



התכנית בחשבונאות
AccounTech



פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

סיכום פעילות השנה האקדמית תשפ"א



דבר מייסדי הפורום

עסקנו ביחסי דירקטוריון - הנהלה בחברות אלה. כבסיס לדיון הציג, מאיר לזין המשנה ליועץ המשפטי לעניינים כלכליים, את התזכיר החדש של משרד המשפטים לתיקון חוק החברות בנושא. מנעד נושאי הדיון השנה היה רחב במיוחד וכלל גם את נושא המיסוי המקומי של גופים רב לאומיים, שבעקבות בחירתו של ג'ו בידן לנשיא ארה"ב נמצא על סדר היום העולמי. כבסיס לדיון הציג רולנד עם שלם, סמנכ"ל בכיר לעניינים מקצועיים ברשות המיסים, את המתווה של רשות המיסים לעניין עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים ורווחים של החברות הבינלאומיות שקובעת את חבותם במס בישראל.

כחלק מהמנעד הרחב של הנושאים סיימנו את השנה האקדמית עם דיון אקטואלי בנושא השקל הדיגיטלי שנבחן על ידי בנק ישראל שעורר הדים רבים, לרבות בתקשורת הבינלאומית (Bloomberg). עסקנו בהשלכות השקל הדיגיטלי על המגזר הפיננסי בכלל והבנקאות בפרט. בדיון השתתפו בין היתר נציגי הרגולטורים הרלוונטיים ונציגי תעשיית הבלוקצ'יין והקריפטו הישראלית. בדיון, שהיה בנוכחות המשנה לנגיד בנק ישראל - אנדרו אביר, הוצגו יתרונות השקל הדיגיטלי שמביא להוזלת עלויות העברת כספים וניהול הנזילות וכן תורם להגברת התחרות בסקטור הפיננסי נשאלו השאלות על הקשר בין השקל הדיגיטלי של הבנק המרכזי ומטבעות הקריפטו, האם תחרות או השלמה. כמו כן נשאלו שאלות על ההשפעה הרוחבית של השקל הדיגיטלי על חשבונות עו"ש ומזומנים כולל אפשרות לשינויים דרמטיים בתפקיד הבנקים כספקי נזילות.

יש לציין כי ארבעה מתוך שבעת הנושאים שהועלו בפורום השנה קשורים לטכנולוגיה ומלמדים על המקום הדומיננטי שהטכנולוגיה הולכת ותופסת בשוק ההון ועל הצורך של שוק ההון, הרגולציה, הפעילים והיועצים בו להתאים את עצמם למציאות חדשה שיתכן ותשנה לחלוטין את המציאות הקיימת בסקטור הפיננסי.

אנו רוצים להודות למשתתפי הפורום על שנה נוספת של פעילות פורייה ועל דיוני עומק מרתקים אשר השנה התחדדו עוד יותר בעקבות המשבר וכן לגב' רקפת שני על תרומתה המקצועית לפורום והשתתפותה הפעילה בבחירת הנושאים והתכנים.

כמו כן, אנו רוצים להביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום שמורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות AccounTech במרכז הבינתחומי הרצליה: יואב אטיאס, עדן בוכריס, ניב אלמוג, מיכל ברק ונתנאל חכמי-לוי. תודה מיוחדת לנתנאל חכמי-לוי אשר סייע בעריכת חוברת זו.

בימים אלה, אנו מסכמים שנה אקדמית עשירית לפעילותו של פורום שווי הוגן, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות AccounTech במרכז הבינתחומי הרצליה. המפגשים האחרונים בשנה האקדמית החולפת שהתקיימו באופן פרונטלי, סימנו את החזרה לשגרה (לפחות באופן זמני) לאחר תקופה ארוכה יחסית של מגבלות בעקבות משבר הקורונה. להבדיל מהשנה הקודמת שהושפעה מסוגיות שקשורות



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

למשבר הקורונה הנושאים בשנה האחרונה עסקו, בנושאים "נורמטיביים" בין היתר בתופעות של היציאה ממשבר הקורונה יחד עם הגאות בשוק ההון - עד כמה מדובר בסימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי? בהקשר זה עסקנו בנושא של מבול ההנפקות ותופעת ה-SPAC בו רשות ניירות ערך הציגה לראשונה את המודל הישראלי שכולל הפקת לקחים מהמודל האמריקאי אבל מעלה שאלות לגבי מידת האטרקטיביות שלו לגופים ישראליים. באופן סימבולי, בשנת העשור



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

לפעילותו של הפורום, עסקנו בנושא שעובר כחוט השני כמעט בכל דיון והוא מבנה הרגולציה על הסקטור הפיננסי בישראל וחוסר האחידות בין הרגולטורים השונים שמייצר במקרים מסוימים אפילו ארביטרז' רגולטורי.

בשנה החולפת עסקנו באופן מעמיק במספר תופעות ואתגרים שהתחדדו בזמן האחרון ונמצאים בימים אלו בדיונים של מרבית הדירקטוריונים. נושא אחד הוא ניהול סיכונים סייבר על רקע פריצות סייבר שהיו בסקטור הפיננסי במהלך שנת הקורונה. למרות שמדובר בסיכון תפעולי, יש לסיכון זה נגזרות רבות בראיה של אחריות דירקטוריון, לרבות בהיבטי דיווח. נושא שני הוא ההצדקה ומתודולוגיית השווי של מגמת ההשקעות החברתיות (ESG) שקיבלה תאוצה בעולם בשנים האחרונות ומעלה בנוסף לשאלת העדפת ההשקעות, גם היבטי דיווח. הנושא השלישי נגע בתופעה ישראלית מקומית של השנים האחרונות, בין היתר בעקבות חוק הריכוזיות, של גידול חד במספר ומשקל החברות ללא בעל שליטה.

תוכן עניינים

ע"מ	
4	סיכום מפגש נובמבר 2020: "פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע מבנה השליטה בחברות הביטוח".
23	סיכום מפגש דצמבר 2020: "מגמת ההשקעות החברתיות (ESG): הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי ואחריות דירקטוריונים".
42	סיכום מפגש ינואר 2021: "ניהול סיכוני סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים".
65	סיכום מפגש פברואר 2021: "מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים: עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים ורווחים".
83	סיכום מפגש אפריל 2021: חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר החדש לתיקון חוק החברות
104	סיכום מפגש מאי 2021: מבול ההנפקות ודילמת מודל ה-SPAC: סימוני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי בשוק ההון?
125	סיכום מפגש יוני 2021: בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל וההשלכות על המגזר הפיננסי
150	טופס הצטרפות
151	השתתפו בדיונים בשנה האקדמית תשפ"א
153	רשימת דיונים משנים קודמות

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

“פערי רגולציה בסקטור
הפיננסי על רקע מבנה
השליטה בחברות
הביטוח”.



תאריך המפגש: 9 בנובמבר 2020

נושא המפגש: “פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע מבנה השליטה בחברות הביטוח”.

חומר רקע למפגש: **לחץ כאן**

רשימת הנוכחים בדיון המקוון: **לחץ כאן**

צוות מקצועי: מיכל ברק, ניב אלמוג, יואב אטיאס.

שלומי שוב

של ממשל תאגידי בשתי חברות ביטוח גדולות - כלל ביטוח ומגדל. אחד מההיבטים הקשורים לכך הוא המבנה המוזר הזה של השליטה שקיים בחברות הביטוח הגדולות (לא כולל ביטוח ישיר ולהבדיל מהבנקים) - לפיו חברת הביטוח נשלטת על ידי חברות אחזקה ציבוריות שמפעילות חברות אחרות פרטיות שעוסקות בתחומים שונים. זה נובע מהרצון של קבוצות הביטוח הגדולות להיכנס לפעילויות נוספות (כגון בתי השקעות), שאינן מותרות על פי תקנות ההשקעה של חברות הביטוח אך זה נראה מבנה מלאכותי שיוצר פוטנציאל לייצור בעיות של ממשל תאגידי. מספיק לחשוב למשל על אותו הדירקטור גם בחברה המבטחת וגם בחברת האחזקות.

בוקר טוב לכולם. אנחנו שמחים לפתוח את השנה העשירית של פורום שווי הוגן - קשה להאמין שהגענו לרגע הזה. אין ספק שהמעבר לזום מפחית את עומק הדיונים אבל זה מה שיש כרגע ואנחנו ממשיכים כרגע במתכונת המקוונות תוך שאנחנו מודעים לחסרונותיה.

אנחנו עוסקים הבוקר בנושא שהרבה זמן שקלנו אם לעסוק בו, והוא נושא מבנה השליטה בסקטור הפיננסי בהתייחס לרגולציה בתחום, וזאת לאור שני אירועים משמעותיים שהתרחשו לאחרונה בהיבטים

”פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע מבנה השליטה בחברות הביטוח”.

התאמות בכללי הממשל התגידיים ביחס לחברות ללא גרעין שליטה. אולם, גם בעבר כאשר התעוררו סוגיות של ממשל תאגידי לא תקין בתאגידיים בנקאיים ציבוריים הנושא הוסדר על ידי הנגיד ולא על ידי רשות ניירות ערך.

כאמור, הנושא הזה גם מתקשר לנושא הרחב יותר של מבנה הרגולציה הפיננסית בישראל וחלוקת הסמכויות בין שלושת הרגולטורים: רשות שוק ההון, רשות ני”ע והמפקח על הבנקים. זהו נושא רחב ומשמעותי ואין ספק שדורש דיון מעמיק שהגיע הזמן לעשות אותו. זה בא לידי ביטוי למשל במצב הנוכחי בו הרגולציה המשתנה בין גופים שנותנים אשראי בישראל - בנקים, חברות כרטיסי אשראי, גופים מוסדיים וגופים חוץ בנקאיים - לא תמיד בצורה קונסיסטנטית לאופי המוצר וארביטרז' רגולטורי כזה יכול ליצור עיוותים בהקצאת המשאבים האופטימלית במשק. ועוד לא התחלנו לדבר על ההתפתחויות הטכנולוגיות של מתן אשראי כגון הלוואות P2P, אפליקציות דיגיטליות וכדומה. השאלה העקרונית היא עד כמה הרגולציה נקבעת לפי זהות המפקח יותר מאשר מהות הגוף או המוצר.

זאת סוגיה לא פשוטה כי זה ברור לי שיש כאן גם אלמנטים של התמחות מצד אחד (למשל בהקשר של יציבות הבנקים) ורצון אולי להפריד בין יציבות לבין תחרות, אבל עדיין חשוב למצוא את שיווי המשקל הנכון במיוחד לאור ההתפתחויות שהיו בשנים האחרונות בנוגע להפחתת גרעיני השליטה, הפרדת חברות כרטיסי האשראי מהבנקים וכניסת חברות הביטוח לתחום של מתן האשראי. הרבה פעמים ההפרדה הזו בין יציבות לבין תחרות, או בין השקעה ארוכת טווח לבין השקעה קצרת טווח יכולה להיות מלאכותית ואנחנו מכירים שכדי למנוע את הבעיה של חוסר שיתוף פעולה בין רגולטורים או את בעיית הראיה הכלל מערכתית, קיימות מדינות שמיישמות מודל לפיו רשות אחת בלבד מפקחת על כלל שוק הכספים.

הנושא מעניין גם מזווית חשבונאית. לאור מבנה הפיקוח, הבנקים בישראל וגם חברות כרטיסי האשראי מתבדלים מחברות המימון החוץ בנקאי - וזה מביא לשינויים בדיווחים: כלומר אין יכולת אמיתית להשוות היום למשל תוצאות של חברת כרטיסי אשראי לתוצאות של חברת מימון חוץ בנקאית.

בגדול החשבונאות של הבנקים לא צריכה להיות שונה - אני

סיבה נוספת להקמה של חברות החזקה הייתה להוציא פעילויות שכן מותרות למבטח אך הינן עתירות בדרישות הון או בנכסים לא מוחשיים כגון סוכנויות ביטוח וחברות מנהלות פנסיה וגמל כדי לשפר את יחס כושר הפירעון של חברות הביטוח. ייתכן שיש צורך לבצע השטחה של המבנה הזה, לאור ההתפתחויות והתמורות בפעילויות של תאגידיים פיננסיים, אשר תדרוש מן הסתם גם התאמה של הרגולציה ואולי הרחבת הפעילויות המותרות של חברות הביטוח. מעבר לכך, המבנה הזה מעלה גם את השאלה היכן עובר הגבול בין רשות ניירות ערך למפקח הרלוונטי בהסדרת הממשל התאגידי של גופים מפוקחים שהם גם חברות ציבוריות.

ניתן לומר באופן כללי, שכללי הממשל התאגידי החלים על גופים מוסדיים (לרבות חברות ביטוח, אך לא רק - גם גופים כגון אלטשולר המהווה גוף מוסדי בפקיחה של רשות שוק ההון) הם מחמירים ומקיפים בהרבה מאשר אלו החלים על חברות ציבוריות. בין היתר, הממונה על שוק ההון נדרש לאשר באופן פרסונלי את נושאי המשרה הבכירה והדירקטורים; בנוסף, קיימות מגבלות על כהונה צולבת; דרישות כשירות מחמירות יותר; דרישות לגבי מבנה הדירקטוריון בהיבט של דירקטורים בלתי תלויים והפרופורציה שלהם ביחס לכלל הדירקטורים; דרישות למספר מסוים של ישיבות דירקטוריון לכל הפחות - והיד עוד נטויה. דרישות אלו אינן מאפיינות, ואולי אף אינן ישימות או שאינן נדרשות, לגבי חברות ציבוריות "רגילות".

אחד מהמקרים המעניינים ביותר שראוי להזכיר הוא המקרה של "מבטח בלא שולט" שהוא המקרה החדש יחסית של כלל ביטוח. לגבי ישות כאמור, החוק ביקש לעמוד על כמה מגבלות עקרוניות - מגבלות שנועדו להפחית את יכולת ההשפעה של גופים מוסדיים אחרים, השתלטות של ההנהלה או הדירקטוריון על הגוף המוסדי. כך, גופים מוסדיים אחרים לא רשאים להציע בהם מועמדים; ישנן מגבלות על מינוי דירקטורים מקרב בעלי מניות המחזיקים בהיתר החזקה (אחד); ישנה המלצה על דירקטורים בידי ועדה בלתי תלויה; והדירקטוריון עצמו לא יכול למנות דירקטורים ואף מוגבל ביכולת ההצעה שלהם. עקרונות אלו אינם קיימים בחברה ציבורית רגילה.

אנחנו יודעים גם שרשות ניירות ערך הובילה שנים את הטיפול בממשל תאגידי תקין, החל מיישום הרפורמות בעקבות דו"ח ועדת גושן, מדיניות תגמול, שאלון ממשל תאגידי ולאחרונה - ביצוע

הגופים האחרים שפועלים בשוק ההון? לכן אני שואל את השאלה הזו עוד פעם ומקווה שבסופו של הדיון הזה נרגיש יותר ביטחון, האם מערכת הפיקוח שפועלת בארץ שעברה משברים לא קטנים והסקטור הפיננסי התמודד בהצלחה יחסית במשברים שבעולם כשמערכות פיקוח אחרות לא עמדו בהם. אני מתייחס לבנקים וגופים אחרים too big to fail כמו למשל חברות ביטוח גדולות בארה"ב, ב-2008. זאת אומרת, האם עצם ההצלחה של הסקטור הפיננסי לעבור בהצלחה את המשברים האלו מוכיחה שהמערכת בארץ היא סבירה? או להיפך שיש פה אינדיקציות לבעיות במערכת הרגולטורית שכדאי לתקן אותן עכשיו כדי למנוע את המשבר הבא.

משה ברקת

האמת שאני לא יודע למה בדיוק להתייחס כי העלתם נושאים כאלה שמספיקים ליותר מיום אחד של דיונים, היריעה היא מאוד רחבה. קודם כל מבחינת הנושא הזה ששמתם אותו על השולחן של רפורמת הפיקוח וכו'. כל פעם שיש איזושהי בעיה קטנה ישר אפשר לרוץ ולהגיד בואו נעשה שינוי במערכת, אם זה בנושא של שינוי שיטת בחירות או בנושאים כאלה. אני חושב שאנחנו ראינו את ה-FSA מתפרקת. אני חושב שכל מי שמנהל מבין שלפעמים בתוך החטיבות שלו יש מנהל חטיבה אחד שלא מדבר עם מנהל חטיבה אחר, אז אם יש חטיבה אחת שמטפלת בביטוח וחטיבה אחת שמטפלת בבנקאות זה לא אומר בהכרח שהם מדברים ביניהם. למזג אפשר, אפשר לקחת את משרד התקשורת ומשרד האנרגיה ולהגיד זה נמצא בתשתיות, למה אנחנו צריכים כמה משרדים, נשים משרד אחד. אפשר למזג גם את משרד הבריאות ומשרד האוצר היום בקורונה ולקרוא לזה משרד האינטרס הציבורי או משרד הקורונה. אתם מבינים לאן אני הולך. אני חושב שיש איזושהו ערך למומחיות והתמחות ומטריות מסוימות שהן שונות אחת מהשנייה. זה לא שאנשי ביטוח לא יכולים ללמוד בנקאות, הנה יש לנו בנק אחד גדול ששלושה בכירים בו כולל המנכ"ל באו מעולם הביטוח ויש לנו גם דוגמאות הפוכות שניח שי טלמון שבא מהבנקאות לביטוח. ללמוד זו לא הבעיה. העניין הוא שאם אנחנו מסתכלים על הפרמטרים החשובים ביותר, אז בואו קודם כל נודה בפרמטר הכי חשוב וזה הנושא של היציבות של המערכת הפיננסית. יש רגולטורים שאחראים על יציבות ויש רגולטורים שלא אחראים בצורה כזו קרדינלית על יציבות וצריך להבין את הדבר הזה ובסופו של דבר, כאשר אתה אחראי לנפילה של גוף פיננסי האחריות היא שלך ולא של אף אחד אחר ובאים אלייך בטענות. ואז צריך להבין, מי שאחראי על יציבות - מוכרים לי שניים גדולים שאחראים על יציבות - רשות ני"ע אחראית על יציבות בעולמות של קרנות הנאמנות וכך הלאה, אבל כמובן שהאימפקט של זה הוא לא על המערכת הפיננסית כמו שקיים בעולמות של בנקאות וביטוח.

ואז אנחנו שואלים את עצמנו, אוקיי בואו נסתכל איך אנחנו עושים

יודע שאני אומר את זה הרבה אבל ישראל נמצאת בחברה מאד בעייתית של מדינות עולם שלישי שבהן יש הפרדה כזאת. זה יוצר סיטואציות מזוהרות ביותר עם חברות ההחזקה הציבוריות כמו פיבי בעלת השליטה בבינלאומי או יצוא בעלת השליטה בבנק ירושלים - שעורכות את דוחותיהן הכספיים בהתאם להוראות הפיקוח על הבנקים מאחר והנכס העיקרי שלהן הוא בנק.

לדעתי הנושא החשבונאי היחיד שמצדיק הפרדה לאור הייחודיות שטמונה בו הוא ביטוח - ולכן יש לכך תקן חשבונאות בינלאומי נפרד שקובע את ההגדרה של חוזה ביטוח, אשר מבדלת את הטיפול החשבונאי משאר המכשירים הפיננסיים.

לא מדובר רק בחלוקת סמכויות תיאורטית אלא גם בחלוקה המעשית. כך למשל אם מסתכלים על מבנה סמכויות הפיקוח על הדוחות הכספיים בין שלושת הרגולטורים הרי שהוא אינו טריוויאלי - ראינו את זה בזמנו כאשר רשות ני"ע התערבה בטיפול של בנק הפועלים בהפרשה לרשויות האמריקאיות אבל זה אירוע נדיר. גם קרב הסמכויות בין הרגולטורים בעניין הפיקוח על יישום IFRS 17 בחברות הביטוח הוא מעניין.

אין ספק שהולך להיות לנו היום דיון מעניין. אנחנו מארחים היום גם את משה ברקת - ראש רשות שוק ההון וגם את ענת גואטה יושבת ראש רשות ני"ע ויש לנו כאן נציגות נכבדת מאד של כל השחקנים הרלבנטיים שנשמח לשמוע אותם ככל שיתיר לנו הזמן. אני מתנצל מראש שלא נוכל לתת לכולם לדבר.

אמיר ברנע

השאלה העיקרית היא האם לאור הניסיון שנצבר בעשור האחרון כולל משבר 2008 ולאור כל הידוע היום על מערכת היחסים בין הרגולטורים לבין החברות והדירקטורים, האם מתכונת הרגולציה הקיימת של הסקטור הפיננסי בישראל דורשת רפורמה? זו השאלה. האם נדרשת רפורמה לאור קווי אפיון של המערכת בארץ כולל הפיצול הרגולטורי ששלומי הזכיר אותה, מבנה הבעלות באמצעות חברות החזקה ששלומי הזכיר אותם הממשק בין הרגולטור והדירקטוריונים ופעילות בעלי שליטה. האם רגולטור אחד יכול למלא את כל הפונקציות האלו כולל הסתירה המובנית בין יציבות לבין תחרות וצרכנות.

אלו שאלות שמתעוררות בארץ ומתעוררות בעולם וישנם פתרונות בעולם לשאלות אלו ולכן אני שואל את השאלה גם את משה וגם את ענת. אתם צברתם ניסיון בעבודה שלכם ברשויות הרגולטוריות, איך אתם רואים את הצורך ברפורמה במבנה הפיקוח על הסקטור הפיננסי? האם קיים בפועל ארביטראז' רגולטורי? שלומי הזכיר אפשרות כזו. שלומי הזכיר שבחברות החזקה העברת פעילות מחברת ביטוח לחברת החזקה יוצרת רווח מכיוון שהפיקוח אינו אחיד ויש לו השלכות על עלויות, כלומר לכאורה קיים ארביטראז'. שאלה נוספת האם הבנקים מיוחדים מהבחינה הזאת לעומת

"פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע
מבנה השליטה בחברות הביטוח".

רואים mechanism design שגוי, אנחנו רואים את זה בצורה הכי פשוטה. לקחו את חוק מראני של הבנקאות, ניסו להלביש אותו על עולם הביטוח בלי לקחת בחשבון שהמבנה הוא שונה לחלוטין. אם היו חושבים על זה עד הסוף ואומרים בואו נעשה quick fix - אז הוא היה מאוד פשוט. בואו נמזג רעיונית את חברת ההחזקות עם חברת הביטוח ונגיד שיש לנו פה גוף אחד ואז פתרתי את כל הבעיה - יש לי מודל זהה לחלוטין עם הבנקים - הגוף המפוקח הוא גם הגוף הציבורי ונגמר העניין. אפשר היה לעשות את זה, הצענו את הדבר הזה בתחילת הדרך, אבל מה לעשות שבדרך לא רק הכלכלה מדברת, לפעמים זה משפטים וחקיקה וכך הלאה וכנראה שהייתה בעיה למשרד המשפטים ולעוד גורמים לעכל את הדבר הזה בצורה הזאת.

עברנו לאפשרות השנייה הכי טובה בעיניים שלנו. האפשרות השנייה הכי טובה אמרה בעצם שאנחנו עוזבים את חברת ההחזקות לעשות מה שהיא חושבת לנכון למעט דבר אחד - חברת ההחזקות מוגדרת בחוק הפיקוח על הביטוח כמבטח וצריך להבין את זה. לצורך הנושא של ההיתר, לצורך כל ההיבטים שנוגעים לשליטה, חברת ההחזקות מוגדרת כמבטח ונמצאת תחת הפיקוח שלנו ולא תחת פיקוח של מישהו אחר באספקט הזה. בוודאי שחברת החזקות ציבורית נמצאת תחת הכללים והפיקוח של רשות ני"ע באספקטים של חוק ני"ע, אבל באספקטים שנוגעים לשליטה ולהתנהלות של חברת ביטוח, זה נמצא תחת הפיקוח שלנו. ואז אמרנו נעזוב וניתן לעסק הזה מעל חברת הביטוח להתנהל בצורה חופשית לגמרי, בדרגות חופש מלאות אנחנו לא מעורבים שם. ואז לגבי חברת הביטוח אמרנו שמה אנחנו צריכים לחשוב בהינתן המבנה מה אנחנו עושים שם. ניסינו להיצמד ככל האפשר לתכליות של חקיקת מראני ומה שקורה בבנקים, כי אני לא חושב שהמודלים צריכים להיות שונים.

מה שאמרנו הוא שאם יש וועדה כזו אז בואו לא נעשה צחוק, המטרה של הוועדה בסופו של דבר הייתה כזו שהיא משרתת אינטרס ציבורי בנושא מינוי הדירקטורים כאשר מי שבחר בסופו של דבר את הדירקטורים זה גם כן בעלי המניות. רק שאצלנו בעלי המניות זה לא בעלי המניות בחברת הביטוח כי בעלי המניות בחברת הביטוח יש רק אחד כזה - זה חברת ההחזקות. למעשה, יש משפטים שיאמרו שבעצם חברת כלל היא לא תאגיד ללא שליטה, היא תאגיד

פיקוח על יציבות. יש כיום שני מודלים ומבנים שונים לחלוטין של בנקאות וביטוח, האם אפשר לעשות את זה ביחד? כן אפשר. כמה זמן זה ייקח? מה העלויות של זה? ומה התועלות? ומה בסופו של דבר התוצאה שנקבל? זה גם שאלות שאנחנו צריכים לשאול את עצמנו.

הוקמה ועדה ליציבות פיננסית, אז קודם כל בואו ניתן לה לרוץ להתגבש ולראות איך היא פועלת ואיך היא מתאמת והיא מתאמת פה היום לא רק את בנק ישראל והפיקוח על שוק ההון - רשות שוק ההון, אלא נמצאים בה גם רשות ני"ע והאוצר ובנק ישראל לא רק בפיקוח על הבנקים אלא מערכת התשלומים וכך הלאה, ואני חושב שהגוף הזה צריך להוכיח את עצמו. אנחנו נפגשים ומדברים על מיפוי סיכונים, מדברים על הבעיות הכואבות בעולמות של הסיכונים. אני חושב זה כלי פנטסטי שהתחברנו אליו לא ברמה הפוליטית, זה שרגולטורים מדברים ביניהם לבין עצמם זה ברור. כאשר אנחנו שואלים שאלה לגבי מבנה המערכת בואו נשאל את זה מרמה תיאורטית מוצקה ואחר כך נבדוק את זה אמפירית ובואו נעשה את העבודה הזו כמו שצריך ולא כל פעם כמו איזשהם רעיונות עד הוק. אני פעם חושב כך ופעם חושב אחרת וזה תלוי במודל ובוודאי שצרכנות, גילוי ויציבות הם לפעמים מטרות שמתנגשות אחת בשנייה וצריך לאזן ואז אפשר לעשות בכלל שכל הצרכנות כולל הפיננסית תהיה בכלל מחוץ למפקחים. יכול להיות שיש בזה היגיון רב, אבל אז באים אחרים שמכירים קצת את המערכת ואומרים אבל בעיות צרכנות מייצרות בעיות יציבות והיציבות משפיעה על צרכנות וכך הלאה ויש יחסי גומלין אז אי אפשר שזה יהיה מנותק. אז אני אומר לכם שהמטוטלת הזו פעם הולכת לפה ופעם הולכת לשם ואני לא יכול לתת תתיחסות חד משמעית לדבר הזה. אני חושב שאנחנו צריכים, אם אנחנו רוצים לעסוק בזה, לעשות עבודה יותר עמוקה.

עכשיו אני רוצה לעבור לפן הזה שאני הבנתי שהוא המרכזי בדיון של היום - של חברות עם שליטה וללא שליטה ובעיקר חברות ללא שולטת. אז קודם כל צריך להבין שאת הבעיה הזאת בעולמות האקדמיים היו מגדירים כבעיה של mechanism design. זה מקום שממנו אני בא מבחינת עולמות המחקר וכך הלאה, המודלים המתמטיים והכלכליים של mechanism design. מה שאנחנו רואים בעולם הפיקוח על עולמות הביטוח בהשוואה לבנקאות, אנחנו

הלכנו למה שקיים היום והגישה שלקחנו הייתה כזו שחברת ההחזקות יש לה חופש מלא, אבל חברת ההחזקות היא זו שממנה היא לא אז שמתערבת במיני של חברת הביטוח. מי שמנהל את חברת הביטוח זה דירקטוריון חברת הביטוח. עכשיו בהקשר של הוועדה, הוועדה צריכה להשפיע על עולם הביטוח על דירקטוריון הביטוח. מרבית הדירקטורים המכהנים יהיו מומלצי וועדה, זה תנאי אחד. התנאי השני, נוגע ליו"ר, שהיו"ר יהיה מומלץ של הוועדה. הוועדה תמליץ על היו"ר אבל בעלי המניות יכולים להחליט מכיוון שהיו"ר צריך קודם להיבחר כדירקטור והיא ממליצה על יו"ר, אבל בסופו של דבר מי שבוחר יו"ר בחקיקה הישראלית זה הדירקטוריון. אז מה שקורה זה שקודם כל מביאים את ההצעה לבעלי המניות, אם בעלי המניות לא רוצים את אותו דירקטור שהומלץ ליו"ר כיו"ר הם יכולים לעשות דבר פשוט, בכלל לפסול אותו מכהונה בדירקטוריון ולא להצביע לו. אם הם לא מצביעים לבחירה שלו בוודאי הוא לא יכול להיות יו"ר ואז הם "הצביעו ברגליים" ואמרו לא, זה לא יהיה יו"ר, אנחנו רוצים להחליט על יו"ר אחר. קודם כל יש פה גושפנקא של בעלי המניות להמלצה זו. אבל אם בעלי המניות כן בחרו אותו כדירקטור זה למעשה אישור של בעלי המניות שהם מקבלים את המלצת הוועדה.

עכשיו אנחנו מגיעים לשולחן הדירקטוריון. שולחן הדירקטוריון לא יתנהל כמו מועדון חברים וכל מה שהמליצה הוועדה וכל מה שהחליטו בעלי המניות לא רלוונטי, והם יחליטו שהם בוחרים יו"ר את זה שהם הכי מסמפתיים, סתם אני כמובן מקצין את הדברים בעניין הזה. זה לא מועדון חברים, הדירקטוריון יכול להחליט על יו"ר אחר מזה שהומלץ על ידי הוועדה ואושר כמו שאמרתי על ידי ההצבעה הזו של בעלי המניות, אבל הוא צריך הנמקות מאוד טובות לעניין הזה וזה המנגנון ששמנו. זה בהקשר להשפעה של חברות ללא גרעין שליטה בעולם הביטוח.

אבל לנו יש נגיעה הרבה יותר רחבה לעולם הזה וזה דרך ההשקעות של המוסדיים שהם משקיעים בחברות ללא גרעין שליטה. נכנסו שם גם לעניין הזה, אם זה שראיתם את ההתייחסות שלנו הראשונית לבחינת הדברים במקרה של שופרסל, היינו מעורבים במקרה של ישראל ונהיה מעורבים גם במקרים אחרים. אנחנו רוצים להבין את התפקיד של הגופים המוסדיים בתהליך הזה. אנחנו מגיעים למצב כמו בשופרסל למשל שאנחנו מבינים, אנחנו לא יודעים אם זה נכון או לא נכון, שיכול להיות שבסופו של דבר ההשפעה על זהות היו"ר הייתה השפעה מאוד דרמטית על ידי מנכ"ל. אם קיים דבר כזה כשיש לנו חוק שמפריד את תפקידי היו"ר והמנכ"ל וכך הלאה, אז כנראה שיש איזושהי בעיה. אנחנו רק רצינו להבין מדוע בעצם מה שקרה בשופרסל זה שב-2016 באה החברה ובחרה דירקטורים ויו"ר דירקטוריון נבחר בסופו של דבר מהדירקטורים האלו באסיפה הכללית וכאן אף אחד לא דרש כינוס אסיפה כללית. רצינו רק להבין את הדבר הזה ונקבל את הנתונים ונעבד אותם. נתנו הרבה זמן לגופים המוסדיים להשיב, לחשוב, לכתוב את הטיעונים.

שיש לו שולט ברור, חברת ההחזקות. אבל כמובן שזה לא תכלית החוק, ואנחנו חייבים להסתכל על שרשרת והתוצאה הזו היא תוצאה טכנית של חוסר ההתאמה של החוק למצב הקיים במציאות, למבנה ההחזקות הזה. ואז אנחנו הולכים לתכלית החקיקה ואומרים שאם יש ועדה כזו אז היא צריכה להיות הרבה יותר משמעותית בהשפעה שלה. לכן אמרנו שהוועדה הזו בסופו של דבר רוב הדירקטורים המכהנים צריכים להיות מומלצי וועדה. כי אם אנחנו לא מגיעים לתוצאה הזו אז אנחנו מגיעים לוועדה שלא משפיעה בעצם על ההתנהלות וההכוונה של החברה, הם יבחרו אמנם על ידי בעלי המניות בסופו של דבר, על ידי חברת ההחזקות, אבל מי שיציע וימליץ זו תהיה הוועדה. פה אני נתן כוח לוועדה מעבר למה שנתנו בבנקאות, אבל אני חושב שמראית תפקיד הוועדה אנחנו חייבים לקיים את זה.

דבר נוסף שהלכנו עוד איזשהו צעד קדימה, אמרנו שהוועדה תמליץ על יו"ר. אנחנו חושבים שיו"ר זה תפקיד קרדינלי, אנחנו רואים את זה פעם אחר פעם.

אמיר ברנע

יו"ר חברת ההחזקות אתה מתכוון?

משה ברקת

לא, יו"ר חברת הביטוח. בחברת ההחזקות אנחנו לא נוגעים, אנחנו מדברים על חברת הביטוח.

אמיר ברנע

אם הבנתי במתכונת שאתה מציע אתה מאחד את מתכונת הפיקוח על חברות הביטוח עם המערכת הבנקאית כלומר עם שיטת הפיקוח של המפקח על הבנקים. אתה רוצה בעצם לקבץ את חברת ההחזקות מחברת הביטוח כחברה הומוגנית מבחינת הניהול?

משה ברקת

לא. אמרתי שהפתרון הראשון היה לעשות מיזוג רעיוני, הפתרון הזה לא צלח ולא קיבל דחיפה של המערכת הרחבה יותר. אני חושב שהוא נכון, אבל כרגע זה לא הפתרון שיישמנו אז אנחנו שמים את הפתרון הזה בצד. אני חושב שהפתרון הזה היה פותר הרבה בעיות והיה משווה את עולמות הביטוח לעולמות הבנקאות. אז שמנו את זה בצד מסיבות משפטיות, חוקיות, מה שלא נקרא לזה, כי אז גם הפיקוח על חברת ההחזקות היה צריך להיות של המפקח על הביטוח בכל מקרה, כי ברגע שאנחנו ממזגים רעיונית המשמעות של המיזוג הרעיוני הזה היה גם הדבר הזה.

"פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע
מבנה השליטה בחברות הביטוח".

הוא מתפקד בצורה כלכלית חופשית וכל האורגנים ממלאים את התפקידים שלהם.

אנחנו צריכים לזכור שהכל בא לשרת פעילות כלכלית זה לא שהמבנים המשפטיים והמורכבים האחרים באים לשרת את עצמם. הכל בא לשרת פעילות כלכלית. המטרה שלנו, נניח בחברת כלל, זה שהחברה הזו תצליח ותיתן ערך לבעלי המניות ותיתן ערך למי שמבוסס בה ומי שחוסך דרך החברה הזו ושהיא תתנהל טוב יותר לטובת כל המחזיקים בעניין הזה, כשיש אחריות גדולה מאוד לרגולטור. העניין שלי זה לא מי יהיה דירקטור כזה או אחר ומה בדיוק יהיה ומי יבחר את הדירקטור. אם אנחנו מגיעים לתוצאה הכלכלית שהחברה הזאת משרתת את כל המחזיקים בצורה טובה יותר ויוצרת ערך זה האינטרס שאליו אני מכוון ולזה אני רוצה להגיע.

אמיר ברנע

האינטרס שלנו? מי זה אנחנו?

האם אתה מדבר כרשות ממשלתית? כרשות רגולטורית? אין פה איזה גישה פטרונית קצת? אתה לא מרגיש שהגישה הזו כאילו מכתובה כללים על מערכת שהיא מערכת קפיטליסטית שבנויה על יסודות קפיטליסטים שמתפקדת במשק חופשי?

משה ברקת

מה שאמרת זה ההפך מפרטנליזם כי מה שאמרת זה בסופו של דבר שברגע שאני מקדש את הכלכלה ואת זכויות בעלי המניות וכך הלאה זה בדיוק ההפך מפרטנליזם. אני אומר איך אני חושב פילוסופית מבחינת התפקיד שלי ורק התפקיד שלי, אני לא מחליף לא את שר אוצר ולא את שר משפטים ולא אחרים. אני מסתכל על ראיית התפקיד שלי וראיית התפקיד שלי מבחינת המשק זה לעשות מה שטוב לטובת המבוטחים ומה שמשרת את יציבות החברה ורק בעיניים האלה אני מסתכל. מה שאני אמרת זה שהמבנים האלו בסופו של דבר צריכים לשרת פעילות כלכלית ואינטרסים כלכליים. אז אני לא יודע למה אמרת פרטנליזם כאשר אני הולך בדיוק לכיוון ההפוך.

אנחנו נבדוק את זה, שום דבר לא בוער לנו. הנקודה שלנו זה לא דווקא שופרסל אלא נקודה הרבה יותר עקרונית. אותו הדבר גם בישרכארט, צריך להבין שיש פה עניין גדול שאנחנו דיברנו עליו גם בעבר והוא איך המוסדיים באים ומצביעים? מי עושה את ההצבעה? איזה גוף מקבל את החלטות ההצבעה? על מה הוא מסתמך כאשר הוא מקבל את החלטות ההצבעה? זה נושא שאני לא אחזור עליו, נכנסנו אליו, זה נושא שחייבים להסדיר אותו וחייבים להבין את הדבר הזה שזה חלק מתהליך ההצבעה. לכן כל הנושא הזה של תיאום מוסדיים בהצבעות וכולי, מכיוון שזה חלק מתהליך ההשקעה, זה דבר שצריך לאפשר כל עוד הוא לא עובר את הגבול. עובר את הגבול זה אומר שמישהו ללא היתר שליטה או ללא הגדרת שליטה הופך להיות בעל השליטה, זה כבר מעמד אחר. אבל אם לא מגיעים למצב הזה, אם התיאום הוא כזה שבא להגן על ההשקעה, אז זה דבר טבעי שהוא חלק מההשקעה.

היום יש את הטרנד שהוא כבר לא טרנד חדש, כל הנושא של ESG. יש לנו את G-ב-ESG שאומר ממשלה. בואו נעשה מודל יותר רחב ESGSP-ה-S השני הוא אסטרטגיה - אני משקיע בחברות רק עם אסטרטגיה שאני חושב שהיא נכונה. ה-P-זה רווחיות - אני משקיע בחברות רק עם רווחיות נאותה. תגידו ממתי ממשלתי מנותק מעולמות ההשקעה? ממתי ממשלתי מקבל איזשהו פילר נפרד משל? אני באמת חושב שאנחנו צריכים להבין את זה שקודם כל חלק מאחריות המוסדיים בנוגע להתנהלות של החברות וזה חלק שהם צריכים להטמיע בהשקעה שלהם וכאשר הם מגינים על ההשקעה הם צריכים להביא את זה בחשבון. מהצד השני, הגופים המוסדיים לא יכולים לנהל את המשק הישראלי ברמה שהנוסטרו ינהל את המשק, ואני אמרת את זה בעבר בנושא חברות הייעוץ וכך הלאה. אני חושב שהאסימון לא נפל וצריכים להבין את זה. צריכים להבין שלא יכול להיות, יש פה ניגודי עניינים מהותיים שצריך להביא אותם בחשבון וצריך לתת את כוח ההצבעה של עמיתים לעמיתים ולהשאיר אותו שם, לא להעביר אותו לנוסטרו. מה שאנחנו רואים באירועים האחרונים זה דברים שהם קצת שונים ולכן אנחנו עם יד על הדופק ומנסים להתערב במקרים האלו ואנחנו נמשיך להתערב במקומות שאנחנו חושבים שיש השפעה על הממשל התאגידי של החברות ואנחנו נעזוב את השוק לתפקד כלכלית, כאשר

אפקטיביים כך שבכל מקום שלפעילות של רגולטור אחד עשויה להיות השפעה ישירה או עקיפה על התחומים של הרגולטור האחר, הנושא הזה יהיה מוסדר ויעבוד בצורה תקינה.

רפורמת בכר בשנת 2005 הייתה האירוע הראשון שאתגר את המודל הזה והעביר בעצם חלק ניכר ממרכז הכובד בניהול כספי ציבור מהבנקים וחברות הביטוח לבתי ההשקעות. עיקר הפעילות שלהם בניהול כספי אחרים שהיו בזמנו קרנות נאמנות, ניהול תיקים וברוקארז' פוקחה בזמנו על ידי רשות ני"ע ובכך למעשה פעילות הליבה שלהם שלעיתים מוכוננת מאותו מטה הפכה להיות מופקחת בידי שני רגולטורים. בהמשך, האירוע שיצר שיבוש נוסף ומהותי יותר במבנה הזה היה כניסה של מכשירי השקעה נזילים, פוליסות חיסכון וקופות גמל על ההשקעה שהמהות שלהן בכל היבט זהה למעשה לעולם קרנות הנאמנות שמפוקחות מסורתית על ידי רשות ני"ע ובכך למעשה נפתח ארביטראז' רגולטורי שבעיני מתבטא בשורה ארוכה של תחומים.

התחום הראשון הוא רשתות ההפצה של מוצרי ההשקעה. רשתות ההפצה במשק דה פאקטו נכון להיום הן כפולות, יש את רשתות ההפצה של סוכני הביטוח אל מול יועצי ההשקעות. שני סטנדרטים של פיקוח, שני סטנדרטים של מודל תגמול ושני סטנדרטים של אמות המידה בקוד ההתנהגות כלפי לקוחות. הפער השני הוא בפערי מיסוי ומערך תמריצים שונה להשקעה בנכסים תחליפיים ואחרים כשמוצר אחד נהנה ממעבר חופשי בין מסלולים ויצרנים ובכך עלול לגרום לזה שהמוצר האחר שנחות לו נדון למעשה לכליה. הנושא השלישי הוא הפיקוח על ניהול החיסכון הציבורי. הכללים שחלים על גופים שמנהלים כספי ציבור בישראל ומיושמים הלכה למעשה על ידי שני רגולטורים שונים משפיעים על התמריץ להגיע לשוק ההון המקומי ויש רגולציה שונה בין השקעות בישראל לבין השקעות מחוץ לישראל ובכך למעשה נוצרת מציאות שבה עלות הרגולציה להשקעות בישראל גבוהה מעלות הרגולציה להשקעות בחו"ל ולכן להסטה משמעותית של זרמי ההשקעות של המוסדיים לשווקי זרים החל מישראל וכמובן שתופעת הביצה והתרנגולת גורמת למצב שהשוק המקומי סובל מחסרונות ומהיעדר עומק וסחירות וכולי ולתופעות שמזינות זו את זו.

הפער הנוסף שאני רוצה לדבר עליו הוא שקיים קושי בישראל בקידום של יוזמות שעשויות היו לקדם אמות מידה ראויות בהתנהלות מנהלי כספי ציבור. באופן הוליסטי למשל כל נושא ה-stewardship code שמאוד מקובל באירופה ומדינות נוספות בעולם ומאומץ באופן וולנטרי גם באר"ב. רשות ני"ע ניסתה לקדם את הנושא הזה, אני חושבת שראוי לקדם אותו כדי לפתור הרבה מאוד נושאים שבחלקם עלו בדיון זה.

אני אגיד את דעתי באופן גלוי, ברור, ישיר וכנה, אני חושבת שאחרי 3 שנים בתפקיד, בינאר אני משלימה 3 שנים בתפקיד, ואחרי היסטוריה ארוכה מאוד של קודמי בתפקיד שכשהייתי מחוץ לרשויות הסתכלתי עליהם ולא הבנתי על מה המתח ועל מה המחלוקות

אני אציג גישה מעט שונה לגבי חלק מהנושאים. בחרתי להתייחס אליהם במבט מזווית רחבה יותר ופחות ספציפית. אני רוצה לפתוח בנתון עובדתי שבעיני מבטא בצורה הכי טובה את המציאות שמולה אנחנו מתמודדים. נשלחה רשימה של שאלות לפורום, אני אתייחס גם למקרים שהופיעו ברשימת הנושאים. אפשר לראות שנכון להיום, בדקתי אתמול לבילה, גם מגדל וגם כלל שתי חברות ביטוח מהגדולות בישראל נסחרות בתקופה האחרונה בדיסקאונט עמוק על ההון העצמי שלהן כרגע כ-50% על ההון ובתקופות מסוימות אפילו פחות מכך. אם מסתכלים בהקבלה על הבנקים הגדולים, אפשר לראות שהבנקים הגדולים נסחרים בשיעור של בין 60% ל-70% על ההון שלהם בספרים ואם נסתכל על יתר חברות הביטוח שלא נמצאות כרגע בעין הסערה נראה ששווי השוק שלהן הוא כבין 70% ל-80% משווי הספרים שלהם. זה נתון שבעיני מסכם את המציאות במידה רבה.

קודם כל האירועים שקורים בכלל ובמגדל הם אירועים שונים זה מזה באופיים וגם מבנה השליטה הוא כמובן שונה, אבל בעיני השאלה החשובה היא, מה הסיכוי שבעלי המניות בחברות הביטוח שנמצאות בעין הסערה יצליחו לשקם את ערך ההחזקה שלהם כתוצאה משימוש בכוח ההשפעה שיש להם על הממשל התאגידי בחברות האלו. כמו שאתם יודעים, בכלל ביטוח היה ניסיון כזה מתישהו בזמן והניסיון הזה נחסם. בעלי המניות בסוף משקללים בשווי ההחזקה שלהם, בנוסף ליתר הסיכונים, גם את הגורם שנקרא חוסר וודאות רגולטוריות וגם את הכשלון שלהם - הקיים או הפוטנציאלי, להשפיע על ניהול החברה דרך הממשל התאגידי שלה. זו אחת הסיבות שבגללן המשקיעים קונים מניות ומשקיעים בהן בטווח הארוך. בעיניי, כדי שחברות הביטוח יבטיחו את היציבות שלהן וגם את הנגישות שלהן למקורות הון, (הנגישות הזו חייבת להיות זמינה וכלכלית) והמצב הזה שנוצר בחברות שנסחרות בדיסקאונט כל כך עמוק לא מאפשר להם לגייס הון בתנאים כלכליים עבורם, זה פוגע גם בהן וגם בממשל התאגידי שלהם.

אני רוצה להתייחס לנושא שהעלתם בעניין הארביטראז' הרגולטורי. אני לא כופרת בקיומו של ארביטראז' רגולטורי, אני טוענת שתופעת הארביטראז' הרגולטורי רק מחריפה לאורך העשור האחרון. כמו שאתם יודעים המבנה של הרגולציה בתחום הפיננסי בישראל מאז ומעולם הייתה במבנה פונקציונלי, זאת אומרת שעל הבנקאות מפקח בנק ישראל, על הביטוח והחיסכון ארוך הטווח היה בעבר אגף במשרד האוצר והיום רשות שוק ההון היום ושוק ההון היה בפיקוח של רשות ני"ע. למבנה הזה כמו לכל חלופה יש גם יתרונות וגם חסרונות, אבל זה די ברור שתנאי הכרחי להצלחה של המבנה הזה הוא שכל פעולה של כל אחד הרגולטורים באזור הזה תהיה עם גבולות גזרה מאוד ברורים, תוך שאיפה של מינימום חפיפה בתחומי הפיקוח וגם להבטיח שמנגנוני התיאום בין הרגולטורים יהיו

"פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע
מבנה השליטה בחברות הביטוח".

משקיעים צריך להשתקף בעיקר בגילוי לטובת משקיעים, למשל בתהליכים שהרגולציה משתנה או שמתקיימת חובה למכור נכסים או בשינוי כללי המשחק. כלומר, שמצב שבו יש יותר מרגולטור אחד הוא בהחלט מערכת שיכולה להתקיים ולפעול בצורה טובה ועדיין לאפשר לנו, לרשות ני"ע להגן על טובת המשקיעים.

אני חושבת שפה בעולם של ביטוח האפקט שנגרם הוא שנוצרה סביבה משמעותית של אי ודאות עבור בעלי מניות מהציבור. בעלי המניות האלו מתמחרים את הסיכונים אבל מתקשים לפעול כדי לתקן את השווי של החברות ולכן תופעת הדיסקאונט העמוק נמשכת ולא מתוקנת. אין כרגע מנגנון שמאפשר את התיקון שלה. אני לטובת הדיון הזה אני רוצה להפריד בין האירוע במגדל שנמצא אצלנו בבחינה, לבין האירוע של כלל ביטוח. המקרה של כלל ביטוח זה מקרה קלאסי של חברה ללא בעל שליטה שבמהלך חייה עברה ממצב של שליטה לאי שליטה ובעצם החברה הזו נדרשת לגבש מחדש את מאזן הכוחות במשולש הזה של רגולטור בעלי מניות ודירקטוריון. בזווית של המשקיעים בחברות כאלה ללא שליטה אני חושבת שצריך לדאוג שכללי הפעולה והעבודה של המשקיעים יהיו ברורים, שתהיה וודאות ובהירות. אני חושבת שהמצב כרגע רחוק מלהיות כזה. בסוף אני חושבת שזה החובה שלנו והאחריות שלנו כרגולטורים לקבוע ולהסדיר את הכללים האלה.

המצב הכפול הזה של חברות החזקה וביטוח, הוא לא מחויב המציאות כפי שאמרתי הוא שארית היסטורית. אני חושבת שיש היגיון רב בפעילות של בעלי מניות מהציבור לפעול לתיקון המבנים הכפולים האלו בכל מקום שאין להם הצדקה כלכלית ואם יש איזה שהיא מדיניות משפטית וכולי שאני לא מכירה אותה זה משהו שאנחנו צריכים להידרש לו ולפתור אותו.

בחברות ללא גרעין שליטה כפי שגם משה ציין - שופרסל ואחרים, היו מספר אירועים שנגעו להתנהלות הפנימית. מדובר במבנים חדשים שכרגע בעלי המניות המוסדיים ובעלי המניות מהציבור לומדים איך להתנהל בתוכם, גם הדירקטוריון לומד את הסביבה ממשל תאגידי החדשה הזו. כרגע כפי שציין גם קודם אנחנו נמצאים בעבודה מתקדמת עם משרד המשפטים כדי לקבוע את כללי המשחק בנושא חברות ללא גרעין שליטה. התפיסה שלנו היא שאין עדיפות בין חברות עם בעל שליטה לחברה בלי בעל שליטה, בכל אחת מהחברות יש את סוגי הבעיות הרלוונטיות לה ובכל אחת

בין הרשויות (שוק ההון וניירות ערך). אני חושבת שכל הנושא של שיתוף הפעולה בין הרשויות מצריך חשיבה מחדש ומצריך בנייה של מנגנוני תיאום ושיתוף פעולה שיהיו מוסדרים בחוק כדי לוודא שהם מתבצעים לטובת השוק ולטובת הצרכנים בשוק. אני חושבת שאזורי חיכוך בתחומי פיקוח כה רבים בסוף מייצרים מאזן כוחות שהוא לא מאוזן ולא יעיל במיוחד.

הנושא השלישי שאני רוצה להתייחס אליו ואליו התייחס גם חברי משה ברקת, הוא מבנה ההחזקות הכפול בחברות הביטוח והנושא של חברות ללא שליטה בענף הביטוח ומחוצה לו. כפי שהקדים אותי משה, באמת המבנה הזה הוא כפול מסיבות היסטוריות. התכלית ההיסטורית שהצדיקה את קיומן של חברות החזקה שאוחזות בשליטה בחברות ביטוח הייתה כדי לאפשר להן לשמש אכסניה להחזקות רבות ומגוונות. אבל בפועל נכון להיום מדובר בחברות שמחזיקות בחברת ביטוח כנכס עיקרי ולכן בעיני אין תכלית למבנה הכפול הזה בוודאי שלא בראיית בעלי המניות ואני לגמרי מסכימה שהמבנה הזה הוא מבנה שצריך לחשוב איך מייעלים אותו. כי בבנקים החברה הציבורית היא הבנק עצמו, לפעמים גם חברת ההחזקות נסחרת אבל בהקשר של חברות הביטוח המבנה הזה כנראה מייצר בעיקר עלות עודפת שהיא לא כלכלית בראיית בעלי מניות החברה והיא מייצרת מורכבויות רגולטוריות וגם ממשל תאגידי מסובך.

נכון להיום המבנה הוא כזה שחברות הביטוח הן חברות פרטיות וחברות ההחזקה של חברות הביטוח הן חברות ציבוריות, אגב בדיוק כמו חברות ציבוריות אחרות בכל סקטור אחר שנסחר בבורסה, כמו למשל אנרגיה, תקשורת, חשמל וכולי. לכל ענף כזה יש את הרגולטור הנוסף שלו מעבר לרשות ני"ע. חברות ההחזקה של חברות הביטוח שנסחרות בבורסה כפופות לפיקוח של רשות ני"ע בכל ההיבטים שקשורים להגנה ואינטרסים של משקיעים. ואם יש פיקוח נוסף כמו שקיים בתקשורת, בביטוח ובבנקים, המשקיעים צריכים להכיר את כללי המשחק בסקטור כי בסוף יש לזה השפעה על שווי ההשקעה שלהם ועל הבחירה אם להשקיע או לא. כך למשל, המקרה של חברות ההחזקה בביטוח הוא לא המקרה היחיד שבו יש רגולטור נוסף לצד רשות ני"ע. זאת אומרת שאנחנו מורגלים מזה תקופה מאוד ארוכה בעבודה מול חברות ציבוריות שיש בהן רגולטור נוסף ושם העיקרון של שמירה על אינטרסים של

יש צורך להתמודד באופן מתאים. אפשר לראות שבארה"ב ובאנגליה למשל החברות הגדולות ביותר בסקטור הפיננסיים הן חברות ללא שליטה ולכן אני חושבת שלא צריך לחשוש מחברות ללא שליטה גם בחברות שקיים בהן פיקוח יציבותי. בסוף השאלה של האם יהיו כאן יותר חברות ללא שליטה או לא היא שאלה שאנחנו לא נשאלים אותה לחלוטין, היא תהליך אבולוציוני שקורה בשוק והוא יקרה אם נרצה בו או לא. בסוף מדובר בהעדפות כלכליות של משקיעים ובעלי שליטה.

אני חושבת שיכולת השליטה של בעלי המניות על התנהלות חברה, במיוחד חברה ללא בעל שליטה ועל מצבים של תת שווי שלא ניתן לתיקון היא קריטית בתמחור של המניות ובמקום שבו יכולת ההשפעה הזו נפגעת, מנגנון התיקון הזה פשוט לא עובד. אין דרך לייצר את ההיזון החוזר הבריא הזה ששווקים יודעים להפעיל בצורה חכמה. לכן אני חושבת שלצד ההתערבות של הרגולטור, כשהדבר הזה נדרש, תמיד צריך להשאיר מקום לפעולה של בעלי מניות. בסוף בעלי המניות הם אלו שהשקיעו את ההון הפרטי שלהם בחברה ולא ניתן להחליף את כוח ההשפעה החיובית שלהם שיכולה להיות על החברה ועל הממשל התאגידי בהיבטים מאוד מאוד חיוביים כשכמובן תפקיד הרגולטור ברקע זה תמיד לקבוע גבולות גזרה וכללי התנהגות ברורים. גם בנושא הזה חשוב לי לומר שבישראל, העולם הזה של כללי התנהגות לניהול כספי ציבור הוא מאוד מאוד לא מפותח. בחלוף עשורים של שנות רגולציה הצלחנו לייצר כאן צבר רב מאוד, הררים של הוראות וכללים שמאוד קשה לחלץ מהם את כוכב הצפון של מי שמנהל כספי אחרים. אני חושבת שיש מקום נרחב לפתח את העולם הזה של כללי התנהגות טובה למנהלי כספי אחרים בישראל, שיטפלו בשאלות פשוטות כמו למשל איך מציעים דירקטורים? מה הפורמט הנכון להצעה של דירקטורים? איך מנהלים פוטנציאל לניגוד עניינים? איך מטפחים שומרי סף? ואיך משתתפים בהנפקות ללא חתם? איך מטפלים בדירוג פנימי לעומת דירוג חיצוני? המון נושאים שנמצאים בתפר, הרבה מאוד הוראות וכללים לגביהן, אבל כוכב הצפון החד והברור לא בהיר לשוק ואני חושבת שאנחנו צריכים לפעול כדי לייצר כללים כאלו כי בסופו של דבר הכללים האלה פועלים לטובת השוק והבריאות שלו. אנחנו מצידנו ברשות מנהלים תהליך כדי לקדם כללים כאלה אבל כמובן שבלי עבודה משותפת של הרגולטורים הם יהיו אות מתה.

אני חושבת שהדאגה לנושא של יציבות הניהולית ואולי גם הפיננסית בחברות ביטוח ללא שליטה היא דאגה שכבודה במקומה מונח אבל בעיני הדאגה הגדולה ביותר או הגדולה יותר שצריכה להטריד אותנו זה מה שאנחנו קוראים לו תופעת הריכוזיות שמתפתחת בשוק הפנסיה ובשוק ניהול הכסף הציבורי. אני חושבת שבמקום לדבר על הבעיה הזו אנחנו מתעסקים בשאלה איך הרגולטור צריך לנהל? איך הוא צריך להסדיר את הפרסונות בממשל התאגידי? מה גבולות הגזרה בין הרשויות? שאגב אני חייבת לומר שהשאלה הזו עולה בעוצמה הרבה יותר נמוכה מול רגולטורים אחרים שאנחנו פועלים

לצידם ומה בעצם צריכה להיות חלוקת הסמכויות, אני חושבת שזו הסטה של הדיון למקום שהוא התפל ולא העיקר. לא בטוח שצריך לזעזע את המבנים האלו בגלל בעיית ריכוזיות ככל שהיא קיימת בענף אם לדעתנו היא אכן קיימת. אם כספי ציבור לא מנוהלים כמו שצריך אז פגיעה בזכות הקניינית של בעלי המניות היא לא הפתרון, גם הרתעה של בעלי המניות היא לא פתרון. צריך לזכור שבסוף חברות הביטוח כשהן רוצות לגייס הון כדי להשלים הון עצמי או כדי ליצר כריות ביטחון הן מגיעות לשוק ההון וחברות שנסחרות במחצית מההון העצמי שלהן פשוט מוגבלות ביכולת הגיוס שלהן ולכן אני חושבת שדרך ההתערבות היא משהו שצריך לשקול אותו בכובד ראש וגם לקחת בחשבון את מחיר ההתערבות מבחינת המשקיעים וגם את יכולת השיקום של החברה אחרי תהליך ההתערבות מהסוג הזה.

אמיר ברנע

בפתח הדברים שלך דיברת על התמחור של מניות חברות הביטוח והבנקים ואפשר היה להבין מדברייך, כך אני הבנתי, שאת רואה דווקא בתמחור הנמוך של השוק אינדיקציה לפעולה רגולטורית לא תקינה מול הגופים האלה. אחרת אני לא יכול להבין למה הבאת את זה כדוגמא, כי התייחסת לענפים האלו ולא לענפים אחרים כמו נדל"ן מניב או ענפים אחרים שגם הם נסחרות חברות מתחת להון העצמי המאזני. האם זה המסר?

האם את חושבת שביטוח ובנקים, בתור גופים שבהם נושא ביציבות השלכות רוחביות, ובכל הספרות המקצועית מדובר שהפיקוח עליהם שונה מהפיקוח על חברות ציבוריות אחרות בגלל ההבלטה של השלכות הרוחביות של היציבות והנזילות מה שלא קיים בחברות אחרות, איך את רואה את ההבחנה הזו בפעולה של רשות ני"ע? אני לא הצלחתי להבין עד הסוף.

ענת גואטה

מה שאני אומרת זה שבכל הענפים האחרים אין מניעה לבעלי המניות להשפיע באמצעות כוחם על תיקון הממשל התאגידי בחברות שהם משקיעים בהם. בענף הפיננסיים בדגש על הביטוח כרגע נוצרה חוסר בהירות. אני חושבת שהניסיונות של בעלי המניות להשפיע על הממשל התאגידי ולתקן את תת השווי דרך ההשפעה שלהם על הממשל התאגידי מכיוון שהיא כרגע לא ברורה, לא וודאית, בחלק מהמקרים גם נחסמה. אני חושבת שהדבר הזה מייצר מצב של תת שווי שקשה יהי לתקן אותו באמצעי שוק, זה מה שאני טוענת. בכל ענף אחר, גם בענף הנדל"ן, זה בסדר גמור שחברה שנסחרת בדיסקאונט הרי בסופו של דבר שווי הספרים הוא לא קדוש ואנחנו מבינים את היעילות של מנגנוני התמחור בשוק בהקשר הזה. אבל אני חושבת שבדיוק כאן התפקיד של בעלי המניות הוא לעשות

"פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע מבנה השליטה בחברות הביטוח".

משה ברקת

כדאי להסתכל על מה עשתה מניית מגדל בתקופה האחרונה מאז שפעלנו וצריך לזכור שבמגדל לא מדובר בבעל מניות מיעוט אלא בעל השליטה ולכן לא ממש הבנתי אם אני צריך לתת לבעל המניות העיקרי.

ענת גואטה

אני לא התייחסתי למגדל ככונה, אני ציינתי שהנושא הזה נמצא בבחינה, למגדל אני לא מתייחסת לחלוטין. אני דיברתי על התופעה של חברות ללא שליטה בהקשר הייחודי של חברות ביטוח.

משה ברקת

אבל הדיסקאונט הגדול שצוין הוא במגדל גם.

ענת גואטה

גם בכלל, בסדר נכון. ציינתי את זה לאינדיקציה.

אבי בן בסט

המניע הנקודתי לדיון הזה הוא חברות ההחזקה בביטוח, אבל אני כמובן אתמקד בשאלה היותר גדולה שאמיר ניסח אותה בהרחבה - מבנה הפיקוח הרצוי. אנחנו כל הזמן מזכירים את הסוגייה של הארביטראז' הפיקוחי והיא בוודאי אחת הבעיות היותר גדולות. רק אציין משפט אחד לטובת כולם, כשאנחנו אומרים ארביטראז' פיקוחי, אנחנו מתכוונים לפעולות דומות שמפוקחות בדרך שונה. אני רוצה להדגיש שיש גם בעיות נוספות. הרי אנחנו נמצאים גם במצב שאותו מוסד מפוקח לעיתים על ידי יותר ממפקח אחד ואז עולות בעיות נוספות למשל מיקוד האחריות- למוי יש את האחריות אם חלילה מתעוררת בעיה? או בעיה אפילו עוד יותר גדולה, הראייה הכוללת של המוסד המפוקח, כך שבעצם מבנה הפיקוח הנוכחי מעורר יותר

שימוש בכוח שלהם, שוב בצורה מוסדרת.

אמיר ברנע

המפקח מונע את זה מהם? האם מערכת הרגולציה מונעת מבעלי המניות לפעול בצורה אופטימלית?

ענת גואטה

אני חושבת שבמקומות שבהם קיימת התערבות רגולטורית בפעולה של בעלי המניות זה ללא ספק מרתיע. בואו לא נשכח איפה אנחנו חיים, אנחנו חיים במדינת ישראל, הגופים המוסדיים רק בשנים האחרונות הפכו להיות יותר מעורבים בממשל התאגידי. אם היית מדבר על הנושא הזה לפני עשור, אז כנראה שהדיון הזה לא היה מתקיים בכלל. בגלל שאנחנו נמצאים בנקודה בזמן שההתפתחות בנושא הזה היא קריטית, ושוב צריך לזכור מאיפה הגענו. אני חושבת שהעיקרון הזה של מעורבות של בעלי מניות מיעוט בממשל תאגידי של חברות ציבוריות הוא עיקרון עתיק יומין. אני רוצה להזכיר את זכות קודמיי, העיקרון הזה הוטבע לפני כעשור בועדת חמדי שיזמה רשות ניירות ערך להגברת מעורבות משקיעים מוסדיים בשוק ההון והתגבש בשוק עקב בצד אגודל לצד הגידול בכוחם של משקיעים מוסדיים וזה בסדר גמור ולא צריך להיבהל מזה. אני חושבת שהעיקרון הזה בסופו של דבר הנחיל מסורת של בעלות אקטיבית להבדיל מבעלות פסיבית על ניירות ערך שבסופו של דבר, אני חושבת שמשה ברקת לא יחלוק עליי, היא פוגעת בעמיתים. הפעילות האקטיבית בשנים האחרונות מתחילה לבלבל ולנצנץ ויש פעילות מבורכת במעורבות ממשל תאגידי של חברות ציבוריות בישראל. ברגע שאנחנו מנהלים תהליך שבו אנחנו עושים סוג של חקירה אז ברור שבעלי המניות המוסדיים יהססו בפעם הבאה לפני שהם שוקלים לעשות את זה. זה די ברור לכולנו וכולנו אנשים מבוגרים ומנוסים שהמערכת של שוק ההון היא לא מערכת של בית מרקחת והניסיון שלנו לייצר תהליכים סטרייליים ותהליכים היגיניים יש לו מחיר וזו הטענה שלי.

מאשר בעיה אחת ולא רק אצלנו. כדאי לזכור שהסוגייה הזו התחילה להעסיק את העולם כבר באמצע שנות ה-80, אני אתייחס לזה בסוף דברי, ומאז נעשו שינויים דרמטיים מאוד במערכות הפיקוח בעולם. בישראל יש לנו ארבעה גופים, התייחסנו עד עכשיו לשלושה גופים - לפיקוח על הבנקים, רשות ני"ע, רשות שוק ההון. בנוסף אליהם קיימת גם רשות התחרות. היא אמנם מפקחת על כל סוגיות התחרות במשק ובכלל זה על התחרות בשוק הפיננסי, כך שאנחנו מדברים על מערכת בה יש ארבעה רגולטורים. בדרך כלל אנו מתייחסים יותר לרגולציה, אבל יש הבדלים עצומים גם בפיקוח. הבעיה היא לא רק ברגולציה, השאלה אם יש לך את הסמכות, את הכוח, את המשאבים לפקח כראוי ולהשתמש ברגולציה שניתנה לך.

חלק מהבעיות האלו קצת צומצמו בעקבות ועדת בכר, כי ועדת בכר הוציאה את קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים, זה הפחית את מספר המפקחים שנכסים למערכת. אבל מאז כמו שענת ציינה חלו עוד שינויים שפתחו את הבעיה מחדש ובעיקר כניסת שחקנים חדשים לשוק האשראי.

ב-2007 פרסמתי מחקר שבו ניסיתי לאפיין את התופעה הזו עד כמה שאפשר גם בצורה כמותית, כלומר לבדוק באיזה מידה יש שונות בסמכויות הרגולציה והפיקוח בין המפקחים השונים במגרש. דירגתי אותם בסולם של 1 עד 5. לא אלאה אתכם בזה. נמצא שיש שונות מאוד גדולה בסמכויות גם הרגולטוריות וגם הפיקוחיות שבין המפקחים השונים, אפילו הייתי אומר פערים עצומים. חלק גדול מהפערים הללו נבעו מכך שלרשות שוק ההון, אז אגף שוק ההון במשרד האוצר, היו הרבה פחות סמכויות ומשאבים ממה שניתנו לרשויות אחרות. הרשות הזאת לשמחתי הרבה קיבלה סוף סוף עצמאות ב-2016. היה צריך לעשות זאת מזמן וטוב שכך. תוך כדי מהלך העצמאות הגדילו גם את סמכויותיה ובמידה מסוימת את משאביה.

אבל לצערי הרב בחישובים מחודשים שערכתי ממש לאחרונה על בסיס הנתונים האחרונים שיש משנת 2017, אני מוכרח להגיד שנכון שהפערים הצטמצמו אך עדיין יש פערים גדולים מאוד, השונות היא מאוד גדולה. אם מישהו יסתכל על המדד הכללי של ההשוואה הוא יגיד תראה זו לא שונות כל כך גדולה אבל זה מטעה ויש במערכת שלנו דברים אפילו עוד יותר מוזרים. זה לא רק שהשונות היא יותר גדולה, בכל סעיף וסעיף יכולה להיות שונות בכיוון הפוך מאשר בסעיף אחר. אתן לכם דוגמא מאוד בולטת, לבנק ישראל יש את העצמאות הניהולית הגדולה ביותר, מיד אתייחס מה זו עצמאות ניהולית. לעומת זאת, דווקא בפרמטרים של אכיפה, יש לו ציון יחסית מאוד נמוך בהשוואה לרשות ני"ע. אז מי שמסתכל על התמונה הכוללת אולי לא רואה שונות מאוד גדולה, אם אתה מסתכל על פרט פרט אתה רואה שונות מאוד גדולה. אני אתמצת את הפערים המרכזיים.

בואו ניקח לדוגמא את העצמאות הניהולית. מה זה אומר עצמאות ניהולית? מי ממנה את המפקח, האם יש לו או אין לו תקופת כהונה

קצובה, למי כפוף המפקח, השייכות הארגונית של העובדים ולא פחות חשוב מכל אלה מקורות המימון - האם הם עצמאיים או מישהו אחר מכתוב לך אותם. כשאנחנו מסתכלים על זה עדיין דרגת העצמאות של המפקח על הבנקים היא כמעט כפולה מזו של רשות שוק ההון ורשות התחרות. זה בלתי סביר וזה בעיקר מתייחס למקורות המימון שאליהם אתייחס בהמשך.

סמכויות אכיפה, יש סמכויות אכיפה סטנדרטיות שלכולם יש, למשל הצורך בדיווחים תקופתיים, החובה לתת מסמכים ומידע כנדרש וכולי. אבל יש שלוש סמכויות שבהן יש פערים מאוד גדולים - אחד, זה היכולת להיכנס למשרד של מפקח לחיפוש ותפיסת מסמכים, השנייה חקירה והשלישית מעצרים. אז תראו, סמכויות כאלו יש כיום גם לרשות שוק ההון. כשהיו אגף במשרד האוצר לא הייתה להם סמכות כזו. לרשות התחרות סמכות זו היא בעוצמה הגדולה ביותר, אני לא אתייחס למגבלות שיש בתחום הזה. אם אנחנו מסתכלים על חקירה אז בעצם יש רק לרשות ני"ע ולרשות התחרות. יכולה להיות כזו למפקח על הבנקים אבל משום מה הוא לא משתמש בה.

מישהו יכול להגיד, תשמע אלו סמכויות מאוד חריפות שפוגעות בחופש הפרט, אז אולי לא צריך לתת אותן. אני אומר בסדר, בואו נשקול את זה. אבל מבחן אחד לכולם - או לכולם או לאף אחד. מה ההבדל בין מי שמפקח על קרן נאמנות לבין מי שמפקח על קופת גמל או קופת פנסיה? מה ההבדל בין בנק לקופת פנסיה? האם היציבות של הבנק חשובה לנו יותר מאשר יציבותה של קופת הפנסיה? זה לא סביר. אם יש סמכויות כאלה הן צריכות להינתן לכולם כדי שהם יהיו אפקטיביים גם בפיקוח ולא רק ברגולציה.

לגבי העונשים יש שונות הרבה יותר קטנה אבל שם הבעיה היא אחרת, המימוש של הסמכות הזו הוא שולי. דוח וועדת כבל, אותו דוח שנערך על ידי המומחים שהיו ליד הוועדה מצא לדוגמא שבשבע השנים האחרונות העיצומים והקנסות הכספיים על הבנקים היו 1 מיליון ש"ח, היו כנראה כמה בעיות שחיבו עיצומים יותר משמעותיים. הנקודה הבאה שבה הפערים עוד יותר גדולים ופוגעים מאוד באפקטיביות של הפיקוח, זה ההבדלים המשמעותיים במשאבים שניתנו לכל מפקח בהשוואה למגרש שעליו הוא צריך לפקח. אחד, עלות העבודה בפיקוח על הבנקים וברשות ני"ע היא 54% יותר גבוהה מאשר ברשות שוק ההון וברשות התחרות, למה? הם עושים את אותה העבודה, אנחנו רוצים שיוכלו להשיג את העובדים הכי טובים. אלו פערים מאוד דרמטיים. אם תלכו לתקציב תקבלו פערים הרבה יותר גדולים, בין התקציב בכללותו של רשות ני"ע והפיקוח על הבנקים לעומת רשות שוק ההון ורשות התחרות. הדבר היותר חשוב, יהיה מי שיגיד תשמע גודל המגרש שצריכים לפקח עליו הוא לא אותו גודל, אז גם בזה טיפולתי. מאוד קשה לייחס את גודל המגרש לכל אחד, הכי טוב אם היה לנו את התוצר המפוקח, אבל אין לנו בלשכה המרכזית לסטטיסטיקה תוצר מפוקח ברמת הפירוט הנדרשת, אז לקחתי את הפרמטר הכי קרוב לתוצר - מספר העובדים המפוקחים. זה הכי קרוב לתוצר, מה עוד שבתחום הפיננסי

"פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע
מבנה השליטה בחברות הביטוח".

כמו מועדון חברים שמחליפים בו דעות. אין מנגנון הכרעה. אנחנו יודעים שהיו מחלוקות ללא פתרון, כולל בתקופה האחרונה. אם נקח לדוגמה את הדרישה למיזוג של בנק איגוד ובנק מזרחי. ההכרעה נפלה בסופו של דבר בבית משפט. הועדה יכולה להיות גוף מתאם אבל חייב להיות לה מנגנון הכרעה. תתפלאו, אני עמדתי בראש ועדה שכל חבריה היו ארבעת הרגולטורים שצינתי, ב-1995, וזה בדיוק מה שהועדה הזאת המליצה- להקים מנגנון הכרעה מחייב למחלוקות רגולטוריות בין החברים. הגיע הזמן לעשות לפחות את זה, להישאר במצב הנוכחי לטעמי אי אפשר.

חדוה בר

עלו בדיון עד עתה הרבה נושאים שעלו ואני אתייחס רק לסוגיה של מבנה הפיקוח. אתחיל ואגיד שלפני שצוללים לכל הפרטים שעלו פה לשיחה אנחנו צריכים לשאול את עצמנו מה המטרה של מבנה הפיקוח בישראל? מה אנחנו רוצים לקדם? והאם אנחנו מצליחים לעשות את זה או שאנחנו צריכים לעשות שינוי. ברור לי כמי שבאה מבנק ישראל שמטרה אחת של מבנה פיקוח אפקטיבי היא שמירה על יציבות פיננסית במשק כולו. אנחנו עכשיו במשבר פיננסי מאוד גדול, אף אחד לא הזכיר את זה, ובמובן רב המבחן של הרגולציה והיציבות הפיננסית נבחנים היום. אני חושבת שבסך הכל, ועוד לא גמרנו את המשבר, אנחנו רואים שהמערכת הפיננסית נותרה יציבה מאוד למרות חומרת המשבר ויתר על כן, מתוך עוצמתה היא גם תומכת בפעילות המשקית, בצורה של אספקת מקורות מימון לחברות ולמשקי הבית. כלומר, גם היום בשיא המשבר אנו רואים שאין קיצוב אשראי, והבנקים גם דחו החזרי אשראי בהיקפים חסרי תקדים. ברור שיש חברות רבות שמצבן מאוד מאוד קשה אבל עדיין אין במשק תופעה של קיצוב אשראי. אני חושבת שזאת נקודת זכות לכל המפקחים, שהובילו לכך שהמערכת הפיננסית הגיעה ערוכה למשבר. אני מכירה כמובן הכי טוב את הבנקאות, והבנקאות במשבר הזה המשיכה להעמיד אשראי ו"לספק חמצן" לעסקים קטנים, גדולים ולמשקי הבית. לכן, אנחנו קודם כל צריכים לדבר על מה המטרות שלנו במבנה פיקוח אפקטיבי. כמובן שמטרות נוספות של פיקוח על הגופים הפיננסיים צריכות להיות קידום תחרות והגנה

אני חושב שההבדלים בהון לעובד בין ענפים שונים הם ממש שוליים, זה פחות או יותר אותו הדבר. כלומר להציב במכנה את העובדים המפוקחים זה פחות או יותר אותו הדבר. אתן לכם ישר את התוצאה הסופית, אם אתה עושה את החישוב של המשאבים, התקציב שניתן לכל אחת מהרשויות יחסית להיקף של הגורמים שהם צריכים לפקח עליהם אז ההבדל בין הפיקוח על הבנקים לרשות שוק ההון הוא פי שניים משאבים בהשוואה לכמות העבודה וברשות ני"ע פי ארבע משאבים ביחס להיקף הפעילות המפוקחת. אלו דברים שלדעתי, כן אפשר להשתמש פה במילה- בלתי נסבלים.

השונות הגדולה הזאת הייתה קיימת לא רק בישראל אלא גם בעולם הרחב, ובעולם הרחב, בהרבה מאוד מדינות, שינו את מבנה הפיקוח בדיוק כתוצאה משלושת הבעיות שדיברתי עליהם - הארביטראז', מיקוד האחריות והראייה הכוללת של המוסד המפוקח. אתן לכם תמצית על השינויים שחלו מ-1999 עד 2014. מדינות באיחוד מלא גדלו מ-10 ל-24 מדינות. לאיחוד היברידי, חלקי, (איחוד של 2 רשויות) עברו מ-17 ל-22. ולמערכת של "שתי הפסגות" עברו מ-1 ל-4. המגמה הכוללת היא חד משמעית איחוד רשויות הפיקוח במידה מלאה או חלקית, או צמצום של מספר רשויות הפיקוח.

עכשיו במילים ספרות מה לדעתי צריך לעשות בישראל. בצדק קודמי הזכירו את הרעיון של התמחות. זה לא סיפור פשוט להחליט מה המבנה הרצוי. מצד אחד יש יתרונות להתמחות ומצד שני יש יתרונות לראייה כוללת של המוסד המפוקח ומיקוד האחריות. אני מציע פתרון שהוא קצת שונה מאיחוד מלא, כדי לממש את שני היתרונות. אני מציע ליצור איחוד פדרלי של רשויות הפיקוח. שלושת רשויות הפיקוח יהיו מאוחדות למוסד אחד שיש לו יושב ראש. תהיה מועצה של 4 חברים שבראשה יעמוד יו"ר. לכל אחד מראשי המחלקות הללו תהיה סמכות הצבעה במועצה. לכל שלושת המפקחים- מנהל רשות שוק ההון, מנהל רשות ני"ע והמקפח על הבנקים יש קול. המחלוקות יפתרו בהצבעות כאשר כוח היחסי של כל אחד זהה. בכל פעם שיהיו מחלוקות שקשורים לתחרות יצרפו גם את היו"ר של רשות התחרות למועצה.

דבר אחד מאוד מאוד קשה לי לקבל. שאין מנגנון תיאום מחייב בין הרשויות. הזכיר פה משה את ועדת היציבות, שבה באמת חברים כל הרגולטורים. רבות, תסלחו לי על הביטוי, הועדה הזאת היא יותר

הנקודה השנייה שאני רוצה לומר הוא שאין מודל פיקוח אחד שהוא טוב יותר מהשני. אם מסתכלים על העולם אנחנו רואים שאין אף מודל שהייתה אליו התכנסות בשנים האחרונות, וכי יש במדינות מערביות שונות מודלים שונים. גם מהסטטיסטיקה שפרופסור אבי בן בסט הציג, שגם בנק ישראל עקב אחריה במשך שנים ועדכן אותה רואים זאת בבירור - יש מגוון מודלים לפיקוח על הגופים הפיננסיים ולא רואים מגמה ברורה בעולם של שינוי לעבר מודל מסוים. כן רואים, אגב, שאחרי המשבר של 2008 היה שינוי מאוד מהותי במבנה הפיקוח בהרבה מאוד מדינות. מדינות רבות ערכו שינוי כי המשבר היה משבר פיננסי והרבה מאוד מוסדות פשטו את הרגל, והבינו שיכול להיות שלרגולציה גם יש חלק בזה. אבל, אין כיוון או מגמה ברורים. לכל מבנה פיקוח יש יתרונות וחסרונות ואין אחד שהוא שלם.

יותר מזה - העלות של מעבר ממבנה פיקוח א' למבנה פיקוח ב' היא מאוד מאוד גדולה. אני ביקרתי עם צוות הפיקוח על הבנקים לפני כשנה וחצי באנגליה, מתוך מטרה להתעמק בסוגיה של מבנה הרגולציה. פגשתי את הרגולטורים האנגלים (הבנק המרכזי, הפיקוח על הבנקים בתוכו, ה-FCA), ודיברנו על המודלים החלופיים לפיקוח על המוסדות הפיננסיים. באנגליה הם היו ב-3 מודלים ב-20 שנים האחרונות: מודל מבוצר של מפקחים, מודל שאחד את כל המפקחים (ה-FSA) וכעת מודל דו ראשי. מתוך השיח איתם היה ברור שלכל אחד מהמודלים שהם יישמו יש יתרונות וחסרונות. אין אחד שהוא לגמרי עדיף על השני. גם זה צריך לזכור. כלומר יש עלות גבוהה למשק ממעבר בין מבנה פיקוח מסוג מסויים לאחר, והתועלות - אינן חד משמעיות. יש נושאים שמשפתרים, ואילו באחרים עלולה להיות פגיעה.

בנוסף, כשדנים במבנה הפיקוח חשוב לקחת בחשבון גם את השיקולים הפוליטיים. אנחנו רוצים שלמפקחים על המוסדות הפיננסיים תהיה עצמאות. אבי בן בסט דיבר על העצמאות שחשוב שתהיה לרגולטורים, ואני מסכימה וחושבת שהיא קריטית. יש מודלים שבהם רגולטורים עלולים להיות תחת לחצים שהם לאו דווקא מקצועיים, וזה מאוד מאוד מסוכן. זה יכול לפגוע במשק לאורך זמן.

אחרי שאמרתי את כל זה, שבעצם אין מודל פיקוח אחד שהוא עדיף ושיש עלות מאוד גדולה, אני כן חושבת, מהניסיון שלי בפיקוח על הבנקים בשנים האחרונות, שהשוק הפיננסי משתנה מאוד בשנים האחרונות וכן יש צורך לעשות חשיבה על מבנה הרגולציה או על שיפור התיאום הרגולטורי בין הרגולטורים השונים. בשנים האחרונות נוצרים שחקנים פיננסיים חדשים, חוץ בנקאים, יש שינויים טכנולוגיים שאנחנו רואים בעולם הפיננסי, שעשויים להתבטא בכניסה של ביג-טק למתחמי הפיננסיים גם בישראל ובפעילות עניפה של פינטקים. במקביל, ישנם כמובן הגופים המוסדיים שהפכו יותר ויותר דומים בפעילותם לבנקים לאורך השנים. זה יוצר חפיפה גם בפעילות וגם

ברגולציה, שלא נאמר "ספנטי". שינויים אלה דורשים התייחסות, בין אם זה להסדיר את מערכות היחסים בין הרגולטורים השונים, כמו שענת גואטה ואבי בן בסט הציגו, או לחשוב על מבנה רגולציה אחר, אחרי ניתוח וחשיבה מעמיקים. אולם לא הייתי ממחרת לעשות את זה היום, אני לא חושבת שמבנה הרגולציה זו הבעיה הכי הכי אקוטית של מדינת ישראל כשאנחנו בתוך המשבר הכלכלי הגדול שנובע מהקורונה. להפך, אני חושבת שבסך הכל יש תפקוד טוב של הגופים הפיננסיים ושל המפקחים עליהם וזאת זכות גדולה של משק. בהמשך, לאחר שנצא מהמשבר בהחלט יש מקום לחשוב על שיפור המצב הקיים לנוכח השינויים שאנחנו רואים בשוק הפיננסי כולו.

אהרון פוגל

אנחנו מדברים על מבנים, והרבה פעמים דנים יותר מדי במבנה ופחות מדי במהות. חלק גדול מהרגולציה הושפעה מנושאים אישיים. קרה איזה דבר כזה או אחר ב-IDB, ישר יש רגולציה שלמה שפוגעת כמו בחוק הריכוזיות, הפוגע באפשרות של חיסוי סיכונים של חברות גדולות ע"י יצירת חברות נכדות, ואני לא ארחיב את הדיבור. קרה משהו בשכר, עושים תיקון 20 או הגבלות בסקטור הפיננסי. מראש אני לא ממליץ אגב לאף אחד להיות חברה ציבורית היום, בין השאר בגלל זה. בעל שליטה לא יכול לקבוע מי המנכ"ל ומי היו"ר שלו, שזה החלטות הכי חשובות. אכיפה מנהלית זו גם סיבה לא להיות חברה ציבורית, אתה כמנהל לא בטוח שהעדר רשלנות, או כוונה, ימנע תשלום קנס אישי. כל מי שממלא תפקיד וחשוף, דירקטור, חבר הנהלה, למה לו לקחת סיכון? בשביל משכורת? עוד חודש בונוס? דרך אגב תחשבו על מנהל השקעות במוסדיים. הוא לוקח סיכון, אם הוא מצליח הוא מקבל עוד חודש בונוס, אם הוא נכשל - הוא לא יודע לנהל השקעות, דרך אגב, העתיד של החזרה לשגרה והצמיחה במשק זה הקשר שלומדים בשיעור הראשון בכלכלה, בין חסכון להשקעה. אצלנו יש את כל המגבלות שמפריעות לחיסכון להגיע להשקעה ותוסיפו לזה את מה שקרוי, שלא בצדק, "דמי ניהול כפולים" שיוצרים הטיה לקנות סלים בחו"ל במקום לקנות קרנות עם מומחים בתחומים שונים. אני דרך אגב אומר שאם באה חברה חדשה להירשם בבורסה, אז אני מציע, לא כופה, לאנשי ההשקעות שלנו לעשות הערכה כלכלית ולהוריד 20% כי הניהול בה יהיה פחות טוב מאשר לפני זה. אם אתה לוקח הלוואה לא סחירה למדת באוניברסיטה שאתה צריך לשלם ריבית יותר גבוהה מאשר ריבית שהיית משלם אם היא הייתה סחירה, היום זה לא קורה. הרבה דברים נובעים מאירוע אישי ספציפי שיוצרים איזה רגולציה כללית כאילו כולם עבריינים. דרך אגב, הדבר הכי חמור שיש, עסקאות בעלי עניין, על זה צריך הכי להקפיד, עם הענישה הכי כבדה, צריך למצוא לזה מנגנונים.

לגבי חברות ההחזקה וחברות ביטוח. שוב קרה מקרה פרטי אחד או שניים ומזה פתאום עושים תיאוריות שלמות. אני מקבל את כל

"סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ
לאסיפות הכלליות על רקע הצורך
באקטיביזם מוסדי"

שלו? מבחינה מאקרו-כלכלית לא קורה כלום, גם אם צריך לתת 100 מיליארד שקל לכבד את הפיקדונות לא קורה כלום, ירשמו גרעון יותר גדול. מה אתה אומר למפקיד? היה לך פיקדון והתחשבת בו כשקיבלת החלטות על צריכה וחסכון, מה שחשבת ששלך, נשאר שלך, חוץ מזה לא קרה שום דבר. כמובן אתה לוקח את המניות ושטרי ההון והאגרות חוב אם יש כאלה, כל מה שהוא לא פיקדונות. למה אני אומר את זה? כי ברגולציה שאתה עושה צריך לשקול את התועלת מול הנזק בהפרעה בפעילות שגורמת לזה שהיחסון לא יוכל לממן השקעות.

יש גם משהו מאוד מאוד בעייתי, אנשים טובים לא רוצים לעבור תהליך של ועדות. במיוחד כשיש להם עוד תפקיד בחברה אחרת.

אמיר ברנע

סטנלי פישר הוכיח אחרת.

אהרון פוגל

אתה בדיוק מחזק את מה שאמרתי קודם - היוצא מן הכלל שמעיד על הכלל. צריך לשקול איך מגבלות השכר ותיקון השכר פוגע באיכות הניהול. איכות הניהול מבחינתי זה גם היכולת של מנהל לקחת סיכונים ולנהל אותם, יותר מאשר רק לשמור על עצמו ולהיות מכוסה אם אתה מנכ"ל ואם אתה דירקטור.

ערן וולף

אני רוצה לתאר זה זווית קצת יותר צרה ממה שאתם דיברתם. אני אתעסק כמובן בתחום שלנו- אשראי צרכני חוץ מבנקאי. מה שאני חושב, ואני מעריך שאני לא היחיד, שחברות חוץ בנקאות נועדו לאתגר את הבנקים להציע ללקוחות תהליכים מהירים ונוחים לתת תשובות לנישות שהבנקים לא מצליחים לענות על צרכי הלקוחות בהן. בשנים האחרונות היו התפתחויות מרחיקות לכת בתחום הזה, קרו דברים דרמטיים בעיקר בתחום החקיקה. אני מבין שחלק ניכר מהחוקים החדשים שחוקקו היו תחת הכותרת "קידום התחרות".

דבריו של משה עם תוספת בעניין הזה. אני מוכרח להגיד שיש פה אמיר ואני היינו באותה חברה מדוברת, באותו דירקטוריון, חברת החזקות, חברת ביטוח, כולל דח"צים כולל הכל וזה עבד 100 מתוך 100 ללא שום בעיות. אין שום סיבה לדח"צים שונים בין החברות, זה יכול להיות אותו דירקטוריון. כמובן, רק אם יש בעלות של 100% ואם יש עסקת בעלי עניין שלא יכולה להיות מטופלת במסגרת הזאת צריך למצוא לה את הפתרון.

למה היום עוד נשארים עם חברת החזקות? זה מסיבה מאוד פשוטה. היום יש מגבלות על הגופים הפיננסיים, כמה הם יכולים להשקיע בנכס ריאלי, ואז אם נרצה 40% אז 20% נעשה בחברת ביטוח ו20% נוסיף בחברת החזקות. זה הדבר היחידי שמצדיק את זה.

שלומי שוב

זה מצב תקין מה שאתה מתאר?

אהרון פוגל

אני קודם כל מתאר את המצב. המגבלה של 20% היא עוד מפגע בדרך להתפתחות המשק. בריכוזיות צריך לטפל יותר בצורה ענפית מאשר בצורה בעלתיות, אבל זה עוד נושא לפורום שווי הוגן. זה המצב הקיים, ברגע שיאפשרו לחברת ביטוח להשקיע יותר מ-20% בדברים פיננסיים או שגובלים לפעילות שלה, לא יהיה צורך בהחזקות וכשיש מגבלה של 20% על מה שקרוי ריאלי, לא נורא לחיות עם זה. לפחות יהיה חופש- אתה רוצה לקנות סוכנות ביטוח, אתה רוצה להכנס לאשראי מסוג מסוים דרך חברה מסיימת, שלא תהיה מגבלה, גם לא של 50%, ואז לא צריך את חברת החזקות. כמובן שאם הולכים למיזוג צריך לוודא שלא יהיה אירוע מס לא לכאן ולא לכאן, גם זה מחסום בנושא הזה.

אני אגיד משהו שישמע אולי קיצוני- אני הייתי עושה ביטוח פיקדונות, בטח שקלי, בחינם לכל מי שמפקיד כסף בבנקאות וכולל גם חיסכון פנסיוני כזה או אחר או מילוי התחייבויות של חברות ביטוח. ביטוח ממשלתי. מה קורה חס וחלילה עם בנק לא יכול לעמוד בהתחייבויות

אני רוצה להתייחס לעניין של מבנה הפיקוח והארביטראז' הרגולטורי. נקודה ראשונה, צריך לקחת בחשבון שקונספציית הפיקוח היא שונה לחלוטין, בנק ישראל ורשות שוק ההון - בראש ובראשונה זה יציבות - רשות ניירות ערך - הגנה על המשקיע באמצעות גילוי נאות. זה לא אומר שאת רשות ניירות ערך לא מעניין יציבות או שאת רשות שוק ההון ובנק ישראל לא מעניין הגנה על הצרכן אבל הדגשים הם שונים לחלוטין. צריך לקחת את זה בחשבון כשאנחנו מדברים על ארביטראז' רגולטורי.

הדבר השני הוא שהארביטראז' הרגולטורי בשנים האחרונות הועצם. נקח לדוגמא את חברת נאוי. נאוי עד לפני כמה שנים לא יכלה לפעול כי מבחינת בנק ישראל היא הייתה תאגיד בנקאי. לאחר מכן באו הלחצים ופתאום יש חברות אחרות כמו חברות נאוי שנותנות אשראי והן בעולם בכלל לא יציבות, הן בעולם של נותן שירותים פיננסיים או בעולם של רשות ניירות ערך שמפקחים על הגילוי הנאות. אפרופו זה, אני רוצה להגיד לך אבי, זה לא סתם שיש יכולות אכיפה שונות. העובדה שרשות ניירות ערך היא לא מפקחת יציבותית, היא לא אומרת לחברה - "תעשה ככה ולא אחרת", בניגוד לרשות שוק ההון ובנק ישראל, תשאל פעם את משרד המשפטים למה הוא לא נותן יכולות אכיפה כמו שיש לרשות ניירות ערך, אתה לא יכול לתת לאותו גוף את היכולת להגיד לך איך לפעול וגם אתה נותן לו את כל סמכויות האכיפה.

אנחנו חשופים היום גם לדברים שאי אפשר לפעול נגדם, כמו מטבעות דיגיטליים, אתה מוגבל רק לשוק המקומי. אני רק מזכיר לכם את האופציות הבינריות ששם זה חריג שנתנו לו גם איזושהי אפשרות לפעול בשווקים אחרים. על רקע זה, אני חושב, שכשאנחנו מסתכלים על ההתפתחויות האלה, ניקח את הדוגמא שחדדה ציינה - הדוגמא הבריטית. שם עד שנת 2000 היו 3 רגולטורים, כמו בישראל. בשנת 2000 הם אמרו - אנחנו חייבים לעשות שינוי והם שינו את זה לרגולטור אחד. אחרי המשבר של 2008 הם אמרו - "לא טוב", והלכו לרגולציה דו ראשית. אין מודל אחד שהוא מנצח, אבל אני חושב, בהתחשב בכל הדברים שנאמרו פה, שהרגולציה הדו-ראשית, שקיימת בבריטניה ובעוד כמה מקומות, אומרת שכל שמדובר ביציבות יש מפקח אחד וככל שמדובר בהגנה על הצרכן והמשקיע זה מפקח אחר. את זה צריך לארגן, יכול להיות שהגופים יהיו מפקוחים גם על ידי זה וגם על ידי זה אבל בתחומים שונים לחלוטין.

נקודה אחרונה, ועדת היציבות הפיננסית חשובה גם כן למבנה הזה. אתה צריך איזה מישהו שבסוף יכול לתת, במקרים מסוימים שלא מוצאים פתרון, מנגנון של החלטות. הדרך שבה בנו את זה, נותן מנגנון שהוא מאוד ברור לאיך מחליטים החלטות.

