון מוקדם זה לא משנה. בסוף כשאתה לוקח משכנתא, בממוצע אורך החיים של המשכנתא ביום שבו לוקחים את המשכנתא הוא 22-25 שנים בערך. אבל כשרואים בפועל את המח"מ של המשכנתאות, רואים שהמח"מ מתכנס לסדר גודל של 7-9 שנים, תלוי בתקופה. כשהריבית עולה לא משתלם לי לפרוע את המשכנתא, כשהריבית יורדת מאוד משתלם לי. גם אם אני משלמת קנס, הקנס הוא מופחת. משתלם לפרוע את המשכנתא ולמחזר אותה בריבית יותר נמוכה.

אותו דבר בצד של העו"ש, כשהריבית עולה משתלם לי להעביר כסף מהעו"ש בבנק כי יש ריבית אטרקטיבית גבוהה על פקדונות שהם לא עו"ש. כשהריבית לא עולה אז יכול להיות שאשאר את הכסף בעו"ש כי אני לא מפסידה על כך. התפיסה במודל של השווי ההון הכלכלי היא תפיסה יותר התנהגותית, ובעצם יש פה מודלים שהציפיה היא שהבנקים יבחנו כל שנה את המודלים ההתנהגותיים - זו הוראה רגולטורית שכתובה בהוראות של באזל, שאנחנו אימצנו אותה. היא מחייבת את הבנקים לבחון את המודלים ההתנהגותיים שלהם על בסיס ההסטוריה. תראה לי מה קורה

על הבנקים בישראל הוא פיקוח הוא יותר אדוק ובהרבה מקרים אנחנו מרכיבים משקפיים של יותר שונאי סיכון ממפקחים אחרים. בגלל מאפייני המערכת, בגלל שאין לנו ביטוח פיקדונות ואני אדבר על זה בהמשך.

מה קרה ל-SVB ב-2021? הבנק גייס פיקדונות קצרים וכבר לא היה צריך לתת כל כך הרבה אשראי. לא היה לו מה לעשות עם הכסף הזה. ההייטק צמח, גייס פקדונות קצרים ולא היה לו מה לעשות עם זה ושם את זה בתיק לפדיון. תיק לפדיון זה ניירות ערך שמוחזקים עד פדיון איגרת החוב, עשרות שנים. בסביבה שבה הריבית הייתה 0%-1% כמו שהיה בארצות הברית, אם אתה שם בתיק לפדיון שהתשואה שלו היא 3% וואלה שיחקת אותה קיבלת 3% באפס סיכון כי אם תחזיק את האיגרת חוב עד סוף התקופה שלה יש לך 3% חסרי סיכון. אבל, אתה מפסיד נזילות, אתה מחזיק את התיק הזה עד תום תקופתו ואתה לא יכול באמצע להשתמש בו. מה קרה? הריבית עלתה והריבית עלתה באופן מפתיע ב-2022. מה קורה לתיק הזה כשהריבית עולה? הוא לא שווה, ערכו בשוק נשחק, ורואים את זה כתוב בדוחות הכספיים של SVB כבר בספטמבר 22. רואים בפירוט! ההפסד הגלום בתיק לפדיון היה מאוד משמעותי. למה? כי תשואה של 3% כבר לא רלוונטית כשסביבת הריבית עולה ל-4% ו-5%. השווי של התיק הופך לשלילי, והבנק מדווח בספטמבר 2022 שיש לו הפסדים גדולים גלומים בתיק לפדיון.

אולי נפתח עכשיו צוהר לסיכון הריבית כדי להתחבר למה שאמיר ושלומי אמרו, כשבאים לבחון את סיכון הריבית יש שתי שיטות מרכזיות: האחת נקרא לה החשבונאית בשפה של אמיר ה-(net interest income) NII, אני בעצם מחשב את הרווחים וההפסדים, בשנה הקרובה אם הריבית תעלה באחוז אחד או אם הריבית תרד באחוז אחד. זו דרך אחת לחשב את סיכון הריבית, בשיטה החשבונאית. אני בודקת את כל הנכסים שלי ואת כל ההתחייבויות שלי בשנה הקרובה לכולם מעלה את הריבית באחוז אחד ושואלת מה יקרה לרווח/להפסד, ובכולם מורידה את הריבית באחוז שאחד ושואלת מה יקרה רווח/להפסד לוגוזרת את השפעת סיכון הריבית בשיטה החשבונאית.

השיטה האחרת היא שיטה שהיא בכלל לא חשבונאית. היא הולכת לפי השווי הכלכלי היא EVE (economic value of equity) מהו שווי ההון הכלכלי של הבנק. זו שיטה שאומרת אני מסתכלת על כל הנכסים ההתחייבויות שלי כל אחד לפי התקופה שלו, אם יש לי נכס לשנה אז אני מחשבת אותו לשנה, ואם לשלוש שנים אז אחשב

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

אמיר ברנע

אני מבין מדברים שקיים פער בין הדיווח לציבור (בעמ' 33) לבין הדיווח לפיקוח. מוזר.

מירב בן שושן

חשיפת הערך, חשיפת ההכנסה מוצגת בדוחות הכספיים לציבור.

שלומי שוב

המודל חשבונאי שלהם מכניס כנראה את המגבלה שדיברתי עליה שפקדון לא יכול, ששווי הוגן שלו לא יכול להיות מתחת לערך שלו לפדיון מיידי.

אמיר ברנע

המח"מ לא יכול להיות מעל 0?

מירב בן שושן

גם לדבריו של אמיר, שהבנקים לא נתנו את דעתם בנושא המעבר מעו"ש לפיקדונות, או יציאת פיקדונות עו"ש. זה גם לא מדויק כי באותם מודלים התנהגותיים שריקי ציינה רואים שינוי מדיווחים קודמים. השונות הזאת נובעת מכך שכל בנק מעריך קדימה בעיקר בהסתכלות של ההכנסה בשנה הקרובה מה הרגישות של אותם פיקדונות עו"ש לעליית ריבית או לירידת ריבית. ז"א הבנקים כן מניחים מעבר מעו"ש לפיקדונות בהשפעה על ההכנסה וחשוב להגיד שהכל מופיע בדוחות.

ריקי אליאס

כן זה נכון, אז אולי נמשיך משם. ציינת בדברים שלך מעבר לניהול של סיכון הריבית.

אני אגיד סיכון הריבית זה קודם כל זה סיכון פיננסי קלאסי מוכר וידוע. זה לא איזה סיכון סייבר שאתה אומר וואלה זה סיכון חדש אני לא יודע איך לנהל אותו. זה סיכון שהבנקים מנהלים אותו מקדמת

לפירעונות המוקדמים שלך במשכנתאות בסביבת הריבית הזאת, ואותה תשלב בתוך המודל של אמידת סיכון הריבית כנ"ל לגבי פריסת העו"ש. עכשיו אני רוצה להתייחס דווקא לדברים שאמיר אמר על הדברים שהם גלויים. הנתון של פועלים אפשר לגזור אותו מתוך הדוחות הכספיים שלהם, פועלים בעצם לא פורס את העו"ש, הוא מניח שהעו"ש הוא ליום אחד. ואז הוא מראה שיש פער מאוד מאוד גדול בין הנכסים להתחייבויות כי את המח"מ של העו"ש הוא לא האריך- התמונה המצטיירת היא של מח"מ נכסים הגבוהה משמעותית ממח"מ ההתחייבויות...

באזל קובע גם כללים לפריסת העו"ש, הוא קובע כללים מקסימליים. הוא אומר העו"ש של עסקים לא יכול להיפרס מעבר ל 4 שנים, העו"ש הקמעונאי לא יכול להיפרס מעבר ל- 5 שנים. המודלים ההתנהגותיים של הבנק מראים נתונים הרבה יותר נמוכים מארבע וחמש שנים אבל לא אפס. גם נתוני פועלים בדיווחים אלינו, במודלים של פריסת העו"ש, אנחנו מקבלים מודל התנהגותי שבו יש פריסת עו"ש שהיא גבוהה מאפס, ולכן הפער בין פועלים ללאומי כפי שאתה ראתה אותו הוא לא קיים באמת. אפשר לשאול את מירב, אולי קיבלו איזושהי הבהרה לגבי פריסת העו"ש.

אמיר ברנע

הם מגישים דיווחים דיפרנציאליים לכם ולציבור?

מירב בן שושן

בחשיפת ההכנסה ובחשיפת הערך בנק הפועלים כן משיט את המודל ההתנהגותי על העו"ש. העו"ש הוא בסוף הוא סיכון גם בסביבה של ריבית עולה וגם בסביבה של ריבית יורדת וצריך לגדר אותה. צריך לגדר גם את חשיפת ההכנסה בשנה הקרובה (NII) וגם את חשיפת הערך לטווח ארוך (EVE). שם מודל העו"ש ומודל הפרעונות המוקדמים במשכנתאות נלקחים בחשבון ומוצגים לציבור עם ההנחות על ההתנהגות של הציבור. בהערכת השווי החשבונאית, ביאור שווי הוגן קיימת שונות בין הבנקים בהצגה חלק מהבנקים כוללים את מודל העו"ש בהערכת השווי וחלק לא.

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

ומה אחרים עשו? אולי לא ביקשו אישור?

שלומי שוב

פוליטיקלי קורקט הם היו צריכים להגיד אנחנו עכשיו מתכוונים להחזיק את זה עד לפדיון.

אמיר ברנע

מה פתאום נזכרתם עכשיו, האם משום שהריבית עלתה?

שלומי שוב

חשפו סיבה שבדרך כלל לא חושפים, אתה יודע אנחנו חיים את זה. בדרך כלל לא אומרים את זה. מירב, הייתם אמיתיים מידי...

מירב בן שושן

בהתייחס להעברת ני"ע לתיק לפדיון חשוב לציין שאירוע כזה לא קורה בתדירות גבוהה. העברת ני"ע מתיק לתיק מצריכה אישור של הרגולטור כמו כן העברת ני"ע מתיק זמין למכירה לתיק לפדיון לא משנה את חשיפת הריבית גם אם זה בתיק לפדיון זה עדיין חלק מחשיפות הריבית. ויש גילוי גם לגבי השווי ההוגן של ני"ע בתיק לפדיון.

אמיר ברנע

לא בדיווח על ההון. בדיווח על ההון זה לא משפיע.

מירב בן שושן

הסיבה היתה כפי שגילינו בדו"ח לצמצם את התנודתיות של קרנות ההון. נתנו גילוי רחב.

דנא והם יודעים לנהל אותו ויש כלים לנהל אותו. זה לא איזשהו משהו מורכב. כמו שאמרתי, בתוך הדוחות הכספיים של סיליקון ואלי בנק היה מדווח על החשיפה המאוד מאוד משמעותית ועל ההפסד הגדול בתיק לפדיון. באזל אומר שאתה לא יכול שיהיה לך הפסד בחישוב של השווי הון הכלכלי מעבר לחמישה עשר אחוז מהון רוברד אחד. SVB היה מעל 15% כבר בספטמבר וזה לא הדליק נורית אדומה לאף אחד. זה מה שמוזר

אגב אם יש משהו שאני למדתי מהאירוע הזה של SVB זה הריצה המהירה אל הבנק. בשמיני למרץ הבנק לראשונה אמר אני צריך לגייס הון בעשירי למרץ הבנק כבר לא היה. זה יום וחצי- משיכת הפיקדונות-ביום אחד נמשכו 40 מיליארד דולר וביום השני נמשכו 100 מיליארד. הריצה אל הבנק- היינו רגילים לחשוב שזה עניין של ימים, שבועות. היום בעידן הטכנולוגי בעידן של הרשתות החברתיות ביום אחד זה מתפרץ כמו אש בשדה קוצים. כולם מושכים את הפקדונות לא לוקחים סיכון. כל הסיגנלים שמניתי הביאו את חברות הדירוג לשאול, להרים גבה, על איתנות הבנק והמפקידים משכו את הכסף.

האופי של המפקידים של SVB הוא מפקידים גדולים, שגם בעולם של ביטוח פיקדונות, אולי לא יקבלו את הכסף כי יש להם פיקדונות מעל \$250,000 ומערכת ביטוח פקדונות הפורמלית בארצות הברית היא עד \$250,000. לכן המפקידים הגדולים משכו את הכסף אבל זה משהו שמאוד מאוד מדאיג. ז"א אין לך 48 שעות לנהל את האירוע אפילו ברמה של פיקוח על בנקים אני מסתכלת עליו על שיעורי בית שאני צריכה לעשות- התגובה של הפיקוח על הבנקים צריכה להיות מיידית.

אמיר ברנע

אני רוצה לשאול את ריקי לגבי דיווח בנק הפועלים. בדו"ח של בנק הפועלים יש באור מספר 22-3 נשאל את הפיקוח איך הוא מתמודד עם ביאור כזה. הבאור אומר "על מנת למתן את השפעת שינוי ריבית עתידיים על ההון העצמי של הבנק הועברו במהלך הרבעון הראשון אגרות חוב בסך 3.5 מיליארד שקל בשקלים ומטבע חוץ מהתיק הזמין למכירה לתיק לפדיון כאשר במהלך השנה המשיך הבנק את פעילותו גם בתיק לפדיון". במילים אחרות ביאור כזה אומר כי הרווח הכולל של הבנק הוא מנוהל. הבנק קובע בכמה להקטין את הרגישות לריבית. אין שום בעיה אני משנה סיווג והפיקוח מאשר.

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

אמיר ברנע

ואם זה היה חלק מתיק של 35 מיליארד היתה לך דעה אחרת?

ריקי אליאס

חשוב לי להגיד, בהתייחס לשאלת אמיר, ואני לא מסנגרת על בנק הפועלים, העברת 3 וחצי מיליארד (מתיק למכירה לתיק לפדיון) זה עבר את אישור בנק ישראל כי באמת זה לא סכום גדול מתוך תיק הנכסים של הבנק. לבנקים עצמם יש מגבלות פנימיות על גודלו של התיק לפדיון, החשיפה שלו, כמה הפסד גלום יכול להיות בו. ולכן זה משהו שהוא מנוהל. בסוף אני אומרת יש פה סיכונים והשאלה היא האם אנחנו יודעים לנהל אותם. האם אתם רוצים שאני אתייחס לעוד נקודות שעלו בדברי הפתיחה? אחד הדברים שאני נשאלתי או ציינתם, זה סוגיית ביטוח פיקדונות. אז נכון בשורה התחתונה יש לומר מדינת ישראל היא המדינה המערבית המתפתחת אולי האחרונה או אולי יש עוד אחת או שתיים איתה שאין להם מערכת פורמלית לביטוח פיקדונות.

אמיר ברנע

זה חשוב בכלל? רוב הפיקדונות הגדולים במילא לא.

ריקי אליאס

אז בוא נדבר על זה, בעצם המטרה הכי חשובה של מערכת לביטוח פיקדונות זה למנוע ריצה אל הבנק. יש איזושהי שמועה שיש איזה מצב קשה בבנק וכולם רוצים למשוך את הפיקדונות. אם אתה יודע שהפיקדונות שלך מובטחים אז אתה לא רץ והשמועה הזאת לא עושה לה כנפיים. לפעמים יש בעיה של עיתוי רגעי שמתגלגלת לבעיה נזילתית אמיתית רק בגלל שיש איזושהי שמועה וכולם רצו למשוך את הכסף. ביטוח פיקדונות גם עוזר לעידוד התחרות כי אם יש ביטוח שהוא עד לגובה של \$250,000 כדוגמת ארה"ב ולי יש \$500,000 אני אשים בבנק א' \$250,000 ובבנק ב' \$250,000 וככה כיסיתי את כל הפיקדונות שלי ולכן זה מעודד תחרות.

יחד עם זאת יש מחיר לביטוח פיקדונות - ביטוח פיקדונות, כמו כל ביטוח יוצר מוראל הזארד moral hazard, סיכון מוסרי, בעצם

אמיר ברנע

אם זה היה בתוך הרווח הכולל אז זה כן משפיע על ההון ופה עקב הזנת הסכום, זה לא משפיע על ההון. ירידת הערך של ה-3.5 מיליארד שמופיעה עכשיו רק בפדיון לא משפיעה על ההון ולא על הלימות ההון.

שלומי שוב

רק מאותה נקודה.

מירב בן שושן

מאותה נקודה שבה היה שינוי הסיווג, אתה צודק השינויים באותם אגח לא ישפיעו על ההון.

אמיר ברנע

כל עליית הריבית הייתה אחרי זה.

שלומי שוב

צריך להגיד גם שזה לגיטימי. להיפך לא, אבל מהזמין למכירה למחוזק לפדיון זה לגיטימי.

מירב בן שושן

מעבר כזה הוא אמנם לגיטימי אבל לא קורה כל שני וחמישי. הוא היה בתיאום עם בנק ישראל ובאישור של בנק ישראל. גילוי מתאים לציבור. להגנת בנק הפועלים אני אגיד גם שנקודת המוצא היתה שהיה לנו אפס בתיק לפדיון בניגוד לבנקים אחרים שהיה שיעור משמעותי הרבה יותר גבוה באותה נקודה שלא השפיע על קרנות ההון באותה נקודה. אותם ירידות מסיביות שהיו במהלך הרבעון הראשון של 22 לא השפיעו על בנקים אחרים. כן השפיעו בבנק הפועלים על קרנות ההון ורצינו לצמצם את התנודתיות קדימה, על ההון לא על הרווח ולא על חשיפת הריבית.

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

ואזרחות שווייצרית. הפונקציה שלי בהקשר הזה של השיחה
איתכם היא שאני בא מגוב האריות. כיהנתי כחבר הנהלה בקרדיט
סוויס 15 שנה אחר כך חציתי את הכביש לבנק האחר ל-UBS
ושם הייתי חבר הנהלה במשך 8 שנים. פרשתי לפני כשבע שנים
כך שאני לא יודע הרבה סודות בנקאים מהתקופה האחרונה אבל
אני מכיר את האנשים שעסקו בניהול המשא ומתן למיזוג הבנקים
באופן ישיר וקורא מאחורי הקלעים מה קורה.

התייחסות שלי תהיה באופן הבא. אני רוצה לדבר על 10 הדיברות
מתוך הניסיון שלי. 10 הדיברות שהן מה לא תעשה כאשר אתה
מנהל בנק. ושוב זה בא מניסיון מעשי מאוד ולכן ייתכן שאחזור על
דברים שנאמרו. בהקשר אחר והרקע שלי לא בא מחשבונאות אלא
מכלכלה, משפטים, מנהע"ס. עשיתי את הדוקטורט בקיימברידג',
לכן הראייה שלי על בנקאות היא קצת שונה.

10 הדיברות - הייתי אומר שהם עשרה כשלים שאני יכול לאתר
שהתרחשו בשבועות האחרונים. במשפט אחד, לא למדנו כמעט
כלום מהעבר כי אותם כשלים הופיעו גם בשנת 2008 ולפני כן
חזרו ונשנו. כלומר לא היה שום דבר חדש במיוחד שאי אפשר היה
להתכונן אליו.

הדבר הראשון שאני רוצה לומר זה שבעצם כל בנק עובד תחת
השפעות כלכליות סביבתיות אבל בעיקר הוא עובד תחת השפעת
הניהול, כמו כל ארגון אחר, כמו כל חברה אחרת. הניהול הוא מאוד
דומיננטי בהקשר זה. אני מתייחס לבנקים השווייצריים בעיקר
ל-Credit Swiss. הניהול כניהול של בנק היה גרוע. כמי שישב
בישיבות וראה איך מתקבלות החלטות בשנים האחרונות - היה
ברור שהחלטות התאפיינו בפוליטיקה פנימית. המקרה המזעזע
הידוע היה של CEO של קרדיט סוויס שהחליט להפעיל בלשים
פרטיים שיעקבו אחרי מנהל ה-Management Wealth אם הוא
מנהל שיחות עם הבנק האחר. ההתדרדרות העמוקה של מערכות
היחסים וההתמקדות בנושאים שאינם בנקאיים הייתה אחת
הסיבות לקריסה..

ניהול הבנק הוא בעיקר ניהול הסיכונים שציינתם אבל הוא לא רק
באחריות הבנק. יש לו שותפים כמו הרגולטור. הבעיה העיקרית
שראיתי היא miss match בין asset ל liabilities. דיברתם על
הנושא הזה וניסו לפקח עליו מספר פעמים בעבר. אמנת בזל שתיים
קבעה רמות של רזרבות והסתבר שהנה נכשלו במה שנקבע אז.
חשבו שיהיה פתרון שלא עזר וכאן. ישנה אחריות גם של הממשלה
לא רק של המפקח.

המנהלים אומרים בוא ניקח סיכון אם אנחנו נרוויח הרווח נכנס
לכיס בעלי המניות אם אנחנו נפסיד הקרן לביטוח פיקדונות היא
זו שתפצה את המפקידים לכן זה מעורר לקיחת סיכונים יתר. זה גם
מקטין במידה מסוימת את משמעת השוק, מה שאמיר אמר - יש
מפקידים מוסדיים גדולים. המפקידים המוסדיים הגדולים האלה
הם לא סטיקי דיפוזיט (פיקדונות דביקים) הם פיקדונות שאם קורה
משהו בבנק הם הראשונים להימשך אבל אם יש ביטוח פיקדונות
והוא בסכומים גדולים למה לי למשוך את הפקדון? אני משאיר את
הכסף. זאת אומרת אין משמעת שוק על המערכת הבנקאית כשיש
ביטוח פיקדונות. והכי הכי משמעותי מכל העניין הזה זה שבעצם
ביטוח פיקדונות בשנים האחרונות במדינות שיש ביטוח פיקדונות
הוכיח את עצמו כלא מספק. גם אחרי שהעלו את הספים של ביטוח
פיקדונות. ב-2008 אני מזכירה לכם היה \$100,000 סכום הפיצוי
על פקדון בארצות הברית. אולם עלה חשש מה יקרה בפיקדון
שהסכום שלו? \$101,000? עלולה להיות ריצה אל הבנק אז העלו
את סכום הפיצוי ל-\$250,000.

ב-SVB, לא משנה מה היה גודל הפיקדון ממשלת ארה"ב הצהירה
שאת כולם היא תפצה. זאת אומרת ביטוח הפיקדונות לא מצליח
באמת לעמוד ביעד הראשוני שבעברו הוא נסוד - וזה למנוע ריצה
אל הבנק כי תמיד יהיו מפקידים עם סכומים הגבוהים מהפיצוי הניתן
והם ימשכו את כספם החוצה ועלולים לגרום לריצה אל הבנק.

שלומי שוב

בואו נצרף עכשיו לדיון משוויץ את בועז ברק. רצינו לשמוע ממך
כבוגר קרדיט סוויס בין היתר את הלקחים שלך מהכשלים שאנחנו
רואים לאחרונה בעולם.

בועז ברק

תוך כדי זה שהתנהל כאן הדיון קראתי בטלפון מסר שגיי פי מורגן
קונה את ריפבליק בנק, כנראה החלטה של סופשבוע כמו תמיד
וזאת התוצאה של המשבר הזה. אז קודם כל אני רוצה לומר תודה
רבה על זה שזימנו אותי. אני מדבר משוויץ על שפת אגם ציריך.
הקשר שלי עם אמיר וגם עם המרכז הוא קשר של שנים ארוכות
ולכן אני מרגיש נוח לספר במילה אחת או שתיים מי אני.
אני כבר יושב כעשרים וחמש שנה בשוויץ. יש לי אזרחות ישראלית

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

ודיברו ישירות עם נציגים של הפדרלי ריזרב. מעבר לזה שלבנקים השוויצריים יש רישיונות לפעול בארצות הברית והם מעסיקים כמה עשרות אלפי אנשים קרה כאן אירוע מאוד מוזר. אנחנו צריכים להבין שהמיזוג של הבנקים נעשה באמצעות צו חירום של הממשלה ולא בשום דרך אחרת. לא הייתה התייעצות עם בעלי מניות דבר שנדרש מכוח החוק בכל מקרה של מיזוג. לא שאלו אותם. במקביל נעשה ביטול של איגרות החוב - הקוקו שנקראות 1AT. הורידו את שוויין לאפס ובעצם שינו כאן באופן בסיסי מאוד את חוקי הכלכלה שלאיגרות חוב יש איזשהו פריוריטי מעל המניות. תירוץ היה כאן כי לא הייתה התמוטטות או שיש כאן מיזוג מרצון של שני הבנקים. זה לא נכון אבל זאת הייתה הפרשנות של רשות ניירות הערך FINMA. אגב היום התוצאה של ההחלטה גררה וגוררת תביעות אדירות. רק אתמול קראתי בעיתונות השוויצרית שגם לקוחות קטנים מצטרפים לתביעות ענקיות בהקשר זה.

אם להתייחס לדברים שנאמרו כאן בהקשר ל-SVB הבנק באמת גדל באופן דרמטי ושילש את הפיקדונות מ 62 מיליארד דולר ל 181 למיליארד בתוך שלוש שנים. הייתה לו בעיה נוספת - סוג הלקוחות שהפקידו בו כספים הפקידו מזומנים ולא היו לקוחות שנדרש להלוואות. לכן הבנק היה בעל כמות מזומנים ניכרת והחליט שהוא משקיע באגרות חוב של ממשלת ארה"ב ב-Mortgage SECURITIES לטווח ארוך. אנחנו יודעים שוב האלמנט האנושי הוא דומיננטי. בנקאים הם קמצנים ורוצים להרוויח כמה שיותר ולשלם להם למפקידים בהם פחות. המודל בארצות הברית הוא שאם אתה משקיע לטווח ארוך ומצהיר שזאת השקעה לטווח ארוך אתה קובע רק שווי כלכלי עתידי. ברגע שנוצר לחץ והבנק צריך היה להתחיל למכור השקעות לטווח ארוך מיד ירדה רמת החשבונאות לקביעת שווי מידי וביום שזה נעשה התגלה שSVB הפסיד על ההשקעות כ- 21 מיליארד דולר. זה מה שגרם לבריחה.

התחילו שמועות שהבנק לא יציב ובהתאם הופיעו משיכות והיו צריכים למכור אגרות חוב נוספות. הסתבר שאין ביטוח שהוא מעל ל \$250,000 וברור שאין לשום בנק בעולם את היכולת של הנזילות הדרושה אם רוב המשקיעים יבואו וידרשו את כספם. כאן אזכיר משהו שאני קורא לו הדיברה השביעית. אנחנו חיים בעולם של דיגיטלי קומוניקציה. והיה כאן DIGIATL HERGIND. בתוך יום אחד נמשכו ונפרעו רוב הכספים כמובן אונליין. אני רוצה לומר של SVB היה חטא נוסף. הם עבדו במינוף גבוה בהשוואה להון המניות

בשוויץ הסתובבה התפיסה ששני הבנקים הגדולים הם גדולים מידי כדי להיכשל. כלומר אסור להרשות להם ליפול כי אחרת ישנה בעיה מתמשכת. זה מה שאנחנו רואים היום. כלומר המדינה אחראית גם על מניעת נפילה של בנקים כי נפילה של בנקים גוררת את המדינה. בוא נראה מה הסיטואציה שנוצרה היום. שוויצריה שהיא מדינה קטנה יחסית 8 וחצי מיליון איש מחזיקה בנק שמנהל 5 טריליון דולר. זהו הבנק הרביעי בגודלו בעולם שהוא הבנק הגדול ביותר לניהול עושר. נתאר לעצמנו מה קורה לשוויץ אם הבנק הזה מזדעזע.

ישנן גם בעיות נוספות וחייבים לשקול אותן. הן לא רק בעיות של הבנקים. ציינתי את בעיית המונופולים אבל ישנה היום בשוויץ בעיה עקרונית של קרדיט וחוב. יותר משליש מהיקף ההלוואות בשוויץ בא היום מגוף אחד. ישנה בעיה עצומה נוספת שהיא בעיית התעסוקה. הubs החדש צריך לפטר אלפי אנשים החוק בשוויץ אומר שאם אתה מפטר עובד אתה צריך לדאוג לו למשרה עתידית. זה כאב ראש אדיר וכל יום מתנהלים שעות דיונים בפרלמנט השוויצרי איך ומה לעשות. בעיה נוספת מספר 4 היא בעיה דומיננטית מאוד שאנחנו הזכרנו אותה בין השוליים והיא הניהול הפסיכולוגי של סביבת הבנק ומה שקורה בשעת משבר. רק לתת דוגמה אחת - כאשר קרדיט סוויס נקלע לבעיות הצהיר אחד המשקיעים הגדולים שהוא הבנק המרכזי בסעודיה המחזיק 9.9% מקרדיט סוויס (רק משום שאסור לו להחזיק יותר מ 10%) כי לא ישקיע יותר. יושב ראש הבנק נשאל האם ישובו וישקיעו בקרדיט סוויס ואמר - לא נשקיע יותר. הוא לא אמר שלא הייתה להם אפשרות אחרת ואסור לו בעצם להשקיע יותר ממה שהשקיע. אבל הציבור הרחב בעולם הבין המשקיע הגדול לא רוצה להשקיע יותר ואז התחיל מה שנקרא 'Ran on the bank'. הבנק לא נפל משום שהוא לא היה SOVENT אלא משום שהוא לא יכול היה לספק את מה שנדרש בתחום הפירעון המידי של משקיעים. אגב כל הסיפור של מכירת קרדיט סוויס נעשה במשך יומיים של weekend. השלטונות אומרים שאילו היו מחכים עד יום שני בבוקר הבנק היה מגיע לפשיטת רגל מוחלטת. הם לא יכלו להרשות לעצמם דבר שכזה - כלומר אובדן האמון של הציבור שהוא קריטי במקרה הזה. לא ידעו לנהל את המערכה הזאת. לדעתי לממשלה לא היה פתרון מוכן וזה דבר שהחריף את הבעיה. הממשלה לא הייתה מוכנה מראש עם איזושהי תוכנית לדעת כיצד היא תטפל בבנק שנפול. ומה שקרה באותו סוף שבוע הוא סיפור שאם לא היה עצוב זה היה מצחיק. קודם כל השוויצרים זימנו את האמריקאי לדיון מתוך מחשבה שהם בעלי ניסיון בחילוץ בנקים

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

החשבונאי אבל לא להון הפיקוחי. ב-SVB היו יחסי הלימות מאוד טובים. היום הרגולציה בישראל ביחס למדינות אחרות בעולם היא במקומות מאוד מאוד יחסית קונסרבטיביים וטוב שכך כי זה שומר על הבנקאות הישראלית. אני חושב שמערכת הדיווחים בישראל לא נופלת מזה שבנקים מתקדמים בעולם ואני מציע שלא נמציא לעצמנו רעיונות וכללים שלא קיימים בעולם כי בסוף היום יש הרבה משקיעים זרים וכשבוחנים את הבנקים בישראל בוחנים אותם מול בנקים מקבילים להם אחרים אז ברור שצריך לטפל בהרבה מאוד דברים אבל הכל צריך להיות בהתאם למה שמקובל בעולם.

יגאל נוימן

ברשותכם אני רוצה לדבר בעיקר על הדברים שאני יותר מבין בהם. עשיתי 17 שנים בשוק ההון האמריקאי, בין היתר כמנהל תיקים בקרן גידור גדולה בזמן המשבר של 2008. אתחיל עם ארה"ב ומשם אעבור לכמה דברים שנוגעים לישראל - ואני רוצה לדבר על אמון כחלק מניהול סיכונים. אמון היא זווית שאני חושב שכמעט שלא דיברנו עליה כאן בשעה וחצי האחרונה, למעט מה שריקי אמרה על הצד היראלי של משבר SVB. אני חושב שזה משהו שאנחנו צריכים לתת עליו את הלב הרבה יותר מאשר ההערה שריקי נתנה פה.

בשקף הבא אני שמתי את מה שקרה למחיר המניה של FIRST REPUBLIC בחצי השנה האחרונה, וכמובן שאנחנו יודעים את הכותרת שהגיעה לפה באמת בדיוק עכשיו: ג"י פי מורגן באו ולקחו אותם. אני רוצה להגיד שזה לא כ"כ חדשות טובות, משום שה-FDIC לא באמת רצו ש-JP MORGAN ייקחו אף בנק, ולכן התוצאה שאנחנו רואים עכשיו נובעת מחוסר ברירה.

בצד השקף שמתי כותרת קטנה שמטרתה להזכיר שמיד אחרי אירוע SVB ה-Federal Reserve ארגן השקעה של \$30 מיליארד דולרים מצד הבנקים הגדולים, כולל ג"י פי מורגן, בפירסט ריפבליק כחלק מ"צעדים בוני אמון" בבנק. זהו הניסיון לומר לציבור: "רבותי אל תדאגו הם בסדר, הבנקים הגדולים סומכים עליהם ושמים שמה את הכסף שלהם". אני חושב שזה ההכרה של ה-FDIC שמדובר פה בעניין של אמון. אמון של הציבור במערכת.

אנחנו יודעים שלבנקים - אני לא באמת צריך להגיד את זה פה בקהל הזה - יש שתי מגבלות: מגבלה של סולבנסי ומגבלה של נזילות (ליקווידיטי). למעט ההערה של ריקי, כל מה שנאמר פה

שלהם וביום הדין כמו שוורן באפט אומר כאשר הגאות יורדת השפל מתקדם רואים מי שוחה בלי בגד ים.

אני רוצה במהירות לומר שישנה סכנה נוספת שראיתי אותה בבנקים בישיבות הנהלה. אני קורא לה סכנה מוראלית. כאשר הבנק יודע שבסופו של דבר הפיקדונות מבטוחים ויבוא מישהו ויציל אותם תחושת הניהול היא אחרת. אם ניפול אז זה לא יהיה כל כך נורא הממשלה תבוא או הבנק המרכזי וישיעו. כך היה ב-2008 וכך היה בשוויץ עתה. tbs היה במצב הזה בעבר ואז צעד הבנק המרכזי והקים בנק נפרד שהוא קרא לו בנק לחובות רעים ובתמורה נתן ל tbs כסף חופשי. אני רק רוצה לומר שקשה מאוד להבין מאזנים של בנקים וזה מסבך את מצב הרגולטור. הרגולטור שלא חי את הבנק מבפנים לא תמיד יכול להבין מה קורה. הנה ראינו שמה שאפשר לקרוא לו איגרות חוב יש אחרים שרואים אותן כמניות. מתוך הראייה האמיתית ומתוך העדר השקיפות לא לומדים מהעבר. אגב אישית אם מותר לי לומר במשפט מסיים אני רואה את המשבר שעוברים עכשיו הבנקים לא כבעיה סיסטמית. זוהי בעיה של ניהול. אבל אני רואה את המשבר שאנחנו רואים עכשיו בבנקים עובר לתחום המקרקעין בעתיד משום שהוא תחום שהוא איטי יותר אבל אותם מנופי רווח ובעיות של עליית הריבית ישפיעו לאין שיעור על השוק הגדול ביותר בעולם.

שלומי שוב

תודה רבה בועז אתה מוזמן להמשיך לשמוע את הדיון, אני רוצה להכניס גם את הבנקים האחרים לתוך הדיון. עומר יש לך משהו להגיד מהזווית שלך?

עומר זיו

אמרתם הרבה דברים, חלקם מדויקים יותר וחלקם מדויקים פחות. אני רק אגיד שתמהיל העסקים מאוד משפיע. המערכת הבנקאית בישראל, וריקי נגעה בזה, כיוון שהיא מבוססת בעיקר על 5 בנקים שחולשים על 98%-99% מהמערכת הבנקאית אז היא מפוקחת בצורה כזאת שהסיכוי שיקרה בבנק ישראלי גדול או בנק בינוני אירוע מהסוג שקרה ב-SVB או בשני הבנקים האחרים הוא מאוד נמוך. אין בישראל הקלות שקיימות בארה"ב ביחס לבנקים שמתחת לסף, למשל שם ההפסדים של הזמין למכירה נרשמים להון העצמי

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

לפאניקה. באנגליה אמריקאית יש ביטוי סלנג: לצעוק "שריפה" באולם של בית קולנוע, כשהולם רצים בבת אחת ליציאה. זה מה שקורה כשהאמון אובד.

אני חושב שכולנו יכולים לקבל את זה שהמערכת כולה בנויה על אמון. לא רק המערכת הבנקאית, אלא גם המערכת המטבעית-השקל והדולר. מה מפריד בין הדולר האמריקאי לבין הדולר הזימבאבי? אתם יכולים לקנות באמזון ב-3 דולר שטר של 100 טריליון דולר זימבבואי מ-2008. מה מפריד ביניהם? בסך הכל נושא האמון. אין שום דבר אחר, זה הרי מטבע זה הרי מטבע פיאט, לא מטבע קומודיטי. כל מה שמפריד ביניהם זה האמון.

המשבר של 2008 - כולו, בראייה שלי - מתבסס על אמון. כל הצעדים במשבר, גם אלו של קובעי המדיניות ואפילו אלו של הבנקים, קשורים לאמון הציבור. ברשותך ריקי, אני אחלוק על דבר אחד שאמרת: השינוי מ-100,000 ל-250,000 בתקרת ביטוח הפיקדונות של ה-FDIC היה צעד בונה אמון נטו בסוף שבוע שבא אחרי הקריסה של AIG. כל המשבר של 2008 זה סיפור שמגיע מזווית האמון.

דירוג האשראי שלנו, שמסתובב פה היום בשיח הציבורי, גם הוא עניין של אמון. דירוג האשראי של צרפת, שירד בשבוע שעבר... האם הם קרובים לחדלות פירעון? האם מישהו חושב שאנחנו קרובים לחדלות פירעון? לא, מדובר פה על סיפור של אמון וניסיון למדוד כמה אמון אפשר לתת למלווה.

השאלה שאף אחד מאיתנו לא יודע להתמודד איתה זה מה קורה כשהאמון אובד. אנחנו רק יודעים את מקרי הקיצון. ראינו אותם בשטרות של 100 טריליון מרקים של רפובליקת ויימאר. זה המקרה הקיצון של אובדן אמון, אנחנו רחוקים מאוד מאוד משם. אבל בקנה מידה יותר קטן - לא של מדינה אלא של בנק - זה מה שקורה כשהאמון בבנק אובד.

הכתרת של הפורום והפגישה היום הייתה האם מדובר בתופעה נקודתית או מערכתית? ומה ההשלכות של הסקטור על הפיננסיות בישראל? אני רוצה ברשותכם להתייחס לשני הדברים האלה. אני חושב שהאירוע שנמצא פה הוא אירוע נקודתי. קרה פה משהו שהזכרנו אותו כאן- עקום התשואות התהפך, זה יצר לבנקים אינטרס שלילי להלוות, ואז על הדרך נוצרה סיטואציה ייחודית שבה הקרנות השקליות (הכספיות) הפכו להיות יותר אטרקטיביות מהפיקדון בבנקים. היום הסתכלתי - הפרש הריביות הוא של פי ארבעה.

לפני נגע לצד הסולבנסי. בטיפול החשבונאי, בנכסים... אבל רבות בסופו של דבר הסיפור נגמר בנזילות. בנקים קורסים כשנגמר להם הכסף. [בהערת אגב, לכו בבקשה לראות, מי שעוד לא ראה, את הסרט IT'S A WONDERFULL LIFE, סרט מ-1946 שממחיש את הפאניקה שקורה כשנגמר לבנק הכסף בצורה הכי טובה.] זה נושא של אמון, זה לא עניין של נכסים... זה האם הציבור מאמין או לא מאמין.

בעת ובעונה אחת עם אירוע SVB, הבנקים הגדולים - וכאן אתם רואים בשקף הזה של בלומברג: רואים פה את ה-CDS של ג'יי פי מורגן ושל סיטי ב-10 השנים האחרונות, תסתכלו איפה שהם שנמצאים עכשיו בירידה האחרונה. הבנקים הגדולים לא סובלים מהיעדר אמון, לא של הלקוחות הקטנים שלהם וגם לא של המשקיעים בשוק ההון, כי שמה לא נמצאת הבעיה. להיפך, מה שקורה בארצות הברית הוא בגלל שיש דיפרנציאציה - שדרך אגב לא קיימת בשוק הישראלי - בין בנקים קטנים לבנקים גדולים. מה שקורה בארה"ב זה שהלקוחות פשוט מצביעים ברגליים בעד מי שהם מאמינים לו.

הבנקים הרי מסתמכים על טריק של אמון. הרי למה אנחנו מפקידים כסף אצל הבנקים? כי אנחנו יודעים שהוא תמיד זמין לנו מתי שנצטרך. מתי שלא נלך לבנק אפשר למשוך את הכסף. אבל באותה נשימה אנחנו יודעים שאם כולנו נעשה את זה בעת ובעונה אחת, הרי שלבנקים לא יהיה כסף לתת לנו. הסיבה היחידה שיש לבנק כסף היא שאנחנו מאמינים שהכסף הזה נמצא שם - למרות שאנחנו יודעים שהכסף הזה לא באמת נמצא שם כשכולם צריכים אותו, כי הבנק משתמש בו לצרכים אחרים. זה האמון שאנחנו נותנים בבנק.

אני אקצר פה משהו שעליו אפשר לדבר באריכות בהרצאה אחרת, אבל המערכת הפיננסית היום מתמודדת עם מצב שבו מישהו שכבר הציע אלטרנטיבה שלא מתבססת על אמון [הביטקוין]. אני מלמד את הסטודנטים שלי שהדבר הזה [הביטקוין] נועד כדי לא להתבסס על אמון. אני חושב שכולנו יודעים שהוא לא מוכן לפריים טיים, זה אולי משהו עתידי. אני לא בטוח שאפילו בעתיד הדבר הזה יסתדר - אבל כבר מישהו הציג את האלטרנטיבה של מערכת שלא מבוססת על אמון.

ולמה זה קרה? כי אותו מישהו או מישהי [סאטושי נקמוטו] מכיר בחסרונות ובעייתיות של אמון ושל הסתמכות על הדבר המאוד לא מוחשי הזה: אמון הציבור, ומה שקורה לציבור כשהוא נכנס

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

אנחנו כמובן נמצאים, בפרט היום, בעובי הקורה, וגם פרסמנו לא מעט הנחיות לאחרונה שהרחיבו מאוד את הגילוי שניתן על ידי החברות הללו. כמו שאמרתי אני לא רוצה להתייחס בהרחבה אבל אנחנו מצויים שם והדברים נבדקים ומקבלים ביטוי.

אלון גלזר

אני חושב שהתקופה הכי מסוכנת שהבנקים אופטימיים והפיקוח לא לוחץ עליהם מידי. לדעתי ה 3 שנים האחרונות היו כאלה. הדוגמא של אמיר לגבי העברת התיק הזמין לתיק לפידיון נהדרת. אני חושב שלפני 10 שנים אחרי המשבר בנק ישראל אומר לבנק הפועלים לך תגייס כסף והיום הוא אפשר לו לעשות את זה. לדעתי הסיכון הכי גדול הוא תיק הנדל"ן של הבנקים. תיק האשראי בכלל של הבנקים צמח מסוף הקורונה באופן דרמטי. במשך 12 שנה התיק צמח באופן מתון מאד, ומאז ראינו צמיחה חדה ומסוכנת. אם בשנת 2012 בנק ישראל אמר לבנקים, תשימו הפרשות בגין התיק למשכנתאות שלכם, אז דווקא בשנים האחרונות, בנק ישראל כמעט ולא התערב, ואפשר לבנקים לצמוח כמו שהם רצו, באופן מוגזם לדעתנו, באשראי הרבה יותר בעייתי ממשכנתאות - אשראי לזמנים וקבלנים, ואני חושב שזה הסיכון העיקרי. הצמיחה בתיק הנדל"ן היא עצומה. בשנתיים שלוש האחרונות הצמיחה בתיק באשראי היא גבוהה. ואני חושש, שהפורום הבא של שווי הוגן יהיה על הצמיחה המוגזמת בתיק האשראי של הבנקים. לסיכום, אני חושב שפה הבעיה: הבנקים היו מאד אופטימיים ובנק ישראל כמעט לא עצר אותם מלצמוח כמה שהם רוצים בשנים האחרונות.

הילה קונפורטי

אני לא חושבת שיש כאן ענין של ארביטראז' רגולטורי. יש פה פעילויות שנמצאות בשתי נקודות שונות במישור תשואה סיכון. בעיניי החוץ בנקאי, כל עוד מי ששם את הכסף מבין את הסיכון שאילוי הוא נכנס - שזה עניין השקיפות והגילוי, אם הסיכון התממש והוא הבין אותו אז אני לא רואה פה שום בעיה. לעומת זה בבנקים הבעיה היא לשמור אותם ברמת סיכון נמוכה כדי שבעיקר הסיכון של RUN ON THE BANK לא יתממש. האמון הוא קודם כל בזה שרמת הסיכון נתפסת כנמוכה מספיק. לכן חשוב שהרגולציה

לסיום, בואו ונסתכל על הגרף הזה ופה נסיים. זהו קצב השינוי בפיקדונות הבנקאיים בארצות הברית. הפיקדונות הבנקאיים בארה"ב, כמו שאמרתי קודם, בורחים בקצב אדיר מהבנקים הבינוניים אל ארבעת הבנקים הגדולים (ג"י פי מורגן, בנק אופ אמריקה, וולס פרגו וסוטי). עם זאת, ביחד עם הבריחה הזאת כסף גם הולך למקומות אחרים - לקרנות המקבילות לקרנות כספיות וכן הלאה. תסתכלו בשורה התחתונה - קצב השינוי הוא השלילי ביותר מאז 1930. אפילו ביחס ל-2008, אנחנו נמצאים כעת בקצב הרבה יותר גרוע. ב-2008 קצב השינוי ירד אבל הוא נותר חיובי - כעת אנחנו בקצב שלילי.