אני רוצה לתאר את מצב הפתיחה של חברת אשראי חוץ בנקאי כמו שלנו, ואנחנו חברה יחסית גדולה עם מותג מוכר. לחברה קטנה, מה שאני אומר נכון אפילו יותר.

לחברה חוץ בנקאית יש חוסר מהותי במידע לעומת הבנקים. הלקוחות לא מתנהלים אצלה בשוטף. יש חסרון דרמטי באפשרויות והעלות של גיוס ההון. אין "רצפת מכירה", סניפים, כמו לבנקים ואין בסיס לקוחות גדול. העובדה שאין בסיס לקוחות גדול ואין רצפת מכירה (ואגב גם בחברת ביטוח ישיר זה המצב) מחייבים לעשות הרבה שיווק ופרסום שצריך כמובן לבצע אותו באופן מאד יעיל.

אני רוצה לתאר לכם את העולם העיקרי של האשראי החוץ בנקאי- הלוואות לכל מטרה. אמנם אנחנו כיום בעיקר בהלוואות רכב אבל הלוואות לכל מטרה (שאינן מגובות בטוחה) זה הנושא המרכזי בעולם האשראי הצרכני. השילוב בין רמת הסיכון המאוד גבוהה בענף הזה, ואנחנו יודעים שבישראל יש חוקי פשיטות רגל מאוד מקלים, כל טעות סטטיסטית עלולה לעלות בהלוואה למלווה. השילוב בין רמת הסיכון הגבוהה בענף הזה וכל הגורמים שציינתי, בעיקר העדר המידע, מובילים חברה כמו מימון ישיר לדחות 80% מהאנשים שמבקשים בקשה לאשראי לכל מטרה. תחשבו, אתם אנשי עסקים, איך אפשר להצדיק מודל כלכלי שבו על כל מיליון שקל שמשקיעים בפרסום 800 אלף שקל "נזרקים לפח" על לקוחות שנדחים? הדרך היחידה להתמודד עם מצב כזה, היא דרך תהליכי דיגיטציה, מוצרים ותהליכים מאוד יעילים, מודלי אשראי מתוחכמים וכמו שאתם יודעים פרסום יעיל. נכון, יש עכשיו בנושא של מידע תהליך משמעותי, הכניסה של מגר נתוני האשראי, של אבל זה רק יצמצם את פערי המידע.

אני מרגיש כשחקן בשוק, שאני צריך רגולטור שיגן עלי, שייתן לי את האפשרות המקלה בתהליכים של דיגיטציה, ואגב אנחנו בהחלט בקשר עם הרגולטור ואני מאמין שהוא רואה בנו גורם שעוזר לתחרות. ממש לא בא מחשבון דברים שקורים כרגע בשוק, שיש כל מיני תהליכי זיהוי דיגיטליים שבהם הבנקים מועדפים עלינו מבחינה רגולטורית. אם אני צריך להוציא לקוח בתהליך דיגיטלי על מנת שיביא לי מסמך, והבנק לא נדרש לזה, אין לחברה חוץ בנקאית סיכוי.

התהליכים כמו הפרדת כרטיסי האשראי מהבנקים והכניסה של מאגר נתוני האשראי נועדו כדי לעודד את התחרות ולא אתגר את הבנקים. כל החברות החוץ בנקאיות מתחילות את הריצה עם משקולת וצריך להסיר את המשקולת האלה. כרגע יש אווירה של הכבדת המשקולות ואני יודע שהמפקח שלנו מטפל בזה. אני רק רציתי להעיר את הזווית הזאת כי זה ברמה הפרקטית יוצר בעיית תחרות רצינית בשוק.

"פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע
מבנה השליטה בחברות הביטוח".

דליה טל

שלהם.

אני רוצה להגיד לכם שבבנק לאומי, מניסיוני, היו דירקטורים מעולים שבמעולים שבאו מהמלצות של המוסדיים. אני אגיד כמה שמות שאתם מכירים אותם - פרופסור ידידיה שטרן לא היה המלצה של הועדה. גברת ציפי סמט גם לא הייתה המלצה של הועדה. הם כולם באו מגופים אחרים שהמליצו על אנשים ראויים מאוד מאוד להיות דירקטורים בבנק. למה אנחנו היום צרכים לנטרל את כל המוסדיים שלא יכולים להציע אף מועמד להיות בבנק. רק הועדה היא זאת שמחליטה, ואני מסכימה עם אהרון פוגל שיש תקלה גדולה מאוד כי מרבית האנשים לא רוצים ללכת לועדה הזאת. הפרוטוקולים לא חשופים, אולי בצדק, הועדה טוענת שהיא לא רוצה לפגוע באנשים ולכן היא לא מפרסמת את הפרוטוקולים. אתה נכנס לשם ואתה לא יודע אף פעם איך אתה תצא ואחר כך אתה עוד צריך לעבור תהליך של הצבעה. אני חושבת שבאופן עקרוני השוק החופשי לא צריך לאשר את הועדות האלה. צריך לעשות סדר, כמו שבעולם כולו עושים. בארצות הברית, אמרה ענת, שנים כבר מערכת הבנקאות ומערכות הביטוח נשלטות על ידי הציבור, מי מציע שם את הדירקטורים? יש שם ועדה? אתם שמעתם פעם על כך שבארצות הברית יש בכלל אפשרות שתקום ועדה סטטוטורית שעומד בראשה שופט והנגיד ממנה את חבריה וכו'.

אני לא באה ואומרת שאני רוצה לבוא ולבטל את סמכויות בנק ישראל, הוא בודק כל דירקטור, הוא מאשר כל דירקטור, הוא בודק ניגוד עניינים, התהליך הזה צריך להישאר, אבל צריך לבטל את כל המוסדות האלה שעושים פטרוליאזציה של השוק וממנים את הדירקטורים במערכת הבנקאות, לדעתי גם בחברות הביטוח.

האם עדיף גוף עם גרעין שליטה או גוף בלי גרעין שליטה? שנים רבות הפיקוח על הבנקים חשב שגוף עם גרעין שליטה עדיף. יש לו כתובת, הוא יכול לדבר איתם, הוא יכול לבקש שיזרימו עוד הון לבנק כשצריך, אבל אם השנים הוא התעורר והשוק גם השתנה. זה לא שגליה מאור קראה בזמנו לאייזנברג ואמרה לו צריך להכניס כסף לבנק והוא הכניס, היום זה לא המצב. ראינו את זה עם בנק דיסקונט כשפנו לבעלים של הבנק והם אמרו - "לא, אנחנו לא מכניסים, זה לא בהתחייבויות שלנו". אני יודעת שהפיקוח על הביטוח מכניס כל מיני הגבלות בהיתרים שהוא נותן מחייב את בעלי השליטה להזרים הון

כמה הערות לדברים שנאמרו על ידי קודמיי:

לעניין סמכויות בנק ישראל, אני מפנה את אבי בן בסט לסעיף 5 ג' (1) לפקודת הבנקאות, 1941 המאפשר לבנק ישראל לקבלת תעודת שוטר (ובמקרה הזה יש בידוי סמכויות חיפוי).

לעניין הפיקוח על חברות החזקה שמחזיקות בחברות ביטוח או בבנקים, חוקי הבנקאות וחוקי הביטוח עוסקים בפיקוח על חברת הביטוח ולא הבנק, שלא כמו בארה"ב לדוגמה, ואולם ניתן להתנות בהיתר השליטה הניתן לחברת החזקה ולמחזיק הסופי Ultimate owner את ההתניות שהפיקוח מבקש להטיל על חברת החזקה, כלומר המכשיר המשפטי הוא "היתר החזקה".

ולגופו של עניין - אני לא רואה שום דבר רע בזה שיש חברה ציבורית שמחזיקה חברה פרטית. לדעתי זה מבנה מאוד טוב, אני גם מאוד מתחברת למה שענת אמרה. אני חושבת שבגוף שאין בו בעלי שליטה צריך לתת מעמד לבעלי המניות, זה הכסף שלהם, אי אפשר להעביר את כל הסמכויות לועדה. פעם אמר לי ולאבי יושב ראש רשות ניירות לשעבר על הועדה שהמצאנו למינוי דירקטורים בבנקים בשנות ה-80 - "מה אתם עושים פה ועדה מסדרת?". אני חושבת שזה עבד יפה מאוד בבנקים, הועדה הזאת הוכיחה את עצמה לאורך השנים, לפחות בבנק לאומי, אני חושבת שדירקטוריונים בבנק לאומי לדורותיהם היו נאותים. אבל, לדעתי, עבר זמנה. מחלות הילדות עברו, המערכת התבגרה, לדעתי זה ממש לא נכון, ובטח שלא להרחיב את סמכויות הועדה הזאת ולהגיד שהיא תחליט על מרבית הדירקטורים. יש בעלי מניות, שבעלי המניות יגידו את דברם. יש עוד תקלה מאוד גדולה של הפיקוח על הבנקים, שענת עוד לפני תפקידה כיושבת ראש רשות ניירות ערך עלתה על זה, ואנחנו דיברנו על זה רבות. הפיקוח על הבנקים הגביל כל מוסדי שממליץ דירקטור בבנק כאיש קשור. מה עשינו בזה? שאף מוסדי לא ממליץ על דירקטור בבנקאות. הועדה היא בעצם מונופוליסטית, כל המועמדים שלה הם המועמדים היחידים שיש במערכת הבנקאות. אתם שואלים אותי אם זה ראוי? זה לא ראוי. בנק ישראל צריך רק לשנות הוראה אחת קטנה אצלו ולא לקבוע שהגוף המוסדי הוא איש קשור. אנחנו צרכים לתת אפשרות למוסדיים להציע את המועמדים

מהמאה הקודמת, הרי הם המליצו על זה, זה לא דבר שאני המצאתי. זה דבר שבועדת בן בסט שהייתה בשנת 1995 שהזכרה פה וכו'. אז סטנלי פישר היה מוכן לאיחוד רשויות פיקוח, רק מה, בתנאי שזה יהיה בראשות בנק ישראל וכמובן כשזה לא בדיוק התקבל, אז הוא הטיל וטו על הדיונים וועדת אריאב אפילו לא דנו בזה.

אבי בן בסט

היא התפרקה, היא אפילו סיימה בלי דוח.

צבי סטפק

עוד יותר טוב, נכון, והבעיה כאן היא בעצם כפולה. יש בעיה של מפקחים שמוצאים את עצמם מפקחים תחת כמה מפקחים, לכל אחד מהם יש דרישות, לפעמים דרישות אחרות, לפעמים גם מנוגדות ולא רק אחרות, והן מייצגות עמדות שונות, וראינו לא מעט דברים. ראינו בשנים האחרונות גם לא מעט חיכוכים בין מפקחים שונים שאחד נכנס לדעתו של השני, אני לא אומר כרגע אם זה נכון או לא אל הטריטוריה שלו. עכשיו יש ניגודי עניינים מדברים הרבה על ניגודי עניינים. יש הרבה ניגודי עניינים אינהרנטיים בפעילות של כל אחד ופרופ' האוזר הטיב להגדיר את זה. יש את העניין של שמירה על יציבות הגופים ויש את עניין של הדאגה למשקיעים ולצרכנים. רשות שוק ההון מפקחת גם על קרנות הפנסיה. קרנות הפנסיה - היציבות שלהם פחות חשובה, כפי שנאמר מקודם, מהיציבות של הבנקים? אז בגמל והשתלמות השאלה של יציבות היא פחות חשובה, בקרנות פנסיה היא הרבה יותר משמעותית, אז הרשות שם צריכה "לתמרן", אני כמובן מקצין בין יציבות הגופים שהיא מפקחת עליהם, קרי קרנות הפנסיה וחברות הביטוח, לבין טובת הצרכנים בנושאים כמו דמי ניהול, עלויות וכל מיני דברים מהסוג הזה. הפיקוח על הבנקים דואג קודם כל לרווחיות של הבנקים וליציבות שלהם, מצד שני הוא צריך לדאוג גם לעמלות שהלקוחות משלמים. בקיצור, הפתרון בסוף בעיניי הוא חד משמעי, אני כבר שנים אומר את זה, וזה איחוד רשויות הפיקוח. עכשיו איחוד רשויות הפיקוח זה לא אומר איחוד מלא, זה לא אומר אובדן התמחות, אני אומר להפך, ברור שיש חשיבות להתמחות, ברור שזה ייקח כמה שנים לעבור לדבר כזה, ודרך אגב אחד יכול ללמוד מהשני. המבנה הדו-ראשי, כלומר רשות אחראית, בחלקה אגף נקרא לזה איך שרוצים, אחראית על היציבות של הגופים, לא בנק ישראל, הפנסיה, הבנקים וחברות הביטוח צריכות להיות תחת האגף הזה, מצד שני יש את האגף הצרכני, דאגה למשקיעים, גילוי נאות, וזה כמובן מה שבעיקר עושה היום רשות ניירות ערך, אבל לא רק.

אנחנו כאן מדברים ומדברים ואין סוף לדיבורים כבר שנים, מה יותר פשוט מאשר להקים ועדה אמיתית, לא ועדה ליציבות פיננסית, אני אגב לא מאמין בוועדה הזאת, אבל ועדה שהתפקיד שלה לא יהיה

במקרים מסוימים, אבל במערכת הבנקאות זה לא קיים. לכן, היום אני יכולה בשקט לאמר שגוף עם גרעין שליטה או בלי גרעין שליטה הוא ללא הבדל. השוק עושה את שלו. לגבי גופים עם גרעין שליטה, בעצם הגופים המפקחים לוקחים מהם את כל סמכויות השליטה. כשאלו בא לקוח והוא רוצה לקנות בנק, חברת כרטיסי אשראי או חברת ביטוח אני אומרת לו- אתה ממילא לא תהיה שולט, אתה אולי תשים את הכסף אבל אתה לא תהיה שולט. לא יתנו לך להיות יושב ראש הדירקטוריון, לא יתנו לך לקבל החלטות, לא יתנו לך להיפגש עם הדירקטורים, לכן אתה צריך להחליט אם אתה שם את כספך בגוף שמישהו אחר שולט בו, לא אתה.

משה ברקת

דליה, את צודקת, אני גם בעד לפרק את הוועדה. אני אומר לך - אני בעד הדבר הזה. אבל, מה שיקרה זה שרגע אחרי זה, וראינו כבר את הניצנים של זה כבר עכשיו, גידו שהמוסדיים משתלטים על המשק הישראלי ואז ילכו לפירוק של המוסדיים שזה יהיה אסון מבחינת החוסך. אנחנו בעד תחרות, אבל לפרק גופים שיש להם יתרון לגודל ייתרון למומחיות וכו' זה דבר שיכול להיות בעייתי.

צבי סטפק

אני מבין שאין הרבה זמן אז אני אעשה את זה בקיצור. תראו, אני רק חמישים שנים בשוק ההון הישראלי וכל כך הרבה דברים השתנו בתקופה הזאת, הרגולציה השתנתה, האשראי החוץ בנקאי, התפתחויות טכנולוגיות, מה לא, הגופים המפקחים השתנו גם הם מהיסוד. כשהתחלתי את העסק בתי השקעות בעצם, מה הם היו? היו חברות לניהול תיקי השקעות, חברות קטנות מאוד. במשך הזמן נוספו קרנות נאמנות, הגדולים שביניהם מנהלים כיום גם קופות גמל, השתלמות, פנסיה נכנסו להשקעות אלטרנטיביות וכו'. אז הכול מסביבנו השתנה במשך החמישים שנים האחרונות והדבר היחיד שלא השתנה זה מבנה הפיקוח, להוציא שינוי אחד משמעותי ומבורך, שהוזכר גם פה, שהוציאו את מה שנקרא היום רשות שוק ההון ממשרד האוצר, ממשרד שבוא נקרא לזה הוא פוליטי ונתנו לה עצמאות וכו'. אז זה שינוי אחד ויחיד שנעשה. אני לא יכול להעלות על הדעת הרבה תחומים שבמשך 50 שנה לא חלו בהם שינויים. אני אגיד בהקדמה שאני מאוד תומך בגישה שהובאה פה גם על ידי פרופסור בן בסט, למעשה בזכותו אני הגעתי לנושא הזה וכתבתי לפחות עשרה מאמרים על הנושא הזה מזוויות שונות, ואני גם תומך בגישה שהביע פה פרופסור האוזר. יכולים להיות ניואנסים לגישה וכו', אבל אנחנו יודעים שחלק מהסיבה שדברים לא השתנו זה גם מאבקי כוח פוליטיים. אני זוכר בוועדת אריאב הנגיד אז היה סטנלי פישר, הוא היה בעד איחוד רשויות הפיקוח, ואגב ההמלצות על איחוד רשות הפיקוח הולכות אחורה לדוחות של מקנזי משנות ה-90

”פערי רגולציה בסקטור הפיננסי על רקע מבנה השליטה בחברות הביטוח”.

עניינים מפה עד להודעה חדשה, יש נקמנות שקשורה לכל מיני פעולות שעשה המועמד הזה, נאמר שהיה פעם רגולטור כדוגמא היפותטית לגמרי, אז אני אומר, השאלה היא האם גוף מוסדי מסוגל באמת לבוא ולהגיד אני ממנה דירקטור על סמך הכישורים שלו, השמירה שלו על זכות המיעוט והיכולות שלו להתמודד עם בעלי שליטה או שלמעשה זה הכול נעשה כאילו בשוק פרסי אחד גדול.

צבי סטפק

זה ממש לא שוק פרסי. אני יכול למנות הרבה מאוד טיעונים נגד הטענה, להוסיף לטענה שלך, למשל יש טענה שאומרת מה פתאום אתם תתערבו לוי? אתם מחזיקים את המניה היום, בעוד שבועיים אולי תמכרו אותה, אז אתם עכשיו קובעים לדירקטורים להיות עכשיו 6 או 9 שנות כהונה היום, אתם בפוזיציה שהיום אתם מחזיקים מניה ומחר כבר לא. סוג טענה שאפשר לטעון, אני לא מקבל אותה אבל אפשר לטעון אותה. לגבי העניין של מינוי דירקטורים משיקולים אינטרסנטים נגיד של קשרים, של תן לי ואתן לך, כי מיני דברים כאלה. תשמע, אין דבר מושלם, אני לא יכול להגיד שדברים כאלה לא יכולים לקרות, אבל בגלל אותם מקרים מעטים שזה יכול לקרות, אני חושב שצריך לייצר איזשהו מנגנון של גילוי נאות של החברות, של המשקיעים המוסדיים, שיגידו שאין להם שום שיקול אינטרסנטי, אבל לפעמים זה דברים שמגיעים עד אבסורד, גם מקרה נדמה לי אם אני זוכר נכון, אלטשולר שחם הציע מועמד לבנק לאומי ופסלו את זה, למה? כי אלטשולר שחם מנהל את קופות הגמל והפנסיה שלו אם אני זוכר נכון בבנק לאומי.

אפשר ללכת למחוזות הזויים, אני חושב שבמקרים נורא מעטים, ותראה, להגיד שאין לחצים על מי שמחליט על מינוי דירקטורים, לכל אחד מהגופים המוסדיים יש לחצים, כל חברה, גם אנחנו ממש בימים אלה מהדקים את אופן קבלת ההחלטות באופן שיקטין למינימום את האפשרות של לחצים, שהלחצים לא יגיעו לבעלי השליטה. בכלל, בעלי שליטה אמורים להיות מנותקים מכל הדבר הזה, ובהיסטוריה שלי היו לי מקרים שפנו אליי וגם שילמנו מחיר על זה שלא היינו מוכנים להתערב לטובת אותו בעל שליטה שרצה במינוי קרובי משפחה. והנושא הזה של הוצאת בעלי שליטה ממעגל

לדון באופן שוטף בזה אלא לדון בתכנון טווח ארוך של מבנה הפיקוח בישראל. זה תהליך שייקח לפחות שלוש שנים, זה לא יפגע באף מפקח קיים וצריך פעם אחת ולתמיד לעשות את מה שבעיניי הוא כל כך מתבקש ואני שמח שיש פה עוד אנשים שהם באותה דעה. בנוגע לשאלה שנשאלתי לגבי מינוי דירקטורים, השאלה היא באיזו זווית? תראה, יש את מה שנקרא ”אקטיביזם מוסדי” זה תחת הכותרת הזאת. אני בגישה שכן, גופים מוסדיים צריכים להיות מעורבים, אבל לא להפוך את זה לשגרת יומם ולא להשתמש בזה כדגל פרסומי מותגי של מישהו שנלחם ב”רשעים”, זה לא העניין. אני חושב שצריך לשמור את האפשרות לתאם בין גופים מוסדיים למקרים מיוחדים, כמוכן בהרשאה של רשות התחרו (אגב זו עוד רשות שצריכה להיות מעורבת במבנה החדש של הפיקוח), לאותם מקרים שנדרשת חוות הדעת שלהם. אגב, אני אחזור רגע להשלים משהו, אבל כדי לגמור בנושא הדירקטורים אני חושב שצריכה להיות מעורבות, היא צריכה להיות מוגבלת למקרים באמת שלמשל חברות ללא גרעין שליטה, דברים מהסוג הזה, דברים שבאמת דוקרים את העניינים, וכן, ואז אני חושב שצריכים לקבל היתר לתיאום בין מוסדיים יש פה גם בעיות של 20%, מעל 20%, כל מיני נושאים אחרים, אבל אין זמן להתעמק בהם עכשיו. אני רק רוצה להשלים מה ששכחתי לומר לגבי מבנה הפיקוח: מבנה דו-ראשי צריך לעמוד בראשו יו”ר, כי ברור שהיו חיכוכים והבדלי גישות בין הרשות הצרכנית, נקרא לזה, ולרשות היציבותית, אז צריך מישהו שבסוף יכריע בין הדברים. היום אין כזה דבר, אין מנגנון כזה בכלל, וכדי לתת תשובה לשאלה, אוקיי אתה לא נותן יותר מידי כוח לרגולטור העל? אני כמפוקח בעצם הייתי צריך לחשוש ממצב שבו אני נותן כוח עצום לאדם אחד שעומד בראש הפירמידה. אז ברור שכמו שברשות התחרות יש בית דין לערעורים, איזה שהם אינסנציה שאתה יכול לערער על איזה קביעות של רגולטור העל.

אמיר ברנע

בנושא מינוי דירקטורים על ידי משקיעים מוסדיים, מה שענית, אתה לא מתייחס באופן ספציפי לביקורת שקשורה לעסקים האחרים של המוסדיים שמשיפה על מינוי דירקטורים. הרי יש בעצם ניגודי

ההחלטות, כמה שאפשר כמובן, תמיד בצורה לא פורמלית דברים יכולים לקרות, אבל להדק את המנגנון של מי שמקבל את ההחלטות ולקבוע כללים נוקשים איך מקבלים ולתת הזדמנויות שוות לכל המועמדים לדירקטוריון להציג את עצמם או לא להציג את עצמם, זאת אומרת שאם אחד מציג את עצמו צריכה להיות האפשרות שגם האחרים יוכלו להציג את עצמם. כל זה צריך להיות מוסדר על ידי כל אחד מהגופים המוסדיים וזה בדיוק מה שקיים אצלנו, ואנחנו היום אפילו עוד יותר מהדקים את זה כי הבעיות של היום הרבה יותר גדולות ומורכבות מהבעיות שהיו לפני 4-5 שנים.

ענת גואטה

אני רוצה לומר שזה דיון חשוב, זה נושא שראוי לעסוק בו, אני שמחה שעלו דעות מגוונות בדיון הזה ואני חושבת שראוי שיהיה המשך לדיון ושנקדם אותו בערוצים ביננו. סך הכול אני חושבת שהייתה רוח גבית לרוב הרעיונות.

שלומי שוב

אני חייב להגיד לכם, שאני גאה שהצלחנו לערוך דיון כזה, להתמודד עם הדברים, גם אם היו פה כל מיני חששות בהתחלה שאולי זה לא "זרום". אני חושב שבאמת כל אחד פה הביע את דעתו, הרבה דברים יש פה, הרבה מן המשותף גם. אגב, אחד הבכירים בענף הביטוח אמר לי אם אתה רוצה שהם באמת ידברו ביניהם, מה שצריך לעשות זה לקחת את כל הרגולטורים ולשים אותם בבניין אחד. ככה הם יפגשו במעלית ויחליפו דעות, ככה התיאום יקרה בכל מקרה. זה קצת הלצתי אבל זה גם מעיד הרבה על מה שצריך להיות. אנחנו רוצים להגיד תודה, היה לנו דיון ארוך ומעניין, המשך יום נעים.

כורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

”מגמת ההשקעות
החברתיות (ESG):
הצדקה ומתודולוגיית שווי,
שאלת הגילוי ואחריות
דירקטוריונים”.

תאריך המפגש: 7 בדצמבר 2020

נושא המפגש: ”מגמת ההשקעות החברתיות (ESG): הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי ואחריות דירקטוריונים”.

חומר רקע למפגש: [לחץ כאן](#)

רשימת הנוכחים בדיון המקוון: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: מיכל ברק, יואב אטיאס, ניב אלמוג.

שלומי שוב

שמתערבבים כאן כנראה גם אלמנטים שיווקיים של מנהלי חברות מצד אחד אחד ומנהלי השקעות מצד שני. האתגר שלנו בפורום היום הוא לנסות לנער את רעשי הרקע ולנתח את הסוגיה בצורה עניינית.

הנקודה המרכזית לדעתי היא הקשר בין ענייני סביבה, חברה וממשל תאגידי לבין ערך - כלומר DCF. וממה שהספקתי לבחון לקראת המפגש לא ראיתי עדיין הוכחה לקשר כזה. אגב, לגבי ה-G לדעתי יותר קל להבין את הקשר - לפחות מכיוון אחד - חברה שיש לה בעיה בממשל התאגידי הרווחיות שלה נפגמת. זה ברור ואנחנו רואים את זה היטב בשוק ההון באופן שבו הוא מתמחר חברות כאלה.

אנחנו עוסקים הבוקר בנושא הכי רותח שיש היום לדעתי בעולם התאגידי, אגב אנחנו יחסית בנושא בפיגור אחרי העולם והוא ה-ESG. למרות שזה מגיע לישראל - רק בשבועות האחרונים ראינו שמגדל יצאה בקמפיין פרסומי סביב הנושא. אני חושב שפסגות היה הראשון בארץ שהתחיל עם הנושא כבר ב-2019 אבל חשוב להבין במה דברים אמורים בפועל.

למעשה יש בנושא זה ארבעה מימדים משמעותיים שיש ביניהם קשרים הדדיים חזקים, הניהולי, המימוני, המשפטי והדיווחי. מה שמגדיל את המורכבות של הסוגיה הרב מימדית הזאת הוא

יש כאן מתח אדיר בין הגישה המימונית המסורתית שלא מתמחרת עניינים של רגשות ופוליטיקלי קורקט ואומרת למעשה "המלך הוא עירום", או שאולי כפי שאמרתי הגישה המימונית המסורתית מפספסת ולא יודעת לאמוד את החזון. בקיצור אין כאן לדעתי תשובה ברורה וזה שמוביל למורכבות של הנושא.

ההיבט הדיווחי הוא גם מעניין - כי הוא תמונת הראי של הסוגייה הזאת. אנחנו רואים שמתפתחות כיום בעולם מטריקות שיסייעו במדידה וכימות של הנושא וכן התפתחויות בנושא הדיווח בדירקטיבה האירופאית. אפילו הגוף של נאמני ה-IFRS פרסם לאחרונה קול קורא בנושא - זה מעיד עד לעוצמות של הנושא בעולם כיום - כי זה לא טריוויאלי שה-IFRS יתעסק או לפחות יתעניין בכלל במידע לא פיננסי ובמסגרת המושגית החדשה נטמנו הזרעים לדיווח מחוץ לדוחות הכספיים. אגב, רק כדי לקבל פרפורציות בראיית מידע כספי בדוחות הכספיים, אך אחד לא בחם אפילו עד כה לתת מידע כספי למשל על תרומות, מתוף תפיסה כי הדבר יכול להשפיע על החלטות השקעה של משקיעים.

בישראל, ראינו שרשות ניע פרסמה קול קורא בנושא ועוד מעט נשמע את נציגיה - ממה שאני מבין נכון לעכשיו הכיוון הוא גישה וולונטרית ולעודד אך לא לחייב. ראינו גם שהפיקוח על הבנקים הוציא מכתב לבנקים ביחס להבאה בחשבון של שיקולי ESG. עד כה ותקנו אותי אם אני טועה לא ראינו משהו ערכי בנושא מרשות שוק ההון, להוציא צורך בהצהרה על מדיניות השקעות חברתיות. זה מתחבר גם לדיון הקודם שלנו ורק מחדד את החשיבות של התיאום בין שלושת הרגולטורים עליו דיברנו.

אגב חשוב לדבר על הנושא גם בהקשר היותר רחב של דיווחי חברות פרטיות. אני מחזיק בעמדה שנשמעת בארץ קצת מהפכנית, אך באירופה מיושמת שנים, שצריך לחייב חברות פרטיות שלהן כמות עובדים/ספקים גדולה והשפעה חברתית גדולה - כמו קוקה קולה בישראל למשל, לפרסם דוחות כספיים שנתיים במתכונת חלקית לפחות כי יש להן משתמשים מקרב הציבור הרחב. ככל שזה יקרה, בהחלט יהיה ראוי להתייחס גם להיבטי ה-ESG. זה צעד שנראה לכאורה "סוציאליסטי" אבל הוא לטעמי מאד חשוב ולדעתי נכון בחשבונאות של עולם קפיטליסטי - כי המשתמשים בדוחות הם לא רק בעלי המניות והבנקים. לא יודע אם בזמן משבר הקורונה זה העיתוי הכי טוב לעשות כזאת מהפכה, אבל תמיד צריך לחשוב על זה וראוי לדעתי להתחיל במידי עם המונופולים.

מעבר לרגולציה ומומחי המימון והמשפט, אנחנו נשמע היום בין היתר את אנשי ההשקעות בגופים המובילים, מניח שנשמע דעות סותרות אבל זאת מטרת הדיונים שלנו. אין ספק שהאתגר שלנו הוא דיון אקדמי/מקצועי ענייני סביב הממשק בין המימון למשפט.

אמיר ברנע

בוקר טוב לכולם. אני רוצה לציין שלוש נקודות עיקריות, הראשונה

המחקרים הקיימים, שהם אגב גם לא תמימי דעים, מתמקדים בעיקר במחיר - תשואת מניה וכאן נכנסים כל מיני שיקולים של משקיעים. פרופ' עמיהוד מנתח את זה בנייר שהוא כתב לנו במיוחד לקראת הדיון (לא יכול להשתתף כי נמצא בניו יורק) ולמעשה טוען שאין כאן הוכחה (אם כבר בכיוון ההפוך לאור ההטיה השיקוקית) וזה דומה יותר לנושא של דירוג אשראי. אני חושב שזה מתחבר להבחנה המימונית המקובלת בין "ערך" לבין "מחיר" - כלומר, יתכנו השפעות על המחיר שלא מקבלות ביטוי הכרחי בערך כתוצאה מהטיות של משקיעים - וכאן יש לטעמי פוטנציאל להטיה. ואולי זה עמוק הרבה יותר - אולי אנחנו לא יודעים לתמחר במודלים המסורתיים - כלומר DCF השקעות של העולם החדש שמגלמות בתוכן "חזון" - מספיק להסתכל עם הפער שבין ה-DCF לשווי השוק של חברות כמו טסלה ואפילו חברות אנרגיה ירוקה ישראליות - כמו אנלייט ואנרג'י. כנראה שאנחנו לא יודעים לתמחר את ה"חזון" במודלים המסורתיים וזה בא לידי ביטוי כיום היטב במחיר השוק של חברות הטכנולוגיה - עד כדי חשש מבועה. לכל זה יכולים להצטרף טעמים שונים של משקיעים - יש כאן עניין של מנטליות ולא בטוח שמשקיעים ישראלים למשל חושבים אותו דבר כמו משקיעים מחו"ל לעניין זה.

בראיה המשפטית - יש כאן קודם כל שאלה עקרונית שנוגעת לאחריות הדירקטורים ומנהלי החברות קיימת גישה שעלי מייצג אותה ושהשיקולים של מנהלי החברה לפי הפסיקה (להבדיל מחוק החברות הקיים) צריכים להיות דואליים לא רק שיקולים עסקיים לצורך השאת רווחים - כלומר יצירת ערך למשקיעים אלא גם ליתר מחזיקי העניין. ברגע שגישה זאת תופסת אז כמובן הנושא של ה-ESG מקבל כיוון אחר והשאלה העקרונית שלי מתייתרת.

לצורך חידוד הדיון היום, חשוב להבחין בין תרומות פילנטרופיות שגם כך מוחרגות כיום מעקרון השאת הרווחים בחוק החברות לבין נשוא הדיון שלנו היום ה-ESG. כמו כן, לשם חידוד הדיון וההבחנה בין "טרנד" לבין "מהות" נישאר ברשותכם בגבולות הנוסח הקיים בחוק החברות לפיו מטרת החברה היא השאת רווחים.

אני חושב שהיום כל מנהל ודירקטור צריכים להיות מוטרדים. האם להעדיף ESG גם אם בראיה כלכלית נקייה הוא מוריד את השווי? זה ברור שיש כאן גם אלמנט של ניהול סיכונים שצריך להביא בחשבון אבל תחשבו על החלטות יומיומיות שפוגעות למשל בעובדים/לקוחות אבל מיטיבות בשיקול קר עם הרווחיות ארוכת הטווח. ככל שהגישה הפרשנית הדואלית מתקבלת אז למעשה צריך להיעשות שקלול של הדברים ויכולה להתקבל החלטה שונה!

כל זה מתנקז גם לשאלת האחריות של מנהלי ההשקעות כיום לדאוג לטובת העמיתים. עמיר הציג בנייר שצירפנו עמדה שלכאורה מנהלי השקעות - וזה לדעתי מתכתב עם מה שעמיהוד אומר, שמתעדיפים השקעות על בסיס ESG לפי שיקול דעתם (כלומר, לא כחלק ממבנה הקרן הספציפית/מחייבות מוצהרת כלפי עמיתים) יכולים להימצא כפועלים בניגוד להנחיות רשות שוק ההון.

”מגמת ההשקעות החברתיות (ESG):
הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי
ואחריות דירקטוריונים”.

למשל מישהו חושב שעומדות לצאת תקנות חדשות לפירמה שמזמהמת ולפתרון הבעיה נדרשת עלות, זה שיקול שמשתלב ב-NPV. מכאן ש-NPV ו-ESG אינם דיכוטומיים. עדיין מוצגת במלוא ההבלטה הבעיה מהו מחיר במונחי NPV ליחידת ESG וכיצד מושוים בהערכות שווי מדדים וסולמות שונים של ESG למשל סתירה בין תרומה חברתית מנגד לסביבתית. הנקודה השלישית, שם הקוד הוא “אלפא שלילית”. האם השקעה מוטיית ESG היא באלפא שלילית? הכוונה שמדידת ביצוע סטנדרטי של משקיע פיננסי תלויה באלפא, אלפא חיובית למשקיע מקנה לאורך זמן תשואה יותר גבוהה, וכמובן אלפא שלילית זה להפך, השאלה היא אם קיימת או לא קיימת אלפא שלילית בהשקעות חברתיות? שאלה שעדיין לא פתורה. אני ממש סקרן לשמוע מה ענת הולכת לתרום בנושא הזה, אבל מכל מקום התוצאות, במידה והן קיימות, מראות שהיקף ההשקעה, יותר מטריליון דולר, בקרנות השקעה שמציבות את ה-ESG כמטרה מוביל לעליית מחירים של השקעות ESG וכתוצאה מזה אלפא שלילית. התוצאה הזאת עדיין לא הוכחה מדעית, אני מציג רק שהיא קיימת. ומשפט אחרון, הזכרת את יעקב עמיהוד שמלווה אותנו בדיון הזה, הוא אומר שהניבוי שלו מתייחס תציג את עצמה כשהנתונים שלה יהיו נמוכים במדדי ביצוע מקובלים, המנהלים יטענו שהסיבה (תירוץ) היא ESG. כלומר ESG עלול לשמש כיסוי לאי הצלחה בביצועים. כדאי להיזהר מכך ותמיד לזכור שטשטוש במדדי ביצוע יוצר אי יעילות כלכלית.

שלומי שוב

בואו נשמע קודם את רשות ניירות ערך. אלי, אתם עשיתם קול קורא ובחנתם את התגובות, היכן הדברים עומדים מבחינתכם?

אלי דניאל

טוב אז בוקר טוב ותודה לכם על ההזמנה לשאת דברים בפורום הנכבד הזה. לפני שאני אציג את מתווה הגילוי שאותו אנחנו מגבשים ממש החודש, אני רוצה לציין, שבכל מה שקשור בגילוי באשר לאחריות תאגידית, או אם אנחנו נרצה גילוי בנוגע לסיכונים

היא אישית. אינני יודע אם ראיתם במוסף הארץ כתבה על ESG שמציגה בכישרון רב אנקדוטות שונות בנושא ה-ESG, בעיקר ביישום שלו בארה"ב. אני מצהיר כאן, הכותב אמיר ברנע זה לא אני. אם למישהו יש טענות למאמר אני מבקש להפנות אותן לעיתון או לכותב.

השנייה מתייחסת ל-NPV: למדתי ולימדתי בתורת ההשקעות ותקצוב הון את כלל ה-NPV (Net Present Value), שבנוי על התפיסה הקפיטליסטית של בעלות הונית בחברה. ברור שכיום משתלבים בניחות הכלכלי אלמנטים חברתיים אך בדרך כלל כמגבלות ולא כחלק מפונקציית המטרה. עדיין המטרה של מקסום שווי היא המטרה שמלווה את החברה הציבורית. שאלת המפתח לדעתי בדיון שלנו היום האם הדיבור הזה על ESG מציג מטרת חברתיות באופן ערכי כמטרה לצד מטרת השאת השווי. קיים הבדל גדול האם ESG הוא מגבלה, כלומר יכולים למקסם שווי בכפוף למגבלה חברתית - נניח אחוז העסקה של מיעוטים או מדד זיהום כלשהו, שינוי כזה יכול להתבצע והוא לא משנה את הפונקציה. אבל השאלה היא האם ESG הוא חלק מפונקציית המטרה כלומר האם משתנית מהותית הקונספציה שלנו של החברה הקפיטליסטית שממקסמת שווי. אני נוטה לחלופה שה-ESG משתלב כמגבלה בפונקציית המטרה הקיימת והוא לא מרוקן אותה מהתוכן הכלכלי שאותו לימדנו. אני אומר גם ששילוב ה-ESG בפונקציית המטרה יוצר בעיות לא פשוטות למשל מהו אקוויולנט של ה-NPV במודל ה-ESG, כיצד נחליט על השקעות? נאמר מקרה של שתי השקעות שהן שונות מבחינת השווי, אבל אחת נאמר יותר מתקדמת מבחינת ה-ESG במדד ה-ESG, כיצד נקבע כמותית ה-Trade-off בשווי לעומת דירוג ESG. השאלה הזאת של Trade-Off למיטב ידיעתי לא התפתחה עדיין באופן שיאפשר החלטה מסודרת סדר עדיפויות או דירוג השקעות כמו שקיים ב-NPV שהוא קיים ומלווה אותנו עשרות שנים. נשאלת השאלה היא איך לאמוד סיכון בעולם שבו ה-ESG הוא גורם דומיננטי כאשר משנים חיצוניים יכולים להשפיע באופן הפוך על ESG. בסך הכל ה-ESG משתלב במודל ה-NPV, אפשר למשל לדוגמה אם מישהו חושב אפילו מחוץ לקופסה, שעומד להשתנות הרכב הביקושים, וביקושים מסוימים יגברו על אחרים, זה משתלב במודל ה-NPV - פחות או יותר. אם

ESG, נראה שהרכבת כבר עזבה את התחנה. במהלך השבועות האחרונים קיימנו ברשות שיח בנושא הזה, גם עם נציגות של משרד ראש הממשלה, גם עם נציגים של משרד מבקר המדינה, וגם עם החברים שלנו בצוות ביני-משרדי שכולל נציגים של המשרד להגנת הסביבה, משרד המשפטים ושאר רהגולטורים הפיננסיים.

כמו ששלומי הזכיר בראשית דבריו, לצד כל אלה עקבנו גם מקרוב אחרי היוזמה וההוצאה לפועל של תוכנית Impact Nation של המשרד לנושאים אסטרטגיים והסברה. השורה התחתונה היא, כפי שצינה יו"ר הרשות בכמה הזדמנויות במשך השנתיים האחרונות, שה-ESG נמצא כאן כדי להישאר, ולא מדובר כאן בטרנד חולף. לפני כחמישה חודשים פרסמנו להערות הציבור קול קורא באשר לשאלה של הצורך במתן גילוי, מצד חברות ציבוריות בנוגע לאחריות תאגידית וניהול סיכונים ESG. היקף התגובות שקיבלנו היה חריג. עשרות גורמים בארץ ובעולם שלחו לנו התייחסות ואחרי שקראנו את התגובות ובתום הדיונים שקיימנו, יש לנו בעצם מפת דרכים לנושא ואנחנו מקווים שבמהלך השבועות הקרובים ממש אנחנו נגיע לישורת האחרונה. השורה התחתונה היא בעצם שאנחנו חושבים שראוי שחברות ציבוריות יתנו גילוי אודות אחריות תאגידית כניהול סיכונים ESG. העמדה הזאת לא צריכה להפתיע אף אחד. אם נתייחס למשל לרכיב של ה-E אז לפני כעשור בוצע תיקון בתקנות ני"ע פרטי ענייני תשקיף, נוספה התייחסות בנוגע לגילוי אודות סיכונים סביבתיים.

בנוסף, יש לנו בשנים האחרונות רצון לעדכן את הגילוי הנדרש ביחס לסיכונים סביבתיים, ובשל לוח הכספים של ועדת הכספים עוד לא הגענו לשם. אם נתייחס לרכיב ה-G, ניתן לציין את שאלון הממשל תאגידי שחברות הצטרפו לכלול לפני מספר שנים במסגרת הדוח התקופתי שלהן, וחלק מהחברות, דרך אגב, ממשיכות למלא את זה עד היום. אבל, בה בשעה שאנו אומרים שיש מקום למתן גילוי, ובשים לב להוראות הדין בנושא מעבר לים, אנחנו ערים לזה שזה לא נכון לקבוע משטר גילוי אחד בחברות ציבוריות ומשטר גילוי אחר לחברות פרטיות, ולכן אנחנו מתכוונים לקרוא לחברות ציבוריות לתת מידע וולונטרי בתחום. נכון לעת הזאת, כל עוד לא תהיה אסדרה רחבת כזו או אחרת בכלל החברות שיש להן מאפיינים דומים, וזה לא המקום לקבוע אם אלה צריכים להיות קריטריונים של מספר מועסקים, או של מחזור מכירות, או של ספקים, כמו שצינת, או כל קריטריון אחר, הרי שבכוונתנו להסתפק בקריאה לחברות שנמנות במדד ת"א 125 לפרסם לציבור דוח אחריות תאגידית באופן וולונטרי. כמובן, שאנחנו נשמח שכמה שיותר חברות ציבוריות יענו לקריאה הזאת, אבל חשוב להדגיש זאת - לא תהיה כל סנקציה ביחס לחברה מבין חברות ת"א 125 שתחליט שלא לתת גילוי, וזאת כאמור בגלל שהגילוי הוא וולונטרי.

מעבר לזה אנו סבורים שראוי שאותן חברות שיענו לקריאה שלנו, ולהערכתנו אנחנו נגיע לפחות למספר דו ספרתי של חברות שיעשו את זה, ייתנו את הגילוי לפי קריטריונים שמקובלים בעולם

- לפי כללי ה-GRI או לפי כללי ה-SASB. זה יאפשר למשקיעים מוסדיים, גם מקומיים וגם זרים, לנתח את הגילוי שהחברה נותנת ולהשוות אותו לגילוי של חברות דומות ולקבל החלטת השקעה על בסיס הגילוי הזה. אגב, אנחנו מעריכים שהמלצה זאת תאומץ ע"י חלק מהחברות הציבוריות שהצטרפו לאותה תכנית של ה-Impact Nation שהזכרתי קודם לכן, משום שגם במסגרתה הייתה דרישה לפרסם דוחות אחריות תאגידית לפי קריטריונים של ה-GRI, או קריטריונים של SASB.

מעבר לזה, אנחנו מתכוונים לקרוא לחברות ציבוריות שיבחרו לתת את הגילוי לעשות את זה בשפה העברית או האנגלית או שתיהן, כדי שמשקיעים זרים יוכלו לעשות שימוש במידע הזה. אנחנו גם נשאף לכך שכל משקיע יוכל למצוא בעמוד אינטרנט מרוכז אחד את כל הדוחות שיפורסמו בנושא. אנחנו מעריכים שלפחות בתחילת הדרך יהיה צורך לתת תמריץ כזה או אחר לחברות הציבוריות, כדי להניע אותן לפרסם דוח אחריות תאגידית, ובהקשר זה אנחנו בודקים פנימית אצלנו האם גם אנחנו נוכל לתרום לכך, ואם כן כיצד נוכל לעשות את זה. נושא נוסף שבכוונתנו לבחון קידום שלו זה הקמה של רשימה ייעודית לבורסה של Green Bonds ו-Transition bonds כלומר, אג"ח מעבר. בהקשר זה, אפשר להגיד שמשבר האקלים הפך להיות סוגיה יותר ויותר אקוטית, ולפחות לפי הפרסומים של ארה"ב לאחר ההשבעה הצפויה של הנשיא הנבחר ג'ו ביידן, צפוי להיות שר מיוחד לנושא הזה, ג'ון קרי, כאשר הפרישה של ארה"ב מהסכם פריז עשויה להתבטל. אנחנו גם ראינו בשנים האחרונות מה קרה עם שריפות יער באוסטליה, קליפורניה ואמזונס. ראינו שיטפונות בעשרות מדינות, גם בישראל, ולפי הערכות, בדגש על אלה של המשרד להגנת הסביבה, גם בישראל אנחנו נגיע בעתיד הלא רחוק למצב שבו חברות יידרשו לשלם על פליטות הפחמן שלהן. אז לפני שאתם אומרים לעצמכם זו רק בעיה של חברות כימיקלים ואנרגיה, אני מציע לחשוב שוב. קחו למשל בנק גלובלי עם היקף פעילות נרחב, עם עשרות מיליון לקוחות, הבנק הזה עושה שימוש עם כמה וכמה חוות שרתים ענקיות שצורכות אנרגיה בהיקפים עצומים. גם לבנק כזה, יש אחריות שהאנרגיה שאותה הוא צורך תגיע מקורות ירוקים. השאיפה שלנו שאם תהיה רשימה ייעודית של Green And Transition bonds, ואם תינתן הטבת מס מסוימת למשקיעים בהן, למשל, בדמות מיסוי מופחת על הריבית, אז ייתכן ושוק ההון המקומי יוכל לתרום את תרומתו להפיכת ישראל לירוקה יותר.

לפני סיום, אני רוצה לציין שעד 2020 לא ראינו כמעט דרישה לקבלת מידע בנושא סיכונים ESG מצג הגופים המוסדיים בישראל. ניתן לראות איזשהו שינוי בעת האחרונה ואני מניח שהנציג של מגדל או נציגי פסגות יתייחסו לזה בהמשך, ואגב היום זה בדיוק אנו מציינים שלוש שנים לאותו חוזר של דורית סלינגר - אז יום הולדת שמח. אנחנו מקווים שהיישום של הצעדים שאותם הצגתי כאן יאפשר לגופים המוסדיים המקומיים לקבל מידע מהימן מהחברות

”מגמת ההשקעות החברתיות (ESG):
הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי
ואחריות דירקטוריונים”.

חליפה מדהימה חדשה, שמכרו לו מומחים רציניים מאוד. ציבור אנשי העסקים מביט בסצנה, רואה בעיקר מלך עירום, אבל כולם מסבירים לו שהאנשים המתקדמים והחכמים בעולם רואים חליפה מדהימה, ואוי לך אם לא תראה, ובהתאם לכך כולם מוחאים כפיים בשלב הזה ומסתכלים על החליפה המדהימה. לצערי, אני הילד שרואה עדיין מלך עירום. אני בראש ובראשונה איש עסקים ומנהל בענף עם תחרות אגרסיבית. הסיבות לפעילותי בענף הן אחת, עניין מאוד גדול, ושתיים, שאיפה לגיטימית לרווחיות וכו', למרות שבעת האחרונה יש יותר ויותר כאלה שרואים בשאיפה הזאת דבר לא לגיטימי. עכשיו, לגופו של עניין, יש את סוגיית ה-stakeholder. קראו שוב פעם את המסמך של הפורום העולמי שנשלח אתמול, מסמך מדהים בעיניי. אחד, בניגוד לאשליה ולמה שמנסים למכור לנו, ישנן פעמים רבות שstakeholders נמצאים בניגוד עיניינים אינהרנטי עם גורמים בתוכם, אחד מול השני, zero-sum game קלאסי. נניח חברה, הרוצה להעלות את המחירים, אז מי מרוצה? בעלי המניות. ומה עם הלקוחות? הם מרוצים מזה? דוגמה נוספת, אם מחר תעלה חברה ב-20% את שכר העובדים, תיקח החלטה חברתית מאוד, העובדים ישמחו, נקבל בתקשורת אולי גם מחיאות כפיים סוערות, אבל מה עם בעלי המניות? בוא ניקח חברה עם מיליארד ש נכסים, וכן מיליארד ש חוב, נמחק לה האקוויטי כך שהשווי הנקי לבעלי המניות היום הוא לכאורה אפס. מה רוצים בעלי המניות? בעוד שנתיים צריך להחזיר את החוב. מבחינת בעלי המניות, הגיוני כלכלית לבצע השקעות עם סיכון ואולי בעוד שנתיים שווי הנכסים יגיע למיליארד ושלוש מאות, ואז השווי הנקי יגיע ל-300 מיליון ש נכסים נטו במקום אפס היום. אבל, מבחינת בעלי החוב במצב כזה עובדים רק עם הכסף שלהם ואוטומטית הערך של החוב יורד אינהרנטית, ברגע שלוקחים את הסיכון להשקעות מסוכנות, עוד פעם zero-sum game קלאסי בין אלמנטים בתוך ה-stakeholders. כל האלמנטים הללו רובים נוספים מביאים את ה-stakeholders לניגוד עיניינים אינהרנטי, באותם מצבים אין win-win situation, או אני מרוויח או אתה מרוויח. מנסים למכור לנו את האשליה כאילו תמיד זה win-win situation, כולם מרוויחים בכל מצב, כל מה שנעשה לטובת החברה.

הציבוריות אודות האחריות התאגידית שלהם וסיכויי ESG ובעצם בכך יתאפשר לאותם גופים להציע למשקיעים השקעה מבוססת ESG.

שלומי שוב

אני חושב שבאמת הבחירה של בידן רק נותנת עוד יותר דחיפה לנושא.

יאיר לפידות

אני אתן לזה הקדמה רחבה יותר ואחריה אני אגע גם בסוגיית המרכזיות. אחד, ילין לפידות ידועה בענף כאחת החברות ההוגנות ביותר. למיטב ידיעתי, אנחנו החברה היחידה בענף הפיננסים או הגמל שלא גבתה בתחום הגמל את תקרת דמי הניהול האפשריות, למשל, אנחנו מיוזמתנו קבענו שזה יהיה 1.5% ואין מעבר לזה. כך זה היה בעבר הרחוק, גם כשכולם העלו ל-2% מעולם לא העלנו דמי ניהול ללקוח בגמל. גם בעניין הזה יכול להיות שיש פה גם את חן, היא תגיד אם גם הם עשו את זה. אני יודע שכמעט כולם העלו מחירים, אבל אנחנו לא עשינו את זה. זכינו גם במקום הראשון, בסקר החיצוני של רשות שוק ההון לגבי דירוג איכות שירות הלקוחות לעמיתי הגמל וזאת בשש השנים האחרונות ברציפות, מאז שהחלה הרשות לעשות כאלה סקרים.

אמיר ברנע

האם מחמאות אלה שייכות ל-ESG?

יאיר לפידות

אתה לא קראת כנראה את הנייר של הפורום העולמי. תקרא את מה שנשלח אתמול ע"י פרופ' בוקשפן, ועם כל זאת הסוגיה הניצבת בפנינו כאן, מזכירה לי יותר ויותר את בגדי המלך החדשים. המלך, או שמא נאמר משטרת המחשבות הפרוגרסיבית, מנסה

אז אתה אומר שזו בכלל קונספירציה?

יאיר לפידות

אינדירה נאוי, לשעבר מנכ"לית פפסיקו, צוטטה בכנס ESG לפני כשנתיים בציטוט הבא "בעשרות השנים האחרונות החברות נחטפו ע"י קבוצת השוליים של בעלי המניות". זה היה המשפט, הניסוח לא יכול להיות מדהים מזה, במיוחד מצד אחת שלקחה 10 מיליון כל שנה בקדנציה שלה. עכשיו בפרפראזה על הדברים של אינדירה נאוי אני אגיד כזה דבר: "בשנים האחרונות נעשה ניסיון שיטתי, לחטוף את החברות מבעלי המניות, היחידים (חוץ אולי מנושים) המסכנים את כספם והונם המושקע בחברות". זהו זן מודרני של הלאמה פרוגרסיבית קיצונית, שתפגע לאורך זמן קשות ברצון להקים עסקים, לקחת סיכונים, ובכלכלה בכלל. קחו בתור הדגמה קצרה לאיפה הסיכונים נמצאים, את מה שקרה במשבר הקורונה לאנשי העסקים הקטנים, מה מצבם, ומה קרה לכל השכירים ועוד השכירים בממשלה. אין פה איזונים בכלל בלקיחת הסיכונים. אני מוכן להיות מנכ"ל בחברה אם אתה רוצה כשכיר שאני את כספיך אקח לכל הפרויקטים הכי נפלאים בעולם חוץ מ NPV, אז בסדר, כשכיר אני מוכן להיות כזה אבל עם הכסף שלך.

ענת לוי

בספרי ילדים יאיר אני לא רוצה לומר את הספר המשלים, אולי "עלילות פדהצור בקיצור", אבל אני אנסה לצאת רגע ממה שאתה אומר ולהגיד איך אני רואה את זה ואיך בלאקרוק מסתכלת על זה. כשבוחנים את הנושא של ESG צריך להסתכל עליו בשלוש זוויות. יש את היישום בהשקעות, שיאיר דיבר עליו גם ואני חושבת שגם שלומי ואמיר על האלפא (ערך עודף), שחלקה הוא מעורבות בחברות. יאיר התייחס אליו, מה בעצם המעורבות המשקיעים בחברות בנושאי ESG זוהי זווית שניה. ושלישי זאת המחויבות של החברה. אני לא יודעת כמה מכם קראו את Economist השבוע, את החברה שנקראת "אנל" Enel. אני חושבת שיש לזה היום תרגום בעיתון, מתפתחים דברים נורא מעניינים גם בנושא החוב, יאיר, בהקשר המימון בחברות, והקשר לקיימות. הנתונים מדברים בעד עצמם, ושלומי הראה את זה בחומר רקע. היום כמעט 90% מחברות ב S&P מדווחות נושאי ESG לעומת 20% לפני עשור. יש המון עליה ב SASB (גילוי על קיימות בחברה) ושלומי יש Tax Force ל-Climate Discloser בדוחות הכספיים אני מניחה שאתה מכיר את זה, זה נקרא TCFD. נושא נוסף: אני חושבת שיש קצת בלבול בין השקעות Impact להשקעות חברתיות, ומה זה אומר השקעות ברות קיימא ו-ESG, כי השקעות Impact

והשקעות נוספות שנועדו להשפיע על כיוון מסוים שונות לגמרי ממה שאנחנו מדברים עליו כשאנחנו מדברים ESG וקיימות, ואני מסכימה שהשאלות הן מה באמת באיכות נתונים, כדי שנדע לשפר תחזיות, מה התוצאה שרלוונטית בניהול השקעות ואיך עושים את זה. עכשיו על הראשון (איכות הנתונים) יש הרבה מאוד וויכוחים ויהיו עוד הרבה מאד וויכוחים כי אין מספק עומק של היסטוריה. ב G יש כבר הרבה מידע אקדמי, אני חושבת שעל ה E ועל ה S אין עוד כל כך מידע. אנחנו בכל מקרה, כחברה שמנהלת מעל 7 טריליון דולר, נשקיע בדיוק לאיתור הקשרים בין מידע על קיימות לערך השקעתי, הרבה בשנתיים הקרובות כמי כמו שאומר יאיר וכמו שאומר אמיר אנחנו צריכים לעשות את הטוב ביותר ללקוחות שלנו ולטייב עבורם את פרופיל סיכון-תשואה ואת האלפא בהשקעות. התפיסה שלנו היא שסיכון קיימות הוא בדיוק דומה ותהיה דומה בעתיד למה שאנחנו מכירים היום כסיכון אשראי וסיכון נזילות. כלומר תהיה פרמיה שתקרא פרמיית קיימות שתהיה מאוד דומה, ותהיה כמו סיכון אשראי וכמו סיכון נזילות. תהיה חובה ויכולת לנתח אותה, יהיו בה הזדמנויות והיו בה סיכונים. את הסיכון הזה אי אפשר לא לנהל ולכמת אותו במהלך הניהול של החברה ואני אתן לכם רק דוגמה קטנה: בלאקרוק, אשר יש לה את אחת ממערכות ניהול הסיכונים המתקדמות בעולם (זה לא Promotion), מערכת טכנולוגית ניתוחית מבוססת מטריצות של ניהול סיכונים המתבססת על כ-3,000 KPI של סיכונים. פירסמה שבוע שעבר, כי הטמיעה בתוך מערכת הסיכונים (Aladdin) שלה 1,200 KPI חדשים שקשורים ל ESG, הווה אומר שאפשר לכמת כל אחד מהם בעדשת סיכון. היו לנו 12 לפני כן, ואנחנו עושים את זה דרך שיתופי פעולה עם גורמים חיצוניים. אתן דוגמה ליישום שמוביל לערך, במערכות ניהול סיכונים שלנו, נקראת אלדין, יש עכשיו מערך סיכונים מעודכן ESG. בוא ניקח רק את נושא האקלים כדי לנסות לכמת, ואני מסכימה שהאתגר הוא גדול מאוד לנסות לכמת את זה לתזרים, לכמת את זה למשהו פיננסי, בלאקרוק באמצעות Aladdin, Climate, בנתה מערכת שת"פ עם חברה שנקראת Rhodium, גוף אקדמי שקוף כולכם יכולים לראות את הנתונים, הוא חילק את העולם לריבועים ומשבצות של 25 קמ' על 25 קמ', בכל אחת מהמשבצות האלה, באמצעות במחקר מבוסס תחזיות, מנטרים סיכונים האקלים וההשפעות שלהם על אבטלה, צמיחה, אינפלציה, כך מקבלים מחקר על תחזיות מאקרו שנובעות מסיכונים האקלים. אין היום אף גורם שיועד לתכלל את ההשפעות הפיננסיות של סיכונים האקלים: מערכת ניהול הסיכונים שלנו מנסה לעשות בדיוק את זה. אנחנו לוקחים דרך האלדין קליימט את הנתוני המקור האלה ומה שאנחנו עושים זה נותנים להם את תרגום פיננסי. כלומר בעבודת האנליסט נלקחת ההשפעה הפיננסית הפוטנציאלית של סיכונים האקלים על החברה, או של נייר ערך מסוים שנמצא במקום מסוים לפי המשבצת הגיאוגרפית. סליחה שאני קצת טכנית, אבל תבינו שזה אתגר מאוד גדול. כרגע כל ארה"ב ממופה. בשנה

”מגמת ההשקעות החברתיות (ESG):
הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי
ואחריות דירקטוריונים”

באמת תורם בניתוח ויבססו את העובדה שסיכון האקלים, הוא באמת סיכון שאתה יכול להכניס אותו כסיכון דומה לסיכון אשראי ונזילות. הרעיון מאוד מעניין, אנחנו היום למשל יכולים לנתח בתיקים שלנו תרחישים: אם אנחנו מאמינים שהסכם פריז יוחל ואם אנחנו מאמינים שהעולם באמת, גם ארה"ב, תיכנס בחזרה להסכם פריז, איך אנחנו צריכים לשנות את התיק, מהן ההשפעות. הרי תהיינה חברות שתהיינה מזה ותהיינה חברות שתפגענה מזה, איך אנחנו מיישמים את שינוי התיק בצורה הדרגתית. אלו כלים טכנולוגיים מאוד חזקים וניתוח מידע מאוד גרנולרי, וברור שכולנו יודעים, שבדומה לכל פיתוח, ואתה התחלת שלומי בעניין הזה, יש חלקים שלמים בתפיסה שלנו של ניתוח ותחזיות שאנחנו לא תמיד יודעים לכמת אותם. אני רוצה להזכיר שכמנהלי השקעות בשביל ההבדל זה בתחזיות יש שוק הון. אחד מאמין שחברה היא יקרה ואחר מאמין שהיא זולה, הרי זה העולם עכשיו. אנחנו סיימנו לגמרי להתאים את התיקים שלנו לתפיסה הזאת, כי אנחנו חושבים שיש בזה סיכון שחייבים להסתכל עליו, זה תנועות הון שחייבים להסתכל עליהן, ואנחנו מיישמים זאת עם כל הכלים הטכנולוגיים ב-5600 המוצרים האקטיביים שאנו מנהלים. במוצרי אינדקס כמובן שאנו רק יכולים לתת את הגילוי. כמובן, שאנחנו יכולים לעקוב, ויש לנו היום טבלאות פרמטריות מאוד מדויקות מה אומר E, מה אומר S, מה אומר G, מהו KPI על כל אחד מהם.

אמיר ברנע

ענת, אני מנסה להבין את המסר שלך. אם הבנתי נכון בבילאק-רוק, שיושבים על החלטות השקעה, משלבים בתוך מסגרת הניתוח למשל צפי של משבר אקלימי. אם זה כל המסר הרי שהוא מנותח במתכונת הקונבנציונלית כי בוחרים השקעות על פי תשואה. אין שינוי בקונספציה, יש פה דבר אחד - הכללה של אלמנטים שבעבר לא התייחסו אליהם עכשיו כן מתייחסים אליהם כמשפיעים על התזרים. את לא מציגה איזו גישה שונה מהותית, את סך הכל באה ואומרת שאדון בלאק-רוק הגיע למסקנה שהאלמנטים האלה יהיו דומיננטיים נניח בעשור הבא, בעוד עשרים שנה, לכן כדאי לשלב אותם בתכנית ההשקעות עוד היום. זה מה שאת אומרת?

הבאה אפרופו, לתמוך במי שחושב שקיימות היא פה כתפיסת ניהול השקעות וכתפיסת סיכון, תחשבו ששנה הבאה כל המערך הזה מתרחב לאירופה, אסיה ופסיפיק. אנליסטים בבלקרוק יקחו את הנתונים האלו ויכניסו אותם כגורמי סיכון משלימים, בדיוק כמו שמנתחים אשראי. ואז אנליסט יאמר לעצמו, אוקיי, אני יודע שבמפעל מסוים עוד חמש שנים בגלל שהוא נמצא באזור מסוים, הקירור של הטורבינות בגלל חוסר מים יהיה שונה. האם אני צריך לפקטור את זה? ואני מסכימה איתך אמיר, האם אני מפקטור את זה בנוסף על מערכת ניהול הסיכונים שלי הרגילה שבה אני מנתח את החברה, אח"כ כל הנתונים האלה מתלבשים על התזרים הרגיל. זאת אומרת, אף אחד לא מדבר פה על קבוצה או מחשבה שבאה ואומרת אנחנו זורקים הצידה את שיטות החישוב הישנות, אלא היא רק נותנת להן עוד עומק, עוד שאלה, עוד סוגיה, עוד משהו לבחון אותו. ואז נוצר כלי מאוד מאוד חזק, כי כשיוצאת מדיניות חדשה כלשהיא בעולם אתה יכול מיד לנתח את כל התיק שלך ולהבין איך זה משפיע על כל נייר ונייר. עכשיו, אני מודעת לזה שבישראל אנחנו מתייחסים לכל העולם של ניהול סיכונים והעדשות שלו בצורה שונה קצת ממה שמקובל בעולם. אבל צורת הניתוח הזאת מורידה דעות קדומות, ואני שומעת פה בצל הדברים כמה דעות קדומות. אתם יודעים האם מטענים של מכוניות חשמליות יותר טובים ממפעל מזהם? תלוי בתמחור, תלוי איפה נמצא, תלוי בעוד גורמי סיכון שקשורים. נכנסתי למערכת הזאת באמת כי רק שבוע שעבר היא נפתחה, נכנסתי אליה וראיתי שלדוגמה בפלורידה שהיא אזור אדום, מפלס המים עולה שם, יש נכסים שהם ירוקים. מדוע? כי הם נמצאים במקום אחר, הבניין הספציפי, אחר הניתוח הכלכלי הכולל הוא אחר מהסביבה וכו'. זאת אומרת, מי שאוטם את עיניו ולא מסתכל על זה שעולם ניהול ההשקעות הולך לעולם של ניתוח יותר גרנולרי ומוסיף עוד מידע, מאבד מימד ניתוח. הרי מה מדובר ב ESG? מדובר על שקיפות של עוד מידע שיעזור לך לנתח השקעה שלך וכן יעזור לך להשיג תשואה עודפת עבור הלקוחות שלך. זה כל הרעיון פה, אין שום רעיון אחר. עוד פעם, אל תתבלבלו עם השקעות Impact, אל תתבלבלו עם השקעות שנקראות חברתיות. מהניסיון שלנו, וזה אתגר גדול אני מסכימה, אנחנו נצטרך להוכיח על פני זמן שזה אכן כך, ולכן המערכות הללו יעקבו וינטרו שהסיכון הזה

ההון המשתנים שקשורים לעולם ה-ESG. אני ממליצה לכולכם לקרוא על אנל, חברת חשמל איטלקית ולקרוא על האג"ח שהיא הנפיקה ואיך היא התאימה בעצם את ניהול החוב שלה בכיוון תנועות ההון האלו. זאת אומרת יש פה שלושה מישורים. הדיון הוא נורא מורכב, הדיון הוא לא פשוט ואני מסכימה עם דבר אחד, שהדאטה הוא דאטה שאין עליו מספיק נתוני עבר בחלקו, אני חושבת שב-G יש, על השאר אין מספיק נתוני עבר, יש עלינו הרבה מאוד חובה ואנחנו נשתתף בשיפור המידע בוודאי, כדי לנסות ולפרט את זה למסקנות, אבל צריך בהחלט להסתכל על זה בשלוש העדשות.

שלומי שוב

אגב ענת כשמדברים על גילוי מדברים על מחוץ לדוחות הכספיים ולא בתוך הדוחות הכספיים, אבל אני מוכן לבדוק את מה שאמרת.

מיכל ארלוזורוב

ראשית מי שלא מכיר אותי נעים מאוד, אני משמשת כחברת הנהלה יועצת משפטית של "אדמה פתרונות לחקלאות" שזו חברה ישראלית שהיא תאגיד מדווח אבל אני משמשת גם כיועצת משפטית וחברת הנהלה של בעלת השליטה הסינית שלנו שנסחרת בבורסה בשנזן. יש לנו כיום בעלת שליטה מעלינו חדשה שזו חברה שנקראת "Syngenta Group" והיא באה מתפיסת העולם והערכים המתקדמים ביותר בתחום של הקיימות ולכן בהרבה מאוד מובנים, כמו שענת אמרה, אנחנו בתוך הטרנד. עכשיו מה זה אנחנו בתוך הטרנד? אני כבר עשר שנים מנהלת את ההיבט הזה של קיימות באדמה. מאיפה זה הגיע? זה הגיע מתוך הבנה והכרה שחברה כימית שמייצרת מוצרים כימיים שמסווגים הייתי אומרת כרעים ביותר, אם היא לא תטפל בהיבטים של קיימות, אז אחד היא מקצרת את העתיד שלה כחברה עסקית וכל זה למה? ראו את השפעות האקלים. בואו נניח שהייתי הולכת בגישתו של יאיר ואמרת תשמעו לשים בשלוש שנים מאה מיליון דולר לפחות במתקנים שמשפרים את כל נושא ההשפעות שלנו על הסביבה זה טירוף. בואו ניקח את המאה מיליון דולר האלה ונחלק אותם כדיבידנד, אבל זה היה ברור כבר לפני עשר שנים שהשקעות האלו הם לא nice to have ולא good to have אלא הם must כמו שאומרים בעברית. ולמה זה? אחד, הרגולציה צועדת בעקבות הראייה החברתית ושמענו כבר את עלי ואני מכירה את עלי כבר הרבה מאוד שנים, הראיה החברתית יש לה השפעה משמעותית על אופן ניהול העסק שלך.

אני אביא לכם דוגמה קצרה של סיפור מרתק של חברה בשם Bayer - חברה גרמנית מעולה ומשופרת שרכשה לפני שלוש שנים את Monsanto האמריקאית שהייתה אחת החברות הכי רווחיות בארה"ב, שכשאנחנו עוסקים בנושא של חומרי הדברה,

זה אחד הדברים שאני אומרת, וזו בהחלט הגישה שלנו, ואני לא יודעת אם זה אדון או גברת בלאקרוק, כי גם הקימו את החברה שתי נשים, אבל זו בוודאי הגישה בעולם ההשקעות כי אנחנו נאמנים, אתה נאמן ללקוחות שלך, אתה מחויב להשיג להם את התשואה הנכונה ולכן ההתעלמות שלך מהנושא הזה היא בעצם פגיעה ביכולת הניתוח שלך. אגב, לצד זה, וזה גם משהו שאנחנו חייבים לשים אליו לב, קיימות תנועות ההון. אם יש לך תנועות הון בעולם ואם דור המילניום מעוניין להשקיע יותר בהשקעות שיש להן אימפקט אתה חייב לתת לזה את הדעת. בסוף תנועות הון הן חשובות לכשעצמן.

שלומי שוב

היא אומרת, טעמי המשקיעים למעשה, זה מה שהיא אומרת.

ענת לוין

אם טעמי המשקיעים משתנים האם לא תיתן על זה את הדעת?

אמיר ברנע

אני מזכיר שלימדו אותנו לפני עשרות שנים כי אופטימלי לפירמה למקסם את השווי למשקיע, והוא יחליט ברמת המשקיע אם לתרום לפילנתרופיה או למטרות חברתיות, החלטה שלו, שהיא נפרדת מהחלטת מקסום השווי, כי החלטת מקסום השווי טובה לכל המשקיעים. אחרי זה משקיע יחליט אם הוא רוצה פילנתרופיה או אימפקט. אבל לבוא ולהגיד שחלק ממטרת החברה היא אימפקט, אז הופכים אותה לחברה פילנתרופית ומאבדים את האופטימליות עליה למדנו.

ענת לוין

אני לא אמרתי את זה, אמרתי שיש שלושה מישורים. מישור אחד זה היישום של תפיסת ESG בעולם ההשקעות, עליו דיברתי בהרחבה, והוא בעיקרו הנושא של אותה פרמיית קיימות שצריך להתייחס אליה כאל פרמיית סיכון אשראי ונזילות. ישנו מישור שני, והוא stewardship - מה אתה כמשקיע, כי גם יאיר מצביע כמשקיע בחברות, על מה הוא מצביע, איך הוא מצביע, לאן המשקיע מכוון את הדיריקטוריון? למטרות החברה. זאת שאלה שנייה בסדר. ושאלה שלישית, שהיא שאלה מאוד מורכבת, מיכל ארלוזורוב פה אז היא יכולה להעיד עליה, היא כמוהן איך החברה מתנהלת בפני עצמה ומול כלל בעלי העניין בה ואיך היא מנצלת את תנועות ההון ומחירי

”מגמת ההשקעות החברתיות (ESG):
הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי
ואחריות דירקטוריונים”.

מיכל ארלוזורוב

המשפט הבא שלי היה שהלחץ החברתי גולש כמובן למשקיעים, לספקים, ללקוחות. לדוגמא כשאני באה לחתום היום חוזה עם אחת החברות הרב לאומיות הן אומרות לי תראי לי את הדירוג שלך ב- Ecovadis. Ecovadis זו חברה שמדרגת את ההשפעה של הפעילות של ה-ESG שלך ובלי ציון מינימלי ב- Ecovadis אני לא מצליחה לסגור את העסקה.

שלומי שוב

אתם מבינים מה אנחנו אומרים? שגם אם זה טרנד מאחר וכולם מתכנסים אליו אז זה הופך להיות מעין דירוג אשראי כזה. זה כמו סוג של דירוג אשראי שגם אם האלפא נפגעת, למעשה ייווצרו כל מיני רווחי ארביטראז' ולא בטוח שאפשר בסופו של דבר להרוויח מזה.

רקפת שני

השאלה היא האם זה רק חברות מהסוג של אדמה ו- Monsanto או גם חברות אחרות?

מיכל ארלוזורוב

אני רוצה לומר לכם שאנחנו מודדים את ההשפעות של ה-ESG שלנו. אנחנו מודדים את עצמנו ואין לנו שום צל של ספק היום שיש לזה השפעה. ראשית, אני חושבת שכולנו מחויבים להקטין השפעות על הסביבה, כולנו, בין אם זה פלסטיק, בין אם זה בקבוק קוקה קולה שאנחנו לא ממחזרים ובין אם זה שאנחנו נוסעים ברכב שהפליטות שלו לא עומדות בתקנים. מי שמשלם את המחיר על זה שאנחנו לא כולנו אחראים ולוקחים את זה, לדעתי ראשון במעלה, זה שהגשם מציף לנו את הבתים והשרב שגורם לזה שעגבנייה תעלה 15 ₪ לעגבנייה בודדת. החקלאים מושפעים מזה, אנחנו

זרעים, כל מה שקשור בממשק עם החקלאי. Bayer בשעה שהכריזה על רכישת Monsanto, המניה שלה נסחרה בניו יורק ובאירופה ב-100 יורו למניה. היום אחרי שהיא רכשה את Monsanto בשישים ושישה מיליארד דולר שחלק מזה היא לקחה כחוב, המניה של Bayer נסחרת ב-45 יורו למניה. כל זה למה? כי Monsanto נתבעה, היום זה הגיעה למימד של מאה אלף תביעות בנושא של איזו טענה שהחומר המרכזי שהביא את הרווחיות של Monsanto הוא מסרטן. Bayer כשהיא יצאה לדרך ורכשה את Monsanto היא נסמכה על המדע, על הצד המשפטי. היא אמרה, אני יודעת שהחומר הזה לא מסרטן, אני בטוחה בדרכי ולכן העובדה שמספר התביעות הולך ותופח לא מעניינת אותי. אבל Bayer התעלמה ככל הנראה בהליכי ה-Due Diligence מהמוזיקה, ממה שאמרה הסביבה, ממה ששידורה הסביבה והראיה היא שתוך כדי התהליך כש-Bayer מנהלת את כל המאה אלף תביעות האלו, היא עושה מהפך ועוברת לעולם אני לא Monsanto, אני לא החברה הרעה הזאת שאתם תובעים בביהמ"ש. אני משנה את דרכי ומשקיעה סכומי עתק בכל הנושא של רכישת אמון הציבור מחדש. Bayer מבינה שברגע שאיבדה את אמון הציבור אין מה לעשות, המספרים לא ידברו, התוצאות של Monsanto עד היום הן תוצאות מדהימות והראייה היא שהמניה נשחקה. כלומר, את מה ש-Bayer מבינה באיחור אני חושבת שכולנו כאן בחדר צריכים להבין.

הנושא של ESG זה לא טרנד וזה לא משהו שאפשר לוותר עליו. חברות גדולות ורציניות יש להן תפקיד מרכזי באחריות כלפי החברה, הן מושפעות מדעת הקהל של החברה ואנחנו רואים את הפגיעה ב-Facebook למרות המספרים הטובים שלה ואנחנו רואים עוד הרבה מאוד השפעות חברתיות.

רקפת שני

מיכל, האם את מרגישה לחץ מהצד של המשקיעים? האם יש להם דרישות?

מושפעים מזה בעקיפין וחברות הביטוח מושפעות מזה.

הנושא של ה-ESG הוא רק דיווח על השקעות שהן הכרחיות, ולכן מה שאני באה לומר לכם זה קודם כל שההשקעות האלו, אנחנו כבר עשר שנים משקיעים ויש לנו דרך ארוכה לעשות כדי לעשות כדי להגיע ל-KPI's בינלאומיים. אנחנו מדווחים, נבדקים על ידי KPMG ולמה אנחנו נבדקים? בדיוק מהסיבה שאפשר יהיה לצרף את זה לדוחות הכספיים ולעמוד מאחורי הנתונים שמופיעים בדוח האחריות התאגידית שלנו. אגב, פתחנו אפילו אתר ייעודי השנה והכנסנו את כל הנתונים לתוך האתר הייעודי. למשל אנחנו חלשים בנושא של מגדר - אצלנו בארגון יש רק 25% נשים, קשה להגיד שיש רק 25% נשים באוכלוסייה. לכן, היעדים האלו שאתה מציב לעצמך, והצורך שלך לדווח, משפרים אותך. אמיר מחייך, אני יודעת שיש אלפי מחקרים שאומרים שנשים בהנהלה משפרות את התוצאות. אתה רוצה לחלוק על זה? בסדר, אפשר.

שלומי שוב

מה שאת אומרת זה סוג של רגולציית שוק זה דבר מאוד מאוד מעניין מה שאנחנו אומרים פה.

מיכל ארלוזורוב

אני בפירוש אומרת שזו רגולציית שוק ואני בפירוש חושבת שקיימות זה משהו שמאפשר השקעות ארוכות טווח. אז מי שרוצה להסתכל על הרבעון הבא יכול להיות ואני מסכימה שיאיר סובל מהנושא שאנשים מסתכלים על הרבעון הבא, אבל בסוף החברות הטובות הן אלו שיביאו תשואה אם יש להן עתיד יותר טוב כי הן השקיעו במה שצריך להשקיע.

שלומי שוב

אני רוצה ברשותכם להכניס לתוך הדיון גם את הזווית המשפטית של חוק החברות וגם את הגופים המוסדיים האחרים.

עלי בוקשפן

תודה רבה, בוקר טוב ותודה שהזמנתם אותי. להביא מישהו מעולם המשפט ועוד עם מצגת ארוכה כמו זו ששלחתי לכם אולי לא מזמין קשב, אבל כמו שכבר יאיר עלה על זה קודם, לפחות במחצית מהמצגת יש לפניכם המון חומרים דווקא מהעולם שלכם, עולם העסקים והמימון, כולל ידיעה טרייה מהשבוע שעבר על יוזמת הנאסד"ק שבדיוק מתקשרת לעניינו, שתומכת בטענה שלי. אני חושב שאין כמו נושא ה-ESG, ששאפו שהעלאתם אותו עכשיו גם לפרום הזה, כדי להמחיש בימים אלו יותר מאי פעם את התכלול לא רק בין בעלי המניות לבעלי העניין, שזה עניין חם במיוחד כעת, אלא

גם תכלול בין עולם המימון, עולם העסקים ועולם המשפט - חלק מאינטגרציה נחוצה לניתוח הנושא וטוב שהזמנתם גם משפטנים. הנושא גם מקשר את היחס בין ישראל לבין ההתפתחויות המואצות בכלכלה הבינלאומית, כי אנחנו במובן מסוים קצת מאחור, ובצדק אמר קודם אלי, יצאנו מהתחנה. עדיין, אנחנו "פרובינציה" קטנה, וחשוב לעשות קריאת השכמה, לגבי מה שמתרחש בעולם ומתרחשים המון דברים.

אם אני יכול לסכם את מה שאני רוצה לומר אז אפרופו עולם הדימויים של משבר הקורונה, נושא ה-ESG הוא כמו חיסון ומי שיקדים לקחת אותו יתמודד היטב לא רק עם סיכונים וסיכויים עסקיים אלא גם משפטיים. אתה שלומי אמרת קודם שאני אביא את הזווית לאן ראוי לקחת את המשפט, ואני רוצה לדייק, במצגת שלי הבאתי דוגמאות לא רק לאן המשפט מתפתח לדעתי אלא גם דיווחים על מה שהמשפט כבר כאן ועכשיו, וקצת מתחת לרדאר, דורש ומתמרץ אתכם בקשר לנושא ה-ESG וזו הזווית שלי.

אני מתייחס ל-ESG במשפט כיום והמלצתי להאיץ ולהגביר את ההתייחסות אליו כסוג של חיסון או רפואה מונעת.

שלושה דגשים, קודם כל אני רק אזכיר שהכותרת של היום עיין הזה היא השקעות ESG, אבל בואו נזכור, ESG זה היום נושא רותח לא רק בחברות פיננסיות ובענייני השקעה של מוסדיים אלא גם בחברות תעשייתיות ריאליות, למשל מיכל- ארגון אדמה. כלומר, ESG הוא חלק משאלה רחבה יותר שנוגעת גם בחברות ריאליות וגם בחברות פיננסיות, הכל הרי זה סוג של סימביוזה. דבר שני, התחום הוא לא רק בנושא האקלים. נכון ששינוי אקלים זה הנושא הכי חם אבל ESG זה גם נושאים יותר רחבים- זה מגדר, זה אפליה, זה פרטיות, עובדים ועוד. הנאסד"ק, רק לפני חמישה ימים פרסם שהוא הולך להוביל צעד מדהים בעיני והעביר את זה ל-SEC האמריקאית, שבנציגות בדירקטוריונים, ועניין זה נוגע בחידושים בענייני ממשל תאגידי ולא בדיווחים, של כל חברה שתיסחר בנאסד"ק, יהיה ייצוג של נשים שבעצם כבר יש את זה באופן סמלי בישראל, ועוד ייצוג אחד למיעוטים- להט"בים וכן הלאה. שימו לב זה לא נושא של שינוי אקלים, יש פה שיח ער ומשמעותי, ואתם מומחים במגמות, תראו את המגמות.

נקודה שלישית שאני רוצה להגיד, לדעתי ההתנהגות הפרופילקטית היא שם המשחק והכוונה רגולטורית רכה. אם נתקשר גם לשולחן העגול שעשיתם רק לפני שלושה שבועות, אני חושב שאתגר נוסף, ופה אני מזמין את הרגולטורים שלנו, יש לנו פה נציגות מרשות נ"ע אבל זה נכון גם לפיקוח על הבנקים ולרשות שוק ההון. יציבות זה לא רק יציבות ניהולית, זה יציבות פיננסית, זה יציבות בנקאית וביטוחית, יציבות בכל המובנים וכדאי מאוד שהרגולטורים ישלבו ידיים, הזמנתם אותם במפגש הקודם לשלב ידיים, ולתאם מדיים ומדיניות אחידה.

”מגמת ההשקעות החברתיות (ESG):
הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי
ואחריות דירקטוריונים”.

העליון שולחים יותר ויותר מסרים וסיכונים משפטיים למנהלים שלא פועלים מספיק ובאופן יזום בנושאי ESG. תראו את זה במצגת, כולל כמעט 2000 תובענות ייצוגיות שהוגשו רק בשנה האחרונה בנושאים שנוגעים לבעלי עניין, כולל הרמות מסך שנעשות כיום יותר ויותר וזה בדיוק המפגש ושינוי האיזון בין בעלי עניין לבין בעלי מניות ועוד תחומים. אני לא אלאה אתכם אבל שתדעו לכם שיש כבר היום המון סיכונים משפטיים לא ברמת הוולנטריות, שמחייבים ומדרבנים אתכם לעשות את הדברים האלו.

אשר על כן, ההצעה לקרוא ולמסגר אחרת את סעיף 11 לחוק החברות שאומר, שניתן, ולכאורה לא חייבים להתחשב בבעלי העניין. סעיף 11 הוא סעיף דקלרטיבי בחוק שלנו והוא לא מייצג את הפסיקה הנוהגת, לא סתם ביהמ”ש כמעט לא מתייחס אליו בפסיקה הקיימת. בפועל, הפסיקה והמשפט מנחים לשמור על המסגרת העסקית שקבועה בחוק אבל תוך התייחסות אינטגרטיבית ומחייבת לתכלול ולשקול בהגנות גם את עניינם של בעלי העניין (מה שלרוב גם מביא אתו סיכויים והזדמנויות), ולכן צריך לקרוא את המילה “יש” במקום המילה “ניתן” בסעיף 11 לחוק החברות. אם אני הייתי צריך לייצג היום לדירקטוריונים ולנושאי משרה, הייתי מדרבן אותם להעמיק בצורה משמעותית את התכלול וההתחשבות בנושאי ESG אשר נדרשים כבר כאן ועכשיו מבחינת החובות והסיכונים המשפטיים, יש הרבה דרכים איך להתמודד עם זה אבל ראשית לכל הצעתי המרכזית היא להתבונן באופן צלול ומודע על הדברים שמתרחשים כבר כאן ועכשיו ועל המגמות והרפורמות שבפתח. אני פתוח לשאלות, מתנצל שהזמן צר מלהכיל את הכל.

עמיר ליכט

תודה על ההזדמנות לתת קצת רקע על המסגרת המשפטית. בשלב הזה אני לא צריך להגיד שהשקעות מוסדיות לפי שיקולים חברתיים זאת מגמה גואה, וזה גדל בעולם, ומשבר אקלים, וקורונה ומה לא. אני מניח גם שחלקכם, לפחות המשפטנים, קראו את חומר הרקע. למשפטנים אני ממליץ לקרוא ברשימה בבלוג שלי - נקודה בסוף משפט - את הדברים. יש שם קצת יותר סימוכין, יותר דיון. כאן אני רוצה לעמוד רק על הנקודות העיקריות מנקודת המבט של

שלומי שוב

לא בטוח שהצלחנו.

עלי בוקשפן

אז הנה ההצעה שלי, בואו שעכשיו ישלבו ידיים בנושא של ה-ESG כי אנחנו בישראל מחכים להתפתחויות המתרחשות ממש בימים אלו בעולם כמו שהראיתי במצגת. הרי עמדתם על זה שיש צורך בהאחדה, בשפה משותפת. לא נכון שיהיו עכשיו כמה שכבות רגולטוריות שהמפקח על הבנקים יגיד בבנקאות אנחנו רוצים את המטריקס הזה, בנושאי דיווח יגידו לנו ברשות ני”ע אנחנו רוצים את המטריקס הזה. ההאחדה פה מתבקשת, ולדעתי טוב יעשו הרגולטורים אם יתחילו בשיתוף פעולה בנקודה הזאת למניעת פער רגולטורי, זו איזושהי קריאה לסדר יום.

אני מציע לכם להסתכל על המצגת, תסתכלו גם על המגמות בשנים האחרונות אבל במיוחד לא רק על מה שקרה בעשור האחרון, אלא מה קרה בשנה האחרונה עם Stakeholder Capitalism של Davos וכן הלאה, היה פה דבר אדיר. במסמכים שהפניתי אתכם אליהם יש לכם את שקף 8 ו-9 תסתכלו שם, ממש בחודשיים שלושה האחרונים. אמיר ברנע קודם אמר ובצדק שהאתגר מספר אחד, וזה כרגע על המדוכה בחודשיים שלושה האחרונים, איך ליצור מטריקס אחיד שיהיה מועיל גם למשקיעים שיוכלו להשוות בין מוצרים, גם לרגולטורים, גם לחוקרים, יש פה הרבה מאוד רבדים שחשובים. דבר כמעט אחרון אני רוצה להזכיר, נושא ה-ESG הופך להיות חלק מ-mainstream finance, כך זה בהיקפי השקעות המוסדיים בארה”ב כפי שמופיע במצגת וכך זה גם באנגליה. קחו כאנקדוטה את מארק קארני - נגיד הבנק המרכזי של אנגליה שלפני שלושה חודשים סיים את הקדנציה הציבורית ועבר להקים את השקעות האימפקט בברוקפילד. הדברים האלו זה חלק מה-mainstream finance וגם הרגולציה הולכת לשם כמו ה-SFDR שייכנס לתוקף באירופה במרץ 2021.

נקודה אחרונה, וזה “שני הסנט” שלי. חשוב לדעת, ומשום מה אנשים לא מספיק שמים לב לזה ולכן הבאתי לכם את זה בתוך השקפים, המשפט כבר כאן ועכשיו והפסיקות שלנו של ביהמ”ש

בואו ניקח את ההקשר בצורה יותר קונקרטית. אני אקרא לכם פסקה שמצאתי בדיווחים מדברים שאמר רן עוז, מנכ"ל "מגדל". אז הוא אומר ככה: "מגדל ביטוח מיישרת קו עם גופי ההשקעה המתקדמים והגדולים בעולם ומאמצת מדיניות של אחריות חברתית בהשקעות. מגדל תהיה הגוף הגדול והמשמעותי בישראל, שמאמץ מדיניות ברורה וחדה בנושא זה, מתוך הנחה שלגופים כמונו יש אחריות כלפי עתיד ילדינו ולא פחות חשוב, אחריות לשילוב ערכים במרכיב ההשקעות. אנו מאמינים כי מתקיימת קורלציה חיובית, ואין סתירה בין חברות והנהלות המיישמות אחריות חברתית אל מול התשואה והביצועים שלהן".

השאלה היא האם משקיע מוסדי יכול, במילים של רן עוז, "לשלב ערכים" במרכיב ההשקעות? זו השאלה שאני רוצה לדבר עליה. התשובה במילה אחת היא "לא". בשתי מילים - "אסור לו". בשלוש עשרה מילים כתבתי - "מוותר לו, אבל רק אם זה לא פוגע בעמיתים וגם העמיתים מסכימים לכך". עכשיו טיפונת הרחבה. כפי ששמענו כבר, הדיון על ESG הוא לא חדש. למעשה הוא ותיק מאוד והוא מסועף מאוד כפי ששלומי גם הסביר. הוא מתנהל תחת כותרות שונות ושמות שונים למעשה כבר 150 שנה כמעט. פסק דין Dodge המפורסם מלפני 100 שנה לא התחיל אותו אפילו. הדיון הזה ימשיך בעיני לנצח, והסיבה לכך שביסודו זה דיון ערכי ופוליטי בכלל. בעניינים של ערכים ופוליטיקה תמיד יהיו ויכוחים, וככה זה, וזה בסדר גמור. לכן חשוב שנמקד את הדיון על מה בדיוק אנחנו מדברים היום בפורום הזה.

בהקשר שלנו, אני ארצה להבחין בין היצע וביקוש בענייני ESG. ESG מצד ההיצע, זה מה שאפשר לקרוא לו CSR, זה תכלית החברה העסקית, בעלי עניין ודברים מהסוג הזה. זה לא כל כך, לפחות בעיניי, מוקד הדיון היום. זה קשור כמובן, ויש לי הרבה מה להגיד וגם לכתוב, אבל זה לא הפוקוס של המוסדיים. מנהלים טובים של חברה עסקית יעשו מה שצריך לעשות. אם צריך להתחשב בשיקולי ESG אז הם יעשו את זה. בשביל זה לא צריך חוק. זה מה שמיכל ארלוזורוב תיארה קודם. בהקשר הזה ההצעה של עלי שיכולתם לראות בשקפים שלו היא unobjectionable. בלי קשר, זה יקרה בכל מקרה, המנהלים יתחשבו במה שצריך.

אני רוצה לדבר על ESG מצד הביקוש. זה המכונה - SRI Socially Responsible Investment. זה הדיון וזה הפוקוס. כאן נשאל למה בדיוק הכוונה "ההשקעה משיקולים חברתיים"? אז ככה, שיקולים חברתיים שרלוונטיים לדיון שלנו הם שיקולים שהם אורתוגונליים או שהם גורמים שליליים לביצועים עסקיים פיננסיים. אם יש קשר, קשר סיבתי, בין השיקולים החברתיים לביצועים עסקיים, אז זה לא מעניין, כי אין באמת דילמה. זה מה שענת לויין תיארה בצורה מצוינת בתור סיכון קיימות. מובן מאליו שמשקיע מוסדי כשהוא מנהל את התיק צריך להתחשב בשיקולים אלו. זה לא פשוט טכנית, כמו ששמענו, אבל זה פשוט מאוד משפטית -

חובה להתחשב בשיקולים האלה אם הם משפיעים על הפורטפוליו. עכשיו לעניין שלי. משקיע מוסדי הוא נאמן - trustee - ומשימה של נאמן מוגדרת היטב ומוכרת - קודם כל לשמור על הקרן, לשמור ולשמר את הקרן. שנית, הוא צריך לנהל את הקרן כך שהיא תניב תשואה ברמת סיכון שמתאימה לנהנה. נאמן לא מנהל חברה עסקית, הוא לא מנהל עסק, הוא לא יזם. זאת חיה אחרת מבחינה עסקית וגם מבחינה משפטית ויש לה דין משלה. לגבי נאמן המסקנה מאוד ברורה וגם מאוד יציבה. כל סטייה מהמשימה הזו שתיארת - לשמר ולנהל בתשואה מותאמת לסיכון - זאת הפרה. בטח הפרה של חובת האמון וכנראה גם הפרה של חובת הזהירות. אז ספציפית השקעה לפי שיקולים חברתיים אמיתיים, כאלה שלא קשורים סיבתית לביצועים כספיים היא בהגדרה מחוץ למשימה של הנאמן. לכן במצבים אלו לנאמן מותר לסטות מהמשימה שלו רק בהסכמה מפורשת של הנהנה.

זהו זה. זה עד כדי כך פשוט, ואין פה מרחב תמרון.

כדי לחדד את הנקודה הזו, ציטוט מפס"ד אנגלי שמופיע ברשימה שלי וגם מדריך את העמדה של המשפט האנגלי. זו בעצם תמצית כל הסיפור כולו, שלוש שורות:

"Trustees must act prudently. They must not use property held by them for investment purposes as a means for making moral statements at the expense of the charity of which they are trustees. Those who wish, may do so with their own property, but that is not a proper function of trustees with trust assets held as an investment."

אז מה, אם ככה, המסקנה למשקיע מוסדי ישראלי שרוצה בכל זאת להיכנס להשקעה החברתית? למשל, כי יש לזה ביקוש בקרב צעירים? גם זה לא חדש דרך אגב. המחקר מתעד את זה לפחות משנות השבעים. קודם כל, לא לגעת בקרנות קיימות. שתיים, אם רוצים להציע אפיקי פנסיה מוטי ESG אז לוודא שיש הסכמה ברורה, ואישית אני לא לגמרי לגמרי בטוח שאפילו זה יכול להחזיק במאה אחוז.

אמיר ברנע

האם מה שאמרת לגבי משקיע מוסדי כמו מגדל, נכון גם לגבי מנהל או דירקטוריון חברה ציבורית שמחילט בין השקעות. גם הוא נאמן של המשקיעים. האם קיים הבדל ומהו?

שלומי שוב

אם אני אחליט כדירקטור החלטה שהיא לא לצורך העניין נכונה, אז אני גם נאמן, בעלי המניות יחליפו אותי.

”מגמת ההשקעות החברתיות (ESG):
הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי
ואחריות דירקטוריונים”.