רעות קסלר

דובר לא מעט על הבנקים, אני ארצה להתייחס גם לחברות האשראי החוץ בנקאי. טרם הקורונה, מאז התחלנו תקופה שטרפה את הקלפים, עשיתי עבודה שבדקה את הפער בין תשואה להון בבנקים לתשואה להון בחברות האשראי החוץ בנקאי, וכצפוי בבנקים בתחום שהוא רווי רגולציה תשואה להון הייתה בזמנו משמעותית נמוכה יותר. עכשיו זה לוקח למקום של תשואה מול סיכון, עברנו את התקופה של הקורונה, היום אנחנו מצויים בתקופה של עליות ריבית, והדבר הזה גובה מחיר. החברות הללו נותנות אשראי, אני אומר בזהירות, שנתפס כמסוכן יותר מהאשראי שניתן על ידי הבנקים. הן לא מפוקחות בפיקוח יציבותי מאחר שאין שם צד של פקדונות. המימון שלהן מגיע מהמערכת הבנקאית, ומגיוס אג"ח בשוק ההון. כשאני מסתכלת על איך החברות הללו מושפעות היום מהעלייה בשיעור הריבית, אז אנחנו פחות נוטים לראות שם את ההשפעה על צד ההכנסות מאחר שמלכתחילה הריבית שהחברות הללו גובות היא גבוהה משמעותית מהריבית שניתנת על ידי הבנקים. עם זאת, בצד ההתייבובות לא מעט אשראי שהם לוקחות הוא און קול, אשראי בריבית משתנה, אז כמובן שהמרווח לא עולה כמו שאנחנו רואים בבנקים. לא רוצה לומר שזו איזושהי התממשות של הסיכון אבל כמו שאמרתי שאלה של סיכון סיכוי, היום אנחנו בתקופה שהיא מסוכנת יותר וזו המשמעות בחברות הללו. אני לא רואה את כל החברות הללו כיחידה אחת, יש סקאלה רחבה גם באספקט של מח"מים וגם באספקט של מדיניות חיתום, אבל כן באופן כללי העלייה במרווחים נמוכה יותר מאשר בבנקים. שלומי, התייחסת לנושא של הפרשות, אני לא ארחיב יותר מידי.

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

נטלי ג'ייקובס

בקשר למה שנאמר לגבי עסקאות ריפו, ראינו מאז מרץ 2020 התפתחות משמעותית בשימוש במכשיר הריפו לצורך נזילות דולרית ומימון מהיר. המוסדיים, הבנקים וגם חברות, משתמשות בעסקאות הללו, ובמשבר הנזילות בקורונה נעשה שימוש נרחב גם על ידי בנק ישראל כשהיה צריך נזילות במערכת הפיננסית. זה מכשיר שתחילה שימש רק להחלפת תיק אג"ח סחיר בנזילות דולרית, והיום זה משמש גם לפוזיציות מטבעיות. בהקשר דומה של השאלות של ני"ע ישראליים, אנחנו מלווים מקרוב את פתיחת מסלוקת הבורסה לחברות ישירה של הגופים המוסדיים. לגבי הרחבת האפשרות לבצע עסקאות ריפו, דיברנו בזמנו גם עם משרד המשפטים, שהגיע הזמן שיפתח את הריפו לשימוש גם כאשר מדובר במניות וגם באגח של ממשלות של מדינות זרות. למשל אג"ח של ה-US TREASURY, לפי הדין הישראלי, לא יכול להיסחר כריפו בהתאם להגנות של של חוק ההסכמים בנכסים פיננסיים. החוק הזה מאפשר היום עסקאות ריפו רק על אגח מדינת ישראל ועל אגח קונצרני. לכן אנחנו קוראים למשרד המשפטים לבוא ולפתוח את השוק הזה יותר, ולאפשר השגת נזילות דולרית ונזילות לזמן קצר גם עם אג"ח של ממשלות זרות ומניות. ראינו שהחוק הזה עובד מצוין כבר משנת 2006 בה החוק עבר, אבל במקרה של ריפו בגלל המגבלות אין מספיק שימוש, וזה מכשיר שמאוד יכול לעזור בהקשרים האלו של סיכונים נזילות.

ריקי אליאס

אני אשמח להתייחס רק אולי לשתי הערות:
1. בהקשר של מה שאלון העלה, לגבי הצמיחה באשראי בשנים האחרונות. זה לא היה ככה מהעניינים של בנק ישראל, אני אזכיר שזו הייתה תקופת קורונה ורצינו להמשיך לתת לגלגלי המשק להמשיך לפעול ולכן המערכת הבנקאית הייתה שם כדי לתת אשראי למרות אי הודאות המשמעותית באשר לכושר הפירעון של האשראים ואפילו נקטנו בהקלות רגולטריות כדי לאפשר את זה ואני חושבת שזה הוכיח את עצמו.
2. בנוגע להערה של AT1, מכשירי הקוקו שקיימים בישראל הם מכשירים שנכללים בהון רובד 2, שהם מכשירים מומרים או מופחתים רק כאשר יחס ההון יורד מתחת ל-5% AT1 אילו

בטח במערכת כמו בישראל תשמור על רמת סיכון של הבנקים נמוכה, יש להפעיל רגולציה בהחלט מחמירה. לא צריכה להיות רמת רגולציה אחידה לכולם בעיניי.

רון מאירי

אני אתייחס קצת לשאלות שעלו פה. קודם כל, ההשוואה ל-SVB, נכון יש פה כשל ניהולח ופה מדובר בלא פחות גם בכשל רגולטורי. היה דוח שיצא בסוף שבוע, כמו שהאמריקנים יודעים לכתוב דוח בן 200 עמודים על איך נפל בנק, היה שם במודלים הפנימיים ראו שיש בעית נזילות. אז הם שינו את המודל. אם יש בעיה במודל אז משנים אותו והרגולטור לא אומר כלום?. בישראל זה לא יכול לקרות, יש את מודל LCR אבל הוא לא חזות הכל. הבנקים מפעילים הרבה מודלים לנזילות, יש מודלים של פיזור מפקידים, אורות אדומים וכו'. יש המון מודלים של נזילות בישראל ולכן אני לא רואה את זה קורה לפחות בטווח הנראה לעין. וזה לא רק פיזור של מפקידים אלא גם פיזור של הכנסות - דבר שאני לא רואה במקרה של SVB. בנוסף צריך לזכור שהשקל הוא לא מטבע סחיר. אנחנו מערכת סגורה. נכון שהקרב עובר לקרנות אבל לאן מגיע השקל האחרון? בנק ישראל הוא הנושא בסיכון של הנזילות במערכת הבנקאית הישראלית. פעם היו הלוואות מבנק ישראל היום יש פיקדונות בבנק ישראל וזה לעולם ימשיך כי בסוף אין ברירה. שוק ריפו, אם זה יקרה זה יהיה דבר מעולה. לעניין רגישות הריבית - דיברו פה על באזל ומגבלות של 15%, 20% למודלים באמת יש השלכות מאוד גדולות ברגישות הכנסה וגם ברגישות ערך שנובעים מהנחות התנהגותיות כאלה ואחרות. לעניין זה, אם הפוליטיקאים יחליטו לשים פה ריבית אז השיטה אמת עשויה להביא לקריסה של המודלים, ושיטה אחרת להשאיר אותה בצורה כזו אחרת. לא שאני מבין למה צריך בכלל התערבות של פוליטיקאים אבל זו כבר שאלה אחרת. אם משווים לארה"ב שם יש להבנתי 2 סוגי חשבונות: אחד שהוא תפעולי עם ריבית 0. וחשבון נוסף לא תפעולי שבו קיימת הרבה מגבלות כמו מגבלת משיכה אז זה נותן יציבות לבנקים. הערה אחרונה, עניין הקוקו מאוד ברור בישראל. אם הבנק הוא עסק חי הקוקו יכול להיות מומר או מופחת ואם הבנק הוא לא עסק חי אז קודם כל בעלי המניות חוטפים. ובעניין הזה חבל שאין את ה-AT1. זה עוד שכבת הגנה שעוזרת לנהל סיכונים בבנקים.

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

האמצעי מרחיק הלכת מצד בנק ישראל. יש לזכור כי בנק ישראל אחראי על יציבות המערכת הבנקאית ועל כן הוא מעין "Counter party" של מחזיקי אג"ח הקוקו. המודל המקומי שונה מהמודל האירופאי ששם הקריטריונים לקביעת אי קיימות מוגדרים מראש ובמסגרת דירקטיבה שפורסמה. יש בדירקטיבה האירופאית קריטריונים אובייקטיבים, מתודולוגיה, הוראות הפעלה מוגדרים מראש שיאפשרו לרוכשי הקוקו אפשרות לתמחר טוב יותר את הסיכון להפעלת הקודו על ידי הבנק המרכזי. הדירקטיבה היא מעשה חקיקה ולכן יש גם וודאות רבה יותר מהשיטה הישראלית במסגרתה, בנק ישראל קובע לעצמו במסגרת הנב"ת את הוראות ההפעלה, הוראות שעשויות להשתנות מעת לעת. הגמישות וחוסר הוודאות מייצרים לטעמנו תמחור חסר לקוקו המקומי. כפי שראינו במקרה של קרדיט סוייס לעיתים, הסיכום מתממש וזו חייבת להיות נקודת ההנחה של כולנו.

יעל וייס

אפשר רק להגיד שגופי פנסיה כנראה משקיעים במוצרים שהם יותר מסוכנים מקוקו קוקו 1 tier של הבנקים.

ריקי אליאס

מתי ה-AT1 נמחקים או מתממשים? רק שיחס ההון יורד מתחת ל-7%. זה לא יחס מאוד נמוך. ואז מי שמשקיע ב-AT ONE כל מיני גופים פנסיונים שמאחוריהם יש את גב' כהן מחדרה שמפסידה את כספה. לא ראינו סיבה שהיא תהיה נחותה ממפקיד בבנק ולכן לא אישרנו מכשירים אלה.

אביבה וייס

הדיון הוא מאוד חשוב ומעניין, ואנחנו הגענו היום בעיקר להקשיב.

מירב בן שושן

אני רוצה להגיד משהו לגבי ה-CECL, אמרתם שבמהלך השנה ציפיתם שהבנקים יעלו את ההפרשה הקבוצתית. אגב מה שקורה בסביבת הריבית והמאקרו. ובפועל לא ראינו את השינוי הזה. אז

מכשירים שמומרים או נמחקים כאשר יחס ההון יורד מתחת ל-7%, שזה לא שיעור מאוד נמוך. מי מפסיד כשיעורי יחס ההון יורדים לרמות האלה? המפסידים הם מי שהשקיעו במכשירי הקוקו זה בדרך כלל המוסדיים. ואז יוצא שגופי הפנסיה כאילו ממנים את המפקידים. כי כשיחס ההון מתחת ל-7% הם מתחילים להפסיד. אז למה שגופי הפנסיה יפסידו על חשבון המפקידים? בשל כך אנחנו לא מאשרים במערכת הבנקאות הישראלית מכשירי קוקו וגם היום אני חושבת שהשיקול שהפעלנו אז רלוונטי להיום. מה שקרה ב-Credit Swiss זה משהו שאסור שיקרה. בעצם שינו את תנאי הנשייה, נתנו עדיפות לבעלי המניות על פני בעלי הקוקואים. וראינו איך האנגלים ביקרו את זה ואני מניחה שהתביעות בדרך. זו היית הטעות אבל הם מצאו שם איזה פרצה בחוק כדי לאשר את זה.

עודד שריג

מילה אחת רק על ביטוח פיקדונות בישראל. ב-2008, אני חושב, שפרופ' סטנלי פישר אמר שבנק ישראל לא ייתן לאף בנק ליפול, וחברות הדירוג ראו את זה אז כביטוח פיקדונות בפועל.

ריקי אליאס

גם שר האוצר התבטא בנושא ואמר שיעשה הכל כדי לשמור על היציבות הפיננסית.

ארנון שגב

אני סולד מהעמדה של בנק ישראל. אני חושב שהבעיה היא בעיה תמחורית. הבעיה באה לידי ביטוי בחוסר הודאות ביחס לתנאים בהם בנק ישראל יפעיל את הטריגר של אי הקיימות. כידוע, בקוקו ישנם שני טריגרים למחיקה או להמרה. טריגר אחד כמותי אובייקטיבי והוא מתייחס להגעה להון עצמי רובד ראשון של 5.5%; טריגר שני, סובייקטיבי ומופעל על ידי בנק ישראל אם הוא סבור שהבנק הגיע לנקודת אי קיימות. בניירת המשפטית של הקוקו הישראלי מוקנה לבנק ישראל שיקול דעת רחב ביותר ללא קריטריונים קבועים מראש באיזה נסיבות ניתן יהיה לקבוע כי התמלא הטריגר של אי קיימות. חוסר הוודאות הזו היא היוצרת תמחור חסר של הקוקו המקומי שכן לא ניתן לבנות מודל הסתברותי להפעלת

כשלים בניהול סיכונים בבנקים בעולם:
האם תופעה נקודתית או מערכתית ומהן
ההשלכות על הסקטור הפיננסי בישראל?

חשוב ורחב עם שלל היבטים וזוויות ואני מקווה שיש מישהו שמתכלל את כל זה, כי יש פערים רגולטוריים גדולים וככל שמדובר על סיכון הריבית לטעמי גם הרגולציה הבנקאית היא חסרת שיניים לאור מה שאמרנו. אנחנו לדעתי באירוע משמעותי שבו "כמה דברים מגיעים ביחד" ולכן צריך לפעול במהירות כדי לסגור את הפערים הללו. אני רוצה להודות לכולם שהגיע ומקווה שיצאתם מפה עם תובנות. תודה רבה.

אני רוצה לחדד כי יש הרבה סמוי מן העין. ביציאה לדרך, הרבה מהבנקים הגדילו את ההפרשה במעבר משיטת ההפרשה הישנה לשיטת ההפרשה החדשה כמו כן חלק מאותו גידול היה גם בעקבות הקורונה, כל אחד עשה את זה בדרכו שלו (חלק בהנחיית בנק ישראל), במקביל גם היו הפרשות על MOC. המודלים לא היו מושלמים לגמרי ויצאו עם הפרשות גדולות גם על דיוק המודלים וגם על קורונה. במהלך החצי שנה הראשונה הבנקים שיפרו את המודלים, הפחיתו בהפרשה ובמקביל למהלך של יציאה מהקורונה. מהצד השני, התחילה עליית הריבית. כלומר במהלך החציון השני של השנה התחילו לראות את השפעת המאקרו, השפעת עליות הריבית על ההפרשות. כלומר המספר האבסולוטי אולי מראה סביב האפס או עליות לא משמעותיות אבל בפנים יש סיפור שלם שמצד אחד יש ירידה בהפרשות כתוצאה מ"שיפור" המודלים ויציאה מהקורונה ומנגד עליה בגלל המצב המאקרו כלכלי.

אמיר ברנע

בנקים נותנים אשראי. הסיכון במתן האשראי כולל פרמיית סיכון. איך זה ש-CECL לא גדל בשנת 2022? אני ציפיתי שבשנת 2022 יהיה גידול ב-CECL. אין גידול בפועל. האם הפחתת הפרשת הקורונה קיזזה בדיוק את ה-CECL? ב-2023 צפוי לראות גידול בהפרשות ל-CECL.

מעריך שווי שמסתכל על בנק קודם כל בוחן 2 פרמטרים שמקובלים בהערכות שווי: מכפיל ההון ומכפיל הרווח. יש לנו בעיה עם מכפיל הרווח. מכפיל הרווח מכיל בתוכו רווחים הנובעים משינוי בערך נכסים כמו למשל אג"ח סחיר ולכן הוא לא מבטא את הרווח בהיבט פרמננטי. במכפיל ההוני, שמענו איזו מהלך מכוון אפשר לעשות כדי להשפיע על ההון למשל לסווג נכסים לפדיון במקום זמינים למכירה שזו החלטה שרירותית. עכשיו אני מסתכל על מכפיל ההון של הבנקים, אומרת לנו ריקי שבעצם יחסי הון הם קריטיים לקוקו ולכל אלמנט אחר. ואני רואה שאם אפשר להשפיע על ההון בצורה מכוונת ומוצהרת וכל כך פשוטה, אז כל מה שצריך לעשות בתקופה של העלאת ריבית, זה לדחוף לפדיון חלק מתיק ניירות הערך.

שלומי שוב

תודה אמיר אנחנו רוצים לסיים את הדיון. אני חושב שהיה לנו דיון



פורום שווי הוגן | FVF FAIR VALUE FORUM

איכות הדיווח הכספי והביקורת
בעידן ה-AI: חסמים והשלכות
על שוק ההון

תאריך המפגש: 5 ביוני 2023

נושא המפגש: "איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI: חסמים והשלכות על שוק ההון".

[לחץ כאן](#) קישור לחומר הרקע למפגש:

[לחץ כאן](#) קישור לרשימת המשתתפים:

צוות מקצועי: ירין לוי, רותם שבע, נדב אילוז, דניאל רומנו, פלג זבנוביץ', גיא יעקובי

שלומי שוב

המבוקרים. כלומר, מצד לקוחות הביקורת, למה הם צריכים את זה? הם מקבלים היום את החתימה, אף אחד לא רוצה חשיפה מלאה מה גם שזה פוטנציאל לגילוי טעויות ולא קל, כמו שאנחנו יודעים, להתמודד עם טעויות בחשבונאות. מבינים את האבסורד? עדיף לא למצוא את הבעיות.. ובכלל יש חשש גדול בקרב עובדי החברות, לרבות אנשי מערכות המידע עצמם, שיחליפו אותם.. מצב אבסורדי כבר אמרנו.

גם מהצד של המבקרים יש מצב אבסורדי. מצד אחד הם לא תמיד מקבלים מהמבוקרים את הכוח לעשות ביקורת מבוססת דאטה וכמעט אף פעם לא ברמת חיבור אונליין למערכות המחשוב של החברות המבוקרות. צריך לזכור גם שמצד שני יש להם את המודל העסקי שמבוסס בעיקר על כוח אדם זול של מתמחים וחיובי שעות. ככל שעוברים לעובדים מיומנים ומעט שעות המודל העסקי הזה לכאורה "נופל". לצערי כבר ראינו את זה בכמה וכמה הזדמנויות שההסתכלות של המשרדים לראיית חשבון שבנויים כשותפויות היא לא מספיק ארוכת טווח.. אגב, צריך להיזהר משימוש של המשרדים בתירוצים כמו שאוטומציה של ביקורת לא "תאפשר" על ידי הרגולטורים או הכללים ובכך לשחק לידיים של החברות המבוקרות ולעכב את כניסת הטכנולוגיה במלוא העוצמה. יש כאן סוג של "מעגל שוטים", ולכן לדעתי חייבת להיות התערבות

בוקר טוב, אנחנו עוסקים הבוקר בנושא השלכות ה-AI על תחום ראיית החשבון רבתי. לתחושתנו למרות שנושא ה-AI באופן כללי עלה לשיח ציבורי משמעותי בחודשיים האחרונים עם השקת ה-ChatGPT השיח של השפעת השינויים בתחום שלנו הוא הרבה יותר מצומצם ובעיקר כולל התייחסות שטחית לגבי ייתור המקצוע. המקצוע לא הולך להתייטר אבל איך שאני רואה את הדברים הוא כן הולך לעבור שינוי דרמטי וחשוב - וכל השחקנים נדרשים להיערך לזה.

בשורה התחתונה כפי שלדעתי נראה בהמשך הדיון, החסמים לדעתי הם דווקא לא טכנולוגיים, אלא כפי שנראה הם בעיקר אנושיים - בעיקר נובע מאנשים שחוששים מהחלפה, תרבות ארגונית, שמרנות יתר ומשינוי מודל הרווחיות. אני חושב שההסתכלות שנובעת מהחשש שהמשרות יחלפו היא לא נכונה ובכל מקרה לא תוכל להחזיק מעמד לאורך זמן. במקדם או במאוחר זה יגיע ויעשה מהפכה גדולה. מי שלא יהיה מוכן פשוט יעלם.

החסמים היום הם רבים - הכל מתחיל בצד של החברות המבוקרות עצמן - המצב היום הוא מאד נוח להם - הן מקבלות את החותמת של המשרד ולא צריכים להישף לגמרי בזמן אמת אל מול

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

מדגמיות בדיעבד. בכלל הביקורת הידנית האלה נראות כיום מגוחכות. תגידו לי-מי עונה היום לביקורת אישורי יתרה מלקוח? זה בדיחה.. אגב, בארה"ב כבר כיום יש פתרונות טכנולוגיים לכך. ה-AI צריך לסייע במציאת אנומליות ובתכנון הביקורת, כך שרואה החשבון צריך לבדוק את החריגות ולהתרכז בעיקר.

רק להמחיש לכם, בפרשה שהתגלתה לפני כשלוש שנים של הטעות שהיתה בדוחות בזק בגין חברת הבת - בזק בינלאומי של משהו כמו 200 מיליון שקל, ציין הבדוק שמונה - מיקי בלומנטל שהרקע לטעות היה ריבוי פקודות ידניות. בהחלט יתכן שאפילו הפרשה של נגב קרמיקה שבהם נעשו פקודות ידניות מניפולטיביות היתה נמנעת במצב דברים כזה. שימו לב שהמחקר שהצגנו בחומר הרקע מצביע על ירידה משמעותית בכמות הריסטיימנטים ככל שיכנס ה-AI.

כשאנחנו מסתכלים על ישראל - בכלל המקצוע כאן נמצא בנחיתות ביחס לעולם ורואים את זה הכי טוב דרך שכר הטרחה הנמוך יחסית לעולם. לדעתי בכלל זה לא מצב תקין שאנחנו המדינה היחידה בעולם המערבי שאין לה גוף פיקוח חיצוני על רואי חשבון PCAOB, כללי רטציה וכיוצ"ב.

ממה שאני מבין אנחנו נמצאים בפיגור טכנולוגי אחרי העולם בנושא של שילוב טכנולוגיה במערכות הדיווח והביקורת, אבל צריך לזכור שיש לנו כאן חסרון לקוטן במקרים רבים. אני חושב שנדרשת התערבות רגולטורית שתחייב יצירת סטנדרטיזציה של מערכות מידע ERP בחברות ציבוריות מגודל מסוים. כלומר, אם עסק הגיע לרמה של כמות עובדים והכנסות מסוימת צריך לדרוש ERP מינימאלי (כמו פריוריטי) ומעל רף מסוים גם ERP מתקדם ברמת סאפ או אורקל. בכל מקרה לדעתי הרגולטור צריך להגדיר מה צריך להיות ולא לכוון לפירמות מסוימות כמו. כך למשל, לא יכול להיות שהיה תהליכים ידניים של תהליכי רכש מול הספקים בחברות בינוניות ומעלה. חייבים לדרוש דיגיטציה ומיכון.