עמיר ליכט

שנתחיל מהמקום הזה, יכול להיות שיש בקרב הציבור שמקשיב לי עכשיו, תומכי עבודות, אני מאמין שלא הרבה, אי אפשר לדעת היום אבל אני מקווה שבפורום הזה אין יותר מידי תומכי עבודות. אנחנו יכולים להסתכל על הדברים ולדבר עליהם בחיך ממרחק של 160 שנה, לי היה קשה מאוד להצדיק השקעה בתחום הזה. אני רוצה לקחת אותנו לא רק לכיוון של מה נכון לעשות אולי בהשפעה החברתית, גם אם זה היה מאוד רווחי, להשקיע באותו שלב בחברות שמשמשות בעבודות אני רוצה להגיד לכם שאני כמנהל השקעות, וההצהרה שהוזכרה של המנכ”ל שלנו בנושא הזה, היא לא הצהרה שמגדל עכשיו עומדת להתעסק או לעסוק בנדבנות על חשבון כספי העמיתים, אלא שאנחנו משלבים שיקולים שאנחנו מאמינים שהם שיקולים נכונים בעת שאנחנו נמצאים. שיקולים שהם, במידה מסוימת, צופים פני עתיד, ואם לא רק בהיבט התשואה אז כמו שענת ניסתה לרמוז (ואם זה לא היה מספיק מובן) אז בייחוד בהיבטי הסיכון. חברות שהן לא נוהגות ולא מתאימות את עצמן לרף הקיים או לרף המצופה בתחומים האלו, גם בתחום ה-ESG, הם חברות שלפחות לתפיסתנו הן קצת נשארות מאחור ולא רק בתחומים של ה-ESG. אי אפשר להתעלם ממגמות, ואנחנו שמענו, אדמה היא לא חברה נקייה לחלוטין אבל עשו את ההתאמות שלהם עד כמה שהם יכולים כדי לנסות להתאים את עצמם גם לרוח התקופה, כי הם פשוט הבינו שהם לא יהיו קיימים אחרת.

חברות שמאחרות לזהות את המגמות האלו - ואני משתמש כרגע ב-ESG בצורה שאם הייתי מקשיב לעצמי עכשיו מבחוץ הייתי אומר שזה קצת ציני, כי זה בעצם גישה מאוד תועלתנית לנושא ה-ESG. כשאנחנו מסתכלים על חברה אנחנו רוצים לראות שהיא מסתכלת נכון על דברים גם בהיבטים של ESG כמו בהיבטים אחרים, אבל מכיוון ונושא הקיימות הוא גם נושא חשוב, כמו שהציטוט שהוזכר קודם התייחס וגם מכיוון ואנחנו מתייחסים לנושא הקיימות כנושא שהוא נדבך מרכזי בהשקעות שלנו, אז בהחלט לקחנו על עצמנו מחויבות כזו ולא מתוך כוונה שאנחנו הולכים לתרום את הכספים אנחנו עדיין נמדד כגוף שנמצא בתחרות עסקית כנגד גופים אחרים שחלקם מיוצגים פה וכנגד גופים אחרים שלא מיוצגים בשיחה כרגע. אני די מאמין שיהיה איזשהו יישור קו גם אם זה ייקח חמש או עשר שנים בגישה הזו בקרב כל המוסדיים בישראל, כמו שזה קורה בעולם, כמו שזה קורה באירופה בייחוד וגם בארה”ב יש

צריך לזכור שיש הבדל מאוד דרמטי בין מנהלי קרן פנסיה שמתפקדים כנאמנים לבין דירקטורים של חברה עסקית, שבהגדרה מתנהלים לפי שיקולים עסקיים ולכן משיקולים יזמיים. בשני המקרים שני השחקנים האלה צריכים לשקול את כל השיקולים הרלוונטים. כמו שאמרתי קודם, אם בחברה עסקית היום שיקולי איכות סביבה הם שיקולים שיכולים להשפיע על הביזנס, שמענו את זה ממיכל ארלוזורוב בצורה מאוד חדה, אז חובה להתחשב בזה ולא צריך שהחוק יגיד לך. ואם העם מתקומם ולא מוכן לקנות מחברה שאין בה ייצוג הולם לנשים או שמתייחסת בצורה לא מקובלת לאוכלוסיות מוחלשות, אז הדירקטוריון חייב להתחשב בדבר הזה, והוא לא צריך שהחוק יגיד לו את זה. נאמן הוא שחקן אחר, נאמן מקבל כספי חיסכון או כספים להשקעה, יש לו קודם כל משימה לשמר. למנהל חברה עסקית אין לו משימה לשמר. יש לו משימה הפוכה - לקחת סיכונים, סיכונים מודעים אבל סיכונים. את הקרן הזאת צריך לנהל בפרופיל סיכון תשואה שמתאים לעמיתים. זאת נקודה מאוד חשובה. בשני המקרים, ובזה שלומי צודק לגמרי, אסור, לא לדירקטור של חברה עסקית ולא לוועדת השקעות של קרן פנסיה, לקחת את הכסף לסיבוב, לקמפיין פוליטי משל עצמה. אז כאשר רן עוז מדבר, “אנחנו נוקטים שיקולים ערכיים”, אם הוא מתכוון לשיקולים ערכיים של ההנהלה, אסור לו לעשות את זה. אם הוא מתכוון לשיקולים שישפיעו על הביצועים של הפרטפוליו אז כאמור זה לא מעניין, זו חובתו לעשות את זה.

גיא פישר

קודם כל לפני שאני מתחיל ואני משתלב פה במועד מצוין גם כתגובה לעמיר (ליכט). אני כן רוצה לקחת את הדברים שעמיר אמר ולקחת אותנו 160 שנה לאחור. בואו נניח ואנחנו עכשיו יושבים בדרום ארה”ב השנה היא 1960 ואנחנו צריכים להחליט אם אנחנו משקיעים בדברים מסוימים- האם לדוגמה להשקיע בחברות שתומכות בעבודות, זה היה מקובל אז, זה משהו שאנחנו רוצים לעשות? או שהאם יש לנו קווים אדומים? אז אני רוצה

גיא פישר

אנחנו לא הלכנו לאיזשהו מסלול ספציפי של ESG, בגלל שאני יודע מה אנחנו עושים ואיך אנחנו עושים את זה, לא לגמרי מבין פה את הבעיה שזה יוצר לעמיתיי הקיימים. אם אני אייצר תשואות נמוכות יותר, אז בהחלט אני גרמתי נזק לעמיתים שלי. אם זה ינבע מזה שאימצתי מדיניות ESG שחלק מהדוברים מתייחסים אליה כאל איזשהו שיגעון חולף, בהחלט גרמתי נזק לעמיתים. אנחנו לא אומרים את זה, אנחנו לא מוותרים לעצמנו או מחזיקים בזה כאיזשהי גישה חליפית שבה אנחנו מוותרים על סיפוק תשואות ראויות לעמיתים.

רקפת שני

אני עדיין לא הבנתי, אתם מצהירים, נעביר עשרה אחוזים מסך הנכסים להשקעות מסוג כזה, אתם מצהירים, יושקעו בסוג ההשקעות הנ"ל שלושה עד ארבעה מיליארד בשנה, אבל עדיין אני לא מבינה. קראתי את דוחות ספטמבר שפורסמו עכשיו, לא מצאתי שום קריטריונים, מה זה אומר?

גיא פישר

קודם כל ההצהרה היא לקראת שנת 2021, אנחנו בסוף השנה הנוכחית, מן הסתם שאלו דברים שלא נעשו בעבר ולקחנו על עצמנו מחויבות מסוימת לגבי העתיד. מה זה אומר? זה אומר בדיוק את הדברים שאמרת, נרד ב-10% בחברות שהן חברות שלא נוהגות לפי רוח ה-ESG, אם אפשר לקרוא לזה כך, לא בגלל שהן חברות שאנחנו פוסלים אותן כי הן פסולות, אלא כי אלו חברות שלתפסתנו לא מתאימות את עצמן לרוח הזמן וכתוצאה מזה הסיכון פה עולה בצורה משמעותית.

רקפת שני

ענת לוי, את אומרת "אלפיים פרמטרים", זה משהו שאני יכולה להבין אותו, גיא אומר "אני לוקח בחשבון", מה זה לקחת בחשבון? מנכ"ל של חברה ציבורית המציג התנהלות לא הוגנת בקשר לנשים אבל הפרמטרים הכלכליים טובים אז זה משהו ש"אני לוקח בחשבון" או לא?

גיא פישר

נתת דוגמא מצוינת. האם את חושבת שמנכ"ל שמחליט לצורך העניין לא לקדם נשים האם זו חברה שהביצועים שלה הם ברי קיימא? יותר מזה אני אגיד ואני אשתמש בניצול קצת ציני כי ענת

מגמה מאוד ברורה. יש מדינות שלוקחות על עצמן אחריות שהיא מעבר לאחריות החוקית, ולאחריות המשתמעת והזכרה "Tesla" לצורך העניין כחברה שהיא כביכול תורמת לנושא הקיימות בגלל שמתעסקים ברכבים חשמליים שמזהמים הרבה פחות, והשווי שלה בין היתר מוצדק גם מהטעמים האלו, לטעמי לא רק אבל גם מטעמים אלו, זה איזשהו מצפן לגבי הכיוונים של כל תעשייה דרך אגב.

רקפת שני

איך אתה מתרגם את זה לעולם שלנו? אילו פרמטרים? אילו נתונים אתם אומדים? מה הם המרכיבים המדידים? איך אתם מגדירים מה הם המרכיבים והפרמטרים הללו? אתה משתמש במילה "ערכי" אבל איך אתה מגדיר את זה להשקעות?

גיא פישר

אני דווקא לא השתמשתי במילה ערכי למעט בדוגמא הראשונה שנתתי כי המטרה שלנו בסופו של דבר היא לייצר השקעות שהן השקעות טובות. אנחנו מאמינים שהקווים המקבילים האלו בין מה שמוגדר כ-ESG כאיזשהי מילה שאני פחות אוהב אותה, דרך אגב, אבל היא המילה שהשתרשה, אם אנחנו מסתכלים על השקעות שהן השקעות עם מודעות חברתית, סביבתית, לבין הצלחה של החברות, אז כן אנחנו רוצים לראות את הכיוונים האלה. דרך אגב, אחת מהבעיות הקשות של המדדים שהן מתייחסות לנדבכים מאוד מאוד מוגדרים ומאוד מסוימים והן לא תמיד תופסות את הגישה ההוליסטית של החברה. אנחנו יכולים למצוא חברות שמאוד טובות בתחום אחד ומאוד גרועות בתחום אחר והשאלה היא האם זה פוסל אותן כן או לא? אנחנו דרך אגב בצורה שבה אנחנו בחרנו לאמץ את זה לא הלכנו בגישה הפוסלת, אנחנו חושבים שזה לא נכון, זה גם לא הרוח שעומדת מאחורי הדברים האלו. אנחנו כן מסתכלים על הכיוון הכללי שהחברות נמצאות בהן, בדיוק כמו שאנחנו מסתכלים על הכיוונים אחרים, לדוגמא בטכנולוגיה, בדיוק כמו שאנחנו מסתכלים על כיוונים אחרים בהתקדמות הכללית של החברות, גם בכיוונים האלו של הקיימות, בכיוונים של האחריות, אנחנו מסתכלים עליהם לעומק.

אמיר ברנע

עמיר ליכט אמר לפני רגע שנדרשת הסכמה של העמיתים כאחד מהתנאים שאולי יכולים להלבין מדיניות כזו באופן משפטי לפחות. האם מדיניות מגדל חלה גם על עמיתים קיימים או רק על עמיתים חדשים להם ידועה מגמת ESG של מנהל?

”מגמת ההשקעות החברתיות (ESG):
הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי
ואחריות דירקטוריונים”.

שלומי שוב

אתם פרסמתם מדיניות מסוימת? כמו פסגות ומגדל?

חן אלטשולר

תראו, היעדים של פסגות ומגדל הם מאוד צנועים. אני חושבת שמה שיבוא, ויש הרבה לחצים מכל מיני עמותות סביבתיות, שבתי ההשקעות יתנו איזה שהיא הצהרה בנוגע למדיניות השקעה. יש לחץ מהארגונים הסביבתיים שבתי השקעות בכל העולם וגם בישראל יפסיקו להשקיע קודם כל בפחם ובנפט אבל הארגונים הסביבתיים גם לוחצים שנפסיק להשקיע בגז טבעי, וזה דיון מאוד ספציפי בנוגע להתחממות האקלים. צריך לשאול את העמותות הסביבתיות איך הן מצפות שנגיע מנקודה A לנקודה B בעולם שהוא עדיין צורך נפט ופחם. איך נעבור לעולם שהוא צורך שמל רק מרוח, סולר ומימן בלי לעבור באמצע בגז טבעי. זה לא כל כך מעניין את העמותות הסביבתיות, הן רוצות כותרות והן רוצות הצהרות מאיתנו. בגלל זה לא נתנו הצהרה עד היום.

מה זאת אומרת חברות שחושבות רחוק? או מנהלים שחושבים רחוק? הרי זה ברור שהיזום פה את הגבינה ומשהו השתנה. זה ברור שהביקוש לנפט נמצא ב-slow death, זה ילך וימות לאט לאט. באופן כללי אנחנו לא רוצים להיות שם כי אנחנו מאמנים שזה סקטור שימות לאט לאט. לא התכוונתי להכנס לזה ספציפית אבל פשוט שאלת אותנו לגבי המדיניות ההצהרתית שלנו. אני אצהיר על משהו שאני יכולה לעמוד בו, אני לא אצהיר סתם. אם אני אצהיר על משהו וזה לא יהיה "10% ממהו", זה יהיה גורף.

חברות נפט שעושות את השיפטינג וקונות חוות של גז טבעי ומפתחות חוות של סולר מקבלות מבחינתי ציון גבוהה ב-ESG, למרות שהן "שחורות משחור". החברה מתכננת קדימה, משתנה. זה נורא קל לחברה שעושה טורבינות רוח לקבל 100 ב-E שלה, כי מעצם עיסוקה היא מקבלת 100, אבל חברה שהיא נולדה "שחורה" והיא משנה את דרכה בעיני צריכה לקבל ציון גבוה.

איך התייחס גם לסיפור של הערכות שווי. הרי כולנו עושים DCF ים והערכות שווי לכל חברה שאנחנו מקבלים עליה החלטה. אבל

הגיבה עכשיו אם Black Rock מכניסים את זה לשיקולים שלהם ולא רק Black Rock, הרבה משקיעים בעולם, מן הסתם רק מבחינת תשואות אני מחויב להתחשב בשיקולים האלו. אני לא הולך לכיוון הזה, אבל צריך להבין שאם כל העולם ילך וייתן לזה תשומת לב ויישאר איזשהו מנכ"ל מיושן ויחליט שהוא "לא מתאים לו לקדם נשים", למה? כי הוא לא מאמין בזה לצורך העניין, האם זה משהו או האם מנכ"ל כזה, והוא יכול להיות מנכ"ל מצוין, האם מנכ"ל כזה באמת יכול להצמיד את החברה לאורך זמן קדימה? יש שיחשבו שכן ויש שיחשבו שלא. אני חושב שלא.

שלומי שוב

אגב יש לנו דוגמא בולטת לזה, היום אחת החברות בארץ שמחיר המניה שלה הכי המריא שהיו טענות נגד המנכ"ל שלה. כאלו ואחרות אני לא יודע אם הן נכונות.

חן אלטשולר

קודם כל רצינו לחלוק אתכם שאנחנו אלטשולר שחם החלטנו להרים את הכפפה של המשרד לעניינים אסטרטגים ולתוכנית של ה-impact nation. אנחנו הולכים לכתוב באופן וולנטרי דוח ESG על הבית השקעות. אנחנו כבר במשך שנים, מ-2005, קוראים דוחות ESG שבעבר נקראו sustainability reports של חברות שאנחנו משקיעים בהן בחו"ל. לאורך השנים למדנו שאפשר ללמוד המון המון על חברות רק מקריאה של הדוח ה-ESG שלהם. אפשר ללמוד המון על ההנהלה, על החזון שלה, על הירידה שלה לפרטים הקטנים. גם מה-E, גם מה-S וגם מה-G, די במשקל שווה. אנחנו מאמינים שחברות שמתכננות קדימה את המוצרים שלהן ומתייחסות בדוח לצריכת מים וחשמל וחומרים הן שההנהלות שלהן יורדות לפרטים הקטנים ויש להן את החזון איך הם רוצים שהחברה תראה עוד ככה וככה שנים. בסוף הן יהיו חברות טובות יותר עם ביצועים טובים יותר והמניה תעשה תשואה בהתאם. אנחנו כמובן זוכרים את המחויבות שלנו למשקיעים - להשיג את התשואות הכי טובות שניתן ברמות סיכון נתונות.

זה בעצם תזרים המזומנים הצפוי, העתידי. אנחנו משתדלים לקחת את כל הגורמים בחשבון בשביל לייצר את ה-DCF או את ה-NAV הכי מדויק.

שלומי שוב

אני רוצה לחדד - בשורה התחתונה, את אומרת: "יש כאן הרבה עניינים שיווקיים?"

חן אלטשולר

להיפך. אני לא אוהבת את הקטע השיווקי או ההצהרתי של מי שעושה את זה אפילו העמותות הסביבתיות שדורשות ממך לעשות משהו הצהרתי. אני באמת חושבת על ה"באמת". כשאנחנו קוראים דוחות ESG, ואמרתי לכם שאנחנו עושים את זה מ-2005, אנחנו לומדים מזה המון: אם לחברה יש מדיניות של קידום נשים או תוכניות להעסקת עובדים. אתה לומד המון על החברה ועל האיכות של ההנהלה שלה מהדוחות האלה, מכל אחד מהגורמים - גם מה-E גם מה-S וגם מה-G. בחברות הייטק שנים שאנחנו מסתכלים על אופציות ועל חלוקות בונוסים ומה אחוז השכר מהסך הכל. אתה לומד המון על חברות מהדוחות האלה. אני חושבת שחשוב שיכתבו אותם ובגלל זה גם אנחנו נכתוב דוח על עצמנו, על כל בית ההשקעות וגם על הגמל שזאת החברה הציבורית שלנו. מה שאמרתי מקודם זה שאנחנו בכל מקרה עושים את זה. אנחנו בכל מקרה לא משקיעים בחברות נפט למשל או בחברות מזהמות. למה? כי אנחנו חושבים שחברות מזהמות זה חברות שהמניה שלהן לא תעלה. זאת ההתחייבות שלנו ללקוחות ואני לא צריכה להצהיר על זה.

ענת לוי

במרץ 2021, עוד שלושה חודשים, כל בתי ההשקעות בבריטניה ולאחר מכן בכל אירופה, צריכים לדווח איך הם מיישמים את ה-ESG ומה ה-taxonomy, איך הם כוללים את זה.

נת מגידו

נאמרו פה המון דברים והדיון כאן נגע בהרבה נקודות כי העולם הזה הוא רחוק מלהיות שחור או לבן. קודם כל אצלנו ה-ESG הושק באמת באמנה ב-2019 תחת עקרון ברזל שצריך להוביל את מנהלי ההשקעות, וזה מאוד עונה על הדברים שאמיר התייחס אליהם, זה מה שנקרא finance first. שלרגע מנהל ההשקעות לא התבלבל. מה שמוביל אותו זה החלטות פיננסיות וכלכליות, וזה מה שמוביל אותנו בתוך המדינות ESG שלנו. אני מאוד מסכימה

עם זה שעכשיו מאוד קל להגיד ששיקולים סביבתיים או שיקולים של גיוון דירקטוריון וההרכב שלו, או ניהול סיכון, הוא דבר שמנכ"ל של חברה, דירקטוריון של חברה ומנהל השקעות זה חלק מניהול מהחובות שלו. עובדתית מה שקרה בשנים האחרונות, ואי אפשר לברוח מזה, המודעות ל-ESG עולה, עולה מאוד. במקרה 2020 נתנה "פוש" סביבתי מאוד חזק, אבל ESG זה לא רק ירוק ולא רק סביבתי. ברגע שהמודעות עולה אז נוצר כאן בסופו של דבר נגזרת של סיכונים שצריך לנהל אותם. אנחנו עשינו את זה מתוך הבנה שאנחנו, כמנהל השקעות, שבהגדרה מנהל כל הזמן את הסיכון שלוקח, צריך לקחת בחשבון שיקולים של ESG מנקודת המבט של הסיכון ולא מנקודת המבט של עשיית צדק. אם על הדרך עשיית צדק, אני אשן בלילה כמו נסיכה אבל זה לא ששמנו בראש הדרך שלנו עשיית צדק. אין בכלל ויכוח שאין לנו מנדט לזה, יש לנו מנדט למקסם תשואות בסיכונים סבירים.

איך זה בא לידי ביטוי? סיכון של ממשל תאגידי, עכשיו כולנו חכמים גדולים בלהגיד שזה נורא טריוויאלי! הדוגמא של ה-G היא מאוד טריוויאלית וקלה כי כולנו עכשיו, אחרי 10 שנים של אקטיביזם. ברור לנו למשל שהקו האדום שמסמנים המוסדיים לבעלי שליטה בחברות אחזקה למשל הוא קו מאוד לגיטימי, אי אפשר להגיד שזה היה ככה לפני 8 שנים. האקטיביות של מוסדיים בהרכבי דירקטוריון, אי אפשר להגיד שזה היה לפני כמה שנים, עובדתית זה לא היה. המודעות לדבר הזה, והמודעות לאיפה זה משפיע על החברה ועל התשואות הפך את הדבר הזה להיות טריוויאלי.

ה-S ב-2020 קיבל "פוש" מאוד מאוד חזק. אני מסתכלת על זה רק כלכלי. אין מצב שאני אשקיע במשהו בגלל שזה יעשה משהו שטוב לעתיד של הילדות שלי או לעולם הזה אם אני לא חושבת שהוא כלכלי. מה שקרה השנה זה שכסף זורם לשם, זה מעין "התפוצצות" כזאת של תמיכה רגולטורית והרבה מאוד שיח של מוסדיים בעולם.

צבי וינר

אני רוצה להוסיף משהו קצר שמקשר בין מה שאמיר ואמיר אמרו וגם ענת ומיכל. החלטות צריכות להיות החלטות כלכליות אבל מה שמאפיין ESG שזה אינדיקציה לאירועים שקורים בהסתברות מאוד מאוד קטנה אבל עלולים לגרום לנזק מאוד מאוד גדול. לכן אחד מהפרויקטים המחקריים שאנחנו מנהלים כרגע זה לבדוק האם לחברות שמזלזלות ב-ESG, שלא שמות לב ל-ESG, יש הסתברות יותר גדולה לאירועים מסוג קטסטרופה שבתצפיות היום יום קשה לראות אותם ולכן יש הצדקה לשימוש במדד הזה כאינדיקציה לסיכון ייחודי.

דורית סלינגר

גם כרגולטורית לשעבר על הגופים המוסדיים וגם כדירקטורית

”מגמת ההשקעות החברתיות (ESG):
הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי
ואחריות דירקטוריונים”.

או להתכונן למקרה שתהיה חקיקה מסוימת נגד זיהום. מצד שני, אותה חברה גם תלויה בדלק כחומר גלם ולכן את רוצה במסגרת ניהול סיכונים להראות להפך - איך היא מתקשרת עם חברות לאספקת דלק לטווח ארוך על מנת להפחית את התלות שלה. יש פה איזה שהיא בעיה, זה קל להגיד שזה חלק מניהול סיכונים, אבל אם זה ניהול סיכונים פיננסיים זה לא פועל בכיוון אחד. יכול להיות שדווקא אותה פעילות מזהמת היא אותה פעילות שמפחיתה סיכונים פיננסיים.

דורית סלינגר

אמיר אל תקרא לזה ESG. יש לך עכשיו את שני הסיכונים האלה שציינת אותם, המשקיע הסביר עושה איזה שהוא שיקול דעת ומקבל בסוף החלטה. צריך להיות לו את כל המידע לפניו והוא צריך לנתח מצד אחד הזיהום ומצד אחד את האספקה של החומר גולם והוא יקבל את ההחלטה אם הוא משקיע או לא משקיע. לרגע אחד לא אמרתי השקעה רק על בסיס ערכי. יש דברים ערכיים אבל שמשפיעים על מוניטין. אלו דברים שבסופו דבר משפיעים על ההתנהלות שלך ועל הריווחיות שלך.

בנוגע לאותו חוזר שיצא ב-2017 או 2018. עקבתי אחר הדיווח מיד לאחר שסיימתי את התפקיד הממונה. בתחילה ראיתי דיווחים, של אנחנו דואגים שלא תהיה הלבנת הון - אוקיי, החוק דורש זאת. אנחנו מאמצים קריטריונים של אנטרופי בנושא ממשל תאגידי. אני חושבת שבשנה האחרונה יש יותר התייחסות ספציפית למדיניות. אני מאוד שמחה על ההתפתחות של הדבר הזה. חלק מהדעות שעלו כאן שייכות לעולם של אתמול, אני מסכימה עם החברה פה של רשות ניירות ערך. זה נכון לתשואה, זה לא אות כבוד, זה צריך להיות במתודה של משקיעים כשהם בוחנים השקעות וגם בבורדים שמקבלים החלטות במה להשקיע ואיך להשקיע. לא רק מה שדורש החוק, החוק זה דרישות המינימום בעיני.

שלומי שוב

מה ה guideline שאת נותנת היום לדירקטור לצורך העניין?

בשטראוס ובחברות אחרות וגם כחברה כפורום הישראלי לכלכלית אימפקט, ראיתי בזה נושא של ניהול סיכונים. יש ניהול סיכונים אשראי, יש ניהול סיכונים נזילות וזה עוד סט של סיכונים, והוא מאוד משמעותי. האם הוא התפתח בגלל דעת קהל או בגלל רגולציה שהולכת ומתגברת, שמטילה קנסות וכיוצא בזה, זה לא מעניין בכלל, זה סיכון קיים. תדמית של חברה זה סיכון קיים. לא קונים את המוצרים שלך כי אתה עושק את העובדים שלך בבנגלדש, אז זה סיכון קיים. למערכת הסיכונים הזאת צריך להתייחס במסגרת ניהול סיכונים שמשפיע על ה-cash flow העתידי שלך ועל היוון של התזרים ועל ה-NPV. אני לא מדברת פה רק על שיקולים ערכיים, זה יכול להשתלב עם זה. אני רואה בזה חשיבות סופר גבוהה. העולם משתנה ויש לעקוב אחרי התפתחויות בעולם, דברים שלא היינו מודעים אליהם לפני 20 שנה הם יותר אקטואליים היום.

זה לא נשקיע או לא נשקיע, זה יכול כמובן גם להגיע לזה. הגילוי פה הוא מאוד חשוב, הנקודה פה שהחברות יתנו גילוי על החשיפות שלהן ואיך הן מנהלות את זה. יכול להיות שחברות במסגרת הפעילות שלהן הן מזהמות אבל אם יש חשיבה, ואני חולק את זה עם המשקיעים, על איך אני מקטין את החשיפות שלי, באיזה מנגנונים ואיך ההנהלה והדירקטוריון ערים ומטפלים בסיכונים. ככה משקיע יכול להחליט אם הוא משקיע או לא משקיע, כי בסוף היום הוא צריך לעשות את המבחן של התשואה אבל לפתוח את הראש ולהסתכל על כלל הסיכונים.

בפורום שהשתתפתי במסגרת תפקידי הקודם, נגזרת של ה-G-20, הופיע מי שמנהל את קרן ההון הנורבגית וסיפר איך הם מסתכלים על הנושא של ה-ESG. הם באו ואמרו שבהתחלה הם סימנו את החברות שעוסקות בענפים שהם יותר מזהמים, פוגעניים וכו' והם התחילו איתם שיח לגבי הדוחות הכספיים על מנת שיתנו יותר גילוי. תנו יותר דיווח על מה אתם עושים ומה החשיפות וכו'.

אמיר ברנע

את משלבת את הנושא במסגרת ניהול סיכונים. בואי נניח שיש לנו חברה והיא תלויה בדלק מזהם בתור חומר גלם. את אומרת שאת רוצה שהיא תתאר בדוחות מה הם עושים על מנת להשתפר

אני הייתי מצפה לראות את זה מוטמע בחברה בכל הרמות. זה ברמת הניהול סיכונים, בפיתוח מוצר, בשיווק, בהתקשרות עם ספקים, כח אדם. בכל נושא חברה צריכה לקחת בחשבון את כל הסיכונים, לקחת בחשבון לאן אנחנו הולכים מבחינת רגולציה עתידית.

שלומי שוב

בקבלת החלטה של הדירקטור, איך אני אמור לקבל החלטה? אם עומדות בפני שתי חלופות שאחת עם ESG גבוה יותר אבל עם NPV נמוך יותר.

דורית סלינגר

אם ההשלכות של ה-ESG הנמוך הן פחות מאשר ההשקעה האחרת, אתה צריך להסביר את זה לעצמך. תשואה לא נמוכה בגלל אמוץ ESG. הכיוון הוא ברור, אתה צריך להתמקד בו. לפחות על שולחן הדירקטוריון זה צריך להיות. צריך הסתכלות 360 על כל ה-stakeholders.

בני לאוטרבך

אני השתתפתי באיזה שהוא דיון בינלאומי. ראיתי שיש שני סוגים של ESG. אחד זה כאילו להיות אזרח טוב, זה תופס הרבה מאוד מהדברים, תשתמש באינטואיציה שלך מה זה אזרח טוב ומה זה לא אזרח טוב, אל תעשה בחברה משהו שאזרח טוב לא היה עושה. זה מוריד את הסיכונים, ומעלה את הערך במיוחד בטווח הארוך. השלב השני, זה להבין שיש משקיעים, אנשים, שאתה רוצה למקסם את הרווחה שלהם. יש כאלה שזה בדמם הירוק, אולי גם קצת בדמי, מה אני מתכוון בזה? האמריקאים פתחו, כמו שיש אצלנו קרנות כשרות, הם פתחו קרנות ESG כדי לספק את הביקוש הזה. הביקוש הזה הוא ביקוש קיים, הוא יגבר, הוא בעולם מאוד גבוה וגובר. היום כבר שליש מהשקעות בעולם הולכות לכיוון של ESG. התוצאה של זה היא טובה למוסדיים גם כן, למה? כי כך יוכלו לספק את רצונם של משקיעים רבים.

אמיר ברנע

איך מודדים performance בקרנות כאלה?

בני לאוטרבך

בשיווי משקל בתוחלת תשואה יותר נמוכה, אבל אתה מספק למשקיעים גם תועלת שהם מרגישים יותר טוב עם עצמם. כך שמבחינת התועלת, המשקיעים מסופקים.

אמיר ברנע

חייבת להיות כאן מדידה של ה-ESG. איך אתה מדרג קרן כזאת?

בני לאוטרבך

אני רוצה להגיד שכדאי שהמוסדיים יכנסו לזה עכשיו. למה? כי מה שקורה זה שעם עליית הביקוש אתה רואה דווקא שיש להם תשואה יותר טובה יחסית לסיכון. מדוע? כי עכשיו העניין הוא דינמי. נכנס ביקוש, ומי שהיה בועדות השקעות יודע, כשנכנס ביקוש כל הזמן זה מעלה את המחירים.

אמיר ברנע

איך אתה מדרג את הקרנות האלה? מי הצליחה ומי לא? אתה צריך לדעת, ה-ESG זה רב מטרות, איך אתה עושה trade-off בין זיהום לבין העדפת נשים לבין 3 אלמנטים אחרים, איך ניתן לעשות זאת באופן שמאפשר לדרג קרן כזו יחסית לאחרות?

בני לאוטרבך

בעיה גדולה. זה לא אומר שלא צריך לנסות. יש דירוגים בעולם, וצריך לנסות גם לבנות דירוגים אולי בארץ. הכל יחסי. קרנות ESG יש להשוות אחת לשניה, אך אי אפשר להגיע ל-100%. גם בנושא של השקעות רגילות של סיכון-תשואה זה לא כזה פשוט. מה המדד שלך לסיכון?

ענת לוין

אמיר, בעוד שלושה חודשים במרץ אמורים לענות בדיוק על השאלה שלך. מרץ 2021.

יאיר לפידות

לחשבונאות היום, כפי שהיא, יש עדיין הרבה בעיות מדידה קשות, למשל PPA - בעיני זה "בולשיט". כל התהליך וכל החישובים לא שווים כלום, כל אחד מודד את זה אחרת. תיתן את זה לשלושה מעריכי שווי עם אותם נתונים תגיע לתוצאה אחרת לגמרי. אני

”מגמת ההשקעות החברתיות (ESG):
הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי
ואחריות דירקטוריונים”.

הנהלות ודירקטוריונים. יש את ההיבט השני, נרצה או לא נרצה
יש פה איזה שהיא סוג של רגולציית שוק שמכניסה סוג של דירוג
השקעה. לדעתי מה שאני אומר עכשיו לא סותר את רוב האמירות
של הדוברים פה, לפחות על זה אפשר להסכים. כלומר, ככל
שהמודלים המימוניים לא יוכלו בסופו של דבר להעניק ל- ESG
ערך כלכלי מיוחד ומשמעותי בגין “חזון”, המשמעות של המגמה
העולמית החזקה בטעמי המשקיעים היא סוג של “דירוג השקעה”
- חברות שלא יפעלו בתחום פשוט יצאו לאט לאט מהכונת של
המשקיעים בעולם ולא ניתן להתעלם מההשלכות של כך - ממש
בגדר “אל תהיה צודק תהיה חכם”.

עוסק באנליזה 35 שנים, כל מודל ESG שמישהו יציע, ויחבר ויכפיל
וישקלל, לא שווה כלום. כולו שרירות והחלטות ספציפיות שעשה
הצוות המשקלל. תשים 5 חברות ייעוץ שונות מנותקות זו מזו ותגיע
לדברים אחרים לגמרי. זאת הבעיה היסודית, אי אפשר לשקלל את
זה, ומי שישתיל את זה בתוך ה-NPV הוא בכלל יגיע עם SpaceX
למאדים.

שלומי שוב

אנחנו רוצים לסכם, אני חושב שהיה דיון לנו משמעותי ומרתק מכל
מיני זוויות ודעות - גם חיבור בין תחומים וגם דעות שונות.

אמיר ברנע

ההתרשמות שלי, גם מפסגות ומאלטושלר, אולי פחות ממגדל,
שהולכים למתכונת של עמיר ליכט. עמיר ליכט, אם הבנתי נכון,
אומר שאין בעיה לגוף מוסדי נאמן לדון בהשלכות של ESG ככל
שהן משתלבות בתוך התזרים בצורה רציונלית וללא בסיס ערכי.
אני הבנתי מכאן, שיש כמעט הסכמה לשחרר את הגופים האלה
מבסיס ערכי. תשאיר את הבסיס הערכי למשקיע, אם הוא רוצה
לתרום - שיתרום. כלומר ועדות השקעה צריכות לפעול ללא בסיס
ערכי אלא רק בסיס של ניתוח שבא ולוקח בחשבון את ההשלכות
של ESG על התזרים בקרוב או ברחוק. אם תהיינה קרנות “כשרות”,
עם עולם מושגים אחר, מה שהציג בני, השאלה היא איך מודדים
performance. אם אי אפשר למדוד performance נוצרת אי
יעילות כלכלית, זה א' ב'. השאלה הזאת לגבי הקרנות ה“כשרות”
היא עדיין שאלה פתוחה, נחכה בסבלנות שלושה חודשים עד
שענת תציג לנו מודל לבחינת performance של קרנות ESG.

שלומי שוב

אם אני מסכם את הזווית שלי מהדיון, אני רואה בזה סוג של דירוג
השקעה. מצד אחד יש פה את הנושא, שעבר כחוט השני בין כל
הדוברים, הנושא של ניהול סיכונים שצריך להיכנס לשיקולים של

כורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

”ניהול סיכוני סייבר
בסקטור הפיננסי
והשירותי על רקע פרשת
שירביט והאירועים
האחרונים.”

תאריך המפגש: 4 בינואר 2021

נושא המפגש: ”ניהול סיכוני סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים.”

חומר רקע: [לחץ כאן](#)

נוכחים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: יואב אטיאס, מיכל ברק, ניב אלמוג, עדן בוכריס.

שלומי שוב

כנראה יקרה. אגב, בעקבות משבר הקורונה חווינו האצה מהירה של הדיגיטציה שניתן להניח שהגבירה את עוצמת הבעיה ואולי גם עוד לא הכל נחשף.

אין ספק שיחד עם שיפור ההגנות גם התוקפים משתכללים ככל שחולף הזמן ולכן זוהי מסוג החשיפות שלא תהיה להן כנראה אף פעם סגירה הרמטית ועל כן הדיון שלנו הוא במישור של ניהול הסיכון. אגב, הקושי המיוחד עם הנושא הזה הוא שלמנהלי הסיכונים באופן טבעי ולהבדיל אולי מסיכונים אחרים, יש פחות מומחיות מקצועית בתחום מאשר למשל במחלקות מערכות המידע ולכן יש קושי מובנה בניהול הסיכון הלא סטאטי הזה שתכופות משנה את

בחרנו לעסוק הבוקר בנושא ניהול סיכוני סייבר - זה לא נושא טריוויאלי לפורום שלנו שהוא פיננסי במהותו - אבל הגענו למסקנה שלמרות שמדובר בסיכון תפעולי - החשיבות שלו וההשלכות הפוטנציאליות רבות הממדים מגיעים לכדי כך שראוי שנדון בו. הטריגר לדיון הוא אמנם המקרים האחרונים לרבות שירביט - אבל חשוב להדגיש כי זהו לא נושא חדש. סיכוני סייבר התפתחו בזירה העסקית באופן משמעותי מזה לפחות עשור עם המהפכה הדיגיטלית והם ילוו אותנו ביתר שאת ככל שהדיגיטציה תואץ וזה

"ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים".

גוף אחד שלפי כללים אחידים יקבע את ההנחיות מצד אחד ויקבל את הדיווחים מהצד השני. מה שכן טוב יהיה אם ניקח את אירוע שירביט - שזה אירוע מתקפה על אמת כאירוע תירגול טוב לצורך תיאום רגולטורי - אני מבין שהיה תיאום בין כלל הרגולטורים במקרה זה וזה חשוב ואולי גם צריך לחשוב על שינוי מבני בנושא כהפקת לקחים.

נושא הדיווח למשקיעים על אירוע סייבר הוא לא טריוויאלי בכלל, במיוחד על רקע סף המהותיות שדורש הפעלת שיקול דעת והאינטרס הברור של המנהלים לא לדווח על מידע רגיש כזה. ההערכות הן ועשיתי לא מעט שיחות עם מומחים לקראת הדיון שהרוב המוחלט של האירועים לא מדווחים למשקיעים - ולפי מיטב הבנתי גם לא לרגולטורים הפיננסיים (אני לא מכליל כאן את הרשות להגנת פרטיות). וזה גם מעבר לשאלת ההגדרה של אירוע סייבר שגם היא אינה טריוויאלית. המקרים הספורים שאנחנו כן רואים הם בדרך כלל אלה שכבר הגיעו לתקשורת בדרך כזאת או אחרת - בד"כ על ידי לקוחות או צדדים שלישיים ופחות מיישום חובות דיווח. מה שמטריד אותי שאין עקביות בגילוי - יש כמה מקרים ספורדיים שעלו כמו בזמנו לאומי קארד וכעת שירביט. בדוח התקופתי השנתי אנחנו רואים בעיקר דיווח גנרי בסגנון המוכר של לצאת ידי חובה.

מבחינה חשבונאית, מבחן המהותיות הוא אחד ממבחני שיקול הדעת שהם תמיד יותר קשים כאשר יש כל כך הרבה רגישות ואינטרסים סביב המסקנה שלהם. הקביעה של מהותיות כאן צריכה להתבצע לפי גודל הפריצה ופוטנציאל הנזק שהפריצה מעידה עליו. חשוב לי כאיש חשבונאות להדגיש לכם - זה שחברה שילמה כופר בסכום לא מהותי לא מעיד על כך שזהו מידע לא מהותי. תחשבו לדוגמה על תשלום כופר של חצי מיליון שקל של תאגיד גדול - ככל הנראה לא מדובר בסכום מהותי - אבל אי אפשר להגיד שבהכרח זה לא מהותי לאור ההיבט האיכותי. הרי בעצם זה שהחברה היתה חשופה לפגיעה יכולות להיות משמעותיות רבות קדימה. אגב, אני נותן את הדוגמה הזאת בד"כ לסטודנטים שלי בקורס תיאוריה חשבונאית כדי להמחיש להם מקרים מהותיים מבחינה איכותית אך לא כמותית. הבעיה היא שבמצב הדברים הנוכחי היכולת של רשות ני"ע לאכופ ולוודא שמידע שצריך להגיע למשקיעים אכן מגיע אליהם היא מאד מוגבלת, בלשון המעטה.

בשורה התחתונה יש כאן גם סתירה פנימית צורמת - הרי ככל

פניו. כשמנהל סיכון נמצא בנקודת נחיתות מבחינת מומחיות לגבי סיכון מסוים זה תמיד יותר מאתגר.

אנחנו רגילים לייחס את הסיכון לגופים הפיננסיים - בין היתר לאור האירועים האחרונים, אך זה נובע מהעובדה שהדיגיטציה בגופים אלה שהם נותני שירותים במהותם מפותחת יחסית. אבל סיכון הסייבר הרבה יותר רחב והוא נוגע לכלל הגופים במשק - המשוואה מאד פשוטה: ככל שהדיגיטציה מתגברת - כל ענף כמובן בקצב שלו, הרי שגם הסיכון גדל. תסתכלו למשל כיום על רשתות קמעונאיות, קופות חולים ואפילו האוניברסיטאות שחטפו את ה"כאפה" של המשבר ועברו בבת אחת לדיגיטל - בקיצור בעיקר המגזר השירותי. גם אם מסתכלים על האירועים האחרונים בסקטור הפיננסי יש כאן מצב מוזר שלכאורה לשלושת הרגולטורים הפיננסיים (ואולי גם נוסף להם בהקשר של הסייבר גם את הרשות להגנת הפרטיות) יש את הסמכות ופחות את הידע והם מתרכזים בעיקר בדיווחים ודווקא למערך הסייבר הלאומי שיש את הידע והיכולת לעזור אין את הסמכות. גם עצם העובדה שכל רגולטור מוציא את ההוראות שלו בנפרד והן לא בהכרח אחידות היא מוזרה - הסתכלנו למשל לקראת הדיון על הגדרת אירוע סייבר בהוראות של המפקח על הבנקים ובהוראות רשות שוק ההון - שהם שני הרגולטורים הראשיים בתחום - ההגדרה לא זהה כך שיכול להיות מצב דברים שבו אירוע סייבר יוגדר כך למשל במערכת הבנקאית אבל לא בביטוח.

יש לשים לב שלרשות ני"ע - הרגולטור הפיננסי השלישי יש כאן שני כובעים - אחד כאחראית על הדיווחים של כלל החברות המדווחות והשני כמפקחת על קרנות הנאמנות ועל מנהלי התיקים (אגב, שיכולים להיות מאד קטנים ולכן לסבול מחסרון לגודל שיכול להיות מאד בעייתי בהקשר של הסייבר ולכן להציב אתגר לא פשוט).

עסקנו השנה בפורום בבעייתיות שנובעת מחוסר התאום והחפיפות בין שלושת הרגולטורים הפיננסיים בישראל - תחשבו למשל על בית השקעות שיש לו כמה רגולטורים - ובד"כ המחלקה שאחראית על הסייבר נמצאת למעלה אז היא צריכה לעמוד בכמה רגולציות. אגב, אני חושש מאותם מצבים שבהם לכאורה יש כפל רגולציה - לעיתים קורה בדיוק הפוך ונוצר וואקום כי כל רגולטור סומך על השני. מעבר לכך שיש כאן פוטנציאל לשונות במוכנות לסייבר בין גופים שונים בתוך הסקטור הפיננסי, המצב האידיאלי הוא שיהיה

שלא מדובר במידע מהותי למשקיעים אז מדוע אנחנו עוסקים בנושא הזה היום ומדוע כל כך הרבה אנשים רציניים התאספו לדיון הזה? כפי שצינו בחומר הרקע המחקרים מעידים על השפעה לא מהותית על מחיר המניה של דיווח על אירועי סייבר - אבל כנראה שמה עומד מאחורי זה הוא שדווקא האירועים הלא מהותיים הם אלה שמדווחים. פרופ' אלי אמיר, ד"ר שי לוי וצפירי ליבנה מאוני' תל אביב הראו את זה במחקר שלהם דרך הממצא לפיו דווקא כאשר הגילוי נובע מהדלפה ולא מיוזמת החברה ההשלכות שלו על מחיר המניה משמעותיות. המקרה של הסייבר הוא דוגמה חדה שממחישה לדעתי בעיה רחבה יותר בדיווחי חברות בשוק ההון. חברות אוהבות לדווח ארוכות על מה שפחות חשוב ולגבי הדברים החשובים באמת מנסים בדרך כזאת או אחרת לצאת ידי חובה דרך ניסוחים גנריים. דוגמה שממחישה זאת היטב היא המקרה המוכר של יאהו שב-2016 באיחור של שנתיים-שלוש נאלצה להודות, בעקבות זה שכ-200 מיליון שמות חשבון, מיילים וסיסמאות הוצעו למכירה בדארק-נט, וזה קרה ערב הקלוזינג של עסקת הרכישה שלה - מה שהוביל להתאמת המחיר מטה בכ-8%.

בכל הנושא הזה של מרחב הסייבר יש לא מעט היבטי מאקרו לרבות למשל בהקשר של התחרות במגזר הפיננסי וכניסת חברות פינטק חדשות. עולות כאן גם שאלות ברמה הלאומית שהרי יש כאן גם ענייני טרור ועולה שאלה מה תפקיד המדינה בהגנה על המגזר העסקי - כי אם במקרה של שירביט זאת התקפת טרור מה ההבדל בין זה לבין הגנה של המדינה עליו מההתקפות טילים למשל? כלומר, ראוי לשאול היום בדיון מדוע המדינה והרגולטורים לא עוברים למודל של הגנה מצרפית? מצד שני צריך גם להגיד שעולות כאן גם שאלות בנגע להגבלים עסקיים ולא פחות מכך שאלות כבדות משקל בנוגע ליכולת של המדינה להתערב בעסקים, כפי שעלה בזמנו בעקבות פרסום המזכר של חוק הסייבר ב-2018 - אגב חקיקה שלא התקדמה מאז.

צריך להבחין בין דיווח למשקיעים לבין דיווח לרגולטור או לא פחות חשוב ואף אולי יותר הוא שיתוף המידע בין הגופים הפיננסיים לבין עצמם ובין הגופים לבין הספקים שלהם. ממש לאחרונה ראינו את המקרה של עמיטל שהיא חברת תוכנה המשווקת תוכנות לחברות העוסקות בעמילות מכס שהתמודדה עם מתקפת סייבר ובעקבות כאן נפגעו גם הלקוחות שלה - חברות עמילות מכס כמו אוריין חברה ציבורית שדיווחה גם היא על מתקפה.

כפורום שנקרא שווי הוגן חשוב לנו היום גם לנסות לתרגם את הסיכון התפעולי לערכים כספיים ולכן תהליך החיתום הביטוחי מאד מעניין אותנו. בגדול, הפוליסות נועדות לבטח הן את החברה הנתקפת והן את הלקוחות הנפגעים אבל נשאלת השאלה, כיצד ביטוחי הסייבר מתומחרים? כמובן שבתמחור הביטוח נלקחים בחשבון גורמים רבים הן במישור של מידת החשיפה והן במישור המוכנות של החברה, אבל הכימות הזה לא טריוויאלי בין היתר לאור העובדה שהתחום כל הזמן מתפתח וקשה להסיק לאור נתוני העבר

כמו שקורה בד"כ בתחומים אחרים. אנחנו נעסוק בדיון גם בכך ובמתודולוגיות אפשריות. בכל מקרה, ממה שאני מבין הפוליסות משפות לגבי הוצאות יעוץ בעת משבר להגנה על המוניטין ועל אובדן ההכנסות לתקופת השיפו אבל אינן מכסות נזק פוטנציאלי לשווי המוניטין של החברה הנפגעת - וזאת נקודה חשובה שגם נרצה לדבר עליה היום. שאלת הנזק למוניטין היא לא טריוויאלית.

הסתכלתי קצת לקראת הדיון על הדוחות השנתיים של הסקטור הפיננסי ל-2019 וראיתי שחמשת הבנקים, למעט דיסקונט מגדירים את רמת החומרה של סיכון הסייבר כבינונית ולא כגבוהה. אגב, גם ישראלכרט מגדירה זאת כבינונית. מנגד, חלק מחברות ביטוח מגדירות אותו כגבוה. כך למשל, מגדל מסווגת את סיכון הסייבר כהשפעה גבוהה בעוד כלל ביטוח כהשפעה בינונית. מעניין להשוות בין הביטוח לבנקים עד כמה זה נובע מפערים ברמת המוכנות שהרי התפיסה היא שהבנקים מוכנים יותר אבל יתכן שזה נובע גם מפוטנציאל הנזק ביחס לעוצמת ההון. בבנקים עשו לפני כשנה תרחיש קיצון לאירוע סייבר וממה שאני מבין לא התגלתה השפעה משמעותית על הרווח - עוד מעט נשמע מדני חחיאשווילי סגן המפקח שנמצא איתנו על כך. יהיה מעניין לראות את ההתפתחויות בנושא בקרוב והאם נראה עליה במדרגות הסיכון של הסייבר בדוחות הקרובים.

אין ספק שהמודעות בגופים הפיננסיים לסיכון הסייבר היא גבוהה יותר וכפועל יוצא גם רמת המוגנות שלהם גבוהה יותר, אבל זה כאמור משליך גם על יתר החברות במשק. אגב, שימו לב שחברות הביטוח יכול להיפגע גם בעוד מישור - המחויבות שנגזרת מפוליסות ביטוח שהן מנפיקות דווקא לא בתחום הסייבר - לא בהכרח שניתן יהיה להחריג את הסייבר מנזקים אחרים שנגרמו - אפילו תקיפות שתוצאתן נזקים פיזיים - ואנחנו היינו עדים לאחרונה לכל מיני התפתחויות בנושא.

זה מתחבר לנושא של אחריות דירקטורים ומנהלים - אין ספק שהתהליך הביטוחי מסייע מאד להגנה, אבל הוא כמובן לא ממצה את הסיכון והאחריות, אבל מהווה נקודת מוצא טובה. התפקיד של הדירקטוריון הוא קודם כל ניהול הסיכון וצמצומו אבל גם כמובן במקרה של תקיפה - כפי שראינו באירועים האחרונים. נמצאים פה נציגים הבכירים בנושא של הרגולטורים הפיננסיים ומנהלי הסיכונים בכלל הגופים הפיננסיים המובילים בישראל. זה ברור שלגבי גופים חיוניים/קריטיים גם בסקטור הפיננסי כמו הבורסה לניע המדינה מעורבת אבל אנחנו רוצים דווקא לדבר היום על כלל החברות שאינן גופים קריטיים או ציבוריים - לרבות מהמגזר הפיננסי.

אנחנו נשמע עוד מעט את הרגולטורים השונים. ממה שאני מבין מערך הסייבר אוסף נתונים על האירועים השונים ונשמח לשמוע בהמשך ממיטל אריק ממערך הסייבר על המגמה של האירועים בראיית מאקרו - שאני מניח שנמצאת במגמת עליה בשנים האחרונות. בכל מקרה אני חושב שראוי להסדיר את נושא הסייבר ברמה משקית.

”ניהול סיכוני סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים.”

שטרם בהקשר לרפורמת התחרות בסקטור הפיננסי. שם הקוד של הרפורמה הוא, API - Application Programming Interface, שהוא מערך של העברת אינפורמציה בין מוסדות שפועלים במגזר הפיננסי והשאלה אם יש קשר להליך הזה עם כל נושא הגנות הסייבר? נשמע את זה מבנק ישראל, האם הוא לא עיכב את הפעלת ויישום הרפורמה בין היתר בגלל הסיכון הזה, כאשר אינפורמציה מהותית על הלקוח מועברת בין מוסדות שהגנות הסייבר שלהם אינן מאוזנות בהכרח. נניח שהמערכת הבנקאית מוגנת יותר עקב הנחיות הפיקוח שהגדיר סיכוני סייבר כסיכון סיסטמי, מהמערכת בגופים פיננסיים חוץ בנקאיים. המשמעות של העברת אינפורמציה האם משמעותה היא לא בעצם פריצת המערכת כולה כאשר ניתן להגיע לכל מקום מכל מקום ואז השאלה האם באמת העיכוב ביישום מסקנות ועדת התחרות נובע מחשש בנק ישראל לגבי סיכוני סייבר. נשמע על כך מהמונה במשרד מהמפקח על הבנקים.

דני חחיאשילי

אני אולי אתחיל קצת בהצגה של האגף שאני מנהל. אני סגן המפקח על הבנקים, מנהל אגף טכנולוגיה וחדשנות זה אגף שהקמנו לפני ארבע שנים באמת מתוך מטרה לעודד את הטרנספורמציה הדיגיטלית, לעודד את החדשנות במערכת הבנקאות ומתוך איזו תפיסה שבתוך המבנה המסורתי של הפיקוח על הבנקים של הרגולטור סה קשה לעודד תחרות מעצם זה שיש בו את השמרנות המוטבעת בו ברגולציה ולכן אם אנחנו נקים אגף ייעודי שהתפיסה שלו תהיה לדחוף חדשנות אז נוכל להשיג את היעד בצורה טובה יותר. ואמיר הזכרת את חלק מהדברים את כל ה-API וכל הרפורמה שלנו על בנקאות פתוחה אני עוד שניה אתייחס לזה גם כן במסגרת האגף, לצד זה, לצד דחיפת החדשנות והטרנספורמציה הדיגיטלית אנחנו גם באגף עוקבים אחרי סיכוני הטכנולוגיה וסיכוני הסייבר, שזה בא זה לצד זה, ובאמת בודקים שעם הריצה קדימה ועם המעבר לדיגיטציה באמת אנחנו יודעים איך לנהל את הסיכונים האלו, ודרך אגב אנחנו רואים גם בדברים האלה גם במנהל הגנת הסייבר בבנק בסופו של דבר גם כאנאלייזר כמישהו שאמור לאפשר את הדיגיטציה הזאת וככה אנחנו מסתכלים

אמיר ברנע

כמה הערות קצרות אחרי הדברים האלה. אין ויכוח לדעתי על פוטנציאל הנזק שיכול להיגרם מפריצות סייבר. במקביל אין חולק שהדיגיטציה או מגמת הדיגיטציה מגבירה את סיכון פריצות סייבר. אפשר גם להוסיף את הרצון לעודד תחרות במגזר הפיננסי כאשר ועדת שטרם ביקשה להרחיב גישה לאינפורמציה, הן של המוסדות הפיננסיים והן של הלקוחות שהיא פעולה בעלת השלכות לגבי חשיפת המערכת לפריצות סייבר. מה הם ראשי הנזק? יש ראש נזק ברור של פרסום וגילוי שמות בחשבונות לקוחות שבא לביטוי באירוע שירביט. ראש נזק חמור אחר הוא פוטנציאל של מניפולציה בחשבונות מוסדות פיננסיים ולקוחות כולל מערכות המסחר והסליקה. אגב באופן קצת מוזר לא שמענו על מימוש מניפולציה במסגרת של פריצות סייבר למרות שכל מי שקורא עתון מודע להיקף של פריצה לחשבונות מוגנים (כולל מערכות בחירות, נשק וטרור) קל וחומר למערכת הפיננסית איך זה שלא דווח על עדויות למניפולציה בחשבונות ובסליקה. ראשי נזק נוספים הם העברת מידע כוזב למוסד הפיננסי, פגיעה במוניטין והשבתת פעילות. שימו לב שפריצה לגורם אחד יוצרת נזק רחבי למערכת הפיננסית עקב גישה לכל המערכת. ככל שאלמנט הדיגיטציה הולך ללוות אותנו בשנים הקרובות, והיתרונות שלו הם כל כך גדולים ומשמעותיים שוודאי לא נרצה לחסום אותו יש להכיר בחשיפות שהוא יוצר למערכת. כמה שאלות: קודם כל יש לי שאלה כללית שלה השלכות לטווח ארוך, אבל האם עצם הפעלת אמצעי הגנה שחלקם מתבצעים על ידי קשר אישי לא קובעת איזושהי תקרה לדיגיטציה? כלומר, האם אפשרי בנק דיגיטלי נטו? בנק דיגיטלי בו כל מערכת התקשורת עם הלקוחות, עם המוסדות הפיננסיים האחרים היא טהורת דיגיטל, כאשר אנו רואים שחלק ניכר מאמצעי ההגנה הם על ידי קשר ישיר עם הלקוח, או קשר בין מוסדות, או ווידוא בעל פה של אינפורמציה מועברת. השאלה היא האם לא נוצרת פה איזושהי תקרה, איזו חסימה על התפתחות הדיגיטציה שנובעת מפוטנציאל פריצות הסייבר שגם הוא מתפתח במקביל להתפתחות הדיגיטציה. שאלה שניה שקשורה לדברים שהזכרו, האם הושתקו מקרים של מניפולציה כדי למנוע בהלה? והדבר האחרון הוא נושא ועדת

Software as a service וכל המונחים האלו, אז עכשיו בעולם של הסייבר יש כבר ransom as a service, זאת אומרת יש שיתוף פעולה בין תוקפים, אז כמוכן זה סיכון משמעותי. אז בסופו של דבר אנחנו כן חושבים שלסיכון סייבר יכול להיות נזק כספי משמעותי אני עוד מעט אזכיר את התרחיש קיצון שעשינו ששמה זה לא עלה, אבל כן אנחנו חושבים שיכול להיות נזק משמעותי. אחד, מחקרים באמת מראים שאין נזק כמו שציננת שלומי, אבל אחד, אין מספיק מידע וזה משהו שצריך לעבוד עליו ואנחנו כן מנסים לשפר את המידע. אני יודע שזו סוגיה שהיא לא רק בישראל אלא בכל העולם מנסים לראות איך אוספים מידע יותר טוב על סיכונים סייבר, אנחנו ממש לא מזמן הוצאנו הוראת דיווח חדשה על אירועי סייבר ואירועי כשל טכנולוגי דרך אגב אנחנו שמנו את זה באותו מקום כי לפעמים יכול להיות גם אירוע כשל טכנולוגי שהוא לא נובע מסייבר והוא יכול ליצור נזק משמעותי, אז זה בהקשר הזה ואנחנו רואים איך לשפר את זה. גם אם הממוצע של הנזק בעולם שאנחנו רואים הוא עדיין נמוך, המקרה זנב ה tail risk הוא יכול להיות משמעותי עד כדי פגיעה ביציבות.

שלומי שוב

דני, איך זה מסתדר עם האירוע של התרחיש קיצון מה שאתה אומר עכשיו?

דני חחיאשולי

תכף אסביר. והסיבה השלישית שזה יכול להיות משמעותי זה באמת אפקט ההדבקה שקיים במערכת הבנקאית. אז כשאתה מסתכל ככה על הסיכון הזה ועל המשמעותיות שלו אז באמת כשאנחנו בתור פיקוח על הבנקים מסתכלים על זה אנחנו מבינים שצריך להסתכל על זה בצורה שונה מהסיכונים האחרים, וזה לא שאנחנו לא עושים את הדברים הרגילים שאנחנו עושים בכל סיכון, את אומרת יש לנו באמת רגולציה שהיא מוכוונת לסיכונים סייבר אנחנו עוקבים אחרי ניהול הסיכונים, עושים הערכה לניהול סיכונים, לרמת הסיכון ולבקריות השונות, אנחנו מסתכלים על כל הדברים הרגילים שאנחנו עושים בקשר לכל סיכון אבל בהיבט של הסייבר יש עוד כל מיני דברים שאנחנו עושים יותר, מה שאנחנו לא עושים בסיכונים האחרים ואני פה אזכיר אותם. הדבר הראשון זה הבנה שיש חשיבות גדולה של שיתוף מידע בין הגופים הפיננסיים בינם לבין עצמם, ואנחנו ממש מעודדים את זה, היינו שותפים להקמת הסרט הפיננסי ביחד עם מערך הסייבר ומשרד האוצר ורגולטורים אחרים, ושמה זה באמת מקום שהוא מאפשר שיתוף מידע, זה אחד. והדבר השני שאנחנו עושים יש לנו פורום של מנהלי הגנת הסייבר שמתכנס באופן קבוע ושמה באמת מביאים מידע על סוגי תקיפות סוגי אירועים, דנים שם בכל מיני סוגיות של מדיניות, ובעצם אנחנו

על זה אבל כמוכן צריך לדעת לנהל את הסיכונים. דרך אגב התשובה לשאלה האם יכול להיות בנק דיגיטלי לחלוטין, אנחנו בהחלט חושבים שכן אנחנו מכוונים לשמה ואנחנו רואים שיותר ויותר פעולות בבנקים המסורתיים וגם בבנק הדיגיטלי שנתנו לו רישיון והתחיל לעבוד בשנה הזאת הם הולכים להיות הרבה יותר דיגיטציה יש עדיין מעורבות אנושית אבל גם המעורבות האנושית היא בסופו של דבר תרד. גם אם אתה תדרוש מעורבות אנושית הרי היום אנחנו יש לנו צ'אט בוטים ויש לנו כאלה שיכולים לדבר איתך אפילו וכל מיני דברים שיכולים להחליף גם בקרות אנושיות שאתה חושב שהיום רק בן אדם כול לעשות אותן בסופו של דבר אנחנו נראה גם את המחשב עושה את זה. אז אני רוצה כן להתייחס לשני נושאים ככה בזריזות כי אני יודע שפה אין לנו זמן לנאומים ואפשר לדבר על זה המון. אני רוצה אחד, להגיד למה אנחנו בתוך הפיקוח חושבים שמדובר בסיכון משמעותי, דרך אגב לא רק אנחנו, גם הגופים המפוקחים, אנחנו בפיקוח בשנתיים האחרונות עשינו סקר עושים סקר של נושאי משרה בכירים במערכת הבנקאות וסיכון הסייבר יוצא תמיד יצא בשנתיים האחרונות לפחות במקום הראשון בין הסיכונים המשמעותיים, דרך אגב הסיכון השני שהופיע זה הסיכון הטכנולוגי. זאת אומרת דווקא כל הסיכונים הפיננסיים הם נדחקים ושני הסיכונים האלה הם במקום הראשון. אז אני כן רוצה להסביר למה אנחנו רואים בזה סיכון משמעותי למרות מה שהזכרת שלומי על הדוחות הכספיים, ואחרי זה כן איך אנחנו בתוך הפיקוח מתייחסים לזה לאור ההערכה שלנו שמדובר בסיכון משמעותי, וככל שאחרי זה הזמן יותר במסגרת הדיון אני אשמח להרחיב אם יהיו שאלות או דברים אחרים. אז אחד, חלק מהדברים הזכרתם, למה זה סיכון משמעותי? אז קודם כל אנחנו חושבים שאנחנו רואים, המערכת הפיננסית היא יעד של תקיפה. רואים את זה דרך אגב לא רק בישראל אלא בכל העולם. וזה נובע משתי סיבות מרכזיות: אחד- המערכת הפיננסית בכל העולם היא הרבה יותר דיגיטלית ממגזרים אחרים ואז ברגע שאתה יותר דיגיטלי אפשר יותר לתקוף אותך באירועי סייבר ובאמת התקיפות כנגד המגזר הפיננסי בכל העולם הן גבוהות יותר. והסיבה השנייה זה כולנו יודעים זה בגלל ששם נמצא הכסף, אוקיי, אז שמה תוקפים אותנו. זה סיבה אחת, אנחנו רואים שמיד, בישראל אפשר להוסיף לזה גם את הסיכון הגיאופוליטי, בישראל יש לנו עוד סיבות נוספות שתוקפים אותנו. הסיבה השניה שזה סיכון משמעותי, ושלומי גם הזכרת את זה, זה סיכון מאוד מאוד דינאמי, אנחנו רואים אותו כל הזמן מתפתח אנחנו רואים שהתוקפים כל הזמן משתפרים, היום כבר מדברים על השתלת קוד בתוכנות, זאת אומרת אפילו פורסם שהגיעו למייקרוסופט והשתילו שמה קוד שבסופו של דבר מאפשר לאיזה גישה ותקיפה, אנחנו רואים שהתוקפים עושים את זה הרבה פעמים לא רק בשביל רווח כספי אלא יש להם גם מטרת אחרות. והקלות שעושים את התקיפות היא הולכת ונהיית יותר קלה, מי שמכיר מהעולם של הטכנולוגיות ענן את כל המושגים של IAS ו

”ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים.”

אחד לראות איך הם מתמודדים ברמה הטכנולוגית, ברמת הסייבר, ברמה מול הלקוחות, היה שמה ממש מובנה מתי זה מתגלה לבנק, מתי זה מתגלה לציבור, כמה זמן לוקח לו לתקן, בסופו של דבר מה שראינו ראינו הנזק הכספי שהיה מהתרחיש הזה והבנקים בתרחישים אצלנו הם בונים דוחות פרפורמה של דוח רווח והפסד ומאזן, אז לא ראינו פגיעה כספית משמעותית אבל כן ראינו סיכון נזילות שעלה בצורה משמעותית. זאת אומרת אנחנו מכירים בספרות את כל המונח הזה של ה-cyber-run, וזה כן ראינו, וכן סיכונים מוניטין שהיו די משמעותיים והיה צריך לדעת איך לנהל את הסיכון הזה מול הציבור. עכשיו המאפיינים של התרחיש סייבר

שלומי שוב

יכול להיות שאם היית לוקח מקרה אחר היית מקבל תוצאה אחרת, לא?

דני חחיאשילי

נכון. וזה מה שצריך להבין גם בסיכונים סייבר, שהם יכולים הגיע מכל מיני מקומות ותרחישים שונים יכולים להביא לנזקים שונים ולכם אתה צריך להיות מוכן לכמה תרחישים. אנחנו חושבים שגם פה יכול להיות סיכון כספי משמעותי. דרך אנב כשאתה רואה אירועי קצה, מקרים אחרים בעולם שמפורסמים Equifax דוגמה גדולה זה חברת דירוג אשראי בארה"ב שהיה לה שם דלף מידע משמעותי, העלויות שמה היו מטורפות. רואים את זה עד היום הם משלמים על זה המון כספים, אז כן יכול להיות אירוע משמעותי. אז התרגילים והתרחישים זה עוד משהו שאנחנו עושים. הדבר השלישי שהוא חשוב לעשות זה שיתוף פעולה ושלומי הזכרת את השיתוף פעולה עם הרשויות האחרות, זה שיתוף פעולה עם הרגולטורים האחרים, שיתוף פעולה עם רשויות מדינה אחרות, וכמובן עם מערך הסייבר. אנחנו ככלל כשמסתכלים על הגנת הסייבר, אחד האחריות הראשונה היא כמובן של הבנקים עצמם של המערכת הפיננסית עצמה, להגן על עצמה ולהיות הקו האשון אבל אנחנו מבינים שיש מקרים שנצרכת מעטפת הגנה מדינית אם זה מערך הסייבר

עושים אפסניה לשיתוף מידע בין הגופים הפיננסיים, זה חשיבות מאוד גדולה בשביל להתמודד עם הסיכון הזה.

אמיר ברנע

האם היו מקרים של מניפולציה בחשבונות בארץ כתוצאה מאירועי סייבר?

דני חחיאשילי

אז הנה בדיוק אני מגיע לזה, והתשובה היא לא, לא היו. ואני בדיוק מגיע לנקודה השניה של מה שאנחנו עושים ואני אולי פה גם אדבר על התרחיש קיצון והתרחיש קיצון שלנו היה בסגנון הזה. אז אנחנו עושים הרבה תרגילים, תרגילים מגזריים כי זו אחת הדרכים להתמודד עם סיכון הסייבר לראות שבאמת אנחנו מוכנים ובאמת ב-2019 בסוף 2019 הוצאנו תרחיש קיצון למערכת, זה אנחנו הפיקוח על הבנקים מוציא אחת לשנה תרחיש אחיד בדרך כלל זה היה תרחיש מאקרו כלכלי, סוף 2019 הוצאנו תרחיש קיצון סייבר. התרחיש קיצון סייבר הוא בעצם זה היה משהו שלא ראינו אותו בכל העולם זה היה משהו די חדשני שניסינו לעשות אני מניח שיותר ויותר אנחנו נראה בנקים מרכזיים אחרים גם עושים את זה, בעצם מה שעשינו התרחיש דימה חדירה דרך צד ג', ספק בשרשרת אספקה, אם דיברנו קודם על הבנקאות הפתוחה ועל זה שיש גופים שמתחברים להוריד משהו מהבנק אז משהו בסגנון הזה, שנכנס מצליח לחדור למערכות הבנק ואז מה שהוא עושה הוא משבש את הנתונים של הגיבוי זאת אומרת במשך חודשים הוא יושב במערכות של הבנק והוא משבש את הנתונים של מערכות הגיבוי בלי שאף אחד שם לב כי זה בגיבוי, ואז אחרי תקופה שהוא משבש את הנתונים בגיבוי, הוא נכנס למערכות של הייצור ושמה הוא משבש את הנתונים, זאת אומרת יש שמה שיבוש של הנתונים, מישהו אחד יש לו יותר פיקדונות, משהו אחר יש לו פחות פיקדונות, הלוואות נעלמות או כל מיני דברים כאלו, ואי אפשר לחזור לגיבוי שכן גם הוא משבש. זה היה התרחיש ואת זה הורדנו לבנקים, ובאמת זה היה תרחיש מאתגר זה היה הראשון מסוגו ובעצם הם היו צריכים

נושא הסייבר נמצא גבוה מאוד במפת הסיכונים, ואני חושב שהדין על זה הוא טוב למרות שכמו שאמרת שלומי זה לא נושא פיננסי מובהק אבל זה הופך להיות כזה דווקא בגלל שהוא גבוה במפת הסיכונים של מוסדות פיננסיים. אז קצת מהזווית שלנו, הרשות מסדירה את התחום של סיכונים סייבר מעל לעשור אבל אין ספק שבבעצמות הרבה יותר גבוהה ב-3-4 שנים האחרונות. לפני כארבע שנים נכנסה לתוקף הוראה הרבה יותר מקיפה בנושא ניהול סיכונים הסייבר והדבר הזה הוא כמובן לא הדבר היחיד, הרשות עושה הרבה פעולות של פיקוח, ביצענו בכמה שנים האחרונות מבדקי חדירה. אני רק רוצה להתעכב קצת במילה אחת גם על מה שאמר אמיר ואני רוצה לחדד גם את זווית המבט שלנו אבל בטח לא נצלול לרמה הפילוסופית של מה זה סיכון סייבר. אין לי ספק שסיכון סייבר זה ספקטרום מאוד מאוד רחב ואפשר לראות את זה גם בהוראות בתחום הזה, סיכון סייבר משיק וחופף ומקביל להרבה סיכונים אחרים, אם זה סיכונים של מעילות והונאות, אם זה סיכונים תפעוליים בעולמות האלה גם יש הרבה נושאים שם, למשל הנדסה חברתית והיבטים של הגנה פיזית אז התשובה היא לנושא הזה של איך מגנים על זה ומה הסיכון הזה אז אני חושב שהתשובה היא מאוד רחבה, אז גם אם אנחנו מסתכלים על תחום שנתמס כנוצץ וזוהר ומתוחכם ואיזשהם עולמות טכנולוגיים וכלים מאוד מאוד מתוחכמים, הדבר הזה לא תמיד רק במחוזות האלה, הרבה פעמים סיכון הסייבר מגיע מהרבה דברים שהם low-tech לפעמים שילוב של הנדסה חברתית, אז זה הדבר הזה. עכשיו אני אגיד לגבי התחום הזה הוא מאוד בכותרות, אבל הפעילות היומיומית גם בטח בהגנת סייבר בתוך הגופים וזה מערך שלם של אנשים שמעורבים בזה בתוך גוף פיננסי - מנהל הגנת סייבר, כמובן מעורבות של ניהול סיכונים, הנהלה, דירקטוריון, ולכל אורך הפעילות הזאת היא לא תמיד נוצצת ואפשר להגיד שאפילו רוב הזמן היא לא נוצצת ואפשר להגיד שגם פעילות הפיקוח שלנו היא לא בהכרח נוצצת. זה עבודה שצריך להבין שהיא דורשת הרבה עקביות, דיוק והרבה מאוד ירידה לפרטים. עכשיו מהכיוון שלנו אני אזכיר משהו שהוא אולי ברור אבל התפקידים של הרשות כמובן בתחום של ראיית סיכונים בכלל היא רחבה היא גם מתייחסת כמובן לשמירה על היציבות של הגוף, להגן על עמיתים ועל המבוטחים, אבל גם נושאים של דיגיטציה, חדשנות טכנולוגית ותחרות וגם בסיכון סייבר במיוחד זה משהו שצריך להבין שנדרש למצוא את האיזון בו. עכשיו דבר שהוא גם ברור אבל בכל זאת אני אזכיר אותו זה שגופים פיננסיים הם גופים שבמהות שלהם הם מנהלים סיכונים ולפני הכל ואחרי הכל צריך לזכור שסיכון סייבר הוא עוד סיכון. לא שאני בא להפחית מהסיכון הזה, הוא כמו שאמרתי סיכון מאוד גבוה במפת הסיכונים עם פוטנציאל נזק מאוד משמעותי, אבל בתוך מסגרת ניהול הסיכונים הכוללת של גוף פיננסי גם הדבר הזה נכנס והמסגרת הזאת של ראייה מבוססת סיכונים גם נמצאת ברגולציה.

ואם זה גופים אחרים, אנחנו כל הזמן יושבים וחושבים עם הגופים האלה איך לשפר את זה ומה לעשות, זה יכול לנבוע דיברת על זה על האיגום משאבים לפעמים אם צריך, לפעמים יש יכולות שרק למדינה יש והיא יכולה לתת והגופים לא יכולים עד הסוף להיות שמה, אנחנו כל הזמן חושבים איך לשפר את שיתוף הפעולה ואיך לאפשר את הדברים האלה, אנחנו יושבים עם מערך הסייבר, דרך אגב חתמנו על MOU מול מערך הסייבר שמתייחס בדיוק לדברים האלה ומתייחס גם על המעורבות שלהם באירועים ואיך אנחנו מטפלים בדברים האלה, אז זה משהו שצריך כל הזמן לחשוב עליו, ואולי נקודה אחרונה בהקשר הזה אנחנו עוקבים מקרוב אחרי ניהול סיכונים של הבנקים בתחום הזה של הסייבר, אנחנו רואים שהבנקים כן משקיעים הרבה בשביל שתהיה להם הגנת סייבר טובה ואנחנו חושבים שמה שהם עושים, שיש להם יכולות הגנה טובות. מה שכן צריך להבין זה וזאת גם כן אחת מהנחות היסוד שלנו זה שמניעה מוחלטת היא בלתי אפשרית והחודש האחרון שראינו חברות ענק בעולם עם מומחיות אם זה פייראיי וכל מיני שנפגעו מתקיפות סייבר אנחנו מבינים שמניעה מוחלטת בלתי אפשרית ולכן מעבר ליכולות הגנה ויכולות המניעה חשוב שיהיו גם יכולות זיהוי מוקדמות ויכולת להגיב מהר ולהתמודד עם האירועים האלה, ואנחנו באמת אנחנו מכווינים גם לשמה ואנחנו רוצים לראות את היכולות האלו קיימות גם בארגונים שלנו. דרך אגב סקר של פייראיי לימד על זה שבערך 50% מהאירועים הם לא מתגלים ע"י הגופים עצמם. זה נובע מזה שהתוקפים הם בעצם באים מוקדם יותר ומנסים להשיג את הרווח הכספי שלהם, אבל בסופו של דבר זו מלחמה בלתי נגמרת, וצריך לראות איך כל הזמן משתפרים בדבר הזה. אולי מילה אחרונה על הנושא של הבנקאות הפתוחה ומה שאמיר הזכיר, שטרם, אז אנחנו מקדמים את נושא הבנקאות הפתוחה, יש כבר הוראה של המפקח על הבנקים שיצאה שנה שעברה, ועם לוחות זמנים לעלייה לאוויר של בנקאות פתוחה, להעברת מידע לצדדים שלישיים וצריך שתהיה חקיקה בנושא בגלל שהממשלה נפלה אז בינתיים החקיקה לא עוברת. החקיקה הזאת אמורה בעצם לקבוע את הרגולציה על הצדדים השלישיים שבעצם יאספו את המידע הזה, איזה דרישות אבטחת מידע יהיו מהם וכו' והיא אמורה בעצם לאבטח את הנושא הזה אבל אין ספק שזה מגביר את סיכון הסייבר וצריך לדעת גם עם הדברים האלה איך להתמודד, אז עד כאן ואם צריך נרחיב בהמשך. תודה.

עמית גל

בוקר טוב. אז אני באמת אנסה להתייחס בקצרה. בטח בזמן שיש לנו אי אפשר למצות את הנושא שזה נושא מאוד משמעותי. אני לא צריך לחזור על מה הסיבות שהנושא הזה חשוב. הרחבתם למה הנושא חשוב אבל אני אגיד שבתור רגולטור פיננסי אני חושב שברור מה עמדתנו אבל בכל זאת אני אחזור על זה, שגם אצלנו

"ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים".

שלומי שוב

עד כמה שיתוף הפעולה בין הרגולטורים משתפר בעקבות האירוע הזה של שירביט?

עמית גל

אז פה אני משתלב עם מה שאמר דני על הרגולטורים הפיננסיים, גם יש הרבה תחומים שהם דומים ויש שיתוף של ידע ועבודה עם מערך הסייבר, תכף נתייחס לזה אבל אין ברירה בתוך הסיכון הזה לשתף פעולה. המערכת הזאת ומעטפת ההגנה שצריכה להיות בניהול סיכון הסייבר מחייבת את הקשר הזה והקשר קיים ועובד. בדבר הזה סיכון הסייבר הוא נהוג להגיד שהוא קצת שונה ברמה הזאת שיש למדינה יש תפקיד בניהול הסיכון. אגב אני לא בטוח שרק בנושא הזה למדינה יש תפקיד אם מסתכלים על זה גם לא בהכרח מיוחד אותו, אולי תפקיד טיפה יותר מיוחד, אבל גם לצורך העניין בגניבת מכוניות ובשריפות גם שם למדינה יש תפקיד בהגנה על הציבור והפחתת הסיכון. אבל אין ספק שבתפיסת ההגנה התפקיד של המדינה כולל מעטפת שנותנת המדינה בהגנת סייבר.

שלומי שוב

איזה עוד תובנות למעשה חוץ מהנושא של שיתוף הפעולה בין הרגולטורים שהוא חשוב אתם למעשה מפקים מתוך אירוע הקיצון שחווינו?

עמית גל

אז אני אניגד, הדבר הזה דורש שהמערכת הזאת של מעגלי ההגנה בסייבר תעבוד בתיאום והרבה הרמוניה, מה הכוונה? הגנת סייבר כמו שאמרנו מגיעה מכל הרבדים החל באיך מתנהג אדם פרטי, מבוטח, איך הוא מגן על המידע שלו מחליף סיסמאות וכולי, גם הגוף המוסדי עצמו אבל גם המדינה בכלים שלה, אני לא אחזור על מה שדני אמר אבל הכלים שיכולה לתת המדינה ברמה מודיעינית

רקפת שני

בהמשך לדברי דני, האם אתם מבקשים להכניס את זה לתרחיש קיצון? אתם עושים משהו אקטיבי?

עמית גל

תרחיש קיצון זה כלי אחד במסגרת הפעילות הפיקוחית, תרחיש קיצון היה לנו במערכת בזמן האחרון ויש גם תרגולים של המשכיות עסקית, ותיקי חירום, ובפועל יש לקחים מכל פעולות ניהול הסיכון שהגוף עושה.

שלומי שוב

תרחיש של המציאות

עמית גל

אפשר גם לשאול האם התרחיש שהתקיים שראינו אותו בחודש האחרון אגב לא רק בענף הביטוח בכלל אנחנו רואים במדינה, הוא תרחיש הקיצון שאנחנו מתרגלים אז לא בהכרח אבל זה כלי נוסף בהיערכות לסיכונים סייבר, שהם איום שמשתנה כל הזמן.

אמיר ברנע

האם סיכונים סייבר בשירביט מבוטחים בשירביט?

עמית גל

זה ייצא מעגל שקורס בתוך עצמו. אבל כמובן להיבט של סיכון סייבר יש גם השפעה על עמיתים, אנחנו מסתכלים על זה אבל מכל ההיבט הרחב גם של שמירה על אמון הציבור המערכת הפיננסית.

פרסומים זרים, צפון קוריאה) – בפעם הראשונה הממשל האמריקאי התמודד עם פערים בהיבטי המשפט, רגולציה, היבטים אתיים- מסחריים, זכות הציבור לדעת – האם באחריותו וסמכותו לסייע כן/ לא ולהגדיר האם אכן קיים נזק ציבורי, לאומי, כלכלי על החברה והמדינה הנתקפת. רק לאחר כחודש, ממשלה הנשיא אובמה, קיבל החלטה לסייע. באותו זמן הציבור האמריקאי נאלץ להתמודד עם אכיפה של מדינה אחרת עליו, למורת-רוחו הרבה של הממשל האמריקאי. בחינת פערי האחריות וסמכות לגופים הרגולטוריים ומידת יכולתם לעמוד ביכולות הנחייה ואכוננה מותאמת מציאות התקפית מתקדמת- חייבת להבחן מחדש. בהיבט מדינת-ישראל, נושא הטיפול בנכסי מדינה קריטיים החל לפני כעשרים שנה. בעשור האחרון אנו רואים את התרחבות הפער בין יכולות ההגנה על המרחב הדיגיטלי לבין היכולות ההתקפיות המתקדמות בכל יום עוד ועוד. הפער הינו יותר בהיבטים של גורמים פיננסיים, חברות עסקיות-מסחריות וגופים נוספים שמתקשים לייצר משאבי הגנה הולמים ו/או לאור חוסר במודעות להתפתחות האיום/סיכון במרחב המדובר. הקושי להגן נדרש היום לעמוד לדעת להיבחן ב- 3 שאלות מרכזיות מקצועיות בפורום זה בפני ואולי ההישג המרכזי של הדיון יהיה במיפוי הפערים ולאן הולכים הלאה. שלוש השאלות המשמעותיות לטעמי: האם המדיניות ומקור הידע והתוכן המקצועי שהרגולטור מספק היום לאכוננה הגופים הפיננסיים, אכן מספקת ? האם הרגולטור יכול להחזיק בעתיד צוותים מקצועיים מספיק טובים שעומדים ביכולות הטכנולוגיות ההתקפיות של 2021, לרבות מחלקות שאוספות מודיעין, ממפות סיכונים, מגבשות תורה מקצועית איכותית לעמוד במרבית או לצמצם את הסיכונים במידה רבה ? האם קיים גורם רגולטורי מרכזי שרכן רואה את כל התמונה לאור-זמן ויודע לקשר ו/או להפיק תובנות ומשמעויות מערכתיות למגזר זה ? בנוסף, האם המדינה לוקחת את זה על עצמה לראות את התמונה הפיננסית הלאומית ? ברור לכולנו כי מימד הזמן והקשוי לזהות תקיפת איכותית הינו מורכב במיוחד. על מי האחריות לזהות מי עומד מאחורי המתקפה- מדינה, ארגון טרור, ארגון פשע וכו'. הגופים הרגולטוריים כאן נדרשים לשאול את עצמם האם באמת מתקיימת תמונה וראיה לאומית כוללת והשת"פ שדובר כאן עם המדינה, אכן מספק? על הפערים הללו לדעתי עלינו להתרכז בפורום זה.

נקודה נוספת ומהותית במיוחד- האם החברות/גופים הפיננסיים מסוגלים כיום לספק תורת אבטחה יעילה למול המערכות ההתקפיות ? כפי שהוזכר כאן, המשאבים הנדרשים הינם רבים ויקרים מאוד.

שלומי שוב

אז אנחנו יודעים או לא יודעים חמי? אני יודע שאתה מדבר בעדינות, אבל מה אנחנו צריכים להסיק?

ברמה מבצעית וכולי, אבל בדבר הזה מה שחשוב שכל מעגל לא יסתמך על מעגל אחר במובן שכל אחד יודע מה הוא עושה ומה הוא מקבל מהמעגלים האחרים. לא יכול להיות מצב שמבטוח יגיד "מישהו מגן עלי" בחברה אני לא צריך לשמור על המידע שלי" ובאותה מידה חברת הביטוח צריכה לדעת שהיא לא צריכה להסתמך על יכולות הגנה שהיא לא אמורה לקבל מהמדינה. זה חלק עקרוני בבנייה של מבנה הגנה לאומי. רק עוד כמה דברים קטנים שאני רוצה להגיד. ברמת התאוששות מאירוע אני חושב שזה דבר שצריך להבין אותו והוא גם די ברור, יכול להיות שיכולות התאוששות מאירוע מגיעות ברוב המקרים מגוף עצמו. בסופו של דבר אנחנו מדברים על מערכת מדינתית ואנחנו מדברים על תמיכה באירועים אבל בסוף זה המערכות של חברות הביטוח והן מערכות מאוד מורכבות והמפתח להתאוששות הרבה פעמים נמצא שם וביכולות של הגוף והיכרות שלו עם המערכות. ההנחיות שלנו הן הנחיות לדעתי מאוד מתקדמות, מביאות אותנו לרמה של הגנת סייבר טובה בגופים האלו, זה הנחיות מהמתקדמות שיש. אבל אני רוצה להגיד, צריך להבין שמבחינת הפעילות של הרשות, אנחנו לא מגיעים לחברת ביטוח כשיש אירוע ואנחנו לא נעלמים מחברת ביטוח כשנגמר אירוע. הרעיון של פיקוח כמו התהליך של הגנת סייבר זה תהליך מתמשך. זה תהליך שבו אנחנו נמצאים לפני, אנחנו נמצאים בבדיקות, במעקבים, בביקורות, בבדיקה של הרגולציה, וכמובן גם אחרי אירוע. כמו שדני אמר אני רק אסכם בשתי מילים האלה גם אנחנו מסתכלים על זה בצורה שלתפיסתנו בהגנת סייבר אין 100% הגנה. תמיד יהיו אירועים ואנחנו מביאים את הדבר הזה בחשבון אבל השאלה היא מה היא ההתנהלות של החברה. אם קרה אירוע אבל הגוף המוסדי קיים את ההוראות, מתנהל בצורה שקופה, מדווח אלינו כדי שאנחנו נוכל להכיל את האירוע ולתת את התמיכה כמו שאנחנו מצפים, אז ההתייחסות היא אחת. אבל אם אנחנו רואים שהגוף לא מקיים את ההוראות אז אנחנו מתייחסים לזה כמובן בהתאם.

שלומי שוב

בואו נשמע עכשיו את חמי פקר, חמי היה ראש מנהלת הסייבר במשרד ראש הממשלה במשך הרבה מאד שנים.

חמי פקר

תודה שלומי, בוקר טוב חברים. אני חושב שבשלב הזה של הדיון שלומי כדאי שנשמע גם מאנשים יתר לגבי הפערים שהם רואים במצב ההיערכות הנוכחי, לגבי מסגרות האחריות וסמכות. אני חושב שלכולם ברור נושאי תפיסת האיומים/סיכונים. אתה, אמיר ועמית הרחבתם רבות בנושא. העולם המערבי נחשף לראשונה בעשור האחרון (2014), כאשר נודע על תקיפתה של חברה מסחרית בארה"ב, SONY, ע"י יכולות גבוהות של מדינה (עפ"י

”ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים.”

למעלה מעשרים שנה. הייתי אומר שבעשור האחרון עם מערך הסייבר הלאומי והקמת המטה, היבטים נוספים הנוגעים יותר להיבטים העסקיים/מסחריים/אזרחיים. השאלה, האם האמור מספק. המדינה קבעה קריטריונים מסוימים לתשתיות קריטיות היום שמטופלות היטב ע"י מערך הסייבר הלאומי. בהחלט נכון וראוי היום לשקול את מיקומו של המגזר הפיננסי בהשפעה על המשק הלאומי. ייתכן ונדרש היום לייצר מצב שמגזר זה יקבל מעטפת אבטחה הדוקה יותר, חזקה יותר, משמעותית יותר מהמדינה. לדעתי, מתקיים פער משמעותי מאוד בתמונת הסיכונים הכוללת של המגזר הפיננסי, למול המשאבים המוקצים בפועל. פער זה, לדעתי, הולך ומתרחב כל הזמן ולא מצטמצם, לעומת יכולות התקיפה שעולות. ברגע שאין גורם לאומי הרואה את כל התמונה המערכתית, או עשויים להימצא במצב של חשיפה נוראית לאורך זמן, שתגלה אך ורק בדיעבד, לרבות האפשרות כי יתגלה שמי שעמד מאחורי התקיפה, הינו גורם אחר לחלוטין ממי שסברו.

שלומי שוב

זה בדיוק מוביל אותנו לשמוע גם את הצד של מערך הסייבר.

מיטל אריק

שלום לכולם, שמחה להצטרף לפורום החשוב הזה. ברשותכם אני רוצה רגע לעשות איזשהו זום-אאוט ואז לענות גם על השאלות שעלו. אם אנחנו מסתכלים על התקופה האחרונה אז כולנו מבינים שיש איזושהי מגמה עולמית, אנחנו נמצאים באיזושהי תקופה שהיא יותר כאוטית שמקצינה הרבה מאוד אלמנטים ואנחנו רואים את ההתבטאות של זה כמובן גם במרחב של הסייבר. בתוך זה יש כמובן התגברות של אירועים שגם המערך, למרות היותו פעיל תמיד במרחב ההגנה מבחין בקפיצה בכמות ואיכות האירועים. חשוב שנעשה הבדלה בין מרבית האירועים שמערך הסייבר רואה ומטפל בהם כשגרה, לבין האירוע האחרון שבו מודגמת מתקפה מעצמתית של סולארווינדס שהחלה עם הגילוי של פייראיי. חשוב לי לעשות את ההבדלה הזאת כי זה בעצם גם מאוד ממקד אותנו במאמצי ההגנה

חמי פקר

אני חושב שאנחנו צריכים להבין שאולי הגיע הזמן לעבור ולשקול בהיבט המדינה מחדש את כל הנושא של ניהול סיכונים במגזר הפיננסי לטובת ההיבט הלאומי, ואני חושב שלמדינה יש ארגז כלים הרבה יותר משוכלל לסייע בנושא הזה.

אמיר ברנע

מה שאתה אומר אם אני מבין נכון, הוא שברמה של פעילויות ביון של מדינות הגיעו לרמות גבוהות מאוד של יכולות פריצות סייבר ורמה גבוהה של הגנות נגד פריצות סייבר. אתה מעלה את השאלה האם אותה רמה נשמרת ברמה המאקרו פיננסית בתוך המשק, למשל במערכות מסחר, האם יש אפשרות פריצה למערכות מסחר? או למערכות שיתוף אינפורמציה? יש לי הרגשה של פער ככל שאתה מדגיש את הסיכונים, והמגזר הפיננסי נמצא באיזו שלווה כזו, שזה לא נורא וההשפעה היא מינורית ועוד לא התגלו מקרים של מניפולציות. אני למד שאתה בעד הלאמת הטיפול בסייבר כי הגישה הכללית במשק היא ש"זה יהיה בסדר, לקחנו עוד אנשים והכל יסתדר".

חמי פקר

תרחיש של פגיעה היום במרכז הסליקה של המערכת הבנקאית של מדינת-ישראל לשבוע, יגרום למבוכה לגופים ובציבור ובוודאי לסוגיה מערכתית לאומית רחבה, שהמדינה תידרש לסייע בה.

שלומי שוב

אמיר בדיוק דיבר על זה אתמול.

חמי פקר

לזכות המדינה, יש לומר - המדינה החלה לטפל בנושא לפני

ג'ולס" שלנו כמדינה, אנחנו מסתכלים על שכבה נוספת הנקראת "גופי A" שהינם הבאים בתור בחשיבותם גופים חיוניים, בעלי השפעה ישירה על תהליכים לאומיים ויעדי שירות

שלומי שוב

קבוצת A זה לדוגמה הגופים הפיננסיים הבנקים והביטוח?

מיטל אריק

כמובן, גופים פיננסיים והמגזר, הבנקים, חברות הביטוח, הרגולטורים יודעים להצביע על הגופים האלה, העונים על סדרה של תבחינים המצביעים על פוטנציאל הנזק שלהם ממחולל סייבר.

שלומי שוב

זאת אומרת דרך הרגולטורים לכם אין את הסמכות

מיטל אריק

נכון

שלומי שוב

זה מצב תקין? זאת אומרת זה לא היה עדיף אחרת?

מיטל אריק

שת"פ בין מערך הסייבר לרגולטורים הוא הכרחי. מערך הסייבר יודע להביא את הידע המקצועי לכל האלמנטים והנדבכים, אבל בהסתכלות המגזרית, מערך הסייבר לא יכול להחליף את הרגולטורים שהינם האוטוריטה בתחומם, בעלי האחריות על הרציפות התפקודית של המגזר, בעלי ההבנה של מארג היחסים וההשפעות בין הארגונים. השיח המשותף קריטי ומוכיח את עצמו, בו כל אחד מהגורמים מביא לשולחן את היתרון היחסי שלו.

אמיר ברנע

אמרת קודם שברמה של הארגונים לדעתך רמת ההגנה היא נמוכה יחסית, עכשיו האם את יכולה להבטיח לנו שלפי שיקול דעתך המקצועי רמת ההגנה על הגופים שאת קוראת להם A או הגופים המאקרו כלכליים שלהם ממשמעויות רוחביות, מסלקה ומסחר דברים כאלה, היא גבוהה יחסית או שאת ביקורתית לגבי רמת ההגנה בפועל?

שאנחנו צריכים להתפקס עליהם, כולנו. התקיפה של סולארווינדס הינה תקיפה מעצמתית לכל דבר ועניין, תקיפה שכמובן שלא הייתה אמורה להתגלות, תקיפה שהיא שמאופיינת ביכולות מאוד גבוהות של תוקף שבוחר מטרה ולרוב הוא יבקיע אותה. תקיפות מסוג זה הינן איום בראש ובראשונה על התשתיות הקריטיות של המדינה ואינן גורם האיום הראשון אתו צריך להתמודד המגזר הפיננסי. בצד השני יש לנו את כל המתקפות האחרונות, דוגמת תקפת pay-to-key, הקבוצה שמוציאה כל יומיים בערך עדכון בטוויטר שלה על מה שהיא עושה, קבוצה שיש לה מטרות של טרור הבכה, בשילוב עם רווח כלכלי, שמצליחה להשיג את ההישגים שלה פשוט בגלל שמצב ההגנה הממוצע הוא מאוד מאוד נמוך, וזה משהו שאנחנו חייבים להבין אותו, לפני שרצים לעסוק ולהתמודד עם איום מעצמתי, כדי שנטפל בפערים והחולשות שמביאים למתקפות הרבות שמתבצעות כיום בקלות הבלתי נסבלת.

התוקפים מבינים שיותר פשוט להיכנס לארגונים בדלת האחורית, כי לפעמים הדלת הראשית יותר מאובטחת, ויש איזורים נידחים בכל ארגון גדול שהם פחות תחת תשומת הלב ופחות תחת העין הפקוחה בהיבטי יכולות של גילוי וניטור, בהם קיימת גישה לצד ג' חברות התמיכה והתחזוקה, חברות שנותנות שירותים למגוון גדול של לקוחות. שרשרת האספקה תמיד על הכוונת כיוון שממנה ניתן להגיע ליעדים רבים. לצד ה"ל קיימות מתקפות "ריסוס" רבות המנצלות חולשות ומשיגות הצלחות כי כאמור, רמת ההגנה אינה מספקת מה שמוביל למסקנה הבלתי נמנעת שיש לעסוק ביתר שאת גם ובעיקר ברמת הארגון, בהגנת סייבר ובניהול הסיכונים סביב נושא מרכזי זה כיוון שיש לו השלכות מרחיקות לכת על הארגון.

קיימת בעיית מודעות ברמת הנהלות וארגונים בנושא, שלא עוסקים בנושא בעומק הנדרש, שואלים את השאלות ומקצים משאבים לטיפול בנושא. בחלק מהמקרים זה נעשה בצורה רצינית רק לאחר תקיפה משמעותית. לצערנו אין עדיין חיבור תפיסתי בין סייבר ורמת השירותים או המוניטין של חברה או ארגון.

אמיר ברנע

מיטל האם במסגרת הפעולות מאקרו כדוגמה מערכת המסחר בארץ או המסלקה, האם אתם לוקחים אחריות על הגנת סייבר של אלמנטים מאקרו כלכליים שיש להם השפעה רוחבית על כל המערכת?

מיטל אריק

כמובן. מערכת הסליקה הבנקאית ושירותי הבנקאות האוטומטיים הם גוף תשתית קריטית לכל דבר ועניין, המקבלים ליווי והנחייה ייעודית בהגנת הסייבר. מתחת לרמה הזאת שהיא בעצם ה"קראון

”ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים.”

שלומי שוב

אני רוצה לצרף עכשיו לדין את יעקב מרשות ניירות ערך. יעקב איך אתה באמת רואה בזמנו פרסתם גם הנחייה לגילוי וכו' איך אתה באמת רואה את היישום של ההנחיה הזאת כי אתה יודע אני ככה מרגיש שכולם פה מדברים על החשיבות ועל כמה צריך לשקוד את הנושא הזה אבל השאלה היא האם הוא באמת מקבל תמחור נכון מבחינת החוסר מהותיות לכאורה?

יעקב יודקביץ

בוקר טוב. קודם כל, אני אתייחס לשאלה למה אנחנו פרסמנו את העמדה הזאת, שהרי כמחלקת תאגידיים שעוסקת בגילוי ולא בפיקוח על התנהלות אנחנו לא רגילים לפרסם מסמכים שאומרים איך חברה צריכה לנהל את הסיכונים שלה ופה קרה משהו חריג, שבאנו ופרסמנו התייחסות ספציפית לנושא הזה של סיכון סייבר. אני חושב שלאור מה שדיברו פה מקודם זה יכול להיות די מובן כי קודם כל זה סיכון שהוא חדש יחסית - סיכון שהמפעל יישרף או שלקוח מהותי יעזוב, כבר מלפני 50 שנה כל אחד היה יכול להבין שיש כזה סיכון, ואילו זה סיכון שהייתה לנו תחושה שיכול להיות שהחברות שנותנות את הגילוי או דנות בסיכונים לא מספיק מודעות אליו ולכן רצינו לזרקר אותו כסיכון שצריכים להתייחס אליו. אני חושב שעוד סיבה היא גם שזה סיכון שהוא לא כל כך מובן. דיברו פה קודם נניח על הבנקים שבשנים האחרונות מציניים את הסיכון הזה כסיכון המשמעותי ביותר שלהם; אני מנחש שאם תשאלו אותם למה, הם יענו שזה לא דווקא בגלל שזה הסיכון עם החשיפה הכספית הכי גבוהה. אנחנו יודעים שסיכון, חלק מהעניין שלו זה היכולת לנהל אותו; בעוד שסיכון אשראי לדוגמא הוא סיכון שלבנקים יש ניסיון של מאות שנים בלנהל אותו ומכירים אותו, זה סיכון יחסית חדש ומן הסתם משהו שאתה פחות מבין אותו אתה פחות יודע גם להסביר אותו ולנתח אותו בדוחות שלך.

מיטל אריק

במגזר הפיננסי ניתן לומר את זה בצורה די טובה, גופי A מקבלים מענה טוב מבחינת רמת ההגנה, אבל זה לגבי גופי A בלבד. בשאר המשק אנחנו יודעים להגיד שלא! ישנם גופי בחשיבות A ללא גורם מאסדר\רגולטור מולם המערך נכנס כגורם הכוונה מקצועי לאור חשיבותם והשפעתם על המשק על מנת שלא יפלו בין הכיסאות.

שלומי שוב

מיטל אבל ממה שאני מבין, אם אנחנו מדברים על קבוצה A אז יש היום הגנה מספקת נניח מפני תקיפה של ארגוני הפשיעה?

מיטל אריק

חשוב להבין שהגנה בסייבר היא תהליך בלתי נגמר, כל שעתיים בערך יכולה להתפרסם חולשה אחרת שפוגשת את ה"פרימטר" הארגוני, כל המשטח שהוא מנגיש כלפי חוץ, והתוקפים היום משפרים כל הזמן את יכולתם לנצל במהירות גבוהה יותר חולשות אלו, לפני שהארגון מצליח להגיב ולטפל בסגירתן. הם בונים על זה שלארגונים לוקח זמן לעשות את זה. כאמירה כללית אפשר לומר שבמגזר הפיננסי רמת ההגנה של גופי A היא טובה בפני התקיפות האלה, אבל הגופים כל הזמן מאותגרים בנושא הזה, ולכן אנחנו חייבים להמשיך ולתת על זה את הדגש, ולא רק בגופי A, כיוון שקיימת קישוריות גבוהה בין הגופים ובגלל שאנחנו מדברים על הנושא של שרשרת ההספקה, ובגלל שאנחנו רואים מתקפות פישניג שמצליחות, אפרופו המתקפה על חברת עמיטל ויש לנו בסופו של דבר גם את הגורם האנושי שיעשה טעות וילחץ על קישור, ולכן אי אפשר לנוח על זרי הדפנה ולהמשיך בניהול סיכונים הסייבר ובהגנה באופן בלתי פוסק.

אגב יעקב הם מסווגים את זה כבינוני לא כגבוה, לפחות בדוח השנתי האחרון יכול להיות שזה יעלה עכשיו בדוחות הקרובים?

אבל הם לא צריכים לבקש את רשותכם לזה?

יעקב יודקביץ

יעקב יודקביץ

לא צריך לבקש את רשותנו.

שלומי שוב

זאת אומרת אתם בכלל לא מודעים לזה?

יעקב יודקביץ

לא. יש מקרים שאנחנו נהיה מודעים ויש מקרים שלא. תן לי לעשות סדר. קודם כל, חברות יכולות להחליט לא לדווח דיווח מידי בתנאי שהמידע עדיין לא נודע לאף אחד מחוץ לחברה, אם הדיווח המידי ימנע מהם להשלים פעולה שהם עכשיו באמצע לעשות. לכן תאורטית בהחלט יכולה להיות חברה שתגיע למסקנה שעכשיו היא מתמודדת עם איזשהו סיכון, נגיד משא ומתן עם איזה תוקף, ואם היא חושבת שאם עכשיו הנושא הזה יוצא החוצה היא לא תוכל להשלים את התהליך בצורה הטובה ביותר אז התקנות מאפשרות לה לעכב את הדיווח. גם לזה יש הגבלות מסוימות - אם היא רוצה לגייס כספים בזמן הזה או פעולות אחרות היא לא יכולה לעכב, אבל כן יש מסגרת שמאפשרת לעכב מידע וזה גם לא משהו שמצריך פנייה ספציפית לבקש את זה מרשות ניירות ערך.

אמיר ברנע

אמיר ברנע

אבל יעקב, כמו במקרה שהעלית, אז החברה צריכה לדווח על זה בדיעבד. העובדה שלא ידוע לנו על אירועי מניפולציה, זה מכיוון שלא היו מקרים כאלו או שפשוט לא מתייחסים לנושא הגילוי המאוחר?

יעקב יודקביץ

היו דיווחים. ראשית, חלק מהחברות אם הן רואות אירוע שהמהותיות שלו היא מוגבלת הן מדווחות על זה בדוח השנתי ולא בדיווחים מיידיים. זה נכון שדיווחים מיידיים לא היו הרבה. לגבי חברות שלא מדווחות - דברים כאלה מגיעים לידיעתנו בזמן אמת ויש לנו גם פעילות מודיעינית שאנחנו עושים. אבל גם אם זה לא יבוא לידיעתנו בזמן אמת דרך פעילות מודיעינית, ובסוף במבחן התוצאה החברה תיפגע אז כמובן שהרשות תוכל לבוא ולאכוף על זה שלא היה גילוי בזמן אמת. אמרתם פה שהרשות לא עושה אכיפה, אם יהיו מקרים שיגיעו לידיעתנו וכמו שאמרתי אם ייגרם נזק בוודאי שזה יגיע לידיעתנו, אז תיעשה אכיפה.

כן יכול להיות מאוד שזה גם קשור לדבר הזה. זאת אומרת, ואני לא רוצה לדבר פה בשם הפיקוח על הבנקים, שיכול להיות שיש הבדל למשל מה החשיפה שלך (שמשיפיעה על הגילוי בדוחות) ועד כמה אתה חושש מסיכון ואולי פחות מבין אותו (מה שגרם לכך שבסקרים הציגו את הסיכון הזה כזה שממנו חוששים ביותר). בכל אופן, אם אני חוזר אלינו אז זו הסיבה שמצאנו לנכון לפרסם את המסמך. כמו שאמרתי זה מסמך חריג שנועד לזרק את הנושא ולהפנות את תשומת הלב של החברות לצורך שלהן להתייחס גם לסיכון הזה במסגרת הסיכונים שלהן בדוח השנתי. באופן חריג אנחנו עשינו סקר פנימי שבדק עד כמה העמדה שלנו השפיעה על הגילוי בדוחות שיצאו אחרי הפרסום (בדוחות 2018) וראינו שהייתה לזה השפעה - מבין החברות שראינו שהתייחסו בסיכון הסייבר כגורם סיכון, מעל 20% כללו את הסיכון הזה לראשונה בשנה של פרסום העמדה שלנו ומעל 30% עדכנו את הגילוי, זאת אומרת תיארו אותו יותר בהרחבה או יותר בפירוט לעומת מה שהיה בעבר.

שלומי שוב

לצערי אנחנו טובים בזה כן.

יעקב, אתם נותנים גיבוי להסתרת אינפורמציה על אירועי סייבר מתוך כוונה שיכול ליצור בהלה או ליצור השפעה רוחבית כלשהי? כשאתה מדבר על גילוי דיברת רק באופן כללי על פירוט וגילוי סיכונים? אני שואל על גילוי שהוא במהותו ספציפי וקשור לשיבוש ולאמצעי סייבר מול הגוף הציבורי הזה או מול החברה הזאת

יעקב יודקביץ

זה יותר קשור לדיווחים מיידיים העניין הזה שאתה מעלה עכשיו. על זה עוד לא דיברתי. כמו שאמרתי - בקשר לדיווחים מיידיים, תקנות ניירות ערך מביאות בחשבון את זה שחברות יכולות להימנע בסיטואציות מסוימות מגילוי שיפגע בחברה. השתמשתם פה קודם במונחים שזה יפגע בהנהלה; זה לא בהכרח פוגע בהנהלה אלא פוגע בחברה ובבעלי המניות שלה.

"ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים".

נמרוד קוזלובסקי

אני רוצה טיפ-טיפה לתת לכם את נקודת המבט של מי שמלווה באופן רציף חברות בפן המשפטי של אירועי הסייבר. בואו נשים פרספקטיבה, אני חושב ש 3 או 4 תובנות שעולות מתוך הדיון עד כה זה איך אפשר להתמודד עם אירועי הסייבר טוב ביותר. אתם אומרים לדווח, כי אנחנו מניחים שהדיווח הזה יאפשר כנראה כתוצאה מהשקיפות הזאת או לנפגעים הפוטנציאליים להתגונן או גם לשוק להגיב נכון לסיכון. שיתוף מידע - אנחנו מניחים ששיתוף מידע בין הגוף הנפגע לגופים אחרים כנראה יציב אותנו במצב טוב יותר כתוצאה משיתוף המידע להתמודדות טובה יותר גם לקולבורציה. וההנחה השלישית הנחה של שיתופי פעולה ההנחה היא שאני אעבוד טוב עם הרגולטורים עם מערך הסייבר עם כולם, תהיה פעולה מענה טובה יותר. לא נעים לי להגיד לכם, אבל חלק גדול ממה שמבקשים מעורכי הדין כל הזמן זה בדיוק לסכל את שלושת אלה. כמעט הפנייה הרגילה לעורך דין תדאג איך אנחנו יכולים לא לדווח, תדאג איך אנחנו יכולים לא לשתף את המידע שלנו, תדאג איך אנחנו יכולים לא לשתף פעולה עם הרשויות בחקירת האירוע. עכשיו יש פה בעיה מבנית שצריך לדבר עלייה, אני כבר 20 שנה חוקר את הנושא באקדמיה ושוב ושוב מסבירים את זה ש Public private partnership זה כי Information sharing קולבורציה זה כי אני מקבל את הכל זה נכון מבחינת Security, בואו נראה את המציאות ואני חושב שלומי הרבה פעמים בשיחות אני למד את זה, את המציאות לגבי תמריצים שיש לצדדים ואת המציאות לגבי המבנה הארגוני שלהם או התרבות התאגידית שלהם. המבנה האמיתי הוא כזה שאין לאף אחד בארגון תמריץ - לא לדווח, לא לשתף מידע ולא לעבוד עם הרגולטור בשום דרך. למה? מכמה סיבות: א' הדבר הזה עושה אקסלרציה לאירוע שהרבה פעמים הוא אירוע שהיה יכול לסגור אותו בצורה קטנה, ב' יש המון השפעות הדף לאירוע, זה לא רק הדיווח לבורסה, זה שותפים וצדדים שלישיים וטריגר להפעלת ביטוח וטריגר שיש הרבה פעמים לחובות שיש לך מערכות הסכמיות גופים ממש רוצים להגדיר את זה שאין פה אירוע סייבר ולהימנע מלהפעיל את כל המערך הגדול הזה. ולכן אני אספר לכם מאחורי הקלעים מה

שלומי שוב

אני חושב שנכון שאתם תקבלו לפחות דיווח על מצבים כאלו שחברה לא מדווחת בגלל נסיבות כאלו גם לפחות שאחרי שתעבור הבעיה תוכלו באמת לוודא שהגילוי ניתן וגם שזה לא נוצל לרעה, אבל זו דעתי.

יעקב יודקביץ

הפתרון לעניין הזה זה הוא שהתקנות אומרות שחברה ניצלה את הזכות הזאת לא יכולה לבוא סתם ולדווח אלא היא צריכה לדווח מתי זה נודע לה ולהסביר למה היא עיכבה את זה, וגם הרשות במקרים אחרים שאני לא אציין כרגע, התערבה גם בשנה האחרונה בתחומים של חברות שעיקבו דיווח ואחרי זה כשהן דיווחו לא הבהירו בדיוק מה הסיבה לעיכוב וממתי הן עיכבו. אבל בזמן אמת הרשות כמובן לא יכולה להיות מעורבת בכל מקרה שחברות מעכבות דיווח - דבר שהוא גם נפוץ. כן יש שאלה מה יקרה אם בסוף הדבר הזה הסתיים ובסופו של יום זה שום דבר מהותי; יכול להיות באמת שבסיטואציה כזאת החברה תחשוב שהיא לא צריכה לדווח.

אמיר ברנע

אולי זה לא קשור למחלקת תאגידים אלא לגופים אחרים ברשות ניירות ערך, אך שמירה על איכות המסחר ושמירה על הבורסה לניירות ערך בתור גוף.

שלומי שוב

לא לא, הבורסה זה הגוף הקריטי הוא מעליהם. המדינה הגדירה אותו כקריטי.

נמרוד, נשמח לשמוע ממך כמי שמלווה הרבה חברות את הזווית שלך.

השירותים תלויים בו ולכן הדבר האחרון שהם רוצים זה להתעמת איתו והוא גם הגורם שמחליט אם יש אירוע או לא. בעולם הראיית חשבון שלומי כמו שאתה יודע רואה החשבון המבקר אומר רגע, יש פה משהו שאני חייב להעיר עליו, בעולם Security אין בעצם corporate governance. הדבר השני, זה בעיות אמיתיות שישנן ברגולציה, כי תבינו את הבעיה שיש לארגון, אם אני מדווח על האירוע אני פתאום חשוף לחקירות של הרשויות, אני חשוף להליכים האדמיניסטרטיביים, יותר מזה, אותו מידע בדיוק שאני אשתף את הרשויות ישמש לאחר מכן לעיתים להליך חקירה כנגדי בכובע השני של הרשות זה גוף אכיפתי. דבר אחרון שרוצה גוף במהלך אירוע זה לבוא כרגע לאחד מהרגולטורים של הרשות להגנת הפרטיות להגיד חברים הנה בואו תעזרו לי בחקירת אירוע מידע שלכם. הוא חושש שאוספים ראיות שלאחר מכן ישמשו כנגדו, ואין את המנגנון שקיים במדינות לאותה חסינות משימוש במידע הזה. הדבר הנוסף שהוא מאוד בעייתי, אני חושב ששלומי רמז על זה היום, הוא שחובות הדיווח מנוסחות באופן שכמעט יש את שיקול הדעת לארגון להגדיר האם יש לי אירוע, האם האירוע הוא מהותי, האם מה שקורה פה הוא כרגע בכלל אירוע, וכתוצאה מכך אנחנו רואים תת דיווח משמעותי או דיווחים חלביים לגמרי, דיווחים כמו "סיכון הסייבר משמעותי בסקטור שלנו ולכן אנחנו כמו גם אחרים מתמודדים איתו", דיווח שאין בו כלום. אם באמת סבורים שהמשמעות בדיווח, צריך לחייב את הדיווח כבר בכמעט ונפגע.

שלומי שוב

נמרוד הנהלים קיימים, זה עניין של יישום ואכיפה.

נמרוד קוזלובסקי

אתה צודק, אבל אני אומר לך בתוך ארגונים שלומי המציאות האמיתית, ארגונים יש להם תמריץ אדיר לא להגדיר דבר כאירוע, לא לדווח עליו. אני עושה סימולציות באופן רציף, התשובה החד משמעית בסימולציות האלה היא שארגונים עושים את הכל כדי שתוצאת האירוע בסופו תהיה שהם לא היו צריכים לדווח לאף אחד החוצה או לשתף פעולה עם הרשויות ושהאירוע הזה נסגר הרבה פעמים בתשלום הכופר או באיזושהי החלטה פנימית. גם ההחלטה אם סיימתי את האירוע, היא החלטה שיש להם תמריץ אדיר להגיד שהאירוע הסתיים, למה? כי אם לא, הם הרבה פעמים נמצאים בחשיפה אל מול הלקוחות שלהם או מערכות הסכמיות. אם לא נשנה את המבנה של ה Corporate governance ואת מבנה התמריצים, ובוודאי את המבנה הרגולטורי לגבי שיתוף מידע אנחנו נמשיך גם הרבה פעמים להגיד מה חשוב ואיך נמנע להבא ואיך זה לא יקרה.

שקורה ברוב הארגונים זה הדבר הבא - ישנו מערך שיטתי בתוך הארגונים שכל תכליתו למנוע מצב שמה שקורה להם כרגע יוגדר כאירוע סייבר. ישנה פשוט שיטה מבנית מבחינת המבנה הארגוני וגם מבחינת ההתנהגות שיש אירוע סייבר זה כנראה משהו שכולם יודעים עליו - מידע דלף, מידע שובש נפגע integrity של נתונים, אני אעיר לכם את מציאות, הארגונים שאנחנו עובדים איתם לפעמים יש להם כמה עשרות אירועי סייבר, אירוע שירביט לדוגמה זה אירוע שהוא כמעט קשקוש, זה אירוע שהוא קורה על בסיס יום יומי לחברות שמישהו פורץ למייל ומוציא נתונים פרטיים שלהם. אירוע של פגיעה מסוימת integrity של עסקאות קורה על בסיס יום יומי בגופים פיננסיים בארץ, אבל מה קורה? הגופים יצרו מנגנון שהוא מנגנון של governance אל תגדירו את הדבר הזה כאירוע. יש הרי את ההתראה יש את מערכת security יש לך את היכולת אם היית חוקר את האירוע יותר להבין שיש פוטנציאל שהייתה פגיעה אבל יש לי תמריץ גדול לא להפוך את זה ל Alert ופה בסופו של דבר המערך שנבנה ברוב הגופים הוא מערך שמי שמקבל את החלטה האם יש לי אירוע סייבר או לא הוא האיש הטכני שמופקד בעצם על המערכת והוא גם זה שהרבה פעמים נמשך בזפת ונוצות אם האירוע התממש. אז לו אינטרס מאוד גדול שלא יוגדר אירוע סייבר ואין משהו במבנה הארגוני שייקח ויגיד רגע אתה חווה כרגע אירוע ולכן אני אניד לכם את המציאות, לא 50% אלא כמעט 95% מהמקרים שמגיעים לתהודה התקשורתית בלית ברירה של הארגון ולא בשליטתו להחליט אם יש פה אירוע או לא, זה מצב שאני מספר לכם מהמציאות, זה טלפון מהכתב מהגארדיין שאומר שהוא עוד 5 שעות הולך לפרסם כתבה שהיא אצלך אירוע ואתה ניצב פתאום אל מול Crisis. זה מצב שבו התוקף אומר לך יש לך 72 שעות לשלם לי ואתה יודע שזה פומבי והדירקטוריון אומר לך חבר יש פה אירוע. זה מצב שבו חברת Security מדווחת לך שנפגעת. רוב הפעמים זו לא החלטה של הארגון להגדיר את הדבר כאירוע, הוא נאלץ להתנהל עם אירוע סייבר.

שלומי שוב

אז מה לדעתך הפתרון?

נמרוד קוזלובסקי

כנראה שהפתרונות נמצאים בכמה דברים. דבר ראשון, תחום שנקרא Corporate governance, בתחום שלך שלומי לדוגמה, בתחום הביקורת בנושא ראיית החשבון בנושא הניהול, יש הבחנה מאוד ברורה בין מי הוא הגוף המבקר לבין מי הוא הגוף המבוקר בשוטף שעושה את הדוחות. בעולם הסייבר אין את ההפרדה הזו, הגוף שמבצע את פעולת הסייבר הוא הרבה פעמים גם הגוף שמזמין את דוחות הביקורת ואת סקרי הסיכונים על עצמו, נותני

”ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים.”

והנושאים שהוזכרו כאן של שיתופי פעולה והשתתפות של המדינה בחיזוק הגנה לדעתי סופר חשובים.

אמיר ברנע

הילה, אמרו לנו כאן שיש הסתרה של האירועים האלה, נמרוד היה האחרון שדיבר על זה, אבל דיברו על זה כולם. איך חברת ביטוח מתמחרת ביטוח סיכונים סייבר אם האינפורמציה הזו לא קיימת, לא יודעים לא את ההסתברויות ולא את הנזקים הפוטנציאליים שיכולים להיות בתרחישים, אז איך מתמחרים ביטוח?

הילה קונפורטי

קודם כל, אתה צודק שיש כאן סוגייה משמעותית של תמחור. לא שהתמחור נסמך על הדיווחים הפומביים בהכרח. הרי מה שקורה בחברות ביטוח זה שהן מקיימות ביטוח מסוים לאורך זמן, מהתביעות הן לומדות ועל בסיס זה הן מתמחרות. אז באמת, אתגר גדול זה שהביטוחים האלה הם ביטוחים חדשים ולכן, המידע שנצבר הוא מוגבל מלכתחילה וכשאתה מוסיף על זה את העובדה שמדובר בסיכון מתפתח ומתפתח בקצב מהיר אז תמיד יש את החשש שהמידע שעליו אתה נסמך גם אם אתה כבר בשנה שנייה ונצבר לך מידע הוא לא בהכרח בסיס מספיק.

יש פה סוגיות ספציפיות בביטוח סייבר שהן סוגיות לא פשוטות בכלל. מעבר לחוסר המידע והיכולת להסתמך עליו או מידע פחות רלוונטי בתמחור, יש פה גם סוגייה של סיכון קטסטרופה ששנייה צריך לדבר עליה. בסיכון סייבר יש פוטנציאל לסיכון קטסטרופה שבביטוח הוא מוגדר כהצטברות חריגה של אירועים. אם בדרך כלל חברה מתמחרת ביטוח על בסיס ההתנהגות הסטטיסטית של האירועים וההיקף שלהם, צבר חריג של אירועים נגיד רעידת אדמה בביטוחי רכוש הוא אירוע קטסטרופה מבחינת חברת הביטוח והוא דורש טיפול נפרד. יש פחות מודעות לעובדה שגם בסיכון סייבר יש בהחלט אפשרות לצבר משמעותי של אירועים וזה יכול לנבוע למשל מאירוע מתגלגל, הדבקה, כמו הסיפור של עמיטל שפרצו כנראה לחברה אחת וממנה לחברות נוספות ואז עם כל אלה הם מבוטחים של חברה אחת אז בבת אחת היא ניצבת עם צבר

שלומי שוב

בואו נשמע את הילה קונפורטי שהיתה עד לאחרונה לא מעט שנים מנהלת הסיכונים של כלל ביטוח.

הילה קונפורטי

נאמרו פה הרבה דברים, אני אנסה נקודות שפחות העלו אותן. קודם כל, אתה באמת הזכרת את הנושא הזה שהסוגייה של הסייבר היא פחות באזורי הנוחות של מנהלי הסיכונים מבחינה מקצועית, רובם הם לא אנשי IT מומחים, ובהתאם לזה לא בהכרח הם מומחים מקצועיים לנושא הזה ולכן לדעתי יש פה סוגייה מאוד חשובה של שיתוף הפעולה בין מנהלי הסיכונים ובין מנהל אבטחת המידע או הגנת הסייבר. כאשר אני בהחלט חושבת שלמנהלי הסיכונים יש כן תרומה משמעותית בהיבט של ניהול הסיכונים ומתודולוגיית ניהול הסיכונים אל הידע המקצועי הספציפי הטכני של מנהלי הגנת הסייבר. אפשר למשל לחשוב על הסוגייה שהוזכרה כאן של הנדסה חברתית של ההיבט האנושי, הסיכון האנושי שהוא מאוד משמעותי ביישום של מתקפות סייבר, הוא מאוד נושק לעולמות של סיכונים תפעוליים ובדרך כלל זה מקום שמנהלי הסיכונים יודעים להתמודד אתו בצורה טובה יותר מאשר מנהלי הגנת הסייבר ואני חושבת ששיתוף פעולה שלהם יכול מאוד לחזק את הטיפול בנושא הזה למשל. אותו דבר לגבי הנושא של בחינת האיומים והגדרת תאבון הסיכון במובן של לאיזה אירוע אתה מתכוון, וזה מתקשר למה שנאמר פה על אירועים מדינתיים. אני חושבת שספק אם באמת ניתן לחברה להתמודד בעצמה עם אירוע מדינתי וספק אם היא צריכה לקבוע בתאבון הסיכון שלה בכוחות עצמה להתמודד עם אירוע כזה. וזה באמת מכניס את הסוגייה הזו של איפה התפקיד של המדינה באירועים שהם אירועים מדינתיים שהם אירועים שחברה כשלעצמה לא יכולה להתמודד איתם כמו שחברה כשלעצמה לא יכולה לרכוש מערכת כיפת ברזל להגן על המפעל ואף אחד גם לא מצפה שהיא תעשה את זה. יש כאן קושי משמעותי ספציפי כי באמת הרבה פעמים בזמן אירוע לא יודעים אם זה אירוע מדינתי הזה ולכן חשוב להתייחס לכל אירוע משמעותי כאירוע שהוא בעל פוטנציאל להיות אירוע מדינתי וכן לקבל את התמיכה של המדינה

מיטל אריק

אני חושבת שא' זו שאלה שנכון שהרגולטורים יענו עליה כי הם מגדירים את רמת ההגנה הנדרשת כרגולטורים.

שלומי שוב

כן אבל כל רגולטור את יודעת אין להם הם לא רגולטור אחד על שני הגופים.

מיטל אריק

הרגולטור צריך להגדיר את רף ההגנה מתוך ההיכרות שלו עם התהליכים, ההשפעות ההדדיות, הקשרים בין הגופים יכולת היתירות בכלל, רמת השירות שהוא דורש. בקשר שבין מערך הסייבר ובין הרגולטורים אפשר להסתכל על זה שהרגולטור אומר את ה"מה" צריך לעשות, מה הוא מצפה שיקרה, הוא לא אומר לארגונים איך לעשות את זה. בעניין הזה מערך הסייבר נכנס, הוא נותן את השכבה המקצועית וההכונה ל"איך" - החל מתורת הגנה לארגון ועד הרזולוציות הנמוכות יותר של התראות הגנה ומענה במוקד 119. בהקשר זה שמחה גם לעדכן כאן שאנחנו נמצאים כרגע לקראת פרסום של תורת ההגנה החדשה שמערך הסייבר מוציא למשק שייחודה בהתאמה לזירה הישראלית, במענה עמוק לכל נושא ניהול סיכונים, באיתור וזיהוי הנכסים והתהליכים החשובים בארגון, מתוך ראייה של תוקף.

שלומי שוב

מיטל את יכולה להיות פוליטיקאית טובה - שאלתי משהו וענית לי על משהו אחר.

מיטל אריק

האחריות הייתה ותישאר של הארגון. על הנהלות ודירקטורים להבין זאת, להיערך בצורה הולמת ובהקדם לפני שיפגוש אותם יום סגריר. הרגולטורים הפיננסיים דאגו להציב דרישות ומצב המגזר ישתפר משמעותית אם תהיה עמידה בהן. למקרים בהם ארגונים לא נותנים מענה ומסכנים בכך ארגונים נוספים מתקיימת פעילות של המערך והרגולטורים על מנת לצמצם ולבלום את הנזקים.

עמית גל

שלומי, התייחסות במילה - אני רק רוצה לשים את הדברים לפחות מזווית המבט שלנו באיזה שהיא פרספקטיבה ובדין על גופי A, אני

של אירועים ונזקים. זה יכול לנבוע גם ממתקפה רוחבית שראינו מתקפות כאלה בעבר וזה יכול לנבוע מניצול של חולשה במערכת מאוד שכיחה שמנוצלת בו זמנית על פני כמות גדולה של מבטחים. אלה נושאים לא פשוטים בכלל וצריך לראות איך מתגוננים מפניהם. זה כנראה אומר שבמידה רבה צריך להסתמך על מבטחי משנה וגם להשתמש בכלים אחרים לניהול סיכון ביטוחי.

אמיר ברנע

זו אותה בעיה.

הילה קונפורטי

מבטחי המשנה נכנסו לעולמות האלה קצת קודם ויש להם יכולת טובה יותר לספוג סטייה בתוצאה לעומת התמחור.

שלומי שוב

הילה רצית להגיד עוד משהו מהזווית של מנהלי הסיכונים בחברת ביטוח?

הילה קונפורטי

כידוע לך אני כבר לא מנהלת סיכונים בחברת ביטוח, ולכן אפשר לדבר תאורטית. אני באמת חושבת שהדבר החשוב שצריך להגיד פה זה שמנהלי הסיכונים צריכים לראות את הסיכון הזה כחלק מהסיכונים שצריכים להסתכל עליהם בתוך תמונת הסיכונים הכוללת אחרת היא פשוט חסרה. והם חייבים להיות מעורבים במידה משמעותית יחד עם מנהל הסייבר ובעיקר הם צריכים להבין שהסיכון הזה בהיותו סיכון שמתפתח מאוד מהר, באופן מאוד דינאמי, הוא מחייב חזרה אליו בקבועי זמן קצרים, זה לא משהו שאפשר לעשות אותו אחת לשנתיים, צריך לחזור לזה כל הזמן ולרענן. הסיכון הזה כל הזמן מתפתח ואין ספק שבעקבות הקורונה הוא בעלייה מאוד משמעותית.

שלומי שוב

מיטל שכחתי לשאול אותך שאלה, בתוך קבוצה A, האם יש שונות בין לצורך העניין המוכנות של חברות הביטוח לבין המוכנות של הבנקים, הרי יש תפיסה כזאת שהבנקים יש להם מוכנות גבוהה יותר. יכול להיות שגם אפשר לגזור את זה מדוח הדיווח איפה הם מציבים את הסיכון. יש פערים בתוך קבוצה A?

”ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שריבט והאירועים האחרונים.”

ומישהו צריך להגיד את זה אז הנה אמרתי את זה.

שלומי שוב

אוקיי, תודה. זה חשוב שאנחנו מציפים את זה. מיכל שלמה היא סמנכ"לית AIG ישראל ואנחנו נשמח לשמוע את הזווית שאמיר העלה קודם של התמחור, החיתום של ביטוחי הסייבר.

מיכל שלמה

תודה שהזמנתם אותי באמת פורום מרתק.

כמה דברים לעניין ביטוחי הסייבר. אז דבר ראשון אני חושבת שביטוח הסייבר הוא החדשנות האמיתית של עולם הביטוח בשנים האחרונות והחדשנות היא שאנחנו לא רק רושמים את הצ'ק בסוף, בעוד זה שבביטוחים רגילים המבוטח הוא זה שיועד הכי טוב להתמודד עם השריפה והפריצה, בביטוחי סייבר חלק גדול מהמבוטחים CLUELESS כשהם נתקלים באירוע. בעולם הזה הביטוח מכסה לא רק את הנזק שנגרם לצדדים שלישיים, ואת הנזק שנגרם למבוטח, אלא גם עוזר לו להתמודד עם אירוע הסייבר, עומד לצידו ומסייע לו לנהל את המשבר. אנחנו ממנים מומחים מהשורה הראשונה לצד המבוטחים שלנו שנותנים להם ייעוץ משפטי דוגמת נמרוד (ד"ר נמרוד קוזלובסקי), ייעוץ טכנולוגי, ניהול משא ומתן עם התוקף אם נדרש, וייעוץ יחסי ציבור.

אני כל הזמן ממשילה את עולמות הסייבר לעולמות הסטנדרטים. כשאני מנסה לתמחר את פוליסת האש של המבוטח אני שולחת סוקר, סוקר שמסתובב בשטח ובודק את הסיכונים של המבוטחים. בעולמות הסייבר הייתי רוצה לשלוח סוקר טכנולוגי (ואני חושבת שאנחנו נהיה בעולמות שאנחנו נגיע לשם אבל אנחנו עוד לא שם). כרגע חברות הביטוח מסתייעות בכל מיני מודלים, בכל מיני חברות טכנולוגיה שמסייעות לנו להעריך את הסיכון, והסיכון בעצם נובע מכמה דברים:

מסיכונים פנימיים אצל המבוטח, במה הוא עוסק, לאיזה סקטור הוא שייך, בנוסף אנחנו אוספים מודיעין מכל מיני מקורות מידע שאנחנו יכולים למצוא (ברשת וברשת האפלה) וכ'.

רוצה להזכיר שאצלנו יש רגולציה שאני חושב שאפשר להגיד עלייה הרבה דברים אבל היא מתקדמת מאוד. שוב, הרגולציה בישראל היא ברמת פירוט גבוהה וכוללת דרישות משמעותיות. מנקודת המבט שלנו אני רוצה לשים רגע אמירה מאוד מאוד חשובה בפרספקטיבה, הרגולציה חלה על כל הגופים המוסדיים בלי להסתכל על גוף כזה או אחר ולעשות איזה שהוא תיעודף, היא חלה על כולם במידה שווה ואנחנו מצפים מכל הגופים המוסדיים לעמוד בה. כשאני מסתכל על האכיפה שלנו ואוסף הכלים שיש לנו אנחנו גם מסתכלים על הגופים, אמנם יש גופים שיש להם אולי חשיבות יותר מערכתית ויש גופים יותר קטנים שבהם אנחנו גם נשקיע יותר משאבים. כלומר במסגרת תפקידנו, אנחנו פועלים לעמידה ברמה גבוהה בהנחיות הרגולציה של כל הגופים המפוקחים במסגרת הכלים שעומדים לרשותנו.

שלומי שוב

אני מסכים איתך. ליאה את רוצה להתייחס ממש בקצרה לפערים שהם פוטנציאליים בין הגופים ברמה A?

ליאה צור

שלום לכולם אני רק אגיד שאני הייתי 15 שנים שכירה כמנהלת סיכונים בתחום הבנקאות ומנהלת סיכונים הסייבר בתהליכים העסקיים, היום אני יועצת לכמעט כל הגופים בסקטור הפיננסי במשק אלו שכפופים לבנק ישראל ואלו שלא כפופים לבנק ישראל. ובהקשר הזה אני רוצה להגיד, אני אהיה פחות פוליטיקאית ממיטל ואני אגיד שיש פערים גדולים שלא נאמר גדולים מאוד שלא נאמר גדולים מאוד מאוד, בזכות זה שבעצם אני חונכתי לבנקאות שזה בעצם המקום עם סטנדרטים מאוד מאוד גבוהים ואני עכשיו מייעצת לעוד גופים אני רואה את הפערים שלפעמים אני אוהבת להקביל את זה בין סוס ועגלה לבין מרצדס חדישה עד כדי כך בזווית הראייה שלי, צריך להגיד שהמפקח על הבנקים, הרגולטור, הוא רגולטור אחר מאוד שונה, אם זה מבחינת ההנחיות שלו, המפורטות, אם זה מבחינת האכיפה שלו ואם זה מבחינת איך הבנקים מתייחסים אליו כרגולטור, יש שונות מאוד מאוד גדולה

AIG חומרת האירועים והשכיחות שלהם עלתה משמעותית מאז ה-Covid והעבודה מרחוק, זה אחד הגורמים המסבירים שאנחנו שמים פה אבל גם התוקפים נעשים מתוחכמים כל הזמן, התקיפות נעשות מתוחכמות כל הזמן, יש תקיפות להם יש TARGET ספציפי ולא רק מתקפות ריסוס. מתקפות הכופר הפכו להיות מכופר "רגיל" ל Double extortion זאת אומרת לא רק אנחנו מצפינים את הקבצים שלך אלא אנחנו גם אספנו מידע פרטי ואנחנו נפרסם אותו אם לא תשלם לנו את הכופר.

אמיר ברנע

מיכל, מבחינת הלקוחות הישראלים שלכם במגזר הפיננסי, ישנה פרמיה דיפרנציאלית?

מיכל שלמה

בוודאי, כששואלים אותי כמה עולה ביטוח סייבר אני אומרת שזה כמו לשאול "כמה עולה חליפה ליתום?". הפערים הם דרמטיים. בעולם הסייבר כל מבטח בוחר לעצמו איזה גבול אחריות הוא קונה זאת אומרת מה הוא מעריך שהחשיפה שלו תהיה בארוע נזק, וכמה הוא מוכל לשלם (פרמיה). יש לנו מבטחים שקונים מיליון דולר יש מבטחים שקונים מאה מיליון דולר גבול אחריות ויש שקונים מליון. אז כמובן יש שינוי בפרמיה שנובע מזה. כמובן הפרמיה מתחשבת בגודל הארגון, ברמת המוגנות שלו, ברמת המערכות שהוא משתמש, במודעות, כל מה שאמרת קודם שהם פקטורים בשיקול הם פקטורים בתמחור. יש לנו מבטחים שמשלמים עשרת אלפים דולר ומבטחים שמשלמים מאות אלפי דולרים.

אמיר ברנע

ומבחינת הסקטור הפיננסי בישראל, יש לכם את הממשק עם הרגולטורים שמטפלים או או אתם עובדים מול החברה וזהו?

מיכל שלמה

אנחנו עובדים מול החברה אין לנו ממשק עם הרגולטור. השתתפנו בשולחנות עגולים של מערך הסייבר גם בתפקידי הקודם בחברת ביטוח אחרת מתוך האינטרס המשותף להעלות את רמת ההגנה. חשוב להגיד שסקר של מערך הסייבר אומר שרק (הסקר נערך ב2019) אבל רק 13% מהארגונים בישראל רוכשים ביטוח סייבר זה נתון מאוד מאוד נמוך, בעולם האחוזים הרבה יותר גבוהים.

אמיר ברנע

נאמר לנו קודם שגם באירוע שירביט הדבר הזה בא לידי ביטוי,

במרבית הביטוחים היום בעיקר לגופים בינוניים אנחנו מתחילים מהשאלון, שואלים את המבטח הרבה מאוד שאלות, כשהשאלות הן מתמקדות גם ברמת המערכות בהן הוא משתמש. דיברנו קודם על אירוע קטסטרופה למשל, כאשר אנחנו מעניקים למבטחים כיסוי לנזק שנובע מספקים שלהם אז אנחנו ממפים את הספקים שלהם ובודקים אצלנו ברמת AIG כמה אנחנו חשופים לאותם ספקים ברמת סיכון קטסטרופה. אנחנו שואלים את המבטח שאלות ומנסים לקבל מידע לגבי תכנית המשכיות עסקית שלו ולגבי תכנית התאוששות ממשבר, רמת המודעות של הארגון, חינוך עובדים, הדרכות עובדים. אצל מבטחים גדולים נעשות פגישות, שיחות עם הארגון, עם מומחים טכנולוגיים כדי להבין את הסיכון לעומק. חשוב לי מאוד להגיד שהביטוח לא בא להחליף את ההיערכות העסקית, את ההתמודדות עם הסיכון ופעל לצידה כצד משלים. חלק עיקרי מתקציב הארגון להתמודדות עם סיכון הסייבר צריך לפעול ברמת ההיערכות והכלים הטכנולוגיים והביטוח הוא רק השלמה לזה. מבטח שלא יעמוד בתנאי הסף מבחינתנו לא יקבל הצעה לביטוח. אנחנו נעים לקראת עולם שבו אנחנו נלווה את המבטח בהתמודדות עם סיכון הסייבר, לא רק עם אירועי הסייבר, נשתף אותו באיך אנחנו רואים את הסיכון הזה, מניסיונו בעולם בסטטיסטיקות, בחולשות שלו ובמוקדי החשיפה שלו. AIG פעילה בעולמות הסייבר כבר 20 שנה בעולם. אנחנו נשענים לא רק על הניסיון של AIG בישראל (שפועלת 8 שנים בביטוחי סייבר) אבל גם על הניסיון העולמי ובמדינות אחרות בAIG כבר עובדים מודלים כאלה. כאשר כשאני מבטחת מבטח בעולמות האש, רעידת אדמה, צד ג' וחבות מעבידים אני פוגשת אותו בעצם פעם בשנה שאני עושה לו ביטוח, בעולמות הסייבר אנחנו מדברים בסיכון דינאמי ולכן מאוד חשוב הקשר עם המבטח לאורך כל השנה והיכולת לנטר את הסיכון.

אמיר ברנע

מיכל, היו אירועי נזק משמעותי בפועל?

מיכל שלמה

ודאי, בוודאי. גם בישראל וגם בעולם.

שלומי שוב

לפחות שומעים את זה ממישהו. לקח לנו שעתיים להגיע לזה.

מיכל שלמה

היו וקורים כל זמן, אני מוכרחה להגיד שמבחינת הסטטיסטיקה של

"ניהול סיכוני סייבר בסקטור הפיננסי
והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים
האחרונים".

שלומי שוב

ירידת ערך של מוניטין את לא עושה, נכון?

מיכל שלמה

דיברנו על זה אני ואתה, לגבי ירידת ערך של מוניטין. כאשר יש אירוע סייבר קבועה בפוליסה תקופת שיפוי בה אנחנו מבטחים, משפיעים את המבוטח על אובדן רווחים. ככל שבתקופה הזו אובדן הרווחים נובע ממוניטין יש לו כיסוי. אבל יכול להיות שאובדן המוניטין מתגלגל קדימה ובעוד שלוש שנים יש לו מחיר אין לזה כיסוי במסגרת הפוליסה.

שלומי שוב

דיברת על חברות טכנולוגיה שתומכות באמת בתהליך הזה של התמחר אז אנחנו הזמנו את שלום בובליל מחברת סטארט-אפ שמתעסקת רוב הלקוחות שלך שם הם בחו"ל אני מבין, אבל נשמח לשמוע על המתודולוגיה שלך.

שלום בובליל

אני מוביל את המוצר בחברה שקוראים לה קאבר ואנחנו מתעסקים בלסייע לחברות ביטוח וחברות ביטוח משנה בעיקר לכמת ולתמחר סיכוני סייבר. אני כן רוצה בעיקר להתייחס לאיך אפשר בכל זאת לתמחר סיכוני סייבר אבל שמעתי לא מעט דברים עד עכשיו ואני כן אשמח טיפה להגיב. אז הדבר הכי חשוב שלי חשוב לציין ואני חושב שיש איזשהו פער בין המציאות לבין איך שאנשים רואים אותה זה שיש מידע. אפשר להמשיך לחזור אחר המנטרה שאין מספיק מידע בשביל למדל סיכוני סייבר, יש אינסוף מידע מה שאין זה ידע, וגישה לאנשים שיודעים למדל. אנחנו יודעים את זה כי אנחנו שנים עובדים בלתמחר ולסייע לחברות הביטוח שנושאות את הסיכון ולמבטחי המשנה שיושבים מאחור, להבין מה החשיפה הפוטנציאלית של עסקים ואנחנו מסוגלים לאמת את המודלים

כלומר עצם הגילוי של רשימת לקוחות ועל מה הם מבוטחים ואיזה פרמיה הם משלמים. איך את קובעת נזק? איך את מכמתת נזק שלכאורה דורש פיצוי, מצדיק פיצוי למשל בהקשר של גילוי בהבחנה ממניפולציה שבה הנזק יותר ברור.

מיכל שלמה

אני לא בטוחה שהבנתי את השאלה.

אמיר ברנע

אנחנו דיברנו על שני אלמנטים שיוצרים נזק, אחד עצם הגילוי: בא האקר ויכול לפרסם רשימת לקוחות שלך, בדיוק מה כל אחד ומה המאפיינים שלו וכו', ודבר שני אפשרות של מניפולציה בנתונים שאתה צובר לאותו לקוח, העברה מחשבון לחשבון דברים כאלה. אבקש התייחסות לראשון, לעצם הגילוי. אני שואל את עצמי רגע, איך חברת ביטוח מכמתת נזק, נניח שאני לקוח של שירביט ופתאום עולה ההאקר הזה, פרסמו את שמי את העסקים שלי מול שירביט וכו', איך מכמתים את הנזק?

מיכל שלמה

אז כשאנחנו עושים חיתום אנחנו מנסים להבין שני דברים. אמרתי קודם ואמרתי בקצרה - ביטוח מכסה נזק למבוטח עצמו ונזק לצדדי ג'. אנחנו מנסים להבין אחד, מה הנזק הפוטנציאלי למבוטח כתוצאה מהשבתת מערכות, ובעולם הזה שונים מאוד גופים יצרניים שנשענים על הטכנולוגיה בייצור שלהם והמערכות מושבתות. בצד השני אני מנסה להבין נזק פוטנציאלי מדליפת מידע ולהבין איזה מידע הארגון מחזיק ומה הנזק הפוטנציאלי, והנזק הפוטנציאלי יכול להיות כי אני גוף פיננסי שמחזיק הרבה מאוד מידע פיננסי, כי אני גוף רפואי שמחזיק הרבה מאוד מידע רפואי... כי אני גוף יצרני ואני מחזיק הרבה מאוד מידע על הלקוחות שלי ועוד.

בסוף להסתכל על Dollar value כמה כסף הוא הולך לאבד, מתחלק לשניים Severity ו Frequency ברמה הכי פשוטה שיש אנחנו צריכים לאסוף כמה שיותר מידע פירמוגרפי על הארגון, על העסק מה הוא עושה איפה הוא יושב Subsidiaries, את מי הוא משרת, איזה אפליקציות יש לו, אלו אמצעי אבטחה ולאחר מכן אנחנו יכולים בעצם להריץ איזושהי סימולציה שהתפקיד שלה זה לא לחזות מה יקרה בדיוק לארגון אלא לבחון באמצעות הרצה של סימולציית מונטה קרלו מה הם הנזקים שהם יותר שכיחים לעומת נזקים שהם פחות סבירים ולהוציא מזה איזושהי Accident probability curve שמתאר גרף שמתאר בעצם את הסיכוי לחוות כל מיני רמות של נזק בהסתמך על אירועים שאנחנו מפיקים מהם האירועים האלה אמרתי ולהוציא מזה איזהשהו Exceedance probability curve אז אנחנו לוקחים מאה אלף אירועים שמייצגים בספקטרום של האירועים השונים שיכולים לקרות עושים תהליך של Reduction לבחור את ה-10,000 אירועים שהכי רלוונטיים לעסק ואז רק מריצים את הסימולציה. למה זה מעניין וחשוב? כי זה מאפשר פעם ראשונה להסית את השיח מהדקויות האלה שאנשים מדברים עליהן בסוף סייבר ואבטחת מידע זה נושא לגיקים למיניונים לא למנהלים ומקבלי החלטות אבל מתי שמתחילים לדבר על כסף הכל משתנה. במקום לשרת חברת ביטוח הדבר האחרון שאנחנו עכשיו התחלנו לעשות זה לעבוד עם תאגידים מאוד מאוד גדולים ולאפשר להם לעשות פחות או יותר אותו דבר אבל במקום מנקודת המבט של המבטח אנחנו נותנים להם בעצם גישה למה תהיה החשיפה הפוטנציאלית שלהם, יש כאן איזהשהו בנק שאנחנו עובדים איתו זה בנק גלובלי אני לא אנקוב בשם אבל הוא פעיל בעיקר באירופה עם נוכחות מסוימת בארצות הברית ומה שמעניין בבנק הזה זה שהוא עבר תהליך של טרנספורמציה, אז אנחנו רואים שבעצם זה גוף שאנחנו ממדלים לאורך זמן אז אני יכול לתת לכם כאן את הטרנד ומה שאתם רואים כאן מאוד מעניין זה שבפעם הראשונה בעצם שאנחנו הרצנו ב-2019 את הסימולציה שלנו ה Probable maximum loss זאת אומרת האירוע עם הנזק הכי גבוה שהוא עדיין אפשרי שזה בעצם לקחת Return אחד ל-250 מתוך הסימולציה של העשר אלף ולשקף את זה, אז אתם יכולים לראות שסך הכל הנזק הפוטנציאלי שסקרנו שחזינו 1.4 מיליארד דולר שזה פשוט ענק אפילו לקבוצה פיננסית כזאת גדולה ואתם יכולים לראות שינואר 2020 אנחנו כבר מדברים על נזק של 360 מיליון דולר ב Probable maximum loss כמובן שאלו התרחישי קיצון שאנחנו באים למדל אם מדברים על הנקודה הזאת של Probable maximum loss של תרחיש קיצון אבל יש יכולת גם להתייחס לתרחישים שהם הרבה יותר שכיחים והנזק שלהם הוא הרבה פחות גבוה.

שלנו באמצעות אחד, תביעות שרואים זאת אומרת אירועי סייבר שקורים ובהם חברות הביטוח משפות על הנזק אבל מעבר לזה גם אירועים שקורים ולא דווקא מובילים לתביעות זה עוד משהו שיכול לסייע במידול של הסיכון. דבר שני שאני רוצה לציין זה שאין דבר כזה פשוט מידול של סיכונים סייבר אני כן רואה את הבעיה הזאת כבעיה שמתחלקת לשלושה אלמנטים, הראשון זה באמת מה שנקרא Attritional losses התקיפות האלה שאנחנו רואים יום יום והן מבוססות על שיטות וטכניקות שהן פחות או יותר מוכרות ומובילות לרוב המוחלט של המקרים, החלק השני זה החלק של Large losses זאת אומרת אירועים שהם ייחודיים לא קרו בעבר אבל בפוטנציאל של דברים שניתן לחזות והחלק האחרון זה מה שנקרא אירועים קטסטרופליים, הילה נגעה בזה בצורה מאוד מאוד נכונה, הסיפור הזה של Single point of failure שזה יכול להיות Third party service provider איזושהו נותן שירות חיצוני שלאור איזושהי בעיה כשל אצלו במוצר או שהשירות יורד או שבעקבות תקיפה נוצר דלף של מידע למספר רב של חברות בנקודה אחת בזמן, האלמנט השני שיכול להוביל לקטסטרופה סייבר זה כל מה שקשור לחשיפה של איזושהי טכנולוגיה, חולשה שקיימת בטכנולוגיה שהיא מאוד פופולרית שהיא גם ויראלית אז אפשר לנצל אותה במקביל בהרבה מאוד מקומות במקביל נגיד כמו שקרה לפני מספר שנים בתקיפה של Notpetya מאחוריה עמדה מדינה אבל זה לא משנה מי עומד מאחורה מה שמשנה זה Impactn. הדבר השני שחשוב לי להעלות ולציין הוא שאני שמעתי הרבה מאוד התייחסות לגופים זרים, תקיפה של ממשלות, אני חושב שזה מאוד מאוד סקסי לדבר על התקיפות האלה, אני חושב שזה מאוד מתאים לנו כחברה להימשך לאזורים האלה של הסמבה וסוד מוחלט וכל הסיפורים האלה של איך מדינות וגופי ביון תוקפים, הרוב המוחלט של הנזק שאנחנו רואים הוא נזק שנובע מגופים שהמטרה שלהם הוא אינטרס כלכלי, להרוויח כסף, דיברנו על Covid אנשים נשארים בבית יש להם פחות הכנסות והדרך שלהם להרוויח זה פשוט לתקוף אבל לא רק בבנקים אני חושב שבהרבה מאוד מקומות חברות שיש להן כסף שיש להן הכנסה הן נהנות מכל מיני סיבות מ Traction בתקופה של קורונה ויש כאלה שאין להם יושבים בבית ולכן אנחנו רואים יותר תקיפות.

שלומי שוב

תדבר על המתודולוגיה בכמה מילים.

שלום בובליל

אני כן חושב שיש איזושהי אבולוציה כל עולם הסיכון מתחיל בזיהוי ממשיך במניעה ובסוף מגיע לניהול. אבל איך אנחנו מצליחים להגיע למצב שאנחנו ממדלים סיכון סייבר בצורה שתאפשר למנהל

"ניהול סיכונים סייבר בסקטור הפיננסי והשירותי על רקע פרשת שירביט והאירועים האחרונים".

הם יוצאים בסופו של דבר ולכן חשוב שהגוף ידע איך לנהל את זה ואיך להוציא את זה בצורה נכונה בשביל לא ליצור פאניקה וזה האינטרס של הגוף בסופו של דבר לדווח וזאת התפיסה שלנו באופן כללי בנושא הזה, אני לא אתייחס לדברים האחרים אני מבין שהזמן קצר אז תודה היה באמת מאוד מעניין.

אמיר ברנע

ליסיכום במילה, אני קצת מכיר את המערכת הפיננסית ואני שומע את סיפורי עלילות 8200 שמפורסמות בתקשורת, אתה שואל את עצמך רגע, יש איזה שהוא פער בהתייחסות לסייבר יחסית ליכולות הפריצה ולנזק שהן יכולות לגרום. שמעתי כאן: אל תדאג המערכת בטיפול. יש מי שדואג, המערכת היא בבקרה, והדיווחים איכשהו מגיעים ולכן המוסדות הפיננסיים במיוחד בנקים וגם אחרים יודעים איך להגן על עצמם. עכשיו אני שואל אם זה כל כך מבוקר ושקט ורמת הסיכון כמו שאמרים לנו ירדה מ-1.4 מיליארד ל-300 מיליון והכל בסדר. קיימת סתירה בין היכולות והשקט היחסי. אני שואל האם להיות רגוע כי הדוברים כאן מרגיעים שהסיכון בשליטה? להיות אופטימי?

שלומי שוב

אני פחות אופטימי ממך, לפחות כמה שאני הבנתי בין השורות, יש כאן דברים רגישים שלא ממש נאמרים באופן מפורש לדעתי - ובכלל מיטל אמרה שהמצב במשק לא טוב. שמענו גם היום שהמצב בביטוח הוא לא כמו בבנקים. ממה שאנחנו מבינים המצב בבתי השקעות למשל רחוק מלהיות טוב והם גם לא נמצאים בדרגה A יחד עם יתר המגזר הפיננסי שמיטל דיברה עליה, שזה מאד מדאיג. אם אני צריך לסכם את הדיון על הנושא "הלא מהותי" שאנחנו מדברים עליו אני חושב שחייבים לחשוב על שינוי מבני, על משהו שבאמת יביא לאופטימום את הטיפול בנושא הזה שיחבר למעשה יותר בין סמכות ובין אחריות בלי לגרום כמו שמיטל אמרה מהמומחיות שכמובן לכל רגולטור יש על הסקטור. אני חושב שאולי גם הסיפור של שירביט צריך להביא אותנו באמת לעשות את השינוי הזה ולייצר משהו שהוא יותר אחוד, תוך ניצול היתרונות.

שלומי שוב

תודה שלום אין ספק שיהיה מעניין ליישם את המודל שלך גם על בנקים בישראל. אנחנו רוצים לסכם היה דיון מרתק, רגע לפני שאנחנו מסכמים דני רוצה להגיב לדברים שנאמרו.

דני חחיאשולי

קודם כל באמת דיון מרתק אתה אמרת את זה בדיוק לפני, זה אחד, שניים, אני כן רוצה להתייחס לעניין הזה שנמרוד העלה לגבי הדיווחים, אני חושב שאני לא יודע לאיזה מגזרים הוא מתייחס אבל במערכת הבנקאית אנחנו לא רואים בעיה בזה שלא מדווחים או שגופים מנסים להתחמק מדיווח, הפוך, אני אגיד שאנחנו מקבלים די הרבה דיווחים גם במקרים שלא מחויבים דיווח אפילו לפי ההוראות שלנו וגם אם אנחנו לא מקבלים אותם אנחנו רואים את זה בדיעבד כשאנחנו באים לבנקים ואנחנו רואים את הדברים האלה, ולכן אם הם לא מדווחים זה אפילו יותר בעייתי מבחינתנו.

שלומי שוב

אבל אתה כרגולטור מקבל את הדיווח.

דני חחיאשולי

אני כרגולטור מקבל את הדיווח, אני מקבל ואני אגיד עוד שני דברים בהקשר הזה, אחד כשאנחנו מקבלים את הדיווח אנחנו שני הדברים הראשונים שאנחנו מסתכלים זה השפעה של זה על כל המערכת ואם יש לזה השפעה על המערכת אז אנחנו פועלים בשביל שגם הגופים האחרים ידעו על הדבר הזה, ודבר שני אנחנו מסתכלים על ההשפעה על הלקוחות ואם יש השפעה על הלקוחות אז גם אנחנו פועלים שהדיווח יגיע ללקוחות כמה שיותר מהר בשביל שיהיו ערוכים ומוכנים לדבר הזה. אז סך הכל מבחינת הדיווחים זה עובד. אני אגיד אולי עוד משפט אחד בנושא הזה, שאני מסתכל על זה גם מבחינת הגוף, אני חושב שנכון שהוא ידווח על זה מבחינת ניהול הסיכונים שלו, מבחינת ניהול המוניטין שלו, הדברים האלה

צריך להבין אין כאן יותר מידי זמן כי הדיגיטציה טסה ואנחנו חייבים לעבוד פה מהר. זאת אומרת כן צריך לקחת פה את כל הגורמים ולנסות לפחות בעניין הזה לשפר את המבנה ואתם יודעים שאני חושב שצריך בכלל לשפר את הרגולציה את המבנה של הרגולציה הפיננסית בארץ. מה שכן, חשוב לי להדגיש שהצורך החשיבה על שינוי מבני, לא גורעת מהאחריות של החברות והדירקטוריונים שלהן לנושא. האחריות נמצאת קודם כל על כתפי החברות והן חייבות להשתפר בנושא.

במקביל צריך לשפר את הנושא של זרימת המידע, לא יכול להיות שזרימת המידע תהיה כמו שנמרוד אמר כל כך סלקטיבית כך שלמעשה האינטרס הספציפי של החברה עולה על אינטרס המאקרו של המשק. צריך לראות איפה מוצאים את האיזונים. אני קורא גם לרשות ניירות ערך לקבל את הדיווחים, לפחות לעצמה כדי שתהיה בקרה על המידע למשקיעים מתי זה יוצא, מתי זה לא יוצא, מתי באמת יש רגישות מיוחדת וצריך להמתין - אבל אז זה צריך לצאת בדיעבד כי אנחנו לא רואים שהם גם יוצאים בדיעבד. נראה לי שהיה לנו דיון טוב ומקווה שלא רק אני רואה את זה - תודה רבה.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM | FVF

”מיסוי לוקאלי של גופים
רב לאומיים: עקרונות
הקצאת נכסים לא
מוחשיים ורווחים”.

תאריך המפגש: 8 בפברואר 2021

נושא המפגש: ”מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים: עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים ורווחים”.

חומר רקע: לחץ כאן | מצגת רשות המיסים | לנספח פרויקט ה BEPS

נוכחים: לחץ כאן

צוות מקצועי: מיכל ברק, ניב אלמוג, עדן בוכריס, יואב אטיאס..

שלומי שוב

שהדברים האלה מקבלים משנה תוקף בישראל לאור עוצמות הידע ויכולות הפיתוח שיש לנו כאן - באופן יחסי כמובן למשק. בגדול יש כאן שני מישורים עיקריים של דילמות מס - מישור אחד, שמה לעשות פחות תלוי בנו, והוא מיסוי "כלכלה דיגיטלית" - כלומר האם וכיצד חברות דיגיטליות כמו גוגל, טוויטר ופייסבוק נדרשות לשלם מיסים בישראל? המישור השני הוא מיסוי מרכזי הפיתוח בישראל - מישור זה כבר יותר תלוי בנו, אבל לכן יש לו גם השלכות כבדות מבחינת התעסוקה בישראל שמבוססת במידה רבה על ההיי טק - מאחר והוא משפיע על המוטיבציה של חברות הטכנולוגיה הבינלאומיות להמשיך ולהחזיק את הפעילות הזאת כאן.

בוקר טוב, אנחנו עוסקים היום במיסוי לוקאלי של חברות רב לאומיות - נושא בעל חשיבות רבה לכלכלת ישראל וקשור בליבה שלו לקונספט של שווי הוגן - בהיבטים של הקצאת פעילויות ורווחים, זיהוי נכסים לא מוחשיים ותמחור שלהם. קיימת ביקורת רבה בציבור וזה משהו כלל עולמי על כך שהחברות הבינלאומיות לא משלמות מיסים מקומיים באמצעות יצירת קונסטרוקציות משפטיות ומקלטי מס ואנחנו בין היתר נעסוק היום בשאלה היום עד כמה הביקורת הציבורית הזאת באמת מוצדקת? אין ספק

כאשר מדובר על איזה שהוא מרכיב "פיצוי" בגין השיווק וההפצה המקומי - זאת מהפכה כי כאמור עד כה הגישה המסורתית של עולם המיסוי הבינלאומי היתה שנדרשת נוכחות פיזית במדינת היעד.

זה אמנם לא בדיוק אותו דבר, אבל לא ניתן להתעלם מההתפתחות המעניינת בכך שאמזון התחילה לאחרונה לשלם מע"מ בישראל - אז זה נכון שהיבטי מע"מ יכולים להיות לעיתים רחבים יותר כי זאת "מטרייה" שונה, אבל אין ספק שהחברות הבינלאומיות שעוסקות בסחר או בשירותים בהחלט עשויות להיות מטרה לשומות מס בהיבט של הכלכלה הדיגיטלית - מה גם שלחלקן יש בארץ נוכחות כלשהי. Pillar 2 מנסה לקבוע שיעור מס מינימלי ואחיד לגופים רב-לאומיים בעלי הכנסות של מעל 750 מיליון אירו כאשר מדובר על שיעור מס שיהיה ככל הנראה בין 10-15%. אגב, שימו לב שזה יכול ליצור בעיות מול חוקי עידוד בישראל - כמו למשל במקרה של אינטל שמשלמת בישראל שיעורי מס נמוכים מכך..

במישור השני של מיסוי מרכזי הפיתוח בישראל עולה השאלה מה באמת מהות פעילותם - כלומר מיקום הפונקציות, הנכסים והסיכונים (מה שנקרא ניתוח FAR) ובאילו מקרים הם באמת מספקים רק שירותים בנוסח "קוסט פלוס" ואז ימשיך המצב הדברים הקיים של מיסוי פשוט לפי מחירי ההעברה אלו. לעניין זה יש לציין כי ה-OECD פיתח מבחנים מפורטים ומדויקים יותר המכוונים בעיקר לנכסים בלתי מוחשיים וזה במסגרת פונקציית ה-DEMPE (Development, Enhancement Maintenance, Protection and Exploitation).

הרציונל מנקודת הראות של רשות המיסים הוא לזהות את המקרים שבהם "המוח" נמצא בישראל - ולכן יש לייחס לו חלק מרווחי הקונצרן הבינלאומי. כפועל יוצא, לפחות בחלק מהמקרים יתכן ויהיה זה נכון לייחס נכסים לא מוחשיים על בסיס ניתוח כלכלי של שרשרת הערך ועל בסיסם לבצע הקצאת רווחים - הנכסים הבלתי מוחשיים יכולים להיות נכסים טכנולוגיים כמו פטנטים, ידע וסודות מסחריים, או נכסי שיווק ומכירות כמו רישיונות, סימני מסחר ומוותגים, וכמובן גם מוניטין ובכלל זה שווי מרכיב העסק החי. ואני לא מדבר כאן על יחוס נכסי לקוחות - כגון משתמשים וכו' לפי הכיוון העולמי לגבי הכלכלה הדיגיטלית במישור הראשון, אלא מדבר בעיקר על מרכזי המו"פ העוצמתיים. כך למשל, במקרים בהם מוקם בישראל מרכז מו"פ ונקבע כי מרכז המו"פ איננו הבעלים המשפטי של הנכס הבלתי מוחשי - השאלה הקריטית היא האם יש לקבוע כי מרכז מו"פ הינו הבעלים הכלכלי של הנכסים הבלתי מוחשיים המפותחים וכיצד יש לתמחר זאת?

כשאנחנו מדברים על רכישה ולא על הקמה - כלומר, המבנה הקלאסי של אקזיטים - שבו אנחנו רואים את החברה הבינלאומית הגדולה רוכשת כאן את מלוא המניות של החברה הישראלית יכולים להיות למעשה שני מצבי עולם:

1. שה-FAR יצא מישראל לאחר רכישת המניות ואז זה מטופל

המשותף לשני המישורים הוא מגמת מעבר, מהתפיסה המסורתית של מחירי העברה שהיא התמקדות בנטרול היחסים המיוחדים בין צדדים קשורים - כלומר חתירה להשגת "תנאי שוק" על בסיס נוכחות פיזית לגישה חדשנית של הקצאת רווחים על בסיס יחוס כלכלי רעיוני של נכסים בלתי מוחשיים לוקאליים שאינו תואם בהכרח את הבעלות המשפטית - ואפילו בעולם הולכים כאן צעד דרמטי קדימה עם קונספט שרשרת הערך ומייחסים את הנכסים הבלתי מוחשיים הקשורים ללקוחות למיקומם הרעיוני הגיאוגרפי ולא בהכרח למיקום הבעלות עליהם. לא טריוויאלי.

שימו לב שבישראל באופן ייחודי - שני המישורים שהם לכאורה שונים מבחינה מיסוית דווקא פועלים יחד ומתמזגים במידה מסוימת, מכיוון שמצד אחד יש כאן נפח פעילות דיגיטלית משמעותי של החברות הבינלאומיות ומצד שני החברות הדיגיטליות הבינלאומיות הגדולות - כמו גוגל ופייסבוק בוחרות לקיים פה פעילויות מו"פ נרחבות במקביל לפעילות המכירות שלהן - מה שמגדיל את חשיבות הסדרת הפעילות שלהן בישראל, והופך את הדיון שלנו היום לאקטואלי ביותר ועוד יותר מעניין.

לגבי המישור הראשון של הכלכלה הדיגיטלית, רשות המיסים פרסמה ב-2016 חוזר תקדימי יחסית שהחידוש העיקרי שלו הוא עניין ה"נוכחות הדיגיטלית", כלומר גם בהיעדר נוכחות פיזית או כאשר יש נוכחות פיזית זניחה - עשויים לראות את הגוף הזר כמי שיש לו "מוסד קבע" בישראל ולכן חייב במס אם יש לו "נוכחות דיגיטלית" משמעותית. כדי להתחדד קחו למשל גוף אינטרנטי בינלאומי כמו רשת חברתית עם נוכחות פיזית זניחה בישראל, אך פונה לקהל יעד ישראלי (ואולי האתר גם בעברית, ואפשר לשלם בשקלים ובכרטיס אשראי ישראלי וכו') - אם בעבר התפיסה הייתה שאי אפשר לחייבו במס בישראל, היום זה כבר נתונה לשאלה.

כאמור מדובר בחוזר תקדימי, אבל ממה שאני מבין לא בטוח עד כמה החוזר הזה באמת מיושם בשטח - ואין מה לעשות במישור זה אנחנו תלויים בעיקר בהתפתחויות בזירה הבינלאומית ויש כאלה בהחלט - תיארונו בחומר הרקע את דוח ה-BEPS (Base Erosion and Profit Shifting) שפורסם על ידי פורום ה-G20 בשיתוף עם ה-OECD ומבוסס על העיקרון שהרווח והמס בגינו צריכים להיות משיכים למקום שבו נוצר הערך. החוזר הישראלי הוא די חלוצי כי יצא ממש בסמוך לאחר פרסום ה-BEPS ולפני שהמדינות האחרות פעלו בנושא. באוקטובר 2020 פרויקט ה-BEPS עבר שלב משמעותי קדימה כאשר ה-OECD פרסם את Pillar 1 ו-Pillar 2 שנמצאים כעת ממה אני מבין בשלב אחרון של שימועים.

Pillar 1 מדבר על קיומה של זכות מיסוי למדינות בהן נמצאים המשתמשים של הגופים הרב-לאומיים גם אם לאותם גופים אין נוכחות פיזית באותן מדינות וזאת מהפכה של ממש. תחשבו על חברות גיימינג, רשתות חברתיות, חנויות דיגיטליות ומנועי חיפוש. כלומר, התבססות במידה רבה על כמות המשתמשים המקומית -

"מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים:
עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים
ורוחים".

שיותר מיוחס למוניטין (שכולל את הסינרגיה כמובן).
אני חושב שאפשר להשתמש לצורך כך בהגדרה החשבונאית של
"שווי הוגן" שמתייחסת למשתתף שוק - במילים אחרות, המחיר
שיותר ממשותף אחד היה מוכן לשלם ולא רק גוגל. המשמעות היא
שחלקים מתוך המוניטין כן יכולים להיכנס לזה, אבל לא בהכרח
כל המוניטין כי יש בו מרכיבים סובייקטיביים שמתייחסים לרוכש.
תחשבו שהרוכש שילם 100 בגלל שהוא רוכש אסטרטגי בעוד
משתתפי השוק האחרים היו משלמים רק 40.

ברקע של הדברים צריך לזכור שהחשבונאות מאד חלשה בנושא
נכסים לא מוחשיים - אין הכרה ומדידה של נכסים אלו ככל שהם
צמחו פנימית ולא נרכשו וזה "עקב אכילס" במיוחד בחברות
טכנולוגיה עליהן אנחנו מדברים. ובכלל הדוחות הכספיים של
חברות הכלכלה דיגיטלית הבינלאומיות לא עושים לרשויות המס
חיים קלים - כך למשל, תופעתו או לא, אבל הן לא מדווחות על
מגזרי פעילות גיאוגרפיים. מי שמסתכל למשל בדוחות של אלפאבית
(גוגל), טוויטר ופייסבוק שפועלות כידוע כמעט בכל העולם, רואה
שמבחינתן כל העולם הוא מגזר פעילות אחד. אגב, מצבה היחסי
של אלפאבית היום הוא יותר טוב כי החלה ברבעון האחרון לדווח
על מגזר הפעילות העסקי של שירותי הענן.

לפעמים זה קצת מוזר לי כי קיימות יבשות שונות - רגולציה משתנה
ואף מדינות עם משטרים שונים, המצג הדיווחי שלהן הוא למעשה
שכאילו הן "מרחפות" מעל למדינות ולדעתי זה לא כזה טריוויאלי.
רק להמחיש את פערי הרווחיות, ה- ARPU של פייסבוק בארה"ב/
קנדה ב- 2020 (שעמד למשל ברבעון הרביעי על 53.6 דולר) היה
פי יותר מ- 11 מזה שבאסיה/פסיפיק (שעמד ברבעון הרביעי על 4
דולר). אגב, הפתיע אותי למשל שה- ARPU באירופה הוא רק 30%
מזה שבארה"ב/קנדה.

בהקשר זה שימו לב גם להתפתחויות האחרונות בזירה המשפטית
- למשל אנחנו רואים בשנה האחרונה בישראל שבשורה של מקרים
- לרבות המקרה של לינוי בר גפן וטוויטר - בתי המשפט בישראל
בוחרים לדון בהיבטים השונים הקשורים לפעילות בישראל - בניגוד
לעמדת החברות הבינלאומיות עצמן לפיה הדבר כלל לא נמצא
ב- scope של בתי המשפט הישראליים. זאת התפתחות חשובה
לדעתי בכל היבט - לרבות בהקשר של רגולציה.
הבעיה בגישת ההנהלה החשבונאית לעניין פילוח מגזרי פעילות

במישור רווח הון - וכמובן עולה שאלת מדידה.

2. שה-FAR נשאר ואז אנחנו נכנסים לשאלה של תמלוגים ראויים
וחלוקת רווחים.

אגב, גם ההבחנה הזאת לא טריוויאלית. כך למשל, בפס"ד ברודקום
בית המשפט לא היה מוכן להכיר בכך שעסקת התמלוגים עם חברת
הבת הישראלית שרכשה היא למעשה עסקת מכירה - כלומר, שיש
לסווג את העסקה באופן אחר מהצורה המשפטית שלה לטענת
רשות המיסים (כלומר, הטענה כי מדובר בשינוי מודל עסקי). מן
הסתם ככל שנקודת המוצא כעת היא כי הפעילות נותרה בישראל
הרי שהוויכוח מול רשות המיסים יהיה על גובה התמלוגים, והשאלה
הכי רגישה היא שאלת חלוקת הרווחים. אני חושב שבעקבות פס"ד
ברודקום כובד המשקל עובר כעת לשאלת חלוקת הרווחים ופחות
לשאלת רווח ההון ולכן כנראה כולנו כאן היום בדיון.

ככל שהמסקנה היא שה-FAR יצא מישראל אז אנחנו כבר בשאלת
מדידת רווח הון. כאן כמובן עולה שאלת השווי במכירה של ה- IP
כאשר זה ברור שקיים בנצ'מרק של רכישת המניות כמה רגעים
לפני. בטח אמיר יתייחס לסוגיות השווי שעולות - כמו האם יש צורך
לנטרל סינרגיה ופרמיית שליטה - אלו סוגיות שאנחנו עוסקים
בהיבטים הדיווחיים שלהם בפורום שווי הוגן באופן שוטף, אבל אין
ספק שכאן זה מקבל משנה תוקף. תחשבו למשל על גוגל שרכשה
את ויז ושילמה עליה מיליארד דולר כשלאחריה גוגל רכשה את ה-
IP. השאלה כמה מהסכום הזה שולם בגלל שגוגל היא הרוכשת -
כך שרכישת ה- IP לאחר מכן, מייצגת לכאורה רק חלק קטן יחסית
מהסכום. אגב, אם אני זוכר נכון דווקא במקרה זה לא עלתה שאלה
כי גוגל הלכו על מהלך שמרני וביצעו את הרכישה לפי אותו מחיר -
אבל מאז היו לא מעט עסקאות שבהם זה לא היה ככה.

זה ברור שלרשות המיסים בישראל יש אינטרס להגיד שהסכום יהיה
כמה שיותר גבוה ונגזר ממחיר עסקת המניות. ראינו את הפסיקה
במקרה של מייקרוסופט - ג'יטקו בו בית המשפט קיבל את עמדת
רשות המיסים. הבעיה היא שכמו בהרבה דברים שקשורים למיסים
בסוף זה נסגר פרטנית בפשרה - סוג של "סחר סוסים" והסוגיות
העקרוניות לא באמת מתחדדות - לכן טוב שבפורום אקדמי-
מקצועי כמו שלנו אנחנו עוסקים בזה. אגב, לצערי כחלק מסחר
הסוסים הזה, רואים לעיתים קרובות שב-PPA אצל הרוכשת,
מייחסים ל-IP סכום נמוך יחסית ביחס למחיר עסקת המניות וכמה

שאני קורא לה גישת "האח הגדול" - היא שאין לגופים האלה אינטרס להגיד משהו אחר ולכן הם יעשו ככל שניתן שהנציגויות בארץ יהיו טכניות במהותן ובטח לא כאלה שמצדיקות יחוס רווחים בדוחות הכספיים שלהם - מה גם שזה מסתדר היטב עם האינטרס המיסוי. כל האינטרסים מתחברים כאן - גם הדיווח הרי מי רוצה לחשוף רווחיות גיאוגרפית, גם אם זה חוסר שקיפות מול המשקיעים... אנחנו נשמע עוד מעט את רשות המיסים - את הקו שהם מעוניינים להתוות בין המקרים שבהם יושם עקרון חלוקת הרווחים לבין חוזי הקוסט פלוס ומצד שני אנחנו נשמע כאן כמובן את נציגי החברות. אחת הנקודות המרכזיות שנרצה לדבר עליהן היא עד כמה עמדת רשות המיסים היא קוהרנטית אל מול כללי המיסוי בעולם כיום. חשוב להבין שכל החלטה כאן היא רגישה כי יש לה השלכות ישירות על המשק ולכן טוב לדעתי שאנחנו מקיימים מעין דיון ציבורי בנושא בימים אלה.

אמיר ברנע

בוקר טוב לכולם. שלומי מכוון אותי לדון בנושא הערכות שווי שמתייחס למצבים קיצוניים בהם כל ה-FAR מועבר לחוץ לארץ ומס הכנסה רואה בעסקה עסקה הונית ולכן הערכות השווי רלוונטיות להערכות עסקה הונית. כשמס הכנסה מעריך את העסקה כעסקה הונית הוא מחפש לעיתים קרובות עסקה דומה והעסקה הדומה היא לפעמים אותה עסקה שבה נרכשו המניות שהחברה הרב לאומית רכשה מחברת הפיתוח או חברת הידע הישראלית בעסקה קודמת להעברת ה-FAR. כלומר יש לנו שתי עסקאות - עסקה ראשונה שהחברה הבינלאומית רכשה את המניות ממפתח הידע הישראלי, כמובן שולם מס ככל שהם ישראלים על ידי בעלי חברת הידע. יש לנו עסקה שנייה, שבה החברה הרב לאומית מעבירה לפעמים במנגנון של FAR את הפעילות לחברות אחרות שלה ברחבי העולם. מס הכנסה בא ואומר שהעסקה השנייה היא בעצם עסקה הונית והבסיס לקביעת השווי של העסקה הזו הוא אותה עסקה בה נרכשו המניות בעסקה הראשונה.

השאלה שאנחנו דנים בה היא האם מוצדק פער בין שווי המניות שנרכשו לבין שווי הנכסים שמועברים בעסקת ה-FAR. ד"ר בריקר יתייחס לזה, יציג את עמדתו המנומקת לפיה קיים פער מוצדק שהוא מגדיר כנכס שליטה. הוא טוען שנכס השליטה הזה הוא מובדל ומובחן בכך שהוא שייך לרוכש השליטה, כלומר לחברה הבינלאומית והוא מעל רובד נכסי הפירמה הישראלית.

נושא שווי השליטה בעסקה כזו הוא מעניין וחדש לפחות במסגרת הספרות המימונית. כל תלמיד מימון שעסק בנושאים של שווי שליטה מודע למאמר פורץ הדרך של ג'נסן ומקלין באמצע שנות ה-70 של המאה שעברה, בו דנו בחברה ציבורית והראו איך בעל שליטה בתוקף זכויות השליטה, יכול לנשל חלקית בעלי מניות מיעוט. בהקשר אחר בעלי מניות יכולים לנשל חלקית נושים

דרך שליטתם בסיכון הפירמה. כי שליטה על סיכון נכסי הפירמה מעבירה חלק מנכסי הנושים לבעלים. בספרות המקצועית דנים בנושא תחת הכותרת value of control גם לחברות ציבוריות וגם לחברות פרטיות.

ג'נסן ומקלין הסתכלו על חברה בודדת שגם מייצרת וגם מוכרת לצרכנים, לכן הייתי מפתיע אותם מאוד אם הייתי אומר להם שקיים שווי שליטה כשיש בעלים אחד שמחזיק 100% ואין נושים. זה היה אולי אפילו מוצג כמגוון, איך יכולה להיות שליטה כאשר יש 100% בעלות ואין נושים. החידוש כאן הוא, שבחברה רב לאומית שבה הפעילות מתפזרת גם גיאוגרפית וגם מבחינת פונקציות הייצור. חלק הייצור נניח הידע במדינה אחת, הפיתוח במדינה אחרת והשיווק אולי נעשה בחברה שלישית במדינה שלישית. פה אנחנו רואים שדווקא בעלות של 100% מאפשרת לחברה הבינלאומית הקצאה אופטימלית של הפעילות ומקסום השווי. שימו לב, קיים שווי שליטה ב-100% בעלות.

כל הרעיון קשור לדעתי למיקור פנים ומיקור חוץ הטענה היא שכדי להשיג הישגים ברמה של החברה הרב לאומית היא צריכה מיקור פנים. מיקור חוץ, להתקשרויות ואפילו עסקאות אסטרטגיות עם גורמי חוץ, יש הרבה חסרונות גם מבחינת סיכון, גם מבחינת אפשרות של הפרות, גם מבחינת צורך במעקב שוטף אחרי כל הגורמים הנוגעים בדבר. לכן מיקור פנים הוא זה שיוצר ערך. תראו למשל פער מהותי שיכול להיות קיים בין בעלות של 99.5% בחברה לבין בעלות של 100% בחברה. שלומי אפילו הזכיר לי את הנוהג של חברות למשל לחלק אופציות. אם יש לנו מנהלים של חברות בנות והכי טבעי שיקבלו אופציות בחברות שהם מנהלים כי שם הקשר הישיר בין הפעילות שלהם להישגי הפירמה. אבל חברה נותנת אופציות דווקא בחברת האם ששם הקשר בין הפעילות של אותו מנהל לבין הישגים של חברת האם הוא רופף. למה? התשובה יכולה להיות (לעיתים הסיבה היא אחרת וקשורה למניות סחירות), רצון לא ליצור מיעוט בחברת הבת כי מחפשים שליטה מוחלטת בשילוב הרב לאומי. כלומר, חברת האם היא בעלת נכס מובחן שנקרא שליטה בעוד שהנכסים שמפוזרים בין חברות הבת יכולים להיות בשווי הרבה יותר נמוך משווי המניות ששולם כאשר נרכשה 100% בעלות בחברה הזו.

לאור אלה כיצד נעריך את שווי הנכסים בעסקת FAR? יכולות להיות תשובות שונות. אני רוצה להציג שתי דרכים להערכת שווי ובזה לסיים. דרך ראשונה, היא על סמך סיבובי ההשקעה באותה חברת בת. כלומר, אותה חברה ישראלית שהיו לה סיבובי השקעה מול משקיעים שונים שקנו מניות מיעוט בחברה הזו. מסיבובי ההשקעה האלו אפשר להקיש מה שווי הנכסים של אותה החברה. כלומר, לא מהעסקה של רכישת 100% אלא מסיבובי ההשקעה שקדמו לה בהם נרכשו מניות מיעוט באותה חברת בת, זו דרך אחת. שוב אני מציין שאפשרי פער גבוה מאוד בין השווי הזה לבין השווי ששולם על המניות. אפשרות שנייה, דרך מחירי העברה השוואתיים. אם אתה

"מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים:
עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים
ורוחים".

לנציגי רשות המיסים שנמצאים איתנו בפורום ועושים עבודת קודש גם בתקופת הקורונה למען המדינה ולמען אזרחי המדינה. אנחנו היום בפורום שווי הוגן שלובש אני חושב באופן חד פעמי שם חדש "פורום מיסוי הוגן", אם תרשה לי שלומי. נתמקד היום בנושא מרכזי פיתוח בישראל. הערת מסגרת לכל הדין, לכל הפורום, לא נוכל להגיב לכל מה שיאמר פה על ידי כל הגורמים ולכן שתיקה שלנו לא מהווה הסכמה למה שיאמר בפורום, שיהיה ברור לכולנו.

אני ארצה לתת זמן גם לאחרים להגיב. ההתפתחות של המדינה שלנו, מדינת ישראל, אני אמנם לא נולדתי כאן אלא בחוץ לארץ, אבל כשהבנתי "שיש פה משהו מעניין" החלטתי לעלות לפני כמה שנים. ההתפתחות של המדינה אפשר להגיד שמי שמלווה את ההתפתחות ומי שגורם להתפתחות הזו זה תעשיית ההייטק, הקרוי "הקטר של התעשייה הישראלית". ההתפתחות הזו הולכת יחד יד ביד. ניתן לומר שישראל הפכה להיות מרכז מו"פ עולמי, ובתוך כך, מוצאים את עצמנו בסוגיה מרכזית של המורכבות של חלוקת הרווחיות בין המדינות בעולם. מהו החלק של העוגה שמגיע לנו כמדינת ישראל ושוב, כרגע, לרשות המיסים אין אג'נדה, אנחנו לא באים עכשיו כדי לגבות יותר, אלא באמת רוצים לדאוג שאזרחי המדינה יקבלו את חלקם בעוגה הבינלאומית ומצד שני גם לא לגרום לנזק כזה שיגרום לזה שסה"כ העוגה תקטן בעקבות הצעדים שלנו. השילוב הזה, זה השילוב שננסה להציג במצגת.

אז כמו שתיארת שלומי, עשית אגב הקדמה מדהימה, מיסוי הכלכלה הדיגיטלית בשנים האחרונות מעסיק אותנו המון ברשות המיסים בהרבה זוויות שתיארת, אבל אנחנו היום נתמקד במיסוי מרכזי מחקר ופיתוח בישראל, אותם מרכזי מו"פ שהמבנה התאגידי הסטנדרטי שאנחנו פוגשים, אותה חברה ישראלית שמעסיקה עובדי מחקר ופיתוח מוחזקת על ידי תאגיד זר. לפעמים תאגיד זר במדינת אמנה לפעמים תאגיד זר במדינת אופ שור ואתו תאגיד זר משפה את מרכז המו"פ הישראלי באמצעות תמחיר כזה או אחר שהוא יושב לרוב בשיטת ה-cost plus.

כאשר אנחנו באים לבחון את המחיר שמגיע לרשות המס הישראלית או למדינת ישראל אנחנו נשענים בעיקר על סעיף 85א לפקודת מס הכנסה שקובע שבמחלקות אלה. הזדמנות גם להגיד תודה

מוצא שמחירי העברה בין החברה לחברות אחרות באותה חברה רב לאומית הם הוגנים ומוצדקים מבחינה כלכלית ניתן להעריך את השווי של חברת הבת לפי צפי של תזרים הכנסות דרך מחירי ההעברה האלה, להוון אותו וזה מקנה שווי לחברת הבת. שוב בהבחנה ברורה וחדה בין השווי ששולם על 100% מהמניות. אני רוצה להדגיש שהפער בשווי בין רכישת המניות לשווי הנכסים איננו סינרגיה. סינרגיה יכולה להיות מיזוג של שתי חברות שמאפשר חיסכון בהוצאות למשל, אם בנק מזרחי מתאגד עם בנק איגוד השילוב הזה הוא שילוב סינרגטי שיכול לחסוך סניפים, יכול לחסוך בהוצאות ועוד כל מיני דברים כאלה. פה נוצרת אינטגרציה של פונקציית הייצור, זה דבר אחר לגמרי. שליטה על פונקציית הייצור שנדרשת משום שבכל התארגנות אחרת של איזה הסכם אסטרטגי קיים סיכון כי יכול להיות שאותה חברה עצמאית תלך למישהו אחר. ותפר את ההסכם האסטרטגי שנחתם איתה. זה לא סינרגיה במובן הקלאסי שלה, אלא זה בעצם שליטה, אבל אני הייתי מגדיר אותה לא כשליטה בגלל הסיפור של ג'נסן ומקלין אלא יותר כמיקור פנים, שווי מיקור פנים.

שלומי שוב

תודה אמיר. הצגנו את הספקטרום הרחב של הנושא ואנחנו נשמח עכשיו לשמוע את רולנד עם שלם. תודה רבה שאתה איתנו וגם כמובן הנציגות המוכבדת של רשות המיסים. נשמח לשמוע את הצד שלכם ואני מניח שבעיקר הנושא שעומד כרגע על הפרק הוא הנושא באמת של מרכזי המו"פ.

רולנד עם שלם

בוקר טוב לכולם. אז קודם כל תודה על האירוח, אנחנו אמנם אורחים פה אבל אני מרגיש אישית קצת בבית כפי שאתה יודע. הזדמנות להגיד תודה רבה בפורום הגדול הזה לנציגי החברות, למייצגים וגם לקארין שפה איתנו, תודה על שיתוף הפעולה, אנחנו פה בעלי אינטרסים משותפים לרוב. פה ושם יש מחלוקת אבל אנו מצליחים להכריע לרוב במחלוקות אלה. הזדמנות גם להגיד תודה

מהנדסים שעובדים במרכזי המו"פ והמשקל של המס הנגבה הזה מול מס החברות שמשולם על ידי אותם תאגידים מעסיקים. כלומר, רוב המס מגיע מהעובדים, אבל שימו לב לפער שהולך וגדל ואם אני הולך אחורה לשנים מ-2013, רואים שממצב של פי 3 מס ממשכורות מול מס חברות אנחנו מגיעים לפי 5 וכנראה זה ילך ויגדל. כלומר, מצד אחד העובדים שלנו הישראלים מצאו מקום תעסוקה מתפרנסים בכבוד משכורות גבוהות, מצד שני, אותו חלק שאותו מעסיק, אותה חברת מו"פ ישראלית המוחזקת על ידי תאגיד זר, אותו חלק שהתאגיד משלם כמס חברות נשאר די סטטי.

כשאנחנו באים לבחון את חלוקת עוגת הרווח בין אותה חברה ישראלית, אותו מרכז מו"פ לבין החברה הזרה יש שתי שאלות מרכזיות: שאלה ראשונה, האם אותה חברה ישראלית שמפתחת עבור אותו תאגיד זר את הנכס הבלתי מוחשי, שהינו הבעלים המשפטי של אותו נכס מוחשי לפי מה שמוצג. (אגב כקוריוז דווקא השבוע שאנחנו בפרשת משפטים אנחנו בוחנים את הבעלות הכלכלית של אותו נכס בלתי מוחשי). השאלה הראשונה היא האם באמת אותו מרכז מו"פ ישראלי הגיע למצב שבאמצעות הפיתוח שהוא ביצע הוא כבר יצר "בעלות כלכלית" מסוימת לנכס הזה בישראל ובלי קשר לשאלה הזו, גם אם התשובה תהיה שלילית ואין בעלות כלכלית על הנכס, יש גם שאלה של קביעת המחיר. גם אם יש בעלות כלכלית וגם אם אין, איך עלינו לקבוע את המחיר בין אותם צדדים קשרים בגין אותו שירות שניתן על ידי אותו מרכז מו"פ ישראלי.

כאשר הדילמה תבוא בדרך כלל (אם נעשה את זה קצר ופשוט לצורך הפורום והזמן המוקצב שיש לנו), בין שיטת שיעור הרווחיות אותו cost plus למיניהם של לקחת את העלויות של מרכז מו"פ ולשפות אותו בגובה העלויות ולהשאיר לו איזה מרווח בשביל ההרגשה או ללכת לעולם של profit split, שיטת חלוקת הרווח שמסתכלת על כל העוגה, על כל הרווח של הקונצרן ולקבוע שחלק מהרווח הזה, יותר משמעותי מה- cost plus, "מגיע" לאותו תאגיד ישראלי.

המוצא שלנו הוא כמו שתיארת שלומי בעקבות ה-OECD וה-BEPS שקובע בקווי ההנחיה שלו, אשר מנסה לתת כלים כדי לבחון האם אותם דמויות, האם אותה פעילות שמתבססת במקרה שלנו בישראל, האם היא יוצרת באמת את הנכסים הבלתי מוחשיים האלו, אותו DEMPE המפורסם שנותן משקל לגורמים שקורים פה ביחס לגורמים שקורים במקומות האחרים. אבל אם אני רוצה ככה להתקדם שלב ולהגיד שמבחינתנו הניתוח שאנחנו עושים, מבלי לקבוע מסמרות בשלב הזה, אפשר להגיד שיש סממנים שמחזקים קיום בעלות כלכלית בישראל, כגון, רשימה לא סגורה אבל אם מקורו של הנכס הבלתי מוחשי בישראל ופעילותו החלה בישראל או בישראל בישראל מתקיימות פעילויות נוספות מלבד פעילות המו"פ, מטה הקבוצה ממוקם בישראל, מרכז הפיתוח בישראל נוטל חלק מהסיכונים המשמעותיים בפעילות המו"פ. ככל שהמו"פ פה יותר

שלנו בין חברת אם זרה לחברה בת ישראלית, מצופה שהשירות, אפשר לראות פה את הרשימה של כל הרכיבים, ידווח בהתאם לתנאי השוק. הצדדים הקשורים האלו שיש להם נטייה לפעמים לקבוע מחיר שהוא שונה ממחיר שוק מכל מיני סיבות ולפעמים גם חלק מהסיבות הן מיסוי, בא המחוקק הישראלי כמו ברוב המדינות בעולם ומצפה שלמרות קיום היחסים המיוחדים בין הצדדים העסקה תדווח לפי אותם שווי שוק, ושוב עכשיו כשאני מתרכז במרכז מו"פ, נשאלת השאלה מהו החלק של העוגה, של הרווח שמשם נובע גם המיסוי של אותה עוגה, שמגיע לאותו מרכז מו"פ ישראלי?