תחשבו כמה זה חשוב לקבל מהמבוקר את המידע הזה של חשבונות, תעודות משלוח, הזמנות וכו' - מידע שלם ומדויק לצרכי אנליזה. כשיש מערכת ERP מתקדמת אפשר ללמוד למשל מתוך הדאטה על "שרשראות המסמכים". למשל בחברה שמוכרת סחורה מצופה שלכל שורת הכנסה בספר הראשי (כלומר, תנועת יומן) תהיה שורה מקושרת של חשבונות ושאליה תהיה מקושרת תעודת משלוח ואליה תהיה מקושרת הזמנה - ושתהיה התאמה דיגיטלית בין כל המסמכים ברמת כמות הסחורה והמחיר. זה

רגולטורית ותכף אגיע לזה.

כדי להמחיש עד כמה שוק ראיית החשבון רבתי הכלל עולמי הוא כיום "שבור" די לציין כי בתוך שוק ה-SOX העולמי של כ-24 מיליארד דולר בשנה רק 4.7% הוא מבוסס טכנולוגיה!

אני חייב להגיד לכם שבכמה מקרים בעבר פנו אלי יזמים מוכשרים שרנו לייצר אוטומציה במקצוע ראיית החשבון - אבל אחרי שהבינו איך השוק עובד ממש נרתעו וברחו. זה שילוב של ריכוזיות כלל עולמית של ראיית החשבון (ביג 4) + מקצוע שמוכתב על ידי רגולציה שבמידה רבה מושפעת ממנו וגם מאד חוששת משינויים וקצת תקועה בעבר במילים עדינות (במילים פחות עדינות קצת מנותקת ממה שקורה). בואו נגיד שאם התחום שלנו היה פתוח באמת לתחרות חופשית סביר להניח שהשינויים היו כבר קורים בלי שהיינו צריכים לדבר על כך היום ולהעיר את הרגולטורים. אבל אני בכל מקרה לא רואה את המצב הנוכחי מחזיק מעמד לאורך זמן..

יש טענה רווחת, וראינו את זה אפילו ביום שישי האחרון בטור של עמית סגל בידיעות אחרונות, לפיה רואי החשבון יעלמו תוך שנים ספורות. אני חושב שזאת טענה שגויה, אבל כן המקצוע יעבור טרנספורמציה משמעותית - וזאת טרנספורמציה חיונית שאני מצפה לה. הטכנולוגיה תחליף את הדברים הטכניים ויש הרבה כאלה, אבל בסוף שיקול הדעת העסקי בדיוק כמו בעסקים יישאר בידי אנשים.

ה-AI יכול להחליף חלק מהמתכנתים אבל לא את אנשי העסקים. אכן תפקיד רואה החשבון יהיה אחר אבל זה נכון לגבי הרבה מקצועות כיום, ובמקרה שלנו זה לדעתי יקפיץ אותו למקום הנכון שהוא היה צריך להיות בו כבר מזמן-תפקיד של איש עסקים ויזם. כך אני משתדל ללמד את הסטודנטים שלי. לדעתי זה ישפר לאין ערוך את התדמית והכוח של רואי החשבון ויוביל להעלאת שכר משמעותית (אגב, אני חושב שהעלאת השכר שראינו בשנתיים האחרונות היתה רק תיקון עיוות של העבר והקפיצות המשמעותיות עוד לפנינו). תחשבו שלרואה החשבון תהיה גישה און ליין לכל הפעילות-הוא ממש סוג של מנכ"ל שמסוגל לבקר את העסק בצורה רציפה לאורך כל השנה. אני חושב שמכאן יגיע השינוי האמיתי בתדמית המקצוע-זה העולם המודרני של חופש המידע והעיסוק ולא מהתעסקות בלוביזם ושיווק.

אבל בואו נדבר על הטרנספורמציה הזאת גם דרך פרט "שולי" של איכות הביקורת ומכאן גם איכות המידע שמפורסם למשקיעים. אנחנו מדברים כאן על בדיקה מלאה בזמן אמת ולא על בדיקות

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

שלמים ומהימנים, להתאים את המידע למערכות שלו וכו'. זה מייקר ומאריך את התהליך. צריך לדאוג לכך שתהיה דרישה מהחברות המבוקרות לתת סט דאטה סטנדרטי, שלם, במבנה אחיד שמותאם לכולם.

אנחנו ממש לדעתי פסע לפני שינוי דרמטי והכרחי בתחום שלנו. כפי שאמרתי אני חושב שחייבת להיות כאן מעורבות רגולטורית בכמה מישורים. אגב, גם מסלול ההכשרה של רואי חשבון חייב לעבור שינוי דרמטי. אנחנו מדברים על זה הרבה זמן אבל חייבים ללמד את החשבונאות כשפת עסקים בצורה חשיבתית ויזמית ולתת לסטודנטים ידע בסיסי של שימוש בכלים הטכנולוגיים העדכניים. אנחנו עושים את זה כבר כיום. ונמצאים כאם מרצים שלנו - כמו פרופ' דורון ישראלי שמלמד AI. בהתאם גם צריך לשנות דרמטית את בחינות ההסמכה ואני בוכה על זה כבר הרבה שנים.

רוצה לספר לכם משהו. תרגמנו לאנגלית את המבחן שאני נותן לסטודנטים שלי בתיאוריה חשבונאית שזה מבחן של חשיבה חשבונאית - ממש הבנת הנקרא של עסקים כולל אינטרסים ומצבים עסקיים מבלבלים ומורכבים (מי שמכיר מהלינקדאין שלי) ונתנו לצט GPT לפתור - הוא נכשל במבחן. אגב בדרך הוא גם שיקר בביטחון ותפס פוזיציות. בהקשר זה, שמעתי שלאחרונה נתנו לורסיה המעודכנת של צט GPT לפתור את בחינת ההסמכה בראיית חשבון בארה"ב והמכונה עברה. זה אומר הכל - הקונספט של הלימודים והבחינות חייב להשתנות.

אני חושב שרק מהלך כולל כזה יקפיץ את המקצוע - ייתן לו הרבה מאד כוח ויקרה - תחשבו כמה עוצמה יש בחשיפה לכל המידע של החברות - אבל שימו לב שמצד שני גם יגביר את האחריות כי רואה החשבון יראה את כל המידע - הוא כבר לא יוכל להסתתר מאחורי שזה לא בא לידיעתו. אבל זאת הקפיצה שצריך לעשות. זה יגרום גם להתרכז בעיקר ולא בטפל ולמנוע, לפחות חלק, מהשערוריות החשבונאיות הגדולות שראינו בשנים האחרונות ותוך כדי גם לסייע להתנהלות של החברות עצמן.

מה שכן, המהפכה הצפויה תחדד את נושא בעיית אי התלות. לצערי אני חושב שאנחנו בד"כ מסתכלים בטפל ולא בעיקר. זה מעלה גם את השאלה שמדברים עליה גם בעולם, של הפרדת היעוץ מהביקורת. יש כאן שאלת עומק שכנראה אנחנו בישראל לא נכריע בה. אבל תבינו את האבסורד, אני לא בטוח שאם היו תיאורטית מפרידים בישראל את היעוץ מהביקורת היתה זכות קיים לביקורת! זה אומר דרשני וצריך להעיר את כל הרגולטורים!! כמדברים

מאפשר למבקר למשל לאתר איפה יש עסקאות שלא עברו תהליך סטנדרטי ו/או שאינן מתנהגות כפי שצפוי ולמקד את מאמצי הביקורת שם.

אנו רואים בשנים האחרונות שיש תהליכים בחברות של החלפת מערכות, וזה לא רק הנהלת החשבונות אלה כעת גם כל התהליכים בארגון - ולכן רגולציה חדשה כזאת היא בהחלט בזמן ובמקום הנכונים. לדעתי צריך להיות חיבור גם למערכת המס ושיתוף פעולה בין הרגולטורים, כך למשל אפשר למנף את האוטומציה במע"מ לטובת הביקורת, ועוד.

יש כיום מצבים אבסורדיים שלמשל רוב התהליכים בחברות בתחום הקמעונאות אונליין כמו אתר סחר הם ידניים למרות שהיינו מצפים בחברות כאלה שכל התהליך יהיה ממוחשב. אז זה נכון שצריך להיפטר מכוח אדם וזה המלכוד שדיברנו עליו. יש אפילו מצבים שלחברה כבר יש מערכת ממוחשבת לניהול מלאי אבל עדיין מסיבות אלה מנהלת זאת ידנית - מה לעשות האנשים התרגלו לעבוד בניירות ובאקסל ובתכלס הפוליטיקה הארגונית יותר חזקה מהכל גם אם היכולת קיימת. לכן צריכה להיות כאם לדעתי דחיפה רגולטורית שרק תסייע לחברות להתנהל נכון בראיה כלכלית.

מאחר ונקודת המוצא של המקצוע צריכה להיות שרואי החשבון חייבים לבצע תהליכים שהם "דאטה דרייוון", הרגולטורים צריכים למצוא את הדרך לחייב את החברות לאפשר לרואי החשבון להתחבר און ליין למערכות המידע של הלקוחות. אז יש לא מעט תירוצים של כמו בעיות פרטיות ואבטחת מידע. אני חושב שזה לא משהו שאי אפשר לפתור, אבל כמו שאמרתי חברות גדולות וחזקות כמו בנקים לא ימהרו לתת את הכוח הזה לרואי החשבון שלהם, כשהן מקבלות מהם כבר כיום את החותמת בלי זה. אני חושב שעד שהמפקח על הבנקים לא ידרוש זאת מפורשות מהבנקים זה לא יקרה. אגב, אפשר לעשות גם מהלך שנותן בהיבט זה חיסיון לרואי החשבון. אגב, לגבי החברות הקטנות אין ממש צורך להכריח כי לרואי החשבון יש בדי"כ כוח עליהן כבר כיום.

צריך להבין שהנושא של חיבור אונליין לארגון והרצת כלים על בסיסי הנתונים של הלקוח, יחסוך למבקר את כל תהליך יבוא הדאטה והתאמתו למערכות ויהפוך את כל הביקורת מבוססת הדאטה ליותר קלה ומשתלמת וגם יאפשר להיכנס באופן רציף בכל נקודת זמן ולא רק בנקודות חתך כמו היום. תחשבו שכיום, במקרה הטוב, החברות לא מקלות על רואה החשבון המבקר והוא חייב לדאוג בעצמו לאפיין לכל לקוח את השליפות, לוודא שהנתונים

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

הליך למידה שמפוקח רגולטורית ואחיד. כי אם הליך הלמידה יוצר תוצאות שונות או וריאציה של תוצאות שונות, אז מה אני מקבל בדיוק ועל מה אני מסתמך?

שנית, המודל מתקשה בהבנת הקשרים תרבותיים ואתניים. יכול להיות שאם יוכנסו נתונים מחו"ל אז יש להם אינטרפרטציה אחרת, אולי גם הקשרים מבחינת החברה - מה שנקרא הבנת הקשרים תרבותיים שישפיעו על תוצאות הביקורת.

שלישית, המודל רגיש לדירוג של חשיבות הנתונים. מוצגת לו בהליך הלמידה איזושהי היררכיה על מה להתייחס או למה לתת משקל והוא מאוד רגיש להיררכיה הזו.

רביעית, המודל הוא "קופסה שחורה" כלומר אין בו שקיפות. אני שואל אותו שאלות, הוא עונה לי. אני לא יודע על מה הסתמך. אני לא רואה את הקרביים. כלומר, שאי אפשר להסתמך על הליך אוטונומי מוחלט כמו שגם מכונת אוטונומית עוד אין. יש שיפור בסביבת הנהג. לכן השילוב של הטכנולוגי עם יכולת ההבחנה האנושית נראה קריטי, לפחות בשנים הנראות לעין.

צודק שלומי שאומר שפה תהיה השפעה לא רק על מערכות הפיקוח והביקורת אלא גם על מערכת לימודי מקצוע ראיית החשבון, לא רק לימודי ראיית החשבון אלא גם על מקצועות נוספים. ולכן צפויים לימודים אוניברסיטאיים שהם שונים בצורה משמעותית ממתכונת הלימודים הנוכחית.

משה אטיאס

אני חושב שהכשלים בדרך כלל נובעים לא מהמערכות הכספיות אלא מהמערכות התפעוליות שנבנו במשך השנים שמכילות ידע מאוד ספציפי לארגון ויש פחד מהמנהלים לאבד אותם. ואז הם באים עם כל מני ממשקים אני רצת ERP אבל בוא תתממשק לי עם זה.. תשאיר לי את זה ואם אתה שואל אותי - הכשלים הם בדרך כלל בפן התפעולי והלוגיסטי שבסוף הן מגיעות למערכות כספיות, אבל לא תמיד אחד לאחד.

זאת הבעיה הכי גדולה כי צריך אומץ בארגון להגיד "בוא נהרוג את זה ומכאן נתקדם". זה לא רק עניין של כסף אלא גם עניין של אומץ. לדעתי ההתנגדות תבוא מהחברות עצמן, למרות שזה יכול לעזור להן - האחריות היא גדולה.

במחקר על ירידת שכר טרחה כתוצאה מה-AI בארהב - ביחס לישראל זאת עליה משמעותית.

אני חושב גם שהמהפכה תתרחש בסופו של דבר כי גם הדור הצעיר הוא דור אחר והסטודנטים האיכותיים לא מוכנים יותר לעשות עבודות טכניות. כבר היום אנו רואים שהמשרדים מוציאים עבודות טכניות להודו ואני לא בטוח לצערי שזה הרבה יותר זול מישראל (חח אנחנו במידה מסוימת ההודים של ההודים).

המתמחים שלנו רוצים וצריכים לראות את הביזנס מלמעלה וזה יעניין אותם ויהפוך את התחום לסקסי ביותר. זה דור אחר שלא מוכן לקבל כל דבר.

נמצאים איתנו כאן היום כל הגורמים הרלבנטיים - נציגי חברות, רואי חשבון, רגולטורים וגם חברות סטראט אפ שפועלות בתחום. אנחנו גם נשמע על שני יוז קייסס של חברות שהפכו לאחרונה את תהליך הסוקס שלהם לאוטומטי: פייבר וכיל - ICL.

אמיר ברנע

הערה אחת לנושא שאינני מומחה בו. שמענו משלומי שהליך הביקורת שמיועד לאיתור שגיאות, חריגות, חוסר התאמה, הונאות ומהווה חלק מאישור הדוחות הכספיים, מתווים לבניה מלאכותית שביכולתה לבצע בדיקות נתונים ולאחר שגיאות במסד נתונים גדול במהירות, ביעילות בזול וזה תוך הליך של לימוד עצמי - כלומר הליך מתמיד של שיפור.

בעקבות המלצה זו פניתי ל-Chat GPT, אגב, הוא עונה לי בעברית. הייתה לי איתו שיחה חברית ואפילו אינטימית. שאלתי אותו "תניח מצב בו הליך בדיקת נתוני החברה הוא AI. אני כמנהל רוצה להראות בדוח השוטף רווח גבוה. מה ניתן לעשות כדי לקבל אישור AI לתוצאה הזו?"

הצ'אט ענה לי בנימוס חברי, שהוא מסייע רק לפעולות אתיות ומה שאני מבקש הוא לא אתי ואולי בניגוד לחוק. אחרי שקיבלתי תשובה מאכזבת זו. שאלתי את אותו הצ'אט "מה הכשלים האפשריים בשימוש ב-AI בביקורת?"

הוא נתן לי תשובה סטנדרטית עם 11 סיבות שגורמות להטיות. ראשית, על מה התאמן המודל? האם מוצגים לו מקרים חדשים או כאלו שמוטים מראש? אם מציגים לו מקרים שמוטים מראש, הרי שגם הוא מוטה מראש. הליך הלמידה משפיע על הביקורת. יש לנו בעיה אולי זה בעצם חופף למה ששלומי אמר כאמור, האם נדרש

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

1,500 שעות הולכות על ליבת עבודת הביקורת, כל שאר הזמן זה שעות "הכנת הראיות למשפט". אם התיק יגיע למשפט, הרו"ח המבקר צריך להכין אלף ראיות על עבודת הביקורת שהוא עשה. על כל דקה אחת של עבודת ביקורת הוא עובד עוד 10 דקות על תיעוד עבודת הביקורת כדי שיוכל להוכיח שהוא עשה.

הביג 4 צודקים 200%. תביעה כנגדם זה מיליארדים של שקלים לכן הם צריכים להכין את עצמם למשפט. העולם הזה של רואי החשבון היום הוא בעיקרו תיעוד. תיעוד התכנון, תיעוד הביצוע, תיעוד המעשה ופחות ליבת הביקורת.

אני חושב שהכנסת AI לעולם הביקורת תביא לשינוי (זוהי תלוי בביג 4), היא תעשה מהפך בצורת העבודה. רואי החשבון יהיו הרבה יותר אפקטיביים, הרבה יותר יעילים. רואי החשבון תמיד יידרשו להכין את עצמם למשפט אבל אין ספק שזה ישנה את תמהיל שעות העבודה שלהם בהיערכות שלהם לדבר הזה.

לדוגמא, אין אדם אחד ב- Deloitte שמוסמך להגיד יש X פרוצדורות בנהלי העבודה שלא יישמו בביקורת כי הן לא רלוונטיות לחברה. אלוני חץ זה לא יושבת רק בקומה אחד, אלא כל ההנהלה שלה יושבת במסדרון אחד ועדין מפעילים לי נהלים של חברות גדולות ומבזרות בארה"ב של אמריקה.

ארז סופר

אפשר להכניס מילה ולהציל את כבוד המקצוע? תשמע רשומי, על AI נדבר בהמשך אולם אתה תיאר אתנו רואי החשבון כחבורה של ארכאים, שמייצרים ניירות מאחר ואני הכי מבוגר פה בפורום. אספר כי בסוף שנות ה-80 כשהיה צריך לעשות ביקורת, היום קוראים לזה ביקורת דיגיטלית, אז קראנו לזה ביקורת באמצעות מחשב.

היו לוקחים מקבלים דטה על סרטים מגנטיים גדולים שנשלפו מבנקים, טוענים אותם למחשב שהיה מעבד את הנתונים כל הלילה והיינו עושים בדיקות חריגים כאלו ואחרים ועם הזמן זה התפתח. היום לצורך העניין, בכל המשרדים הגדולים יש מערכות מאוד מאוד מתקדמות שעובדי הביקורת, ולא בהכרח אנשי IT - שרואי חשבון מנחים את הנתונים באמצעים טכנולוגיים, כיום בכל המשרדים, קיימות מערכת שיודעת לשלוף את כל הנתונים הרלוונטיים ברמת שדות ולעשות חיתוכים, ניתוחים ועוד. כיום המשרדים מפעילים רובוטים (RPA) שחוסכים לעובדים את

שלומי שוב

כשזה וולנטרי, זה בדיוק השמרנות יתר שדיברתי עליה.. אבל אם תהיה דחיפה רגולטורית, זה לא יכול לעזור?

משה אטיאס

אני מבין טוב את מה שאתה אומר וברור שזה עוזר, אבל יהיה לך לובי מאוד משמעותי. כל החברות הגדולות במשק יש להן כאלה מערכות. ומה שהיה בבזק זה כשל במערכת שמתממשקת. לא מה ERP הבסיסי.. גם SAP ו-ORACLE אתה יכול לעשות אפליקיישן וכל המערכות שהן פריוריטי בסוף יש התממשקות. אגב אני לגמרי בראש שלך. ברור שהמקצוע משתנה ולטובה בעיניי.

אורן פרנגל

מה פתאום שרגולטור יתערב באסטרטגיה של מערכות מידע של חברה? רגולטור לא צריך להתערב במערכות מידע של חברה. תכף יתערב באסטרטגיות ומערכות עסקיות של חברה, למה שיתערב רק במערכות מידע?

חברה שתטעה, שתשלם את המחיר וכולם ילמדו איך לא לטעות שוב. רגולציה צריכה לא להתערב באסטרטגיית מערכת מידע של חברה. אחת רוצה מערכת מבזרת עם 1,000 אפליקציות לניהול מידע, אחת רוצה אסטרטגיה אחרת... כל חברה והשיקולים שלה.

שלומי שוב

אבל סטנדרטיזציה בסיסית, אתה לא חושב שצריך? איך אתה חושב שכן אפשר להניע פה תהליך? המצב הנוכחי הוא טוב לדעתך?

אורן פרנגל

לדעתי רע מאוד, לא מהסיפור שאתה פה אמרת... וגם לא הבנת איזה תשובה אתה רוצה. אני חושב שרע מאוד מסיבות משפטיות. Deloitte יושבים פה בשלוש חברות ציבוריות. אני מתייחס רגע לאלוני חץ עצמה. סדר גודל של 4,000 שעות ביקורת ואין לי מושג של ממש על מה. אנשים טובים, נפלאים אבל יש בעייתיות מסיבות.

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

יעשה את זה. אם עסקית הוא רוצה לקחת את המידע ולבצע עליו ניתוחים ותהליכי למידה. פה יש את העניין של הגודל, ההשפעה האסטרטגית, גודל השוק והיתרון הכלכלי שזה נותן לארגון. אם מבחינה עסקית זה לא ישתלם לארגון אז רק רגולטור יכול להניע אותו לפעול אחרת.

עוד לפני שהולכים לרואי החשבון, רגע דרישה בסיסית. אתה שלומי דיברת על סטנדרטיזציה, אני לא כלכך רצה לשם. אנחנו גם ראינו את המאמץ המאוד גדול שהיה "לקבוץ האחיד", אגב אנחנו ראינו גם שלמרות היתרון המאוד גדול זה לא תמיד שירת את החברות עצמן.

לעומת זאת, סגירה של מעגל דיגיטלי של טרנזקציה, כל חברה היום מחזיקה חשבונית ולסרוק חשבונית זה אפס עלות. לא צריך ללכת כל כך רחוק עד ChatGPT, אנחנו ראינו טכנולוגיה של OCR של קליטת מסמכים ושליפה מתוכן של נתונים רלוונטיים. טכנולוגיה הכי בסיסית כמו לשמור מסמכים דיגיטליים. ברע שתאפשר סגירת מעגל דיגיטלית של טרנזקציה לא צריך אונליין, יש טכנולוגיות מאוד מאוד פשוטות.

אגב אני אגיד עוד משהו, יש היום ... רגולטור בארה"ב שקובע לנו את הסטנדרטים למה מותר ומה אסור לעשות. הרבה מהסטרט אפים הטכנולוגיים נתקלים בחסם שהדבר לא מתאפשר לא מראיות ביקורת ולא ראיות פיננסיות. אם אנחנו לא יכולים ללכת לסטנדרט המאוד גבוה של ה-SEC אז צריך להסתכל על החיסרון לקוטן של השוק. גם פה צריכה להיות אמירה של רגולטור ישראלי, שאני חושבת שהרעיון לשלב פה את רשות המיסים הוא רעיון מצוין כי אפשר להניע הרב המאוד מהלכים ולאפשר משהו שהוא מקומי ונכון לשוק הישראלי.

אני חושבת שאם אתה תדע בעצמך לבוא ולהגיד, הטרנזקציה שלי נסגרת, אתם תראו שמשרדי רואי החשבון יוכלו לייצר ביקורת הרבה יותר אפקטיבית.

שלומי שוב

אין למשרדי רואי החשבון הרבה מאוד כוח וראינו את זה לא מעט בשנים האחרונות.

העבודה הידנית. אז קודם כל, לכל החברה הצעירים, זה לא כמו ששלומי אמר היום המרכיב של הביקורת הדיגיטלית הוא מאוד מאוד נכבד בעבודת רואה החשבון. זו עובדה. דבר שני, רגולציה לפני מספר שנים כשמשרדי רואי החשבון סיימו לפתח את המערכות הדיגיטליות בעלות היכולת לשאוב את כל הנתונים ברמת שדות מכל מערכת. עלתה הסוגיה הרגולטורית עדכון תקני הביקורת לעולם החדש אמור מתודולוגיות בדיקה ונהלים מבססים. ובנושא זה הביע הרגולטור האמריקאי את עמדתו שכידוע הרגולטורים חוששים מאד ממה שנקרא סיכון סיסטמטי. ועמדתו היתה שבמידה ונשנה את תקני הביקורת - לדוגמא, במקום לדגום הכנסות נכניס איזו תוכנה או אלגוריתם כתחליף לתקנון ביקורת הרלוונטי. ואז לעמדתו כיום כשיש תקן ביקורת, כל רשת בינלאומית מתרגמת את התקן למתודולוגיה מסוימת וכל משרד ברשת לוקח את זה קצת אחרת. כל שותף עושה את זה אחרת. זאת אומרת שברגע שיהיה איזה אלגוריתם שכולם יעשו בדיוק את אותן פעולות הביקורת אז חס וחלילה אם תהיה טעות היא תהיה רוחבית על כל המדווחים בעולם זה הסיכון הסיסטמטי. לסיכום משרדי רואי החשבון ומקצוע ראיית החשבון אינו, מרבית העבודה מבוצעת באמצעים טכנולוגיים.

רוני מיכאל

אני שניה רוצה להסיט את הדיון מרואי החשבון לחברות עצמן. אתה דיברת על חיסרון לקוטן שקיים בשוק. לאפשר גישה אונליין וזה, רגע בו נגיד איזה מידע של אצל החברות כי הכל מתחיל איזה מדע הארגונים מנהלים ומה מניע אותם. בסוף אנחנו צריכים לזכור יש שני גורמים שמניעים ארגון לנהל את המידע שלו בתוך מערכות או שזה נכון ויעיל מבחינה עסקית או שזה חובה של רגולטורים. אלה שתי הסיבות.

להגיד רואי החשבון צריכים לאפשר גישה, היום במרבית החברות, הארגונים עצמם לא יכולים לסגור מעגל דיגיטלי של טרנזקציות. זה המצב. זה מתחיל ונגמר בדרישה מהנתונים עצמם. רגע בואו נניח לרואי החשבון. איך הארגונים עצמם יודעים לסגור טרנזקציה פיננסית וזה לא משנה איך היא מתבצעת. לכן אם היום ארגון מבחינת שיקולי עלות-תועלת, לשים ערימה של ניירות ולהחזיק את המידע ברמת של שורה בחשבשבת - הוא יכול לעשות זאת מבחינת הרגולטור. בנוסף אם עסקית זה נוח לו ונכון לו, הוא

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

יזהר קנה

ויתנו אשורנס למערכת הבקרה שעובדת בצורה מסודרת ולכן בעצם יהיה מידע שוטף של החברות כל הזמן. זה היה ב-1996 ולא הגענו לשם עד היום.

אנחנו מדברים פה על מקצוע רואה החשבון כמקשה אחת, אני לפחות להבנתי אני מחלק את זה לפחות לשלושה מקצועות.

למה שנקרא לצורך העניין משרדים גדולים דרך אגב יכול להיות גם במשרדים קטנים שעובדים כמו גדולים אבל בסך הכל משרדים נקרא להם כאלה שמקפידים מאוד בסטנדרטים של כל תקני הביקורת וכדומה. יש לך בגדול שתי רמות, רמה במה שאתה עושה ללקוחות ציבוריים עם זה למשל דוחות של אוניברסיטה גדולה אז זה שזה לא חברה ציבורית זה לא אומר שאתה לא עושה לה ביקורת על פי כל הכללים והכל. ויש לך את הלקוחות האחרים שהביקורת שלהם לא באותה רמה. יש ציבור ענק, הרבה מאוד חברות, הרבה מאוד גופים כולל גופים גדולים שמבוקרים על ידי משרדי רואי החשבון שלא עושים את זה. ולכן בוא נבין שזה שיעשו השינויים שמדברים עליהם כעת זה אומר שמחר תשפיע על 5 או 6 או 10 או 20 משרדים. לצידי יש עוד מערכת מאוד מאוד גדולה של משרדים וביקורות שלא יושפעו.

מעניין יהיה לראות השנה את ההשפעה של הכניסה של KEY AUDIT MATTERS גם על זה צריך לראות עוד כמה עבודות סמינריון של הסטודנטים.

בבנקים זה כבר היה שנה שעברה אבל עוד לא הרגשנו את זה (KAM) בוא נראה עכשיו בחברות המדווחות, אין ספק שיש הרבה מה ללמוד מזה כשאתה בא KAM בכמה חברות מטבע הדברים. בוא נראה איך זה משפיע על כל המערכת על הראיה של הביקורת זה שינוי מאוד משמעותי ואז זה עבר בגובה נמוך זה בפני עצמו נושא מעניין. אני זוכר כשאני הייתי מתמחה ובאנו לבדוק איזה שהיא חברה אז אני הייתי אחראי על הרווח והפסד, קיבלתי פקטה ענקית של דפי הנה"ח של חברת "שיגור" בעלת מאות סניפים. בכל סניף בדקתי שיש שלמות, סגירות וככה עברתי עמוד עמוד. הצלחתי בשלושה ימים לעבור על כל הרווח והפסד. היום אנחנו לא שם.

אתה בודק סביריות, אתה בודק אנליטיקה כזאת או אחרת עם ובלו המחשב. אחד הדברים הטובים שהמקצוע עבר זה נושא המהותיות. פעם ראשונה שנתקלתי בזה היה בעבודה בניו יורק, כשמדברים על נתון חשבונאי או סוגיה זה מאוד משמעותי ואם זה לא מהותי אז זה בצד.

אם נחזור רגע ל-AI לתפיסתי לפחות הביקורת מורכבת משני

למשרד רו"ח אמריקאי (לסניף).. יש לו "רק" PCAOB, יש לו רגולטור אחד גמרנו. וגם כן הוא לא כל שנה בניו יורק, שנה בניו יורק שנה בבוסטון וכן הלאה. זה כדי שנבין את הדברים למול המצב אצל המשרדים בישראל שהם "גם" תחת PCAOB וגם "רגולטורים" אחרים וזה מאוד מאוד קשה לנו זה המון עבודה זה עולה הרבה מאוד כסף אני חושב שצריכים קצת להוריד בהיקף הבדיקה במוסד לסקר עמיתים אבל זה לדיון שמה.

אנחנו מדברים על הרגולטור יש לי הרבה כבוד לרגולטורים הם עושים הרבה דברים נכונים וטובים. אבל לפעמים גם עושים כאלה שלא. קח את הנושא של ה-SOX - הישראלי ה-ISOX אני חושב שאין דוגמא יותר טובה למשהו לא טוב. יש פה הרבה רואי חשבון והרבה גופים מדווחים, איך אתה יודע שהכלי הזה (ISOX) לא טוב, כי לא משתמשים בו.

כולנו יודעים עושים סקר בקרה פנימית ועל סקר בקרה פנימית מסתמכים בביקורת וכן הלאה דיבר מקודם ארז על תוכנות הביקורת המתקדמות אתה משתמש בתוכנה על סמך זה אתה עושה את הביקורת. ב-ISOX זה לא. כאשר אתה עושה את הביקורת השנתית בשטח אתה לא מתעסק בכלל ב-ISOX וחוף מזה אתה עושה את ה-ISOX אתה לא מאמין לזה, אין לזה שום מטרה הרגולטור הבין שצריך להוריד אבל עדיין לא הוריד מספיק. עכשיו הכנסת בתוך החומר שחילקת לנו, דיברת שלומי על הגידול בכמות של אנשי ה-IT במשרדים וכד'.

אני חושב שנדרשת בדיקת עומק האם קיימת רק בעולם של הביקורת לפחות אני יודע להגיד אצלי ואצל חבריי. חלק גדול מהתוספת של אנשי IT היא באה בכלל למוצרים האחרים שאנחנו מוכרים, בטח לגבי הביקורת הפנימית ומערכות אחרות. יש לנו היום היקפים גדולים של אנשי ענא שעוזרים ללקוחות שהם לא לקוחות ביקורת. סיפרתי מקודם לאמיר ברנע בשנת 1996 הייתי חבר בוועדה הבינלאומית לתקני ביקורת 6 הדיון היה שם איך אתה עושה ביקורת לדוחות כספיים חזויים והיה וויכוח על ה"פוזיטיב אשורנס" ו"הנגטיב אשורנס" וכד'. ואז אמרו לי בוועדה, היו בה רואי חשבון מובילים מכל העולם שעוד 3-6 שנים כבר לא יהיה בעצם ביקורת כמו שאנחנו רגילים היום.

זאת אומרת הם העריכו כי החברות יתנו דיווח כספי ברמה יומית או שבועית או חודשית ורואי החשבון יכנסו לתוך המערכות מחשב

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

יביא אותם לשימוש יותר ויותר בטכנולוגיה.

שלומי שוב

היום בעבודות הטכניות אתה יוצא להודו?

קלאודיו ירזה

כן אבל מעט. רק בתיקים גדולים, בתיק קטן עד שבהודו יכנסו לעניינים זה לא משתלם. הם עושים עבודה נהדרת אבל עד שהם נכנסים לעבודה אתה לא יכול לעשות בהם שימוש על לקוח של 1000 שעות כי זה לא כלכלי. חלק מהחידוש ד"א בא מהעובדים. אנחנו כבר כמה שנים מבקשים מהעובדים שיביאו לנו רעיונות איך לחסוך וחלק מהחסכון בא מהם. לא בהכרח מדובר בחוסכון חסכון אלא באיך לשפר את העבודה ואיך להשתמש ביותר טכנולוגיה. אם עובד אומר נתנו לי עבודה אידיאלית לעשות שירים דגל ויגיד המחשב יכול לעשות את זה יותר טוב ממני. ואנחנו בניגוד למה שאמרת מסתכלים על הטווח הבינוני והארוך, שווה לנו להשקיע ולהכניס טכנולוגיות חדשות. אנחנו בדרך הנכונה, עוד כמה שנים יהיה לנו כמות לא גדולה של אנשים עם הרבה ידע ומחשבים ומעט ג'וניורים. הבעיה הגדולה שתהיה עוד 20 שנה היא איך אתה איך אתה מגדל את האנשים עם הידע והניסיון מאחר שזה משהו שלוקח.

רן ורד

אני רוצה רגע להגיד, בעבר הייתי ה-CFO של סרגון שנסחרת בנאסד"ק, אני חושב שנכון רגע להגיד שהכנסנו מערכת לפני לא מעט שנים שעושה סוג של ביקורת SOX ושימשה את צוות הכספים ליעל בהרבה את התהליך. ביקשנו מ-EY להסתמך על זה כי המערכת אוטומטית. הבעיה היא שהם לא מוכנים להסתמך על מערכות שהם לא מכירים ולא בדקו אותה ולכן נאלצנו לייצר מאות צילומי מסך של בדיקות של SOX במקום פשוט להסתמך על אותה מערכת. ממה שבדקתי ולדעתי זה חלק גדול מהבעיה זה הסתמכות שלהם על מערכות שהחברות עצמן מטמיעות ועוזרות לנו ביום יום בבקורות שלנו שאנחנו עושים והם לא מוכנות לאמץ את זה אם לא עבר את הבקורות שלהם.

חלקים, חלק-1 מהותי, טכני, המון בדיקות טכניות והתאמות. חלק 2 הוא של השכל הישר אני לא רואה היום את ה-AI מחליף את השכל הישר, ואם אנחנו מגיעים למשהו אחר שאמיר אמר מקודם. אם אני אתן את זה (את הביקורת) ל-AI אז איך ישפטו אותי? בסוף היום בא פלוני אלמוני ורוצה שאני אתן חוות דעת ומישהו מסתמך עליה, אם זה יהיה על פי AI אז מי יבדוק אותי?

לפחות להבנתי יש לנו שיפור בשנים האחרונות בכלים הטכנולוגיים, דיבר מקודם ארז שבנו אנשים מאוד חכמים בחו"ל שתי מערכות, אמריקאי בנפרד ובינלאומי בנפרד מערכות מאוד חכמות שמובילות אותנו בביקורת. ומאוד מאוד עוזרות לנו, שואלות אותנו מקבץ ענק של שאלות. האם המשכורת של המנכל תלויית רווח? האם יש ממשל תאגידי א,ב,ג. ואם אתה עונה על השאלה כן או לא נפתחות שאלות בהתאם. מניסיון מערכת מאוד חכמה, עדיין לא תבטל בסוף היום את החלק המשמעותי של הרוח המבקר, זאת לפחות דעתי.

קלאודיו ירזה

קודם כל אני מסכים, המצב פה הוא הרבה יותר טוב כפי שתיארת אותו. גם המצב של הרצון גם רואי החשבון רוצים מאוד להתקדם, אני לא רוצה עובדים שעושים עבודה טכנית. לא הגיוני שמי שלמד 15,16 שנה עכשיו עושה התאמה אידיאלית שמחשב יכול לעשות. עם הזמן עוברים לשינוי הזה. האינטרס שלנו הוא כלכלי גם אנחנו רוצים לעשות את זה. למרות שזה לא בהכרח יותר זול בסופו של דבר. אני לא מסכים עם העניין של הרגולציה שתחייב את החברות. הרגולציה יכולה לעזור בכך שתבקש מוועדות הביקורת של הדירקטוריון לשאול את רואי החשבון איזה בדיקות הם עושים, באיזה כלים טכנולוגיים הם משתמשים בהם. עכשיו יש לנו בעיה במגוון של התיקים ואני חושב שיזהר דייק את זה יפה אנחנו יכולים להשתמש בכלים הטכנולוגיים המאוד מתקדמים שיש לרשת הבינלאומית בתיקים הגדולים כי זה מתאים ל-10,20,50 חברות בלבד. הפירמות משקיעות מיליארדים בהכנסת טכנולוגיה חדשה שעוזרת לביקורת אבל לתיקים הגדולים, כמה תיקים גדולים יש לנו בארץ? לא מספיק! זו בעיה שקשה לפתור אותה ואני חושב שאנחנו כמשרדים מנסים לפתור את אותם 80,90 אחוז של תיקים קטנים שבהם הטכנולוגיה יכולה לעזור מאוד. הדבר השני שציננת והוא חשוב זה גם הצד של העובדים, העובדים לא רוצים לעשות עבודה שחורה וגם אנחנו לא רוצים שהם יעשו עבודה שחורה. השילוב הזה

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

נגזרת ולמעשה חברות saas מדווחות על RPO כחלק מהדיווח החשבונאי.

אני חושבת שהפער המאוד גדול שכל הדיון פה מתנהל בעולמות שאנחנו היינו לפני 10-5 שנים. והשיח היום סביב ה-AI שיכול לחולל שינוי מהותי גם בתחום שלנו. חזרתי משיחות עם משקיעים בארה"ב, לא היה משקיע או אנליסט שלא שאל על ה-AI. ה-AI כרגע הוא מודל שפה וזה נהדר, אבל זו רק ההתחלה. השלב הבא יהיה לחבר את המודל הזה לפעולה ואז האימפקט יהיה הרבה יותר משמעותי. ברוב חברות הייטק, גם אצלנו בווקמי, עובדים בעצם על טכנולוגיות המטמיעות ChatGPT ובונים כלים לשלב הבא של אקשן, זה יקח עוד זמן אבל אז יהיה המבחן האמיתי של הפעולות שמבוצעות באמצעות טכנולוגיה במקום בני האדם וזה באמת יהיה המבחן של המשרדים.

שלומי שוב

חגית אבל מה השורה התחתונה מה את חושבת שצריך ואפשר לעשות על מנת לשנות את המצב?

חגית ינון

אני חושבת שלהטמיע טכנולוגיות זה סטייט אוף מיינד, זה מה שאנחנו עושים כל הזמן. אני חושבת שבעולמות שלי קל יותר לעשות את זה והפער הוא מאוד גדול בחברות שאינן הייטק ששואפות להיות יותר אפקטיביות. כנ"ל לגבי משרדים שרוצים להיות יותר אפקטיביים ולא מוכנים להשקיע בדרך לשם. אני חושבת שמשרדי ר"ח יבינו שכשיש חברה שכן מטמיעה כלים וכן עושה דיגיטציה מלאה לתהליכים תידרש גם התאמה לשכר הטרחה. אני חושבת שהרגולציה צריכה לתפוס מקום משפיע בהכונה והתאמה לבנמצארק באופן שדומה אפילו לדיונים בוועדות ביקורת בנושאי סייבר סקוריות.

שלומי שוב

אחרי כל הגישה הפחות חיובית בוא נשמע קצת סיפורי הצלחה.

חגית ינון

אני CFO בווקמי. לפני ווקמי הייתי כ-19 שנה בניס. באתי מההייטק הישן להייטק החדש אני אדבר קצת על התמריץ הכלכלי ועל הפערים בין העולם שאני נמצאת בו, ה-SAAS שבו האפליקציות והטכנולוגיות שאנחנו מיישמים היא גדולה. אני חושבת שהפער בין חברות כמונו לבין משרדי ר"ח הוא גדול. למרות שרמת הסיכון יורדת בהטמעה של הרבה מאוד כלים טכנולוגיים המשרדים לא נמצאים שם. אני חושבת שכסמנכ"ל כספים התמריץ העיקרי שלי הוא יעילות ואפקטיביות בתהליכי העבודה אם ובלי קשר לעבודת הביקורת. הציפיה שלי כסמנכ"לית כספים היא שמשרדי ר"ח בנוסף לעבודת הביקורת יביאו ערך מעבר. הדבר הנוסף שאני מסתכלת עליו הם ה-kpi ודיווחי הנון גאפ, ראו מה קרה ביום שישי האחרון בהודעה של סנטניל וואן.

שלומי שוב

זו בעיה אחרת.

חגית ינון

זה בדיוק העניין, KPI זה לא דיווח חשבונאי. אבל אני כ-CFO כן מצפה מרואי החשבון לא להסתכל על התאמות בנקים ולא להסתכל עם המאזן מתאזן, את זה אנחנו עושים בלעדיהם ויש כלים דיגיטליים שיכולים לייצר אוטומציה ויעילות בעבודת הביקורת. אני מצפה מרואי החשבון שיהיו מעורבים בדברים האחרים שאולי כרגע הם לא נדרשים לתת חוות דעת עליהם, לדוגמא ה-ARR שסנטניל וואן דיווחו ועכשיו הם מתקנים אחורה. אז אולי זה לא ריסטייטמנט חשבונאי, אבל זה מספיק משמעותי.

שלומי שוב

ברמת המשקיעים זה מטורף, דרמה.

חגית ינון

בסופו של דבר כשאנחנו מדברים על ה-ARR, ה-RPO הוא מעין

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

אלי אדרי

נעים לי להגיד, אבל אני הייתי יושב בחברה כמעט שנה שלמה. היום התהליך האוטומטי מאפשר לקצר את הזמן של הביקורת ולייצר יעילות בתהליך ובכך לחסוך את הזמן שלי ושל גורמים רבים בחברה. חשוב לציין, כי אם היה מדובר רק בזמן של אנשי finance, אז מילא כי הם מבינים את העבודה שלי. אבל יש לא מעט גורמים שקשה להסביר להם את החשיבות והדוחות הכספיים לא רלוונטיים לתפקידם. זה בעצם מה שהנחה אותנו בתהליך הזה.

האתגרים הם רבים, כך למשל איך מסתמכים על עבודה כזו? איך מגיעים ל 100% בצורה באמת אפקטיבית. ואולי עוד דבר שהוא מאוד מאוד משמעותי גם ברמת המבקר בחברה, איך אנחנו מסתכלים על מצב שאנחנו עוברים מביקורת של פעם בשנה או פעמיים, למצב שכל הזמן יש לנו את המידע? בסופו של דבר ההבנה שלנו ב-AuditTech שאם אין לך 100% מהאוכלוסייה ואין לך 100% מהמידע אתה לא באמת יכול לתת את ה-peace of mind לחברה, אתה לא באמת יכול להגיד ל-CFO "הכל סבבה". במקרה של פייר, ניתן לראות כי כמות הטראנזקציות שלנו בתחילת 2021 הייתה 1637, עשינו עבודה טובה והגענו ל-50 דגימות באופן ידני. רוצה להראות לכם איך זה נראה (מציג להם ב-EXCEL - ניר עבודה מורכב מאוד). בעצם עושים עבודה מאוד מאוד סייזיפית כדי להגיד שהמערכת של פייר טובה. לא סביר.

הטמענו ב-2022 את הטכנולוגיה שלנו וראינו שכמות ההשקעה בביקורת ירדה בצורה מטורפת. בשנה הראשונה הצלחנו להוריד ב-80% את השעות שהשקענו על הביקורת האלה מ-55 שעות ל-12 שעות והדבר היותר יפה, זה שבעצם בדקנו 100% מהאוכלוסייה כלומר העלנו ב-97 אחוזים את כמות הדגימות שביצענו. כלומר למעשה לא דגמנו יותר. מה שקרה פה זה שבעצם הרו"ח המבקר קיבל 100% מהאוכלוסייה בבת אחת עם כל נהלי הבדיקות שהרו"ח היה צריך לקבל. ההטמעה לראשונה לא הייתה פשוטה בכלל אבל בשיתוף פעולה יחד עם PWC הצלחנו בעצם להגיע לרמת מהימנות גבוהה מאוד של המידע שאנחנו מפקינים מהמערכות בצורה אוטומטית, כך שניתן להסתמך על המידע, והרי יש לנו פה תמונת ניצחון לאוטומציה. כולם מרוצים - החברה יש לה שקט, היועצים יכולים לבוא ולהגיד ל-CFO הכל תקין, וה-auditor מה הוא עוד צריך? איזה עוד שאלות יש לו?! יש לו באמת שקט! וגם את המחסור בכוח אדם זה פותר את הבעיה.