אני כבר אומר שבשעתיים הקרובות אנחנו נשמע מהצד של החברות מנגד הרבה התנגדויות והסתייגויות למהלך שאנחנו יוזמים כרגע, שאנחנו בוחנים אותו. אז פה הבאתי לקט, אני חושב שאנחנו נשמע גם דברים נוספים, לא היה לי מספיק מקום בשקף להכניס את כל הסיבות למה "שב ואל תעשה עדיף". אנחנו נשמע גם למשל שהטענה של רשות המיסים היא הזויה, "מה פתאום? אתה בא להגיד לי שאותו תאגיד רב לאומי הענק ה-IP שלו מתפתח פה בישראל? לא יכול להיות עזוב אותך". אנחנו נשמע גם טענה של "אם אנחנו נקבע קריטריון שכל שיש יותר בכירים בישראל שיושבים פה בתאגיד, אנחנו נגיד שיש פה IP שמתפתח אז זה יגרום לעזיבתם של אותם בכירים לחו"ל". אנחנו נשמע גם טענה של כפל מס, בלי שאתה מגדיל את חלק העוגה הישראלי, אתה גורם בהגדרה לזה שהתאגיד הרב לאומי ישלם פעמיים - גם פה וגם במקום השני איפה שהוא חושב הרווח אמור להיות ממוסה. אנחנו נשמע גם שעצם המהלך יוצר חוסר ודאות בשוק ודאגה רבה אצל אותם תאגידים רב לאומיים. נשמע גם שהמדינה שלנו חתומה על אמנות מס עם מדינות אחרות, "מה פתאום אתה בא לתאגיד? גש למדינה השנייה אם יש לך בעיה". ושוב השנים האחרונות יוצרות אצל אותם מרכזי פיתוח הרבה דרמות, בקיצור הרבה התנגדויות והסתייגויות למהלך, שיש להם משקל ואנחנו באמת מקשיבים וקשובים לכל האמרות שהן נגד.

ובכל זאת, קצת נתונים ככה ברמת מאקרו כדי להבין איפה אנחנו נמצאים. כשמסתכלים על גביית מיסים לאו דווקא ממרכזי מו"פ בישראל אלא בכלל במשק, בשנים האחרונות המגמה של גביית המס משכירים, משכר עבודה במשק, בשנת 2018 מדינת ישראל גבתה כ-66 מיליארד שקל מיסים ממשכורות בכלל, לא בענף הייטק אלא בכלל, מול גביית מס חברות בישראל מכל חברות ישראליות שמשלמות מס בישראל. אז אנחנו רואים פה שהיחס בין גביית מס ממשכורות של עובדים מול מס חברות נשמר פחות הוא יותר פי 1.5 גובים יותר מיסים משכירים במשק ישראלי ממס חברות באותן חברות שהן המעסיקות המרכזיות של אותם שכירים. אבל כשמסתכלים דווקא על מרכזי מו"פ, פה לקחנו כ-160 מרכזי מו"פ לדוגמא, לצורך הנתונים שלנו, אנחנו רואים את המגמה של הפער שנפתח בין גובה המס, מה שאנחנו גובים מאותם עובדים,

"מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים:
עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים
ורוחים".

מחוץ לישראל.

- מרכז המו"פ המקומי אינו נושא בסיכונים עסקיים.
 - למרכז המו"פ המקומי אין את היכולת לממן פעילות המקימה לו בעלות כלכלית על הבלתי מוחשיים.
 - למרכז המו"פ המקומי אין הפסדים צבורים לצורכי מס בגין מחקר ופיתוח בבלתי מוחשיים.
 - למרכז המו"פ אין פעילות היוצרת תרומה ייחודית ובעלת ערך לקבוצה הרב לאומית.
- אני חושב שבסופו של דבר, מה שדרוש כאן זה איזונים. איזונים בין מצד אחד דאגת לגביית המס הוגנת לטובת אזרחי המדינה בגין אותה פעילות שצומחת פה ומצד שני הגדלת הרווחיות של אותם תאגידים רב לאומיים כדי שימשיכו להשקיע במשק הישראלי. אותו איזון בין שני הצדדים האלו של המטבע. הדלת שלנו פתוחה. אני מאמין שבקרוב אנחנו נפרסם, לאחר קבלת הערות, חוזר מקצועי בנושא. הדלת פתוחה לבוא ולבחון כל מקרה גם באמצעות החלטות מיסוי, את המיסוי הנכון של אותם מרכזי מו"פ. תודה שלומי.

שלומי שוב

רולנד למעשה מה שאתה מציג פה, ממה שאני מבין, זה שינוי מדיניות מבחינתכם ביחס למה שקורה היום נכון?

רולנד עם שלם

אני לא הייתי קורא לזה שינוי מדיניות כמו שיפור מדיניות. אנחנו לא באים עכשיו באג'נדה ואמירות כלליות של להגיד אנחנו רוצים יותר כי בא לנו יותר, אלא באמת לבחון כל מקרה לגופו. בסופו של דבר המטרה היא לצאת עם סממנים, עם חוזר מקצועי שיבוא וייתן את הקריטריונים המתאימים לשתי הקבוצות, לשתי הקצוות של הסקאלה. אז שיפור מדיניות יותר מאשר שינוי מדיניות, שוב במטרה לגבות את המס שמגיע למדינת ישראל לטובת אזרחי ישראל.

שלומי שוב

כלומר, נקודת המוצא היא שיהיו מעברים בין מצבים שהיום זה

משמעותי ביחס לפיתוח של אותו IP כנראה שהכיוון יהיה קביעת בעלות כלכלית בישראל שתוביל באמת למיסוי שונה. מנגד, יש סממנים בסקאלה שיכולים להצביע על היעדר בעלות כלכלית. שוב זה סממנים, זה לא רשימה סגורה אין פה צ'קליסט, אבל ככל שלמשל, אני ככה מקריא חלק מהסממנים שאנחנו יכולים למצוא, מרכז מו"פ המקומי הוקם ביוזמת קבוצה רב לאומית זרה, קבלת החלטות בנוגע לבלתי מוחשיים מתקבלות על ידי עובדי מטה מחוץ לישראל, מרכז המו"פ המקומי אינו נושא בסיכונים עסקיים, למרכז המו"פ המקומי אין יכולת לממן פעילות המקימה לו בעלות כלכלית על הבלתי מוחשיים וכולי. אם נסתכל על הסקאלה, בין הקצה אחד של "יש בעלות כלכלית בישראל של הבלתי מוחשי", לעומת הקצה השני בסקאלה של "אין בעלות כלכלית", אז ברור שאנחנו נמצא אני מתאר לעצמי תאגידים שנמצאים בקצה אחד ותאגידים בקצה השני והרבה תאגידים שנמצאים באמצע בין שתי הקצוות שאנחנו נצטרך לראות איך אנחנו יחד מגיעים לאותה הבנה של אותו מחיר שמגיע לנו, למדינה. אגב גם אם אין בעלות כלכלית בישראל כפי שתיארנו מקודם, זה לא אומר שהתמחיר צריך להיות תמחיר "עלוב" של cost plus משהו, יכול להיות שה- cost plus צריך להיות בממדים אחרים ביחס לתרומה של התאגיד הישראלי בקבוצה.

*סממנים שהופיעו בשקף שהוצג בדיון על ידי רולנד עם-שלם:

סממנים שמעידים על כך שיתכן ונוצרה בעלות כלכלית על נכס בישראל:

- מקורו של הנכס הבלתי מוחשי בישראל ופעילותו החלה בישראל.
- בישות בישראל מתקיימות פעילויות נוספות מלבד פעילות המחקר והפיתוח.
- מטה הקבוצה ממוקם בישראל.
- מרכז הפיתוח בישראל נוטל חלק מהסיכונים המשמעותיים בפעילות המחקר והפיתוח.
- למרכז המו"פ ישנה פעילות היוצרת תרומה ייחודית ובעלת ערך לקבוצה הרב לאומית.
- סממנים שיכולים להצביע על היעדר בעלות כלכלית על נכס בישראל:

- מרכז המו"פ המקומי הוקדם ביוזמת קבוצה רב לאומית זרה.
- קבלת החלטות בנוגע לבלתי מוחשיים נעשות על ידי עובדי מטה

ייתכן. שוב לא כמטרה בפני עצמה, לא שקיימת מטרה ל-profit split, אלא לפי הקריטריונים ולפי קווי ההנחיה של ה-OECD, במצבים המתאימים, שיטת ההכרה ברווח בישראל תהיה שונה.

היי לכולם, בוקר טוב. אין ספק שהמצגת שרולנד עכשיו עשה אכן מפורטת ונראה שהושקעה בה הרבה עבודה. זה רק אומר בעצם שכל הצדדים מבינים שהנושא הוא סופר קריטי. לפני שאני אגיד כמה מילים אני כן רוצה להתחיל בתודה גדולה לרולנד ולצוות. בהחלט מגיע להם. לפעמים אינני מבינה איך ב-24 שעות הצוות של רשות המיסים מצליחים להכניס כל כך הרבה עבודה כנראה שאצלם זה לא 24 שעות אלא הרבה מעבר, אז תודה בעניין הזה. IATI ורשות המיסים עובדים באופן שוטף על הרבה מאוד נושאים חשובים וקריטיים לתעשייה, ואנחנו בהחלט מעריכים את העבודה המאומצת והמקצועית בכלל ובתקופת הקורונה בפרט ואת הפתרונות שמצאנו ביחד לאתגרים מאוד מורכבים. תודה גם לפרום שווי הוגן, לתוכנית לחשבונאות ולמרכז הבינתחומי.

אני קרין מאיר רובינשטיין, המנכ"ל והנשיאה של IATI האיגוד הישראלי לתעשיות מתקדמות, ארגון הגג של כל תעשיות הייטק ומדעי החיים, שלמעשה באקו סיסטם שלנו אנחנו עובדים וחברים באיגוד רוב קרנות ההון סיכון, החברות הרב לאומיות, החברות הישראליות הצמיחה והבוגרות בהיי טק ומדעי החיים, הסטארטפים, החממות, חברות המיסחור, האקדמיה, בתי החולים, נתוני השירות ועוד.

בעצם היום אנחנו מדברים בשם תעשייה שלמה שהדין ב-profit split הכניס אותה לאי וודאות ולטלטלה, לא פחות מזה. מדובר על החברות הרב לאומיות הגדולות והקטנות שיש להם מרכזי פיתוח בישראל ואלה גם חברות צומחות עם פעילות פיתוח בישראל שאירועי האקזיט האפשריים שלהם פתאום נמצאים בסיכון. מדובר על חברות הייטק, חברות מדעי החיים, חברות מתחומים מגוונים שונים שלמעשה יש להם פעילות מו"פ. כל האקו סיסטם הזה שאני מדברת עליו נמצא בסיכון ואי וודאות כתוצאה מהעמדה החדשה הזו של רשות המיסים.

אז בעצם מה התרומה של החברות האלו לכלכלת ישראל במיוחד היום בתקופת הקורונה ובכלל יש את כל נושא התעסוקה וקידום התעסוקה, הטמעת החדשנות והטכנולוגיות, קירוב הפריפריה וחיסוק הגיוון, יש את העניין של ההשפעות העקיפות שכולנו מודעים אליהן וכמובן תשלומי המיסים הגבוהים. ההתפתחויות האחרונות והמגמות של השומות סביב ה-profit split בעצם מאוד מדאיגים

את הנהלת החברות. יש לנו היום שעה של סערה לאומית גדולה וחברות ששוקלות את מודל הפעילות שלהם בעצם בישראל, פתאום הנושא מקבל חשיבות גדולה אפילו עוד יותר. המגמה שאנחנו רואים בעולם היא מלחמה על השארת החברות הגלובליות, עידוד מסיבי להגדלת הפעילות שלהן, תמריצים שונים, מענקים, משטרי מס אטרקטיביים ועוד ועוד. הכל במטרה להגדיל את מספר המועסקים במשק, וזה עוד אני אומרת בתקופת משבר כלכלי עמוק עקב הקורונה.

בעצם ברגע שרשות המיסים יצאה עם הנושא, כמו תמיד אנחנו העמדנו מיד צוותי פעולה לטיפול בעניין. כדי לבדוק את מידת הפגיעה קיימנו שיחות רבות עם מובילי החברות, פגישות רבות משתתפים עם הפורומים שלנו, גם פורום החברות הגדולות, גם פורום ה-CFO, גם פורום כל משרדי עו"ד ורואי החשבון שלנו שכולל את שותפי ההיי טק והמיסים מ-40 משרדי עורכי דין והביג 4 של רואי החשבון החברים באיגוד. הקמנו צוות יועצים מקצועיים שהוא מוכוון לעניין הזה. שניים פה מתוכם ביקשתי שיבואו לדבר היום-יום ר"ח שרון שולמן מ-EY, עו"ד מיכאל בריקר ממיתר, הם ידברו בעצם על מגמות חשובות לאחר מכן נדבר על צעדים ופתרונות אפשריים. אני אגיד עוד נקודה לגבי רשות המיסים ורולנד אמר את זה, כל הזמן יש מחלוקות, את המחלוקות פותרים יחד עובדים תוך שיתוף פעולה ויודעים להביא את הפתרונות ביחד ואני מקווה שזה יהיה גם בעניין הזה.

כמו תמיד לסיכום, אני מאמינה שרק ביחד ובשיתוף פעולה של ה-Public-private partnership וכמובן עם הממשלה נמצא את הפתרונות שהתעשייה והמדינה זקוקה להם. אני מאחלת לכולם קודם כל הרבה הרבה בריאות שזה הרבה יותר חשוב מלמצוא את הפתרונות לכל נושא ה-profit split, אבל מעבר לזה שיהיה יום עיון מעניין ופור. לאיגוד שבוע הבא יש פגישה נוספת עם רולנד עם הוועדות הרלוונטיות שלנו שהזכרתי ואנחנו ננסה להתקדם.

שרון שולמן

אז קודם כל יש מלחמת מיסים בעולם, מלחמת מיסים משמעותית, הזכרתם אותה קודם, צריך להבין אותה, צריך לראות אותה, זה לא הכל מדד טהור והערכות שוויון, זה הרבה מאוד פוליטיקה וחלוקת עושר בין מדינות בעולם וחשוב להבין את זה. כמו שה-OECD עם הפרויקט של ה-BEPS בא בעצם להעביר מיסים בעיניים של החברות האמריקאיות הרב לאומיות מארה"ב לאירופה או למדינות אחרות מחוץ לארה"ב, הרפורמה של טראמפ באה לעשות את ההיפך, וגם הדין הזה על אותם רווחים שלא ממוסים בשום מקום זה גם כבר לא נכון כי בעקבות הרפורמה של טראמפ הרווחים של החברות האלו ממוסים במס מינימלי של 10.5% שביידן מדבר עכשיו על להעלות אותו ל-21%. זאת אומרת, אנחנו נמצאים במלחמה דינמית בעיקר בין ארה"ב לבין אירופה שפה נכנס המס

"מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים:
עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים
ורוחים".

העולם. זאת אומרת שאנחנו מגיעים למסקנה, אם נגיע למסקנה שיש מקרים שבהם פעילות של חברה רב לאומית בישראל שעובדת ב-cost plus והיא צריכה להיות profit split, ארה"ב לא תהיה שמה. צריך להבין טיפה איך בנויה שיטת המס האמריקאית שמבחינתם יש דגש עצום על מי לוקח את הסיכון המשפטי, מי לוקח את הסיכון החוזי עם הרבה פחות דגש על DEMPE ולכן אנחנו בהגדרה הולכים פה לכפל מס ובהגדרה לדיונים מאוד ארוכים של רשויות המס בין ישראל לבין ארה"ב במקרים האלה. אם אני הייתי יושב בכיסא של רולנד הייתי כן מנסה לייצר דינמיקה של וודאות וכן מנסה לייצר דינמיקה שתגדיל את הכנסות המיסים בישראל וכן מנסה לקנות קצת זמן בשביל לראות את ההתפתחויות שקורות בעולם והייתי עושה את זה בצורה הבאה: הייתי בא ואומר אנחנו כרגע חושבים ש-7.5% cost plus, לא משקף את התרומה של מרכזי הפיתוח בישראל, אנחנו מוכנים לתת ודאות לחברות שמכונות לקחת על עצמן cost plus יותר גבוה לתקופה של 5 שנים שבתקופה הזו אנחנו נשב נראה התפתחויות בעולם, נלמד מה קורה, נדבר עם האמריקאים ונפתור את הבעיה הזו. אני חושב שבמקרה הזה גם היינו גובים יותר מיסים אני מניח, גם היינו נותנים ודאות לחברות רב לאומיות וגם היה לנו זמן לפעול לכך שלא נפתיע את האמריקאים שהם שותפי הסחר המשמעותיים שלנו. אני רוצה להגיד עוד מילה, אנחנו כבר נמצאים בסערה, קראתי מה שרולנד כתב, אני חושב שהרוב המכריע של מרכזי הפיתוח של החברות הרב לאומיות שהמכירות נעשות מחו"ל וההנהלה קובעת את התקציבים מחו"ל, בואו נגיד שאני חושב שהנייר הזה בכיוון הנכון והחברות האלו הרוב המכריע שלהן יהיה בסדר. עדיין צריך לעשות שפצורים ונריב על זה. אבל יש הרבה מאוד חברות שהן חברות ישראליות או של יזמים ישראלים או שיש להן קשרים ובהן התוצאה היא הרבה פחות ברורה יש חלק מה-C-level שיושב בישראל ויש חלק מה-C-level שעבר לארה"ב. פה עוד הפעם, אמירות כלליות יכניסו אותנו לברדק שאנחנו לא נצא ממנו. כבר היום, כל החברות האלו שנגיד קמו עם חברה אמריקאית, IP באמריקה, חברה בת ישראל, המנכ"ל יושב בארה"ב, ה-CTO יושב בישראל, מה אתה עושה עם הדבר הזה? אתה עכשיו מכניס אותם לאיזשהו תהליך אינסופי של לחלק את הרווח, את ה-IP, יש פה איזה משהו כללי כזה שהוא בהגדרה כפל מס מול ארה"ב.

הדיגיטלי של האירופאים שמתחילים להבין שה-BEPS לא הביא להם את המיסים שהם חשבו, אז הם נכנסים לנושא של המס הדיגיטלי מצד שני יש את ה-BEPS 2.0. ישראל בעיניים שלי היא בצד המפסיד של כל המלחמות האלו בסוף הדרך ובפוליטיקה של הענקים האלה, אם יחליטו שחברות אינטרנט צריכות לשלם יותר מס במדינות בהן הן מפיקות את ההכנסה, איפה שיושבים הלקוחות שלהן, זה תקלה עצומה לתעשייה הכי בועטת של מדינת ישראל. אנחנו בנינו תעשיית ענק שמבוססת על זה שאנחנו יודעים למכור באינטרנט בלי נוכחות פיזית מהותית במדינות האלו ולא לשלם שם מס. אם עכשיו כחלק מהדבר הזה אנחנו נתחיל לשלם, בואו נגיד שאני חושב, וזה מה שרציתי להגיד לפני שאני צולל לדיון שלנו זה שיש פה קרב ענקים על חלוקת עוגת מס וישראל לדעתי, לפחות לאן שנושבת הרוח, יכולה לצאת בצד המפסיד, וזה שאנחנו חושבים איך אנחנו יכולים טיפה לקחת יותר מס מ-Facebook בישראל, זה יעלה לנו הרבה יותר בחברות שלנו בחוץ, אז זו אמירה אחת. הדבר השני, אני רוצה לחזק את מה שאמרה קרין, אין הרבה רשויות מס בעולם היום שיש בהן דיון כזה, בכזו רמה על נושא שהוא כל כך חדש וכל כך מורכב כמו DEMPE ו-profit split עם המוסדות להשכלה גבוהה, עם התעשייה וכדומה. בעיניים שלי זה ממש אפילו מרגש וראוי לכל הערכה. אני חושב שזה דיון שהיה צריך לבוא לפני השומות שהתחילו לצאת בפקיד שומה, מה שאני קורא, בהחלטות מקומיות של פקיד שומה מקומי, של מפקח מקומי שהחליט שאם הוא קרא פעם אחת או פעמיים או שלוש את הדוח של ה-OECD הוא יכול עכשיו בהחלטה אחת דרך החברות הגדולות בעולם לייצר מדיניות או לייצר רעש אדיר וחיכוך אדיר מול החברות האלה שהנזק שלו לטעמי, חלקו כבר קרה וחלקו אנחנו מנהלים עכשיו, אבל הוא לא מידתי. אם הדיון הזה היה מגיע קודם, והנייר הזה שרולנד פרסם שאני חושב שיש בו הרבה דברים חיוביים, היה מגיע קודם, אני חושב שלא היה צורך בבקרת הנזקים שצריך לעשות עכשיו. עוד דבר שצריך לזכור, הדיון הוא לא דיון כללי, יש עולם, יש סין, יש גרמניה. שותפת הסחר העיקרית שלנו, בטח בחברות הרב לאומיות שפועלות פה ומחזיקות מרכזי פיתוח, היא ארה"ב. זה נכון שזה לא רק ארה"ב, איך היא מכסה לפחות 90% מהחברות הרלוונטיות שמחזיקות פה חברות רב לאומיות. יש פער עצום בדרך בה ארה"ב מסתכלת על חלוקת רווח ואימוץ DEMPE וכדומה לבין שאר

לכן אם אני הייתי יושב בכיסא של רולנד, הייתי מנסה לייצר כלים פרקטיים שאפשר להחזיק אותם ונותנים ודאות. למשל סתם משהו פשטני, אנחנו יודעים כבר מה זה DEMPE ומה זה פונקציות ה-DEMPE, אם מעל 50% מפונקציות ה-DEMPE בחברה יושבות מחוץ לישראל, קודם כל אני עוזב את הדין הזה ואני מתחיל בכלל להעלות את האפשרות מהי המתודולוגיה היותר נכונה רק כשמעל 50% מפונקציות ה-DEMPE יושבות בישראל. זה מה שאני הייתי עושה אם הייתי יושב במקום של רולנד.

אני רוצה עוד פעם לקחת רגע צעד אחד אחורה. צריך להבין שחלק מהדין פה הוא לא דיון רק של אקדמיה, אני חושב שהדין האקדמי הוא סופר חשוב, ואני חושב שצריכים שיהיו במדינה הזו יותר מאמרים מקצועיים בנושאים של מחירי העברה, יותר מאמרים מקצועיים בנושא של הערכות שווי וכדומה ממה שיש היום. דרך אגב, סתם קוריוז אבל אני חושב שהוא קוריוז מעניין, יושב היום ב-EY אחד השותפים הבכירים בנושא של מחירי העברה, שהיה נציג של הממשל האמריקאי בדיונים של ה-OECD וגם על מאמר מקצועי בנושא הזה ואנחנו דנים איתו על הנושא של profit split למרכזי פיתוח. והוא אומר שכל התפקיד שלי כנציג של ארה"ב היה לכתוב את הדוח של ה-OECD בצורה כזו שרשויות מס בעולם לא יוכלו לחשוב שכאשר מי שמנהל את הסיכון, מי שלוקח את ההחלטות יושב מחוץ לישראל, רשויות המס יוכלו להגיע ל-profit split, אז כמובן שאמרנו לו שלדעתנו הוא לא עשה עבודה מספיק טובה, עובדה שרשות המס בישראל קראה את הדוח שלו טיפה שונה. אני חושב שיהיה נכון שיהיו יותר מאמרים מקצועיים זה גם יעזור לדעתי לבתי המשפט בישראל.

שלומי שוב

עירית, ראש מחלקת מחירי העברה ברשות המיסים, נשמח אם תוכלי לתת לנו תמונת מצב של המיסוי של מרכזי הפיתוח בישראל, אנחנו מאוד נשמח.

עירית לויא

קודם כל תודה רבה לך שלומי שהזמנת אותי לבוא ולדבר כאן בפורום המכובד הזה. אני רוצה גם להודות לרולנד ולנדב מהחטיבה המקצועית על שיתוף הפעולה ושאפשרו לי לבוא ולהביא את עמדת רשות המיסים בנושא זה. אני אציג את עצמי במשפט אחד, אני מנהלת מחלקת מחירי העברה ברשות המיסים, בעצם הקמתי את המחלקה הזו ובעצם ליוויתי את כל מה שקשור בסעיף 85א, מאז שהסעיף הזה עודכן. אני יחד עם העובדים במחלקת מחירי העברה אנחנו שותפים בארגון ה-OECD אנחנו נוסעים לכל הפגישות שנמצאות שם בארגון ואנחנו שותפים לקבלת ההחלטות יחד עם שאר המדינות בנושאים שקשורים במחירי העברה. מדובר

בקבוצת עבודה מספר 6, זה קבוצה שמוציאה ומפרסמת את כל קווי ההנחיה שעל בסיסם אחר כך מדינות מגיעות ובעצם מחייבות את הנושא הזה של מחירי העברה. אני יכולה להגיד לכם שהלך הרוח כרגע בקבוצה הזאת הוא מאוד מעניין, כי אם עד כה מחירי העברה הייתה איזו נישה שהייתה נמצאת בידי איזה קובץ מדינות עשירות שהיה דנות בנושא הזה, היום אנחנו רואים הרבה מאוד מדינות שמצטרפות ורוצות ללמוד את הנושא ואת התחום, מדינות מאפריקה, מדינות מאמריקה הלטינית ועוד ועוד. ורק מחפשים ורוצים ללמוד וכל הזמן אנחנו מקבלים הודעות, אני באופן אישי, שרוצים שנבוא ונלמד את כל המדינות את הנושא הזה.

מה מדינת ישראל עושה במסגרת ההשתתפות שלה ב-OECD? אנחנו שותפים ב-OECD, חלק מהדוגמאות וחלק מהנושאים שם נמצאים בעקבות הערות שלנו והתייחסויות שלנו. אתם בוודאי מכירים את פס"ד ג'יטקו, יש שמה דוגמאות שרשות המיסים העבירה ורצתה שה-OECD ידון בהם וייתן בהם גושפנקא. מה שקורה בנושא של המחקר ופיתוח הוא דבר מאוד מעניין מבחינתנו היות ומדינת ישראל היא אחת המדינות שהנושא הזה מאוד מעניין אותן ודווקא מדינת ישראל נמצאת פה באיזשהי נקודה מעניינת, כי מצד אחד זו מדינה יחסית קטנה ואין לה שווקים גדולים, מצד שני זו מדינה שיש בה הרבה מאוד מחקר ופיתוח ומעניין מאוד איך הנושא הזה מגיע לדיון ב-OECD וכיצד זה משפיע עלינו.

במסגרת ה-OECD היו כמה תהליכים שקרו במקביל שבסופו של דבר הביאו את מדינת ישראל למקום שהיא באה ורוצה לבחון את הנושא של מרכזי המו"פ. זה התחיל בעיקר עם הנושא הזה ששינוי מודל עסקי שבאו ותיקנו את פרק 9, אחר כך הגיע כל הנושא של ה-BEPS שבאו ובעצם אמרו אנחנו רוצים למסות את הפעילות בהתאם להיכן היא מתקיימת ובעצם להרים את המסך מעל ההתקשרות החוזית בהסכמים אלא לבוא ולבחון את הסוגייה בהתאם לפעילות הכלכלית, הם שמים דגש רב יותר לפעילות הכלכלית. לאחר מכן וזה היה בקווי ההנחיה שתוקנו ב-2017, ולאחר מכן הפאנץ' ליינ היה ה-profit split תיקון של קווי ההנחיה שקשורים ב-profit split. מכאן הגענו למצב שבעקבות כל השינוי הגישה הזאת שבעצם מדינות היום רוצות לבוא ולמסות יותר על סמך הפעילות שלהם, בעצם אנחנו נמצאים פה בשאלה מהותית וחשובה ביותר, איך למסות את אותה פעילות משמעותית שקשורה במרכזי מחקר ופיתוח? כמובן יש את האג'נדה בואו נאמר הישנה יותר שבאה ומכבדת את ההסכם המשפטי ויש את האג'נדה החדשה שבאה ואומרות בואו נראה מהן הפונקציות בעיקר והיכן נמצאים הסיכונים כדי להביא לשם את הרווח.

מדינת ישראל בנושא הזה אני חושבת שהיא חלוצה היות והיא הראשונה שלדעתי עומדת כאן ומנסה לבוא ולבחון את הסוגייה הזאת באופן גלוי ותוך כדי שיתוף פעולה עם הקולגות שלה שגם במסגרת הדין שאנחנו עושים כאן היום וגם במחלקה אנחנו מקיימים שולחנות עגולים שבהם אנחנו מעלים שאלות לדיון ומבקשים את

"מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים:
עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים
ורוחים".

רולינגים משותפים עם מדינות אחרות או רולינגים ספציפיים כדי למנוע את בעיית אי הודאות אנחנו ערוכים לכך וזה גם אחד התנאים שהתחייבנו עליהם כלפי ארגון ה-OECD למנוע בעיות של כפל מס ולפעול בהתאם לכללים של אורך הזרוע.

אמיר ברנע

האם שלטונות המס יקבעו איזו מערכת מחירי העברה היא הגיונית כלכלית? האם אתם מתכננים להציע איזה שהוא מתווה? רואה החשבון צריך לחוות דעה על מחירי העברה? באופן מעשי, איך הגישה הזאת של מחירי העברה תבוא לידי ביטוי בממשק בין החברה לבין פקיד השומה.

עירית לאו

אני מציעה שתתנו לי ללמד קורס או סמינר אצלכם בבינתחומי בנושא של מחירי העברה. יש מדינות שבהן יש התמחות שקשורה במחירי העברה, תואר שני שקשור במחירי העברה. זה משהו שמאוד קשה להסביר על רגל אחת. יש פרקטיקות, יש משרדי רואה חשבון שיש בהם מאות ואלפי עובדים שמתעסקים בזה ובוחנים את זה. מה שמעניין זה שמדינת ישראל היא המדינה הראשונה שעושה רשימה ואומרת: "טוב, זה מה שצריך לבחון". אתה יכול להסתכל על רשימה של חוזרים מקצועיים שאנחנו פרסמנו בנושא של שיווק שבה אנחנו בוחנים ואומרים על מה צריך להסתכל כשיש פעילות שיווקית מסוימת ואיך צריך לתמחר אותה. גם בנושא של המחקר ופיתוח אנחנו מתכוננים לתת על זה פרסום רחב, לא רק הנחיות כלליות כמו שאתה אומר, אלא שאלות מידתיות שיופנו אל המייצגים כדי שיוכלו לבוא ולענות עליהן.

אמיר ברנע

איך זה מסתדר על ציר הזמן? נניח שלחברה יש מערכת של מחירי העברה שהיא אימצה אותה משיקולים שונים והיא קיימת והיא דיווחה על הרווחים שלה. אתם רוצים לשאול שאלות שבגינן אולי

התגובות של השותפים שלנו מהמשרדים שמתעסקים בנושא הזה וזאת באמת כדי להישאר עד כמה שיותר פתוחים וכמה שיותר לשמוע את הקולות מהשטח כמה שקורה.

בנושא הזה מתוך ההיכרות שלי כשאני נמצאת בקו החזית בדיוני השומה מול החברות הרבות שמקיימות פה פעילות מו"פ, אני חושבת שחשוב להדגיש את השונות הרבה שיש בין החברות האלה. זאת אומרת, שכשאנחנו מנסים לבוא ולבחון את הסוגייה הזאת, לא כל תיק או לא כל חברה דומה לחברה אחרת. לכל חברה יש את המאפיינים שלה ואת הפעילות שלה, וכאן במקרה הזה חשוב לנו לבוא ולהכיר את הפעילות הזו ולטפל בה באופן שמתאים לה. מצד אחד, נראה מרכזים של מחקר ופיתוח "טיפש" מה שנקרא, שמקבל הוראות מאוד מאוד ברורות מהמטה בחו"ל ומהצד השני יש לנו כמובן פעילות שהיא קוהרנטית בישראל ורוב רובה נמצאת בישראל ודווקא חברת האם נמצאת באופ שור וכל הפעילות כמעט נמצאת בישראל. בתוך הסקאלה הזו יש הרבה מאוד חברות שאנחנו צריכים לבוא ולאפיין אותן וכל מבחן שנעשה הוא תמיד יהיה מבחן שיחטא למטרה כזו או אחרת.

אנחנו ברשות המיסים החלטנו לבוא ולפחות להוציא מקרים שהם מבחינתנו מובהקים וברורים שאלו המקרים בהם כנראה אין בעלות כלכלית על נכסים בלתי מוחשיים ולכן ההסדרים יהיו בהסדרים מעין cost plus. ומהצד השני לבוא ולהגיד מקרים אחרים שבהם נצטרך לבחון את הסוגייה בהתאם לפונקציות, לסיכונים ולנכסים שקיימים. הרבה מהחברות האלו יש בהם פעילות ייצור שקרובה לפעילות המו"פ, ישנה פעילות נוספת שמתקיימת כמו שווקים שמנסים למכור כאן בישראל. לכן, התחלנו מנקודת התחלה ואני מקווה שמכאן הדיון רק ימשיך ויתפתח ובאמת לבוא ולהגיד בואו לפחות נסכים על המקומות שאנחנו מאמינים שהסדרים של שיעורי רווחיות צריכים להתקיים, הסדרים של cost plus, וגם זאת לא קל לעשות היות ואף אחת מהמדינות למרות שהרבה מאוד מדינות קבעו באופן חד משמעי שהן מקבלות קווי הנחיה בנושא של profit split- ובנושא של ה-DEMPE, אף אחת מהמדינות לא יצאה עד כה עם הצהרה ברורה מתי יתקיימו הסדרים כאלו ואחרים. בנושא הזה מדינת ישראל היא חלוצה, היא באה ומקיימת איזשהו דיאלוג פתוח עם כל הגורמים וזו רק נקודת ההתחלה. יחד עם זאת, אני טוענת שאם ישנם מקומות שרוצים לבוא להסדרים של

ישתנו מחירי ההעברה - הרווח, ההוצאות של החברה וגם כנראה של כל החברות הקשורות. איך זה מסתדר ברמה הבינלאומית? אולי תסבירי, איך הדברים האלה יעשו ברמת הפרקטיקום? לא רק ברמה התיאורטית שצריך מחירי העברה צודקים או סבירים.

עירית ליאו

נקודת המוצא שלנו היא ההסכמים הבין-חברתיים. רשות המסים לא ששה לבוא ולקרוא תיגר להסכמים ולחוזים ששתי הצדדים התקשרו בהם. אנחנו מכבדים את החוזים של שני הצדדים. זאת נקודת ההתחלה. יחד עם זאת, ה-OECD בפרק D אומר דבר מאוד פשוט - אנחנו צריכים לסרטט את העסקה בהתאם לאיך שהיא התקיימה, איך ששני הצדדים קיימו את העסקה.

זאת אומרת שאם שני צדדים מקיימים עסקה ששונה במהות שלה מאיך שהם החליטו בהתחלה אז רשות המסים באה ומרימה מסך - למרות אותו הסכם, הנתונים בשטח מראים לי למשל שיש חברה ריקה באופן שור שבה מוחזק נכס בלתי מוחשי, ואותה חברה בעצם לא מקיימת שום דבר שקשור בנכס הבלתי מוחשי אני יכולה להרים מסך ולהגיד - "אוקיי, אני מסווגת את העסקה הזאת מחדש כך שהבעלות הכלכלית נמצאת במקום אחר" ולאחר מכן אני מתמחרת את העסקה באופן אחר. אנחנו מגיעים כתוצאה מכך לבעיה של כפל מס.

מדינת ישראל חתומה על אמנות עם הרבה מאוד מדינות ובדרך כלל במצב כזה מתחיל הליך של הסכמה הדדית, אנחנו עוצרים את ההליכים שלנו בבית משפט ומתחילים לנהל את אותו הליך מול אותה מדינה. בגלל שאותה מדינה ב-90% מהמקרים מאוגדת ב-OECD גם היא קיבלה על עצמה את אותן הנחיות, היא פועלת בהרמוניה כי היא גם פועלת מאותן הנחיות ומאותה גישה כלכלית. אנחנו באים ואומרים שבאותה מדינה לא היה שום דבר ולכן מדינת ישראל זכאית ליותר רווחים, אנחנו מנהלים משא ומתן ומגיעים לפתרון לגבי כפל המס, זה בעצם התהליך.

כשיש לנו בעיות שהן מאוד מאוד מסובכות, כשיש תאגידים מאוד מאוד גדולים, הם פונים להליך של הסכמה בילטרלית - רולינג בילטרלי. הם קוראים למדינת ישראל יחד עם מדינות אחרות ואומרים - "תחליטו איך אתן מחלקות את העוגה" כדי שלא נגיע למצב של כפל מס.

ניר ג'אנה

קודם כל תודה רבה שהזמנתם אותי. אני חושב שתפיסת העולם שלנו היא אינטגרציה של כל מה ששמענו כאן. אני חושב שמה שאנחנו שומעים כאן זה שילוב של עולם האקדמיה, שעשה קפיצת דרך משמעותית בשנים האחרונות, לבין עולם הפרקטיקה שצריך להכיל את הדחירה המסוימת הזאת שקיימת בארצות הברית,

אירופה וגם במדינות עצמן. לבוא ולעשות את הדברים בפועל. כשאני מסתכל על זה מנקודת ראות של חברה אמריקאית כמו שלנו, אני רוצה קודם כל להתייחס לפערים שבין מיסוי החברות לבין מיסוי העובדים כפי שהוצגו קודם לכן. הרבה מאוד מפעילות המו"פ בארץ עדיין כפופה לחוק עידוד השקעות הון. המדינה עודדה את החברות האלו לבוא ולפעול בארץ, בתקופות מסוימות אפילו תחת פטור מוחלט. היום זה כבר שיעורי מס יותר גבוהים אך עדיין מוטבים במסגרת המפעל המועדף כך שעדיין יצרו פה הטבות במישור החברה לעומת המיסוי ברמת העובדים. קחו בחשבון שהסקטור הזה של ההייטק נמצא בשיעורי המס הגבוהים ביותר ואף עשויים להמצא בו הרבה מאוד עובדים שכפופים גם למס יסף. לעשות השוואה בין שני אלו זה קצת לחטוא לאבולוציה של כל התעשייה הזאת. אני לא אומר בואו נעלה את מס החברות של החברות שעוסקות במו"פ אבל צריך לקחת בחשבון שזאת אנומליה, שנוצרה מלכתחילה. כמוכן שכשחברות כאלו יחלקו דיבידנדים, אנחנו נראה סגירה מסוימת של הפערים.

דבר נוסף שאני רוצה לציין זה שחלק מהחברות הרב לאומיות לא עוסקות רק בפעילות אחת בישראל. חלק מהחברות האלו עוסקות בפעילות של פיתוח, שיווק, ייצור ודברים נוספים. אנחנו במשחק הזה של צודק מול חכם צריכים בסוף להסתכל על ה-"באלנס" כי בסוף יכול לקרות מצב שאנחנו נבוא ונגיד שערכה בשרשרת המזון של פעילות מסוימת הוא גבוה יותר ונלחם על זה עד חורמה, ונלך למשל על חלוקת רווח במקום קוסט פלוס, נעלה את הרווחים מאותה פעילות מ-10% היום לנניח 20% מחר בבוקר, אך אז תבוא רשות המס מהמדינה האחרת ותגיד שבסוף סכום חלקיו של המעגל מסתכמים לאותו ערך, מעין משחק סכום אפס. אתם רוצים להעלות את חלוקת הרווח בפונקציה אחת? בבקשה, אבל בואו תורידו את ערך הרווח בשיווק, בייצור וכו' כי בסוף הכל צריך לסתכם למבנה העוגה הכוללת. שכרנו יכול להיות בהפסדנו. תמיד צריך להסתכל על התמונה הכוללת, על תמונת המאקרו.

דבר אחרון, במרכזי הפיתוח של חברות רב לאומיות גדולות לא מתבצע פיתוח של מוצר אחד. כלומר, אם תיקחו למשל את אינטל בחיפה תראו שיש שם הרבה פעילויות עסקיות שונות, חלקן עשויות להניב רווח תאגידי וחלקן לא. אם נרצה לבוא ולפתוח את הנושא זה ולבחון את פונקציות הסיכונים וכיוצא בזה, נראה שאין פה אמת אחת ואחת יחידה שאפשר להשיט על כל החברה. יכול להיות שאם נקח פעילות אחת ונעשה עליה profit split זה יהיה יותר מתאים ויותר צודק אבל כשנישם את זה על כל השאר יתכן ונראה שוב ששכרנו בהפסדנו. דווקא אותה שיטה פשוטה יחסית שאומרת להסתכל על כל הפעילות כמקשה אחת ונשים עליה מחיר מקובל אחד, אולי לא הכי מדויקת ברמה האקדמאית, אולי היה אפשר לעשות אותה טיפה אחרת, אבל היא בסופו של דבר הנכונה והחכמה ביותר ליישום. אני חושב שחוכמה מול הצדק הוא הדבר שצריך לבוא ולשחק כאן.

"מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים:
עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים
ורוחים".

function שלשם רוצים להביא את הרווחים, מס מינימום שארצות הברית התחילה אותו ואם ביידן יעלה אותו ל-21% יש שאלה גם כמה אטרקטיבית ישראל עם חוק עידוד השקעות הון תשאר, Pillar 2 שעושה אותו דבר עבור מדינות אחרות.

צריך לזכור שרוב החברות לא מתכננות מס יותר באופן אגרסיבי. זה לא שהן לא רוצות לחסוך מס יותר אבל הן לא עושות דברים אגרסיביים שעשו לפני 10 או 20 שנה, הן בסך הכל רוצות להימנע מכפל מס. כפל מס נוצר כשמדינה אחת באה ואומרת - "אני רוצה" ומדינה אחרת גם רוצה, ואז צריכים לבוא לראות מה הכללים אומרים. היה איזה שופט בריטי שאמר: "it's sometimes refreshing to look at the law" אני אנסה קצת להכנס לכללים, קצת, כי אנחנו לא רוצים להכנס לשיחה טכנית.

אבל לפני שאני נכנס לכללים, אני רוצה להגיד שלהיות חלוץ לפני המכנה כמו שעירית אמרה, לפעמים אנחנו מאבדים את המחנה. צריך לדעת גם לבחור את המחנה. המדינות שמתחרות איתנו זה לא הודו, ששם הרבה חברות אמריקאיות שמות את ישראל באותו מקום כמו הודו בנושאי מסים, שזה לא מקום טוב להיות בו. המדינות שאנחנו רוצות להתחרות איתה זה אירלנד. אירלנד זאת מדינה ששיעור המס בה קבוע כבר 15 שנה והוא ישאר קבוע עד 2027. אירלנד זאת מדינה שכשיש בעיות עם האיחוד האירופי היא יחד עם אפל ולא נגד אפל ומדינה שנוצרות בה הרבה מאוד משרות וגם משלמים בה לא מעט מסים.

לגופו של עניין, לגבי מרכזי הפיתוח. כשמדברים על שיטת ה-profit split יש בסך הכל שלושה שלבים - האם זאת השיטה המתאימה ביותר?, מה הוא הרווח? ומה היא נוסחת החלוקה. אנחנו באיזה שהוא מקום לא עברנו את שאלת הסף - האם זאת השיטה המתאימה ביותר. ראיתי את השקפים של רולנד, שאני חושב שהם שקפים טובים, שמראים איזה חברות לא אמרות ליפול בתוך ה-profit split ובאיזה חברות עולות השאלות. הבעיה היא שחברות מחפשות ודאות, הן לא רוצות להיות בסיטואציה שהחברה צריכה לשאול את עצמה אם יש לה בעיה או אין לה בעיה. בין אם זה חברה רב-לאומית גדולה שיש לה מרכז בארץ ובין אם זאת חברה צומחת שאולי חלק מהמנהלים וה-IP שלה בארצות הברית ורוצים למכור אותה אבל אי אפשר לעשות את עסקה כי בבדיקת נאותות

צריך לזכור שאינטל היא כמובן לא חברה שהפעילות שלה היא רק בין מדינת ישראל לבין ארצות הברית. פעילויות כמו שקורות כאן בישראל קורות גם באירופה, באסיה ובדרום אמריקה. בסופו של דבר כל מהלך של משא ומתן בין רשות המסים לחברה שכמונו היא למעשה בעלת השלכות רחוב שמשחקות לכל הקבוצה. חברת האם תבוא ותגיד - איך אני יכולה לעשות שיטה א' מול מדינה א' ושיטה ב' מול מדינה ב'? אמר שרון בצדק - אנחנו כבר היום נמצאים בכאוס לא נורמלי, שכל העולם רוצה את ליטרת הבשר שלו. האמריקאים רוצים את המס המינימלי שלהם דרך הרפורמה, ה-OECD דרך כיוונים של Pillar 1 / Pillar 2 והאחר אומר אני רוצה משם. אני לא צריך לספר לכם כמה מדינות אגרסיביות יושבות באסיה ועושות את המלחמות שלהן על קניין רוחני וערך מהנדס. אנחנו נכנס כאן בסוף למגדל בבל שאני לא בטוח שהחלקים שלו בסוף יצרו את המרבד השלם.

לכן אני מאוד בעד, למרות שהמודל הישראלי הוא לרוץ קדימה ולהסתער, לחכות ולראות לאן הדברים מתכנסים ואיך זה נפתר בין ה-OECD לארצות הברית והגושים הגדולים האחרים. אני חושב שחשוב לראות גם מה יקרה עם ממשל ביידן עכשיו. עברנו רפורמה אדירה ב-2018 שזעזעה מאוד את המיסוי הבינלאומי בכל מה שקשור לחלוקת הרווחים. אנחנו יודעים שעלולים לבוא שינויים נוספים. בואו נמתין ונראה, לא נכון יהיה לרוץ ולעשות שינוי לוקאלי מבלי לראות את התמונה הכוללת כי אנחנו עלולים להכנס לכאן למצב נוראי של חלוציות דווקא מהכיוון הלא נכון. יש פה חשש אמיתי, זה הופיע בשקף של רולנד ואני מזדהה עם זה, שישמו אותנו על "מיטוט" בצורה כזאת או אחרת. אנחנו לא רוצים לכרות את הענף שעליו אנחנו יושבים.

מיכאל בריקר

בוקר טוב. תודה שהזמנתם אותי לדבר. אני לגמרי מסכים עם הסקירה של שרון לאן העולם הולך ואיפה הוא נמצא. צריך להיזכר לרגע בתמונה הגדולה. התמונה הגדולה היא שלחברה גדולה, שרובן בישראל לפחות מגיעות מארצות הברית, יש בחירה איפה היא מקימה את הפעילות שלה. יש לה גם הרבה מאוד לחצים מה-5 השנים האחרונות, עקרון שרשרת הערך, significate people

נתקעים כי לא יודעים כל כך מה יהיה הסיכון. פה צריך לקחת את הדברים האלה בחשבון כשמנסים לבנות כל מיני כללים. רב החברות שמגיעות לפה הן מארצות הברית. אם דיברנו קודם על חכם וצודק, זה משהו חכם ללכת ולדבר עם האמריקאים ולנסות לגבש איתם הסכמה על מה, איך ולמה, במקום שנלך לעשרות הליכי הסכמה הדדית כמו שעירית מציעה, שכל אחד מהם יכול לקחת שנתיים או שלוש, וגם לא מובטחת בו הסכמה כי מדינת ישראל כזכור לא הסכימה לברורות חובה בMLI בתיקונים לאמנות המס. זה לא דבר פרקטי לחברות להשקיע הרבה מאוד כסף בדיונים בהסכמות הדדיות או בדיונים בבית משפט, עד כמה שאני שמח להיות חלק מזה.

כשאנחנו מדברים על profit split כל הזמן מדברים על dempe ועל איפה הפעילויות אבל זה לא מתחיל משם. אנחנו לא מתחילים בפרק 2 או בפרק 6 בהנחיות ה-OECD, אנחנו מתחילים בדרך כלל בפרק מספר אחת. בפרק מספק אחת יש את העקרונות של איך עושים בחינה השוואתית ואיך מגיעים לשיטות האלה בכלל. מדברים בהחלט על functions אבל מדברים גם על risks. כשמדברים על risks מדברים על שליטה בסיכון, נשיאה בסיכון ויכולת נשיאה בסיכון. החוזים הם חשובים והתנהגות הצדדים לפי החוזים היא גם חשובה. רק כשלא מתנהגים לפי החוזים והחוזים אומרים משהו שלא מסתדר, אז אולי צריכים לפתוח את זה. אם החוזים אומרים משהו והצדדים מתנהגים לפי החוזה אז לכאורה לא צריך לפתוח את זה. הבעיה בשטח זה שכל פעם שעושים ביקורת לחברה רב לאומית פותחים את זה. אומרים לחברה - בעצם יש לי דעה אחרת ובעצם הניירות שלכם, ה-studies המפורסמים, אני לא מקבל אותם וגם אני לא צריך להכין משהו משלי.

אם הולכים לפרק אחת בהנחיות ה-OECD ומסתכלים על הבחינה של אצל מי נמצא הסיכון מדברים על שאלות כמו איפה מתקבלות ההחלטות האסטרטגיות, איפה המנהלים, מי קובע את המטרות, מי קובע את התקציב, מי בוחן את השגת המטרות אל מול התקציב, מי מחליט את כל ההחלטות האלה. בחברות הרב לאומיות זה כמובן לא נמצא בישראל ואם אנחנו רוצים משהו קצת טכני, אז אם נסתכל על פסקה 1.83 יש שם דוגמא שהיא מייצגת את רב החברות הרב-לאומיות שעובדות בישראל ובדוגמא הזאת די ברור, כשמחברים את זה לפסקה 1.101, שאין זכות לרווח שיורי בישראל. זה היה מאוד עוזר אם היינו מקבלים את זה כנקודת פתיחה.

אנחנו יכולים לנתח את ההנחיות האלה, ואני חושב שכמו ששרון אמר, תהיה עוד הרבה כתיבה על זה. לי חשוב להגיד שזה היה טוב אם לא היינו ממציאים את הגלגל כל פעם מחדש, זה היה טוב שבשבוע של פרשת משפטים נלך לפי משפטים ולא רק לפי מה שנראה לנו בסדר, וזה שיש פעילויות חשובות בישראל שעיקרן פיתוח לא בהכרח אומר שמגיע לנו יותר. אתם מזכירים לי תמיד שבבית המשפט העליון בפס"ד קונטריה הכניסו את האופציות לקוסט אבל אמרו גם ש-7.5% על R&D זה בסדר, וגם אתם הרגשתם עם זה בנח. אז פתאום בגלל שיצא איזה פרק ב-2018 אז

צריך להפוך את הכל?

אם יש חברות בחוץ שאין בהן כלום, שאין בהן substance, אז ברור שאתם צריכים להתערב, זאת לא השאלה. השאלה היא לגבי חברות שיש בהן לא מעט מחוץ לישראל ויש בהן גם מפתחים בישראל, האם שם צריך להפוך את הכל או לבוא ולהגיד באיזה סעיף - "אוקיי קוסט + 7.5% נראה לנו קצת מדי בעולם החדש או במילים של רולנד - "זה נראה לנו עלוב", אז אולי זה צריך להיות 12.5% וניתן לכולם לחזור הביתה בשלום בלי יותר מדי שומות ודיונים.

פרופסור אמיר ברנע ביקש ממני לדבר גם על הנושא של פרמיית שליטה. אתייחס לזה בקצרה, תודה לאיל גוגן וליאור קרסיק שעזרו לי בחשיבה ובניתוחים שעשיתי במאמר הזה וגם בנתונים הכלכליים כי אני עו"ד ולא כלכלן. יש אמירה בחוזר שינוי מבני עסקי וגם בהערכות שווי בנושא זה שהיות ונרכשו 100% מהחברה אז אין פרמיית שליטה. נדמה לי שיש פה איזה שהיא אי הבנה ואני אנסה לתקן אותה.

שליטה זה לא קשור לניצול ולעושה המיעוט. שליטה זה נכס בפני עצמו. אני אנסה להראות למה אני חושב את זה. קודם כל לא רק אני חושב את זה, מה זה "שליטה" כתוב בחוק ניירות ערך וכתוב גם בחוק החברות שמאמץ את ההגדרה הזאת. בית המשפט העליון בכמה וכמה פסקי דין שלא קשורים למסים מתייחס לנושא הזה של שליטה ופרמיית שליטה, והוא מסביר ששליטה זה נכס אחר שלא שייך לחברה. זה נכס של בעלי המניות וזה נכון גם כמובן לכל ניתוח כלכלי לצורכי מס. אין סיבה שבמסים תהיה תיאוריה אחרת מאשר התיאוריה שקיימת בדיני ניירות ערך ודיני חברות.

היתרונות הפרטיים האלה של השליטה, וזאת נדמה לי התיאוריה הישנה שעליה מסתמכת רשות המסים, זה לא מהות השליטה. זה לא משתנה בין חברה ציבורית לבין חברה פרטית. שליטה זאת "היכולת לכוון את פעילויות התאגיד", ככה כתוב בסעיף 1 גם בחוק ניירות ערך וגם בחוק החברות. בית המשפט העליון מנתח את זה ואומר שיש גם פרמיית שליטה שלא קשורה לנכסים, היא בגלל השליטה.

יש גם מחקרים אמפיריים. הולכים ובודקים מה זאת פרמיה רכישה, שזאת לא פרמיית השליטה, ורואים שפרמיית רכישה משלמים גם רוכשים שהם לא אסטרטגים, כאלה שאין להם סינרגיות עם החברה, כמו private equities למיניהם. אם מנתחים אז רואים שיש פרמיה כזאת שהיא בין נגיד 25% ל-40% תלוי ביום, תלוי בשנה, שמישהו מוכן לשלם על רכישת 100% מחברה, גם אם אין לו סינרגיות איתה.

בפסקי הדין של המסים יש לנו שופט אחד שבשני פסקי דין התייחס לזה באמרות אגב. הוא אומר "פרמיית השליטה מחוץ לקופסא". יש גם אמירה באיזה פסק דין עליון, שעניינו בכלל במס שבח, שצריך לחשוב על פרמיית שליטה בהשוואה בין שווי נכסים לשווי מניות. יש פסיקה אמריקאית בעניין של שניים מפורסמים Philips Morris ו-DHL, שנשמכים גם על הרבה פסקי דין אחרים, שמספרים

"מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים:
עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים
ורוחים".

שלומי שוב

יכול להיות שבמקרה האחרון שצינת אולי מבחינת רשות המסים
זה לא יעבור את הגבול של הקוסט פלוס, אולי עוד מעט נשמע
תגובה של רשות המסים על זה.

רם לוי

תודה שהזמנתם אותי. אני רוצה להתמקד בהיבטים של הערכת
השווי והדילמות שעולות לי במספר תיקים שבהם בחנתי את כל
הסוגיות האלה של שינוי מבנה עסקי. אני רואה שכרוחב החזית
תמיד בכל התיקים האלה מופיעות מה שנקרא "פרמיות סל" כאלה
של שליטה, סינרגיה וקללת המנצח, ואז אני תמיד שואל את עצמי
האם נגמרו הטיעונים הספציפיים במקרה הזה.

כשאנחנו מדברים פה על עסקאות שנרכשו 100% ממניות החברה
יש באמת שאלה האם שולם פה ערך ספציפי עבור שליטה. אני חושב
שלא, ולא כי אני חכם גדול או כי עשיתי מחקר, אני הולך לפרקטיקה,
ודובר פה להשוות למקרים אחרים ומצבים אחרים. אנחנו כמעריכי
שווי מלווים הרבה מאוד חברות כל הזמן, אנחנו עושים שיטות של
הערכות שווי כמו DCF מכפיל וכדומה, מעולם לא קרה לי, ויתקן
אותי אמיר או מעריך שווי אחר שנמצא פה בפורום, שיצא לי ב-D
ששווי החברה הוא 100 ובאתי לדיסקרטיון החברה ואמרתי להם -
"אני ממליץ לכם לשלם עוד 20 או עוד 30 כי אתם שולטים בנכס".

הערכות השווי נעשות תחת הנחה של רציונאליות ואופטימליות של
תזרימי המזומנים תחת ניהול מיטבי, ואם ההנחה הזאת מתקיימת
ואתו רוכש לא "עף על עצמו" וחושב שיש לו ערכי ניהול תוספתיים,
שונים, ייחודיים, מאשר כל מנהל אחר בשוק, אז לכאורה הוא לא
אמור לשלם עבור הזכות להנהיג כי בסוף הוא נהנה מהזכות הזאת
דרך החלק היחסי שלו בדיבידנד ולא יותר. למעט, ועל זה מדברים
המודלים של אומדן פרמיית השליטה, היכולת שלך להשיג טובות
הנאה מהדבר הזה. כלומר, אם אתה לא יכול להסיט תשלומים אליך
או לעשות עסקאות שיכולות להטיב איתך, לכאורה אין לך רציונל
כלכלי לשלם ערך עבור פרמיית השליטה.

בוא ניקח את זה יותר רחוק, קניתי נכס, קניתי ציוד או מכונה, אני

ששליטה זה נכס נפרד. לבסוף, יש בשומות של מס הכנסה הרבה
פעמים אמירה "אנחנו נסמכים על כל מיני דוגמאות של ה-OECD"
דוגמא 23 - שום ערך לא הולך לאיבוד. הלכנו וחיפשנו את הטיטות
הקודמות של הדוגמא הזאת וגילינו שזה לא בדיוק ככה. אם
מסתכלים על השוואת המלל בדוגמאות האלה מבינים שלא לזה
הייתה הכוונה וגם מחיר הרכישה של המניות הוא לא אוטומטית
מחיר הרכישה של הנכסים אלא הוא אינדיקציה, וזה אמר שאפשר
להוריד ממנה דברים ולהוסיף לה דברים.

אמיר ברנע

לא הבנתי מדוע אתה מציג את הנושא של שליטה בנפרד מהנושא
של מחירי העברה. אם הבנתי נכון, במדרג הזה של העסקה בין
החברה הישראלית לבין החברה הבינלאומית, במקרה הקיצוני
אומרים שזאת עסקה הונית, ובמקרה ביניים אומרים שזאת עסקה
שמטופלת דרך מחירי העברה. אולי אני טועה בהבנה הזאת,
אבל מדברים על מנעד במערכת היחסים הכלכלית בין החברה
הישראלית לבין החברה הבינלאומית שהיא הבעלים שלה.

מיכאל בריקר

אתה לא טועה. זה בוודאי חלק ממחירי העברה אבל זה רק אזור
אחר. מה שאתה אומר, ואולי אני גם אחבר את זה, לגישת רשות
המסים רוצים עכשיו להפעיל profit split על הרבה מאוד חברות
או לפחות לחשוב על זה, שבעצם נרכשו על ידי חברות רב לאומיות.
לפעמים, או הרבה פעמים, הוציאו להם את ה-IP, עשו להם הערכת
שווי או בשומות, לפי כמעט מלוא שווי החברה שנרכשה והשאירו
מינוס של אולי 50 אנשים ועשו עליהם cost plus והורידו את זה
מהמחיר. אותם 50 אנשים שנשארו פה הם פתאום האנשים של
ה-profit split. כשהיה צריך לקבוע את המחיר ל-IP ולהוציא את
ה-IP אז המחיר לא לקח בחשבון שאולי היה צריך להוריד ממנו
לא 20 מיליון אלא 200 מיליון לפי השיטה הזו. מה שמפריע פה זה
שמדברים משני הצדדים של הפה.

צריך לזכור שצריך להסתכל מעבר לטענה הגנרית שיש פה פרמיית שליטה, צריך לבחון ספציפית. גם שמואל בורנשטיין בפסק הדין שלו בהערת האגב שלו בנושא "פרמית השליטה" אמר שזה לא משהו אוטומטי מאליו שאתה מוריד את פרמיית השליטה כי הסתמכת על איזה מחקר שבארצות הברית בשנות ה-70 פרמיית השליטה בעסקאות הייתה 20 או 30 אחוז. אתה צריך להראות שפרמיית השליטה באמת שולמה על ידי הרוכש, אתה צריך להראות שאין רוכשים פוטנציאליים נוספים שהיו מוכנים לשלם פרמיית שליטה כזאת ואתה צריך להראות תימוכין לא בדיעבד אלא מלכתחילה. אני שואל אותך אמיר, האם כשחברה בין לאומית מנהלת משא ומתן לרכישת חברה מקומית בישראל, האם הגיוני שהיא תהיה מוכנה לתת ערך עודף על שליטה בגין החברה שהיא רוכשת, אני חושב שההיגיון הכלכלי אומר שלא. זה משא ומתן בין קונה מרצון למוכר מרצון, היא לא תשלם בגין יתרונות ניהוליים ספציפיים שייחודיים רק לה.

נדב נגר

אני לא אחזור על כל התודות, אבל תודה על השיח. כסיכום לכל הדברים חשוב שכולנו נבין שהדין הזה הוא סימפטום לבעיה שהצגנו אותה אני חושב בשקפים. יש פה בעיה כלכלית ולא מיסוית, אנחנו כרשות מיסים באים ומציפים את הדבר הזה כי אנחנו בסוף כמדינה בעלי אינטרס פה. יש כאן בעיה כלכלית שבמקרה הקל היא אולי מהווה תחרות על המס.

הבעיה הכלכלית היא שיש פה ערך ורווח שמופק בישראל אבל בסופו של דבר הדבר הזה משתקף בנתונים מבחינה עסקית וכלכלית, כמו אחרון קבלני המשנה. הדין מתרכז בתשואה על ההון, שבמקרה הזה הוא אנושי, שהיא מאוד מאוד נמוכה ולכן היה חשוב לנו להתחיל את השיחה פה לפני שאנחנו יוצאים לדין המקצועי של הסבבים חוזרים וכו'. אם תתעמקו בשקפים, ואפשר להעביר אותם לאחר מכן, בהם לקחנו את היחס בין תשלומי מס החברות לתשלום על השכר, הדבר הזה מנטרל את כל חוקי העידוד והטבות המס שאנחנו נותנים, רואים שם מכפילים, שבעולם של תשואה על ההון האנושי, שהם מאוד מאוד נמוכים. נכנסתי בשביל הספורט לדוחות של חברות ציבוריות שכל עיסוקן זה כח אדם והם מגיעים לתשואות הרבה יותר גבוהות. זה הדין הכלכלי, זה הדין ברמת השווי ההוגן, שאנחנו כמדינה וכל מי שחי פה, צריך שנשים לב אליו. אני בטוח שכל אחד מהאנשים שנמצאים פה בפורום, מנהלים חברות, שותפים בפירמות, לא היו מוכנים שהתשואה על ההון המאוד מיוחד שיש להם בפירמות ובחברות תהיה כה נמוכה. אני אחזור שוב לעניין של הסימפטום-בסופו של דבר אנחנו מדברים פה על קשת של מקרים. המטרה שלנו בסופו של דבר זה לא לנהל את הדין על profit split, זה קצה אחד של הקשת, אנחנו רוצים

שולט על דרך התפעול שלה, האם דקה אחרי אני אפחית אותה כי במחקר מסוים אמרו ש-10% משווי הנכס משויך לפרמיית שליטה. הייתם מבינים מה קורה בחשבונאות בהקשר הזה? גם אתה שלומי יכול להעיד שבעבודות PPA כשנרכש 100% לא מייחסים פרמיית שליטה, כשנרכש בין 51%-ל-100% אז כן נותנים איזה שהוא ערך למרכיב השליטה. גם החשבונאות, שמתייחסת לשווי הכלכלי של הנכסים שנרכשו, לא לוקחת את מרכיב השליטה בחשבון ב-PPA ובצירופי עסקים.

שלומי שוב

זה הכל שאלה של הגדרות. לכאורה זה משהו שקיים בתוך המוניטין. זה בתוך מסגרת ה-DCF שציינת.

רם לוי

הוא יושב בתוך המוניטין אבל הוא לא ערך נפרד.

שלומי שוב

זה בדיוק העניין. הקושי פה הוא בזה שזה הכל שאלה שאיך אתה מגדיר. עובדה שהחשבונאות הגיעה למסקנה, ואתם יודעים שאני חסיד של החשבונאות, שהיא לא יודעת להגדיר את הרכיבים האלה. אם היא יודעת להגדיר אותם ולהפריד אותם היא הייתה מייחסת את זה כנכס לא מוחשי מזוהה. בגלל שהיא לא יודעת אז הכל למעשה נכנס לתוך המוניטין. לכן הדיונים הם יותר מורכבים. יכול להיות שאנחנו מדברים על אותו דבר אבל מתווכחים בנינו.

אמיר ברנע

רמי אני חשבתי בדיוק כמוך, וככה לימדנו שנים, ששליטה נבנית על חשבון מיעוט או בעלי מניות על חשבון נושים, שזה חלק מהספרות, ה-text book שלנו. כך חשבתי עד שלא הכרתי חברה רב-לאומית. בחברה רב-לאומית הנושא של הפריסה הגיאוגרפית ופונקציית הייצור שינו לי את ההבנה הזאת. פתאום מתברר שרק ב-100% ניתן להשתמש בידע הזה באופן מלא, בלי מגבלה, אולי גם להשביית אותו. אבל אם יש לי מיעוט של אפילו אחוז איני יכול לעשות זאת או שזה מאוד יקר ולכן אני משלם פרמיה על ה-100%. מה התפיסה הנכונה לגבי מרכיבי פרמיית שליטה, האם רק ביחסי רוב מיעוט או בעלי מניות ונושים, או גם מעבר לזה בחברה רב לאומית. חברה משלמת פרמיה כדי לרכוש 100% מהמניות על מנת לנצל זאת כחלק ממערך הייצור הרב לאומי שלה.

"מיסוי לוקאלי של גופים רב לאומיים:
עקרונות הקצאת נכסים לא מוחשיים
ורוחים".

צבי יונר

בהערכת שווי נכסים בדרך כלל מסתכלים על שימוש אופטימלי באותם הנכסים. כך למשל, בהערכת שווי של מטוס מסתכלים עליו כמטוס שיכול להטיס נוסעים ולהביא רווחים ולא לפי משקל המתכת שיש בו. כמובן שיכול להיות מטוס שלא ניתן להשתמש בו ואז השווי שלו יהיה לפי ערך המתכת.

מצב דומה קיים במה שקרוי פרמיית שליטה. במצב האידיאלי פרמיית שליטה לא קיימת. אך במקרה של חברה שיש בה חילוקי דעות בין בעליה או קושי אחר בניהולה עלול להיווצר חיסרון שנובע מחוסר שליטה ע"י גורם אופטימלי. לכן, פרמיית שליטה לא קיימת כערך עצמאי אך יכולה להיות נוכחת בעסקה שכתוצאה ממנה יש שיפור משמעותי ביכולות ניהוליות. מצב דומה עלול להיווצר כאשר חברה בינלאומית רוכשת חברה ישראלית וכתוצאה מכך נפתחות הזדמנויות ניהוליות חדשות שלא היו קיימות קודם כולל נגישות לשווקים, לקניין רוחני או ליתרונות מס כאלה ואחרים. בשורה תחתונה, פרמיית שליטה היא לא נכס עצמאי אלא העדר פגם כזה או אחר.

שלומי שוב

תודה לרשות המסים שהשתתפה כאן בדיון באופן מאוד אקטיבי ואני חושב שזה ראוי שרגולטור יבצע השתתפות כזאת עוד לפני שהוא מפרסם את הנייר שלו. אין ספק שזה נושא שהוא מורכב, הדברים שצוינו פה חשובים, אני חושב שהנימוקים לכאן ולכאן הועלו פה היטב היום. לדעתי הנושא של השווי שנמצא יותר ליבת הפעילות שלנו כפורום שווי הוגן הוא גם הנושא הקריטי כאן. תחשבו שוב על ההגדרה הזאת שאמרתי בנושא של שווי הוגן - ההבחנה הזאת בין משתתף שוק לבין משתתף ספציפי שזה משהו שמאוד יכול לעזור להפריד את ה"רעשים" מהשווי של ה-IP.

אני מסכים גם עם אמיר שגם אם מחליטים שה-FAR נמצא פה בארץ אז הסוגיה הופכת להיות התמלוגים הראויים או חלוקת רווחים בסופו של דבר זאת גם שאלה של שווי, כלומר זאת נגזרת של כמה שווי מייחסים לזה. במילים אחרות, ההחלטה על המיקום

לטפל בכלכלה ובמה שמגיע לישראל. המטרה שלנו זה להציף פה את המצב הכלכלי ולטפל פה בכל הטווחים שנמצאים באמצע ובתמחור היחסית נמוך שיש בנושא הזה, וראיתם את המספרים. ה profit split, ואני מסכים עם האמירות של חלק מהאנשים, שאולי עדיף להיות חכם ולא צודק, זה חלק מאותם מקרי קצה. בנושא של חברות רב לאומיות שרוכשות חברות ישראליות ומוציאות את ה-IP בשווי, אפילו לעיתים גם לאחר שומות והסכמות. אנחנו מקבלים את זה, זה גם יקבל ביטוי במסגרת טיוטת החוזר. חשוב להבין שאנחנו לא באים עם אג'נדה שכל ה-IP שמסתובב בעולם הוא של ישראל או שכל חברה רב לאומית שפותחת פה מרכז אז יש לנו זכות בעלות על ה-IP, זה לא הדיון, הדיון מבחינתנו הוא כלכלי והוגן. אנחנו לא רוצים להיות מרכזי מו"פ "טיפשים", אנחנו כן רוצים לעודד את הכלכלה ושיהיו פה אנשי מפתח אבל בבד בבד לקבל את התמורה שאותה הון אנושי אמור להיות מתוגמל עליו. אסור כמובן לשכוח את חברות הצמיחה שנמצאות כאן בישראל. אין ספק שמשם זה עלות וראיתן את הנתונים שאותם תאגידים רב לאומיים מגיעים לפה ושהתשלום המס מאוד מאוד נמוך יחסית להוצאות שלהם ובהגדרה, חסכון בעלויות כאמור - מיקר את אותו הון אנושי שכן אותן חברות יכולות לשלם יותר על אותו הון אנושי בשכר. אתם יודעים כמה מחסור במהנדסים יש בישראל. זה גורם לבעיות אצל אותן חברות צמיחה שאנחנו מעודדים אותן פה בישראל. צריך להסתכל על התמונה היותר רחבה - אי אפשר לבוא ולהתחרות על המס כי בסופו של דבר זה פוגע בכלכלה הישראלית ופוגע בכולנו. זה הדיון שאנחנו מנהלים.

שלום סופר

אנחנו מדברים פה הרבה על רווחים ועל שוויים. צריך לזכור שפעילות IP היא פעילות מאוד מאוד מסוכנת והרבה פעמים יש גם הפסדים מאוד גדולים. למטבע יש שני צדדים. כמו שרשות המסים רוצה הרבה פעמים חלק ברווחים, צריך לזכור שהרבה פעמים החברות האלה מפסידות הרבה מאוד כסף. צריך לקחת גם את זה בחשבון.

הגיאוגרפי של ה-FAR היא בינארית/דיכוטומית אבל החיים יותר מורכבים מזה ויש סקאלה - מן הסתם בין אם המיסוי הוא דרך רווח הון ולבין אם המיסוי הוא דרך תמלוגים/הקצאת רווחים הבסיס שלו צריך להיות דומה.

אנחנו מודים לכולם שהייתם איתנו בבוקר זה, זה היה דיון חשוב ברמה של הכלכלה של המדינה. זה ברור שיש הרבה דברים שלא תלויים בנו אבל לפחות אנחנו דנים בהם וזאת התרומה שלנו כאקדמיה.

כורום שווי הוגן | FVF

FAIR VALUE FORUM

חברות ללא בעל שליטה:
 הגדרת שליטה ויחסי
 דירקטוריון הנהלה על
 רקע התזכיר החדש
 לתיקון חוק החברות

תאריך המפגש: 12 באפריל 2021

נושא המפגש: חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר החדש לתיקון חוק החברות

חומר רקע: **לחץ כאן**

נוכחים: **לחץ כאן**

צוות מקצועי: ניב אלמוג, עדן בוכריס, יואב אטיאס ומיכל ברק.

שלומי שוב

הדואליות וניטרלנו את חברות האגח. אני מניח שזה נובע מהמשקל היחסי של הבנקים ובאופן טבעי משאלת גודל ההשקעה היחסי בראיה של אדם/גוף בודד.

הסיבות לכך הם כמובן קודם כל חוק הריכוזיות אבל זה לא רק זה יש כאן שילוב של השפעות נוספות כמו הסדרי חוב, התקשחות הרגולציה הפיננסית ובכלל יש הרבה כסף בשוק והמחירים לא זולים. בהחלט יתכן כי המגמה תימשך במיוחד לאור כניסת חברות היה טק לבורסה שמתאפיינות בבעלות מבוזרת. בשורה התחתונה, מאז חקיקת חוק הריכוזיות ב-2013 המספר כמעט הוכפל והרבה יותר מזה במונחי שווי שוק. שימו לב, זה חוצה ענפים - ראינו גם בסקטור הפיננסי בנקים עצומים כמו דיסקונט והפועלים הופכים

בוקר טוב, אנחנו חוזרים הבוקר למתכונת פרונטלית (אם כי עדיין היברידית לאור מגבלות הכמות) וזאת כבר הרגשה טובה. התגעגענו לחיבור בין אנשים מעניינים לבין הרוח המיוחדת של הבינתחומי. אנחנו מדברים היום על המציאות החדשה יחסית בשוק ההון הישראלי - חברות ללא בעל השליטה על רקע תזכיר החוק שפרסם משרד המשפטים בנושא. לפי הנתונים לתום 2020 שקיבלתי אתמול מאנטרופי לצורך הדיון 85 חברות ציבוריות הן ללא בעל שליטה - כ-17% מהחברות הציבוריות אבל במונחי שווי שוק זה הרבה יותר - כ-38%. לצורך כך כללנו גם את החברות

משברים - במיוחד כאשר אין לכך כדאיות בראיה של שווי שוק. אין בהכרח זהות בין שווי שוק לבין ממשל תאגידי - וכאן צריך לחשוב איך יוצרים תמריצים למוסדיים בהקשר הזה של ממשל תאגידי. כי בלי שינוי בנושא זה לדעתי לא יכול להיות פתרון טוב. ותוסיפו לזה את נקודת המוצא של ריכוזיות הגופים המוסדיים ובעיה פוטנציאלית של ניגודי עניינים במשק קטן כמו ישראל.

אגב, שימו לב שבין השורות "השתרבה" בתזכיר גם האג'נדה המגדרית - שימו לב בלי קשר הכרחי לחברות ללא בעל שליטה - כלומר, ביחס לכלל החברות הציבוריות וחברות האג'נדה.

מאיר לוין

אני מוחה על ההגדרה אג'נדה מגדרית ואני אגיע לזה אחר כך.

שלומי שוב

חוק החברות יצר כידוע מחויבות למנות דח"צית אחת וכעת התזכיר ממליץ שיכהנו לפחות שליש דירקטורים מכל מגדר. כאן כמובן עולות השאלות האם זה לא יוצר מצב של העדפה מתקנת ולכך שאנשים פחות טובים יגיעו לעמדות פיקוח.

רקפת שני

לא, לא הבנתי. אנשים הם אנשים. מנהל שלא ירצה דירקטוריון חזק תמיד ייבחר אנשים פחות טובים, זה לא קשור למגדר.

אמיר ברנע

אבל אין לזה סוף - ומה עם מיעוטים אחרים? למה להם אין ייצוג?

שלומי שוב

יש על זה מחקרים ואולי באמת זהו תיקון חקיקתי שצריך לדון בו בנפרד.

מאיר לוין

כן, בכנסת ה-32.

שלומי שוב

לקראת הדיון, ביקשתי מאנטרופי שיכינו נתונים על המגמות של נשים בדירקטוריונים בשנים האחרונות, תוך הבחנה בין חברות עם שליטה וללא שליטה - והמסקנות לא מעודדות בכלל - אנחנו מדברים על קצת יותר מ-20% שיעור נשים בדירקטוריון במדד תא 125 עם שיפור קל בלבד בשנים האחרונות.

לבעלי שליטה מבוזרת, גם חברות מסורתיות משמעותיות כמו שופרסל ופז, גם את המגמה בנדל"ן המניב - כלכלית ירושלים, גב ים (בעקבות איבוד השליטה של נכסים ובניין אם כי צריך לבדוק אם פרנקל לא מגיע לכך) ואלוני חץ וראינו גם לא מעט גופים בסקטור האנרגיה גם בגלל מתווה הגז. לסקטור הפיננסי יש ייחודיות הרי ידוע שנכחות של רגולטור ספציפי מפחיתה את ה"כדאיות" של בעל שליטה וזה מתחדד ככל שהוא דומיננטי יותר - אבל כאן השאלה מעניינת היא מדוע רוב הבנקים הגדולים היום הם ללא בעל שליטה בעוד בביטוח, להוציא כלל ביטוח, זהו לא המצב?

המציאות הזאת כפי שצינו בחומר הרקע משנה את שיווי המשקל - הכוח למעשה עובר מבעל השליטה להנהלה ונוצרת בעיית נציג שנעוצה בשלטון מנהלים ומוכרת משוק ההון האמריקאי שם הגישה הרגולטורית היא פרו מנהלים ביחס למשל לגישה האנגלית. בשורה התחתונה, בהעדר בעל שליטה, לו אינטרס ישיר בפיקוח על פעולות ההנהלה, האורגן המרכזי העשוי להפעיל פיקוח אפקטיבי הוא הדירקטוריון וזה האתגר העיקרי שעומד במרכז הדיון שלנו היום. זה מצחיק אבל בעבר כל כך חששנו מתופעת בעלי השליטה ועכשיו אנחנו מתמודדים עם בעיה אחרת. לכאורה התפקיד הרשמי של הדירקטוריון לא משתנה - אבל כולנו מבינים שיחסי הכוחות משתנים - אם בדירקטוריון של חברת מוטט שליטה - הדירקטורים עסוקים לא מעט בלהדוף את בעל השליטה - במצב החדש ההנהלה מקבלת את הכוח והדירקטוריון צריך לפקח עליה.

אחד הנדבכים המרכזיים בהקשר זה הוא הרכב הדירקטוריון והליכי המינוי של דירקטורים בחברות ללא בעל שליטה. בנוגע לכך, התזכיר מציע לבטל את חובת המינוי של שני דירקטורים חיצוניים ולהחליפה בחובת מינוי רוב של דירקטורים בלתי תלויים. לצורך כך, מדבר התזכיר על הקמה במסגרת הדירקטוריון של ועדת מינויים בלתי תלויה שתפקידה הוא להמליץ על הרכב הדירקטוריון הרצוי ולגבש רשימת מועמדים מומלצים לצורך הצעתם לאסיפה הכללית. אני למשל חושב שלהשאיר את נושא המינויים בגבולות הדירקטוריון בלבד זה לא פתרון טוב - אלא פתרון שדווקא יכול להנציח את שלטון המנהלים ועוד מעט נשמע על כך מהניסיון בפועל. זה נכון שכל בעל מניות שיש לו 1% לפחות יכול להציע מועמד מטעמו אבל השאלה היא עד כמה זה באמת אפקטיבי. היו לנו מספר מקרים בשנתיים האחרונות שבהם הועלה חשש מהתערבות של מנהלים בזהות הדירקטורים וזה מצב מאד בעייתי שאותו צריך לפתור. אני מבין שוועדות ציבוריות, כמו שיש בבנקים ובביטוח, זהו לא פתרון מקובל בעולם אבל צריך תמיד לזכור את המבנה הייחודי והריכוזי של המשק שלנו ואולי לנסות למצוא פתרון ביניים מאזן - אולי ועדה בלתי תלויה למרות שכבר אינו שזה גם לא פתרון מושלם.

זה מביא אותנו לצורך, או אפילו להכרח, באקטיביזם המוסדי בנוגע לחברות אלה. התנאים לכאורה קיימים - לפי הפרשנות של רשות התחרות כבר ניתן לבצע תיאום עמדות בין גופים מסוימים למשל לצורכי הצבעה באסיפות אבל זה נעשה במקרים מאד נקודתיים - וממה שאנחנו רואים בשנים האחרונות המוסדיים בהרבה מקרים מעדיפים לא להתעמת מול ההנהלות ומתערבים רק כשיש

חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה
ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר
החדש לתיקון חוק החברות

אמיר ברנע

נשמע קודם על התזכיר ואחרי אנחנו נמשיך.

מאיר לוי

בוקר טוב לכולם, תודה רבה לשלומי על ההזדמנות לבוא לכאן. מבחינתי, כמו שאמרת, זה מרגש מאחר וזה המפגש הראשון מחוץ לזום.

הדבר הראשון שהיינו צריכים לעשות כשיצאנו לדרך זה לבחון את השאלה האם יש צורך בכלל לטפל בנושא של חברות ללא גרעין שליטה. זאת שאלה שלא תמיד רגולטורים מקפידים לשאול אותה, ובעיני זה היה נטל משמעותי שהיינו צריכים להרים אותו מפני שידענו שיש סוגיות שלא מטופלות באופן מלא בחוק החברות. חוק החברות הקיים יותר מפוקס על מבנה הבעלות שהיה קיים בעת חקיקת החוק, זאת אומרת במבנה בעלות ריכוזי שיש בעל שליטה, אבל הוא לא התעלם מהסיטואציה של חברות ללא גרעין שליטה, הוא יצר פה ושם הוראות שהתייחסו לסיטואציה הזאת אבל לא באופן מלא, וזה שחוק החברות לא מטפל באופן מלא בכל הסוגיות זו עדיין לא סיבה מספיק טובה לעשות תיקון בחוק. אני אומר את זה גם בשים לב לשיטפון של תיקוני חקיקה שהיו בשנים האחרונות בדיני חברות, ניירות ערך ובכלל ברגולציה המקומית, שלאורם חשבנו שככלל נכון לצנן מעט את האינטנסיביות בתיקוני החקיקה. לשם כך פרסמנו קול קורא וקיימנו התייעצות מאוד רחבה עם הרבה אגב מהאנשים שיושבים פה בחדר ושמענו דעות מגוונות לגבי התיקונים השונים שצריך לעשות וקודם כל לגבי עצם השאלה האם נכון לחוקק חוק, האם יש צורך כזה. אני חושב שלא הייתה הסכמה מפה לפה, יש כמה מבין היושבים פה שחשבו שלא צריך אבל אני יכול להגיד ש 80%-70% חשבו שיש סוגיות שלא מטופלות באופן מספיק בחוק הקיים ושישנה הצדקה היום לתקן את חוק החברות לאור ריבוי התופעה מבחינה כמותית, וגם מבחינה שווי שוק שהולך וגדל, כפי שצינינו. אנחנו רואים בהנפקות שנעשו ב-2021 שמתוך 32 חברות חדשות שהונפקו 8 מהן היו חברות ללא גרעין שליטה, זאת אומרת 25% מהחברות. זאת לא תופעה שאפשר להתעלם ממנה כמותית, וגם מהותית מדובר בחברות מאוד משמעותיות, זאת אומרת יש גם חברות קטנות, חברות הייטק וגם חברות מהמשמעותיות והגדולות

גם הנושא של הגדרת שליטה לעניין זיהוי חברות ללא שליטה שבו עוסק התזכיר והקשר בינו לבין הגדרת שליטה ב-IFRS מאד מעניין. כנקודת מוצא, על אף שההגדרות כיום של שליטה בחוק ני"ע וב-IFRS דומות, יש היגיון לדעתי כי הגדרת שליטה לצורך חוק נייע תהיה רחבה יותר כי היא באה ליצור בעיקרה הגנה למיעוט בעוד לצרכים חשבונאיים המטרה היא בכלל איחוד דוחות כספיים. אבל זאת רק מחשבה יותר פילוסופית שלי - זה לא המצב התיאורטי שהרי המבחן האיכותי של יכולת לכוון את פעולות התאגיד הוא דומה.

לפי חוק ניירות ערך קיימת חזקה (מעין מבחן כמותי) של החזקה במחצית או יותר מאמצעי השליטה. כאשר מדובר על חברה ללא בעל שליטה, התזכיר מציע להוריד את החזקה הניתנת לסתירה ל-25%. זאת גם קביעה לא טריוויאלית, שהרי הניסיון החשבונאי בארץ מאז הסדרת הגדרת שליטה ב-IFRS 10 בעשור האחרון מראה שאזור החיוב הוא 30 אחוז צפונה ולכן יש כאן לכאורה הרחבה - שימו לב במקרים אלו וזה מה שמלמד הניסיון של שנים האחרונות קשה "להרים את נטל ההוכחה" לכל כיוון ולכן לחזקה יש משמעות רבה. ראינו את המתח הזה במקרה של נכסים ובניין וגב ים בזמנו וסוגיה משמעותית נוספת ביחס לחוק הריכוזיות קיימת בימים אלו לגבי הרכישה של צחי נחמיאס את דסק"ש באמצעות חברת מגה אור שבשליטתו - אם אני מבין נכון שיעור ההחזקה עומד על 29.9 אחוז...

למעשה, בראיה של שליטה אפקטיבית, החזקה של 25% די יוצאת מנוקדת הנחה של פאסיביות המוסדיים, הרי ככל שנראה יותר משקיעים אקטיביסטים כך השיעור המינימאלי הנדרש לקיומה של שליטה יגדל ולהפך. נניח לאחרונה באלרוב ראינו שהמוסדיים יודעים להתעורר לפעמים. ובכלל הסיטואציה מוזרה - האם יכול להיות מצב שבו לצורך חוק החברות החברה תחשב כבעלת שליטה מבוצרת אבל לצורך חוק נייע יהיה לה בעל שליטה?

יש לנו היום דיון מעניין וחשוב. נמצאים איתנו כאן האנשים שעומדים מאחורי המגזר - מאיר לוי ממשד המשפטים ושרה קנדלר מרשות נייע. כמו כן, יש לנו כאן נציגים בכירים של החברות הרלבנטיות - יו"רים ומנכלים וכן נציגים של המוסדיים ורשות שוק ההון שאמונה עליהם. אי אפשר להתעלם מכך שהיו בשנה שנתיים האחרונות מספר אירועים מעניינים כמו בפז, שופרסל וישראלכרט שהלקחים מהם יכולים לסייע לנו במסקנות היום.

בשוק הישראלי. ולכן אני יכול להגיד לכם שאני חושב שצלחנו את הנטל המאוד כבד בכך שצריך לעשות תיקון חוק כזה.

השאלה עכשיו איזה תיקון חוק ועד כמה הוא אגרסיבי, עד כמה הוא חדשני. יש לנו נטייה ישראלית לרצות לחדש, להיות אור לגויים. בשים לב לעובדה שאנחנו חיים בתוך סביבה בינלאומית, החברות יכולות לעשות החלטה איפה להתאגד והמצאות החקיקה הישראליות בדרך כלל מושכות את החברות למגרשים אחרים שזה תופעה בעיני מאוד לא רצויה. לכן אם תשאלו אותי מה הם עקרונות העל שליוו אותנו במסגרת החקיקה זה א' הצמדות למקובל בעולם עם התאמה למציאות הישראלית. ב' - כמה שניתן ודאות וכללים בהירים (אגב הנקודה של שער כניסה ואיך מסווגים מה היא חברה ללא גרעין שליטה) ו-ג' - שיתוף ציבור משמעותי, שמבחינתי השולחן העגול שמתקיים כאן הוא הזדמנות יוצאת מן הכלל לקיים את השיח הזה ואני גם אנסה למעט בדיבור ויותר להקשיב ולספוג אינפוטטים מכנס. מבחינתי זאת מטרה מאוד חשובה.

נתחיל במושכלות יסוד - בעיית הנציג השונה בחברה ללא גרעין שליטה היא "בעיית הנציג האנכית" שעוסקת בחשש משלטון מנהלים, והעובדה שציבור בעלי המניות הוא מפוזר, אגב גם אם הוא גוף מוסדי מאוד אקטיבי, עדיין מדובר באחזקה קטנה יחסית, שיתוף הפעולה הוא או מוגבל או שהוא לא קורה מספיק או שגם אם הוא קורה הוא אד-הוק לכל אסיפה ואסיפה ולכן עדיין יש את בעיית הפיזור, והעובדה שיש פער במידע שיש לבעלי המניות אל מול המידע שיש להנהלה, והאדישות הרציונלית שיש לבעלי המניות שגורמת להם שלא להתנהל בצורה אקטיבית בחברה. לכן בעיית הנציג היא שונה מהבעיה שאנחנו רגילים להתמודד איתה - "בעיית הנציג האופקית" - של בעל השליטה מול הציבור. המיקוד בכתיבה האקדמית, והטיפול בפועל בבעיות הנציג השונות האלה הוא שונה וזה הפוקוס שלנו בתזכיר כאן.

חלק לא קטן ממהבעיות והשאלות שעלו במסגרת התזכיר הן לא שאלות תיאורטיות, אלא המדובר בשאלות שהעסיקו אותנו ואת השוק בשנה וחצי - שנתיים האחרונות. כך למשל, חוק הריכוזיות ושאלות של שליטה והגדרת שליטה בהקשרים שונים הובילו אותנו להצעה הראשונה שהיא הנמכת הרף הכמותי של 50% ל-25%, לצד המבחן המהותי של היכולת לכוון את פעילות התאגיד שזה מבחן שכמובן מוכר לכם. אני חושב שמבין כל התיקונים שאנו מציעים אולי זה התיקון שלגביו אני כבר רואה שיש הרבה מאוד מחלוקות, א' כי יש לו השלכות רוחב לא רק בחוק החברות אלא גם על חוק ני"ע שכרגע התזכיר אמנם לא מתייחס אליו אבל הכוונה היא לעשות תיקון גם שם, על חוק הריכוזיות, ועל סוגיות של חובת ההגינות, הרמת מסך ואחריות בעל שליטה לפי חוק ני"ע. כלומר, לקביעה של מי הוא בעל שליטה בחברה והאם קיים כזה - יש משמעות נרחבת. הוספת החזקה של 25% שאנחנו מציעים קשורה לעובדה שאנחנו מציעים להטיל סט כללי ממשל תאגידי שונים בחברה עם שליטה או בחברה בלי שליטה. חברה תרצה לדעת איפה היא נמצאת - אם אני פה או פה, אני רוצה לדעת אם אני צריך למנות 2 דחצי"ם או שאני צריך שיהיה לי רוב של דירקטורים בלתי תלויים. אם אני משאיר

הכול למן קביעות עקרוניות או להחלטת הדירקטוריון, אם יש לי שליטה או אין לי שליטה עם אפשרות לתקיפה של בעלי המניות בשאלה הזאת אז זה מותר את השוק באי ודאות ולכן מהטעם הזה חשבנו שנכון לקבוע כלל שהוא כלל מספרי. בכל קביעה מספרית יש היבט של שרירותיות. יהיו חברות שיהיו עם מעט מתחת ל-25% שעדיין ייחשבו לחברות שיש בהן בעל שליטה, וכנ"ל הדוגמא ההפוכה. כמובן שזה תלוי במכלול של נסיבות, מה הפיזור של יתר בעלי המניות, מה מבנה הדירקטוריון, מי הציע את הדירקטורים, וכן הלאה, ואין תשובה ברורה לבחינה מהותית של שליטה. אני כן יכול להגיד לכם שמתוך מקרים שאירעו בשוק בשנים האחרונות וגם מתוך שיח מאוד נרחב שקיימנו עם בעלי העניין בחברות גם בעלי שליטה גם דירקטורים, גם יושבי ראש דירקטוריון, גם מנהלים, גם סמנכ"לים, רובם ככולם חשבו שככלל החזקה של 25% בחברה שבה יש פיזור של בעלי המניות היא אינדיקציה די משמעותית לשליטה. זאת הייתה אמירה מאוד חזקה וגם ניסיון החיים מלמד שזאת אחזקה מאוד משמעותית. חשוב להדגיש, זאת לא חזקה חלוטה, אפשר לסתור אותה והשאלה היא מי הוא הגורם שיש לו את היתרון בלסתור את החזקה הזאת. אז אפשר להגיד שיבוא הרגולטור, או יבוא בעל המניות, וינסה להוכיח שמי שיש לו 25% הוא בעל שליטה, זאת אופציה אחת. נוסף את החזקה של 50% ובואו תראו לנו שמי שיש לו 25% בפועל מכוון את פעילות התאגיד. מאידך, אפשר להעביר את הנטל הזה למי שמחזיק את ה-25% שהוא יראה בשים לב לדינמיקה שיש בדירקטוריון, בשים לב לפיזור של בעלי המניות, שהוא לא בעל שליטה. במקרים מובהקים זה לא יהיה כל כך קשה אם למשל יש לציוד בעל מניות אחר שמחזיק 25% או 26%, אני חושב שהוא יוכל לצלוח את הנטל הזה ולהראות שהוא לא בעל שליטה. למשל באמצעות הצבעה על כך שבדירקטוריון באופן סכמטי יושבים דירקטורים שמונו ע"י המחזיק הגדול השני, אופציה אחרת היא להראות שההצעות שלו עצמו לא מתקבלות בדירקטוריון. זה לא פשוט בכל המקרים, אבל יש פרקטיקה מסודרת של בחינת שליטה כבר כיום, לכן אני חושב שבאיזון שבין הוודאות שבסיטואציה והעובדה ש 25% זה אחוז אחזקה שיש עליו הסכמה די משמעותית ההצעה של חזקה שמעבירה את הנטל למחזיק ב-25% אם אין מישהו אחר שמחזיק ב-50% היא הצעה מאוזנת וטובה. אני אגיד עוד משהו שבחוק החברות הקיים הרף של 25% זהו רף שהוא מוכר גם לעניין עסקאות בעל שליטה, וגם לעניין הצעת רכש מיוחדת, זאת אומרת זה לא רף חדש שאנחנו המצאנו, השוק כבר מכיר אותו. חשבנו שזה האיזון הנכון. בחנו עוד חלופה, לקבוע הסמכה בחוק לקבוע בתקנות כללים שיתנו סימנים בהגדרה מהותית של היכולת לכוון את פעילות התאגיד, קרי אם הפיזור הוא כזה וכזה אם הדירקטוריון הוא כזה וכזה. אנחנו חשבנו אחרי התייעצות מעמיקה שעשינו שזה תיקון שייצר יותר בלבול מאשר ודאות. עכשיו אפשר להתווכח על הנפקויות של הרף הזה. אני כן חושב ש הכיוון הנכון הוא לקבוע את הרף הזה בנוגע לכל ההיבטים בחוק החברות ובחוק ניירות ערך.

חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה
ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר
החדש לתיקון חוק החברות

מאיר לוין

מבחינתי הבעיה בחוק הריכוזיות היתה שיש שחברות שהחזיקו 30% והם שלטו בשכבה מתחתם וטענו שהם לא בעלי שליטה, אז זאת השאלה מאיזה צד אתה מסתכל על הבעיה.

אילנית לנדסמן

ממשיכים את חוק הריכוזיות עכשיו כי מה שאנחנו עושים זה לקבוע מה לעשות.

מאיר לוין

אנחנו קובעים קודם כל מה הוא המבחן שבפועל, בפרקטיקה ייושם. כן חשוב לציין שבמרבית המקרים חברות שהחזיקו 25% היו שקופות והחשיבו את עצמן כחברות עם בעלי שליטה. אבל, באותם מקרים, שבעיני היו על גבול ההתחכמות מפני שהיו לנו אינדיקציות מובהקות לשליטה בפועל והמשחק הזה שבצמ נותן לנו מרחב של מ-50% ועד בכלל לטעון להיעדר שליטה, זאת הייתה הבעיה בעיני אבל שוב אני לא חושב שהשינוי הזה הוא דרמטי. אז נעבור לנושא הבא.