שלום לכולם שמי אלי מחברת AuditTech ואני דווקא אציג לכם סיפור חיובי: שיתוף פעולה בין סטארט-אפ, החברות המבוקרות והמשרדים הגדולים. סוף הסיפור הוא שיחד כן הצלחנו להביא להסתמכות על תוצרי ביקורת דיגיטליים, ובעצם להבנה של איך כן עושים SOX ואוטומציה ומשפרים את המצב כיום. במילה עלינו, AuditTech קמה במטרה לשנות את עולם ה-SOX ולקחת אותו אל העולם הדיגיטלי. היום התחלנו בביקורת מערכות מידע, העולם שממנו אני מגיע מבחינה מקצועית. המטרה שלנו ב-AuditTech לקחת את הביקורת למקום שאנחנו בודקים 100 אחוז מהאוכלוסייה ובודקים אונליין (100 אחוז מהזמן), מתוך הבנה כי החברות רוצות את רמת הביטחון הזאת, ולא כי רשות ניירות ערך או המשרדים המבקרים מבקשים את זה. לאחר שנים רבות בהן עבדתי בביג 4, ונתתי ייעוץ ל-CFOs או ל-CIOs, מתוך מטרה להכין אותם לביקורת ולתת להם שקט בגזרה, ואז אני בא ולוקח 5 בדיקות שזה פרומיל ממה שצריך להיות ואז מגיע המבקר ובאמת לא עשינו כלום, על אף שזו הדרך המקובלת.

מתוך ההבנה הזאת יצאנו לדרך וכל הקשיים שנאמרו פה הם נכונים, הם אמיתיים, אי אפשר להתווכח איתם. זה נכון שיש פה בעיה איך משתמשים ב-IPE? איך באים ועושים תהליך שנותן מענה לחברות? ואיך גם מתמודדים עם חברות גדולות וקטנות? זה לא בדיוק אותו דבר גם ברמת הטכנולוגיה. אז היום לצערי פייר לא יכלו להגיע ואני אספר שני סיפורים מהעולם שלנו. חברת פייר כמו שמכירים יש להם 4.3 מיליון יוזרים, כמעט 1000 עובדים, חברה ענקית. במקרה של פייר נעסוק בשינויים במערכת הליבה של החברה שבעצם מייצרת את כל ההכנסות. כל הביקורת נסמכת על המערכת הזאת, כמות השינויים והטראנזקציות במערכת הזאת היא עצומה! ואנחנו באנו בכל שנה ועשינו 50 דגימות (3%), על מנת לתת איזשהו נוחות לרואה חשבון המבקר של החברה, ואז הבנו שיש פה איזשהו פער גדול. ואז נכנסנו לתמונה. כדאי להתמודד עם הפער שאלנו את עצמנו איך אני משפר את סביבת הבקרה. אני לא רוצה לדעת פרומיל מהאוכלוסייה, אני רוצה לדעת בתור יועץ של החברה, שאני יכול לומר לביטחון לחברה - תדעו שאתם מכוסים לביקורת. על מנת להגיע לכך, המשמעות היא לעלות ל 100% ביטחון בביקורת. ככה בעצם משפרים את האפקט של הבקרה. מבחינת יעילות תהליכים גם כאן יש שיפור משמעותי. בעבר, לא

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

בבורסה בתל אביב. אפשר להגיד כעת, כי לאחרונה רשות החדשנות ורשות ניירות ערך השקיעו בנו מתוך ההבנה שניתן להתאים את הטכנולוגיה גם לחברות ציבוריות ישראליות. בפרויקט משותף יחד עם PWC ניקח כמות גדולה של חברות ציבוריות ישראליות ובעצם נטמיע גרסה מותאמת של המוצר. עשינו כבר פילוטים ראשונים שהצליחו ובגלל זה בגלל זה יש את הגיבוי מטעם השותפים בפרויקט. למעשה המטרה שלנו שתוך כמה שנים ביקורת מערכות מידע תעשה בצורה אוטומטית לחלוטין. וזה כבר פה, זה קורה, זה לא במקום של אולי.

אולג וסרמן

אני רוצה להגיד כמה דברים בצד שלנו לפחות. שאלי פנה אלי בתחילה בשיחת הטלפון לא הייתה מערכת. הוא פנה אליי ברעיון שהנה אני רוצה לעשות משהו כזה. אני הייתי בהתחלה מאוד סקפטי והשינוי פה הוא שינוי מחשבתי הוא שינוי של באמת זה ציינג מנג'מנט ארגוני להכנסה של תהליך כזה. אבל אני היום כן מאמין שלמערכות כאלה זה נותן לי לפחות מתוך החברה יש לי עשרות אלפים של טרנזקציות שלקחתי אותם ולא עשיתי בזה כלום. הנה הרו"ח שלנו יושבים פה, כמה ליקויים יש כאמור בממוצע בשנה בכל ICL-GROUP אנחנו מדברים על 3-4 ליקויים בתחום של האי 3 4 ליקויים גלובלי. אני יודע שאנחנו לא מושלמים, אני לא עולה על אותם המקרים הבודדים שבהם יש איזה שינוי מיוחד וגם מבחינת הבקרה הפנימית אני לא עולה על הליקויים האלה. אני יודע שזה קורה ואני רוצה לזהות את המקרים האלה באונליין לא רוצה שהמבקר יגיע בתוך שנה ויזהה את הליקויים.

ארז סופר

ברמת החברה זה בסדר. השאלה איך רואה החשבון מתמודד בביקורת של ה-PCAOB ונדרש להסביר מה עשה וכיצד בדק את המערכת של אלי. וזה מה שהם שואלים מבקשים להבין כיצד אתגרת את המערכת ואם רואה החשבון אינו יודע להסביר זה יכול מצב בעייתי.

אלי-התשובה לזה. להטמיע את הטכנולוגיה לוקח לנו כמה ימים, כמה שבועות זה כל הסיפור. ולהגיע למצב שאפשר להסתמך על זה לביקורת לוקח לנו שנתיים שלוש. זה התקדמות של עקב

אמיר ברנע

רואה חשבון חיצוני מסתמך על הדוח? הוא יורד לרמת המידע?

אלי אדרי

רואה החשבון החיצוני מסתמך על הדוח ומקבל פירוט מלא של כל הדאטה. בלחיצת כפתור הוא יכול לראות את כל התוצאות ואת כל הליקויים בלייב ואנחנו גם יודעים לתת להם מענה בוודאי. זה מה שהטכנולוגיה שלנו עושה. לקחנו איזשהו תחום שאנחנו יודעים לעשות, שאנחנו טובים בו ושאנחנו יכולים לתת ערך מוסף ללקוחות. עם זאת, עולם הביקורת הוא גדול ועצום. אני חושב שאם הצלחנו לעשות את זה בעולם של ביקורת מערכות מידע, אין שום סיבה שכל עולם הביקורת לא יגיע למקום כזה.

ליאור מיסטרילא

אני חושב שהם הצליחו לנצח את האחרים מכיוון שהרבה כלים בשוק לא נותנים את המענה של ה-ITPE, של הצילום מסך, של איך המידע נשלף, ואז מתחילים לשאול שאלות איך זה עובד ומה קורה מאחורי הקלעים. ביחד חשבנו מה האתגר הגדול של רו"ח המבקר כדי להסתמך על כלי כזה. היתרון של הכלי של אלי הוא שבכל רגע נתון הכלי שקוף לחלוטין. הוא מדריך אותך מה הוא לקח, איך הוא לקח, מה הפרמטרים שנשלפו, זאת אומרת גם רו"ח מבקר יכול להפעיל בקרות על המכשיר כדי לראות אם זה פועל ועומד לשביעות רצוננו, או להריץ את הבדיקה במקביל ולהניח את דעתו וזה מה שהוא עושה. ככה אנחנו מצליחים להסתמך על הכלי הזה. ההבדל הגדול שבאמת התכנון היה פה להסתכל על הלקוח, בעצם על רואה החשבון, ולא על איש אבטחת מידע או כל אדם כזה או אחר בארגון, ולהתאים את הכלי לצרכים שלו.

אלי אדרי

ב-AuditTech אנחנו פונים גם לשוק של חברות ציבוריות בתחומי הטכנולוגיה כמו חברת פייבר, או גם חברות יותר מסורתיות כמו כיל. התפיסה שלנו היא ממש לא לתת מענה רק לחברות ספציפיות אמריקאיות אלא גם לתת מענה בשוק לחברות ציבוריות הנסחרות

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

הכי טובים לא יהיו לי, כדי ללמוד מהם ואז אני אכנס לבעיה. אז אנחנו בתהליך. זה יקרה בראיית חשבון. זה יקרה בדיוק כמו שאנחנו עוברים את זה כרגע ברפואה. אותו תהליך. המכונה לאט לאט תיכנס, תיקח יותר ויותר תחומים, אבל צריך להבין את הצד השני. זה לא יבוא במקום. זה יוסיף המון עבודה מסביב.

המון ממה שאתם רואים פה, זה כשאתם לוקחים את התהליך ואתם הופכים אותו לאוטומטי. אז נכון, לכאורה לקחתי את התהליך היום והפכתי אותו לאוטומטי. שנייה אחר כך, אני אתחיל לקבל את אותם שאלות: זה כן עומד זה לא עומד (במחן הסבירות), כן מצאתי לא מצאתי (ממצא מחשיד), כן תבדוק לא תבדוק (את הממצא). כמות השעות לא תיעלם - היא תישאר. היא אפילו תגדל, כי אני אמצא יותר (ממצאים), כי אני אשב על הרבה יותר דברים (ממצאים) בו זמנית.

לכן, אני לא רואה פה מסע של מכוונות מחליפות אנשים. אני נמצא בכל כך הרבה אזורים ועוזר לפתח את האלגוריתמים האלה. מה שאני רואה זה שאנחנו נכנסים לאזורים שלא יכולנו להיכנס קודם. אנחנו מוצאים דברים, שלא ידענו למצוא אותם. אנחנו עושים את זה בצורה יותר מהירה. זה קורה אונליין. ושוב פעם, מה המשמעות לרואה חשבון שיושב ומקבל את הנתונים באונליין? מה האחריות שלו? יש פה הרבה סוגיות שאנחנו לא מבינים אותם, כי עוד לא התנסנו בצורת העבודה הזו. אבל זה לא תהליך של ייתור האנשים. זה יהיה תהליך של הוספת עבודה אחרת. אני חושב שצריך לשאול איך מכינים טוב את הסטודנטים לסוג כזה של עבודה - כשהמכונה כל הזמן לידם והם משתמשים בה.

להיפך זה יהפוך אותם לטובים יותר. הם ייכנסו לסוגיות שהם יצטרכו להתייחס אליהם, והמכונה לא תיתן את המענה. היא תיתן את המענה הממוצע. וצריך לזכור, המכוונות תמיד לומדות ממה שאנחנו לימדנו אותן - כמו ילד. chatgpt זה ילד בין חצי שנה, ואתם מסתכלים עליו ושואלים: "רגע, האם הוא כבר יכול לעבור תיכון?" הוא בין חצי שנה הילד. בעתיד, הוא יעבור תיכון. הוא יעבור טוב מאוד.

הנקודה היא, שבסוף המציאות משתנה. ובמציאות משתנה, המכונה תצטרך ללמוד, ומי שצריך ללמד את המכונה זה אנחנו. אנו עדיין רחוקים ממצב שמכונה לומדת. אין היום באמת AI. כרגע יש כמה מכוונות גדולות שידועות לעשות - מתקרבות לזה, אבל אין היום AI, יש Machine Learning זה מה שיש אז בואו נוריד לרגע

בצד אגודל בדיוק בגלל הדברים שצינת. יצרנו בעצם מערכת חוקים סביב הדברים האלה הכוללת בדיקות אינטגרציה שאמורים לבדוק שלמות ודיוק במערכת. יצרנו מערכת חוקים סביב המערכת שמאפשרת למבקר כאשר המערכת עומדת במספר התניות שנקבעו מראש להסתמך עליה.

רוני מיכאל

אנחנו גם תומכים ועוזרים חשוב לציין הרגולטור הישראלי פה צריך גם לקבל איזשהו סטנדינג כדי שאנחנו נוכל לפחות בחברות הישראליות גם להסתמך על מערכות ענניות וגם על מערכות בקרה. יש פה פערים מאוד גדולים שאנחנו לא יכולים לקבל תשובה. הרף הגבוה של האיכות נקבע כרגע על ידי ה SEC. אם אנחנו נוכל יחד עם הרגולטור שהוא שייתן לנו איזשהו גב, להתקדם ולהשתמש במערכות ענן וגם עם סטנדרטים של ביקורת. דבר נוסף, דובר רבות על הנושא של שימוש במערכות. רוב החברות בישראל עדיין לא מנהלות את המידע שלהן בתוך מערכות מה שמקשה לבצע מעקב.

היום אנחנו כבר יודעים לתת פתרונות לחברות שהדאטה שלהם לא מאורגן, אפילו חברות מאוד קטנות. התקבלנו לאקסלרטור של הראל כדי לראות איך זה עובד בחברות ביטח ובבנקים. כמובן שבחברות ביטוח זה הרבה יותר מאתגר בגלל הרגולציה. אבל גם שם נהיה.

שרון ברלץ כהן

חשוב להבין שהאוטומציה תביא לערך גבוה יותר מהצב שקיים היום שכן הבדיקות ירצו על אוכלוסיות מלאות/ גדולות יותר. הבחינה של ה-IPE ואופן הפקתה ניתן לפתור בכמה פעולות בסיסיות.

רן ברגמן

היום מול הרופא הממוצע, המכונה תדע לאבחן אתכם טוב יותר ומהר יותר. זה כבר היום. האם זה יותר טוב מהרופא הכי טוב? לא. לכן, האם אני הולך ליותר רופא? לא. אבל, הרופא בעתיד יהיה שונה מהרופא של היום. כן יש לי בעיה, עם איך הרופא בעתיד ילמד. כי היום, המכונה לומדת מהרופאים הכי טובים. בהמשך - הרופאים

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

שלומי שוב

קלאודיו אגב לא הסכים איתך שזה שהמשרדים לא מובילים את זה

קלאודיו ירזה

כן זה ממש לא ככה. זה בא לנו גם מלמעלה וגם מלמטה מהפירמות הגלובליות. אני מניח שזה קורא בכל מקום. הפירמות משקיעות מיליארדים ואנחנו משלמים על זה וגם משקיעים בעצמנו לא מעט כי מנסים להוביל את השינוי עבור התיקים הקטינים והבינוניים.

מורן דויסון

למרות שרן ואני באמת באותו משרד, אני בביקורת, יש לנו אכן השפעות ענקיות.

זה אכן תלוי בחברות, גם גדולות וגם קטנות, חברות ענק גם בארצות הברית יצא לי לראות שהן לא באוטומציה מלאה והן גם מתנהלות באופן ידני אנחנו לא יכולים ליישם כלים טכנולוגיים על חברה שמתנהלת ככה וזה בעיה אבל בהחלט יש השפעות ענקיות גם אצלנו בדלוייט גם בביג 4 האחרים, ואנחנו גם מיישמים אותם מגיעים לתובנות עסקיות מעבר לעבודת הביקורת שהם נותנות המון.

רן ורד

התייחסות אחת למה שנאמר פה וגם על זה אני רוצה להתייחס. הייתי CFO של סרגון קרוב לארבע שנים והיה לי צוות כספים של קרוב ל-100 עובדים ובערך 3-4 עובדים בתחום האנליטיקס. היום ב-"לושה" שזה חברת SaaS של הדור החדש עם אלפי עסקאות בחודש, יש לי צוות כספים של 12 עובדים וצוות אנליטיקס של 17 עובדים. לשם העולם הולך וגם אני בעצמי צריך ללמוד ולהכיר את התחום הזה כי בסוף בעולם החדש מה שחשוב זה שיש כמויות דאטה עצומות וללמוד את זה ובעצם צוות האנליטיקס הוא יותר גדול מצוות הכספים וזה גם הכישורים שיצטרכו לאמץ במשרדי רואי החשבון אני חושב.

את המונח השיווקי.

Machine Learning בסוף, זה פשוט מה אנחנו מכניסים פנימה לתוך התהליך. ולכן אם אנחנו נדע "להאכיל" את המכונה בצורה טובה, המכונה תעזור לנו. לא "נאכיל" אותה בצורה טובה, היא לא תעזור לנו ותעשה שטויות, ואנחנו מקבלים מכונות שזורקות דברים עם ביטחון מלא ובלי שום דבר מאחור. אז כשאני מסתכל - ואני אופטימי מטבעי - אבל אני חושב שהתהליך הזה הוא תהליך שיביא שינוי. וזה פה אלמנט מאוד חשוב. הוא יביא שינוי וצריך לדעת להשתמש ביכולת הזו. אם נשתמש בזה נכון, אני חושב שזה רק יעשה טוב בהרבה תחומים, וראיית החשבון זה אחד מהם.

שלומי שוב

רן האם יש צעדים מסוימים שצריך לעשות שזה יקרה או שמבחינתך זה יקרה מאליו?

רן ברגמן

זה יקרה מאליו, בכל מקרה. השאלה היא איך מלווים את זה נכון. השאלה היא, מי ידחוף את זה, מי הדרייברים של השינוי. הרגולטורים עושים צעדים. גם רשות שוק ההון וגם המפקח על הבנקים עושים את הצעדים לכיוונים האלה. החברות העסקיות ממילא שם. בסוף הלחץ הפיננסי להתייעלות מביא לשילוב AI בכל ההיבטים בכול האזורים. לכן החברות ידחפו לזה.

רואי החשבון (כפרופסיה) כרגע לא תופסים פוזיציה של הובלה. כרגע הם מובלים לתוך האירוע. יכול מאוד להיות, שרואה החשבון ואפילו הפירמות הגדולות, צריכות לתפוס את תפקיד ההובלה, של לאן הדברים האלו הולכים. וכן, ברור כי הבקורות עדיין לא שם, ותמיד אתה נדרש להכין את עצמך לבקורות הללו. זה לא מתנגד, ולא מתנגש.

אז מה צריך לעשות? כולם צריכים לעשות - הרגולטור יצטרך להכין רגולציה - הוא כבר בכיוון הזה. האוניברסיטאות תצטרכנה להכין את הסטודנטים לקחת את זה. החברות העסקיות ממילא, מבחינה פיננסית, דוחפים הכי חזק. והפירמות תכנסנה. ברגע שהן תכנסנה, אז זה יהיה כבר המיסוד של התחום.

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

שלומי שוב

הפיננסי ומוכרות את הטכנולוגיה שלהן בעולם, להביא אותה פה לישראל כדי לשפר את חווית משתמש הישראלי. בנוסף, חברנו לרשות החדשנות ואנחנו מממנים, אני מדגיש מממנים, אני חושב שלא שמעתם דבר כזה שהרגולטור הישראלי מממן יחד עם רשות החדשנות, חברות ישראליות שרוצות לקדם טכנולוגיה פיננסית בישראל. יעל וייס, מנהלת החדשנות שלנו מובילה את הפרויקט - קוראים לו פרויקט הפיילוטס - Data Sandbox. בדוגמא שדוברת פה לפניי, אנחנו עושים פיילוטס עם חברות שמעוניינות לתת שירותים למשרד רו"ח או לחברות ישראליות או לאזרח הישראלי ואנחנו עוזרים במימון שלו אז זו תגובתי לנושא של הדיון הראשון ואני אשמח לעבור לנושא של ה-ixbrl.

ixbrl - ה I אגב בניגוד למי שחושבים ככה זה, לא ישראל זה ה-ixbrl. הפרויקט הזה כמו רבים אחרים שאנחנו עושים הוא במסגרת פיתוח ושכלול שוק ההון הישראלי והשיפורים הטכנולוגיים שאנחנו מטמיעים בו. חשבנו איך אנחנו עוזרים לשוק ההון להתפתח והגדרנו יעד, אחד מחמשת היעדים של רשות ניירות ערך בתכנית הרב שנתית שלה, יעד של פיתוח חדשנות טכנולוגית ופתיחה של השוק בפני שחקנים בינלאומיים. גיינו וייבאנו טכנולוגיה המקובלת בכל העולם בוודאי בארצות הברית ובאירופה של ה-ixbrl שבעצם מאפשרת קריאה של נתונים מהדוחות הכספיים ולא רק, בלי תלות בשפת המקור שבה היא נכתבה, ככה שמשקיע יפני שרוצה פתאום להשקיע בחברת אאורה הישראלית, אגב, סתם בחרתי אאורה כי היא הראשונה שנמצאת בטבלת החברות הציבוריות הישראליות ולהשוות אותה לענף הבנייה הישראלי או להשוות אותה לענף הבנייה בכלל להשוות אותה לסך כל החברות הישראליות, אותו משקיע יפני יכול לעשות את זה בקלות רבה בלי תלות בשפה שאותה הוא קורא.

דהיינו, שהוא יוכל לראות את הטקסונומיה ביפנית אבל את המספרים המדווחים של החברות הישראליות. אנחנו ברשות ניירות ערך מאמינים שזה Win Win ועוד Win. קודם כל ווין לחברות הציבוריות. למה זהו ווין לחברות הציבוריות? כי חברות ציבוריות היום כמעט לא נהנות מהשקעות זרות.

ברוב המשקיעים בחברות הישראליות הם מקומיים, למה זה קורה? בגלל שהם (הערה מהצד - אוברפרייס) זה אתה אמרת, בגלל שאין לזרים דאטה בכלל על החברות הישראליות הם לא מכירים אותן אין להם אנליזה, הם לא יכולים להכיר אותן.

פינוי לאנליסטים זרים ושאלנו אותם תגידו לנו איך אפשר לפתור

טוב בואו נשמע עכשיו גם הצד של רשות ניירות ערך גם בעניין הזה וגם במהלך שעשיתם בשנה שנתיים האחרונות עם ההכנסה של-ixbrl זה גם למעשה לטובת המשקיעים גם שילוב של טכנולוגיה. עודד שפירר

הזמנתי לדבר על ixbrl אבל המילה רשות הזכרה פה כל כך הרבה פעמים אז אני לא יכול שלא להתייחס לנושא הדיון הראשון, המנדט שניתן בחוק לרשות ניירות ערך ומשטר הפיקוח שלנו הוא לפעול בתחום הגילוי והדיווח אנחנו לא מתערבים בעסקים ולא בוחנים את הדרך בה עסקים מנהלים את הפעילות שלהם גם לא המחשובית ולכן התפקיד שלנו הוא להיות ENABLER, כאלה שמאפשרים לחברות להתקדם ולעבוד בצורה יותר טובה ושתיעל את העבודה ובעיקר תביא לדיוק גדול יותר בדיווחי החברה לרבות בדיווחים הכספיים. איך אנחנו עושים את זה? אחת הדרכים היא לבדוק מהי רגולציית AI נכונה, גם בהגבלות הקשורות לשימוש וגם את האופן שניתן לאפשר אותה. לשם כך, הוקמה וועדה על ידי המשנה ליועמשי"ת, ועדה שעומדים בראשה היועץ המשפטי של הרשות ונציגת היועמשי"ת והיא באה לבחון את נושא הרגולציה של AI.

נקודה נוספת שאני רוצה לדבר עליה היא רמת האימוץ הטכנולוגי בתחום הפיננסי בישראל. רמת האימוץ הטכנולוגי של אזרחי ישראל היא מאוד מאוד גבוהה, זו של האינדיבידואלים. לעומתה, רמת האימוץ הטכנולוגי בתחום הפיננסי היא יחסית נמוכה.

זה נכון ככלל גם במשרדי רואי החשבון, למרות ששמעתי אותם פה טוענים אחרת. ברור שהפירמות הבינלאומיות מכניסות למשרדים הישראליים הרבה טכנולוגיות שמשפרות את איכות הביקורת אבל זה לא קורה באזורים אחרים. ישראל היא הסטארט-אפ ניישן וחברות ישראליות מפתחות מוצרים פיננסיים ברמה גבוהה מאד אבל מחליטות לא לפעול בשוק הישראלי. (הערה דובר אחר - השפעת קוטן).

נכון, גם בעיית הקוטן שלנו היא מאוד משמעותית וגם בעיית השפה היא לא בעיה קטנה. אגב אנחנו עובדים על נושא העברית, יש לנו פרויקט מאוד גדול בתחום ה-NLP בדגש על התחום הפיננסי. כדי לקדם את הנושא הזה במדינת ישראל, כדי שלפחות בעיית השפה תיפתר, אנחנו מעודדים חברות ישראליות שהן מדהימות בתחום

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

המון תשומות מהתאגידים. אחר כך פנינו ל פיילוט ציבורי. אפשרנו בקול קורא לכל חברה שתמצא להצטרף לפיילוט ואמרנו להן אנחנו מממנים לכם את הרישיון בשנה הראשונה, אנחנו מממנים לכם כמות נכבדת משעות יעוץ לפרויקט הזה. בואו תיכנסו לתוך הפיילוט הזה. נכנסו 30 חברות לפיילוט. המערכת שלנו מערכת "המגנא" מערכת הדיווחים כבר מוכנה לקליטת כל הדיווחים של החברות ואנחנו עובדים על החקיקה. היום הכניסה היא וולונטרית, בקרוב ככה אני מקווה אז אנחנו נהפוך את הנושא הזה למנדטורי. זאת אומרת תהיה חובה על התאגידים לדווח בדרך הזאת. דאגנו שיהיו לשכות שירות שבעצם נותנות את השירות לחברות ומסייעות להן באופן הדיווח. בנוסף, עשינו וובינר אחד הדברים שאנחנו נשמח שיקרו וראיתי את זה גם בשאלות היפות שאתה שאלת בנושא: זה פיתוח של מערכת תחקור שתתחקר את כל הנתונים שתאפשר לאנשים בדש-בורדים מאוד מאוד קלים לשימוש לעשות השוואות רחב משמעותיות על כל הנתונים שברצונם לבדוק ולהשוות. אם יהיה מולנו Jurisdictions ואנחנו נשמח שיוקם אחד כזה (אנחנו גם נסייע בהקמתו) אז הגוף הזה יוכל לפעול מולנו (מול רשות ניירות ערך) ולטייב לנו את התהליך ולעזור לנו שהמערכת תהיה יעילה וטובה, ואנחנו גם נעביר את כל הנתונים האלה לספקי המידע שיוכלו להפיץ את המידע הזה בכל המקומות בעולם.

אלי אמיר

קודם כל תודה על ההזדמנות לדבר בפורום הנכבד. לא אאריך עקב הזמן המאוחר, אבל אני רוצה להתייחס לנקודה שהעלה פה הדובר שהביא את הדוגמה של הרופאים בקשר לשימוש באינטליגנציה מלאכותית: אני מאוד מסכים עם זה. זה הזכיר לי את הפרדוקס של "גרוסמן וסטיגליטס" שאם המידע יהיה מושלם מדי לאף אחד לא יהיה תמריץ לאסוף ולרכוש מידע ואז כמות המידע תרד. וזה מתקשר לנושא ההשפעה של artificial intelligence על חיינו. תחילה אומר שאין כיום מכונות היכולות ללמוד אלה רק מכונות היכולות לסכם ולנתח כמות אדירה של מידע. דבר כזה יכול לסייע למקבלי החלטות, אך שיקול הדעת נמצא עדיין בידי בני האנוש. זו הנקודה הראשונה.

הנקודה השנייה היא קיום פריצות דרך טכנולוגיות. לאורך השנים, תמיד היו פריצות דרך טכנולוגיות. לדוגמה, אימייל, אינטרנט,

את הסיטואציה הזאת. אמרו לנו חד משמעית אם יהיה לנו נתונים כספיים קריאים, קרי Ixbrl נכלל לסקר את החברות הישראליות וכל משקיעים יוכלו להשקיע בחברות הישראליות. אם חברות ישראליות רוצות שתהיינה להן גם חשיפה לחברות זרות יש להן שתי אפשרויות: או לדווח אנגלית, אפשרנו את הדבר הזה לצערנו הדבר כמעט לא קרה, חברות לא הרימו את הכפפה, שתי חברות בחרו לדווח באנגלית רק אחת נותרה כזאת. חברות לא עושות את זה אם לא בדיווח באנגלית לפחות בדיווח נתונים שיהיו קריאים בכל העולם.

ה-Win השני הוא Win למשתמשי המידע כמובן אני דיברתי על אנליסטים אבל זה לא רק אנליסטים זה חוקרים באקדמיה. לא יודע למי מכס יצא לעשות איזשהו מחקר ולנסות להוציא דאטה על חברות ציבוריות ישראליות: מושיבים סטודנטים במשך שנתיים כדי לדלות את הנתונים מתוך הדוחות הכספיים ויש בעיות של אמיתות ההקלדה ועוד. כמו כן, משתמשי המידע הם גם בעלי חברות שרוצים לעשות השוואה וגם ר"ח שרוצים לבדוק את הנתונים ועוד. ה-Win השלישי הוא לגופי הרגולציה, זה גם לרשות ניירות ערך זה גם לרשות שוק ההון וגם לרשות המסים לרשות התחרות לכל רגולטור שרוצה לקבל את הנתונים האלה על החברות אז בעצם השיטה מטייבת את היכולת של האנשים לקרוא את הנתונים הכספיים על ידי האדם אבל גם על ידי מכונה ולקבל החלטת השקעה או כל החלטה אחרת שהוא רוצה להגיע אליה. אז קודם כל אנחנו רוצים להודות גם למי שעומד מאחורי הפרויקט - נמצאים מחלקת פה עובדי מחלקת תאגידים דודי ודב שאחראים על זה ואביבה שראיתי קודם ולא נמצאת כעת, שעבדה ברשות וגם עומדת מאחורי זה גם המחלקה הכלכלית ומחלקת מערכות מידע של הרשות תורמת לזה מאוד ובעצם השיטה הזאת של Ixbrl תאפשר לאנשים להשתמש structured data במידע המובנה על כל הגוונים שלהם.

זה יעזור גם למשקיעים פרטיים שהיום קוראים לה גברת כהן מחדרה. היא אישה שאני לא מכיר אותה באופן אישי אבל היא לא קוראת דוחות כספיים אני לא מכיר בן אדם חוץ אולי חלק מהיושבים פה בחדר שקראו אי פעם דוחות כספיים בחייהם. כמובן משקיעים מוסדיים, אנליסטים רגולטורים וכו'.

אז מה עשינו עד היום עשינו פיילוט פנימי פנינו לכמה חברות וניסינו את הכלים השונים. יש כלים שונים של Ixbrl ועשינו פיילוט יחד איתם, וגילינו שהבעיה היא לא כל כך קשה והוא לא גוזל המון

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

רואים ירידה באיכות הממוצעת. ביצועי התלמידים פחות טובים, איכות המסמכים שהם כותבים טובה פחות והיכולת שלהם לעבור בחינות גם היא פחות טובה, בממוצע. בנוסף, אנו רואים שדווקא התלמידים הטובים ביותר לא תמיד הולכים לכיוון של מעבר בחינות מועצה והתמחות. לדעתי יש לבצע רביזיה בתוכנית הלימודים ואפשר להשיג את זה בשתי צורות: אפשרות אחת היא לנתק את תוכנית הלימודים מבחינות המועצה. כרגע בחינות המועצה הם סד שכולם חייבים ללמד את החומר הקבוע בהתאם לבחינות המועצה כדי שתלמידים יוכלו לגשת לבחינות המועצה. כלומר, תוכנית הלימודים תלויה במידה רבה בבחינות המועצה. אפשרות שנייה (וזה מה שאני חושב שכן ילך ויקרה) היא הקמת מסלול הכשרה ללימודי חשבונאות שלא למטרת מעבר בחינות המועצה. יש היום, ותמיד היה, ביקוש להשכלה חשבונאית/כלכלית/משפטית רחבה כדי שאנשים יוכלו להיכנס למשרות בשוקי ההון וברשויות שלטוניות ובנקים. במשרות אלה אין חשיבות רבה לרישיון רואה החשבון. אילו היה קם מסלול כזה, אפשר היה לקחת שעות רבות מלימודי הביקורת והחשבונאות הפיננסית ולהקצות אותם לקורסים באמת חשובים כגון תהליכי מיזוגים ורכישות, חשבונאות בענפים שונים (בנקאות, חברות ביטוח) ועוד.

אם נבחן את הנעשה בעולם, אין הרבה תוכניות לימוד בארה"ב המלמדים את החומר לבחינות המועצה. האוניברסיטאות מרכיבות את תוכנית הלימודים לפי שיקול דעת אקדמי ולא לפי תוכנית המועצה. סטודנטים לומדים את מה שאמורים ללמוד באוניברסיטה ואם הם רוצים להיות רואי חשבון אז הם לוקחים קורס חיצוני שיתן להם את הכלים לעבור את בחינות המועצה. לדעתי, האיכות הממוצעת של רואי החשבון שיצאו לשוק בשנים הקרובות, תלך ותדר עקב השכר הנמוך יחסית.

ומה הקשר ל-AI? ככל שיכנסו לשוק כלים טכנולוגיים טובים ואמינים יותר, ילך ויווצר חיסכון בכוח אדם - יהיה ניתן לבצע את הביקורת באיכות טובה עם פחות כוח אדם. הדבר יביא, לדעתי, לירידה בעלויות הביקורת ובשוק תחרותי, להמשך השחיקה היחסית בתעריפי הביקורת. השחיקה בתעריפי הביקורת תביא גם לשחיקה יחסית בשכר הממוצע של המתמחים ורואי החשבון. דבר שיביא בהמשך לירידה באיכות הממוצעת של כוח האדם הנכנס לשורות המקצוע. הביקוש להשכלה חשבונאית/כלכלית/משפטית רחבה כנראה לא יפגע, אבל לדעתי התלמידים הטובים יותר ימנעו יותר מכניסה להתמחות בראיית חשבון.

תקשורת מחשבים והעברת נתונים מהירה למרחקים גדולים. ChatGPT הוא דוגמה לפריצת דרך טכנולוגית תוך שימוש בכמות מידע גדולה מאד. תמיד מקצוע ראיית החשבון הגיב לשינויים טכנולוגיים, אבל בדרך כלל הוא מגיב באיחור, כנראה בגלל שמדובר במקצוע מפקח תחת רגולציה קפדנית ותקינה מפורטת. פרופסור אמיר ברנע הזכיר את החבות המשפטית המשפיעה על עבודת רואה החשבון. ייתכן החלט שזה גורם המעכב שינוי בכלל, תגובה לכניסת שינויים טכנולוגיים בפרט. לדעתי, שינויים טכנולוגיים יקרו אך יקרו לאט ובאיחור. אלו 2 ההערות שרציתי להעיר.

קצת ממצעים אמפיריים: לאורך 20 השנים האחרונות, חלה ירידה די מונוטונית בתעריפי הביקורת. ניתן היה לבדוק את זה בישראל כי הדיווח הכספי כולל מידע על שעות ביקורת ושעות שירותים אחרים. ולכן היה ניתן לחשב תעריף ממוצע. מצאנו ירידה ריאלית של 40%-30% בתעריפי ביקורת משנת 2006 עד סוף שנת 2018/2019. מעניין לציין שלא חלה כמעט ירידה ריאלית בתעריפי שירותים אחרים שאינם ביקורת. שירותים אחרים שמרו על ערכן. הסיבה היא שביקורת מבוצעת בצורה דומה על ידי כל הפירמות. קשה להציג התמחות מקצועית בנושא הביקורת אך קל יותר להציג התמחות מקצועית בשירותים האחרים. לכן בביקורת התחרות היא על מחיר בעוד שבשירותים אחרים התחרות היא גם על איכות השירות. אגב, מצאנו שתעריפי הביקורת זולים יותר, בממוצע, בחברות משפחתיות, כנראה בגלל שחברות משפחתיות נתפסות כמסוכנות פחות (זה קורה גם בעולם ולא רק בישראל). ממצא אמפירי נוסף הוא שיש קשר בין תעריפי הביקורת המתואם להכנסה לנפש בכל מדינה לבין רמת השחיתות במדינה (רמת שחיתות נמדדת באמצעות מדדים המפורסמים על ידי הבנק העולמי). ככל שהמדינה "מושחתת" יותר, תעריפי הביקורת המתואם להכנסה לנפש גבוה יותר, עקב הסיכון הכרוך בביקורת. לדוגמה, תעריפי הביקורת ברוסיה הוא בערך חצי מאשר בישראל אבל אם מתאמים את זה להכנסה לנפש אז הוא יותר גבוה.

ברצוני להתייחס להשפעה של ירידת תעריפי הביקורת על איכות כוח האדם הנכנס למקצוע הביקורת. בשוק תחרותי, ככל שתעריפי הביקורת יורד, השכר הריאלי של מבצעי הביקורת יורד גם הוא ולכן חייבת להיות השפעה על איכות כוח האדם המבצע את הביקורת. כבר היום אנו רואים ירידה באיכות הממוצעת של התלמידים שנכנסים ללימודי ראיית חשבון. ניתן לראות את זה אצלי באוניברסיטה, אין לי נתונים מה קורה במכללות ואוניברסיטאות אחרות. אצלנו בהחלט

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

ומחברות את החשבונאות עם הטכנולוגיה.

משה פרידמן

ארצה להתייחס לכמה דברים שנאמרו פה תוך כדי התייחסות למה שאנחנו עושים. סגירת מעגל דיגיטאלי (אם אני זוכר את הביטוי נכון), AI כקופסא שחורה, שימושים נוספים של AI, ביקורת רציפה (continuous audit).

בהמשך לדברים שנאמרו פה ע"י נציגי KPMG, לגבי המעגל הדיגיטאלי. אני מחברת Trullion ובוגר תוכנית החשבונאות של אוניברסיטת רייכמן. אנחנו התחלנו עם פתרון לתקן חכירות והרעיון המבדיל שלנו היה בדיוק זה: לקחת את החוזה להעלות אותו לתוכנה, ע"י טכנולוגיית OCR התוכנה קוראת את המסמך, בעזרת AI שפיתנו אנחנו מוציא את הנתונים החשבונאים הרלוונטיים ואז המידע מתווג מתוך המסמך. כלומר אם אתה רוצה לראות מאיפה נלקח תאריך התחלה של החוזה לצורך החישוב, אתה לוחץ על התאריך והוא מראה לך בדיוק איפה זה נמצא בחוזה עצמו. כך אנחנו מקשרים בין המידע, מה שאנחנו קוראים לו the source of truth לחישובים החשבונאיים, הופכים Unstructured data ל-structured data שאפשר אח"כ לתת לעבד אותו, להשתמש ב-AI, לעשות עליו אנליזה ועוד.

ברגע שהכנסנו את כל קבצי ה-PDF למקום אחד מרוכז וקישרנו אותו ה"תיעוד" לביקורת כבר מוכן ומאכיל בכפית את המבקרים בחומרי התיעוד. אולם, כמו בכל תקן יש אומדנים והנחות. כששלומי אמר שהוא בוחן בשאלות את החשיבה, פה מקום ייעודי בתוכנה לתיעוד ה"Judgement". זה משהו שהיה חשוב לנו שיהיה אפשר לתעד במערכת, כי רק בשקלול הנתונים ה"בישים" שמתועדים בשקלול הנחות, מקבלים את החישובים החשבונאיים. התוצר הסופי שאנחנו נותנים אילו פקודות יומן לרישום בספרים ובנוסף אנחנו נותנים חבילה שלמה לדיווח הכספי (כולל הביאורים). הדוח מהמערכת בנוי כך שאפשר לעשות דרייל דאון לכל מספר בדוח לרמת החוזה הבודד וגם לרמת הנתון הספציפי החוזה עצמו.

רציתי להתייחס למה שפרופסור אמיר ברנע אמר, על כך ש CHATGPT היא קופסה שחורה. משהו שאנחנו עובדים עליו, שחשוב לי להגיד בהקשר לזה, אנחנו לוקחנו את היכולות של ה OPENAI עם שילוב של פיתוחים שלנו ו"לימדנו" את המערכת

שלומי שוב

תודה אלי. אני חייב להגיד שאני לא מסכים עם אלי על השורה התחתונה, אני חושב שלהיפך - התמורות הטכנולוגיות שאנחנו עוברים יתנו למקצוע ראיית החשבון תנופה אדירה כשהבסיס של כך הוא הכוח העצום שיהיו בידי רואי החשבון. אבל זה היופי באקדמיה, שאתם שומעים את מגוון הדעות וחשבו לי מאוד שהדעה של אלי נשמעת.

שרית נתנאל

אם תרשה לי להגיב רק לדבר אחד: תראו הרבה נאמר פה על אופן רישום המידע ואופן השמירה של המידע בחברה אבל צריך להבין שהמקור לזה היא מנהלת החשבונות בחברה. היום מנהלת חשבונות לפעמים מרוויחה יותר מרואה החשבון בחברה. היום להעסיק מנהלת חשבונות טובה, שמנהלת את הרישומים החשבונאיים ומנהלת את המידע בחברה באופן מדויק, עולה הרבה מאוד כסף. אופן הכנסת המידע למערכת, מקלה על החברות ונעזוב לרגע את רואי החשבון, לפני שרואי החשבון מגיעים לחברה, את אופן סגירת הספרים של החברה. אני נתקלתי עכשיו בחברה ציבורית שלא יכלה לסגור ספרים כי הנהלת החשבונות שלה לא נעשתה בצורה טובה. וזה מה שאנחנו רואים.

שלומי שוב

זאת אומרת כדאיות כלכלית מצד החברות.

שרית נתנאל

ברגע שהדברים מבוצעים טוב יותר ברמת החברה, העבודה שלנו נהיית הרבה יותר קלה והרבה יותר מקלה על החברה. זה הבסיס להורדת כמויות של דגימות, היקפי העבודה שדנו בהם קודם מצד רו"ח ועוד.

שלומי שוב

בואו נשמע עוד חברות סטארט אפ שעוסקות בתחומים רלוונטיים

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

ולבקר את האופן שבו האימוץ נעשה בפועל.

רועי רוזנבלום

שלום אני רועי רוזנבלום מחברת דטריקס אנחנו שומעים קצת טכנולוגיות אולי דיברת פה על כל מיני תוכנות אוטומציה שהם באמת קצת יותר כזה באמת איך לוקחים את העבודה של רואי החשבון ועושים לה אוטומציה - אנחנו באים מנקודה של בעצם איך לוקחים כל מיני טכנולוגיות שהן טכנולוגיות עוד יותר מתקדמות והן מתחילות לקבל תובנות על התהליך העסקי עצמו ולא רק נשאר לנו משהו איזושהי סגירת בסיסית.

אז אתן לכם דוגמא עם חברה שאנחנו עובדים איתה, אני לא רוצה להגיד את השם, יש לה בעצם תהליך מלאי מאוד פשוט, היא בגדול מייצרת נעליים. כמה שזה נשמע פשוט זאת חברה גלובלית ענקית שיש לה מחזור של 60-100 מיליארד דולר והיא בעצם מייצרת הרבה נעליים ועל כל נעל כזאת יש לה בעצם די הרבה מידע כמו מסמכים כמו תג מחיר והזמנות ואתם מכירים את זה הרבה יותר טוב ממני ואז גם כל מיני מערכות נכנסות לפעולה וגם ההון האנושי מתחבר לפעולה ועובדים עושים ככה ואחרת והתוצאה של זה היא שאתם רוצים להבין מה קורה בחברה הזאת, איך התהליך עובד, איפה יש בעיות וכו'.

המטרה של דטריקס בעצם ללכת בגישה שאנחנו קוראים לה "ריסק מיינינג" שהיא דאטה דריבן והיא ללכת להסתכל על הדאטה. מתוך הדאטה אנחנו מבינים איך התהליכים עובדים אנחנו מבינים איפה בתהליכים האלה יש לנו מה להיות, איפה יש בעיות ומתוכם אנחנו גוזרים סיכונים. תחשבו שאנחנו יכולים להתחבר למערכות מידע מושכים את הכל ממקום אחד מבינים איך התהליך עובד, ממש עושים את מה שאתם רגילים באיזשהו שלב של ניתוח סיכונים ובעצם שלב ראשון לנתח את התהליך אנחנו ממש מתחברים למערכת מבינים אוטומטית איך התהליך עובד - מעבר על 100% מהנתונים.

כן ממש בשניה, אז אתם ממש יכולים לראות את התהליך: אם מישהו נראה בתוך המערכת אפשר ממש להשתמש במערכת, יש לו מסר מלא בתהליך לראות מי עשה מה, איפה התבזבז הזמן, איפה בעצם הבעיה, אם לדוגמא אנחנו נמצאים באיזשהו הליך גישור והשופטת עשתה משהו שלא לפי הנוהל המערכת הזאת באופן אוטומטי יודעת ומראה לך מה הוא עשה, באיזה הקשר עסקי,

פרסומים של פירמות ביג. למשל לקחנו פרסום של דלויט ו-EY על תקן החכירות והתחלנו לשאול שאלות לגבי התקן והתשובות היו מדויקות להפליא. שאלתי לדוגמא, לפי התקינה האמריקאית (ASC 842), איך אני יודע האם חוזה הוא Operating או Finance. הוא נתן תשובה מדויקת עם חמשת השאלות לבחינת הסיווג. אבל מה שייחודי אצלנו, וזה היה מאוד חשוב לנו לעשות, הוא מראה לי מאיפה הוא לקח את התשובה! כלומר זה לא קופסא שחורה משתי סיבות, אחד אתה יודע מה נמצא בקופסא ואתה יכול להתחקות אחרי התשובה. דבר נוסף שעשינו, מכיוון שמעלים את חוזים למערכת והוא עכשיו "קריא" ע"י המערכת, אתה יכול לסמן פסקאות ספציפיות ולשאול שאלות לגבי החלק הספציפי, או על כל החוזה אנחנו יצאנו לאחרונה עם פיילוטם לפתרון לתקן של ההכרה בהכנסה, ותוך כדי העבודה עם Design partners ופירמות שונות על הפתרון, עלתה הבעיה של מציאת החוזים ידניים שנעשו שינויים כלשהם בתנאים, שאמנם נראים מינוריים לאיש המכירות אך לרואה חשבון יכול להיות הבדל מהותי, הן באופן ההכרה בהכנסה והן בשינויים בתהליכים שזה עלול לגרום.