אז כמובן בעולם של חברות ללא גרעין שליטה בשים לב לבעיית הציגו שתיארתי קודם, המיקוד העיקרי בעולם של ממשל תאגידי הוא הטיפול בבעיית שלטון המנהלים ולמעשה חיזוק הכוח של הדירקטוריון - עצמאות הדירקטוריון והיכולת של הדירקטוריון - לפקח על ההנהלה ולהיות העיניים והגוף הפיקוחי מטעם בעלי המניות, שהם בעצמם כמו שאמרנו נמצאים בפער של מידע וגם בחוסר יכולת או תמריצים לעשות את הפיקוח הזה. לאור זאת, קבענו מספר כללים. דבר ראשון, הרכב הדירקטוריון. כלל שהוא לא המצאה כחול לבן, וגם בשוק הישראלי הוא כבר מיושם - שבחברה ללא גרעין שליטה רוב הדירקטוריון יהיו בלתי תלויים כאשר לא תהיה חובה למנות דחצי"ם. אני מוכרח לומר שאם הייתה הערה אחת שחזרה על עצמה בכל המפגשים שקיימנו ללא יוצא מן הכלל זאת הטענה שבעולם של חברה ללא גרעין שליטה אין הצדקה לקסטה, ככה זה כונה בידי המגיבים, של שני הדחצי"ם. זאת אומרת מה ההצדקה לשני מעמדות של דירקטורים בלתי תלויים,

אמיר ברנע

אבל מאיר קביעת רף של 25% בחוק יוצרת התנהגות שולטים אסטרטגית כי ברור שבעלות של 24.99% מקנה שליטה בחברה מבוצרת. המשמעות של הרף היא שההתנהגות POST החקיקה אם היא תעבור, תהיה לקבוע אחוז בעלות כזה של כאילו הוא עומד בתנאי הזה אך עדין מבטיח שליטה כמו 25% או יותר. זאת אומרת שכל רף שנקבע בחוק בעצם מכשיר שליטה בקצת פחות ממנו, הרי המדידה ברף איננה מהותית.

מאיר לוין

אני מסכים איתך לחלוטין, מה בכל זאת נותן המספר הזה? ש-א' היום אנחנו רואים גמישות ברוב המקרים. אמנם יש גם מקרים אחרים של בעל שליטה שמחזיק פחות מ-30% ואנחנו יודעים שהוא מכוון את פעילות התאגיד, אבל ככלל החזקה של 25% ודרומה היא בכל זאת אחזקה שלגביה כבר פחות אפשר להגיד באופן אחיד שהיא מייצרת יכולת לכוון את פעילות התאגיד. ו-ב', אתה צודק אם זה היה המבחן היחיד, אבל לצידי של המבחן הכמותי נותר המבחן האיכותי ולכן גם במקרה בו מי שיחזיק 24.99% יהיה בפועל בעל שליטה אז עדיין תוכל להוכיח את זה, אם כי הנטל יתהפך עכשיו ויהיה מונח על מי שטוען לשליטה.

אנחנו עשינו בדיקה כמה חברות יש כיום שבהם יש אחזקה של מעל 25%, שיש בעל מניות שמחזיק מעל 25% והחברה לא מגדירה אותו כבעל שליטה, הדירקטוריון לא מגדיר אותו כבעל שליטה, והתשובה היא מעט מאוד, ברמת חברות בודדות. זאת אומרת אנחנו לא עושים פה היום איזה מהפך שהרבה חברות יהפכו להיות עם שליטה או בלי שליטה כתוצאה מהצבת הרף בפועל. מה גם שזו אינדיקציה שמחזקת את הרף של ה-25% כלומר כך בפועל חברות מתנהגות ורואות באחזקה כזאת כאחזקה עם שליטה.

אילנית לנדסמן

מאיר אתה אמרת בעצמך, הבעיה של חוק הריכוזיות מה עושים איתה היא כן משמעותית, אני לא מדברת על חוק ני"ע חוק הריכוזיות מקבל עכשיו לין חדש של חברות וחייבים לעשות שינויים.

כשהדח"צים הם היחידים שיושבים בכל הוועדות ומחליטים על המינויים, ויושבים בוועדת המאזן, וועדת הביקורת, וכן הלאה, וכאן הייתה אמירה מאוד חזקה שאין הצדקה. מצידנו אמנם כן הייתה התלבטות בשאלה, זאת אומרת יש יתרונות במוסד הדח"צים במובן זה שהשריון הזה נותן איזשהו צבירת ניסיון היכרות של החברה ועסקיה, אבל חשבנו שעיקר הדלתא של הדח"צים מהדירקטורים הבלתי תלויים מבוססת על קיומו של בעל השליטה שאינו נוכח בחברות אלו.

אברהם ביגר

זה אגדה שזה 3 שנים כי זה 9 בוא לא נשלה את עצמנו.

מאיר לוין

אפשר היה לבחור תקופת כהונה בין 9 שנים לשנה. אפשר לקבוע שדח"צ או דירקטור בלתי תלוי יכהן 2 או 3 שנים, ואפשר היה לקבוע בחירה מחדש כל שנה כדי שהוא יהיה accountable כלפי בעל המניות, מאחר ואם הוא לא ייצג אותם נאמנה ניתן יהיה להחליף אותו. זאת גם הקביעה הרווחת בעולם, אלא אם כן יש שריון או קביעה בתקנון שהחלפה של הדירקטורים נעשית אחת ל-2 או 3 שנים. ההצעה שלנו היא ליישר את מעמד הדירקטורים הבלתי תלויים, אין דח"צים כולם בלתי תלויים, אבל כמובן הקביעה היא שצריך להיות רוב של דירקטורים בלתי תלויים כי אנחנו רוצים שהדירקטוריון יהיה עצמאי, כלומר חסר זיקות ובלתי תלוי.

בשאלה של מהו מבחן הזיקה, מה היא אותה אי תלות שלגביה נאמר שדירקטור הוא בלתי תלוי בחברה. כיום חוק החברות מתייחס לכך שחוץ מהדירקטורה אין לו קשרים עם החברה אין לו קשרים עם בעל מניות מהותי מעל 5%, אין לו זיקה לנושא משרה בחברה, והוספנו גם לדעתי משהו שהיה חסר וגם על זה אני יודע שלא כולם מסכימים, אין לו זיקה לדירקטורים אחרים בחברה, כי אנחנו רוצים שכל דירקטור ישב שם בפוזיציה עצמאית שלא יוצרו זיקות ושיתופי פעולה בין דירקטורים, שהם חורגים מהחשיבה שלהם לגבי מה נכון ומה היא טובת החברה. בהמשך להערה שרשות לני"ע העלתה, וזה עניין שאני מכיר אותו הרבה מאוד שנים גם מצד החברות וגם מצד עבודתי ברשות ני"ע, שעניין אי התלות והזיקה הוא קשה מאוד ליישום וגם יש תחושה שהמבחן הוא מאוד כמותי וברגע שיש קשר עסקי שאי אפשר להזניח אותו מבחינה כמותית אבל מבחינה מהותית הוא זניח באופן אמיתי, אין דרך להזניח את הקשר, ולכן הוא נחשב בגדר תלות. לכן מה שעשינו הוא במקביל להצעת החוק באמת ביוזמה של הרשות לני"ע לתקן את מבחן אי התלות.

הנושא השלישי הוא ועדת מינויים בלתי תלויה. שוב לא הצעה כחול לבן, זאת פרקטיקת ממשל תאגידי שמקובלת בעולם ונהוגה בישראל באופן וולנטרי. העובדה שאין בישראל כלל מחייב מייצר חוסר בהירות בנוגע לוועדה כזו, כך למשל לפעמים מדובר בוועדת מנויים כאילו בלתי תלויה אבל בפועל היא תלויה וההנהלה מתערבת

בעבודתה. המטרה במוסד של ועדת המינויים היא לנתק ולרסן את השפעת ההנהלה, מאחר ויהיו דירקטורים שבעצם ההנהלה היא זאת שבפועל ממנה או ומשפיעה במידה רבה על המינוי שלהם, אזי הדירקטוריון לא יהיה עצמאי. הוא יהיה דירקטוריון שבעצם מעורבב עם ההנהלה ולא יעשה את עבודת הפיקוח המוטלת עליו שהיא הפתרון לבעיה שאנחנו מבקשים לפתור כאן. לכן הכללים שקבענו הם כאלה שאמורים לייצר ועדת מינויים עם רוב בלתי תלוי, עם מגבלות לגבי מעורבות ההנהלה בדיונים של הוועדה, עם מגבלות כמו שיש ביחס לוועדת ביקורת של יו"ר דירקטוריון לשבת בוועדה וכללים מהסוג הזה. גם בסוגיה הזו הייתה לנו התלבטות וגם דעות שונות שנשמעו. מצד אחד, הייתה קריאה לפרמל כמה שיותר את ועדת המינויים, כלומר לקבוע כמה שיותר הוראות פרטניות, דווקא בגלל אי תלות וגם בגלל הזיקות היום יומיות שמתקיימות בין ההנהלה והדירקטוריון, - למשל מה סמכותה של ועדת המינויים- היא ועדה מייצגת או מחייבת, ואיזה הרכב נכון שיקבע לה, ואיך היא יושבת, ואיך לא יושבת, אנחנו שמענו את הדעות האלה, ודווקא מתוך התפיסה שהשוק הזה הוא שוק שעדיין בהליכי עיצוב, וצריך גם לתת לבתי המשפט לפעול את פעולתם ולשוק לפעול את פעולתו, קבענו כללים יחסית מאוד מורחבים ולא דקדקניים, מתוך ציפיה שהפרקטיקה ובתי המשפט יצקו לתוכן תוכן עם התבגרות והתבשלות השוק הזה, מצד שני קבענו גם הסמכה לקבוע בעתיד תקנות שכן יפרמלו יותר את הוועדה ככל שיהיה בכך צורך.

אודי סול

אז איך נבחרת היום הוועדה הזאת?

מאיר לוין

הוועדה נבחרת ע"י הדירקטוריון זאת וועדת דירקטוריון. לא מדובר על וועדה חיצונית, וגם זאת וועדה שממליצה. היא בעצם עושה שתי פעולות, היא אחת, קובעת וממליצה על ההרכב הרצוי לדירקטוריון, לפי מה שיקבע הדירקטוריון, מבחינת גם הגיוון וגם הפונקציות שצריכות לשבת בשולחן הדירקטוריון איש מחשבים וכו'.

אמיר ברנע

היא גם נבחרת וגם בוחרת ?

מאיר לוין

היא לא יכולה לקום בקביעה היא וועדת דירקטוריון שנבחרת מבין חברי הדירקטוריון, במובן זה היא דומה לוועדת ביקורת שיושבים בה חברי דירקטוריון שעושה בקרה על עבודת הדירקטוריון. הם יכולים להציע גם את עצמם אבל מציעים לדירקטוריון מועמדים לדירקטוריון.

חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה
ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר
החדש לתיקון חוק החברות

אשמח לשמוע מה הדעות שלכם ההצבעה היא כרגע פר דירקטור,
אתה לא יכול להתנות מועמד במועמד.

אודי סול

ואיך זה נבחר מי שזכה בהכי הרבה קולות ?

מאיר לוי

כן, ביחס לכל מועמד ברגע שהוא רוב באסיפה.

אודי סול

ממש לא. אחד קיבל הסכמה של 60% ואחד של 8% ושניהם נבחרו
לכאורה, אז מי? בוא אני אניד לך. יש סעיף בחוק החברות שאנשים
לא כל כך מכירים אותו, נדמה לי זה סעיף 85 לחוק החברות,
שאומר שכדי שדירקטור ייבחר, (אפשר להתנות על הסעיף הזה),
רוב החברות שוכחות מהסעיף הזה, וצריך רוב של 50% + מניה
כדי להיבחר לדירקטור. זאת אומרת, לא מספיק שמועמד מקבל
רוב יחסי ביחס לדירקטורים אחרים. זה נקרא majority rule. כדי
שיהיה בחברה מה שנקרא רוב יחסי - plurality rule - החברה
צריכה להתנות על כך בתקנון שלה. רוב החברות בגלל שהיה או
יש להן, גרעין שליטה, שכחו לשנות את התקנה הזאת, את הסעיף
הזה. זה סעיף שיכול ליצור בעיות. אני יכול להגיד מניסיון, בקרב
ההשתלטות על מלנוקס, היה לנו צרות צרות כי היה שם את ה-
majority rule.

מאיר לוי

נושא נוסף שטפלנו בו הוא עסקאות של החברה עם בעלי מניות
שמחזיקים מעל 10%. בחברה ללא גרעין שליטה, מי שמחזיק
מעל 10% יכולה להיות לו השפעה ניכרת על מה שקורה בחברה,
העסקאות איתן הן חשודות ולכן חשבנו שזה כן מצריך טיפול.
מפה אגב אנחנו כן סוטים מהסטנדרט המקובל, אין הוראה כזאת
במקומות אחרים, לא הלכנו על האופציה שהוצעה שגם עסקאות
כאלה יאושרו על ידי האסיפה, זה מוגזם. כן חשבנו שהן צריכות

אודי סול

אפשרות אחת - יש לוועדת המינויים את הסמכות להציע
את המועמדים לדירקטורים. אפשרות שניה, שהיא ממליצה
לדירקטוריון, אבל הדירקטוריון לא חייב לקבל את ההמלצה.

מאיר לוי

הקביעה אם היא ממליצה או קובעת נתונה בידי הדירקטוריון,
בסוף הדירקטוריון צריך לקבל החלטה ולהחליט אם ההמלצה היא
מקובלת או לא. הדירקטוריון לא יוכל להביא מועמדים משלו, זאת
אומרת וועדת הדירקטוריון היא זו שמביאה מועמדים מטעם החברה
אחרת לא עשינו כלום. זאת אומרת אם בסוף הדירקטוריון אומר
הוועדה היא מביאה את המועמדים שלה, והדירקטוריון התלוי,
שיכול להיות בסיטואציה מסוימת גם שיו"ר הדירקטוריון הוא
המנכ"ל כי הרי לא שללנו את האפשרות הזאת אם האסיפה תאשר
את זה, יביא את הדירקטורים שלו - לא עשינו שום דבר. הרעיון הוא
שוועדת המינויים תביא את המועמדים, והדירקטוריון יוכל להטיל
וטו אם הוא יחשוב שיש מועמד לא מתאים שהולך לשבש את
עבודת הדירקטוריון, שיכניס רעש או שהוא בלתי כשיר. כמובן תהיה
לדירקטוריון חובת הנמקה להסביר למה הוא לא מתאים, למרות
המלצה הוועדה, ורק אחר כך יובאו המועמדים להצבעת האסיפה.

אודי סול

זה בא במקשה אחת לאסיפה? ברור שהדירקטוריון לא יוכל להציע
מועמדים משלו גם אם לא הוצעו על ידי הוועדה?

מאיר לוי

הנה שאלה שאפשר היה לקבוע אותה בחוק, אגב זאת הייתה שאלה
שעלתה האם לפרמל בדיוק את השאלה שאתה שואל. החלטנו
שלא להיכנס לשאלה הזו כך שהמציאות שקיימת היום, היא גם זאת
שתהיה קיימת ביום של אחרי. זאת אומרת באופן עקרוני מביאים
באסיפה השנתית את הדירקטורים שמועמדים, אתה שואל האם
זאת צריכה להיות הצבעה פר דירקטור או פר כל הדירקטוריון. אני

לקבל תשומת לב מיוחדת בתוך האורגנים של החברה לכן עסקאות כאלה יצטרכו לעבור אישור של ועדת ביקורת ודירקטוריון. דבר נוסף שתיתקנו הוא שעסקה חריגה עם דירקטור תהיה טעונה אישור אסיפה צריכים אישור האסיפה הכללית, כך גם נכון שאישור עסקאות חריגות עם דירקטור יצטרכו אישור האסיפה.

אודי סול

אבל אז אם עושים עסקאות עם דירקטור הוא עלול להפסיק להיות בלתי תלוי.

מאיר לוין

לא, אותו דירקטור שהוא בלתי תלוי עדיין לא מאשרים עסקאות איתו, רובם בלתי תלויים, יכולה להיות עסקה עם דירקטור והוא יהיה תלוי. אבל צריך לראות אם ואיך לאשר את העסקה איתו.

אמיר ברנע

כל הדברים האלה יהיו עם גילוי מלא? זאת אומרת גילוי של החלטות וועדת הביקורת והדירקטוריון

מאיר לוין

כן כמובן שההשלמה צריכה להיות בגילוי. וגיוון מגדרי, טוב אני לא יודע אם ניכנס לזה עכשיו כי אפשר אחר כך להיכנס לזה, אבל אני כן יכול להגיד שהנתונים הם כמו שמוצגים כאן והחלופות שעלו הן החל מלא לגעת בזה ולהותיר את הדברים על כנם, ולתת לשוק להמשיך לפעול לבד לבין קביעה של מכסה מחייבת שקיימת בחלק מהמדינות. אנחנו מתוך תפיסה לא של שוויון מגדרי ולא של אג'נדה כמו שקראת לזה קודם, אלא מתוך תפיסה של דברים שמראים שגיוון בדירקטוריון הוא גם כזה שמשפר את הביצועים של החברה.

רקפת שני

לא כתבת גיוון, זאת בדיוק הנקודה ששמתי לב אליה, כתבת מגדרי. מה עם קבוצות אחרות שהינן מהוות את הרכב הדירקטוריון הנפוץ?

מאיר לוין

הדילמה הייתה האם רק נשים, רק גברים או כלל המגדרים, האם לקבוע את זה כמכסה או רק כהמלצה, מתי להחיל את זה, היו הרבה מאוד התלבטויות. אנחנו כן חשבנו שכצעד שהוא יותר צופה פני עתיד ומכוון ודווקא מתוך תפיסה שלצד ההוראה הלא מחייבת שנקבע אנחנו מציעים גם להטיל חובה על הקמת וועדת מינויים שצריכה לתת דעתה על ההרכב, לרבות גיוון, כי גיוון הוא לטעמנו,

והחיים מראים ככה שהרכב דירקטוריון מאוזן, גם בהיבט במגדרי, מביא בסוף לתוצאות טובות ולכן וועדת מינויים שתפקידה להמליץ על הפרופיל המיטבי לדירקטוריון תשקול גם גיוון. אני חושב שהשילוב של ההמלצה של כלל ממשל תאגידי כזה פלוס וועדת מינויים שתצטרך לשקול אותה היטב כן יכולה להוביל לתוצאה הרצויה של הגדלת שיעור הנשים בדירקטוריונים, מבלי לקבוע את זה כחובה, זה האיזון. וועדת המינויים יכולה לחשוב גם על גיוון רחב יותר ורק אומר שאם קובעים מכסות ביחס לכלל סוגי הגיוון, אין לדבר סוף, בסוף המטרה היא טובת החברה.

דני נוה

הדבר הזה הוא חלק מהתזכיר, זה יכול להיות חלק מתזכיר שבא לתקן בכלל את החקיקה, ולמה לקשור את זה ספציפית לתזכיר שעוסק בחברות כאלה?

מאיר לוין

אני יכול לתת לך תשובה עיונית ותשובה פרקטית, איזו תשובה אתה רוצה?

דני נוה

פרקטית

מאיר לוין

אוקיי, אני אתחיל בעיונית. התשובה העיונית היא שבחברה ללא גרעין שליטה תפקיד הדירקטוריון הוא משמעותי, זאת שאלה כיוון שאפשר להגיד שדירקטוריון הוא אותו דבר בחברה עם שליטה ובלי שליטה. חוק החברות קובע את תפקידי הדירקטוריון בצורה דומה בשני סוגי החברות. אבל בפועל אי אפשר להתווכח עם העובדה שבחברה ללא גרעין שליטה שאין בעל שליטה שרוחו שורה על הכל יש תפקיד אחר לדירקטוריון והוא יותר דומיננטי. לכן אנחנו רוצים לראות דווקא בחברות ללא גרעין שליטה דירקטוריון חזק, עצמאי, מגוון, ולכן אנחנו חשבנו שיש הגיון וחיבור בין הדברים. זאת התשובה העיונית, יש גם תשובה פרקטית, במובן הזה שלא כל יום מתקנים את חוק החברות.

שרה קנדלר

יש יתרון וחסרון בלהיות הדוברת השניה אז אין לי הרבה מה עוד להוסיף מעבר לדברים של מאיר. עבדנו ביחד בשיתוף פעולה עם משרד המשפטים על התזכיר הזה. ורד שיושבת לידי ריכזה מטעמנו את הטיפול בתזכיר ואנחנו באמת רואים עין בעין עם משרד המשפטים, אז אני אנסה לקצר כי יותר חשוב לשמוע אתכם,

חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה
יחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר
החדש לתיקון חוק החברות

ברגע שאתה מזיז קובייה אחת אז יש לזה את גלי ההדף למקומות אחרים, אז אחד הדברים שאמרנו אוקיי אבל רגע, ההגדרה של זיקה אצלנו מאוד מאוד נוקשה במסגרת חוק החברות מה שיקשה מאוד למצוא דירקטורים מתאימים. ראינו שלמשל בארה"ב קודם כל זה לא נקבע בחוק זה נקבע ע"י בורסה ושם יש הרבה יותר שיקול דעת הרבה יותר principal based ולא rule based כמו אצלנו. העובדים אצלי במחלקה עשו עבודה ממש סזיזפית והגיעו למסקנה שיש בחוק החברות 169 מצבים שמונעים מינוי בגלל קשר או היותך תלוי במידה כזאת או אחרת ואז יש אפשרות 98 מקרים לדירקטוריון להחריג את המקרים ועדיין נשארנו עם 71 קשרים שאי אפשר להזניח אותם בשום פנים ואופן. זו התערבות מאוד משהו מאוד מאוד בולט וקשיח, בארה"ב למשל בניו יורק ובנאסד"ק ראינו אני חושבת בניו יורק סטוק אקסצ'יינג' היו 47 מקרים, בנאסד"ק 13 מקרים, זאת אומרת שם זה הרבה יותר נתון לשיקול דעת, ושוב פחדנו שעצם זה שנשאיר את ההגדרה כל כך נוקשה בחוק שלנו גם ירתיע חברות וגם זה לא יאפשר באמת הקמת הדירקטוריון המגוון שאנחנו רוצים. יש כל כך הרבה דרישות- דרישות מקצועיות, תוצרי מומחיות פיננסית וגם אחרת, וגם שוק שהוא קטן וריכוזי. גם מאיר רמז לכך שאנחנו במחלקת תאגידים, אני לא יכולה לספר לכם כמה מקרים אנחנו מקבלים לפעמים אפילו שמצחקים, של כל מיני קשרים עקיפים שאנחנו מנסים למצוא דרך להזניח אותם אז ראינו פה הזדמנות, ושוב זו רק דוגמה לכך שראינו בהצעת החוק כמקום גם לפיתוח שוק וגם להקל איפה שאפשר בחוק. את זה לא עשינו פה בחוק אלא באמצעות התקנות אבל זה משלים אחד את השני. אז מבחינתנו זה היה באמת הזדמנות ליצור הוראות מותאמות, נכונות, לחברות ללא גרעין שליטה בחוק החברות, וגם הזדמנות לפיתוח שוק. בהזדמנות הזאת פה הייתי רוצה באמת להפנות את תשומת ליבכם לשני דברים שלא קשורים להצעת החוק אלא שתי עמדות שפרסמנו לדעתי בשבוע שעבר שזה כן מתקשר וגם מראה את ההתעסקות שלנו בפיתוח הזה של הגילוי בממשל תאגידי בחברות ללא גרעין שליטה. אחד זה מה שהוצאנו לגבי engagements הממשקים בין החברה לבין המשקיעים שלה, שאנחנו רואים אותם, שוב זו עמדה שפורסמה בלי קשר לחברות עם או בלי גרעין שליטה, אבל יותר משמעותי בחברה שאין בה גרעין שליטה, כי שם אנחנו יודעים שיכול להיות הרבה יותר משמעות לאקטיביות של בעלי מניות, אז אנחנו ראינו שבמקומות

כי אנחנו את דברינו כבר אמרנו בתזכיר. אולי רק לגבי הדברים האחרונים שנאמרו פה בהקשר המגדרי ועל והגיוון. אני מאוד מתחברת למה שאמרת, אני חושבת שהנושא של הגיוון הרבה יותר רחב מאשר רק גיוון מגדרי, אנחנו ברשות גם עומדים לפרסם את המתווה הסופי על הנושא של הגילוי בנושא ESG אני חושבת שהנושא של גיוון בדירקטוריון יכול לבוא לידי ביטוי גם ב-Governance וגם ב-Social 5 אני חושבת שמאוד חשוב הגיוון גם בצד המגדרי אבל לא רק, וחשוב כמובן לגלות את זה, זה בעיניי בסיסי. אז חזרה לתזכיר ולחברות ללא שליטה רציתי רק בכמה מילים להגיד למה אנחנו כרשות חשבנו שנכון לקדם, מה היה לנו state of mind למה היה חשוב לנו התזכיר הזה. ואצלנו זה בא משני מקומות עיקריים אחד באמת הנושא של זה המצב, זה הפרקטיקה, הפרקטיקה השתנתה, מספר החברות בשוק שאנחנו רואים שכל הזמן עולה מספר החברות ללא גרעין שליטה ועם זה באים הסוגיות ששמים על השולחן שלנו, כמו למשל הנושא של הגדרת שליטה. באמת בשנים האחרונות הזכירו פה כבר את המקרים של שופרסל וגבי ים ראינו שם מקרים של החזקה בין 20%-35% זה מעלה את השאלות המעניינות וחשבנו שצריך להתייחס. אז פן אחד באמת היה שאנחנו לא חושבים שיש Right or wrong איזו חברה יותר טובה - עם שליטה או בלי שליטה, אבל יש צורך שחוק החברות יתייחס נכון לסוגיות החדשות שעולות, שלא חשבנו שמקבלות ביטוי בנוסח היום ובהוראות של חוק החברות, זה היה פן אחד של הדברים. הפן השני של הדברים זה שראינו את זה כהזדמנות לפיתוח שוק, כמו שאנחנו יודעים מעבר לים יש הרבה מאוד חברות שכבר שנים הן ללא בעל שליטה ללא גרעין שליטה, ויש להם הסדרים מוכרים וחשבנו שנכון שבהזדמנות הזאת נהפוך את חוק החברות הישראלי ליותר ידידותי למי שרוצה לבוא אלינו מעבר לים. בדקנו הסדרים שקיימים במקומות אחרים וראינו איפה אפשר להסיר מכשולים, לראות אם אפשר להקל. דוגמה אחת שמאיר התחיל לדבר עליה זה באמת הנושא של הכשירויות. כשבדקנו את הנושא של מבנה הדירקטוריון, עלה הנושא הזה של הדרישה הקיימת היום לשני דח"צים שבחברה ללא גרעין שליטה זה לא נראה כהסדר הנכון והמתאים, וההסדר היותר מתאים הוא רוב של דירקטורים עצמאיים בלתי תלויים. וזה מה שראינו שמתקיים למשל בארה"ב וחשבנו שזו הדרך הנכונה. ובאמת ניסחנו סעיף בכיוון הזה, אבל בחוק החברות או בכלל החקיקה

זה מאוד קשור גם למבנה, מי בעל המניות, כמה מחזיקים, מה יחסי הכוחות ביניהם.

אמיר ברנע

יש לי רק הערה אחת לפני שאודי והשאר ידברו. מתוך ניסיון של הרבה שנים בחברות עם בעל שליטה, ראיתי דירקטורים ודירקטוריונים בעבודה. ישנן כמובן התייעצויות לא פורמליות בין מנכ"ל לבעל שליטה, על מנת להבהיר דברים. כל החלטה שהיא החלטה קצת מעבר, החלטה מהותית, בה המנכ"ל וודאי מתייעץ עם בעל השליטה לקראת הדיון בדירקטוריון. עכשיו בחברות ללא בעל שליטה עם מי, יתייעץ המנכ"ל ומי יקנה לו גיבוי לקראת ישיבת הדירקטוריון? לאור זאת חשבתי שמה שחסר זה הנושא של מעמד יו"ר הדירקטוריון. האם יו"ר הדירקטוריון צריך להיות משרה חלקית או מלאה? האם הוא רק דירקטור שבא לישיבות? האם יו"ר הדירקטוריון יכול להיות תלוי או לא תלוי, האם הוא נכנס למכסה של הלא תלויים? מה מעמד יו"ר הדירקטוריון והממשק בינו למנכ"ל? אני מניח שכל מנכ"ל היה רוצה לראות שיש לו גיבוי, שמישהו להתייעץ איתו. השאלה היא אם היו"ר הוא כמו כל דירקטור בעל ידע מוגבל הרי אז אין הגיון להתייעץ דווקא איתו לעומת האחרים? מה מעמדו המיוחד? האם הוא יכול לקבוע את סדר היום? איך פועל כל המערך הזה שאנחנו חושבים שיש לו חשיבות בעבודה השגרתית של חברה ומדוע הוא חסר בתזכיר ההצעה לתיקונים בחוק החברות.

דני נוה

אני רוצה רגע שלומי שגלית תתייחס למשהו, נתחיל בהערה קצרה, זה מתחבר מאוד למה שאמיר אמר. אני חושב שאם נסתכל מה שקורה בשוק הפיננסי הפתוח והבנקים, ששם למען האמת זה גם קיים בחברות עם גרעין שליטה וגם בחברות ללא גרעין שליטה, אבל יש מעורבות פעילה יותר, מוגדרת, רגולטורית, מובנית של יו"ר הדירקטוריון. עכשיו הדבר הזה בוודאי נדרש כי הרי כל הלוגיקה מאחורי החקיקה שאתם מציגים כאן היא בעצם לתת כלים יותר טובים לדירקטוריון checks and balances שנדרשים בין ההנהלה לחברה ללא גרעין שליטה, ומה שחסר כאן באופן פרקטי אם מדברים על היבטים פרקטיים, זה לתת לדירקטוריון את הכלים היום יומיים האלה. אז במגזר הפיננסי גם בחברות עם שליטה ובוודאי חברות ללא גרעין שליטה, יו"ר דירקטוריון יהיה יו"ר דירקטוריון פעיל. הבנקים, חברות הביטוח, והתפקיד הזה של יו"ר הדירקטוריון שאיננו מוגדר בחוק החברות, כן? אבל בפועל זה מה שקיים, הוא מוגדר אגב באופן רגולטורי, רגולטורים קובעים משימות כאלה ואחרות, נותן לדירקטוריון יכולת שיש לו איזושהי זרוע יומיומית בחברה, בהתנהלות החברה, בהתנהלות הנהלת החברה, ויכול להיות שצריך גם לעגן את זה באופן סטטוטורי ואני מציע

אחרים בעולם, בארה"ב, בקנדה, גם הרגולטורים וגם החברות עצמן מתייחסים לנושא הזה של המערכת יחסים שבין החברה לבין המשקיעים שלה וחשבנו שנכון להסדיר ענין זה שראינו את זה פה ב"כלל" ובודוח דנצינגר כמובן זה בא לידי ביטוי. בעמדה אנחנו פשוט אומרים שאנחנו חושבים שנכון שחברה תקבע מדיניות ונהלים לגבי האופן שבו היא מקיימת את הקשרים, התדירות, איך היא מפרמלת את זה, איך היא נותנת על זה גילוי אחר כך, ואני חושבת שנכון שחברות יתנו דעתן במובן הזה. ועמדה נוספת שהיא גם כן לא עמדה שמתייחסת דווקא לחברות ללא שליטה אבל היא גם יש לה משמעות בהמשך לכל מה שקראנו והתייחסנו בחוק, זה על הגילוי שאנחנו חושבים שחשוב שיינתן בזימוני האסיפה למינוי דירקטורים, אנחנו חושבים שכמו שמאיר דיבר על וועדת המינויים ועל החשיבות של בחירת הדירקטור אנחנו חושבים שנכון שכל בעלי המניות יקבלו את כל המידע הרלוונטי שהמידע הרלוונטי הוא מצד אחד קצת יותר מה CV אלא באמת האפשרויות המקצועיות האמתיות שיש לאותם מועמדים, ומעבר לזה וזה באמת הדגש לחברות ללא שליטה אם יש משהו בתהליך המינוי שהוא מהותי, ויכול להיות מהותי למשקיע, למשל אם יש מנכ"ל שמאוד דוחף, מנכ"ל דומיננטי שמאוד דוחף או שמאוד מתנגד לדירקטור מסוים כמו כל החובות שיש למידע מהותי גם פה אנחנו חושבים שמאוד נכון שהמשקיעים יקבלו את כל המידע.

דני נוה

האם נכון, ברשותך, להשאיר בידי כל חברה את ההחלטה האם באיזה אופן, באיזה תדירות, באיזה מידת מעורבות לקיים אינטראקציה עם בעלי מניות ועוד בחברה ללא גרעין שליטה, מפקידה בעצם בידי הדירקטוריון את השאלה הזו וכל חברה באופן פרטני לפי התזכיר שפרסמתם תקבע את הדין לעצמה בשאלת ה engagement של בעלי המניות עצמם?

שרה קנדלר

יכול להיות שבעוד כמה שנים יהיה לנו יותר ניסיון ונחשוב אחרת, אני חושבת שבשלב הזה אנחנו חושבים שנכון שתהיה מדיניות ונהלים ברורים, אך לא להתערב.

דני נוה

אבל שכל חברה תקבע לעצמה את המדיניות?

שרה קנדלר

כן, כן, כן.

חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה
ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר
החדש לתיקון חוק החברות

קודם כל, צריך לקבוע שלפחות בעל המניות הגדול ביותר מבין אלה שמחזיקים 25% יחשב לכאורה כבעל שליטה ולא כל מי שמחזיק 25%. דבר שני - אם העתקתם את ההגדרה של 25% מסעיף 268 לחוק החברות, אבל כתבתם - "אמצעי שליטה" בעוד ששם כתוב "זכויות הצבעה". זה יוצר חוסר הרמוניה חקיקתית.

אני חושב שכפי שאמיר ברנע אמר, הסף של 25% עלול להכניס לא רק את המחזיק לבעיה, אלא גם את החברה לבעיה. לא מספיק שבעל ה-25% יצהיר "אני לא בעל שליטה" או "אני כן בעל שליטה", גם החברה צריכה לבחון זאת, משום שהיא צריכה לשנות את המשטר התאגידי שלה בכל פעם שנוצרת שליטה או שיש אובדן שליטה. כלומר ברגע שיש מישהו שמחזיק 25% קיים סיכון שהחברה תצטרך לשנות את המשטר התאגידי שלה לחלוטין. לכן, חייבים לאפשר גמישות. עשיתם לכם את החיים קלים, קבעתם קו בוהק של 25% ואני חושב שאתם מכניסים חברות לאזור הסכנה בעניין הזה. הסתדרנו טוב מאוד עם IFRS 10, דווקא אם תעשו את ה-25% דעתי לא תשתנה אז אני דווקא הצגתי לכם מבחני עזר לצורך החלטה אם קיימת שליטה אם לא. יכול להיות שאת מבחני העזר צריך לקבוע בחקיקת משנה כמו ב-IFRS 10 זאת, כדי לדעת מה הם האינדיקטורים שאנחנו יכולים להביא בחשבון לצורך קביעת קיומה של שליטה.

שלומי שוב

זאת אומרת לתת את זה כדוגמה, 25% לפי ביזור.

אודי סול

נכון. יש הרבה מוסדיים חזקים בישראל, בעלי החזקה מצרפית גדולה. הם חייבים, על פי חוק, להצביע באירועים קריטיים. על כן, הם מהווים כוח מאזן כנגד בעל החזקה גדולה.

אברהם ביגר

אני אדון בשני הצדדים, גם בצד של ההנהלות וגם בצד של הדירקטוריונים. יש כאן מוטיב כללי שחוזר ואני מציע לנסות

באמת בהמשך להצהרה של אמיר שתשקלו לפי הדגם במודל שקיים בבנקים ובחברות הביטוח, האם לא לתת ביטוי סטטוטורי לתפקיד הדירקטוריון ויור הדירקטוריון שייתן כלים יומיומיים עד checks and balance שאתם רוצים להשיג, באיזון הזה, במאזן הזה בין הנהלה ושליטה.

אודי סול

דבר אחרון שאנחנו רוצים זה שהרגולטור יתערב ויגיד לדירקטוריונים גם איך להתנהג. אין את זה בארה"ב בחברות ללא גרעין שליטה יש לך בו, ולא כתוב שם בחוק מה תפקיד כל חברה שלא רוצים שהמחוקק יתערב ויגיד לה איך היא צריכה להתנהל אם יש נגד חזק ואם יש גרעין שליטה, הצעת החוק דווקא מאפשרת, לשבחה, שגם דירקטור, יו"ר דירקטוריון, יקבל שכר ועדיין ייחשב בלתי תלוי ולכן יש פה התקדמות מבחינת הצעת החוק. אני לא חושב שזה נכון שהרגולטור ייכנס לקישקע של החברות ויגיד להן איך להתנהל, וזה כל דירקטוריון צריך לעצב את ההתנהלות שלו, לבדו. אם הדירקטוריון לא עושה את העבודה שלו נכון, בחברות ללא גרעין שליטה הרבה יותר קל לפטר את הדירקטורים, בוא לא נשכח את זה.

נושא השליטה - אני חושב שזה טעות, לקבוע סף של 25%. יש פסיקה של ביהמ"ש הכלכלי שאומרת כי במקרה של החזקה של מתחת ל-50%, נוצרת חזקה אי שליטה. כלומר קביעת חזקה שליטה של 25% יוצרת מהפכה בלי משימים. המהפכה הזאת עלולה להשפיע עלינו בחוק הריכוזיות, בעסקאות עם בעלי שליטה, בעסקאות של רכישה עצמית, שאתה רוכש מניות של מי שמחזיק לך 25%. אנחנו הסתדרנו טוב מאוד בלי זה. יש לנו את IFRS 10 נותן שם דוגמאות למה זה שליטה, ומה זה אי שליטה, הסתדרנו טוב מאוד בלי מבחן ה-25%. אנחנו, למשל, נתנו חוות דעת שהחזקה של כ-34% בתקופת אלשטיין בשופרסל היא לא שליטה.

יש רולינג של רשות ניירות ערך ביחס לחברת גזית גלובל לפיו החזקה של 32% אינה מהווה שליטה. לכן יש מספיק מבחנים ומספיק ידע כדי לא ליצור חזקה חדשה. ה-25% יכול להיות דבר מאוד קריטי. חוץ מזה שזה לא מנוסח נכון לדעתי. יכול להיות שיהיו שלושה מחזיקים של 25% כל אחד, שהחזקה תחול לגביהם לכאורה. אז

להשתמש בעודפי הון למען חלוקת דיבידנד לבעלי המניות, מבלי לסכן בשום דרך את בעלי החוב חלק מהדירקטורים ממש נאחז פלצות.

יקי ודמני

בוקר טוב. אני מתחבר עם הרבה מאוד דברים שאמר ביגר, וגם לדברים שהעלה כבר נוח, אני בא מעולם של מנכ"ל, גם של דירקטור וגם של יו"ר, וגם של חברות עם גרעין שליטה ובלי קרעין שליטה, חברות משפחתיות שעל זה צריך לעשות תזכיר בפני עצמו, וחברות ממשלתיות כמו חברת חשמל. אני חושב שיש פה כמה בעיות מהותיות. כאשר ניסיתי לעצום את העיניים בחודשיים האחרונים ולדמיין חברה עובדת לפי תזכיר החוק, או לקרוא, או לדמיין דברים שקראתי בעיתונות בחברות אחרות, וניסיתי להשליך על ההצעה הזאת חבל שאי אפשר להשים פרק ראשון לקרוא לו אגו, כי אני חושב שהפרק הראשון זה "אגו" למרות שה לא משפטי ולא חשבונאי. הכל מתחיל ונגמר שם, אבל אני אתייחס לעיקר. יכול להיות שהתזכיר הזה צריך להקרא בכלל דירקטוריון עם שליטה או דירקטוריון בלי שליטה ולא חברות עם גרעין שליטה או בלי, כי באמת הכל תלוי במהות וביחסים. אני חושב שהפתיחה שבאה ואומרת "תפקידו של הממשל התאגידי הוא מניעת שימוש בכוחה ובמעמדה של הנהלת החברה" מבחינתי זה כבר יצירת החוסר באלאנס זה כאילו שבאמת מדובר פה בשני מחנות. לדעתי "הכניסה למסדרון" שמוביל לתזכיר מגדיר בעיה שלהערכתני היא לא בעוצמה כזאת. אם הבעיה הזאת קיימת, אם היא קיימת, אני חייב לבוא ולהגיד שאני לא רואה באף סעיף שמופיע בתזכיר אלמנט ראוי לשינוי, או לשיבוש כוחה של הנהלת החברה שלדעתי לא צריך לעשות אותו, כי כל דבר שמופיע בתזכיר לא קשור בעיני להנהלת החברה. אני רוצה להעלות פה כמה דברים מהותיים. למשל: יש פה את ההגדרה של דב"תים שהולכים להיות במקום הדח"צים, אני שואל עכשיו בתור דוגמה, אני לא דב"ת, אז אני דירקטור תלוי? אני לא עצמאי? האם כל אלה שיהיו דירקטורים רגילים בחברות ללא גרעין שליטה הם אחרים/לא עצמאיים? לדעתי הם כמו בבנקים וכמו בחברות ביטוח, כולם דירקטורים עצמאיים על כל המשמעות של דירקטורים בלתי תלויים ועל כל מה שמשמע מזה. אבל מהפשט או מההדרה של דירקטורים בלתי תלויים יוצא שהשניים או שלושה או ארבעה שהם דירקטורים רגילים הם כביכול תלויים, כאשר לתפיסתי הם עצמאיים בדיוק כמו יתר הדב"תים. אני טוען שבחברות ללא גרעין שליטה צריכות ממש חקיקה, הדירקטוריון צריך להיות בדיוק כמו בחברות ביטוח ובבנקים לא בצורת המיניו, אלא בצורת ההתנהלות והעצמאות שלהם, והיות כולם בלתי תלויים כברירת מחדל. חד וחלק.

ברק ארז

שלום לכולם, אני נושא ב Title של קובע עמדה של אלטשולר-

להימנע ממנו ככל האפשר. ההנהלות והדירקטוריונים לא אויבים, הם צריכים לעבוד ביחד כי אחרת אי אפשר לחיות, פשוט אי אפשר לחיות, הפרוצדורות יהיו בסדר והכל יהיה בסדר רק החברות ישבו על הג'אנטים כי אי אפשר יהיה לעמוד, הם לא אויבים. עכשיו יש מתח שהוא טבעי שזה בסדר, אבל צריך לאפשר את החיים שבין ההנהלות של החברות ובין הדירקטוריון כדי שאפשר יהיה לקחת את החברות קדימה וצריך נורא להיזהר אני לא נכנס לכל הדקויות המשפטיות כי אין לי את היכולת המקצועיות לעניין הזה. צריך נורא להיזהר לא לעשות מהלכים שהופכים את החיים היומיומיים של החברות בין ההנהלות והדירקטוריונים לבלתי אפשרית, זה פשוט צריך נורא להיזהר מזה ואני למוד ניסיון בעניין הזה שבאיזשהו שלב אתה אומר תעזבו אותי בשקט, תעשו מה שאתם רוצים. אני אומר שיש עוד סוגיה שאני חושב שאתם צריכים פה מאוד מאוד לקחת אותה בחשבון. בחברות נגיד שיש לפני החברה בדירקטוריון סוגיה מאוד עסקית כבדה, חשובה, איזו עסקה מג'ורית, או דייבסמנט מג'ורי, ואתה רוצה ללכת לבעלי הבית כי עם כל הכבוד החברה לא שייכת לא להנהלה ולא לדירקטוריון, יש בעלי בית, מוסדיים, כאלה ואחרים, פרטיים, אתה רוצה לשמוע במה דעתם בעניין הזה. בחברה עם גרעין שליטה הולך הו"ר או המנכ"ל לבעל השליטה ואומר תשמע זאת הסוגיה אנחנו בחנו את החלופות האלה והאלה ואנחנו מציעים ללכת בדרך הזאת ואתה מקבל תשובה. פה אתה נשאר עכשיו אתה תלך תתייעץ עם מוסדיים על סוגיות כאלה הם ישר נכנסים לבעיות של מידע פנים. צריך למצוא פורום שיארגן לא בוולונטריות כי צריך למצוא דרך שבה הדירקטורים או המנכ"ל או לא חשוב מי, מי שמתיעצים איתו לא ייכנס לסיטואציה של בעיה של מידע פנים. עכשיו אין לזה פתרון, זאת אומרת, שאלתי את היושבים לצדי הם אמרו אנחנו לא עורכי דין, אז לא היה להם פתרון. אני אומר את זה ברצינות, יש חברות בארה"ב, זו סוגיה אמיתית אני אומר את זה ככה בחצי חיוך, אבל זה לא חיוך בכלל כי כשיש בעיה אמיתית בעניין הזה עם מי אתה? בסוף החברה לא שייכת לא לדירקטורים המכובדים וגם לא להנהלה, היא שייכת לבעלי הבית.

בקיצור, צריך למצוא איזה פתרון. עזבו את הפילוסופיה ואת הדברים האלה, וצריך למצוא לדעתי איך אתה עושה שלום בין ההנהלה ובין הדירקטורים. יש לזה יותר מדרך אחת לעשות את זה ואני חוזר עם זה להערה הראשונה שלי זה לא אויבים, זה לא אתם צריכים לעשות את זה ואנחנו צריכים לשבת לכם על הגרון ולראות שאתם לא זזים ימינה או שמאלה, לא. צריכים למצוא דרך לעבוד ביחד וזה סופר חשוב להתקדמות של החברות, בטח שהן גדולות, ואתה יודע מה, אולי אפילו יותר מזה כשהן קטנות, זה מאוד מאוד חשוב ואסור ליצור או צריך להיזהר מיצירת החומות הפורמליות הקשות האלה שאי אפשר לעבור אותן.

אחת הסוגיות הבעייתיות אשר נתקלתי בהן היא שהדירקטורים ובמיוחד הדחצים מתפתים לדמיין לעצמם שהם הבעלים ולא רק זאת אלא אף מתערבים לעיתים בענייני ניהול שוטפים דרך מעורבות יתר של ועדות. כך למשל משהעליתי רעיון/מחשבה

חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה
ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר
החדש לתיקון חוק החברות

או אחרת. אלה שני נושאים קריטיים שעלולים לייצר פה תקלה ורק דבר אחרון אני רוצה להגיד זה שמשהו קיים בארצות הברית זה לא אומר שצריכים לאמץ אותו, ושזה שמשהו לא קיים לא אומר שלא צריכים לחדש משהו שהוא לא קיים. תזכיר החוק המנסה להתמודד עם סוגיית החברות ללא בעל שליטה, מזהה נכונה את בעיית הנציג (בין המנהלים לבין בעלי המניות), אך יש חשש שזיהוי המנהלים איננו מדויק. בחברות ללא בעל שליטה, הדירקטורים הינם חלק מהמנהלים (בנושאים מסויימים), וחלק מהפתרונות בתזכיר החוק, המוטלים על כתפי הדירקטוריון, עלולים להעצים את הבעיה ולא לפתור אותה. מוצע לבחון שוב את "תו האיכות" במשתמע, שיינתן למועמדים לדירקטוריון שיוצעו ע"י ועדת איתור, ומומלץ לבטל את האפשרות שהדירקטוריון ימליץ על התמהיל (הלא מגדרי) הראוי לדירקטוריון החברה.

אמיר ברנע

אגב, שמעתי שאתה הולך להוציא...הסתכלתי בגוגל ברק ארז לראות מי זה האיש וקיבלתי שופטת עליונה אחת...

ברק ארז

זו הדרך שלי.

שלומי שוב

זה כמו סיפור הילדים הזה שכחתי את השם שלו על הארנב, מיץ פטל כן בדיוק.

נתן חץ

אני מתחיל מזה שגילוי נאות שלומי שוב דירקטור בלתי תלוי באלוני חץ, אמיר ברנע היה דירקטור בלתי תלוי באמות לפני מספר שנים. אני לא משפטן, ואני לא מכיר את כל החקיקות וסעיפים כאלה ואחרים, אני רק חי כ-30 שנה בשוק ההון בחברות ציבוריות, בארץ שלוש חברות ציבוריות הייתי בשוויץ עד לאחרונה בחברה ציבורית, חברה שוויצרית שכולה בידי הציבור, אני הייתי בארצות הברית

שחם, אני יועץ חיצוני של הגוף הזה. אלטשולר שחם העבירו את הסמכות לקבלת ההחלטות, איך יצביעו באסיפה הכללית מחוץ לבית, זאת אומרת שאני קובע איך מצביעים באלטשולר שחם. אלטשולר שחם באסיפה הכללית למעט מקרים חריגים שהחוק חייב את וועדת ההשקעות.

שלומי שוב

שזה מאוד חריג נכון זה לא קיים במוסדיים האחרים.

ברק ארז

זה די חריג למיטב ידיעתי, אני חושב שאני היחיד בשוק פה לא יודע אם ביקום אבל זה מאוד חריג. מה שאני אגיד פה הוא כרגע דעתי אני לא מייצג את אלטשולר שחם בדיון הזה אלא מייצג את עצמי בלבד. דבר ראשון שאני רוצה להגיד קודם כל זה שמשתמשים פה זה שמוסדיים מציעים מטעמם מועמדים, אז מוסדיים לא מציעים מטעמם שום דבר, הם מציעים מועמדים. המועמד הוא לא מטעם המוסדי. זו הבחנה קריטית, הדירקטור לא יושב בשום דירקטוריון כדי לייצג את המוסדי, זה משהו שחשוב לי להגיד. לגבי תזכיר החוק, שלחתי תגובה מאוד מאוד מפורטת אני לא בטוח שיהיה לי פה זמן להגיד את הכל. העיקר, יש שני דברים שאני רוצה להגיד, תזכיר החוק בא להתמודד עם חברה ללא גרעין שליטה לפתור את בעיית הנציג בצורה שהדירקטוריון ינסה לרפא את החוליים, לצערי שוכחים פה שבמובנים מסויימים הדירקטוריון הוא חלק מהנהלה, אפילו בחוק דירקטורים נחשבים נושאי משרה, והתזכיר חוק הזה במקום להחליש את בעיית הנציג עלול להעצים אותה. זה על קצה המזלג. דבר שני שחשוב לי להגיד זו האפשרות לתת לוועדת דירקטוריון להציע תמהיל להרכב הדירקטוריון בהרכב אני לא מתכוון להרכב מגדרי אלא להרכב של מומחיות, זו שגיאה מאוד מאוד קשה, יש דוגמה אני לא רוצה להזכיר שמות של חברות, אוטוטו הולכת להיות אסיפה כללית שמונתה שמה וועדה בלתי תלויה שבדירקטוריון חסר דירקטור עם מומחיות בתחום הרגולציה והציעו מישהו או מישהי, ההצעה מה שזה יהפוך להיות זה שהוועדה הזאת תייצר מעין מכרזים תפורים, לכל מיני אנשים שיש להם קורות חיים ייחודיים כאלה ובדיוק חסר בדירקטוריון מומחיות כזו

ללא גרעין שליטה הרי זה תהליך שהוא אוטומטי, כפי שהפך להיות ציבורי, עובר זמן אחרי זה מתפצל עוד לילדים ועובר לירושות וכו', בוא תטפל בעץ עצמו ולא באיזה כמה ענפים שאולי יש בעיה כי קראנו בעיתון שבאיזה חברה היה ריב בין בעלי מניות. אז מה קרה יש לנו ממשלה עם המון ריבים, חיים, הכל בסדר. אני אומר את זה כשעשו את חוק הריכוזיות, שאני חושב שמנסים פה לפתור בעיה במקום הלא נכון. בואו נתמקד בתאורה של כל העץ.

דודו זבידה

אני דרך אגב לא מסכים עם דבריו של דני בנושא עיגון מעמדו של יו"ר הדירקטוריון בחקיקה כיו"ר פעיל. לדעתי, אי אפשר לקבוע הגדרות גורפות כאלה ביחס ליו"ר דירקטוריון, שהרי כל חברה שונה וכך גם צרכיה. הרי אף אחד לא חשב לעגן בחקיקה את מעמדו של המנכ"ל במצב בו יו"ר הדירקטוריון הוא גם בעל השליטה בחברה. בסוף דירקטוריון צריך להיות גוף שיועד לייצר פיקוח אפקטיבי על ההנהלה, וההנהלה והדירקטוריון צריכים לייצר יחד ובהרמוניה ערך לבעלי המניות. בסופו של דבר אנחנו נמדדים בכל שנה: הדירקטורים נמדדים בבחירה שלהם באסיפה הכללית, וההנהלה נמדדת כל פעם מחדש על ידי הדירקטוריון אשר לו יש את היכולת להחליפה. על ההגה לא יכולים להיות מספר נהגים, כך אי אפשר לנהל חברה. לגבי בעיית הנציג - מאוד קל להגיד שמנכ"ל "חזק" מהווה בעיה. לדעתי, אין בזה הגיון שהרי מנכ"ל ניתן להחליף ברגע על-ידי הדירקטוריון. דווקא לגבי יו"ר דירקטוריון "חזק" המצב עלול להיות יותר בעייתי, שהרי הדירקטוריון שהיחסים בין חבריו קולגיאליים עלול להתקשות להחליף יו"ר דירקטוריון דומיננטי. דווקא בחברות עם גרעין שליטה החלפת ההנהלה עלולה להיות סבוכה יותר אם בעל השליטה תומך בהנהלה על אף ביצועיה הירודים. בחברות ללא גרעין שליטה - אם השוק הינו שוק משוכלל ואקטיבי, מחר בבוקר תבוא חברה אחרת או בעל מניות אחר, ויפעל להשתלט עליה מתוך הבנה שהחברה נסחרת בדיסקאונט לאור ביצועי ההנהלה הירודים. הגורם המשתלט יוכל להציע לתקן את החולי הזה. בשוק משוכלל, זו הדרך הנכונה להבטיח ניהול יעיל. בארצות הברית, זה מה שקורה כשאין גרעין שליטה, מתקנים את זה על ידי הצעות של בעלי מניות אקטיביים להחליף את הדירקטוריון ואת ההנהלה. חברה חולה היא חברה שנסחרת נמוך מערכה ההוגן ולכן הדרך לטפל בזה באמצעות עסקאות של רכישות או באקטיביזם של בעלי המניות. איך יודעים אם חברה מנהלת כראוי? בודקים את החזקות המוסדיים. בחברות טובות למוסדיים יש אחוזי החזקה גבוהים. איפה הבעיה? בחברות לא טובות, שם המוסדיים באחוזי החזקה נמוכים ואז נוצרת בעיה שאין מי שיציע וידאג להחלפת הדירקטוריון. הוועדה מטעם הדירקטוריון היא זו שתציע את הדירקטורים לחברה לא מתפקדת? זה כמו לתת לחתול לשמור על השמנת. המוסדיים לא יפעלו כי הם כבר מכרו את ההחזקות שלהם ומי שנותר זה הציבור. אז מה הפתרון? אני

בקנדה ואני חושב שקודם כל הדיונים פה כאילו חברה זה משהו ערטילאי ושצריך לתקן. אני שואל מה הבעיה כדי שצרכים אותה. אני לא הבנתי איפה הבעיה, ואני חושב שלטפל כרגע ב-15% מהחברות הציבוריות ולהזניח את ה-85% האחרים אני חושב שהמפא הוא קודם כל לטפל בכל החברות הציבוריות בישראל. והטיפול צריך להיות שבכל החברות הציבוריות בישראל מה שמקובל דרך אגב בכל העולם, רוב הדירקטוריון הוא בלתי תלוי. חברה שרוצה, רמי לוי סליחה זאת אומרת אין לי שום דבר נגדו אני אומר, רמי לוי שהוא רוצה לצאת לבורסה הוא יודע שהוא צריך לעשות דירקטוריון בלתי תלוי ורובו יהיה בלתי תלוי. אם נרפא את זה ובמהלך 4-5 שנים זה מה שיקרה אני מבטיח לכם שכל הבעיות של שוק ההון, נציג כזה נציג אחר, בעיית הנציג, כאילו ההנהלה היא איזה משהו אנטי חברה, איפה הגישה הזאת בכלל. החברה מנהלת על ידי ההנהלה, צריך לזכור את זה על ידי מנהלים, והדירקטוריון אמור לפקח שהם לא יעשו דברים לא לגיטימיים. היום למצוא דירקטורים זו בעיה בישראל כי לא רוצים, פעם זה היה סיפור הבורקס שבאים לישיבות, היום מבינים שחל שינוי דרמטי אני חושב בהתנהלות של דירקטוריונים. אני דרך אגב לא חושב שיש חקיקה בארצות הברית דומה לזה לא מתקרבת לשם, לא באנגליה. חוק החברות הוא לכל החברות, פרטיות וציבוריות כאחת, אין שום הבדל. עוד פעם הבעיה שלנו בישראל זה שאנחנו מנסים כל פעם לסתום איזה חורים פעם שהיה איזה ויכוח בשופרסל, או בפז היה... אז יש ויכוח מה קרה ובסוף זה מסתדר. לא כל דבר הוא נורא לא כל דבר הוא דבר שיש איזה משהו וצריך ללכת לתקן אותו. ואני חושב שנכנסו פה לחוק אלף ואחת בעיות נוספות כמו שאתם אומרים פתאום עשרים מישהו קונה בשוק 26%-25% פתאום החברה נהיית מחק. בואו נדבר על זה שהפכתם להיות דירקטור שהוא נגיד אם הוא מנכ"ל או אם הוא בעל מניות הוא הפך להיות דירקטור מצורע אסור לו להיות בוועדה א, אסור לו להיות בוועדה ב, הוא מצורע. יצרתם דירקטור מצורע שאסור לו להיות בשום מקום. דירקטוריון, אם לא יעבוד בצורה הומוגנית, לא יעזור שום דבר, החברה תהיה בבעיה. יהיו בה 10 גאונים והחברה תלך לאדמה. בסוף, גם כל נושא הקרבה, הרי דבר אחד מכל החוקים לא הצליחו לפתור בנושא של תלות. חברים - סתם המילה "חבר", אתה חבר של מישהו, הוא יותר מבן משפחה שלך, הוא הרבה יותר, יש בני משפחה שאתה לא מדבר איתם 20 שנה ויש לך חברים שאתה חי איתם, החוק לא מדבר על חברים. תכניסו את המילה חברים גם ובכלל תחסלו את המצב בישראל. אני לא מבין את הבעיה, אני באמת חושב שאם נטפל בבעיה בחברות ציבוריות ודרך אגב גם בחברה שיש בה בעל שליטה מהותי 70%-60%, שהיא חברה ציבורית, מאחר ואם יהיה בה תקלה היא משליכה על כל החברות הציבוריות כי ככה זה נתפס על ידי הציבור בצדק, אני חושב שהדבר המרכזי שצריך להיעשות אולי לא ימצא חן בעיני איגוד החברות אולי לא זה, חייבים בכל החברות הציבוריות בישראל להעביר דירקטוריון שרובו בלתי תלוי. תנו לזה 4 שנים ואחרי זה נדבר אם צריכים לעשות תיקונים בחוק החברות. רוב החברות הציבוריות עם השנים יהפכו להיות חברות

חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה
ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר
החדש לתיקון חוק החברות

אודי סול

תקשיב אם היית נסחר בנאסדק, הייתה לך וועדת ביקורת, הייתה לך וועדת מינויים.

נתן חץ

אבל היושב ראש והמנכ"ל יכולים להיות בוועדה.

אודי סול

אם היו"ר הוא בלתי תלוי.

צחי זנזורי

אני אנסה להתייחס לנושאים המרכזיים מהזווית של משקיע מוסדי מהותי, כמובן כמשקיע שגם פעיל אקטיבית ובין היתר פעל בחברות ללא שליטה ובחברות עם גרעין שליטה, גם בסוגיות שקשורות לדירקטוריון.

ראשית אני מסכים עם הגישה שבמהות אין הצדקה היום להבחנה בתוך דירקטוריונים של חברות ללא שליטה, בין דח"צים לבין יתר הדירקטורים. היתרונות בביטול מה שהוגדר פה כ"מוסד הדח"צ" בחברות ללא שליטה, לדעתי עולים על החסרונות. כל זאת ככל שיינתן מענה לסוגיות רגישות של ביקורת, תגמול, מינויים, שמהותם טיפול בבעיית הסוכן שהועלתה כאן. ככל שישולבו המנגנונים הבלתי תלויים הנדרשים אז כמובן שזה יהווה איזה שהוא תחליף הולם. בגדול אני מסכים עם הגישה שגם מר יקי ודמני הזכיר פה, כאמור אני לא רואה הבחנה בין הדירקטורים לדעתי כולם צריכים להיות מוגדרים כבלתי תלויים, יש לשאוף לכך, ולדעתי זה יחזק את הקשר בין בעלי המניות לבין הדירקטוריון. אנו כמשקיע מוסדי שואפים לכך שלדירקטורים לא אינטרסים אחרים מול החברה ובהקשר הזה אפשר למצוא פתרון גם לסוגיית היו"ר שימנע את הגדרתו כדירקטור תלוי.

אני חולק על הגישה שצריך לקבע את כהונת הדירקטורים למשך תקופה ממושכת שהיא מעבר לתקופה הרגילה של שנה או עד 15 חודשים. אנו מצפים שכל אחד מהדירקטורים יגיע לבחירה. בעלי

מסכים שאת חלק מהנושאים יש לעגן בחקיקה. אני מסכים עם נתן שבכל דירקטוריון של חברה ציבורית, עם או בלי גרעין שליטה, הדירקטורים הבלתי תלויים צריכים להיות הרוב. דירקטוריון צריך להיות מקצועי, עובד ויעיל. איך לדרוש מעורבות של מוסדיים או של הציבור בנושאים מסוימים? לא בטוח שזה יכול להתקיים דרך וועדות מטעם הדירקטוריון. לדוגמה, ניתן לקיים הליך של "קול קורא" להציע דירקטורים. ראיתי שבחלק מהחברות קיים נוהל כזה כחלק מהליך מינוי דירקטורים. בנוסף, צריך לאסור על חברות לעגן בתקנון ההתאגדות שלהן מגבלות שאינן בדין ביחס לשינוי שליטה בהן. לא יכול להיות מצב שאי אפשר להחליף את השליטה או את הדירקטוריון, זה יוצר את העיוותים הגדולים ואת חוסר היעילות בניהול.

אודי סול

לעניין הצעת החוק לשני עקרונות לבטל את הדח"צים וקובעת רוב של דירקטורים בלתי תלויים.

מאיר לוי

אני לא מאמין שהייתי צריך את נתן כדי לגרום לך לתמוך בהצעת החוק.

אודי סול

אבל במהות, התיקונים הולכים בעקבות ארצות הברית. יכול להיות שהגדרת דירקטור בלתי תלוי היא מחמירה יתר על המידה, אבל אולי יהיו הקלות, על פי הצעת רשות ניירות ערך, אבל בסך הכל הקונספט הוא נכון. יש לי הערות לגבי מה שחסר בהצעה, אבל הקונספט, לדעתי, הוא נכון.

נתן חץ

אני חושב שחוק בא כל דירקטוריון עושה וועדות שהוא רוצה, יש וועדות שעל פי חוק...

שיש לי להגיד זה שהראיות האמפיריות הן ברובן, רוב מה שאתם רואים, זה תוצרים של כל מיני צוותי חשיבה וטנקי מצוות מהסוג הזה. זאת אמפיריקה שלא שווה שום דבר. יש אמפיריקה מעטה מאוד בספרות שהיא באמת reliable, שאפשר לסמוך עלייה, כי זה תחום שקשה מאוד מאוד לבדוד את ההשפעה של הגיון המגדרי גם על הממשל התאגידי וגם על הסביבה בכלל, והממצאים הם במקרה הטוב הם אפס. כלומר במקרה הטוב לגיון מגדרי יש אפס השפעה במקומות שבהם זה נבדק כמו שצריך - על האיכות של החברה, על השווי שלה על ההתנהלות שלה, על הרווחיות שלה, כל הפרמטרים של הביצועים שלה; שזה גם חדשות טובות. נסתכל על זה גם מהצד החיובי. זאת אומרת שזה ניסוי חברתי או נקיטת עמדה פוליטית שאין לה מחיר מבחינת בעלי המניות. זה לא ש"עושים סיבוב" על הכסף של בעלי המניות. מבחינת ההשפעה על הסביבה הכללית - החברה בכללותה - על נשים בכלל בניהול, בתאגיד, במשק, יש מעט אמפיריקה ברמה גבוהה, והיא אומרת שיש אפס השפעה. ההשפעה היחידה שאפשר לזהות זה שיש עלייה בשכר של הנשים שמונו לדירקטוריון. כל היתר לא רואות שום השפעה לטובה. זהו. זה מה שיש להגיד. כלומר, השורה התחתונה היא שזה בעצם מהלך פוליטי, שבתור שכזה תלוי בהשקפות של כל אחד. אני אישית תומך, יש אנשים שנבחרו לכנסת שיש להם אג'נדה הפוכה, אבל זה מה שזה.

מתי אהרון

אני חושב שבעצם בסופו של דבר אחרי השיח על הטיפול צריך לדבר על היישום שלו או על בעצם איך השוק אמור בעצם להכיל את ההיבטים השונים שעולים. אני הייתי אגב בדעה שלא צריך לתקן את החוק שצריך לתת לשוק לעבוד והשוק יש לו את המנגנונים הנכונים ולאורך זמן גם צריך לתת ולבחון בעצם איך הדברים קורים ומתבצעים ואז אם וכאשר לתת את התכנונים הקלים. לאחר שיתבצע התיקון, בעיני המפתח העיקרי הוא בעצם שקיפות, בסופו של דבר, אחרי שמדברים על כל הדברים ותשאלו גם פה את הנוכחים, שקיפות היא מאוד חשובה גם לגבי הפרקטיקה וגם לגבי איך הדברים מיושמים וכדומה, כי בסופו של דבר השקיפות היא תיתן כלי מאוד טוב לבעלי המניות ולחברות עצמן לייצר את השיח הנכון והמאוזן בין אחד לשני. בסופו של דבר, גופים מוסדיים עם בעלי מניות שירצו להפעיל את הכוח שיש להם בין עם עיצוב הדירקטוריון ובין עם הצעה של מועמדים אחרים וכדומה, יצטרכו להסתמך על איזה שהוא מידע והשקיפות והמידע שצריך לתת להם יכול לחלוטין לעשות את ההבדל בין התערבות שהיא אגרסיבית מידי לבין היעדר התערבות. וזה אמור להגיע לאיזון הנכון. הדבר השני שהוא מאוד חשוב בעיני זה הנושא של התמהיל, והאפקטיביות של הדירקטוריון, הנבנים על היכולת של הדירקטורים להיות מאוד חדים וטובים ואפקטיבים בתרומת לחברה. דירקטוריון אפקטיבי הוא דירקטוריון שמצד אחד לא שם את הברקסים ומצד שני גם יודע לתת את הגז במקומות הנכונים, ולכן לתמהיל יש חשיבות מאוד מאוד גדולה.

המניות מודעים לצורך בשמירה על המשכיות, לא צריך להזכיר להם את זה, ולא צריך להחליט עבורם. ובשפה הפשוטה: יהיו ביצועים טובים, אז ככל הנראה הדירקטוריון ימשיך. אני לא רואה שום סיבה לפגוע בגמישות של בעלי המניות כמו שגם מר דודו זבידה הזכיר: צריך לשמור על תנאים של שוק משוכלל, לשאוף לשם, זה מה שקורה גם בעולם. שיקול דעת לבחירת הדירקטוריון ולהארכת כהונה צריך להישאר בידי בעלי המניות. שוב, אני מפשט את זה וכמובן שכל דבר ייבחן לעומק, אבל במהות: הנהלה טובה, דירקטוריון מתפקד, ביצועים טובים, ממשל תאגידי חזק, שקיפות וכדומה, ככל שאלו יהיו טובים וללא ליקויים אזי אני מעריך שהאסיפה הכללית כמכלול תקבל את ההחלטה הרציונלית ותשמור על עקרון המשכיות. צריך לשמר לבעלי המניות את הכלים לעשות שינויים או לאפשר גם לגופים כאלה ואחרים שירצו לחזק את הפוזיציה שלהם ובין היתר להחליף את הדירקטוריון. כל המנגנונים האלה של דירקטוריון מדורג, גלולות רעל כאלה ואחרות לדעתי לא צריכים להופיע כאן. כמשקיע מוסדי שפעיל באסיפות כלליות, אנו רואים בכלי הזה של בחירת הדירקטוריון כאחד הכלים הכי אפקטיביים לחיזוק ממשל תאגידי. אני סבור שאפשר יהיה לראות את התוצאות של שינויים כאלו על פני זמן ולכן צריך לשמר את הכלים של בעלי מניות לבצע את השינויים שהם מוצאים לנכון. הזכירו פה דוגמאות טובות יותר או פחות, ישרכארט, שופרסל ועוד. אני לא רואה פה איזה שהוא צורך לייצר איזה שהם כלים סינטטיים שיפריעו לשוק משוכלל.

שלומי שוב

צחי באסיפה אתה מצטרף גם כאשר הממשל התאגידי נקרא לו רעוע אבל השווי שוק טוב מבחינתך? אתה תפעל במצבים כאלו?

צחי זנזורי

כן, למה לא ?

עוד משהו שרציתי לציין בהקשר הזה של בחירה הדירקטורים ע"י וועדה בלתי תלויה. צוין בתזכיר שיקבעו קריטריונים לבחירה ואני לא נכנס לניואנסים של איזה כלים יש לוועדה מול הדירקטוריון, אבל בסופו של דבר אנו מצפים כי הקריטריונים יהיו רלוונטיים גם למכהנים. כולם צריכים להיבחן תחת אותם מסננים כלומר המכהן צריך לעמוד באותה בחינה מול אותה וועדה וככל שהיא תמליץ להאריך את כהונתו הוא יובא לאישור האסיפה הכללית.

עמיר ליכט

תודה על רשות הדיבור. יש לי רק הערה אקדמית על גיון מגדרי. אני אקדמאי בסופו של דבר. אישית אני בעד. כן ... לא אקדמיה אבל זה בעצם כל הסיפור כולו. נשמעו כאן כמה אמירות שגיון מגדרי הוא טוב לחברה, הוא טוב לעולם, ואפילו יש על זה ראיות. מה

חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה
ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר
החדש לתיקון חוק החברות

הוא שהדירקטורים הבלתי תלויים זכאים לקבל נתח מסוים מתוך ההקצאה הזאת. עכשיו בראיית חשבון יש מושג של מהי אי תלות, כמה מהכנסותייך צריכות להיות ממקום מסוים כדי שאתה תוכל להיות בלתי תלוי בראיית חשבון נדמה לי שלומי שזה לא שונה עד היום זה איזה 25% אפילו. במקומות אחרים בחוק ניירות ערך וכו' זה הרבה הרבה פחות מזה, ואם ניקח את הדירקטוריונים במקומות כאלה וכמה compensation יוצא להם בשנה, אז אני חושב שאצל רבים מהם הם תלויים גם תלויים בחברה בה לפרנסתה. גם הבנקים בישראל הם כאלה. אז לכן, כל הסיטואציה הזאת של מה הוא בלתי תלוי וכמה חשוב לו המשרד אפשר להרחיב את הדיון הרבה יותר ממה שנעשה ואני חושב שבאמת הסוגיה מסובכת, עכשיו אני אזכיר עוד דבר שבארצות הברית מהסיפור של one share one vote זכויות שוות למניות, האמריקאים עשו משם גרסיה ובעיקר עושים את זה במקום של חברות הייטק עם יזמים מוכשרים שמוערכים מאוד והם לא רוצים להיות מדוללים מידי בשיעורי ההצבעה ואז מאפשרים באמת לבצע הנפקות עם מניות נחותות בזכויות הצבעה, ולהשאיר יותר זכויות הצבעה אצל המייסדים וכן הלאה. אז בקיצור מה שאני אומר אי אפשר לייצר וועדה שתהיה ותקבע ותביא בטח לא אחת כזו שתביא שם אחד על כל כיסא מוצע אני חושב שזה לא דבר נכון לעשות אני חושב שאם הולכים למודל הזה צריכה להיות בו גם יותר שקיפות ואיך נבחרו אנשים אחרת זה יכול להפוך למשהו יותר באמת מועדון סגור מצד שני אני כן יכול לאפשר בהתניה שלי שפעם בשנתיים שלוש יהיו החלפות ולא כל שנה כי באמת כל שנה זה נראה לי תכופ מידי ואני חושב שאבי ביגר כאן יכול לתת הרצאה מניסיונו בשנתיים שלוש האחרונות אני חששתי כשפז הפכה לחברה נטולת שליטה והמודל שקרה שם אני הערכתי שהתהליכים לקביעת דירקטוריון שם יתחיל להזכיר מרכז מפלגה מסוים בשיטות ובדחפיות של הדברים ובריבוי הפנימיות ובמאבקים ואני חושב שאצלו הוא אולי הוא יכתוב ספר יום אחד הוא יספר עד כמה הדברים נראים דומה. אז זה בגדול.

אמיר ברנע

ברור. תגיד מאיר, האם משקיע מוסדי מחזיק בהחזקה של אחוז אחד ולכן יכול להציע דירקטור גם יכול להציע את שם לקוחותיו,

הדרך לייצר בעיני את התמהיל זה לחדד את הדברים שהחברה צריכה במסגרת השולחן שנקרא דירקטוריון, הדבר הזה בוודאי גם יביא למצב שבו הבעלי מניות יודעים להרפות במקומות שהם רואים דירקטוריון אפקטיבי ויעיל שעובד טוב, מצד אחד ובמקום שצריך למלא את החסר במינוי של דירקטורים עם מומחיות מסוימת כזו או אחרת. הדרך לעשות את זה באמצעות הוועדה בעיני היא לא פסולה היא עוד כלי שאמור בעצם לעזור לייצר דירקטוריון אפקטיבי ויעיל. במידה ואותה ועדה לא מגיעה לדבר הזה אפשר לדבר על המהות שלה ועוד איזה שהוא כלי שיכול לעזור במסגרת התהליכים השונים. הדבר האחרון שאני רוצה להתייחס אליו - אני חושב שצריך לדבר גם על נושא של תגמול של דירקטורים, לא רק בחברות ללא גרעין שליטה. במסגרת התיקון הנוכחי זו הייתה הזדמנות בעיני לייצר איזה שהיא הבנה של מה הדרך הנכונה לתגמול דירקטורים בחברות ציבוריות, במיוחד בישראל כי בסופו של דבר הנושא של מבנה התגמול שהוא מבנה שנכון להיום נבנה על מבנה קבוע יכול ומשתנה, בחברות ללא גרעין שליטה לייצר איזה שהוא חוסר איזון ומכאן גם לייצר אפקטיביות שהיא נמוכה.

יאיר לפידות

שלום לכולם, בגדול רבים הולכים לוול סטריט בתור המודל שאנחנו צריכים לעקוב אחריו שפוחת ומתאים לכולם. אני חושב שזה לא המצב. למעשה, בארצות הברית אנחנו רואים בצורה מאוד בולטת באמת את העניין של הנהלה ודירקטוריונים שולטים דה פקטו בהרבה מאוד חברות, המחיר של הדברים בא לידי ביטוי בעיקר אנחנו רואים את זה יותר אמנם בתעשיית ההייטק אבל שיעור האלוקציה השנתי, הדילול לבעלי המניות מהציבור שיש בארצות הברית למה שהם רואים ה- compensation, שלמעשה ה- compensation הזה כאילו מדברים על עובדים אבל בפועל ההנהלה הדירקטוריון והבכירים את המתח העיקרי יכול להגיע בחברות הייטק ואני לא אזכיר פה שמות גם ישראליות, שהן הייטק שנסחר שם לשיעור הקצאה שנתי של מניות ואופציות בשיעור של 3%-4% בשנה, שזו עלות מטורפת לחברה זה דבר שבדרך כלל בארץ איננו, אני חושב שזה לא יוכל גם לעבור בארץ בעולם המוסדי ועם ההוראות השונות בחוק החברות אבל בארצות הברית עם כל הדירקטורים הבלתי תלויים במרכאות, זה קורה כל הזמן והאבסורד

קודם כל אני שמח שמשרד המשפטים - ואני מסכים עם מה שמאיר אמר בנושא - עמד בפיתוי ולא השתמש בפלטפורמה כדי לתקן המון המון דברים. אני חושב שזה תיקון מוגבל ובסך הכל מעודן וטוב שכך. אני גם חושב שבאמת השאלה הראשונה היא לא מה מתקנים אלא מה מקולקל. אני חייב להגיד שבשנים האחרונות חוויתי לא מעט דירקטוריונים של חברות ללא גרעין שליטה, חלק לא קטן מיוצג פה גם, וראיתי את ההבדלים בינם לבין חברות עם שליטה. ניסיתי להגדיר לעצמי מה הבעיות שאני מזהה בדירקטוריונים כאלה מול דירקטוריונים עם בעל שליטה. הן לא באיכות של הדירקטורים, אבל יש הבדל אחד דרמטי שאני לפחות חוויתי - כשיש בעל שליטה הדירקטוריון הוא כמו תזמורת שיש לה מנצח, והדירקטוריון מתנהל בצורה סדורה יותר. אני חושב שזה בא לידי ביטוי במספר הרבה יותר קטן ויעיל של ישיבות, ובהתנהלות יותר אחודה. בחברות שאין בהן בעל שליטה מה שבעיני היא הבעיה המרכזית היא שלא כולן מתנהלות בצורה כל כך אחודה וקוהרנטית. הדירקטוריון הוא אמנם עצמאי אבל לפעמים "יותר מדי" עצמאי, עד כדי חוסר תכליתיות. הבעיה הזו, היא לא בעיה משפטית אלא ניהולית, ולדעתי הרבה יותר משמעותית ממהבעיות המשפטיות, כגון מה השכר שמישהו מקבל או לא מקבל. כי בסוף היום עולה השאלה - האם ההנהלה של הספינה הזאת נוסעת קדימה או עושה סיבובים במקום. אני חושב שהמפתח באמת הוא מי ממנה את הדירקטור, ההתרשמות שלי היא שכשהדירקטוריון בוחר את חבריו, הנציג הבא שמתמנה מרגיש מחויבות למי שמינה אותו. אני גם מסכים עם מה שנאמר כאן שהתופעה שבה כל שנה יש תחלופה גדולה בדירקטוריון - התחלפו שלושה מוסדיים וגם הם רוצים למנות מישהו לדירקטוריון - גם היא פוגעת ביכולת של הדירקטוריון לתפקד בצורה רציפה. אני לא בטוח שוועדת מינויים בהכרח היא הפתרון. אני מציע שההעדפה תבוא מתוך הדירקטוריון עצמו שידע מה חסר לו וגם גורם לאיזה שהיא נאמנות של החבר הבא לדירקטוריון ובעיני זה השינוי הכי משמעותי הנדרש.

אמיר ברנע

איך חושבים בדירקטוריון כזה מחוץ לקופסה? אם התכונה שאתה מעלה פה זו נאמנות לדירקטוריון, כתכונה המרכזית? האם זו התכונה שאתה מחפש בדירקטור? שילך בקו?

אברמי וול

אמיר, אני ראיתי בדירקטוריונים אנשים מאוד מוכשרים אבל זה כמו שאתה לוקח שבעה סולנים לתזמורת. לעומת זאת, כאשר אותם אנשים הם team players הם מנגנים טוב יותר.

קודם כל אני מאוד מברך על העניין של טיפול בבעיית הנציג, זו בעיה אמיתית. אנחנו כחברת השקעות אשר מחזיקים בחברות כמיעוט, כבעלי השפעה מהותית וכבעלי שליטה נתקלים באמת בכל הבעיות שהוזכרו בדיון וזה נכון לאחזקות שלנו בחברות ישראליות ובחברות אמריקאיות.

מי חושב שהעובדה שחברות אמריקאיות מתנהלות באופן אופטימלי לאור העובדה שוועדות הדירקטוריון מסודרות מאוד אז לא לגמרי צודק. הדירקטורים מרווחים המון כסף ואופציות. ותאוריית הנציג אני חושב כבר כמה שנים שזו בעיה אמיתית, כמו בעיית שליטה אנחנו צריכים להשקיע בעסק שיש שם מישהו שחשוב לו, אנחנו הבאנו הרבה פעמים דירקטורים בלתי תלויים אשר לא היו לנו יחסים איתם קודם, חלקם גרועים מאוד כי הם דואגים רק לעצמם, וחלקם באמת טובים, אותם רצינו למנות בחברות נוספות שלנו ואז כבר נשאלת השאלה של האי תלות. נאמר פה גם כן אם יש בעיה בואו נפטר את בעל המניות, אני חושב כמו יאיר שדיבר לפני שדילול בעלי המניות איננו הפיתרון, גיוס הון בדיסקאונט משמעותי איננו תמיד לטובת בעלי המניות - הנהלות מעדיפות לגייס הון בסנט בעוד שלעיתים טובת בעלי המניות זה דווקא הליך מכירה M&A. תהליכי M&A מהווים לעיתים סיכון לדירקטורים בדיוק כמו להנהלה כי אין להם job security למחרתיים בבוקר, כלומר יש פה הסוגייה הזאת בעיקר האמריקאים אגב יש פה חברה סביב לשולחן שמכירים בעיה שההון שהחברה גייסה למעשה כולל מאיתנו שימש את ההנהלה כדי בעצם לעשות איזה שהוא מאבק שליטה בבעלי המניות, שהם ימנו את הדירקטורים ולא בעלי המניות, שיהיו יס מנים של המנכ"ל ואצל האמריקאים זה מאוד בולט למרות כל ה governance committees אני סבור שבצד של הרגולטור הוא צריך בעצם לווסת את המטוטלת, אשר אנו מבינים לאיזה כיוון היא הולכת אבל שהמשרע שלה תהיה יחסית צרה ולא מאוד גדולה.

אני אתן דוגמה לפרקטיקה שנובעת מיישום תיקון 20 לחוק החברות: שהנהלה באה והציעה למעשה תגמול מדובר פה על דילול באופציות הדירקטורים גם מקבלים אופציות אז בטח הם יצביעו בעד, אני אמרתי תקשיבו אנחנו חושבים שזה מוגזם אומרים לי אתה לא מבין, בעל שליטה צריך לבקש יותר וועדת התגמול צריכה לווסת את בעל השליטה, למרות שמכל דולר שמשלמים אנחנו משלמים לצורך העניין 70 סנט. בלי להיכנס לשאלה הכמעט פילוסופית: למי שייכת הפירמה, הנהלות צריכות להבין את מי החברה צריכה לשרת בסופו של דבר ולאזן בין בעלי העניין השונים. אבל בסוף אם אין דירקטורים בין אם הם תלויים או בלתי תלויים דרך אגב נסכים שההגדרה היא פחות חשובה, שאכפת להם שמבינים שבסוף יש גם משמעות לקידום החברה מחד ולטובת בעלי המניות מאידך..

ישראל גוטמן עמירה

שתי נקודות, אחת עניין השליטה מה שאני לא הצלחתי להבין היות

חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה
ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר
החדש לתיקון חוק החברות

הקיים מספיק טוב ולא היה צריך לתקן אותו, הוא מכסה. למה אמרנו את זה? כי במה שקורה פה אנחנו רואים באמת את ההצעה. א' באמת הרגולטור לא מצליח להחזיק את עצמו ומתפתה, וביד אחת שהוא נותן איזה שהם תיקונים הוא מכניס ביד נוספת עוד הרבה תיקונים אחרים שחבל שהוכנסו רק כי עשו בעיות, אנחנו צריכים לזכור שיש פה עוד שלב ולא השלב האחרון כי יש עוד שלב של הכנסת אף אחד לא יודע גם השלב הזה אתה יודע לאן אתה נכנס ואתה לא יודע עם מה אתה יוצא, מאוד מאוד מסוכן שעלול לגרום נזקים מאוד מאוד קשים, לגופו של עניין הדברים שכבר הזכירו אותם, חזקת 25ה אני חושב שזה טעות אתה בעצמך אומר שאין הרבה בעיות בעניין הזה, אולי אחד או שניים, אז למה אם אין הרבה בעיות למה להכניס תיקון שעלול ליצור אחרי זה הרבה הרבה בעיות אני חושב שזה מיותר, חובת הדירקטוריון בלתי תלוי אני לא חושב שצריכה להיות חובה, זה חשוב אבל למה חובה? גם מגבלת 9 שנים, למה? למה צריך להגביל את השנים מאיפה זה נובע? אם דירקטור טוב תאמין לי גם אחרי 9 שנים הוא יכול להמשיך, לא קורה שום דבר. לגבי הוועדת מינויים, אני חושב שזו טעות לא להכניס את היושב ראש דירקטוריון אם הוא בלתי תלוי לוועדת המינויים כי הוא יהיה בכל מקרה בוועדת המינויים, אין יושב ראש דירקטוריון שלא יהיה בצורה כזו או אחרת בוועדת המינויים, הגיונית, זה הדירקטוריון שהוא היושב ראש שלו לא יכול להיות שהוא לא יהיה מעורב בבחירת הדירקטורים, אני חושב שאם כבר הולכים לוועדת מינויים גם את הדירקטורים האחרים שמציעים המוסדיים או האחרים שיבואו גם לוועדת המינויים, השלב הזה של מסננת שהיא וועדת המינויים. אני חושב שצריך להכניס הקלות לחברות קטנות דיברנו על זה וצריך להכניס הקלות לחברות קטנות ואם כבר רוצים להכניס סעיפים שלא קשורים אז יש עוד הרבה רשימה ענקית של תיקונים לחוק החברות שאפשר להכניס.

דרך אגב, עוד דבר אחד גם מאיר. גם המעבר הזה מדירקטור בלתי תלוי לדח"צ, אתם אוסרים אותו אני חושב שזו גם כן טעות, עלול ליצור בעיה כחברה, יש לה חברה ללא גרעין שליטה עם דירקטורים בלתי תלויים עכשיו כל הבלתי תלויים שהיו שם לא יכולים להיות דח"צים.

שהמשמעות של שינוי ההגדרה זה בעיקר העברת נטל ההוכחה, האם קודם מתחת ל-50% נטל ההוכחה על מי שטוען שהוא בעל שליטה ועכשיו הפוך הרי הרשות בדקה יחד עם משרד המשפטים בשנים האחרונות את כל הדברים שהזכרתם, שופרסל ויכלה להגיע למסקנה שקיימת שליטה אבל בכל זאת היא בחרה שלא להתערב אז שאלת החזקה בנטל הראייה לא אמורה לשנות את השאלה האם יש או אין שליטה ודווקא אחרי שעברתם את המסע הזה אני מנסה להבין למה בכל זאת אתם הולכים לכיוון של היפוך נטל ההוכחה ומה אמורים להבין לאור ההשפעות על פירמידות על יו"ר ומנכ"ל וכיוצא בזה ומה אמורים להבין מהשינוי הצופה הזה לעניין העמדות שקיבלתם באותן החזקות בין 25% לשלושים ומשהו, זאת נקודה אחת שהיא פשוט לא ברורה לי. הנקודה השנייה היא קושי פרקטי עצום שאני רוצה להציף לכם הוא מעולה לנו לפירמות המשפטיות הוא פצצה, אבל הוא ייקח זמן ניהולי יקר מהחברות וזה היישום של כל עניין אי תלות, שני הדברים אחד, הגדרתם את האי זיקה הרחבתם אותה לא רק ליו"ר אלא גם לדירקטור, לעבור על כל דירקטור ולבדוק שאין לו זיקה לאף דירקטור אחר בסיסי, פעם שנייה תחשבו אם אתם לא רוצים באמצע גם אם עושים את העבודה להגיד על זה נייט זה מאוד קשה, בסוף יש פה בעלי מניות שמצביעים דודו דיבר פה על marker for corporate control יכול להיות שבביניים אתם לא מעיפים את ההרחבה הזאת אז לפחות תתנו גילוי לקשרים עם אחרים אבל זו לא זיקה ובעלי המניות שיחליטו אם מתאים להם או לא. פעם שנייה בעל מניות מהותי הוא חמישה אחוז היום בתור מי שמייצגת כבר לחברות בלי גרעין שליטה, שוב, זה מאוד מאוד קשה, אנחנו נכנסים לעולם של זיקה למרות הדרך הטובה שעשיתם לעניין המבחן האיכותי לשאול אם לא לשנות את זה מחמישה לעשרה. והקושי הפרקטי האחרון שאתם באים ואומרים שכל עסקה עם דירקטור גם אם היא לא חריגה היא צריכה וועדת ביקורת שוב מעולה לוועדת הביקורת שתקבל עוד גמול על עוד ישיבה, אבל זה too much בסוף אתם מדברים על עסקה לא חריגה ובמינימום אם זה לא מתקבל כמובן לאפשר אמות מידה מאוד מאוד גמישות מראש.

אילן פלטו

אני גם רוצה להגיד, מה שאמרנו במקור בתחילת חוק החברות

מאיר, אנחנו מתקרבים לסיום, אתה רוצה להגיד משהו מבחינת ההתרשמות שלך מהדיון?

מאיר לוי

יהיה קשה לענות פה באופן כללי, אני חושב ששיראל וגם אחרים העלו כמה היבטים פרקטים שלפעמים אנחנו יושבים במעבדה שלנו ופחות עולים עליהם בזמן עיצוב ההסדרים. אני מוכרח לומר שניסינו שלא ליפול, כן ניסינו לתרגם את הכללים שיהיו קרובים למציאות של החברה. אני חושב שמה שעולה פה זה שהסוגיה היא מורכבת, הרי נשמעו פה דעות לכאן ולכאן, מאמירה שאומרת צריך להחיל גם על חברות עם שליטה חובת רוב דירקטורים בלתי תלויים ונאמרו אמירות שכל התיקון הוא בעצם מיותר. אני חושב שאין לי פתרון בית ספר אי אפשר להתיימר לתת פתרון בית ספר, לא הלכנו דווקא למודל האמריקאי אם זה מה שנרמז פה, הסתכלנו גם באנגליה ניסינו כן ללמוד מתובנות השווקים המתקדמים והבורסות המובילות מה הדברים המאוד מאוד מקובלים, שלגביהם אין עורר, ועליהם הלכנו, על הדברים המרכזיים שמקובל לעשות אותם, מתוך הבנה שאנחנו נשכלל את ההסדרה בהמשך.

נתן חץ

הם זה בחקיקה? או שזה כללים של בורסה? אני לא חושב שיש בחקיקה את מה שאתה אומר.

מאיר לוי

בכללי בורסה, אתה צודק.

נתן חץ

זה הבדל עצום.

מאיר לוי

זה לא כזה הבדל עצום כי במבחן המעשה, הציות הוא כמעט מלא. ואם היית אומר לי כללי בורסה מאפשרים גמישות ביישום אז הייתי רוצה לראות בפועל 50% מהחברות מיישמות אותם ו-50% לא מיישמות אבל זה לא המצב. למשל הסוגיה של רוב דירקטורים בלתי תלויים בחברה בלי שליטה, אז בארצות הברית בחברה עם שליטה אתה יכול להיות פטור מהרוב דירקטורים בלתי תלויים, מנגד למשל באנגליה יש המלצה לרוב בלתי תלוי בכל סוג של חברה ורמת הציות היא מאוד גבוהה. לכן אני לא חושב שדווקא הנקודה הזו נעוצה בשאלה איך זה מוסדר. בעיני דווקא שאלה

שהיא כן נכונה היא האם להסדיר את זה בחוק או בתקנות. אני חושב שצריך לייצר גמישות הרבה יותר גדולה במסגרת של תקנות ולא של חקיקה ראשית, חקיקה ראשית היא קשה לשינוי גם בלי משבר פוליטי כמו זה שאנחנו נמצאים בו והיא גם מזמינה תיקונים רחבים יותר. אני חושב שניסינו לעשות את זה בנושא של וועדת המינויים, לייצר הסמכה וקביעה של כללים מפורטים יותר במסגרת של תקנות ולא בחקיקה ראשית, כדי לתת את הגמישות בעתיד לתקן ולעדכן לפי הצורך.

נתן חץ

תקנות אז זה קודם כל זה כל שר או שני שרים מחליטים פתאום שלא נראה להם קראו בעיתון פתאום תקנה.

מאיר לוי

זה עדיין צריך וועדת חוקה בכנסת, אז זה קל יותר לשינוי אבל לא פשוט כמו שאתה מתאר. אני מודה לפרומו הנכבד על ההזדמנות לשמוע ולהשמיע.

מאיר ברנע

המפגש הזה דן במעבר הזה מחברות עם בעל שליטה. לחברות בלי בעל שליטה השאלה המרכזית הייתה האם יש גוף שמפקח על ההנהלה בצורה אפקטיבית. ההנחה הייתה שבעל שליטה מכיר היטב את העסק ואין כמעט פער אינפורמציה בין ההנהלה ובין. מכאן שבעבר היה פיקוח על ההנהלה דרך בעל השליטה, עם החסרונות עם היתרונות. בחברות בלי בעל שליטה, מי יפקח אפקטיבית על ההנהלה כאשר באופן בסיסי יש פער אינפורמציה מאוד משמעותי, בין מה שמנהלים יודעים, בין מה שדירקטורים יודעים. רב דירקטורים בחברות ציבוריות מגיעים לשיבות עם ידע מועט שחלק גדול ממנו אלה דוחות כספיים, מעט תכנית עבודה שנתית. לעיתים רחוקות משנים משהו אולי בשוליים לכן יש לנו כאן בעיה בסיסית. אני הצעתי, שבחברות ללא בעל שליטה ראוי לבנות את מעמד יושב ראש הדירקטוריון בצורה יותר בסיסית כדי שהוא יחליף במידה מסוימת את בעל השליטה. הוא יהיה פעיל ויקבל משכורת ויכיר את החברה מבפנים, הוא יהיה הגוף שינחה את הדירקטוריון לפקח בצורה אפקטיבית על ההנהלה, לא בצורה תאורטית כאשר קיים פער אינפורמציה. למדתי שהדברים מתנהלים בדרך כלל ללא פיקוח להוציא מצבים משברים כשהדירקטור מוטרד מאחריותו ומתביעות אז מתחיל הפיקוח האפקטיבי שלפעמים הוא דורסני. אני מתייחס בעיקר לחברות מתמחות ומקצועיות בהן אתה מצפה שמי שיתמודד עם נימוקים של ההנהלה זה אדם שמכיר את הנושא. לכן חשבתי שיושב ראש הדירקטוריון צריך להיות בלתי תלוי, צריך להכיר את הנושא ומעמדו צריך להיות איכשהו מעוגן בתקנות, בחוק.

חברות ללא בעל שליטה: הגדרת שליטה
ויחסי דירקטוריון הנהלה על רקע התזכיר
החדש לתיקון חוק החברות

לך התלבטנו בזה מאוד. לא ראינו קביעה, באנגליה איפה ראינו שכן
יש איסור שיו"ר? כן באנגליה, אני מסכים שזו סוגייה.

שלומי שוב

זה האיזון שצריך ליצור, כדי לצמצם.