בעזרת היכולות להמיר חוזה PDF לחוזה "קריא" דיגיטלית, ויכולות AI אנחנו מסוגלים לתת לחשבים יכולת לזהות את החוזים האלה לפני שמאוחר מידי, לתעד את הטיפול החשבונאי שנעשה בצורה שיהיה אפשר להתחקות אחרי זה בקלות בעתיד.

דבר אחרון רציתי להתייחס לביקורת הרציפה, זה דבר נוסף שעלה תוך כדי עבודה עם לקוחות שרצו להזמין את המבקרים לתוך המערכת שלנו. לאחר שאפשרנו את זה, התחלנו לראות את יש מבקרים שצריכים גישות לכמה לקוחות ואז עלה בדעתנו הרעיון לפתח רובד מעל החלק של הלקוח שבו למבקר לא רק תהיה גישה לסביבה של הלקוח, אלא יכולת לבצע ביקורת בתוך המערכת, לקבל דשבורד עם אינסייטס מבוססי AI, לקבל התראות על שינויים וחוזים חדשים כדי לאפשר לבצע את הביקורת באופן שוטף ולא לחכות ללחץ בסוף שנה (יפחית טעויות ועלויות ביקורת).

כמו שחגית ינון (WalkMe CFO) אמרה, החברות לא מחכות ולא צריכות לחכות למבקרים לאישור. אימוץ טכנולוגיות מבוססות AI עוזרות לחברות קודם כל לעשות את העבודה בצורה טובה יעילה ומדויקת יותר. שיח פתוח בין החברות, המבקרים יחד עם חברות התוכנה תאיץ את האימוץ, תחדד את המענה על הצרכים והמפגשים points בצורה טובה יותר. לדעתי לרגולטורים יש אינטרס ברור לעזור לתהליך הזה לקרות, וכדאי לה לבחון איך היא יכולה להאיץ

איכות הדיווח הכספי והביקורת בעידן ה-AI:
חסמים והשלכות על שוק ההון

כניסת הטכנולוגיה-עוד לפני ה-AI ואלו היו גם הדוגמאות המוצלחות שהוצגו. תראו כמה אנחנו נמצאים בפיגור. אם נחלק את הביקורת לשני שלבים - אז עסקנו בעיקר בשלב השני של איסוף הראיות וביסוס הביקורת שהוא שלב של טכנולוגיה בסיסית. השאלות הגדולות בהקשר של ה-AI נוגעות לשלב השני שהוא שלב התכנון והערכת הסיכונים - ואין לי ספק שזה עוד יגיע ככלי עזר, כאשר שיקול הדעת הסופי יהיה כמובן אנושי. אבל אנחנו בישראל צריכים לסגור בהקדם את הפיגור בשלב הראשון והחברות צריכות להבין שזה לטובתן. בשורה התחתונה כמו שהבנו מהדוברים ומהדינמיקה שהייתה כאן, הכדאיות הכלכלית מצד החברות תוביל במוקדם או במאוחר לכך שהטכנולוגיה תתפוס נתח גדול יותר ויותר בתהליך הביקורת למרות החסמים וזהו רק עניין של זמן. בסוף כולם יבינו שזה הדבר היחיד שהוא נכון מבחינתם. תודה רבה.

באיזה הזמנה בקופה. דוגמא נוספת אם אנחנו מזהים פקודת יומן שהיא חשודה אנחנו גם מזהים את כלל הפקודות החשודות וגם לראות מאיזה הזמנה הן נוצרו, וכל שאר המידע הרלוונטי כך שכל הלופ הזה בעצם סגור לכם. ככה שאתם בתוך הביקורת כל המידע הזה זמין לכם לפי צורך.

שלומי שוב

איך אתה רואה את השוק הזה בעוד כמה שנים? מה החסמים מבחינתך?

רועי רוזנבלום

אני חושב ששלב ראשון מתחבר לנושא הזה של AI כמו שציינתם אני חושב שהמערכות שלנו והדבר הזה יתקדם. יש איזה תפיסה שנקראת קו פיילוט כלומר ה AI לא יחליף את הבן אדם את איש המקצוע אבל בעצם מלווה אותו בתהליך ותומך בו ונותן את אותם אינסייטס (תובנות) אם פעם באמת דיברנו על זה שצריך לעבור (שוב אנחנו מדברים על חברות מאוד מאוד גדולות) כל הלקוחות שלנו עם מחזור של מיליארד דולר ומעלה וגלובליות עם ריבוי מערכות ועכשיו איזשהו מבקר צריך לשים את הידיים ואת הרגליים בתוך הדבר הזה בשבילנו כולם מבינים 65 דוגמיות מתוך 50 מיליון טרנזקציות זה דבר שאין לו משמעות ואין לו ערך. מצד שני אם ה AI היה נכנס לתוך הדאטה ומציג לך את הדאטה ככה שהוא מדרג לך את אותם טרנזקציות בעייתיות לפי מי הכי חשוב ולמה באותו הרגע אתה ניגש למנהלת בשיח אינטליגנטי באותו מקום בעצם אתה תגלה שגם הקאברג שלך עולה וגם האינפקט שלך עולה. ואני חושב שמה שאתה מדבר שלומי על זה שבעצם הרואה חשבון תפקידו לעזור לעסק לעבוד יותר טוב, ברגע שהאנומליה היא עסקית ולא איזה מן שורה כזאת מאוד טכנית בניירת היא מציגה לך את הנתונים בצורה נגישה ונוחה.

שלומי שוב

אנחנו רוצים לסיים. אני חושב שהיה לנו דיון מאד מעניין וחשוב וזה שאמיר גם חושב כך זה לדעתי הרבה כי לא היינו בטוחים בהתחלה בבחירת הנושא. שימו לב, שרוב הדיון שלנו עסק בכלל בחסמים של

רשימת משתתפי פורום שווי הוגן לפי סדר
א'-ב'

בארי כספי	יוסי זינגר	אוריין דגן	רונית בודו	אדם אבו שמיס
מיכל כספי שפירא	רונית זלמן-מלאך	מישל דהן	רפאלה בורוכוב	דניאל אבן צור
אמיר כצנלסון	צחי זנזורי	בועז דהרי	סבינה בירן	דן אבנון
דקלה לביא פיישר	גולן זריהן	תומר דוברובסקי	אנה בלאו	עמנואל אבנר
לירן לובלין	רון זרניצקי	רענן דוד	עדי בלומנפלד	נמרוד אברהם
אבי לוי	חיים חבין	לינור דויטש	קובי בללי	שמשון אדלר
אלי לוי	מתן חגי	מוטי דטלקרמר	יואב בן אור	דודי אדר
רם לוי	טל חי ציון	קרן דינור	יהודה בן אסאייג	אלי אדרי
רמי לוי	לייזה חיימוביץ	דגנית דניאל	אביבה בן משה	מוטי אדרי
מאיר לוין	יונתן חיימי ארנרייך	אייל דשא	אבי בן נון	גקי אהרון
בוריס לייטוס	רמי חלף	איל דשא	מירב בן שושן	יבגני אוסטרובסקי
ארז לילוף	גיא חנוכי	דוד האן	גבי בן שמעון	מורן אופיר
יאיר לפידות	שרון חנס	רון הדסי	מתן בנימין	בן אוריין
גיא לקן	גיא טביביאן	משה הדר	ריטה בעל-טכסא	גלעד אושרי
דברה לשינסקי	אפרת טולקובסקי	צפריר הולצבלט	אורן בר און	שירה אחיעז
יואב מאיר	רוני טלמור	עופר הורביץ	רעות בר און	יואב אטיאס
רון מאירי	יובל טלר	נרית היבי	רן ברגמן	משה אטיאס
גת מגידו	ישי טריגר	ערן היימר	רעות ברון	שירה אייאש
אביטל מגדיש	אייל ידווב	ניר הלפרין	עמנואל ברכפלד	לילי איילון
טל מופקדי	רותי יהודיף	יקירה הלר	שרון ברלץ כהן	יהודה אינדיג
גיל מור	לירון יהושע	אמיר הסל	עופר ברנדט	גליה אלדן
תום מור	יעקב יודקביץ	רונית הראל בן זאב	ארז ברק	עודד אלטוביה
ניר מורוז	יניב יוחנן	שמוליק ווינשטיין	בועז ברק	ווידאד אלטוחי
אהוד מוריה	מוטי ימין	אברמי וול	אינה ברקן	ריקי אליאס
דקלה מושקוביץ	חגית ינון	אורן וולך	משה ברקת	ישראל אליהו
אבי מזור	עופר ינקוביץ	דני ויטאן	נטלי גייקובס	אולגה אלכסייב
שגיב מזרחי	יוכי יעקבי	אביבה וייס	הילה גולן	חובב אלסטר
שגיב מזרחי	ערן יעקבי	דן וייס	שרון גור	אלי אלעל
רוני מיכאל	ישי יפה	יעל וייס	מיכל גור כגן	תומר אלקובי
נועם מיכלסון	רוגן יפו	שרית וייסטוך	הגר גורי גרינבוים	איתמר אמיר
ליאור מיסטריאל	קלאדיו ירזה	צבי וינר	עמירם גיל	אלי אמיר
אוליביה מנדל	דורון ישראלי	שלומי וינר	אילן גילדין	יעל אנדרון
גיא מני	לירון ישראלי	אולג וסרמן	שי גינסברג	שני אנקוריון
איתי מקמל	אסף כהן	אלון וקסמן	אורי גלאור	צביקה אקשטיין
חן משה	זיו כהן	רן ורד	אלון גלזר	חגית ארגוב
גור נאבל	יונל כהן	נטע ורדי	אסתרי גלעד רן	אוריארד
הדר נאות	יחזקאל כהן	אבי ורטהיים	תומר גם זו לטובה	מיכל ארלוזורוב
מני נאמן	שלומי כהן	גיל זהר	אודי גרינברג	אתי ארצי
שי נבו	אלמוג כחלון	עומר זיו	אורי גרינפלד	עפרי אשל

מרים שוורץ	אורן פרנקל	יאיר נגר
איתמר שולשטיין	חיים פרנקל	נדב נגר
שמואל שורץ	יאירה פרנקל	יגאל נוימן
ארנון שורק שרעבי	כרמל צור	מיטל נעים
נדב שטינברג	מוטי ציטרין	גיא נתן
אבי שטרנשווס	איתי צישנבסקי	שרית נתנאל
רחל שיינין	משה קאשי	דב נתנזון
ניצן שילון	דורית קדוש	שי סובל
אורלי שיף	איתי קדמי	אליהו סופר
חיה שכטר	שי קומפל	ארז סופר
צביקה שכטר	הילה קונפורטי	אמיר סוראיה
גידי שלום בנדור	קוסטה קוסנקו	גדעון סיטרמן
שירה שמואל	אבי קיסר	אלון סלטון
אליהו שמעוני	ערן קישון	ויקטוריה סלין
אפי שמש	כפיר קלדרון	אפי סנדרוב
דן שני	דורון קליגר	יוסי סעדון
עודד שפירר	אור קליינמן	אנאבל סער
נעמי שפירר בלפר	מירי קמחי	נמרוד ספיר
עודד שריג	יזהר קנה	נעמי ספיר
אופיר שריד	רעות קסלר	עדי סקופ
שרון שתווי	דב קצוביץ	מירי עברי
אלה תמיר שלמה	הילה קרן	יורם עדן
רותי תמס	קורין רביבו	אהד עובד
	יעל רגב	ניר עובדיה
	נועם רובינזון	דן עמירם
	ליודמילה רוזבך	גל עמית
	אמיר רוזין	רוני עפר
	סיגל רוזן רכב	יניב פגוט
	רועי רוזנבלום	עדי פוזנר
	גיא רוטקוף	ואדים פורטנוי
	עינת רום	רותי פורטנוי
	עדיאל רונן	רותם פיינהולץ
	עירית רות	ורד פיליכובסקי סייסיק
	יוסי רזניק	אילן פלאטו
	אילה רזניק-דותן	עידן פלג
	יוסי רייטן	צור פניגשטיין
	רקפת רמיגולסקי	דניאל פסרמן
	אדם שגב	אברהם פרוכטמן
	ארנון שגב	משה פרידמן

רשימת דיונים משנים קודמות

משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין).
 ■ סיכום מפגש מאי 2020: "השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".
 ■ סיכום מפגש יולי 2020: "השתקפות משבר הקורונה בדוחות הבנקים: ניהול סיכונים פיננסיים וצפי לרווחיות".

תשע"ט

■ מפגש יוני 2019: "כניסת אמזון והמסחר המקוון: השלכות על הקניונים ומרכזי המסחר בישראל ושוויים".
 ■ מפגש מאי 2019: "הפיקוח על מתן אשראי מוסדי ובנקאי ללווים גדולים על רקע מסקנות וועדת כבל".
 ■ מפגש אפריל 2019: "מניות הקנאביס: בועה או מודל עסקי ממשי?".
 ■ מפגש פברואר 2019: "מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות פירעון".
 ■ מפגש ינואר 2019: "השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח: מתמחר נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית".
 ■ מפגש דצמבר 2018: "המעבר של חברות הביטוח לסולבנסי I: כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאזן הכלכלי החדש לבין מחיר השוק?".
 ■ מפגש נובמבר 2018: "הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?".

תשע"ח

■ מפגש דיון מאי 2018: "כיצד יוצאים מהמשבר במקצוע ראיית החשבון: החל ממתכונת בחינות המועצה ושכר המתמחים ועד למהפכת הביקורת".
 ■ מפגש דיון אפריל 2018: "עשור וחצי לדוח ברנע הדור הבא - חשיבה מחודשת ושאלת אחריות דירקטורים על נתוני חברות בנות וכלולות".
 ■ מפגש דיון פברואר 2018: "מתודולוגיית מחירוני הרכב והשלכותיה רחבות היקף על שוק הרכב ונגזרותיו: החל מביטוח ושווי השימוש, דרך דוחות כספיים ושווי בטחונות ועד לתנופת האשראי הצרכני".
 ■ מפגש דיון ינואר 2018: "הצורך באסדרת מידע כספי לא חשבונאי: החל מנזר גאפ, דרך מידע פרופורמה ועד למטריקות ענפיות חדשניות".
 ■ מפגש דיון דצמבר 2017: "ההשלכות של כניסת החכירות התפעוליות לדוחות הכספיים: הערכות שווי, מינוף, והתנהגות עסקית ריאלית".
 ■ מפגש דיון נובמבר 2017: "תופעת ה-ICOs: האם מטבע דיגיטלי הוא נייר ערך במסגרת גיוס הון?".

תשפ"ב

■ סיכום מפגש נובמבר 2021: הרפורמה המוצעת באג"ח מיועדות: רציונל והשלכות תקציביות ואקטואריות.
 ■ סיכום מפגש דצמבר 2021: "המלצות ועדת חודק - חשיבה מחדש במלאת עשור ליישומן".
 ■ סיכום מפגש פברואר 2022: לקראת אימוץ המלצות ועדת יפה: האם המלצה על מעבר למסלול לניהול השקעות פאסיבי ולמודל דמי ניהול בשיטת "הכל כלול" ייטיבו עם הציבור?
 ■ סיכום מפגש אפריל 2022: קריפטו בשוק ההון: האם השקעה של חברות ציבוריות ושל גופים מוסדיים במטבעות קריפטוגרפיים היא לגיטימית?
 ■ סיכום מפגש מאי 2022: "הכניסה לתוקף של מודל הפסדי האשראי החזויים (CECL) בבנקים: יישום והשלכות על רווחיות הבנקים והתשואה להון".

תשפ"א

■ מפגש נובמבר 2020: "פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע מבנה השליטה בחברות הביטוח".
 ■ מפגש דצמבר 2020: "מגמת ההשקעות החברתיות (ESG): הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי ואחריות דירקטוריונים".
 ■ מפגש ינואר 2021: "ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים".
 ■ מפגש פברואר 2021: "מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים: עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים ורווחים".
 ■ מפגש אפריל 2021: "חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקעמהתזכיר החדש לתיקון חוק החברות".
 ■ מפגש מאי 2021: "מבול ההנפקות ודילמת מודל-SPAC סימני התאוששות או סינגל למשבר עתידי בשוק ההון".
 ■ מפגש יוני 2021: "בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל וההשלכות על המגזר הפיננסי".

תשפ"ו

■ סיכום מפגש דצמבר 2019: "סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי".
 ■ סיכום מפגש ינואר 2020: "נאותות שיעור ההיוון (cap rate) של נדל"ן מניב בישראל, על רקע פערים מתמשכים בין שווי שוק להון עצמי בחברות נדל"ן מניב ולאור מחירי עסקאות בפועל".
 ■ סיכום מפגש פברואר 2020: "אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".
 ■ סיכום מפגש אפריל 2020: "הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות

רשימת דיונים משנים קודמות

תשע"ה

- מפגש דיון יוני 2015: "PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני על רואי החשבון?"
- מפגש דיון מאי 2015: "הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מיידי או מתמשך?"
- מפגש דיון מרץ 2015: "אי תלות של מערכי שווי: קריטריונים והשלכות."
- מפגש דיון פברואר 2015: "התנגשות בין משפט, חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין התחייבות להון."
- מפגש דיון ינואר 2015: "תביעות ייצוגיות בעקבות הצגה מחדש של דוחות כספיים: הקשר בין דיווח כספי לשווי ניירות ערך." חסר:
- מפגש דיון נובמבר 2014: "מסקנות ועדת האיגוח לאור הארביטרז' הבנקאי במסחר בסיכונים אשראי"
- מפגש דיון דצמבר 2014: "האם הפער בין סולם דיוג מקומי לסולם דירוג גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על סוגיית השוק העמוק?"

תשע"ד

- מפגש דיון יולי 2014: "דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?"
- מפגש דיון מאי 2014: "האם קיים שוק עמוק לאג"ח קונצרני בישראל?"
- מפגש דיון אפריל 2014: "השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי חשבון על איכות המידע בשוק ההון."
- מפגש דיון פברואר 2014: "חוק הריכוזיות: השלכות על הדוחות הכספיים."
- מפגש דיון ינואר 2014: "שווי הוגן: קביעת ניכוי ראוי בגין העדר סחירות (לרבות סחירות נמוכה) ומניות מיעוט."
- מפגש דיון נובמבר 2013: "דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם: תועלת מול עלות."

תשע"ג

- מפגש דיון יוני 2013: "פרמיית שליטה בעידן IFRS 13: מהי והאם היא בכלל קיימת?"
- מפגש דיון מאי 2013: "חשבונאות וכלכלה: כיצד לבסס ומהו הקשר בין סולבנטיות, כושר פירעון והערת עסק חי."
- המציאות העסקית וההתפתחויות בשווקים?"
- מפגש דיון מרץ 2013: "תפקיד המומחה בהסדרי חוב - היבטים מימוניים."
- מפגש דיון פברואר 2013: "בין החשבונאות לשוק - האם חברות הביטוח מתומחרות בחסר?"

תשע"ז

- מפגש דיון יולי 2017: "כניסת מניות הבכורה לשוק ההון הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות."
- מפגש דיון מאי 2017: "מהפכת הדיווח שנבלמה: האם החרגת הרשויות המקומיות מדיווח על בסיס צבירה מוצדקת?"
- מפגש דיון אפריל 2017: "החמרה באחריות דירקטורים בחלוקת דיבידנד? השלכות פס"ד מלגר על יישום מבחן יכולת הפירעון והקשר למבחן הרווח."
- מפגש דיון פברואר 2017: "רפורמת הדיווח המוצעת בבנקים: האם הדוחות מספקים מידע רלבנטי ושימושי, בין היתר על רקע התמורות הטכנולוגיות?"
- מפגש דיון ינואר 2017: "כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון הנפקת "שלנו גרופ"."
- מפגש דיון דצמבר 2016: "המלצות ועדת וינוגרד - מהו שיעור ההיוון הראוי בתביעות קצבה ומהן ההשלכות על הדוחות הכספיים של חברות הביטוח?"
- מפגש דיון נובמבר 2016: "הבורסה בתל אביב על רקע הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל לשאלת השוק הפעיל."

תשע"ו

- מפגש דיון יוני 2016: "ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה המוצעת בשיני חדלות הפירעון: האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן על נושים ארוכי טווח?"
- מפגש דיון יוני 2016: "פרשת אורבנקורפ: הלקחים של שוק ההון וההשלכות על המשך הנפקות האג"ח של חברות הנדל"ן האמריקאיות"
- מפגש דיון מאי 2016: "חוק שכר הבכירים-היום שאחרי: ניהול הגופים הפיננסיים והשלכות הרחב"
- מפגש דיון אפריל 2016: "מיהו "משתתף שוק" (Market Participant)? דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין מחיר הבורסה"
- מפגש דיון פברואר 2016: "קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות המוצעות על המודל המימוני והעסקי"
- מפגש דיון ינואר 2016: "בין התחייבות להון: פרמיית הסיכון באג"ח COCO - תמחור והשלכות"
- מפגש דיון דצמבר 2015: "סולבנסי 2: השינויים הצפויים באסטרטגיה הניהולית של חברות הביטוח"
- מפגש דיון נובמבר 2015: "ביטול הדוחות הרבעוניים לתאגידים קטנים: הקלה ברגולציה או פגיעה במשקיעים?"

- מפגש ינואר 2013: "כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן שלאחר תיקון 20?"
- מפגש דיון אפריל 2013: "הפרשה ו-Recovery של חובות פגומים במערכת הבנקאית: האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את הרגולטוריות: השלכות כלכליות"
- מפגש דיון דצמבר 2012: "השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון לעובדים".

תשע"ב

- מפגש דיון יוני 2012: "הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני אזהרה בדוחות הכספיים".
- מפגש דיון מאי 2012: "שימוש ב-FFO לצורך הערכת חברות נדל"ן מניב מודל ה-IFRS (NAV)".
- מפגש דיון אפריל 2012: "מבחני חלוקת דיבידנד: חשיבה מחודשת".
- מפגש דיון פברואר 2012: מערכת היחסים במשולש: מעריך השווי - רואה החשבון המבקר - רשות ניירות ערך והשלכותיה על נאותות ההערכה ואחריות החותם".
- מפגש דיון ינואר 2012: "מודל מרווח הוגן - שווי הוגן של נכסי חוב לא סחירים".
- מפגש דיון דצמבר 2011: "היררכית שווי הוגן ושוק פעיל, תוך התמקדות בהצעת רכש כפויה ומיזוג משולש הופכי".
- מפגש דיון נובמבר 2011: "הערכות שווי ופרמיות סיכון במבנה בעלות פירמידלי תוך בחינת האספקטים החשבונאיים, המימוניים והממשקים שביניהם".