מאיר ליון

ועכשיו לגבי השאלה עיקר האם הוא צריך להיות דירקטוריון פעיל,
קודם כל אני מניח שבחברה ללא גרעין שליטה יותר סיכוי שהוא
יהיה פעיל אני אומר לכם בדיון עם הפיקוח על הבנקים בדיוק
בשאלה הזו שיו"ר דירקטוריון של בנק יכול להיות שנרחיב את
הדיון אחר כך באני חושב שביחס ליו"ר דירקטוריון של חברה אבל
עולה שם השאלה אגב מה הטענות נשמעות מכיוון הפוך, הטענות
נשמעות שאם יש מנכ"ל, למה אני צריך שיהיה יו"ר שבמשרה מלאה
מסתובב במשרדים, לא יודעים מי המנכ"ל ומי היו"ר.

אודי סול

בחברות אמריקאיות דירקטוריון פעיל וזה עובד טוב מאוד. חברים,
בואו נודה על האמת. בחברות ללא גרעין שליטה יש מנכ"ל
דומיננטי, המנכ"ל שולט. אתה צודק שצריך איזונים ובלמים, זה
בעיקר בספרים. התפקיד של הדירקטוריון בחברה בעלת שליטה
יש לו בעיקר שני תפקידים, - למנות את המנכ"ל ולפטר אותו. ואם
המנכ"ל עושה את העבודה טוב, הדירקטוריון מתבקש לא להפריע
לו. אני שומע פה כל מיני chairman, ו chairman לשעבר,
שמנסים לחזק את מעמדם ביחס למנכ"ל. המנכ"ל הוא האיש
החשוב בחברה, ההנהלה היא החשובה בחברה ואם היא עושה את
העבודה שלה טוב אז אל תפריעו לה.

שלומי שוב

אני חושב שבאמת היה להו היום דיון מעניין וחשוב בראיה של שוק
ההון, תודה רבה לכולם.

מאיר ליון

אני רוצה לענות על הנקודה הזאת, מעמד יו"ר הדירקטוריון הוא
קריטי, אנחנו הרבה פעמים רואים שבסוף אין שני מנהיגים זה יהיה
או מנכ"ל דומיננטי או יו"ר דומיננטי, בדרך כלל שניהם גורמים מאוד
דומיננטיים זה לא עובד ביחד, אלה החיים. זה לא אומר שאנחנו
לא צריכים לשאוף כדי שיהיה גם בעל הבית הדירקטוריון במובן
של ניהול תקין של ישיבות, של תכנון של עבודות מקצועיות כמו
שצריך. אז בהיבט השכר, היום עלתה שאלה לפחות משפטית
שאלה האם אני יכול לשלם לדב"ת שכר עודף, כלומר אם אני
רוצה שהיו"ר יהיה דב"ת אז אני לא יכול לשלם לו שכר עודף, וזה
טיפלנו במסגרת בעצם קבענו שאנחנו חושבים שיש פתרון לזה
שהיה יו"ר בלתי תלוי ולכן אפשר יהיה לשלם לו שכר עודף. דבר
שני שאמרנו, ואני תכף אגיד אפשר ללכת יותר רחוק אם יו"ר יהיה
גם מנכ"ל סיטואציה שיכולה לקרות בעיני היא לא רצויה בחברות
ללא גרעין שליטה אבל אם האסיפה החליטה שהיא רוצה שזה מה
שיקרה בחברה הזו קבענו רף ממשל תאגידי ממומלצת בפרקטיקה
שקיימת במקומות אחרים שמינוי לצידו של היו"ר הנגוע או היו"ר
התלוי Leading depend director זאת אומרת דירקטור נוסף
שהוא אמור להיות המנהיג של הדירקטורים הבלתי תלויים לצורך
העניין והוא יכול להציע הצעות לסדר היום, הוא יכול לכנס ישיבה
נפרדת, הצענו את זה בצורה רכה. אתה בעצם אומר צריך ללכת
עוד שלב אחד קדימה, ולקבוע כחובה שיו"ר בדירקטוריון בחברה
ללא גרעין שליטה יהיה דירקטור בלתי תלוי. מה הדילמה? הדילמה
היא למה לא להותיר את הבחירה הזו לבעלי המניות, נניח שישנה
סיטואציה שבעלי המניות סגורים שיש יתרון שיו"ר הדירקטוריון יהיה
עם תלות בגלל שהוא ליווה את החברה לאורך כל השנים, בגלל
שהוא הביא איזה שהוא ערך מוסף, השאלה אם רגולטורית נכון
לאסור את זה באופן קטגורי, או לתת את הבחירה הזו בידי האסיפה,
זו השאלה באמת. עכשיו אם האסיפה לא תרצה, אז היא לא תמנה
אותו, אם היא תרצה היא תחליף אותו, עכשיו אני אומר הביטוי מאוד
גדול כי הגיונית אתה אומר שמע אני רוצה שלפחות chairman,
מי שמוביל את הדירקטוריון בחברה ללא גרעין שליטה לא יהיה תלוי
לא בחברה ולא בבעלי המניות ולא בנושאי משרה, וגם שמענו את
הדעה הזאת, השאלה האם זה נכון לקבוע את זה כבר בשלב הזה
של התפתחות התופעה הזאת בשוק קביעה קטגורית, אני אומר

כורום שווי הוגן | FVF

FAIR VALUE FORUM

מבול ההנפקות ודילמת
 מודל ה-SPAC:
 סימני התאוששות או
 סיגנל למשבר עתידי
 בשוק ההון?



תאריך המפגש: 10 במאי 2021

נושא המפגש: מבול ההנפקות ודילמת מודל ה-SPAC: סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי בשוק ההון?

חומר רקע: [לחץ כאן](#)

רשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: ניב אלמוג, עדן בוכריס, יואב אטיאס, מיכל ברק, נתנאל חכמי-לוי.

שלומי שוב

ה-SPAC.

הנתונים מטורפים: בשנת 2020 כ-27 חברות ביצעו הנפקה ראשונה (IPO) בבורסה בישראל, גידול משמעותי ביחס לשנת 2019 שבה בוצעו כ-7 הנפקות ראשוניות בלבד. שיא ההנפקות עוד לפנינו כאשר ברבעון הראשון של שנת 2021 כ-34 חברות חדשות ביצעו הנפקה. וזה רק חברות ישראליות בישראל. יש שורה ארוכה (כ-35) של חברות ישראליות - רובן אטרקטיביות שנמצאות בתהליכי הנפקה רגילה או באמצעות ספאק בארה"ב, כאשר השתיים בעלות השווי הגדול שהודיעו על מיזוג עם ספאק בחודש מרץ הן איירון סורס ואיטורו לפי 11.1 ו-10.4 מיליארד דולר, בהתאמה. אגב יוני אסיא -

בוקר טוב,
 אנחנו עוסקים הבוקר בנושא מבול ההנפקות ותופעת הספאקים. משבר הקורונה וסביבת הריבית הנמוכה דחפו את שוק המניות ובמצבים כאלה עולה השאלה האם לא דחפו את המכפילים יותר מדי והאם, כפי שניסחנו בשם של המפגש היום, אנחנו לא עומדים לפני המשבר הבא. יש כאן מצד אחד תופעה כללית ורחבה של התחממות דרמטית של השווקים והמחירים (אפילו של נכסים שאינם בשווקי ההון), ומצד שני יש כאן את תופעת הלואי הקשורה, שהיא טרנד

מבול הנפקות ודילמת מודל ה-SPAC:
סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי
בשוק ההון?

כוח אדם בתחום - לא יודע אם כולם סביב השולחן מודעים לה אבל הקפיצה המהירה הזאת בהפיכה של חברות פרטיות לציבוריות דורשות להקים מחלקות כספים וזה מושך את האנשים הצעירים החזקים מהמשרדים ותוסיפו לזה שמצד שני, גם לרשות ניע שינוי הכיוון החד הזה הוא לא קל ולראייה ההודעה של הרשות לאחרונה על "הפקק" בתשקיפים.

החשש בשוק ההון הוא תמיד מניצול - כלומר שחברות שלא מתאימות ירכבו על הגל ויטעו את המשקיעים - אותו הדבר גם בנושא הספאק שהוא לא מודל חדש בארה"ב אבל קיבל תאוצה אדירה בשנה האחרונה בארה"ב בעקבות כניסת ספונסרים טובים יחסית לעבר. גם לא מעט סלבריטיז למרות שאני לא בטוח מה זה אומר... לי בכלל זכורה הסצינה מהסרט "דה ביג שורט" על המשבר של 2008 שבו בנקאי ההשקעות הבכיר מגיע לכנס ומנסה לדבר עם אנשים כדי להבין איך זה יכול להיות - אבל כשכולם מרוויחים לאף אחד לא באמת אכפת. בסרט הופיעו מי שזוכר גם נערות ליווי שהשקיעו בהרבה נכסים. כשכולם משקיעים זה יכול להיות סימפטום מודאג. כשאנחנו שומעים נהגי המונית שמדברים על ספאק זה כבר מלחיץ. הפנינו בחומר הרקע למחקר שממחיש את הירידה במחירי השוק של שהנפיקו באמצעות הספאקים - ממה שאני מבין אין עדיין מחקר מקיף על הספאקים מהשנה האחרונה.

הפוטנציאל לבעייתיות במודל של הספאק זה קודם כל העובדה שאין היסטוריה: החסמים נמוכים לכאורה לכניסה לשוק בעת ההנפקה כי הרי לא צריך היסטוריה של רווחיות או היסטוריה בכלל וגם קל מאוד לתמחר את ההנפקה - לפי מזומן כי אין שום פעילות; יש כאן גם סיכון מוסרי של הספונסרים לגזור קופון; לחץ להביא עסקאות שגובר עם הזמן; ומעבר להכל - גם רעש ציבורי טרנדי שיכול להשפיע על המשקיעים. יש כאן אלמנטים שמזכירים את הרקע למשבר הסאב פריים ולכן רגולציה יש חשיבות גדולה.

אם ננסה לנטרל את פשטות הטכניקה של מודל הספאק, בהינתן שהיקף הגילוי בעקבות המיזוג הוא זהה, הפער המהותי הוא פרסום תחזיות. במודל השגרתי של הספאק מתפרסמים לציבור תחזיות וכאן החשש במיוחד לאור ניצול לרעה של חברות עם אפס הכנסות שנותנות תחזיות אופטימיות לעתיד הרחוק ומסתמכות על פטור מאחריות שכן התחזיות ניתנו כחברות פרטיות לכאורה. וזה חתיכת

מנכל איטורו דיבר אתמול עם הסטודנטים לחשבונאות שלנו במסגרת הסדנא ביזמות על הגיוס שעשה - הם שאלו אותו על הספאק לא מעט והוא באופן טבעי הגן על המודל אבל גם בראיה הליברטנית שלו הוא חושש מניצול.

עם כל הכבוד, ישראל היא רק חלק קטן משיגעון הספאק בארה"ב - רק ברבעון הראשון של 2021 היו שם 276 הנפקות באמצעות ספאק שזה יותר מכל מה שהיה ב-2020. חברות המטרה לאותם ספאקים הן חברות שרובן ללא הכנסות עדיין, כאשר הסקטור של הטכנולוגיה מוביל במספר הטארגטים. אגב, הספאק משתרש מהצד השני שלו גם לחברות ציבוריות ישראליות מסורתיות - בדלק רכב למשל הקפיצה במחיר המניה לאחרונה נובעות מהשקעה בשני סטארט-אפים שמוזגו לספאקים ולא מהפעילות הרגילה.

אי אפשר להתעלם מכך שיש כאן כל מיני סממנים שמזכירים את הבעות שלפני המשברים הגדולים בעשורים הקודמים. המחירים גבוהים - מה שכן שימו לב שזאת לא בועה כללית - השוק כן יודע למשל לייצר דיפרנציאציה לתמחר כלפי מטה את חברות התעשייה הישנה - תסתכלו למשל על מכפילי ההון של הבנקים והביטוח לעומת חברות הפינטק למיניהם - השאלה האם לא מדובר כאן בתגובת שוק קיצונית מדי.

ברקע של כל התהליכים האלה לא ניתן להתעלם מכך שיש חולשה גדולה בכל הנושא לגילוי - שהוא הבסיס לכל גיוס מהציבור ביחס לחברות העולם החדש. דיברנו למשל בעבר בפורום, שדוח ברנע קצת מיושן ולא כל כך התאים את עצמו לעולם החדש - מדווחים הרבה מידע שפחות רלבנטי ודווקא מידע רלוונטי למשקיע כמו למשל מטריקות שיווקיות שמתייחסות לערך של הלקוחות או עלות הרכשתם. אגב המידע הזה גם לא קיים בארה"ב. יש עוד הרבה פריטי מידע חסרים וחולשת הגילוי הזאת תורמת לחשש ממניפולציות.

במצב הזה, כל עניין קטן לכאורה מקבל משמעות גדולה - קחו למשל מצבים של חברות האנרגיה הירוקה החדשות שבהם לעיתים לא ברורה ההבחנה בין הדיווח שלהן על פרויקטים ביזמות לבין פרויקטים קיימים. ההשפעה של כל לאקונת מידע כזאת מתעצמת לאור הטירוף בשווקים אחרי החברות האלה.

מה גם שמזווית דיווחית טכנית, אני חייב להגיד לכם שאני מאד מודאג מנושא איכות הביקורת. יש טונה של תשקיפים במשרדים ויש מצוקת

אני רוצה להעיר כמה הערות קצרות לפני דברי הרשות לניירות ערך. קודם כל אני מסכים עם שלומי לגבי הצורך בשיפוץ הגילוי העסקי בדוחות הכספיים ובתשקיפים. עבר זמן רב מאז הועדה המקורית לגילוי העסקי והאיפיון של החברות השתנה, באופן שהמדדים המסורתיים להערכת שווי כמו מכפילי הון או מכפילי רווח איבדו הרבה מהמשמעות שלהם ולכן יש צורך בריוויזיה בדרישות הגילוי. אקשור נושא זה לנושא שלפנינו. שואלים את השאלה הפשוטה הבאה: למה שחברה פרטית תימכר לספאק בעלות של לפחות 15-20% שזה שיעור הדילול של יזם הספאק שלוקח 20% מהמניות של החברה הנרכשת בדי-ספאק, 20% ולפי הספרות המקצועית בארה"ב IPO עולה 5% ודרך ספאק עולה 15-20%, למה שחברה פרטית תסכים ספאק? בספרות מדברים על שתי סיבות, הסיבה הראשונה זה מהירות ההנפקה, אם IPO לוקח שנה, הנפקה בספאק לוקחת כמה חודשים. והסיבה השנייה, קשורה לנושא התחזיות שאני קושר לנושא הגילוי ב - IPO. כנראה שיש משקל משמעותי בשווי לתחזיות שפרסומן מותר בספאק ואסור ב - IPO. אפשר לראות את זה בצורה השלילית מאותה הסיבה שאתה אמרת, שיש ניפוח תחזיות, אמנם צריך לקחת בחשבון שכל ניפוח כזה הוא בא על חשבון מוניטין. הכותב יכול להציג פעם אחת, פעמיים, אחר כך כבר בודקים אותו. אבל אפשר גם בראייה חיובית, אולי באמת כל הנושאים השיווקיים שאתה העלית כמו צבר לקוחות, פלטפורמה וכו' מוצאים ביטוי בתחזית ולא בדוחות. זקוקים למתכונת ראויה לפרסם תחזיות כי כנראה שזה מרכיב שווי משמעותי. הנה העובדה, מדוע חברה פרטית הולכת לספאק. עכשיו, אני אומר הרשות בטח תציג את העמדה שלה. בארה"ב אגב מותר ליזם לקחת 20%. לפי העיתון הבוקר קראתי שבישראל רק 10%. מכל מקום, היזם נותן הנחות במיוחד בשלב של הדי-ספאק. הרי מי שהשקיע בספאק מלכתחילה רשאי למשוך את הסכום לפני הרכישה, את הסכום המלא, עם ריבית. כדי למתן משיכות הספאק נותן הנחות. שימו לב לדיפרנציאציה בהנפקה כאשר היזם מוותר על חלק מה- 20% לחלק מהרוכשים על מנת שישארו דרך הדי-ספאק ולא יברחו עקב הדי-ספאק, אז נוצר בעצם מחיר דיפרנציאלי בהנפקה. בזמנו זה נחשב לאסור... וכנראה עכשיו גם הרשות כנראה דרך 10% הנחה מאפשרת ליזם לתת הנחות לגופים שהוא חושב שימשיכו עם הפרויקט הזה גם אחרי הדי-ספאק. אבקש מהרשות להתייחס לכך. עכשיו, הנושא של ההון העצמי של הספאק, אתה דיברת על רישום אופציות כהתחייבות, אני הבנתי מתוך ספרות מקצועית בארה"ב שאם מניח בספאק עולה \$10, יש אופציות ב\$1.5 או משהו כזה אבל עקב זכות המשיכה המניה עצמה היא התחייבות. ובמילים אחרות, אם אני יוצא בספאק, יש זכות למיעוט ובהנחה שהרוכח מחליט ללכת לתהליך של הרכישה, אז למיעוט יש זכות להגיד אני לא הולך ולקבל חזרה את ההשקעה שלו ועוד ריבית. נוצרת תעלומה שקשה להבין אותה, בספרות המקצועית

הבדל במיוחד כשאין כללים לאלו תחזיות אפשר להכניס ותוסיפו לזה את האינסטיטוט של הספונסרים למיזוג בתוך טווח הזמן של השנתיים. צריך תמיד לזכור שהתחזיות האלה גונבות את ההצגה מהדוחות הכספיים ומהנתונים המוצקים - ואנחנו מכירים את תיאוריית הרפלקטיביות של מלך השורט - גורג' סורוס, כלומר שהמצגות מתאימות את עצמן בכדי להצדיק את השווי.

ה- SEC כנראה הבינה את הבעייתיות של מודל ה- SPAC והיא מנסה להביע את דאגתה מהתופעה בצורות שונות ולאחרונה גם בחרה בדרך מעניינת וקצת מתוחכמת לעכב את מבול הנפקות הספאק וזאת דרך החשבונאות: ה- SEC הודיעה כי אופציות ה- WARRANT שניתנות לספונסרים ולמשקיעים יסווגו כהתחייבות ולא כהון. האמת שזה היה אמור להיות ברור הרי מדובר בסכומים שיוחזרו למשקיעים אם יחליטו בסופו של דבר לא לאשר את ההשקעה בחברת המטרה, מה גם שלא מדובר ביחס המרה קבוע מאחר וישנם מצבים בהם מחיר המניה בטווח מסוים או במצב בו יש tender offer ואז יחסי ההמרה משתנים שלא לפי השתנות מחיר המניה.

לדעתי היתה כאן פשוט פשלה דיווחית בגלל שבעבר נתנו לכך פחות משקל וזה לא היה בפוקוס של ה- SEC. אגב, הרוב המוחלט של הספאקים בארה"ב לא מבוקר על ידי הביג 4 - שזאת גם נקודה מעניינת למחשבה. כמובן שלאחר תהליך ה- DESPAC החברות עוברות לביקורת של אחד מה- BIG 4.

אבל באו נגיד את האמת איך יראו בדיוק הדוחות של הספאק - אם זה ירשם בהתחייבות או כהון הוא לא פקטור כאן - אבל זה גורם מעכב לאור שורה ארוכה של ריסטייטמנטים שהיו כעת בדרך וזה יאט את מחזור ההנפקות החדשות. כך ה- SEC תרוויח זמן גם אולי בכדי שהשוק קצת יירגע ויבשיל וגם בכדי לשפר לבנתיים את המודל הדיווחי שלה בנושא - אולי יותר מידע על הספונסרים ותנאי ההשקעה המדויקים שלהם ובעיקר הסדרת נושא פרסום התחזיות.

הרבה אנשים רציניים שאנו מעריכים מודאגים כיום מהנושא. שמענו את ווארן באפט בשבוע שעבר. יש כאן התנגשות חזיתית עם האולד סקול. אגב, הזמנתי לאחרונה את זיו אבירם ממייסדי מובילאיי לדבר בפני הסטודנטים של התוכנית בחשבונאות על יזמות והוא אמר שהוא מאד מודאג מהתופעה של הספאק ובכלל דיבר על כך שמהניסיון שלו כדאי לא להיכנס לבורסה במחיר גבוה מדי ושהוא העדיף להיכנס יותר בצניעות כי החוכמה היא לשמור ולייצר ערך לאורך זמן. אנחנו נשמע עוד מעט את שרה מרשות ני"ע שתציג את המתווה החדש של הרשות בנושא שמנסה לצמצם את בעיית ה- Moral Hazard של הספונסרים ולהבטיח את איכות הספונסרים וחברות המטרה - וננהל על כך דיון. השאלה המרכזית היא עד כמה שוק ההון הישראלי יישאר רלבנטי במצב שנוצר לפעילות הזאת. בכל מקרה יש כאן גם שאלה קריטית לגבי האחריות של המוסדיים ואנחנו נשמע בהמשך את העמדה של משה ברקת - שלא יכול היה להגיע - נמצא הבוקר בוועדת הכספים של הכנסת אבל העביר לי תגובה מפורטת שאקריא בהמשך.

מבול הנפקות ודילמת מודל ה-SPAC:
סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי
בשוק ההון?

אלון גלזר

אמיר היו בהמון תקופות עליות ב-15 שנה האחרונות ולא היו הנפקות, זה לא רק...

אמיר ברנע

אני חושב שהקשר בין רמת מחירי השוק וכמות הנפקות הוא בעייתי בספרות המקצועית. אני לא ראייתי הסבר מתודולוגי מדוע ריבוי הנפקות קורה בשוק עולה להוציא אולי הסבר מאקרו כלכלי שקושר הנפקות עם גיאות כלכלית. לדעתי לא נכון לראות את זה במונחים של ביקוש והיצע, אם למשל מחיר הדירות עולה, מתחילים לבנות, לוקח זמן עד שבונים, יש תקופת מעבר, ההיצע מתאים את עצמו. ניתוח זה לא מתאים לנכס מסוג מניה או נכס שנסחר בשוק ההון. מובן שאם אתה חורג מהיפוטזת השוק היעיל אז אפשר להסביר כל דבר בסטיות של השוק מהערך הכלכלי, סטייה שמביאה לסיטואציה הזו. בבקשה רשות ניירות ערך.

שרה קנדלר

בוקר טוב נעים מאוד. הבאתי איתי את הצוות המוביל של המחלקה, את צפנת מזר לייסט היועצת המשפטית של המחלקה ואת אלי דניאל, סגן מנהל מערך הגילוי והדיווח וגם מי שמרכז הנושא הזה. תשובה אחת אני חייבת לשלומי על הדברים שאמרת בהתחלה. זה נכון שאנחנו מוצפים בתשקיפים ונכון שברבעון הנוכחי אפילו לא יכולנו לבדוק את כל התשקיפים שהגיעו אלינו, על אף ה"גיוס למילואים" של כל מי שאפשר היה מתוך הרשות לבדוק תשקיפים, אבל אנחנו לא מוותרים על שום דבר בבדיקה. ההפך, בגלל שאנחנו יודעים שגם בשומרי הסף יש לחץ מאוד מאוד גדול אנחנו מקפידים מאוד מאוד על הבדיקות, לא וויתרנו על שום דבר, להפך אתם ראייתם מה קרה בשותפויות המו"פ, שם חשבנו שאין מספיק גילוי והעמקנו את נושא הגילוי וגם אנחנו יוזמים תיקון תקנון הבורסה על מנת להחמיר את התנאים. זאת אומרת אנחנו לא בקטע של "לנקות את השולחן" ולתת לכל מי שבא לצאת עם התשקיף אלא באמת עושים את כל הבדיקות, כמו שאנחנו עושים בזמן שגרתי ויותר. דבר שני,

נאמר שאתה שנכנס לספאק כשהוא מוקם ויוצא מהספאק ערב הרכישה אתה מרוויח 9% בממוצע, למה 9%? כי המינימום הוא 102 המינימום הוא 2% ויש גם אפשרות אולי שה merger הזה דווקא יביא לעליית ערך. על כל פנים, 9%. לעומת זאת, משקיע שמחכה וממשיך עם ההליך של ה merger מפסיד 15%. אין הסבר הגיוני למצב כזה. שאולי יש פה איזה side payments תראו את שני המספרים האלה, רווח למי שפורש מהספאק ערב המיזוג והפסד למי שממשיך וכאשר חלק גדול מההפסד נובע מדילול ההון, הלא בעצם ה-warrants האלה מממנות את כל ההליך, עם היזם כי הנאמן צריך מזומנים כדי להחזיר אם צריך להחזיר אותם צריך מזומנים בקופה לכל התקופה. תחשבו על הסיטואציה הזו. הספרות שאני מכיר היא די מעודכנת, מציגה את זה כתעלומה, איך ייתכן שבמקביל יהיה תשואה כזו לאסטרטגיה של כניסה לספאק ויציאה ערב הספאק, לעומת אסטרטגיה של כניסה לספאק ולהישאר איתו. בשלב הדי-ספאק מופיעים משקיעים חדשים, קרנות הון סיכון ופרייבט אקזיטי שמקבלים תנאי כניסה נוחים כאשר לספאקים אין מספיק מזומנים כדי לאפשר את המיזוג. התשואה השלילית בעיקר מתמקדת בספאקים קטנים, דווקא בספאקים הגדולים יותר התשואה השלילית קיימת אבל היא יותר קטנה. עוד שתי נקודות לסיום, דורשים ברשות לפי העיתון 70% השקעה מוסדית. עכשיו אני שואל, איך אתם תתגברו על הנושא של ניגוד עניינים מוסדי שבארץ הוא ממש תופעה שאי אפשר להתעלם ממנה, אותו מוסד שנכנס לספאק הוא גם אולי החתם, אולי גם יש לו קשרים עסקיים עם היזם במקומות אחרים והוא גם מצביע, אני לא מבין איך יצאו מנושא ניגוד העניינים הזה. יש הרבה מה להגיד על זה אבל נחכה אחרי שהרשות תגיב. נקודה אחרונה תראו, עניין ריבוי הנפקות, והשאלה אם ריבוי הנפקות זו אינדיקציה לשוק שעומד לפני משבר מחזורי. יש כאן איזה שהיא מכת מוות לקונספט של שוק יעיל, אז מי שמאמין בשוק יעיל באקדמיה לפחות בזמני אז אני אומר בזמני זה היה המסד לספרות המקצועית. מדוע הנושא הזה של ריכוז הנפקות בשוק עולה ומיעוט הנפקות בשוק יורד. זו תעלומה למי שמאמין שבכל נקודת זמן השוק מייצג את השווי הכלכלי. אולי זה קשור לנזילות אולי למשקיעים מוסדיים שחוששים ממשיכות. נדבר על כך בהמשך המפגש.

וגם להם יש פה הזדמנות לגייס כסף כדי שהקופה "תהיה מוכנה" כשתגיע ההזדמנות העסקית האטרקטיבית הנכונה. עוד יתרונות, שגם כבר הזכירו פה, זה בעצם חיבור של אותם יזמים שיש להם מוניטין לחברת המטרה שהם יכולים לתת מוניטין ולהשביח את החברה, העובדה שהכסף כבר מוכן אז זה חוסך הרבה מאוד זמן בהנפקה, זה גם חוסך ללכת לכתת רגליים בפגישות עם כל מיני משקיעים וחיסכון בדרך כלל בעלויות ההנפקה והשייווק.

ההסתכלות שלנו כמובן כרגולטור היא הסתכלות על ציבור המשקיעים, אנחנו רואים לנגד עינינו סיכון, מאוד מאוד גדול לציבור המשקיעים זאת אומרת יש פה מכשיר כשבday one כשאתה רוכש מניות IPO אתה לא יודע במה אתה בדיוק משקיע, אתה סומך על אותו יזם, על המוניטין שלו ולא ברור לך לאן הכסף שלך הולך ובמה באמת הולכים להשקיע. לכן המפתח מבחינתנו לבניית המודל היה באמת איך אנחנו מאזנים כמה שיותר בין האינטרסים של אותם יזמים לאינטרסים של המשקיעים, כדי שהם יהיו באותו level וכך ציבור המשקיעים, האינטרס שלו יישמר.

אז קצת מה קורה בארצות הברית. כמו שאתם יודעים זה משהו כמו 18-20 שנה לספאקים בארצות הברית, זאת אומרת זה לא תופעה חדשה. אבל יש שהגדירו את 18 חודשים האחרונים כ"מגפת הספאקים", ובאמת בארצות הברית בשנת 2020 הספאקים גייסו למעלה מ-83 מיליארד דולר אנחנו מדברים על 55% מכלל IPO שהיו בארצות הברית או אם תרצו 47% מכלל הגיוסים בארצות הברית היו באמצעות הספאקים, שזה נתון די מדהים. השגעון הזה לא הפסיק בשנת 2021 אלא נהיה עוד יותר, אנחנו יודעים שכבר גייסו למעלה מ-100 מיליארד דולר מתחילת השנה. אם נסתכל על ה-18 שנים האחרונות אנחנו נראה שיש למעלה מ-420 חברות ספאק שמחפשות עכשיו לעשות עסקת מיזוג, 130 כבר הודיעו על כוונה ספציפית עם חברת מטרה ספציפית שהם צריכים ללכת ולקבל עכשיו אישור של האסיפה הכללית שלהן. עד היום הושלמו כמעט 300 עסקאות בארצות הברית, והיו יחד עם זאת 90 מקרים של הנזלה, זאת אומרת שהספאק לא הצליח למצוא חברת מטרה והחזיר למשקיעים את הכסף והספאק בעצם התמוגג. כמו שגם הזכירו קודם, הניסיון מלמד שזה לא דווקא מביא עסקאות טובות למשקיעים. היו הרבה מאוד מקרים שלא היו תשואות חיוביות, בין היתר בגלל ההוצאות הרבות והתשלומים ליזמים- אותה עמלת הצלחה שבארצות הברית מגיעה עד ל-20%, וכמו שאמיר אמר, אנחנו ראינו באמת שהספאקים הגדולים יותר יש להם סיכוי יותר גבוה להצליח. על רקע של השגעון הזה האמריקאי ראינו שהSEC התחיל לצנן, והוא פרסם בין היתר את האזהרה הזאת שאתם רואים פה שמדברת על הסלבריטאים, שמזהיר את ציבור המשקיעים ואומר להם אל תתפתו להשקיע בספאק רק בגלל שיש פה איזה מישהו ידוע מוכר שהוא או היזם או המשקיע או סתם מפרסם אותו, אז אל תלכו אחריו, תבדקו מה אתם עושים ואל תיכנסו להנפקה סתם כי יש פה מישהו מוכר, וכמו ששלומי תיאר קודם יש פה גם את הנושא

אני אתחיל בספוילר אני לא הולכת להיות אדבוקאט של ספאקים, לא הולכת לצאת עכשיו בקמפיין "בואו להנפיק ספאקים", ממש לא. הייתה בקשה שהגיעה מהשוק וכתוצאה ממנה אנחנו בדקנו את הנושא, באנו וראינו מה קורה בחנו את מה שקורה בעולם, וכשהגענו למסקנה שאנחנו יכולים לאפשר למכשיר הזה לצאת תוך כדי מתן הגנה מקסימלית לציבור המשקיעים, אז בגלל זה אנחנו מאפשרים ומשחררים את המכשיר הזה, שאולי קוראים לו ספאק אבל הוא שונה מהספאק האמריקאי מבחינת תנאים. הייתי חייבת להתחיל מדברים אלה אחרי כל ההערות ששמענו עכשיו. אני אתחיל מההתחלה. אז באמת בשנים האחרונות אנחנו ברשות פעלנו הרבה להעמיק את השוק הציבורי וכן להביא חברות ונכסים חדשים. במשך שנים רבות לא ראינו שחברות הטכנולוגיה באות לבורסה בישראל ולכן פעלנו יחד עם הבורסה ועם רשות החדשנות ועם משרד האוצר, כדי לעשות את מה שקראנו לו חיבור של ההייטק לשוק ההון, חשבנו שזה משהו מאוד מאוד נכון לעשות גם לטובת ציבור המשקיעים שהם יוכלו להיות שותפים להצלחה של ההייטק הישראלי וגם לטובת החברות כמקור מימוני. נעשו הרבה מאוד פעולות בין אם זה רשות החדשנות עם התכניות שלה, למשל תוכנית האנליזה ובין אם זה שותפויות המו"פ שהזכרתי קודם, ובין אם זה הtase של הבורסה. ואכן באמת אנחנו רואים בתקופה האחרונה את ההייפ בכל העולם של ריבוי הנפקות אבל פה בישראל באמת ראינו משהו שהוא שונה ממה שקורה בעולם, בקטע של החברות הטכנולוגיה הרבות שמגיעות לשוק ההון, ומבחינתנו זה מצוין. הספאק בא אולי מכיוון קצת אחר כי הוא בעצם בא להתחרות עם private equity. הרבה מאוד כסף שבכל שוקי ההון המוסדרים בעולם מתמודדים עם התחרות הזאת שיש מול ה-private equity שלוקח את הכספים בעצם מחוץ לשוק המוסדר ולבורסה ולכן הניסיון של להכניס את הספאקים לשוק ההון בישראל הוא באמת אולי ניסיון להביא את אותו הכסף של private equity. אז כמו שאמרתי בהתחלה, קיבלנו בקשות והתחלנו לבחון את הנושא. אני מניחה שכל מי שיושב פה בחדר יודע מה זה ספאק אבל בכל זאת אני אתחיל מהבסיס כדי לעשות יישור קו על מה זה ספאק ומה קורה בשוק האמריקאי. אז באמת ספאק בגדול זה כשיש יזם בעל מוניטין שמגייס, בארצות הברית מדובר על כמה מאות מיליוני דולרים, לחברה שהיא ריקה. הוא מגייס על סמך המוניטין שלו, על סמך היכולת שלו מהעבר, ומגייס לחברה שאין בה כלום, אין בה פעילות, כשהוא מייעד בעתיד הקרוב הוא מקווה לרכוש חברת מטרה. בדרך כלל אז עסקה של החלפת מניות עם חברה ריאלית כלשהי. הרציונל אני חושבת שהביא למכשיר הזה, קצת אמיר דיבר על זה גם, קודם כל חברות ריאליות לא רוצות "להתפשט" הרבה פעמים ולתת מידע לפני שיש להן וודאות שההנפקה תצליח. הספאק נתן להן וודאות, הן באות לשוק ההון אחרי שכבר יש להן קופת מזומנים ברורה וידועה ולכן זה פחות מפחיד לעשות את הצעד הזה. זה נכון בעיקר לחברות הטכנולוגיה. היזמים מצדם כמובן לא עושים את זה למטרות פילנתרופיה אלא כדי לגזור את הקופון שלהם,

מבול ההנפקות ודילמת מודל ה-SPAC:
סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי
בשוק ההון?

טכנולוגיה אבל פה אנחנו רואים מה שקרה בגל ההנפקות בשנה האחרונה זאת אומרת משנת 20 פתאום 25 הנפקות ראשוניות בו 33 הנפקות ראשוניות, זה באמת מספרים שלא ראינו. יש פה השוואה של העשור האחרון אנחנו רואים שבשנת 2020 מספר ה-IPO היה פי 3.5 מהשנים הקודמות זאת אומרת שהמוצע של ההנפקות היה 7 IPO בשנה פתאום הגענו 25 ב-2020. ברבעון הראשון של 2021 יש לנו יותר מכל שנת 2020 אז זאת אומרת שאנחנו באמת מדברים פה על מצב שונה מבעבר.

אמיר ברנע

חלון הזדמנויות.

שרה קנדלר

אנחנו לא מרגישים שאנחנו צריכים לעודד את השוק כי זה קורה מהשוק עצמו, אם תעברו לשקף הבא אז באמת רואים שחברות הייטק, חברות הטכנולוגיה אנחנו באמת רואים שיש הרבה מאוד הנפקות ראשוניות מאז שנת 2020 ואנחנו מרגישים שזה נכון שהספאק יכול להיות לתת פתרון אבל בוא נגיד ככה, כל חברת טכנולוגיה שניסתה עד היום הצליחה לבוא בדרך המלך ב"דרך הרגילה", זאת אומרת החשש הזה מ"התפשטות" בתשקיף כנראה שהיא כבר פחות קיימת היום עם המעבר לשיטה הלא אחידה. ובאמת בשנה וחצי האחרונות היא הפכה להיות השיטה המרכזית שבה מגייסים, אז גם לפי שיטה הזו יש לחברה הרבה מאוד וודאות עוד לפני פרסום טיוטת התשקיף, ולכן הבעיה הזו פחתה. בכלל אנחנו חושבים שבארץ כל הנושא הזה של המהירות והתמריצים האחרים לקצר את הלז על ידי תשקיף ספאק, אנחנו חושבים שהיא פחות נכונה, כי גם השוק וגם אנחנו פועלים במהירות גם ב-IPOים הרגילים, אבל שוב כמו שאמרתי - קיבלנו את הבקשות ובחנו את הנושא ועכשיו אני אציג בעצם מה התנאים שאנחנו קבענו, מהם תנאי הסף שאנחנו קבענו לגיוסים של הספאק, אז קודם כל, כמו שהזכרתי אנחנו רוצים שגיעו רק החברות הגדולות ביותר, גם בגלל הניסיון האמריקאי, שמראה שתשואות אפשר להשיג בעיקר בחברות גדולות אנחנו נדרוש מינימום של 400-

הזה של כללי החשבונאות שהאמריקאים הבהירו עכשיו בנוגע לנושא של רישום האופציות כהתחייבות, ובכלל אם מסתכלים על האמירות של ה-SEC, אנחנו מרגישים שיש פה איזה לחץ מסוים, מההייפ הזה וממה שקורה שם. יש שם גם את הקונספציה על המידע, שאנחנו לא יודעים עד כמה היא נכונה, עד כמה באמת זה מאפשר לפרסם יותר מידע רך בלי אחריות, אבל זה נכון שזה מביא הרבה מאוד פעילות מהכיוון הזה. ופה גם המקום לציין את מה שכבר גם אנחנו יודעים, שהרבה מאוד חברות ישראליות מנסות את מזלן מעבר לים בניסיון להיכנס לספאקים אמריקאים - אם זה איטורו או חברת האוטו-טק REE ועוד הרבה מאוד חברות שאנחנו שומעים עליהן.

אז כאן אנחנו מגיעים אלינו לארץ, אנחנו שואלים את עצמנו האם זה נכון, האם זה נכון להכניס את החברות האלה לארץ? האם זה נכון שאנחנו נאפשר את הספאקים בשוק ההון הישראלי? וכמו שאמרתי קודם זה נכון שאנחנו כבר כמה שנים בוחנים ונעשתה עבודה ברשות כבר לפני הרבה מאוד זמן אבל אז המצב היה אחר, אז חיפשנו כלים להביא הנפקות לשוק ההון, אבל לא המשכנו בקידום הנושא. הקידום בנקודה הזאת הגיע בגלל בקשות ספציפיות שהונחו על שולחננו, ולכן החלטנו לבדוק את המצב, לבדוק מה קורה בעולם. אנחנו רואים שרגולטורים מקבילים לנו בכל העולם מתעסקים עם זה גם בסינגפור ראינו וגם באנגליה, כאן המקום גם לציין שבארצות הברית זה נבנה עם השנים ז"א אנחנו פה נמצאים במצב טוב, שאנחנו כמו שאמרתי קודם "גמד על גב ענק" נעשתה פה עבודה מאוד רצינית. בארצות הברית הכללים הם לא רק כללים של ה-SEC דווקא, חלק זה באמת כללים רגילים של ה-SEC חלק זה כללים של הבורסה וחלק כמו הנושא של PIPE שהתגבר בשנה האחרונה, אלה מנגנוני שוק שעם השנים הלכו והשתכללו. ושנינו לשכלל את המנגנונים אז השוק ביקש ודרש כל מיני דברים כדי להצליח. אז אנחנו במצב שאנחנו בעצם למדנו את כל מה שקורה, גם אם זה הכללים וגם אם זה מנגנוני השוק וניסיון לבנות מנגנון שהוא מיטבי לציבור המשקיעים. כמו שאמרתי קודם, אנחנו מדברים בעיקר על האינטרסים של המשקיעים מול האינטרסים של היזמים. אז קצת אני חייבת לתת לכם נתונים על ההנפקות ולמה כל כך התלבטנו. כמו שגם ציינו פה קודם אנחנו לא מרגישים שאנחנו צריכים לתת בוסט לשוק כי באמת במחשבה ראשונית הספאקים הם בדרך כלל פונים לחברות

שהצגתם להם את זה האם זה עדיין אטרקטיבי מבחינתם שברגע שהצגתם להם את המתווה הזה...

שרה קנדלר

אני רק רוצה להוסיף משהו אחד ששכחתי והוא מאוד חשוב - זה התנאי הנוסף, אנחנו דורשים כבר מהתחלה 70% השקעה של גופים מוסדיים. עכשיו זה משהו שבארצות הברית התפתח עם הזמן כי לא היה להם את זה ואז נוצר מצב הרבה פעמים שדווקא חברות שהם לא משהו ביקשו להתמזג עם ספקים כי החברות הטובות פחדו מהנושא הזה של הרידמשן שאתה יכול לבחור חברת מטרה ובסוף המשקיעים יכולים להצביע נגד ולמשוך את הכסף שלהם, ולכן הכניסו את המנגנון של PIPE, שזה בעיקר קרנות גידור שבאות ומשקיעות ביחד עם הספקאק בחברת המטרה. אז אנחנו מקדימים את השלב הזה כבר לשלב ההנפקה, זאת אומרת כבר בשלב ה-IPO אתה צריך גופים מוסדיים כשהמטרה היא באמת גם למנוע את מה שקרה בשוק האמריקאי וגם שגופים מוסדיים יוכלו לתת שכבת הגנה נוספת לציבור המשקיעים, כבר ב-IPO. זאת אומרת אם יש לגוף מוסדי אמון ביזם, הם יוכלו גם לעשות את הפיקוח על היזמים עצמם ולראות שהם באמת גופים רציניים, וגם כשתגיע חברת מטרה ותעלה שאלת התמחרות וכל הבסיס של הכנסת חברת המטרה אז אנחנו חושבים שזה ייתן את ההגנה המקסימלית לציבור המשקיעים. עכשיו לשאלתך, אני אגיד את זה בשיא הפתיחות, אנחנו מבחינתנו גם אם לא יהיו ספקים אנחנו לא מוכנים לעשות מסלול שיהיה לטובת היזמים ושציבור המשקיעים לא יהיה מוגן, לכן אנחנו קבענו את הסטנדרט הגבוה באמת, מאוד מאוד גבוה בעיני, זאת אומרת הוא הרבה יותר גבוה ממה שקורה כרגע בעולם, ואנחנו לא מוכנים להתפשר על הסטנדרט. כן יש לנו יזמים שאיתנו בתהליך ושיועדים בדיוק מהם התנאים ואנחנו בהליכים מתקדמים מולם.

צפנת מזר-לייסט

אני חושבת שבמידה מסוימת המודל שאנו מציעים יכול לתקן עיוות. הדרישות שאנחנו מצביעים יכול להיות בהחלט שמנטרלות את אותם יתרונות "לא לגיטימיים" אפשריים, שנראה שאף אחד לא יודע להצביע עליהם בוודאות, לאורם יש מגמה בארצות הברית להעדיף הנפקה באמצעות מיזוג עם ספקאק מאשר הנפקה בדרך המלך על פי תשקיף. יכול להיות שבאמצעים שאנחנו מציעים במסגרת המודל אנו מתמודדים עם אותם יתרונות לא לגיטימיים תיאורטיים ובדרך כזו או אחרת אנחנו מנטרלים אותם מה שיכול להיות בהחלט שיוביל לחוסר אטרקטיביות של הספקאק על פני הנפקת IPO. זו כמובן לא תוצאה רעה מבחינתנו - אנחנו רוצים שהספקאק יתקיים רק אם יש לו תועלת וערך לשוק ולמשקיעים במקרים מסוימים על פני הנפקת IPO בדרך המלך. ככל שאין בו תועלת והוא קיים רק בשביל לנצל

450 מיליון שקל לפחות, לחברה ללא פעילות עסקית שרוצה לבוא להקים פה ספקאק, כמובן שאנחנו נרצה שיזמים בעלי שם בעלי מוניטין עם ניסיון עסקי ברור. והנקודה החשובה שאולי זה הדבר, השוני הגדול ממה שקורה בארצות הברית, למה שלמדנו מהניסיון אנחנו מבקשים skin in the game, רוצים שהיזמים יהיו ביחד עם הציבור, ולכן אנחנו דורשים מינימום של 40 מיליון שקל שהיזמים עצמם ישקיעו בתוך הספקאק כבר ב-day one ואנחנו נדרוש גם חסימה מאוד ארוכה, החסימה תהיה על סכום ההון הראשוני חלקו עד להכנסת הפעילות ועוד חלק עד חצי שנה מרגע הכנסת הפעילות, וכל ה-upsides כלומר האופציות שמקבלים בחברה אחרי המיזוג, יהיה חסום לתקופה של שלוש שנים, שנה ראשונה חסימה מוחלטת ועוד שנתיים של טפטופים כמו שאתם מכירים בנושאים אחרים, אז בעצם ההון שהם יצטרכו להשקיע בעצמם יחד עם תקופת החסימה, אנחנו חושבים שזה מביא אותנו למצב הרבה יותר טוב. אחת הביקורות שקראנו בארצות הברית הייתה על העובדה שהרבה פעמים יזמי הספקאק מנסים ויהי מה, להכניס חברת מטרה כי רק אם הם מכניסים את חברת המטרה הם מקבלים את התמורה שלהם, הרי בשביל זה הם הקימו את הספקאק, ולכן פה אנחנו מקווים מאוד לא להגיע למקום כזה כי ברגע שהם מושקעים ביחד עם הציבור אז יהיה להם אינטרס שהחברה הזאת באמת תצליח. אנחנו גם קובעים תקופה של שנתיים שזו התקופה שבה חייבים יהיו להכניס את הפעילות של חברת המטרה עם אפשרות לעשות אסיפה ולהאריך בעוד חצי שנה, זאת אומרת בעוד שנתיים וחצי מקסימום ואחר כך בחברה יש את הרידמשן, זאת אומרת החברה תפורק. כל חברי הדירקטוריון יהיו חברים בלתי תלויים והאישור של הכנסת חברת המטרה תהיה ברוב שלא כולל את היזמים. עוד פרט שחשוב להזכיר, זה שאת חברת מטרה צריך לרכוש במינימום של 80% מהכסף של תמורת IPO, זאת אומרת אנחנו לא נסתפק בזה שהם ייקחו איזה 100 מיליון ויכניסו איזו פעילות נדלן מניב ככה. לא, זה צריך להיות פעילות רצינית שלוקחת את מרבית הסכום. שוב אנחנו רוצים להרחיק את זה כמה שיותר מהשלדים, מהחברות מעטפת, מבעיות שהיו פה בעבר, אז זה גם הגודל של חברה וגם התנאים הנוספים. בנוסף, סדר גודל של כמעט 97% מהכסף צריך להיות מופקד בנאמנות, זאת אומרת לשמור עליו ויש רק אחוזים בודדים שיכולים להוציא עבור הוצאות שיש ליזמים עד הכנסת הפעילות של חברת המטרה, אבל הרוב המוחלט של הכסף יהיה מוחזק בנאמנות לטובת המחזיקים, היזמים גם לא יוכלו לקבל שכר מהחברה עד להשלמת העסקה, ושוב עם עד התקופה שנקבעה הם לא הכניסו חברת מטרה החברה תפורק מראש, בעצם מנגנון השמדה עצמית כולם מקבלים חזרה את הכסף והולכים הביתה.

שלומי שוב

זאת השאלה האם המתווה הזה והאם אותם יזמים שפנו אליכם

מבול הנפקות ודילמת מודל ה-SPAC:
סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי
בשוק ההון?

רון מנשס

התנאי שרשות ניירות ערך בישראל הציבה זה שהשווי של חברת המטרה (ה"טרגט") יהיה לפחות 90% מהסכום שגויס על ידי הספאק, ואם הספאק גייס את הסכום המינימלי, יש לו קופת מזומנים של 400 מיליון ש"ח.

שרה קלנדר

לא 80%.

רון מנשס

סליחה, 80% ולא 90% כפי שאמרת. אבל התנאי הזה פחות רלוונטי כשמסתכלים על עסקאות הספאק בארה"ב. בעסקאות הספאק בארה"ב חברות המטרה שוות הרבה יותר מהמזומן שהספאק גייס. במרבית העסקאות שקורות בארה"ב, הכסף שגויס מהציבור יושב בספאק, נשאר בספאק והוא בכלל לא יוצא החוצה לצורך תשלום עבור רכישת חברת המטרה, אלא העסקאות הן עסקאות מיזוג שחברת המטרה מתמזגת בעסקת החלפת מניות עם הספאק. ברוב העסקאות של הלקוחות, שאנחנו רואים כמשרד, השווי של חברת המטרה הוא הרבה יותר גדול מהמזומן שגייס הספאק ויש לו בקופה (בד"כ זה 200 מיליון דולר בספאקים). יתרה מזאת, אנחנו רואים אפילו שבמקביל וכתנאי להשלמת עסקת המיזוג בין הספאק לחברת המטרה, יש שילוב של גיוס פייפ (הנפקה פרטית נוספת על ידי הספאק). כלומר, חברת המטרה אומרת לספונסורים של הספאק שהמזומן בקופה שגויס מהציבור על ידי הספאק, שעומד בד"כ על 200 מיליון דולר לא מספיק לי ואני רוצה עוד גיוס של פייפ של כמה מאות מיליוני דולרים. בסופו של דבר, יחס המיזוג יהיה בדרך כלל יהיה 80:20/70:30 לטובת חברת המטרה, והמנהלים והמייסדים של חברת המטרה הם אלו שימשיכו לנהל את החברה לאחר השלמת המיזוג עם הספאק. אגב, בחלק מהעסקאות יש גם שילוב של עסקת סקנדרי. כלומר, בעלי המניות של חברת המטרה (מייסדים, מנהלים בכירים והקרנות הון סיכון שהשקיעו בחברת המטרה) מוכרים כחלק

פירצות - אנחנו לא רוצים אותו.

אמיר ברנע

כשיש IPO בד"כ מוכרים חלק מהחברה לציבור, אומנם כל המניות הן סחירות אבל בעל השליטה נשאר היזם. הוא בעל הידע שולט בחברה לאחר ההנפקה. האם פה מדובר על מהפכה מהבחינה הזאת שבעל השליטה עובר. יש פה הבדל מהותי מבחינת מי שולט בחברה אחרי המיזוג. האם מי שפיתח את הידע הולך ומתפוגג?

אלי דניאל

ההערכה היא שמי ששולט בחברה, לאחר המיזוג, זה בעלי השליטה בחברת המטרה.

ירון בלוך

הרי לא מדובר פה ברכישת שליטה בהכרח, מדובר פה בהשקעה כמיעוט. מיעוט לא משמעותי בחברה ולכן אמיר מה שאתה אומר זה לא מדויק. הספאק לא הולך ומשתלט על חברה, הספאק הולך ומשקיע כסף בתוך חברה הוא הופך להיות משקיע ותזכור שזה לא משקיע אחד זה קבוצה של משקיעים, זאת אומרת לא יושב מישהו אחד שפתאום משתלט על חברה, יש פה חבורת משקיעים שמכניסה כסף לתוך החברה והופכת להיות קבוצת משקיעים.

אמיר ברנע

מי שולט בחברה.

ירון בלוך

היזמים של החברה מי ששולט.

שלומי שוב

אם אני חברה טכנולוגית טובה למה שאני ארצה לבוא לישראל שהתנאים שלי יותר קלים בארה"ב?

צפנת מזר-לייסט

התחלתם את הדין היום בשאלה האם המצב בשוק ההון בארה"ב משקף בועה או לא והובעו עמדות שזו אכן בועה. אם זו בועה והנפקות הספאק יניבו הפסדים למשקיעים אנחנו לא רוצים לייבא או להגביר את הבעות גם אצלנו רק מתוך החשש שחברת טכנולוגיה תעדיף את השוק האמריקאי המקל יותר על פנינו. למדנו מהניסיון בארה"ב ומטרתנו לגבש את המנגנון הטוב ביותר שיספק הגנה למשקיעים. החברות הטובות - לא המנגנונים האלה הן שירתיעו אותן לטעמי.

ירון בלוך

אני רוצה לשאול אם אפשר לחדד. מה בעצם הסיכון פה למשקיע? משקיע שמשקיע ב-IPO.

אמיר ברנע

לא ב-IPO, בספאק

ירון בלוך

בספאק. ב-IPO של הספאק. למה אני שואל את זה, אני רוצה לחדד את זה בעיקר בהשוואה לאותו משקיע בוא נניח שזה אותו משקיע שמחליט לשים את כספו בקרן פרייבט אקוויטי לא סחירה סגורה עם דמי ניהול מהיום הראשון שהוא גם לא יודע איפה היא תשקיע. אני רוצה לחדד את זה כי בעיני לפחות המשקיע פה נמצא במקום הרבה יותר בטוח ונזיל לעומת כל אלטרנטיבה אחרת שלו בעולם הפרייבט אקוויטי. אז איפה זה בדיוק הסיכון הגדול של המשקיע פה אני לא הצלחתי להבין את זה?

שרה קנדלר

אני משווה את זה לא להשקעה בפרייבט אקוויטי, לא להשקעה במשהו לא מפותח אלה בהשקעה ב-IPO, שאתה יודע בדיוק במה אתה משקיע. פרייבט אקוויטי זה משהו אחר.

ירון בלוך

לא רגע רגע שרה שניה, אני רוצה לחדד את זה כשאתה משקיע ב-IPO אתה משקיע בחברה אתה משקיע בהתאם למצגים בהתאם

מהשלמת המיזוג עם הספאק חלק מהמניות שלהם בתמורה למזומן, אבל עדיין המייסדים והנהלה הבכירה של חברת המטרה ממשיכים לנהל את החברה הממוזגת..

אמיר ברנע

הבנתי. איך זה עקבי עם דירקטוריון לא תלוי. מה הממשק בין הדירקטוריון בחברה לבין הדירקטוריון או היזם מי שפיתח את החברה הפרטית, מי שניהל את החברה הפרטית איך הם משתלבים יחד?

רון מנשם

בסופו של דבר זה תחליף ל-IPO וגם ב-IPO, מי שמשקיע את מרבית הכסף זה הרבה גופים מוסדיים.

צפנת מזר-לייסט

כדי להשלים את הנקודה של הטענה לפיה מודל הספאק מקנה וודאות לחברה שמעוניינת להתמזג עם ספאק. הטענה לפיה במקרה כזה יש לאותה חברה וודאות שלספאק יש אמצעים כספיים מספקים להשלים את העסקה ועל כן יכולת וודאית שהיא תבוצע כך שלא יהיה מצב שאותה חברה תחשוף מידע רב לגביה כפי שהיא נדרשת בהנפקה ב-IPO ובסופו של יום לא תצליח להיכנס לשוק ההון. היתרון הפוטנציאלי הזה בעיני חברת המטרה לא יתקיים במודל שאנחנו מציעים - עצם הצורך באישור האסיפה הכללית לעסקת הכנסת הפעילות ועצם היכולת לבעל מניות שמתנגד לעסקה לקבל חזרה את השקעתו מותיר בכל זאת רמת אי וודאות מסוימת לאותה חברה בדבר יכולת השלמת העסקה.

גם מבחינת הטענה לפיה יתרון פוטנציאלי שגורם להעדפת מודל הספאק לחברות הוא קיצור לוח הזמנים בכניסה לשוק ההון לעומת לוח הזמנים הקיים במקרה של הנפקת IPO מאחר שלא נדרש היתר של הרשות לפרסום תשקיף - גם פה המודל שאנחנו מציעים לא בהכרח יאפשר זאת. החובה לכנס אסיפת בעלי מניות לצורך אישור הכנסת הפעילות תחייב גם גילוי בדוח זימון האסיפה הכללית על חברת המטרה - גילוי שייבדק על ידי הרשות שתיתן הערותיה לגבינו, ככל שיהיה בכך צורך, לרבות למתאר, למקבילה ל"דוח ברנע", לדוחות הכספיים של החברה ולהערכות השווי. ככל שיהיה בכך צורך והגילוי לא יושלם להנחת דעת הרשות החוק מקנה לרשות גם סמכות לדחות את מועד האסיפה עד להשלמת הבדיקה וטיוב הגילוי. גם פה הדרישות שלנו יצרו בפועל אקוויולנט לתהליך שכרוך ב-IPO. ועוד פעם - זהו רק מצב רצוי מבחינתנו.

מבול הנפקות ודילמת מודל ה-SPAC:
סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי
בשוק ההון?

פעילות וכינוס אסיפה כללית של בעלי המניות לצורך כך - הכספים מחוייבים להימצא בנאמנות שתהיה רשאית להשקיע אותם בנכסים סולידיים בלבד. במועד כינוס האסיפה למשקיע תהיה האפשרות לקבל החלטה האם מעוניין להישאר בעל מניות בחברה שתכלול את אותה פעילות או שהוא מעדיף לקבל את כספו בחזרה.

ירון בלוך

זה שלייקס על שלייקס אבל המהות פה, היא מהות הרבה יותר בטוחה מכל דבר אחר זה אופציה בחינם. אם הרוב מחליט ללכת הוא יכול ללכת? האם למיעוט באסיפה שמתנגד אין זכות פדיון?

אלי דניאל

בארה"ב יש שתי הצבעות. הצבעה אחת, לצורך העניין, היא על ביצוע העסקה - כן או לא. חוץ מזה יש לך הצבעה על Redemption - האם אתה רוצה את הפדיון המוקדם או לא. כלומר, אתה יכול להחליט אם אתה רוצה את הכסף חזרה או לא.

אמיר ברנע

האם יש אפשרות אני חוזר לשאלה שלך. האם יש אפשרות שאדם שמשקיע לא יקבל את כספו חזרה אם הוא רוצה את כספו חזרה?

ירון בלוך

התשובה היא לא!

אמיר ברנע

אז בהבחנה הזאת, חברה פה מדובר על החמרה יחסית משמעותית את אומרת במילים אחרות מי שמשקיע 10 ש"ח או 10 דולר או מה שלא יהיה בספאק אין לו ביטחון שיקבל את הכסף חזרה, כי יכול להיות

להרבה דברים אבל אתה יודע מהיום הראשון שאתה שם. נפתחה באותה חברה ולוקחת דמי ניהול ומתנהלת וזה בסדר יש פה אי ודאות וככה אתה משקיע פה בסך הכל אתה מקבל אופציות כי הרי אנחנו מדברים על ארביטראז' כזה שאם בהיום שלמחרת פתאום אותו ספאק שהונפק נניח ב 10 ש"ח יסחר בדיסקאונט למה? כי השווקים נפלו וכו' זה דבר שקורה הרי יכנסו פה שחקני ארביטראז' כי הרי אנחנו מדברים פה על תקופה לא ארוכה של שנתיים שהם יודעים שאחרי שנתיים בכל מקרה יש להם זכות להיפגש עם הכסף פלוס ריבית, כך שהסיכון באותם שנתיים לאוטו סוחר לאותה קרן שרכשה בהנפקה, הוא סיכון מאוד מאוד נמוך סך הכל היא מקבלת אופציה שביום מן הימים יגיעו אליה בתוך השנתיים ויגידו יש פה הצעה למיזוג, את יכולה להחליט אם זה מתאים לך או לא. אם זה לא מתאים לך אין שום בעיה את מקבלת את הכסף של חזרה עם ריבית. איפה פה הסיכון של המשקיע? אין פה שום סיכון. הרבה פחות סיכון מאשר להשקיע בהנפקה של חברה ציבורית.

שרה קנדלר

פה אתה בעצם משקיע ביזם מעבר לזה אתה לא יודע כלום, אתה צריך לשים את מבטחך ביזם.

ירון בלוך

אז אני אומר שאתה משקיע בחברה, אתה שם את מבטחה באותה חברה שמנהלת כי אין להם שום מחוייבות, לא לדעת מה היא תעשה בדיוק עם הכסף שהשקעת בה למחרת ואין לך דרך לצאת מזה פה. לא מתאים, את נפגשת עם קרן+ריבית במהות אני לא מצליח למצוא השקעה יותר בטוחה למי שנכנס ל-IPO כזה אמיתי אלא אם כן לא הבנתי פה משהו.

צפנת מזר-לייסט

המודל שאנחנו מציעים בהחלט מפחית משמעותית את מידת הסיכון שטמונה למשקיע בהשקעה בספאק. ראשית - עד למועד הכנסת

ירון בלוך

בהצעה שלכם ?

אלי דניאל

בארה"ב מה שמקובל מצד הספונסר זה להשקיע סדר גודל של 3%-1.5% פלוס מינוס מהיקף הגיוס ב-IPO.

שמואל ווינשטיין

בישראל זה 10%-8%. זאת בעצם עלות ההנפקה.

אלי דניאל

זה היקף ההשקעה שלו. זו השקעה במניות, כמו שהוא צריך להביא מוסדיים שישקיעו במניות.

שמואל ווינשטיין

זאת השקעה חסומה מה גם שיש שותפים שהם לא חסומים זאת השקעה נחותה, כי הוא מקבל מניות נחותות בעצם זה חשוב להדגיש. זאת אומרת זה לא בדיוק מניות.

אלי דניאל

היזם מקבל בהנפקה מניות שיהיו חסומות עד ה-business combination ואחר כך, נאפשר לו להחזיר את הקרן של ההשקעה הבייתה. כלומר, יש לו מניות והוא יוכל לממש אותן, כולן או חלקן, ב-40 מיליון ש"ח, ואם יש יתרה של מניות שלא מומשה, היא תהיה חסומה עד חצי שנה מהשלמת המיזוג.

שמואל ווינשטיין

וכל אחד אחר שהשתתף באותה הנפקה הוא יכול לרכוש מניה ?

שרה קנדלר

הוא גם צריך לשים 40 מיליון ש"ח והוא גם חסום זה שני דברים שלא קיימים בארה"ב.

שמואל ווינשטיין

אבל ההשקעה הזאת בהון היא תהיה בנוסף ל 20% שהוא שם ?

מיעוט באסיפה הכללית ואתם קונים את המיזוג והוא לא רוצה הוא קיבל את זה גם אם הוא לא רוצה.

ירון בלוך

הוא כן עושה התשובה היא כן!

אמיר ברנע

המיעוט מקבל את כספו.

צפנת מזר-לייסט

במודל שאנחנו מקדמים בעל מניות שיתנגד באסיפה הכללית יוכל לקבל את כספו חזרה. בעל מניות שיתמוך בעסקה לא יוכל.

ירון בלוך

התשובה היא כן. יש לו אופציה בחינם.

שמואל ווינשטיין

שאלה בקשר לאחד הדברים שהצגת. הצגת דרישה שגם היזם ישים כסף אפילו בסכום משמעותי, עכשיו הייתי רוצה שתרחיבי בהשוואה למצב הקיים היום האם זה נכון שהיום היזם גוזר לעצמו 20% מהאחזקה בספק בלי שהוא יכניס את הכסף ואתם רוצים לשנות את זה. לא הבנתי האם זה יבוא במקביל.

שרה קנדלר

אתה מדבר על ארה"ב? בארה"ב אני חושבת שאין חובה. אני חושבת שהם בדרך"כ משקיעים בין 4%-2% איזור ה 3% פלוס מינוס.

שמואל ווינשטיין

מעמד של היזם כפי שהוא קיים היום והשינוי שאת מנסה, כי לא ברור לי אם זה בא במקום או במקביל שהוא גם יזכה ל 20% וגם יאלץ להשקיע עוד 40 מיליון כלומר הוא יהיה בשני כובעים אם את יכולה קצת להרחיב בעניין.

אלי דניאל

היזם ב- day one של הנפקת חברת הרכש הייעודית שם 40 מיליון ש"ח. במקרה של הנפקה של 400 מיליון ש"ח זה 10%.

מבול הנפקות ודילמת מודל ה-SPAC:
סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי
בשוק ההון?

שהוא מאוד ספציפי זה לא חברות הבלאנק צ'ק שהונפקו בישראל. שני דברים שונים בתכלית. זה גם שונה משלד בורסאי או מה שקרוי אצלנו "חברת מעטפת". אני חושב שבהתבטאויות הפומביות שהיו בנושא עשו קצת סלט מכל הדברים הללו. בחודשים הראשונים שלי בתפקיד הצעתי לרשות ניירות ערך לייחד הנפקות בלאנק צ'ק לגופים בעלי ניסיון ורקורד מוכח בניהול השקעות כמו הגופים המוסדיים. להשתמש במכשיר הזה כאמצעי גיוס סחיר להשקעות שינוהלו על ידי מוסדיים וגורמים בעלי ניסיון דומה. היתרון של המוסדיים שהם מפוקחים מהותית גם בצד ההתנהלות - הן מול הצרכן ולא רק בממשל התאגידי, וגם בצד היציבות. מסיבות שאתם יכולים לנחש ההצעה הזו כנראה נזרקה לפח. לתת גישה לציבור למכשירי ניהול השקעות שמנהלים גורמים חסרי ניסיון וחסרי פיקוח הוא גישה נחותה בעיני ומסוכנת יותר לציבור מאשר להפקיד את כספו בידי במנהלי השקעות מנוסים ומפוקחים כמו הגופים המוסדיים. בנוסף לכך, יתרונות כלכליים ברורים של הגופים המוסדיים כמו סינרגיה ויתרונות לגודל יובילו לעלות ניהול השקעות נמוכה יותר עבור הציבור. אז זול יותר, בטוח יותר, מפוקח יותר נשמע לי כמו נוסחה טובה לציבור. אבל יש מי שחושב אחרת ושולף טיעוני הפחדה של ריכוזיות ומנסה לפגוע בהטבות המס של חלק ממכשירי החיסכון, כל זה כדי לדכא את המוסדיים הישראלים. התופעה הזו היא חסרת הגיון בעיני והרסנית לציבור. אני בעד הכנסת שחקנים חדשים ומגוונים למגרש ואנחנו מעודדים שחקנים כאלו. לא אפרט כאן את כל מה שאנחנו עושים. אבל אנחנו עושים זאת בדרך של עידוד ותמרוץ חיובי ולא בדרך של דיכוי ופגיעה במוסדיים המקומיים שהם ליבו של שוק ההון המקומי. מי שפועל לצעדים כאלו - יפגע בשוק ההון ויגרם באופן ישיר ועקיף להסטת השקעות לחו"ל מהסיבות הלא נכונות. לגבי שוק ההנפקות - לטעמי יש ככלל ברכה גדולה למשק הישראלי מריבוי הנפקות, מהגדלת היצע המכשירים הנסחרים, מפיתוח והרחבת השוק - כל אלה מגדילים פוטנציאלית את השכלול התחרותי, העומק, הנזילות, והשקיפות של שוק ההון. תכונות שמאפשרות אלו קציה רחבה וטובה יותר של הון לתאגידים המהווה מנוע להתרחבות וצמיחתו של המשק הישראלי. עם זאת, צריך לחשוש מאלוקציה מעוותת של הון לתאגידים, שנגזרים ממנה גם תמחורים שגויים למכשירים הפיננסיים הנסחרים. אלו קציה מעוותת כזו תפגע גם ביעילות של

אלי דניאל

קודם כל, האופציות שהיזם יקבל זה לא 20%. אני רוצה לחדד אנחנו מדברים על מקסימום של לא יותר מ-10% מהחברה הממוזגת. אנחנו רוצים לקבוע פה תקרה.

שמואל ווינשטיין

מתי יש break even שהיזם יגיד זה לא היוזמה שאני רוצה.

אלי דניאל

אותם יזמים שעכשיו מצויים מולנו בדיאלוג - נניח שהם יעברו אותנו ויקבלו היתר לפרסום תשקיף. הם לא סיימו את "דרך הייסורים" שלהם. אתה יודע למה? כי הם צריכים להביא את המוסדיים ואתה חושב שהמוסדיים יותר ויגידו כל מה שהרשות דרשה זה מה שאנחנו רוצים, וזהו. לא! היזמים יצרכו לקיים תהליך גם מול המוסדיים כדי לשכנע אותם ליטול חלק בהנפקה. ויש לי חדשות בשבילך - גם כאשר יהיה business combination עם חברת מטרה, הרי גם לה יש בעלי מניות, הנהלה ועורכי דין שגם הם ירצו לדאוג לאינטרסים שלהם והם לא יקבלו כל מה שהיזמים של חברת הרכש הייעודית יציעו להם. כלומר, זה לא שהיזם עכשיו הולך בדרך המלך ועוד שנתיים יש לו 10% בחברה ממוזגת ששווה מיליארדים. אין הרבה וודאות שזה אכן מה שיקרה. שרה כבר הדגישה את זה מבחינת רשות ני"ע חברת רכש ייעודית, או אם תרצה SPAC, זה לא בגדר Must have, אלא יותר בגדר Nice to have. שוק ההנפקות עכשיו במצב טוב, ובגדול, מי שרוצה היום יכול להנפיק ב-IPO ומי שרוצה ללכת במסלול הזה, שזה אולי מסלול ייסורים, אני לא יודע, אולי ינפיק חברת רכש ייעודית (SPAC) וזה בגדול מה שאנחנו מציעים.

משה ברקת

לגבי הספקאים בשוק הישראלי - קודם כל צריך להבין על מה רשות ניירות ערך מדברת כשהיא מדברת על ספקאים. המודל האמריקאי

שוק ההון וגם בחוסכים לפנסייה. אלו קציה מעוותת כזו יכולה לנבוע ממנגנונים לקויים בשוק, מתמריצים מעוותים, ומאכיפה ופיקוח חסרים. צריך להבטיח שכל הרגולטורים יתנו את דעתם לעניין. שוב, לא בדרך שמדכאה את הפעילות בשוק, אלא בדרך חיובית שתורמת להתנהלות שקופה ואחראית יותר של החברות, החתמים, המתווכים, ושחקנים אחרים. בכלל זה, המוסדיים המנהלים חלק ניכר מכספי הציבור. הציפייה מהמוסדיים היא שיבצעו את תפקידם באחריות ובזהירות, תוך שמירה על חובות האמונים בכל שדרת ניהול ההשקעות עד אחרון מנהלי הדסקים והמבצעים. זה אומר שהשקעות צריכות להיות מלוות בתהליכי קבלת החלטות סדורים שבוחנים את כל ההיבטים הכלכליים, המשפטיים, הרגולטוריים והאחרים. תהליכים שכוללים בקרות מתאימות והתבססות על אנליזות כלכליות מתאימות. גורמים ולחצים זרים לא יכולים להיות חלק מהתהליך הזה. הזמן שמוקדש לקבלת ההחלטות צריך להיות ראוי וההצדקות הכלכליות צריכות להיות ברורות, מנומקות ומתועדות. רק בדרך הזו נבטיח שההתפתחות של השוק ותיקי ההשקעות הם בריאים ויציבים לאורך זמן ולא פרץ התלהבות לא רציונאלי המנוצל על ידי גורמים שונים לקצירת רווחים מהירים על חשבון הציבור.

יאיר לפידות

אז שלום לכולם, אני חושב שהרקע להתפוצצות הספאקים שאנחנו רואים בשנה ומשהו האחרונות הוא עוד יותר רחב. הסיפור מה קרה בשנת הקורונה, למעשה זה היה עוד קודם התופעה של מניות הטכנולוגיה ובראשן מניות הטכנולוגיה הגדולות. לפני הקורונה הן אלה שהובילו את תשואות השוק בצורה ברורה, הדבר יצר תיאבון לסיגמנט הזה יותר ויותר ומה שקרה בשנת הקורונה זה שרק או כמעט אך ורק חברות טכנולוגיה רבות נהנו מעסקיהן במעבר ל e-commers תשתיות ענן וכל הטכנולוגיות הללו וראינו בשנה שעברה התפוצצות עצומה גם בעסקים של חלק מהחברות ולבטח במניות שלהן, המניות הניבו תשואות מופלאות בשנת הקורונה אז מעבר לעניין הזה כל העבודה מהבית והחזרה מהלימודים לבית החזירו בענק בשנה שעברה וזה נמשך עכשיו. אני קורא לזה חזרתם של ה day traders כך קראו להם בבעות 2000 ב- 1998-1999 ועד תחילת שנת 2000 הייתה התפוצצות הגיעו מיליונים חדשים של סוחרים בדר"כ צעירים ללא השכלה אבל עם הנאה נורא גדולה בעיסוק בדברים, שאתה מסביר לאנשים כאלה שאם תחזיק תיק של 100% מניות לא 30% מניות, בממוצע רב שנתי התשואה שאתה תעשה בין 7%-9% ואולי הנאסדק זה דו ספרתי קצת אז הם שהם שואלים כמה אמרת בשנה 10%? אני רוצה 10% בחודש ועדיף בשבוע. החברים האלה עם האפליקציות הקלות והנרחבות שיש היום התנפלו על השווקים. דרך אגב אתה רואה את זה באזורים אחרים למשל במטבעות הוירטואלים החברה שמחפשים את ה 10% בשבוע הם הפעילים הגדולים מאוד בחברות חלום. במקומות האלה כאמור

מסתובבים המון day traders עד שלא יוכו הם שחקנים גדולים כמו שאתה יודעים בטח במודל האמריקאי. זה שכל המערכות מאפשרות לך מארג'נים, ממנפות אותך ואם השווקים יעברו זעזוע גדול כלפי מטה אז רבים מאוד מהחברים האלו ימחקו כל עוד זה לא קורה אז אנחנו רואים את התופעה הזאת של מרדף אחרי יוניקורס. אגב לפני איזה חודשיים שלושה היה מאמר שציין שחוששים שעוד רגע לא ישארו יוניקורנס עבור הספאקים שבאים אחד אחרי השני. אז אמרת, אז זאת בעיה פתירה בקלות היה סיבוב ב 500 מיליון לפני 3 חודשים עכשיו יש סיבוב ב 2 מיליארד היוניקורנס נולדים כל הזמן בדרך הזאת. התופעה הזאת היא תופעה לא בריאה, לכן צדק מי שאמר יצרו שם מנגנון שמי שמשקיע בעת IPO באמת לא יכול להפסיד, הוא הולך על בטוח, כיוון שהוא יכול בארה"ב להחזיר את המניה לפדות אותה תמיד ביום העסקה או בחלוף הוא יודיע אני רוצה את ה 10 דולר שבנאמנות והוא יקבל אותם, אבל יש לו עוד חצי אופציה לכל מניה שאותה הוא מותיר אצלו גם אם הוא מחזיר את המניה לכן הוא הולך על בטוח ולכן זה סוג של אג"ח להמרה שבקטע האג"ח הוא ללא סיכון או אין בו ריבית. גם זה מנגנון שאפשר להרבה שחקנים לקנות ב IPO אבל הסטטיסטיקה באמת של המשקיעים מרגע המיזוגים ואילך היא איומה ונוראה. זה אומר שזה חברת סאקרים שמסתובבת שם ומחזיקה דברים. אני לא מדבר על פייפים שנעשים ע"י מוסדיים ודברים כאלה שהם יכולים להיעשות בתנאים אחרים, אבל הסטטיסטיקה כאמור שבודקים את כל התיק של המיזוג אז רואים פה שחיקות רציניות ביותר, בגדול נמוך מביצועי הנאסדק וכו'. השאלה מתי לפראיירים נופל האסימון שאסור להיות שם בעת המיזוג או מתחילים לשנות את המשוואות. עכשיו המוטיבציה של הספונסרים עם 20% מההון זה אומנם לא 20% מההון אם יש מיזוג. זה רק ביחס להון שמונפק בספאק עצמו. מישהו עשה שם אנלוגיה לפרייבט אקוויטי זה 20% זה מה שפרייבט אקוויטי אוכל לך ב 10 שנים. לפחות מה גם שפה הרבה פודים אני חושב שבסטטיסטיקה יש 50%-60% פדיונות מה שאומר שה 20% שנותרו הופכים ל 40% על אלה שנשארו מהספאק ב IPO, שזה נטל עצום וכמובן יש להם מוטיבציה עליונה לרוץ ולחפש את הדברים הכי סקסיים שהמשקיעים מאוד אוהבים. בטווח הקצר ואני לא רואה את המנגנון הזה כמנגנון נכון בשוק ההון הישראלי ואני לא רואה אותנו נכנסים למנגנונים כאלה בהשקעות. אם יש יזם מוכשר שיבוא עם מטרות כולל סיכון מסוים של כספו שלו, יציע לנו עסקה משותפת נלך איתו. זאת עסקה ספציפית עם יזם מוכשר, מה שאני צריך לשים פה כסף מראש בתוך דברים כאלה כדי שאולי הוא ימצא ושיש לו מוטיבציות כאלה גדולות. אז אני אומר בגדול מה שמניע את זה ביום שה day traders יחטפו מכה אנחנו נראה. אני בכלל חושש מהסיגמנט הזה, הסיגמנט של חברות החלום הרבה מזה זה בזכות הספאקים עם ביקוש של ה day traders הם אלה שמנפחים לנו בועה כזאת או אחרת ורואים את זה באופן מידי בחודשים שלאחר עסקאות מיזוג במוצא.

מבול הנפקות ודילמת מודל ה-SPAC:
סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי
בשוק ההון?

שהוא קיים. אז האמונה הזאת שגויה וההנחה הזאת אין לה על מה להתבסס. שוק ההון יעיל כמו משרד ממשלתי במדינת עולם שלישי. עכשיו, ברגע שמבינים שהאמונה הזאת לא נכונה וההנחה הזאת אין לה על מה להתבסס אז הרבה תעלומות נפתרות, כולל התעלומה למה יש גלי הנפקות כשהשוק הוא חם וגבוה, ולמה יש הרבה הצעות רכש כשהשוק בדיכאון ובדפרסיה, ולמה אותו אדם שעושה הצעת רכש לפני כך וכך שנים בשלב מסוים, יכול להנפיק את אותה חברה בדיוק במחיר שגבוה פי 5, כי השוק פעם היה בדיכאון והיום הוא באופוריה. עכשיו אומר מה אני חושב לגבי נושא הספאקים.

אמיר ברנע

האם השוק מגלה לדעתך סימפטומים של מחלת נפש?

דורון צור

כן. חד משמעית. זה לא השוק, השוק הוא בסך הכל פלטפורמה של מחשבים. המשקיעים נתונים למצבי רוח.

יורם עדן

אתה לא מתרגם נכון את הנחת השוק היעיל.

דורון צור

יכול להיות.

יורם עדן

הנחת השוק היעיל משמעה שאתה לא יכול להרוויח יותר מאחרים. זה לא אומר שבכל רגע השוק משקף את המחירים נכון. זה אומר שאתה לא יכול להרוויח יותר מאחרים.

שלומי שוב

כלומר יאיר אתה היום כגוף מוסדי לא נמצא בהשקעות כאלה נכון? ממה שאני מבין.

יאיר לפידות

אתה יכול למצוא עסקת מיזוג שהיא גם אמיתית ואתה גם מאמין בה, שזה קורה אבל אתה צריך להיות מאוד זהיר וסלקטיבי כיום בקשר לזה. כי כאמור יש מוטיבציה עליונה לדחוף את המחירים למעלה. היום יזמים הולכים עם החברות כי העמלה שלהם הזאת היא מטורפת, ולכן אף אחד לא חושב על המשקיעים ביום של אחרי המיזוג.

שלומי שוב

אתה רוצה גם להגיד משהו על גל ההנפקות בישראל?

יאיר לפידות

תראה הנושא של טכנולוגיה - עשינו סימולציה לא מזמן, איך היה נראה תל אביב 125 לו כל החברות הישראליות הטכנולוגיות לא היו מדלגות על השוק הישראלי בדומה לניסוי וטאואר היו רשומות גם פה. היינו מקבלים שת"א 125 היה עם משקל טכנולוגי מעל 50% בפנים. ללא אח ורע למדד ראשי בעולם בארה"ב מלכת הטכנולוגיה והמקום של כל חברות הענק היא ביחד 30% ב S&P 500 במדד הראשי ש 25% זה חמשת הגדולות. ישראל בגדול היא מוטת טכנולוגיה בכלכלה רואים את זה בבירור. בדרך הזאת אם כרגע תגי המחיר ומה שקרה בקורונה אין ספק שזה נתן בוסט והתקדמות להנפקות טכנולוגיה והגדלה מסוימת בפוזיציות טכנולוגיה שיש גם בעולם המוסדי.

דורון צור

אני רוצה להגיב למה שאמיר אמר. השתמשת בשתי מילים לשוק יעיל, בחרת באמונה והנחה שמי שמאמין בשוק יעיל ומי שמניח

הזה הוא בדרך כלל על חשבון המשקיעים ולכן בסופו של דבר מי שנשאר עם ה-FUN זה האמרגנים ומי שנשאר בלי שום דבר זה המשקיעים. מה שקורה היום זה חלק מרוח התקופה. אי אפשר לנתק אותה מתופעות כמו רובין הוד, אי אפשר לנתק את זה מתופעות כמו גיים סטופ, אי אפשר לנתק את זה מהדולקוין שיוורד 20% עולה 20% כי אילון מאסק מציץ איזה משהו ומעלה אותו למעלה. זה בסופו של דבר מגיע מנסיבות מאקרו כלכליות נורא פשוטות, שיש המון כסף זול אנשים מתחרפים ושווקים מתחרפים כולם מתחרפים בכל מיני צורות, אחד מהם זה הספאקים, אחד גיים סטופ ואחרים. אחרים זה ה-day traders וכן הלאה. מתישהו תחזור הריבית, העסק הזה יירגע ואנשים יפסידו את מה שיפסידו. עולם כמנהגו נוהג.

יורם עדן

תמיד יש את הבדיחה, למה המבצעים בוול סטריט הם מתחת לגיל 30? כי הם לא זוכרים את המשברים הקודמים. הספאק נותן ממד מעניין בהשוואה לקרנות הפרייבט אקוויטי. אחת הבעיות בקרנות הפרייבט אקוויטי היא שמשקיע מהשורה לא יכול להגיע אליהן. הקרנות פונות רק למשקיעים מוסדיים או משקיעים שמסוגלים להשקיע 10 מיליון ש"ח או 10 מיליון דולר, אבל המכשיר עצמו הוא מכשיר מצוין. בעלי השליטה בחברות המטרה לא אוהבים את הפרייבט אקוויטי כי הם מאבדים שליטה. הקרנות דורשות מעורבות עמוקה בניהול, ובספאק בעלי חברות המטרה משמרים את השליטה. אבל אין לי ספק שהפרייבט אקוויטי הוא המכשיר המתאים להנפקת חברות חלומות ולו גם מהסיבה שמשקיעי פרייבט אקוויטי יודעים להפסיד, לוקחים בחשבון שהנפקות חלום לא תמיד יצליחו. משקיעים מהציבור לא מעריכים נכון את הסיכון ולכן אני חושב שספאקים זה מכשיר שבכלל לא נדרש בשוק ההון. זאת בניגוד לאופציות או מכשירים פיננסיים אחרים שהופכים את השוק ליותר יעיל. אני אישית שמח על הרגולציה הזאת. דרך אגב על מה שנאמר פה, בוא נסתכל על התמורה שמקבלים היזמים אל מול הנתח של מנהלי קרנות הפרייבט אקוויטי. למנהל הקרנות יש רף של 10%-8% שרק מעבר לו מתחיל מנגנון של catch up והם בוודאי מקבלים תמורה הרבה יותר נמוכה. נכון שהשקעה מוגבלת למוסדיים, אבל מכשיר הנפקת החלומות צריך להיות פרייבט אקוויטי ולא הספאק.

אמיר ברנע

בדברים שלי הזכרתי את כל הנושא של מחירים דיפרנציאליים, העמלה של אמרגן הספאק מאפשרת לו באופן די ברור ופשוט לתת מחירים דיפרנציאליים, דרך חלוקת העמלה למי שהוא רוצה. בספאק המשקל שלה הוא מאוד משמעותי כמו שנאמר, והשאלה היא מה הם חושבים על מחיר אחיד בהנפקה, אין דבר כזה? יש לנו אמרגן שאם ההנפקה לא יוצאת לפועל הוא צריך להחזיר את הכסף, הוא הפסיד

נכון. עכשיו ראשית, אני רוצה עוד דבר. אתם מומשיכים להגיד את המילה יזם ויזם זה לא ספונסר. יזם זה מי שמקים חברה ומקים עסק, ספונסר זה אונותן חסות או אמרגן, שבמקרה הזה כשנגמרת ההופעה לוקח את הקופה הביתה והולך. אז אני חושב שכדאי להשתמש גם במצגת במילה אמרגן, ספונסר זה לא יזם. המילה באנגלית והתרגום הוא נכון, ספונסר זה נותן חסות או אני אפילו מעדיף להשתמש במילה אמרגן. עכשיו צריך להבין, אתה שאלת גם לגבי התעלומה הזאת, למה יש יזמים שמוכנים לוותר באמת ולשלם 15%-20% ב-SPAC במקום 5%-7% ב-IPO. התשובה היא באמת מעולם השיווק time to market. כשהשוק הוא חם מאוד, ואני משתמש עכשיו בביטויים של השוק, לא של האקדמיה, יש ביטוי בעברית להכות על הברזל בעודו חם, אז כשהשוק הוא חם מאוד המנפיקים אומרים לעצמם, אני רוצה להכות על המשקיעים בעודם חמים ואז time to market הוא קריטי. באיזם ואומר אני יכול להנפיק את החברה שלי ולגייס לפי שווי שוק פי 3 מהשווי האמיתי. היום יש לי חלון הזדמנויות מאוד ברור, לפני שהחלון נסגר לי על האצבעות, לכן באים גלי ההנפקות האלה. כשאתה מסתכל, באמת אפשר לראות את זה מ-1992 1993 בארץ, 1999 2000 בארה"ב, 2007 2008 בחברות נדל"ן בארה"ב והיום.

יש מחזוריות בשוק ההון, ויש ימים של גאות ושפל. בזמן הגאות מפלס הציניות עולה ואז צריך להגן על המשקיעים. לא רק מפני היזמים צריך להגן על המשקיעים/מהמרים אלא בעיקר מפני עצמם, אלא שזו רגולציה מאוד קשה כי לא עוזר כאן שום גילוי נאות. אני לא יכול לתת לבן אדם גילוי נאות על עצמו. הגל הזה, כמו גלים קודמים וכמו הגלים הבאים שיקרו, ואני מאחל לכולנו שבעוד 10 20 שנים כולנו נשב פה, זה חלק ממהלך העניינים התקין או הלא תקין של שוק ההון, תלוי איך רואים את זה. קשה מאוד לרגולציה להתמודד עם זה. אני שמח מאוד שהרגולציה הישראלית הרבה יותר מחמירה מהאמריקאית ודורשת הרבה יותר מהאמרגנים הישראלים מאשר האמרגנים האמריקאים בוול סטריט. עולם האמרגנות האמריקאית מוטה חזק מאוד לטובת האמרגנים והוא לא מגן טוב על המשקיעים. אנחנו לוקחים את הדוגמא מוול סטריט, וזה תמיד מין אורים ותומים וה-SEC. רמת ההגנה ומפלס הציניות שמאפשרת וול סטריט ומאפשרת הרגולציה האמריקאית גבוהים בהרבה מאשר בארץ. כל התרבות הכלכלית כולל הקונגרס, והמעורבות הפוליטית שמתאפשרת בארה"ב היא מופרזת. היא גבוהה מאוד, ואני שמח שהרשות בארץ, וזה נכון מאוד לגבי האופי שבו אפשר לעשות הנפקות, דרך עסקאות בעלי עניין, אופן הגילוי הכספי והאופן שבו מגלים דוחות כספיים, מחמירה יותר. לצערי, בחלק מהמקרים בישראל אנחנו לומדים מהדברים האלה ואני שמח שהרשות הישראלית הרבה יותר מחמירה. האם זה יכול להביא למצב שבו לא יהיה עסק של SPAC, כי זה לא משתלם לאמרגנים הישראלים? בסדר גמור. יבוא האמרגן ויגיד - אתם דורשים ממני כסף, אתם דורשים ממני חסימה, הרסתם את כל ה-FUN. ה-FUN

מבול ההנפקות ודילמת מודל ה-SPAC:
סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי
בשוק ההון?

אמיר ברנע

בארה"ב הבעיה הזו קיימת ונובעת מהאחוזים הגבוהים מאוד שמקבל האמרגן הזה ובגלל החשש שאם אין הנפקה הוא בסיטואציה של הפסד כבד. לפי הנתונים בארה"ב מי שמשך את הכסף קיבל 9% תשואה ממוצעת, ומי שהשאיר את הכסף קיבל 15% לא כולל. מיצינו את נושא ה-SPAC, עכשיו לגבי נסיקת ההנפקות האם גל ההנפקות שיש איזה יכולת חיזוי לגבי השוק הלאה מבחינת מחזוריות בשוק? האם זה התאמת ההיצע? איך אתם רואים את זה? למיטב ידיעתי הספרות המקצועית לא עונה על השאלה הזו, מדוע יש אי סדירות בהנפקות?

דן גלאי

בוקר טוב לכם, מה שאמיר אמר בסוף לגבי הנפקות זה דורש דיון בהחלט נפרד. לגבי שתי נקודות שאני רציתי להעיר: אחת מהן נוגעת לחצי משפט שיאיר לפידות ציין, זה הנושא של ה-PIPE. תבינו שה-SPAC לא עומד בתור דבר בפני עצמו, זה לא מספיק בפני עצמו, אלא ה-SPAC נתמך ע"י PIPES שמזרימים עוד כסף לחברות וגם יוצרים את השוק של המשקיעים ולכן לא ניתן להסתכל על ה-SPAC בנפרד מה-PIPE. והיום מה שקרה בגלל מערכת התמריצים "העקומה" של ה-SPAC, (ןזה כן דורש דיון בנושא של התמריצים) בגלל המבנה המשונה שלהם, והארביטראז' הרגולטורי שלא דורש תשקיף המחברות הממוזגות שנמנעות מ-IPO. ל-SPAC יש תמריץ עצום לגייס את ה-UNICORNS אבל מה שהם לא דאגו מספיק זה להבטיח את ה-PIPES, ושם נוצר "פקק תנועה" אדיר, וכל התהליך הזה נעצר בארה"ב. כיוון שהפיזיפים, חברות כמו: Goldman Sachs, Merrill Lynch, צריכים למצוא את משקיעי הקצה, והם שולחים את האגליסטים שעושים אנליזה של כל ההנפקות, וברגע שיש Over Valuation, כמו שאמיר ואחרים ציינו, שלכאורה חלק מה-SPAC הם במחירים מופרזים, האגליסטים של הפיזיפים לא בהכרח קונים את זה, ואז נוצר שם פקק תנועה גדול מאוד. אני חושב שיאיר התייחס לזה בדבריו אבל לא בצורה ישירה ומלאה. ועל כן גם בארץ אם יהיו רק SPAC אך לא יהיה פיזיפים יהיה פה "ברוך" די גדול. ועל כן צריך להסתכל על כך בתור מערכת שבמידה מסוימת גם מאזנת

הרבה מאוד כסף בהליך ולכן הוא צריך להחזיר. אם ההנפקה יוצאת לפועל הוא מקבל עמלה משמעותית. סביר שישתמש בה להבטיח את הדי-ספאק.

אלי דניאל

אם לצורך העניין יש לך יזם או אמרגן שהוא קשור לגוף מוסדי אחד לפחות שמחזיק בניירות ערך של חברת הרכש הייעודית, אזי אותו גוף מוסדי, מן הסתם, ייחשב כבעל עניין אישי בהצבעה על עסקת המיזוג. כלומר, הוא ינוטרל.

אמיר ברנע

השאלה שלי היא פשוטה

צפנת מזר-לייסט

אם אתה מתכוון למקרה שבו היזם יחליט לחלוק את התמורה שלו מהעסקה עם בעלי מניות אחרים, אז אותם בעלי המניות יחשבו גם הם כבעלי עניין אישי בהצבעה באספה הכללית ולכן בחישוב הקולות של בעלי מניות שהצביעו לאישור העסקה לא יובאו בחשבון המניות שלהם.

אמיר ברנע

הבנתי, נניח שהם יהיו מנועים להצביע, השאלה היא האם המתכונת שבה ב-IPO אין מחיר אחיד יהיה גילוי להנחות האלה? זאת אומרת אני אדע שזה קיבל 2% פחות, זה ב-5% פחות, אני אדע את זה?

צפנת מזר-לייסט

על פניו במסגרת הגילוי בזימון האסיפה הכללית אנו נוכל לחייב גילוי שכזה.

דן גלאי

פעם נוספת-בגלל התמריצים של ה-SPAC הם יצרו הערכת יתר של הרבה חברות, חברות ה-SPAC - גייסו סכומים של 200-300 מיליון דולר, כל אחד, חייבות שיהיה להם יוניקורן, ואם אין להם כזה הם יוצרים אותו בצורה מלאכותית. אם אותן חברות מטרה היו הולכות ל-IPO הן היו מקבלות חצי או שלישי מהשווי. לפי דעתי להרבה מהחברות האלה אין הצדקה לשווי שניתן להם במיזוג. מה שקורה ב-SPAC - אין לך תשקיף של החברה, וזה בדיוק הסיפור של העמימות של החברה שנכנסת ל-SPAC. ב-IPO אתה חייב לפרסם הכול מראש. IPO זה תהליך ההתפשטות וחשיפה; אתה חשוף יותר לאנליסטים ששיכולים להעריך טוב יותר את השווי. בחברות טכנולוגיה קשה להחשף, הרבה פעמים מוכרים חלומות. אך אנליסטים פחות נמשכים לחלומות, מנסים להשוות לחברות דומות. להערכתי אם תיקח אותה חברה שהלכה ל-SPAC אם היא הייתה הולכת ל-IPO היא הייתה מקבלת שווי נמוך יותר.

שלומי שוב

אלו אמירות מאוד משמעותיות

אסף סגל

קודם כל גילוי נאות אנחנו מקימים SPAC בנאסד"ק כפי שדיווחנו לבורסה, ולכן היה לי חשוב לבוא לשמוע מה הדעות לגבי ה-SPAC בעיקר על המוניטין שנלווה להקמת SPAC. אז קודם כל אני חושב כמשהו שמקים SPAC בנאסד"ק, שהרבה מאוד מהדברים שנאמרו פה ומה שרשות ניירות ערך עושה בישראל בעצם מקדימה תרופה למכה, הקלות בהקמת SPAC ב-Nasdaq היא גדולה מאוד. הזכרנו את השנים 2007, 2008 ומתברר שכל תופעה המונעת בעיקר ע"י בנקאים וגופים שממפמים את השוק, הינה תופעה בה חשוב שיזרה הקונה. אני גם אציין שחלק מהדברים מאוד נכונים אבל מצד שני ישנה התערבות רבה בפרמטרים מסחריים, שאני באופן עקרוני פחות אוהב, גם עם כל אחד מהסעיפים הוא הגיוני. למשל, למה ה-promote, שזה ה-upside של הספונסר הינו 10% יזם/ספונסר לוקח סיכון של כמה מיליוני דולרים בהנפקת SPAC ולכן יזם צריך בסופו של דבר להרוויח. אך ברגע שיש אינפלציה של תופעה מסוימת, דיברנו על 2020 שזה כמו 8 שנים קודם, זו תופעה שהיא לא בריאה, אני לא בטוח שכולם מבינים בציבור את הנושא של ה-Redemption, הרבה אנשים שקנו SPAC אני מדבר איתם וכשנכנסים לפרטים אני מבין שהם קנו חלק בתופעה בדיוק כמו רכישת Dogecoin. שני דברים טכניים אני רוצה להגיד: אחד זה חשיבות ה-PIPE, הוא הדבר הכי חשוב בתהליך, למה הוא חשוב? כי חשוב להסתכל על איזה גופים משקיעים? זה גופים חדשים שמשקיעים Target- ולא

את עצמה, כי אמרתי הפייפים וכן משקיעים התבססים על אנליזות של החברות הפיננסיות, הפסיקו לקנות את החלומות. כלומר, יש איזה התפקחות בשוק הספאקים, ואם תבחנו את התהליך בארה"ב תראו שהרבה SPAC נתקעו, התחייבו כלפי חברות אבל אין כרגע את ההמשך ולכן חלק מהם התפרקו, ולכן אני חושב שצריך להמשיך כרגע את הדיון SPAC / PIPE או מי קולט אחר כך את הסחורה שמו לשוק דרך ה-SPAC.

אמיר ברנע

מתי ה-PIPE נכנס לסיפור?

דן גלאי

מייד, זה לפעמים קשור בחלק מההסכמים של ה-SPAC הם אמורים להבטיח את ה-PIPE, כיוון שזה חלק מהזרמת ההון הנוספת מעבר ל-SPAC.

אמיר ברנע

לאמרגן יש הסכמים מול PIPE?

דן גלאי

יש לרוב הצהרת כוונות, אך לא הסכמים, ה-PIPE חייבים להיות עצמאיים, הם צריכים לעשות את האנליזה שלהם. יש להם אחריות מול המשקיעים שלהם, אין להם את אותם תמריצים של ה-SPAC, ל-SPAC יש תמריץ ברור לחלוטין, ה-PIPE הם לכאורה מחויבים למשקיעים שלהם שלא תהינה שם בעיות.

אמיר ברנע

מונפקים להם שם אופציות במהלך התקופה לכיסוי העלויות השוטפות של כל המהלך הזה?

דן גלאי

כן, אבל ל-PIPE אין מחויבות משפטית לגבי ה-SPAC שהם תומכים בהם.

אמיר ברנע

גל ההנפקות, איך אתה רואה אותו? האם יש לו איזה יכולת חיזוי לגבי מה שהולך לקרות?

מבול ההנפקות ודילמת מודל ה-SPAC:
סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי
בשוק ההון?

רון הדסי

שלוש הערות קצרות למודל: קודם כל אני חושב שאחת הדרכים לחסום את בעיית "החתולים והכלבים" בקטע של ההחלפה וקביעת מחירים, זה לחייב גיוס של צד ג, אפרופו מיזוג מול ה-SPAC. הנושא של מתן מחיר מצד ג שייכנס תוך כדי התהליך מעבר לכסף שיש ב-SPAC ברגע הנתון זה מקדם הגנה והוא מאוד חשוב והוא לא מופיע בהנחיות. דבר שני שלא בדיוק עיקבי בעיניי, בשותפויות המופיעות הלכתם בצורה מאוד רחבה לכיוון של חברות קטנות לעודד אותן לגיוס הון, ופה קבעתם סכומי גיוס מאוד גבוהים שבתעשייה המסורתית עזבו רגע את ההייטק זה הופך להיות כמעט לא אקטואלי. והערה שלישית קשורה לגופים המוסדיים, גם 400 מיליון שקל עם כל הכבוד אנחנו רואים מבחינת רמת העניין זה עדיין סכום לא מספיק משמעותי בדבר הזה. הגדרתם תנאי הכרחי של 70% גופים מוסדיים שזה איכשהו סביב הגבול שהם באים להסתכל, נראה לי קצת בעייתי הדרישה הזו, או לשם מה צריך אותה בשעה שיש שחקנים אחרים בשוק. מילה על הקדחת אמיר שאמרת, אני עכשיו מסתובב בשוק בנושא השלדים, שזה הצד השני של התעשייה הזו רק בחברות הקטנות. עולים לרגל כל יום ויש לא מעט יזמים שמחפשים עדיין את דרך הקיצור איך להיכנס לבורסה באמצעות עסקאות מיזוג וכל מיני שלדים כאלו ואחרים, מחירי השלדים מרקיעי שחקים בוודאי אם הם נקיים, זה אחד ההסברים מהצד השני של העניין. עדיין יש תפיסה בקרב חברות פרטיות לא מבוטלות שההליך דרך מיזוג לשלד או ל-SPAC הוא יותר יעיל ומהיר מאשר הנפקה ראשונית.

אמיר ברנע

אמרת אי וודאות, ב-IPO יש אי וודאות בערכים שתקבל, האם חיתום לא פותר את זה?

רון הדסי

אין חיתום היום בשוק.

ב-SPAC, אם אילו גופים מקצועיים שמשקיעים בחברה עצמה והאינטרסים שלהם זהים עם המשקיעים, אז לחקות אותם זה דבר טוב אני חושב שלראות את הרכב ה-PIPE זה מאוד חשוב בהחלטה אם לעשות Redemption או לא. אם ייכנסו, לדוגמה, Baker Brothers במחיר שהם קבעו אותו אתם יכולים לסמוך שזה בדיוק אותו מחיר של IPO, ואם נכנסו גופים מסוג אחר אתם צריכים מאוד להיזהר, אני רוצה להגיד עוד משהו שלא דיברנו עליו, בהנפקות יש אי וודאות גם לגבי המחיר, הוודאות של החברה ה-Target הוא סופר חשוב, אם תראו את הטבלה בארה"ב בין מחיר יעד להנפקה לבין מחיר ההנפקה בפועל, אתם יכולים לראות שהמחיר בפועל נמוך ב-15%-30%, ואתה יכול להנפיק גם ביום שהשוק נופל והירוק היחיד שתראה זה של מדד ה-VIX, אז זה גם קורה ולכן הוודאות הזו סופר חשובה, ולפעמים לא צריך להסתכל על הדילול שלוקח הספונסר אלא להסתכל על התמונה הכוללת של היעד עצמו.

שלומי שוב

תגיד אסי אחרי ששיבחת את רשות ניירות ערך אתה לא מעביר את ה-SPAC לישראל?

אסף סגל

לא. אז אני אניגד שאני הסתכלתי על ההתערבות של ה-SEC בנושא החשבונאי, והבנתי שה-SEC שם את הספאקים ב-spotlight. ברור שהפיצרים של הון או חוב זה לא משהו חדש ל-SPAC, זאת התערבות ספציפית ב-SPAC, הם, למעשה, אמרו שיש תופעה שיש להאט או אף לעצור אותה. אני חושב שהרשות לניירות ערך נכנסה מהדלת הראשית ולא דרך תירוץ אחר, לדעתי, ההקשחה של רשות ניירות ערך בישראל ביחס ל-SEC תאיין את התופעה הזו בישראל, וייתכן שזאת כוונתה.

שלומי שוב

הם היו בתוך פוזיציה כבר.

כן, קל לראות מה מנגנוני ההגנה ואם עומדים בכל התנאים של הרשות. ההיגיון שלי אומר שוועדת השקעות שעושה השקעה בהלוואה המירה בהנחה שהיא מהותית, אז קודם כל צריך וועדת השקעות להחלטה על הלוואה המירה, ואחר כך אם להמיר או לא.

אמיר ברנע

בדינמיקה הזו, נניח אני מחליט להשקיע ב- SPAC כי זה בטוח עד מועד ה- DSPAC.

גיא טביביאן

אני לא מסכים שהיא חסרת סיכון, היא לכאורה חסרת סיכון.

אמיר ברנע

מה זאת אומרת, אבל יש נאמן שמחזיק בכסף מלא, היא חסרת סיכון נקודה.

דליה טל

אכן, אין סיכון עד הרגע שמחליטים להשקיע בחברת המטרה והמשקיע מחליט כן להשקיע, אז הוא נכנס לסיכון, כי מאחר והוא לא ידע מראש מהי חברת המטרה הוא לוקח סיכון. צריך להבין שהמשקיע הזה נכנס להשקעה בשביל להשקיע בחברת המטרה ולא כדאי לתת הלוואה לשנה וחצי או שנתיים. לכן לדעתי במה שצריך לטפל זה ביזמים, כי זו הבעיה שלנו. אם נזכור מה שכתב ברקת ושהוקרא על ידי שלומי ברקת כתב שהוא רוצה שהיזמים יהיו הגופים המוסדיים, כלומר לתת את המכשיר ה- space הזה לגופים המוסדיים משום שהם יודעים להשקיע, לדעתי זו הצעה ראויה.

אמיר ברנע

אבל זה לא יהיה אוטומטי עקב דרישת 40 מיליון?

דליה טל

אולי אבל עדיין זה לא מבטיח את איכות היזמים, צריך לאפשר את המכשיר הזה לציבור כדי להנגיש את יכולת הציבור להגיע להשקעות בפרייבט אקזיט ואלא כדי שהציבור ישקיע אצל כל מיני יזמים בלתי ידועים, אז אולי הפתרון הוא בהגדרת היזמים כפי שהציע ברקת, נכון שהמשקיע יכול תמיד לצאת לפני ההשקעה בחברת המטרה, אבל

שאלה על מינימום השקעת יזם של-40 מיליון ש. האם המגבלה לא תסגן צעירים מוכשרים מהקמת ספאק? נניח יש בחורה מבריקה מהאקדמיה שרוצה להנפיק ספאק ויש מי שרוצה לסמוך עליה, שתיבחר את החברה הטכנולוגית הנכונה. המגבלה הנ"ל תמנע ממנה. האם ראוי?

בגלל המגבלה הנ"ל סביר להניח שגופי חיתום יביאו את ה"טלנט" השיווקי. הם ישלטו וירוויחו מההליך. אני מגיע מגוף מוסדי, אנחנו נצטרך להתארגן על זה גם מבחינת רגולציה. מצד אחד החלטה כמו חברה סחירה רגילה ומצד שני כמו PE.

צפנת מזר-לייסט

על פי המודל יהיה צורך בהשקעה מינימלית של 40 מיליון ש של היזמים ממקורותיהם העצמאיים. יחד עם זאת, תהיה האפשרות גם ליזמים חסרי הון לצרף אליהם או להצטרף לקבוצה של יזמים שיפעלו במשותף - שביניהם גם יזמים עם ההון הנדרש להשקעה עצמית שכזו. הרציונאל בדרישת ההשקעה הזו הוא להבטיח שהיזמים ישאו גם הם בסיכון הכלכלי ובכך להגביר את הקשר שבין האינטרסים של היזמים לאלו של כלל המשקיעים.

עומר וונש

גם ברוב מיוחד יש מדיניות, ויש ויועצים, אם זה ברמת אנליסט ופחותה אם ברמת ועדת השקעה.

אמיר ברנע

הוא בא ואומר אף וועדת השקעות בגוף מוסדי היא לא יודעת מה ה-Target איך היא תחליט?

גיא טביביאן

בעיניי לא יכול להיות אחרת, פעם אחת אתה בוחן את הספונסרים ומנגנוני ההגנה, ופעם שנייה את חברת המטרה והשווי שלה.

אמיר ברנע

אז תתאר את הדיון של וועדת ההשקעות, הדיון מתחיל האם להשקיע ב-SPAC עם יזם א או ב?

מבול הנפקות ודילמת מודל ה-SPAC:
סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי
בשוק ההון?

אמיר ברנע

מכיוון שאנו חיים בארץ הזו, אתם יודעים את המצב, היו מקרים שהאספה הכללית הוכרעה עם 10% מהאלה, וכל ה-90% היו נגועים. ובנקודה שדיברנו עליה אני מאוד חושש, אם באמת כמו שדליה אומרת אתם מכוונים דרך 40 מיליון גוף מוסדי, הקשר שלו עם כל הגופים האחרים, לא יודע איך זה יבוא לידי ביטוי, ומי זכאי להצביע? בפזה השנייה שהולכים לרכוש את חברת המטרה, מי זכאי להצביע? ולמי אין אינטרס עם חברת המטרה והיזם? כל כך הרבה אינטרסים פה ישנם.

דליה טל

היא פתרה את הבעיה, כי מי שמתנגד יכול לצאת, זה לא שרוב של 75% כופים עליו כמו במיזוג רגיל.

אמיר ברנע

אבל תחשבי על הסיטואציה, אדם הולך לקנות חברת מטרה, והוא לא יודע כמה כסף יש לו.

אלי דניאל

כמו שיש בארה"ב את מנגנון ה-PIPE אז אני מזכיר, שתשקיף ההנפקה הוא גם תשקיף מדף, זאת אומרת, שבסופו של דבר אם חברת המטרה יודעת שמתוך 450 מיליון שקל שגויסו לחברת הרכש הייעודית בהנפקה לציבור, יישארו בקופה רק 250 מיליון שקל עם ביצוע עסקת המיזוג, היא יכולה להביא לכך שסמוך למועד השלמת העסקה יפורסם דוח הצעת מדף למשקיעים כשירים ו/או מוסדיים, ובכך בעצם להשלים את הגיוס של המשאבים הפיננסיים החסרים.

ירון בלוך

אבל אתם מתארים תהליך טבעי שקורה ב private equity בשוטף, כשאתה עושה עסקה ב private equity ואתה רוצה לקנות חלק

אז היזמים לא יודעים כמה כסף נשאר להם להשקעה וזו עלולה להיות תקלה ולכן אולי לא זה הפתרון הנכון.

ירון בלוך

אז קודם כל אני חושב שדני צדק, ואני חושב שזה מה שהרשות עשתה, שהקימה איזו חומה כזו שהתוצאה תהיה בדיוק מה שתיארת עכשיו. אני רוצה דווקא לשאול משהו אחר, אם אתם יכולים לחדד מה בדיוק המנגנון שכאשר SPAC מזהה חברת מטרה ורוצה להוביל מיזוג כזה, תוכלו רק לתאר בקצרה איך עובד התהליך של המיזוג הזה?

אלי דניאל

הערה לגבי השלדים הבורסאיים. אם משהו חושב שעדיף להיכנס לשלד על פני IPO אז הוא טועה טעות מרה. שוכחים לקחת בחשבון שבשלדים בורסאיים לפעמים מגלים, רק אחרי החתימה על העסקה, שיש נגד השלד הבורסאי תיק מנהלי או פלילי. עכשיו לגבי מה שאמרנו, מן הסתם ייצא דיווח מייד של חברת הרכשת הייעודית על כך שהגענו להסכם מחייב לבצע עסקה עם חברת המטרה. בסופו של דבר תהיה אסיפה כללית, ויתבצע פרסום כמו שעושים היום במיזוג של חברה פרטית עם שלד בורסאי: יפורסמו דוחות כספיים עדכניים של חברת המטרה, מתאר של הפעילות שלה, הערכת שווי, דוחות דירקטוריון. אנחנו גם שואפים לכך שכבר בתשקיפי ה-IPO של חברת הרכש הייעודית תיכלל רשימה של מעריכי שווי פוטנציאליים שמהם יבחרו בעתיד מי יעשה את הערכת השווי לצורך המיזוג.

צפנת מזר-לייסט

מבחינת תהליך וגילוי אנחנו לא מתכוונים להמציא את הגלגל, יש חוק ויש תקנות שמכתיבים גילוי שנדרש בעת זימון אסיפה כללית שמטרתה מיזוג, הקצאת מניות, הכנסת פעילות לחברה ציבורית ואנחנו נפעל להבטיח שבמסגרת התשקיף, בשלב הראשון, הספאק יתחייב לכלול גילוי שכזה בזימון האסיפה.

מחברה, הרבה פעמים אתה בונה על כך שיבואו איתך משקיעים נוספים, אז מה שאתם מתארים זה חלק מהחיים. זה נכון לגבי כל עסקה.

שלומי שוב

אוקיי, אז אנחנו רוצים לסכם, היה לנו דיון מעניין היום עם אמירות משמעותיות ויחסית תמימות דעים שאנחנו לא רגילים אליה בדיונים שלנו בפורום ואפילו ביטויים חדשים כמו "אמרגן" וכמו ה"איון" של רשות ניירות ערך בישראל את המודל.

אמיר ברנע

אין לי הרבה לסכם, יש מכשיר ונראה איך הוא יופעל הלכה למעשה, יש פה סיכונים שאנו מודעים אליהם, ויפה שרשות ניירות ערך נכנסה לעומק של ההליך הזה, והתאימה אותו לשוק הישראלי.

כורום שווי הוגן | **FVF**
 FAIR VALUE FORUM

בחינת הצורך בשקל
 דיגיטלי בישראל
 וההשלכות על המגזר
 הפיננסי

תאריך המפגש: 6 ביוני 2020

נושא המפגש: בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל וההשלכות על המגזר הפיננסי

חומר רקע למפגש: **לחץ כאן**

רשימת הנוכחים בדיון המקוון: **לחץ כאן**

צוות מקצועי: ניב אלמוג, עדן בוכריס, נתנאל חכמי-לוי, יואב אטיאס, מיכל ברק.

שלומי שוב

בוקר טוב,

אנחנו עוסקים הבוקר בדוח של בנק ישראל על השקל הדיגיטלי ומארחים כאן נציגים בכירים מבנק ישראל בראשותו של המשנה לנגיד - אנדרו אביר. זה נושא שנראה לכאורה טכני אבל ככל שמתעמקים בו, לפחות לדעתי, יכולות להיות לו השלכות דרמטיות לא רק על שוק התשלומים אלא גם על כלל השוק הפיננסי, לרבות תחום הקריפטו והבלוקצ'יין ועל המערכת הבנקאית. זה ממש שינוי טאקטוני - אני לפחות רואה את המהלך שיכול להביא לייתור במידה

רבה של חשבונות עו"ש ומערכות סליקה בצורה הרבה יותר רחבה - ככזה שיכול לקדם מאד את תעשיית הפינטק ולהשפיע באופן דרמטי על התחרות בכל הסקטור הפיננסי ולחזק באמת את הבנקאות הפתוחה.

על פניו, זה נראה שבנק ישראל כתב את הדוח בכדי להותיר את הדלת פתוחה, אחרי שהתנגד לנושא בעבר, כך שישראל תהיה עם היד על הדופק אבל לא תהיה הראשונה שמיישמת CBDC. אנחנו כאן נהיה נתונים לזירה הבינלאומית והאמת זה יכול להגיע בכל רגע. באופן כללי הבנקים המרכזיים במדינות העולם המערבי, ואני לא מדבר כרגע על מדינות נחשלות כמו וונצואלה, או אל-סלבדור -

שהודיעה כעת בכנס הביטקוין במיאמי על כוונה לאמץ את הביטקוין כהלך חוקי - נדחפים לנושא של ה-CBDC לאור החשש שלהם מהתחזקות מטבעות הקריפטו. זה מגוון מטבעות, לא רק הביטקוין ודומיו - אנחנו יודעים שיש גם מטבע דיגיטלי מתוכנן של פייסבוק בשם דיאם (לשעבר ליברה) וכו' - וזה משהו שבהחלט יכול לאיים על הבנקים המרכזיים.

הבעיה מבחינת הבנקים המרכזיים היא שמצד שני ה-CBDC מאתגר מאד את היציבות של המערכת הבנקאית - הן בהיבט של גיוס פיקדונות והעלאת הריבית עליהן והן בהיבט של ביטול עמלות רבות הקיימות כיום על העברות כספים ונותן דחיפה לחברות הפינטק והבלוקצ'יין. ראינו את הדוח האחרון של הפיקוח על הבנקים שמציין את זה. כך שזה לא טריוויאלי שהבנקים המרכזיים ימחרו כל כך לקפוץ על העגלה. אבל מה שכנראה יגרור את הבנקים המרכזיים - זאת סין. היא הכי מתקדמת בנושא - וככל שה-יואן הדיגיטלי יתחזק בעולם - אז כנראה לא תהיה לארה"ב ברירה אלא להיכנס גם לנושא ואז זה יגרור את יתר המדינות וגם אותנו. צריך להבין שאפליקציות התשלומים למיניהן, כמו ביט, אפל פיי וכיוצ"ב לא באמת משנות את הבסיס של השוק הפיננסי, אלא למעשה מחליפות את כרטיס האשראי ברמת ממשק המשתמש - זה רק משפר את עניין הנוחות. כאן, בהנפקת שקל דיגיטלי, יש משהו דרמטי שיכול להחליף את חשבון העו"ש ואת אופן ביצוע התשלומים, קבלת אשראי, ניהול חסכונות והשקעות ועוד. בנוסף, יש כאן גם ההיבט הטכנולוגי שהוא קפיצת מדרגה חדשנית מניהול כספים באופן המסורתי שכולנו מכירים.

נקודה חשובה נוספת - יש הסבורים שהתעשייה סביב מרבית המטבעות הקריפטוגרפיים יוצרת בעיה סביבתית ואקלימית גדולה, שכן תעשיית הכרייה (Mining) שלהם דורשת השקעת משאבים ואנרגיה רבה מאוד. מנגד, ה-CBDC אולי יכול להפחית את עוצמת הפוטנציאל של אותה פגיעה סביבתית, לכאורה.

יושבים כאן אנשים מכל הקשת - לרבות מתעשיית הבלוקצ'יין והקריפטו הישראלית ונשמח לשמוע את הדעות השונות. ברקע הדברים, אי אפשר להתעלם מכך שהתעשייה הזאת זקוקה לאסדרה ברורה מצד המדינה והרשויות ובחינה של החסמים הרגולטוריים הרבים הקיימים כיום בתחום - כמו למשל כללי איסור הלבנת הון, הגבלות רבות מול הבנקים, מגבלות משפטיות מצד רשות ני"ע - בהקשר של נכסים דיגיטליים הוקמו לאחרונה ברשות ני"ע שתי ועדות שהיושבים בראשן אילן גילדין - הכלכלן הראשי של הרשות ואסף ארז, נמצאים איתנו וייתחומו לכך בהמשך.

הנושא של תחרות בשוק הפיננסי - וכאן מדובר בעיקר על כניסת שחקני פינטק, קשור לכל הרגולטורים הפיננסיים - משרד המשפטים, בנק ישראל ובתוכו הפיקוח על הבנקים, רשות ני"ע ורשות שוק ההון. כך למשל, יש היבטי רישוי מול רשות שוק ההון - ממה שאני מבין יש יזמים ומנהלים בחברות פינטק ובלוקצ'יין, שמחכים כבר לא מעט זמן לקבל מרשות שוק ההון רישיון לפעול כנותני שירותים

פיננסיים ומחכים לקביעת כללים ברורים בעבודה אל מול הבנקים. מנגד, ברורות החששות של הרגולטורים והבנקים. החשש ליציבות המערכת הפיננסית ולניהול כספי הציבור, אופן ניהול סיכונים ציט, כולל מניעת הלבנת הון ומימון טרור ועוד. גם יעל רגב, מנהלת מחלקת טכנולוגיה ברשות שוק ההון נמצאת איתנו ובאה היום בעיקר להקשיב - אז אנחנו לא נקשה עליה.

יכול להיות שזאת חלק מההסתכלות הכוללת שראוי שנדון בה היום - האם לאפשר לחברות אלה לפעול בצורה שוטפת בחשבונות הבנק בכדי לספק שירותים פיננסיים תחרותיים, כולל אפשרויות השקעה במטבעות קריפטוגרפיים. ואולי צריך להקים כאן גוף רגולטורי שיאחד את כל הטיפול הזה.

כמו שראיתם בחומר הרקע יש לנו המון שאלות. מתעוררות כאן סוגיות מעניינות כמו הזכות לפרטיות אשר עלולה להיפגע אם השקל הדיגיטלי ינטר באופן מלא במערכות בנק ישראל, שהוא למעשה זרוע של המדינה. יש למהלך כזה גם השלכות חשובות על צמצום ההון השחור - אני בכלל חושב שזה יכול להוות זרז למעבר למיסוי דיגיטלי שיקדם משמעותית את מערכת המס שלנו ויגדיל את הוגנות הגבייה ולא פחות חשוב - את הכנסות המדינה ממיסים, מבלי להעלות מיסים, שנמצאות כיום על סדר היום של הממשלה הצפויה. בשורה התחתונה - לטכנולוגיה, בפיקוח מבוקר כמובן, יכולה להיות כאן תרומה אדירה לכלכלה ולחברה.

אמיר ברנע

בוקר טוב, כמה הערות קצרות לפני שנשמע את אנדרו שיציג את הנושא, אחרי שראינו את המצגת. לדעתי השאלה המרכזית היא האם אימוץ השקל דיגיטלי ע"י בנק ישראל רק משפר את מערכת התשלומים הנוכחית שבנויה על מזומן, העברות בנקאיות וכרטיסי אשראי או שישלו השפעות רוחביות משמעותיות על מערכת הבנקאות ועל התיווך הפיננסי בכלל. מקריאת דוח הוועדה אני מסיק שבנק ישראל חושב שלשקל הדיגיטלי רק משמעות שולית, הרי אם תבחנו את הרכב הוועדה שאנדרו עמד בראשה שדנה בשקל הדיגיטלי, אין שם ייצוג לפיקוח, כלומר הם לא צפו שההשפעה של דוח הוועדה במידה ויאומץ כולו או חלקו, תהיה רוחבית על המערכת הבנקאית, רואים זאת גם בסימולציות בקנדה, שווידה שמדובר באפקט קטן יחסית 5%-10% מהיקף התשלומים שצפוי לעבור בדיגיטלי של הבנק המרכזי, כאשר ההשפעה על עמלות וריבית הבנקים היא מתונה. כלומר בעצם הגישה פה היא מצומצמת. לעומת זאת, אפשר לאמץ גישה אחרת, שההשפעה היא מרחיקת לכת לפחות בטווח ארוך בפריסה של זמן. הרי שקל דיגיטלי בטכנולוגיה של הבלוקצ'יין יוצר קשר ישיר בין הנותן למקבל, ללא תיווך. הזכיר שלומי השפעה על פיקדונות עו"ש ועל עלות, מקורות הבנק. למדנו פעם, אולי זה כבר לא אקטואלי היום, שלבנקים עוצמה שנובעת מהיותם גורם מרכזי כספיקי הנזילות למערכת דרך פיקדונות עובר ושב, ולמדנו את כל

בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל
והשלכות על המגזר הפיננסי

גם פריסה רוחבית של שירותים אחרים שהם נותנים? ומילה אחרונה אנדרו ברשותך, אני מדבר מתוך היכרות עד המערכת הבנקאית הקיימת אולי שהייתה, שניזונה מהשליטה הנזיליתית בחשבון עובר ושב, כלומר כאשר בנק נותן אשראי נניח לפירמה, הוא לא זקוק לדוח הרבעוני שיתפרסם בעוד חמישה חודשים בשביל לדעת את מצבה השוטף של הפירמה כי הוא נישען על חשבונות עו"ש ודרך החשבון הזה הוא יודע מה ההכנסות, ההוצאות והתזרים באופן שוטף. עכשיו השאלה האם השקל הדיגיטלי ייקר את האשראי, משום שנותני האשראי יהפכו לכמו גופים חוץ בנקאיים, שאין להם את הידע השוטף הזה והמעקב והבקרה השוטפת על פעילות הפירמה ואז הם יצטרכו להיות ניזונים ממערכות אינפורמציה אחרות כדי להבטיח ולגבות את האשראי שהם קיבלו אולי במחיר אשראי גבוה יותר. וכעת נשמע את אנדרו שיתייחס לדברים האלו.

אנדרו אביר

לפני שאתן רשות דיבור לשני אנשים שמכירים את הסיפור של המטבע הדיגיטלי הרבה יותר טוב ממני, אני אגיד כמה משפטים שאני מצטער שיאכזבו אתכם. קודם כל חלק מההתלהבות של אנשים מחוץ לבנקלהדוח שלנו, נובע מהתקווה שהמטבע הדיגיטלי יחסל את הבנקים. אני מצטער להגיד לכם אבל זה לא הולך לחסל את הבנקים, אף בנק מרכזי לא יכניס מטבע דיגיטלי במטרה הזו, לבנקים עדיין יהיה חלק חשוב בכל מערכת התשלומים שתעבור. הדבר השני שאולי יאכזב אתכם, הוא השמטבע דיגיטלי של בנק מרכזי לא בא כאיזה הגנה כנגד הביטקוין, מה שאנו מדברים עליו זה מערכת תשלומים, ביטקוין זה לא מערכת תשלומים וזה לא מטבע, במצב הטוב זה נכס פיננסי ובמצב הפחות טוב זה הונאת פירמידה. אנחנו מדברים על מערכת תשלומים, והדוח שלנו הוא חלק מראון שלנו לשרד את מערכת התשלומים בארץ. מערכת התשלומים בארץ היא בפיגור של לפחות עשור מהמדינות האחרות בעיקר אירופה, אך גם מהשווקים המתעוררים. המקום היחיד שכלפיו אנחנו לא כל כך בפיגור זה ארצות הברית. בשנה האחרונה התחלנו בעצם לסגור את הפער, הנגיד שם כאחד היעדים האסטרטגים שלו את שיפור מערכת התשלומים והתחלנו עם הפצת התשתית שמאפשר את contact

המערך שהיה קשור לתורת הכמות הכסף, לגישה שלבנק המרכזי יש שליטה בכמות הכסף ודרכה שליטה על היקף התפוקה, שיעור האינפלציה. אולי דברים אלו כבר לא אקטואליים היום, אולי היום המערכת הבנקאית כבר לא ספקית המזומן העיקרית ויש מערכות מקבילות שעושות את זה: מערכות כרטיסי אשראי ואחרות והשקל הדיגיטלי יצטרף לאותה מערכת שבעצם מיישנת את כל מה שלמדנו בזמנו על גיוס מקורות נזילים ע"י המערכת הבנקאית והשימוש שלהם כאשראי מגובה, כאשר המערכת והביטחון מגובה ע"י הבנק המרכזי בדרך זו או אחרת. האם באמת נפתח פה איזה עולם חדש שבו אנו עוקפים את המערכת הבנקאית, והיא תהיה דומה למערכת החוץ הבנקאית כלומר תאבד את הייחודיות שלה שמצדיקה את הרגולציה המרכזית שישנה עליה. אני סקרן לשמוע מה אנדרו הולך לענות לשאלות אלה ואולי לקבוע עמדה שאומרת שאתם מגזימים וההשפעה הזו תהיה אולי בעוד 100 שנה, והיום אנחנו בסך הכל מציעים מסגרת מערך שלומים יותר יעיל. אם תראו את דוח הוועדה מוזכרים מספר נימוקים מדוע המערך הזה יותר יעיל: יותר זול, נוח מאוד לעסקאות בינלאומיות, אין כאן את הבעיה של הון שחור וכולי. לשאלת ההשפעה הרוחבית על הבנקים נוספת שאלה האם המערכת הזו מתחרה במערכת הקריפטוגרפית או משלימה אותה? כאשר יש מערכת קריפטוגרפית שהיא פרטית, בעלת פוטנציאל להוציא את כל האלמנטים של אספקת מזומנים מהבנק המרכזי לגופים פרטים שאין עליהם שליטה של הבנק המרכזי. האם למערכת CBDC יש דרישה או הצדקה ככל שהמערכת הקריפטוגרפית תתפתח, היום היא עדיין מצומצמת, אולי היא תתפתח, הזכרו מדינות עולם שלישי שמאמצות קריפטוגרפיה מה יקרה כשהיא תאומץ ע"י מדינות יותר גדולות. והשאלה האחרונה, הגופים הפרטיים שבנק ישראל הולך להפעיל כחלק מהמערכת של השקל הדיגיטלי, מה בדיוק יהיה תפקידים של גופים אלו? ככל שאתה קורא את דוח הוועדה הגופים הפרטיים מחזיקים כספים בנאמנות כלומר יש להם תפקיד טכני במערכת, אין להם תפקיד אחר, כך אני מבין. מי יהיו הגופים הללו? אני מניח שגם הבנקים יהיו חלק מהגופים הללו, כלומר המערכת הבנקאית תהפוך ממערכת שמשתמשת בחשבונות עו"ש למתן אשראי, למערכת שרק רושמת את זכות אנשים פרטיים בשקל הדיגיטלי הזה. האם אותם גופים פרטיים שינהלו את החשבונות עברונו טכנית, יש להם

less payment. כל אחד יכול כבר להרגיש את ההבדל - כאילו שהוא נמצא בסופרמרקט באירופה ולא במזרח התיכון. התשתית החדשה גם מאפשרת את כניסת הארנקים דיגיטליים. עכשיו אחד הדברים שאנחנו רואים שאנחנו באמצע של תהליך של כניסת disruptive technology (חדשנות מערעת), אנחנו לא יודעים מי הולכים להיות המנצחים כשבעצם נעשה את כל המעבר הזה, לא ברור האם זה יהיה הבנקים, חברות כרטיסי האשראי, הפינטק או חברות הטכנולוגיה הגדולות? אחד הדוגמאות לזה, זה מה שקרה אחרי שאישרנו את הארנק הדיגיטלי של ביט, אז היה ביקורת "מה פתאום אתם מאשרים את הארנק הדיגיטלי של ביט, הם מונופול" ובתוך חודש הגיע Apple pay, זאת אומרת אנחנו בתקופה שבחמש שנים הבאות הולכים להיות שינויים שאנחנו לא יודעים מה תהיה תמונת האקוסיסטם הסופית, אנחנו לא יודעים מי יהיו המנצחים, אך זה די ברור שהסביבה שנראה בעוד חמש שנים לא תהיה זהה לסביבה כיום. אני רוצה להתחיל עם עודד שהבאנו מהסקטור הפרטי כדי להוביל את כל התהליך הזה של שדרוג מערכת התשלומים, כדי לשים פרספקטיבה על איפה אנו עומדים כשמדברים על ה-CDBC.

עודד סלומי

נעים מאוד, אנחנו רוצים קודם לדבר על ההווה ואז על העתיד. מערך התשלומים כולל מספר מערכות תשלומים. ישנם דברים שהם בפיגור, אך ישנם דברים שעשינו אפילו בשנה האחרונה שאני אציג לכם לראות עד כמה אנחנו יכולים בצעדים יחסית מהירים לקדם את ישראל וליישר קו במה שקורא בעוד מדינות. (מציג מצגת).

המערכות שמתפקדות במערך התשלומים אינן תמיד מערכות שנותנים עליהן את הדעת, ואלו דברים שאולי ברורים מאליהם, אבל בואו נבין אותם. קודם כל יש לנו העברות בנקאיות במערכת מס"ב שזו תשתית לאומית, שהרבה מאיתנו מקבלים משכורות דרכה, זה לא המצב בכל העולם. זו מערכת יציבה ועובדת. אנחנו רואים בשנים האחרונות הרבה דגש בתשלומים שנקראים A to A, Account to Account, להעביר כסף מחשבון לחשבון ולא בכרטיסי חיוב. אז בקטגוריה זו יש העברות בנקאיות במערכת זה"ב, יש לנו העברות זה"ב במערכת RTGS שאנחנו בבנק ישראל מתפעלים, ויש לנו מערכת של חיוב מידי Faster Payments שמאפשרת לצרכנים להעביר תשלום באופן מידי ללא דיחוי שאנחנו הטמענו בשנים האחרונות בכל הבנקים, ונקדם זאת עוד.

בנוסף לזה, כפי שאנדרו דיבר, יש לנו אפליקציות תשלום. בבנק ישראל, בטרמינולוגיה אנחנו מבדילים בין אפליקציית תשלום לבין ארנק דיגיטלי. אפליקציית תשלום זה כשאנחנו מעבירים כסף מאדם לאדם למשל: Bit, Paybox, Pay, וזה לגמרי בענף. יש לנו שלוש אפליקציות דומיננטיות כאלו בשוק עם מחזורים מהותיים. ויש לנו ארנקים דיגיטליים, שזה אומר לקרב את הטלפון למסוף, לעשות Tap & Pay, ולפעמים אותה אפליקציה עושה גם וגם. כפי שאנדרו הסביר,

כש-bit באה לקבל אישור היו להם מחזורים נכבדים בהעברות בין בני אדם אבל לא היתה אפשרות לקרב את הטלפון ולשדר את מספר כרטיסי האשראי מהטלפון למסוף ולהפוך את זה גם לארנק דיגיטלי. אנחנו רואים שיש הרבה מאוד ארנקים דיגיטליים שהושקו בארץ ממש בשנה האחרונה, מגמה שמאוד התחזקה בתקופת הקורונה. אנחנו רואים שסחר אלקטרוני הולך ומתקדם, היתה לפני כמה שנים הרבה ביקורת שאין פה E-Commerce כמו שצריך, לא באתרים ולא באפליקציות, ושזה לא עניין רק של הממשקים ושל התוכנה, אלא גם עניין של הלוגיסטיקה. אנחנו רואים הרבה מאוד התקדמות בשנים האחרונות של שינוע מוצרים ושירותים דיגיטליים ב E-Commerce, אנחנו גם רואים בשנים האחרונות ובחודשים האחרונים התחזקות באפליקציות של רשתות, אם למשל מסתכלים על רשת קמעונאית גדולה אחת או אחרת או רשת דלק או לצרכים אחרים, זה לא משהו שהוא בהכרח חלק ממערכת תשלומים, אך הוא מתלבש על מערכת תשלומים. כך הצרכנים מקבלים הרבה מאוד הצעות ערך על גבי אפליקציות. את הצרכן ואת בתי העסק זה לא ממש מעניין מה קורה מאחור, אך יש הרבה מאוד מערכות שעובדות מאחורה.

אנחנו כבנק ישראל קידמנו מאוד את המוצר שנקרא צ'ק שהוא לא נחשב מאוד מתקדם כי הוא מבוסס נייר. אולי לא שמתם לב אבל לפני כמה שנים הובלנו תהליך שכל בנק חייב לאפשר למי שרוצה להפקיד צ'ק, לסרוק אותו ולהפוך אותו לתמונה דיגיטלית. כשאנחנו בבנק ישראל מפעילים את מסלוקת הצ'קים הם מגיעים אלינו באופן דיגיטלי, כך שזה גם מתקדם. תכף נדבר על צעדים נוספים שאנחנו רוצים לעשות עם הצ'קים, עוד פעם זה משהו שהוא לא בכל העולם. אנחנו גם רואים משהו שלא בנק ישראל מוביל אבל שכן קורה ומתלבש על אפליקציות קיימות שמוביל משרד התחבורה: לא יודע אם אתם מכירים אבל תשלומים בתחבורה הרבה פעמים מתווים התנהגות גם בתחומים אחרים. יש היום שלוש אפליקציות באוויר לתשלום בתחבורה ציבורית. אפשר לנסוע ולא להשתמש במזומן בכלל. לפני זה היה את הרב קו, אך היום אפליקציות אלו מחליפות את הרב קו.

עולם כרטיסי החיוב כולל כרטיסים נטענים, כרטיסים לתשלום מייד, כרטיסים לתשלום נדחה וכרטיסי Credit. בישראל בעיקר הכרטיסים הללו הם תשלום נדחה. אנחנו רואים שהמחזורים בכרטיסי אשראי הם אדירים, 47% חדירה להוצאה הפרטית. אני עבדתי ב-Visa הרבה שנים, וכל שנה היינו בודקים מה החדירה להוצאה פרטית בכל מדינה - בישראל היא גבוהה.

אמיר ברנע

מה וכל שאר ה-53% זה מזומן? העברות?

בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל
והשלכות על המגזר הפיננסי

עודד סלומי

דיגיטלי. אז הצעד הרגולטורי היחסית קצר הזה שעשינו בשנה, הצית אש ממש בעולם התשלומים בארץ ואנחנו רואים שהם נשענים על מערכות התשלומים הגדולות והיציבות.

עוד כמה מילים על צעדים שאנו עובדים עליהם, חלק יותר מתקדמים וחלק פחות. יש לנו פרויקט של לקדם תשלומים חוצי גבולות, גם לקצר את מספר הימים לתשלום וגם להוריד עלויות. יש לנו פרויקט של הנגשת נתונים שהתחיל באמצע תקופת הקורונה כשהבנו שנתוני תשלום בכרטיסי אשראי, יכולים לתת אינדיקציה מאוד טובה מה קורה במשק. אז אנחנו הולכים לחזק את כל מערך איסוף הנתונים ממערך התשלומים, והנגשתם בתוך בנק ישראל וגם מחוצה לו. בנוסף, אנו בודקים איך אפשר להסיר עוד חסמים במסוף התשלום. אנחנו בודקים האם נוכל לעשות Account to account payment במסוף ולא באמצעות כרטיסי אשראי. אנחנו גם בודקים איך אפשר להציג צ'ק באופן דיגיטלי. באמצעות אחת האפליקציות הקיימות או באמצעות אפליקציה חדשה. כמו-כן אנחנו עובדים עם גופים שונים בממשלה, לוודא איך אנחנו יכולים לשתף פעולה עם הממשלה כבית עסק כדי לקדם תשלומים מתקדמים, כל התחום של faster payments - A to A כבר דיברתי. אנחנו גם עובדים לקדם גישה ישירה למערכות התשלומים ע"י גופים חוץ בנקאיים. כבר פרסמנו איך גופים חוץ בנקאיים יכולים לגשת למערכת זה"ב, זה דבר ממש לא טריוויאלי, זה מתקדם מאוד, ואנחנו עובדים על זה לא רק למערכת זה"ב אלא לכל מערכות התשלומים שאנחנו מפקחים עליהן. בנוסף, אנחנו מקדמים מערכת מאגר זהויות מרכזית, זאת אומרת שכל אפליקציה שתצא לאפשר למישהו לשלם, תהליך ה-KYC יהיה הרבה יותר קצר ומהיר, הוא ישען על מאגר זהויות מרכזי. אנחנו גם מובילים בחודשים האחרונים הפרדה של הנהלת חברת שב"א, שמפעילה את כל תשתית כרטיסי החיוב, מהנהלת חברת מס"ב, שמנהלת את כל ההעברות הבנקאיות. ההנהלה של שתי חברות אלה עד היום הייתה הנהלה אחת משולבות. אנחנו מאמינים שהפרדה הזו גם תוליד עצמאות מוגברת של תחום כרטיסי חיוב והעברות בנקאיות. אני רק אגיד דבר אחרון, וזה, שאנחנו לא עובדים לבד: ישנה רשימה ארוכה של רגולטורים שחלקם נמצאים פה בחדר, שמתעניינים, נוגעים ומפקחים איכשהו על שוק התשלומים. אנו משקיעים המון ביישור קו ושיתוף פעולה האחד עם השני, על-מנת

לא, כפי שהסברתי בהוצאה הפרטית, יש העברות בנקאיות, העברות זה"ב, צ'קים ומזומן. בנוסף, הוצאה הפרטית כוללת הוצאות דיור והוצאות רכבשברוב המקרים כבר לא משתמשים בכרטיסי אשראי. אם ננכה את שני תחומים אלה, האחוז קופץ לכמעט 70%. אנחנו מדברים על תעשייה שאכן מתקדמת, אנחנו רואים הרבה מאוד צעדים רגולטורים בשנים האחרונות. כפי ששלומי הזכיר בין היתר הצעדים נועדו לצמצם שוק שחור ולהוריד את השימוש במזומן ובצ'קים. אין הרבה מדינות בעולם בהן ננקטו בצעדים רגולטורים כאלה. בכל מערכות התשלומים שאנחנו מפקחים עליהן או מתפעלים אנחנו רואים שהן די יציבות. חשבו על עצמכם כצרכנים, לא היו הרבה מקרים שניסיתם לשלם בדרך אחת או אחרת ולא הצלחתם, זה קורה אבל זה ממש בשוליים. אז בסך הכל המערכות האלה יציבות. אני רוצה להיכנס לתוך הצעד הרגולטורי שאנדרו הזכיר, וזה השדרוג של כל המסופים להתאים אותם לתקן של Tap & Pay, שאפשר לקרב כרטיס ולשלם והיום גם אפשר לקרב טלפון חכם. אנחנו כבנק ישראל חייבנו את הסולקים לחייב את בתי העסק לשדרג את כל המסופים, זה דבר לא פשוט, יש יותר מ-100,000 מסופים במדינה, כבר כמעט 70% מהמסופים שודרגו, דבר שאפשר לשלם באמצעות ארנק דיגיטלי. כתוצאה מזה וגם כתוצאה מתקופת הקורונה שבמהלכה אנשים לא רצו לגעת כדי לשלם, התשלומים ללא מגע עלו באופן משמעותי ואנחנו כבר עוקפים מדינות אחרות. כתוצאה מזה גם הרבה גופים, בנקאיים וחוף בנקאיים, הבינו שזה המתווה הטכנולוגי של ישראל כפי שקורה בשאר העולם. ולכן בשנה האחרונה ראינו השקות של שבעה ארנקים דיגיטליים. זה מהותי מאוד למדינה של תשעה מיליון איש, זה כולל את Apple Pay, ביט של בנק הפועלים, בנק לאומי באמצעות האפליקציה שלהם, מקס, Anypay של ישראל, Calpay של Cal, ואפליקציית FIBI Pay של הבנק הבינלאומי הראשון, כל אלה מאפשרים לשלם ב-Tap, ועכשיו אנחנו רואים שיש עוד ארבע השקות מתוכננות: שיתוף פעולה בין Yellow וסופר פארם, Gpay של גוגל שקראנו בעיתון שעד סוף השנה גם ישיקו, שיתוף פעולה בין Paybox ושופרסל, ורמי לוי שהודיע שבנוסף לאפליקציה שמאפשרת לשלם זה יהפוך לארנק

להביא וודאות רגולטורית מכל הגופים המפוקחים לצד ההתפתחות והקדמה. זה לא דבר פשוט.

אמיר ברנע

אז הכל טוב, לאור זאת מדוע נדרש שקל דיגיטלי?

אנדרו אביר

זו שאלה מאוד מעניינת, אחת הסיבות שהתקשתי שעודד יציג לכם את השינויים האלה, אלו שינויים שיקרו בחמש שנים הבאות, אני לא יודע אם CBDC יקרה בחמש שנים הבאות. כשהנגיד שם אותי בראש הוועדה לבחון את ה-CBDC שזו הייתה בחירה קצת מוזרה, כי אני איש של השווקים הפיננסים המסורתיים ולא בדיוק בתחום החדש, אני הערכתי שהסיכוי שיהיה CBDC בתוך חמש שנים זה 20%, זה עלה קצת בשנה האחרונה בעיקר בגלל שמדינות אחרות מתקדמות עם זה גם, אבל עדיין זה פחות מ-50% סיכוי. מה שכן יש יותר מ-50% הסתברות זה כל מה הרפורמות שעודד דבר עליהם, זה הולך להיות השינוי הגדול בחמש שנים הבאות. CBDC הוא עדיין בבחינה, אנחנו הוצאנו קול קורא לא בגלל שאנחנו מודיעים מה אנחנו עושים, אלא אנו מודיעים לכם מה אנחנו לא יודעים, ומה התובנות שלכם שאנחנו רוצים לקבל לתהליך, חלק מהדברים שראיתם בדוח זה שאלות. קדימה.

יאב סופר

תודה רבה, אני מאוד שמח על ההזדמנות וההזמנה. פרסמנו את הדוח כדי לייצר שיח בקהילה המקצועית, אקדמיה, ממשלה, המערכת הפיננסית והמגזר הטכנולוגי, ונדמה לי שניציגים מכל המגזרים האלה נמצאים בחדר. בדוח יש לכם יש קול קורא מפורט עם שאלות וכתובת מייל, המועד האחרון למענה הוא בסוף יולי, נשמח מאוד בין אם כפרטים ובין אם במסגרת הגופים שאתם מייצגים תעבירו ההתייחסויות מעמיקות שלכם לדברים שכתבנו שם.

מה זה בעצם CDDB? הרבה אנשים אומרים לי, הרי הכסף שלי כבר דיגיטלי אז על מה אתה מדבר בעצם? נחשוב על המאפיינים של הכסף שיש לנו כציבור יש את הכסף המזומן ויש לנו כמובן נגישות לפיקדונות שיש לנו בבנקים שבאמצעותם אנחנו משלמים בכרטיסי אשראי, אפליקציות, העברות - כל אמצעי התשלום שעומדים לרשותנו בעצם מתבססים על הכסף שיש לנו בחשבון הבנק. המזומן שיש לנו הוא כסף של הבנק המרכזי. הפיקדונות שלנו בבנקים זה כסף שהבנקים מספקים לנו והם התחייבות של הבנקים כלפינו, בשונה מהמזומן שהוא רשום במאזן של בנק ישראל כהתחייבות כלפי הציבור. לא רק לנו הציבור יש כסף של הבנק המרכזי, אלא גם לבנקים יש. אז בעצם לנו הציבור יש מזומן של בנק ישראל במרחב

הפיזי, ויש לנו כסף של הבנקים במרחב הדיגיטלי. לבנקים יש כסף של בנק ישראל במרחב הדיגיטלי, אך לנו הציבור הרחב אין יכולת להיחשף לכסף של בנק ישראל במרחב הדיגיטלי. CBDC יאפשר לנו הציבור, לשלם באמצעות כסף שבנק ישראל מנפיק במרחב הדיגיטלי. לבנקים מאז ומתמיד יש CBDC - כי יש להם גישה לכסף של הבנק המרכזי במרחב הדיגיטלי. בהרבה מקומות בעולם עובדים על פרויקטים שנקראים Wholesale CBDC שאולי ישלב את הטכנולוגיה של ה-DLT ואולי לא, הרעיון הוא שהבנקים יוכלו להעביר ערך אחד לשני P to P ולא דרך המסלקות של הבנק המרכזי. אנחנו בבנק ישראל בינתיים לא עובדים על זה, אז מכאן הלאה נדבר על Retail CDDB: מטבע דיגיטלי של הבנק המרכזי שמשרת את הציבור הרחב.

איך בעצם הציבור יכול לשלם באמצעות מטבע של הבנק המרכזי? הספרות העתיקה של ה-CBDC מדברת על חלוקה של שני מודלים: Account Base, Token Base. מודל של Account Base - אם נחשוב על המצב היום שבו בעצם לנו הציבור יש את העו"ש בבנקים ולבנקים יש עו"ש בבנק ישראל, זאת אומרת הציבור לא חשף פיננסית לבנק ישראל בכסף הבנקאי שלו. מודל זה בצורה הפשוטה מדבר שלכל אחד יהיה חשבון בבנק ישראל - אולי באופן ישיר ואולי דרך מישהו שיפעיל את זה בדרך - אך בעצם ההתחייבות הפיננסית של בנק ישראל תהיה לציבור ולא לבנקים. מודל נוסף, Token Base שבו אפשר לחשוב על הדבר הבא: כשאני נותן שטר של 20 ש"ח, העברתי לו ערך של בנק ישראל בלי שזה נרשם בחשבון של בנק ישראל, אף אחד בבנק ישראל לא יודע זאת. איך מי שהעברתי לו יודע שהעברתי לו משהו אמיתי? הוא יכול לדעת כי יש סימני ביטחון, כי אפשר לזהות את זה כמשהו שבנק ישראל הנפיק. באותה מידה ניתן לחשוב שבנק ישראל ינפיק קוד דיגיטלי, הקוד הזה יושב בסמרטפון שלי והוא יהיה הדבר שאני אעביר בעצם למי שאני רוצה לשלם לו. כמובן שזה יהיה מוגן בצורה קריפטוגרפית, למשל אני יכול עכשיו לקחת קובץ שאצלי בטלפון ולשלוח לעודד, למשל תמונה מהטלון שעשיתי אתמול, אך את התמונה הזו אני יכול גם לשלוח למשהו אחר, וזה בוודאי לא משהו שאנחנו היינו רוצים שיהיה עם כסף, תופעה של double spending. האבחנה הזו היא חדה יחסית, במודלים המעשיים שהבנקים המרכזיים עושים בניסיונות שלהם, יש כבר טשטוש גבולות בין האבחנות האלה.

איך זה יראה פיזית? כמובן שבאינטואיציה הכי פשוטה אנחנו יכולים לחשוב על משהו בסמרטפון שלנו. אבל חלק מהבנקים המרכזיים שמים דגש גדול, שאם אתה עושה משהו של הבנק המרכזי אתה לא יכול לעשות זאת רק בסמרטפונים, כי סמארפון זה משהו שעולה לפחות כמה מאות שקלים, וזה יכול להתקלקל, והוא פחות נגיש לחלק מהציבור - למשל הציבור המבוגר, ולכן שמים דגש על מה שנקרא UAD - universal access device - מונח שטבעו בבנק המרכזי של קנדה. זה יכול להיות מן כרטיס שהוא פשוט לשימוש שרואים עליו את היתרה ומעבירים את הכסף למישהו אחר, או צמיד פשוט - כל אדם יכול לבוא לחנות, להצמיד את היד שלו ולשלם.

בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל
והשלכות על המגזר הפיננסי

יואב סופר

במקומות האלה כן, בבהאמס למשל ובקריביים זו הגישה, לא גישה
ישירה של הציבור לבנק המרכזי.

אמיר ברנע

ולכם יש מחשבות לגבי ה-Tier-2?

יואב סופר

כאמור פרסום זה מהווה שינוי מגמה, עד לפני שנה וחצי אפשר היה
להגיד שהבנקים המרכזיים הECB הFED לא היו בסיפור ועכשיו הם
כן וזה בהחלט מה שמשנה את התמונה העולמית.
למה צריך CBDC? שאלה שגם אני מסכים איתה לגמרי. יכול להיות
שאפשר לתת מענה לכל הצרכים שתיכף אזכיר באמצעות המערכת
הפיננסית הקיימת או שידרוגים שלה. יתרה מזו, יש גם סיכונים, הם
כתובים בדוח לא יותר מדי לעומק, אני מניח שבפרסומים הבאים שלנו
ננתח אותם, כי מה שאנחנו בעצם עושים עכשיו בעבודה שאנחנו
עושים בבנק ישראל זה לנתח יותר לעומק את התועלות והסיכונים,
וכשהיו לנו תובנות אנחנו גם נפרסם אותם. הסיכון הראשון הוא
כמובן disintermediation, אם במצב אנחנו נעשה עבודה כל
כך טובה, והציבור כולו יעדיף את הכסף הדיגיטלי של הבנק המרכזי
מאשר הכסף בחשבון הבנק, כמובן שיכולים להיווצר כל הסיכונים
שאמיר דיבר עליהם. יש גם השלכות, יכולות להיות, השלכות על
התמסורת המוניטרית, ויש גם סיכונים תפעוליים - סיכון סייבר, סיכון
פרטיות, וגם סיכון מוניטין לבנק המרכזי, אם נעשה משהו כזה ונשיק
אותו והוא לא יהיה טוב או לא יהיה מוצלח, אז האמון של הציבור
בבנק המרכזי שהוא דבר מאוד חשוב עלול להיפגע. בחשיבה שעשינו
בעצם מיפינו בשלב הזה 6 מוטיבציות עיקריות ללמה אולי יכול בנק
ישראל להחליט להנפיק CBDC, לדעתי, אף אחת מהן לא עומדת
בזכות עצמה כמשהו שעשוי להכריע בעד הנפקה של CBDC, אבל
כולן ביחד - אולי כן, וזה בעצם מסר שאני חושב מאוד חשוב. על
כל אחד מהדברים שאני אראה עכשיו תוכלו להגיד לי אבל אפשר

בהרבה מאוד מדינות בעולם יש או מחקר או ניסויים טכנולוגיים,
והנושא באמת קיבל תאוצה מאוד גדולה בשנתיים שלוש האחרונות.
גרפים של BIS מראים למשל שיותר ויותר בנקים מרכזיים עוסקים
בCBDC, הם עוסקים בעיקר בריטייל ופחות בהול-סייל, ואם שואלים
את הבנקים המרכזיים אז משנה לשנה יותר ויותר מהם מעריכים,
שבטווח של עד 3 או עד 6 שנים יש סיכוי סביר שהם ינפיקו CBDC.

שלומי שוב

סיכוי סביר זה נמצא בדוחות?

יואב סופר

אנחנו בבנק ישראל ראינו כהתפתחות מאוד מאוד משמעותית את
הדוח של BIS ו-7 בנקים מרכזיים מאוד חשובים, ש זה שהם
התאגדו ביחד ועצם זה שהם החליטו לצאת בפרסום הזה זה כבר דבר
מאוד מאוד משמעותי. הם פרסמו שלושה עקרונות בסיסיים ששבעת
הבנקים האלו מסכימים לגביהם לגבי איך CBDC צריך להתקיים, וגם
14 עקרונות יותר מעשיים שמדברים למשל על הנגישות והזמינות
24/7, הסליקה המיידית, האינטראופרוביליות, היכולת לעבור מכסף
רגיל לכסף דיגיטלי.

אמיר ברנע

היכן ה-Tier-2?

יואב סופר

ה-Tier-2 לא פה, ה-Tier-2 הוא לא אחד העקרונות שהם דברו
עליהם.

אמיר ברנע

במקומות האלה יש ה-Tier-2?

לעשות את זה אחרת, ויכול להיות שזה נכון.

מה הן שש המוטיבציות העיקריות האלה? קודם כל באמת הנושא של התחרות, אבטחת התחרות בעידן הדיגיטלי גם מול הבנקים, וגם מול אולי אמצעי תשלום אחרים שיכולים להגיע מבחוץ, ויכולים אולי, אם הם לא יהיו מפוקחים בצורה מספיק טובה, לערער את היציבות המוניטרית ופיננסית, אם אנחנו נעשה עבודה טובה לציבור לא תהיה סיבה לחפש אלטרנטיבות אחרות. המוטיבציה השנייה היא הפוטנציאל לייצר מערך של תשלומי חכמים אולי באמצעות טכנולוגיות שהבלוקצ'יין מביא איתו ואולי באמצעות טכנולוגיות אחרות. כדי להמחיש את זה אני תמיד מספר שפעם הלכתי לקנות אוטו משומש בכמה עשרות אלפי שקלים, קבעתי עם המוכר בכניסה לסניף הדואר ואמרתי לו - בוא ניכנס לדואר תעשה לי את ההעברת בעלות ואני אעביר לך את הכסף בהעברת זה"ב. הוא כמובן לא הסכים והציע שקודם אבצע את ההעברה, הוא יראה בחשבון שיש את הכסף ואז ניכנס לדואר ונעשה את ההעברה. ככה התווכחו שם 10 דקות, ובסוף אני יותר רציתי את האוטו ממה שהוא רצה את הכסף ולכן אני לקחתי סיכון, ולשמחתי אחרי שהוא ראה את הכסף בחשבון הוא באמת ניכנס איתי לדואר ועשה את ההעברת בעלות ולא ברח עם הכסף. הנושא הזה של Delivery vs payment - זו רק דוגמה ברמה הקמעונאית, אבל בעולם העסקי בעולם של הסחר ושל סחר חוץ יכולות להיות המון המון דוגמאות. למשל אני יכול להצמיד איזה שבב GPS קטן לחבילה שמגיעה מאליאקספרס בסין, וככל שהחבילה הזו מתקדמת לישראל עוד ועוד אגורות עוברות ממני אל השולח עד שבסוף כשהיא מדווחת הגעתי לבית של יואב ברגע הזה מתבצע תשלום ולא רגע קודם. את הרעיון הזה כמובן לא אנחנו הפקידים בבנק ישראל נפתח, אנחנו אולי נבנה את התשתית שעל גביה המגזר הפרטי יוכל להשתלב. נקודה חשובה נוספת זה בעצם שמערכת כזו במידה ותיבנה בטכנולוגיות חדשניות היא באמת תוכל להיות זמינה 24/7, ולא להיות למעשה במצב שאם אתה עושה העברה לסינגפור ביום חמישי בצהריים בישראל אז היא תגיע לסינגפור ביום שני אחה"צ בערב וזה בהנחה שהכל עבד חלק. נושא נוסף זה הנושא של היתירות. מערכת התשלומים שלנו עובדת טוב ולא איתרנו תקלות משמעותיות בשנים האחרונות אבל דברים כאלה קרו בעולם. מערכת תשלומים היא כמובן תשתית קריטית, ואם אנחנו נבנה פה פשוט מערכת נוספת ונפרדת שהאינטראקציה שלה עם המערכת הקיימת תהיה מוגבלת, אז אנחנו נוכל לספק יתירות נוספת למשק, בין אם ברמה המשקית ובין אם ברמה של תקלה מקומית. נושא נוסף זה הנושא של תשלומים חוצי גבולות. מערכות התשלומים בעולם נבנו היסטורית כל אחת בתקופות אחרות, בטכנולוגיות אחרות, לפעמים בממשקי ממסרים אחרים והן חשופות לרגולציות שונות, והתוצאה היא שהתשלומים חוצי הגבולות הם יקרים ומסורבלים. למשל, הבנק העולמי מצא שהעלות של העברת תשלומים על ידי עובדים זרים - remittances, היא בממוצע 6.5%. במקרים קיצוניים העלות עוד יותר גבוהה - של רמיטנסס, המשנה לנגיד הבנק של

שבדיה עשתה ניסוי - היא העבירה 100 יורו משטוקהולם לאוגנדה ובסוף הדרך הגיעו רק 50 יורו, וגם זה רק אחרי כמה ימים. כשאנחנו קונים באינטרנט מחו"ל בכרטיס אשראי או נוסעים לחו"ל אנחנו משלמים 3%-2.5% עמלת סליקה. גופים עולמיים כמו G20 וה-G7 מודעים לנושא הזה והם בעצם שמו את זה על השולחן שלהם לטפל בנושא של cross border payments. יכול מאוד להיות שהפתרון יהיה למשל באמצעות שדרוג מערכות RDGS בכל מדינה. אם המערכת בישראל תעבוד 24/7 והמערכת בסינגפור תעבוד 24/7 והן ידעו לדבר אחת עם השנייה אז אני אוכל להעביר כסף מהבנק שלי בישראל לבנק בסינגפור בעלות נמוכה. במקביל, BIS מנסה לייצר איזושהי שפה משותפת למערכות ה-CBDC שהמדינות השונות יפתחו, ובמידה וזה יקרה כמובן שגם לנו יהיה כדאי להיות בסיפור הזה.

סיבה נוספת זה הנושא של הפרטיות, ופה יש הרבה עניין של העדפה חברתית. המזומן כידוע, לטוב ולרע יש בו פרטיות. לרע כולנו מבינים למה, כי הפרטיות הזו מאפשרת להעלים מס ולהלבין הון וכו', אבל בסוף הפרטיות במזומן מאפשרת לנו גם את הזכות, אם אנחנו רוצים, לשמור על פרטיות גם מול המגזר העסקי. אם נכנסתי למוסך ושילמתי לו זכותי להחליט שאני לא רוצה שעכשיו חברת כרטיס האשראי שלי תספר לי איפה יש עוד מוסכים באיזור, אולי אני רוצה את זה אבל אולי לא, יכול להיות פה עניין של בחירה.

את הפרטיות בנושאים המסחריים אנחנו נוכל להחליט עליה בהמשך, לאו דווקא אנחנו בבנק ישראל, כאמור עשויה להיות פה בחירה חברתית. את הפרטיות מול רשויות המדינה את אותה פרטיות שהמזומן מקנה אנחנו כמובן לא נוכל לאפשר באותה מידת פרטיות כמו זו שיש במזומן. יכול להיות שזה בסדר שמישהו יקנה משהו 5 ש"ח ורשות המסים לא תדע על זה, כן? אבל זה בוודאי לא בסדר שמישהו יעשה עסקה במאות אלפי ש"ח ולא תהיה דרך לרשות המס לדעת על זה במידה והיא צריכה לדעת על זה. ולכן אפשר יהיה להחליט על פרטיות מסוימת מול הגורמים המסחריים ורמת פרטיות שונה מול רשויות המדינה במידת הצורך כמובן.

המוטיבציה השישית שדיברנו עליה, שלומי הזכיר את זה, זה הנושא של הכלכלה השחורה. בנק ישראל וגופים אחרים עשו לא מעט צעדים כדי להציע לציבור אמצעי תשלום חליפיים למזומן כדי לתמוך באג'נדה של חוק צמצום השימוש במזומן, אבל כולם מתבססים על העובדה שיש לי כסף בבנק והם מתבססים גם על איזושהי אוריינות דיגיטלית מסוימת וגם על חיבור לאינטרנט. במידה וה-CBDC שנפתח יהיה כזה שיהיה נגיש לכלייה נוח לכל חלקי הציבור, שאולי לא מיוצגים פה בחדר הזה, אנחנו נוכל לתמוך באג'נדה הזו של צמצום השימוש במזומן. פרסמנו בדוח רשימה של סיבות נוספות, אני לא אכנס אליהן כרגע, על חלקן מדברים בעולם. אני רק אגיד שהמוטיבציה המשנית הראשונה שדיברנו עליה פה היא בעצם המוטיבציה המקורית שבגללה התחילו השבדים והנרווגים עסקו בנושא הזה. שם בשבדיה כמו שחלקכם אולי יודעים, המזומן הולך

בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל
והשלכות על המגזר הפיננסי

אמיר ברנע

אבל איך לא כל הגופים האלה ..

יואב סופר

יהיה להם את החיבור למערכת הזו, וכמובן הם יצטרכו לעמוד בדרישות רגולציה, טכנולוגיות.

אמיר ברנע

על כמה גופים אתה מדבר?

יואב סופר

אני אתן לך דוגמה. אני עוד לא יודע כמה, אבל אני אתן דוגמאות לגופים אפשריים שאני מדבר עליהם. אחד, זה כמובן בנקים וחברות כרטיסי אשראי שתיים, זה כמובן פינטקים שאולי ירצו לספק איזשהו שירות כזה, שלוש זה אולי קמעונאים גדולים, מהארץ והעולם, מישהו שירצה לגרום לי לקנות את המוצרים שלו ויכול לספק לי שירות, וארבע, זו אולי למשל ארגונים חברתיים, גופים שירצו לסייע בהגברת הדיגיטציה בפריפריה או בקרב מגזרים שונים, וכדומה. מבחינת הטכנולוגיה אני לא אפרט פה אבל הגדרנו כמה אמירות טכנולוגיות מאוד מאוד בסיסיות מבחינת מה אנחנו חושבים שהמערכת תצטרך לקיים, ומה אנחנו לא חושבים שהיא תצטרך לקיים. הפרטיות - בסוף תצטרך להיות בחירה חברתית, אנחנו רק אמרנו את הכלל הזה שאיסור הלבנת הון וגביית מיסים יהיה אחד מהעקרונות שנהיה חייבים לשמר אותם. מבחינת המאפיינים הכלכליים כרגע אנחנו לא רואים צורך בשקל דיגיטלי יישא ריבית, זה לא בהכרח המצב בכל העולם, כלי המדיניות המוניטרית של בנק ישראל עובדים בסך הכל בסדר. אבל, אנחנו בונים פה, אם נבנה פה, אנחנו בונים מערכת למאה שנה, ולא מערכת לימים, ולכן אנחנו נרצה לשמר את האפשרות הטכנולוגית הזו בעתיד. מגבלות, יכול להיות שצריך להטיל מגבלות על היקף ההחזקה, כן? למשל בגלל הסיכון של disintermediation. אנחנו מדברים על מודל שהעלות בו תהיה זניחה, נמוכה, אולי אפילו אפסית,

ונעלם. עליתי יום אחד לשיבה עם מישהו בבנק המרכזי של שבדיה והיה לו ברקע של הזום תמונות של שטרות, אז ציינתי שזה משעשע שהוא עוסק ב - CBDC ותמונת הרקע שלו היא שטרות. הוא הגדיל ואמר יותר מזה - שבחיים הוא לא ראה את השטרות האלה ולא החזיק אותם. בשבדיה יכול להיות מצב שבומגיע איזשהו דיג מהפירוד מהקוטב הצפוני והוא מגיע לשטוקהולם והוא רוצה לשלם, ובכניסה לבית העסק כתוב "כאן לא מקבלים מזומן, אבל הוא בפירוד של הקוטב הצפוני עוד לא הגיע אליו השינוי של האפליקציה המגניבה שיש בשבדיה, והעובדה שלא מכבדים מזומן פוגעת בו. אצלנו זה לא המצב, אצלנו המזומן כאן ונמצא, ולא נראה שהוא הולך להיעלם אבל הדברים האלה יכולים להשתנות במהירות, ולכן גם הדברים שכתובים פה עשויים ליהפך ליותר מרכזיים בהמשך.

פרסמנו טיוטת מודל, דגש על המילה טיוטה. זו טיוטה, וגם כדי שאנחנו בבנק ישראל נוכל להתייחס אליה - הצוותים שעובדים בבנק ישראל כל הזמן אומרים "כדי לנתח אני צריך לדעת את מה אני מנתח", וגם כדי להניע את השיח הציבורי סביב משהו, אבל דגש על המילה טיוטה, לא התקבלו שום החלטות. בטייטה דיברנו על המבנה של המערכת, כאמור על המבנה של two tier, לא הכרענו אם הוא צריך להיות במודל של account base או token base וכאמור גם בעולם ההבחנה הזו קצת מיטשטשת. למה two tier? בעולם מדברים על זה שלא סביר שבנק מרכזי, יתן שירות לקוחות ל9 מיליון אנשים - המגזר הפרטי יתחרה על מתן השירות. המעורבות של המגזר הפרטי תוכל להבטיח את אותה חדשנות שדיברתי עליה קודם, את אותם יישומים חשובים. אחד נקודה חשובה נוספת. אמרת אמיר שספקי התשלום יחזיקו את הכסף בנאמנות או כתבתם במסמך שהכנתם להיום בנאמנות קצרה, אבל המודל שאנחנו מנסים לייצר אותו זה שספקי התשלום לא יהיו חשופים לכסף בכלל, הם רק יתנו את הגישה הטכנולוגית לי האזרח אל הכסף שנמצא בבנק המרכזי. למה זה חשוב? קודם כל כי אז זה באמת כסף של הבנק המרכזי ולא איזשהו כסף שיש לו סיכון אשראי או סיכון נזילות, וב' כי זה יאפשר לכל מיני גופים להיכנס לעסק. אם אני אדרוש דרישות הון ונזילות מינימליות אז אני כבר מגדיר מי יכול להיכנס.

כדי שהוא באמת יוכל לעבות את התחרות. ולסיכום, אנחנו מדברים על החזקה שתתאפשר כמעט לכל אחד, גם לילדים, גם לתיירים, כמו שכל אחד יכול להחזיק מזומן אנחנו נרצה שבמידת האפשר כל אחד ירצה להחזיק שקל דיגיטלי.

צביקה אקשטיין

אני אגיד קודם כל תודה על ההצגה המאוד רחבה וכן שכל ההתעסקות של בנק ישראל בנושא של שכלול עניין התשלומים, כל הדרך, היא מאוד ברוכה. אתחיל דווקא בכיוון אחר. כשאני מסתכל על משק אז אני שם באנצ'מארק, ואנדרו הסביר שאנחנו עשר שנים לאחור אז אני חושב שזה רע ואני אתן לכם מספר. שבדיה, כשהייתי משנה לנגיד בנק ישראל, הבנק השבדי היה באנצ'מארק בשבילי, ביקרתי שם הרבה פעמים, אפילו את המודל המוניטרי העתקנו מהמודל השבדי, אז אגיד לכם מספר אחד או שני מספרים - התוצר לשעת עבודה במערכת הפיננסית השבדית \$180, התוצר לשעת עבודה במערכת הפיננסית הישראלית \$63, ואני חושב שזה מהווה סיבה עוד לפני שיש את המטבע הדיגיטלי בשבדיה, זה מ2019. בכלל הדיגיטציה זה אחד הגורמים בהעלאת פריין העובד, והורדת העלויות, ושינוי המערכת. אז זה לדעתי הנקודה המרכזית. עכשיו זה נכון, אני מקבל את כל מה שנאמר, זה נכון, המטבע הדיגיטלי זה עוד מרכיב אחד בטרנספורמציה הדיגיטלית, אבל הוא לא שינוי כמו להוסיף את ביט, זה שינוי יותר משמעותי כי הוא פותח אפשרויות, שכמו שאנדרו אמר, אנחנו לא יודעים אותן, טוב שאנחנו לא יודעים אותן כי הרוב ייעשה על ידי השוק הפרטי, וכמה שנעשה את זה יותר מהר בעולם שבו יזמות וידע דיגיטלי של ישראל היא גבוהה מזו של שבדיה, למרות ששבדיה היא אחת המדינות המפותחות. כלומר, כמות האנשים שעוסקים בפיתוחים ויזמות בתחום הפינטק הוא לפי מיטב ידיעתי הוא סדר גודל של לא גבוה מזה של ישראל, וישראל לא מהווה מגרש משחקים מספיק כדי לתמוך בעולם הזה וחלק של התפקידים מהרגולטורים בישראל, ועל זה ידבר שגי, זה לפתח פה מגרש משחקים ולהיות בLEAD. אני חושב שחלק גדול מזה זה גם לתת שירותים יותר זולים לאזרח, בסופו של דבר העובדה שהפריין יותר גבוה שם, כמות העובדים במערכת הפיננסית שם היא חצי מכמות העובדים אצלנו, ולכן, להקטין את היקף המזומן והצקים צריך להיות יעד של בנק ישראל, והיעד השני צריך להיות, כמו שהתחלתי, קידום הבנקים אבל לא רק הבנקים, זה יעד שצריך לחצות את כל המערכת הפיננסית, זה לקדם את הפריין לשעת עבודה. ואם המערכת דיגיטלית, אני חושב שכל מה שציינתם שכל ששת הגורמים שהוצגו יש להוסיף את הגורם השביעי - והוא קידום הפריין במערכת הפיננסית. זה צריך להיות היעד העיקרי.

אני רוצה להגיד מעבר לזה. תראו מעבר לזה יש מאמר נהדר באקונומיסט על לאן הולכת המערכת הבנקאית, מלפני שבועיים. אין ספק שאנחנו לא יודעים הכל, אבל לקדם את המערכת הדיגיטלית

ואני הייתי אומר בואו תלכו עם ששת המדינות המובילות - הגוש האירופאי, ארה"ב, ויש את שבדיה.

נושא של מדיניות מוניטארית בהיבט מאקרו כלכלי. אנדרו מביי בנושאי התשלומים וחשיבותם הרבה יותר טוב ממני, אבל יש הרבה מאוד מאמרים שמדברים על הצורך להיפטר מהמזומן, ומהאופציה של המזומן, כדי שהגמישות בניהול המדיניות המוניטרית בריבית נמוכה תהיה יותר גבוהה, והיא נעשית יותר גבוהה כשאין צקים ואין מזומן, וכמות המזומן במערכת הרבה יותר נמוכה ואז אפשר להוריד את הריבית יותר. ואז אולי צריך או אז אולי נוכל להתמודד עם משברים כמו שראינו ב2008 וב2020 יותר טוב. אני לא אומר שאנחנו יודעים את זה בודאות - אבל יש גם ספרות כלכלית שעוסקת בזה. יש גם ספקות על ההצלחה של הריבית השלילית בשבדיה אני יודע את זה, אבל אני חושב בין היתר בגלל כנראה בגלל Zero law boundn שהוא בא מהמזומן ומאחסנת המזומן כאלטרנטיבה, אז אני כן חושב שזה כן שינוי מאוד משמעותי להכניס מטבע דיגיטלי. אני כן חושב אנדרו שלא צריך לתת סיכויים של האם זה יהיה בעוד חמש שנים, אבל אני כן חושב שצרכים לנהל מדיניות שמנסה לראות האם התשתיות שאנחנו מקדמים יהיו תואמות את התשתיות העולמיות, והאם הן יהיו תואמות את המערכת של מטבע דיגיטלי. להערכתי במידה ונכניס אותו אפילו בצורה חלקית - להמשיך את השקף הראשון שלך שם, לא רק לבנקים ולמערכות השונות זה הכרחי.

אחד הכישלונות שלנו לעומת המערכת השבדית ורוב המערכות בעולם זה התיאום בין הרגולטורים. זה לא אומר שהכל צריך להיות כמו בשבדיה ורגולטור מרכזי, כי אני אומר בישראל יש תרבות רגולציה פחות טובה מאשר בשבדיה. אני אספר את זה בתור אנקדוטה, שהיינו בשבדיה ושמה המערכת הבנקאית והמערכת הפיננסית מנוהלת ע"י גוף מרכזי נפרד מהבנק המרכזי. אבל ששאלתי מה קורה כשיש משבר? איך המערכת הזו מתאמת עם הבנק המרכזי שלהיות lander of the last resort - היה לנו משבר כזה. אז הם אמרו - אין בעיה - אנחנו נפגשים ומשוחחים ופותרים בעיות. בהקשר הזה התרבות הרגולטורית בשבדיה וההתקדמות הרגולטורית והפיננסית בשבדיה היא כל כך יותר גבוהה ומתקדמת וכן הלאה מאתנו, שכמובן צריך לקחת את זה בחשבון, אבל אולי הכנסת מטבע דיגיטלי יהיה קטליזטור ליצירת, לפחות בתחום הדיגיטלי, ליצירת תיאום מלא בין הרגולטורים, הזדמנות אדירה ובזה אני מסיים.

אמיר ברנע

יש פילטין של יוסי בנאי שחולם שהוא שבדי, אינני יודע אם ראיתם אותו, בסוף הוא חוזר למזרח התיכון.

צביקה אקשטיין

דרך אגב יש פילטון שדיבר על מעצמה גרעינית, אתם זוכרים? לא

בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל
והשלכות על המגזר הפיננסי

צביקה אקשטיין

מה? אז נדע לנהל את המדיניות הרבה יותר טוב.

אמיר ברנע

עדיין לא ברור לי, אני מבין שאתה בעד דיגיטציה..

צביקה אקשטיין

במדיניות המוניטארית היום לא מדברים על כמות הכסף אלא שולטים בריבית. אנדרו שולט בריבית. כמות הכסף נמחקה מספרי הלימוד החדשים, היום הבנק המרכזי שולט בריבית. הוא שולט בריבית הקצרה ובאמצעות כסף דיגיטלי הוא ישלטה בריבית לא פחות טוב מאשר היום. האפשרות היחידה שתהיה לבנק ישראל אפשרות לרדת לאיזור השלילי יותר כי לא יהיה מזומן שיפר את ה zero bound זה יתרון גדול לניהול מערכת מוניטארית בעתיד ולכן יש חשיבות להכנסת המטבע הדיגיטלי היום.

אמיר ברנע

האם אין סיבות אחרות למה לא מורידים את הריבית..

צביקה אקשטיין

יש בעיות במערכת הבנקאית..

אמיר ברנע

הבעיה שלי עם הריבית השלילית. תראו מה הוא אומר בעצם, מכיוון שלא יהיה מזומן אתה אומר הדרך היחידה לשמור על נזילות היא להפקיד בבנק או להפקיד במקום כזה שבו אפשר, הבנק המרכזי יכול לקבוע ריבית שלילית, אתה לא יכול לברוח ממנה, זה מה שאתה רוצה להגיד?

זה בזמן האינפלציה הגדולה שהוא מוכר גרעינים ויש לו כסף מתחת לבלטות.

עודד סלומי

סליחה, צביקה, לא התייחסת להשפעות הרוחביות שיש למהלך כזה אם בכלל.

צביקה אקשטיין

אמרתי את המשפט שאני חושב שכן, כי אין ספק שהכל הוא בנצ'מרק, ומה שאנדרו אמר, אני לא יודע את הכל, אבל זה דווקא היתרון למה אני צריך ליצור תשתית בדומה למה שעושות התשתיות המובילות בעולם, לא לחקות אותן אלא ללכת איתן, לעשות את זה מהר ולשים יעד שהמזומן והצ'קים יעלמו פה מהמערכת בצורה בטוחה, כדי לתת לשוק החופשי כמה שאפשר, תחת מגבלות רגולטוריות מתואמות, להתקדם. אני לא יודע לאן זה ילך, תראו, המשפט שהכי תפס אותי במאמר באוקונומיסט, במאמר באוקונומיסט שהם אמרו שהמערכת הולכת למצב שבו האינפורמציה שתהיה בידי הבנקים והגופים הפיננסיים, ההסתברות לפשיטת הרגל, תהיה יותר גדולה מהאינפורמציה של הפרט, under selection מתהפך. זה שינוי ענק. אני יודע בדיוק איך השינוי הפיננסי נראה בעולם הזה? לא. אבל זה שזה שינוי כנראה טוב במובן של אינפורמציה והוזלה באשראי והגדלת הפעילות העסקית. האם אנחנו צריכים לחכות עשר שנים אחרי המדינות האלה? אני חושב שלא, למרות שיש סיכונים, להפך, אני חושב שבעולם הזה הדיגיטלי יהיו פחות סיכונים. כמות האינפורמציה שתהיה לפיקוח על הבנקים ולמנהל המדיניות המוניטארית על התהליך של השפעת המדיניות על הפעילות הכלכלית תהיה הרבה יותר גדולה.

אמיר ברנע

ואז המחשב יקרוס..

אנחנו כאיגוד הביטקוין קודם כל רוצים לחזק את הצעד. אנחנו אמנם סבורים שבכל מה שקשור לשקל דיגיטלי, עדיף היה להסתמך על מטבע מבוזר באופן מלא, כמו ביטקוין, אבל זה לדין אחר. בפועל בואו נסתכל רגע על נקודה צופה פני עתיד.

כיום אנחנו עדים לניסוי מדהים שמתחולל בעולם. אפליקציות פיננסים מבוזרים DeFi מאפשרות לקחת תפקידים מקוריים של בנקים ולעשות להם דיסרפן. כמו אובר לתחנות מוניות, או AirBNB לסוכני נסיעות. אנחנו נועלים מטבעות בתוך כללי תוכנה, וחוזים נאכפים לא על ידי בתי משפט והוצאה לפועל אלא על ידי כללי תוכנה ברורים ושקופים, כאשר מדובר על כ- 65 מליארד דולר כבר היום, כאשר לא מגרדים את הפוטנציאל.

אבל כיום אפליקציות DeFi מבוססות מטבעות יציבים, שהמילה "יציבים" היא המפתח. לא ברור לגמרי מי מייצב ועל סמך מה. אבל שקל דיגיטלי, מגובה על ידי בנק ישראל, יכול לשנות את המערכת העולמית, ואנחנו מכירים את העוצמה הטכנולוגית וגם הפיננסית של ישראל. כי אם ניתן יהיה לנעול מטבעות בחוזים חכמים- מטבעות שמגובים על ידי בנק ישראל, זה ישים את ישראל בקדמת הבמה. אבל כדי לעשות את זה, אנחנו צריכים שקל דיגיטלי שיהיה אפשר לעבוד איתו. שלא תהיה כאן המצאה. הרמה הטכנית חשובה מאוד. אנחנו לא מציעים שיהיה מדובר בטוקן מבוזר על גבי רשת בלוקצ'יין קיימת. זה לא יתן מענה מספק לצרכי השליטה במטבע של בנק ישראל. אבל אם יהיה סוג של שכפול, Clone של רשת בלוקצ'יין כזו או אחרת- שיש לה שפת סקריפטית שתאפשר תגובה בין חוזים חכמים, אנחנו נוכל לקבל כאן התקדמות טכנולוגית מהותית, שתשים את ישראל במקום אחר לחלוטין.

אמיר ברנע

פה הוצג לנו השקל הדיגיטלי כמתחרה עם הקריפטו, ואתה מציג לנו אותו כמשלים.

ניר הירשמן

לא, ממש לא מתחרה. תשמע, יש מקום לכולם. מטבעות מבוזרים זה דבר שהוא קיים, חלקנו יחשוב שהוא קיים לנצח חלקנו יחשוב שהוא יעלה או ירד, לנו זה לא משנה. אנחנו כולם מבינים שיש כאן אפשרות לשינוי מהותי של הטכנולוגיה הפיננסית העולמית. היום כשאנחנו מסתכלים קדימה על הדבר הזה, על מה שקורה מבחינתנו, מבחינת אפליקציות פיננסים מבוזרים, הרי העובדה שחוזיה יכול להיאכף לא על ידי בית משפט אלא על ידי תוכנה היא משהו די מטרף, אני משתמש במילה גדולה מידי, משהו שיש לו פוטנציאל גדול ומשמעותי למערכות הפיננסיות, ולכן אני חושב שהשקל הדיגיטלי יתוכנן ככה

הדהירה המהירה של החברה השוודית לחברה ללא מזומן מעוררת דאגה בבנק המרכזי של המדינה. נגיד הבנק המרכזי מתבטא על כך שיש צורך בחקיקה על מנת לעגן בחוק את השירותים הקשורים למזומן של הבנקים. זאת משתי סיבות, שליטת המדינה באמצעי תשלום (לא רלוונטי לדין כי מדובר בCBDC) והכלה. אפילו בשוודיה המתקדמת המעבר לחברה ללא מזומן יפגע בחלק מסוים מהאוכלוסייה אשר ינותק בכך מהחיים הכלכליים כמעט לחלוטין.

עודד סלומי

אני רוצה להגיד משהו שהוא מאוד מעניין. בתקופת הקורונה אנחנו היינו מוטרדים, כי נסגרו סניפים של בנקים ושאלנו את עצמינו איפה החרדים יפקידו צ'קים? סריקת צ'ק בהפקדה זה רק באמצעות טלפון חכם, ואצלם הטלפון טיפש מכיוון שטלפון חכם מוגדר לא כשר. לכן ההנחה היתה שאין טלפונים חכמים במגזר החרדי. ומה ראינו? עליה חדה של הפקדת צ'קים בשכונות החרדיות באמצעות טלפונים חכמים. כך שכשאנו בוחנים האם יש חוסר באוריינות דיגיטלית במגזרים מסוימים, הנחות המוצא לא בהכרח נכונות.

איליה דובינסקי

בישראל בנוסף לעיל יש את החברה החרדית. כמעט כל מצגת או נאום כולל בניית אפליקציה חכמה אשר תבצע פעולה כזו או אחרת. אלא שבחברה החרדית יש אוכלוסיות אשר לא משתמשות ולא ישתמשו בסמארט-פון. בחברתנו אשר מעסיקה חרדיות נאלצנו לשנות את פתרונות ההזדהות על מנת לאפשר זיהוי משתמש אמין ללא מכשיר טלפון חכם. איזה חלק מהמכשור הצפוי עבור השקל הדיגיטלי יוכשר באותה הקהילה זו גם שאלה פתוחה. אסטרטגיה כלשהי לצמצום השימוש במזומן באמצעים טכנולוגיים חייבת לקחת זאת בחשבון. בתגובה לזה ציין עודד סלומי כי בתקופת הקורונה מספר הפקדות השיקים באזורים החרדיים דווקא זינק. תגובתי לזאת הייתה ששיק זה מכשיר סחיר ויש לראות עד כמה מספר השיקים הממוצע למכשיר היה ביחס לממוצע הכלל ארצי, כי בהחלט ניתן לדמיין מצב בו חסידי חצר אחת פונים לשכן מפלג אחר על מנת לפרוט את השיק.

שלומי שוב

ניר, אמיר שאל קודם על הקשר לביטקוין, מה דעתך?

בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל
והשלכות על המגזר הפיננסי

שיוכל להתממשק בטכנולוגיות האלה.

דני צידון

אישית, לפני כמה שנים בקושי שאנשים ידעו להבין מה זה ביטקוין עוד הייתי לובש חליפה כל בוקר, הצעתי למשרד האוצר לעשות מטבע דיגיטלי בדיוק מהסיבה ששלומי הזכיר שזה יקטין את העלמות מס והייתה לי גם שיטה איך אפשר לגרום להפצת המטבע במדינת ישראל. זה כמוכן לא התקבל מהרבה סיבות מובנות, הנושא של העלמות מס הוא נושא הרבה יותר מורכב ממצייאת פתרון טכנולוגי אבל בסופו של דבר בשאלה כזו אני חושב שככל שנעשה את זה יותר מהר נשפר את המערכת הפיננסית יותר מהר. זה מזכיר לי קצת, השאלה אם לעשות מטבע דיגיטלי מזכיר לי, מה לעשות יש פה כמה בני דודים, את השאלה אם לבנות את כביש 6 או לא, כן? בערך אותו דבר. זאת אומרת, אפשר לחכות, הכל עובד, לא צריך את כביש 6, תאמינו לי אני הייתי בדיונים האלה במשרד האוצר ב 1994-1993 זאת אומרת שלא תחשבו זה לפני 4000 שנה. המערכת נוסעת, יש קצת פקקים לא נורא, לא צריך את כביש 6 ובסופו של דבר כביש 6 כמוכן.

אמיר ברנע

דני, איך אתה רואה את ההשפעה על המערכת הבנקאית?

דני צידון

קודם כל ההשפעה על המערכת הבנקאית היא מאוד מורכבת, יש צד אחד של מה שאתה אומר שבו נוצרת מערכת שהיא מקבילה למערכת הבנק המרכזי. הצד השני זה מה שצביקה אמר וניר זה שאתה מספק המון אינפורמציה חדשה שהיא הרבה יותר טובה מהאינפורמציה הקיימת. זאת אומרת בסופו של דבר כשאני מדבר על איזה שינוי באמת יעשה הפינטק, זה בדיוק השינוי, אני אומר ככה, מערכת פיננסית בסופה, בראשיתה, היא מערכת של עיבוד אינפורמציה. במצבים שהאינפורמציה לא קיימת היא קיימת והיא לא מאוד סימטרית, אוקיי? זה מה שעושה מערכת פיננסית. עכשיו אתה משפר מאוד את האינפורמציה ואתה מקטין את האינפורמציה לכל אחד, מה תהיה התוצאה של שני הדברים האלה? אף אחד מאתנו לא יודע, רובנו מאמינים שבסופו של דבר המערכת תהיה יותר יעילה, אוקיי? אבל זה אמונה, אף אחד לא יודע, תאמין לי אני יכול לצטט

אני חושב שפעם ראשונה, בערך כמו צביקה, אני חושב שבנק ישראל צריך לענות על זה הכי מהר והכי טוב שהוא יודע אבל זה בטח לא יהיה מספיק מהר ומספיק טוב, לא בגלל שאתם לא טובים אלא בגלל שזה.. אני חושב שהדבר הכי חשוב זה להבין שזו בכלל לא שאלה טכנולוגית. זאת אומרת יש פה אפס טכנולוגיה כיוון שכל הטכנולוגיה שבנק ישראל יצטרך כבר קיימת. הוא יצטרך לבחור משהו אחד בין א', ב', ג' וד', אבל זו לא שאלה טכנולוגית. השאלה של מטבע דיגיטלי היא שאלה פוליטית ושאלה חוקית, וצחקתי כשראיתי את המצגת כי עשו לי שיעורי בית אז למדתי שהצ'ק הדיגיטלי עוד לא עבר, זאת הייתה בקשה שלי, מי שלא יודע הייתי פעם במותג, והיו לי שיער בלונדיני ועיניים כחולות, שני, שלושת הדברים האלה עברו מזמן, ועדיין אין לנו צ'ק דיגיטלי. זה תהליך ארוך, אני לא חושב שזה עומד בחמש שנים, אני חושב שאנחנו כבר חייבים להתחיל אותו מהסיבות שנאמרו שם. בסופו של דבר זה מפתח להתפתחות של המערכת הפיננסית ואנחנו לא יכולים להמשיך להישאר מאחורי כל העולם וכל הזמן לחכות שאחרים יפתרו את כל הבעיות ואנחנו נבוא ישר אחרי. אני חושב שצריך לעבוד, אני חושב שהדרך הנכונה לעבוד, היא לעבוד קודם כל על הזהות הדיגיטלית בנפרד, גם זו בעיה מול משרד המשפטים, מה שנקרא יצאו שיערות ג'ינג'יות לפני שנפתור אותה, אבל צריך להתחיל את המהלך הזה כי זה חלק מהפתרונות שבבדיה, שיש לפעמים ויכוחים עם צביקה על המספרים הלא נכונים שהוא נותן בהקשר הזה, לזה שהמדינה לקחה על עצמה הרבה מאוד מהדברים, למשל את נושא הזהות הדיגיטלית, זה ציר אחד שבו צריך לעבוד. הציר השני שבו צריך לעבוד זה לנסות לקדם את המטבע הדיגיטלי ככל שניתן אל מול שאלות מאוד גדולות, מאוד גדולות, של פרטיות ושל שיתוף במידע. זה שתי השאלות המשפטיות והפוליטיות הלא פשוטות והאמת היא משפט אחד שהוא פשוט, כדאי שנבין שמטבע דיגיטלי מעביר כוח מהשוק הפרטי לממשלה, אוקיי? מי שלא מבין את זה שילך לעשות שיעורי בית, זה מאוד חשוב. אנחנו רוצים את זה? לא רוצים את זה? כמה אנחנו רוצים את זה? זה נתון מאוד יסודי. אני

לך 40 מאמרים בנושא אני לא חושב שלמישהו יש בכלל תחושה טובה אבל זה חלק מהקדמה. אתה יודע אני תמיד שהייתי מדבר על הדברים האלה פעם היה לי איזה ציטוט ממשרד הדואר נדמה לי של שיקגו שאומר עדיף להשתמש במרכבות כי מכוניות זה דבר לא יעיל. אז זה לפעמים מגיע יותר מהר ולפעמים לא מגיע בכלל. אז גם פה לא הכל אנחנו יודעים, אני משוכנע ששקל דיגיטלי לא יוציא לחלוטין את השקל, הוא יוצר המון שאלות של אחריות..

אמיר ברנע

דני ברור מה שאתה אומר. מה תשובתך לשאלה האם ישנתה התפקיד המסורתי של בנק כספק נזילות? הרי אתה הופך את הבנק לאחד הגופים במערכת הפיננסית שאין לו יתרון באינפורמציה על לווים ואין לו את יתרון הדפסת כסף דרך חשבונות עו"ש.

דני צידון

לחלוטין לא מסכים איתך.

אמיר ברנע

אתה משנה את שני הדברים הכי בסיסיים שנותנים ייחוד לבנק שבגללו הוא נכנס לרגולציה הקטלנית של בנק ישראל. שני הדברים האלה הם שימור האינפורמציה כאשר לבנק יש את היתרון שהוא יודע את ההיסטוריה שלך והיא לא היסטוריה פומבית, ואתה פה אומר אם אני הבנתי נכון, שאחד היתרונות של השקל דיגיטלי זה פיזור האינפורמציה, ככה אמרת, ודבר שני אתה מקטין בעצם את האפשרות של הבנק לייצר כסף דרך חשבון עובר ושב, שם הוא ספק הנזילות המונופוליסטי.

דני צידון

ממש לא, אני חולק כמעט על כל מילה שאתה אומר. אני אגיד ככה, השקל דיגיטלי בסופו של דבר יוצר נתיב אלטרנטיבי לנתיב הבנקאי, הוא לא מחליף את הנתיב הבנקאי. הבנק ירצה לשלם עבור השקל דיגיטלי הוא ישלם עבור השקל דיגיטלי! הוא יחליט שיותר כדאי לגייס לו מה שהוא עושה היום, שקל דיגיטלי, אג"ח כן? שבנקים מגייסים זה שקל דיגיטלי אני אגלה לך בסוד. כל מנגנון האג"ח של בעצם מטבע דיגיטלי אחד אז הוא יחליט שהוא רוצה גיוס כזה הוא יגייס יותר גיוס כזה, הוא יחליט שהוא רוצה לגייס את הגיוס הזה הוא יגייס את הגיוס הזה, כן יש יותר כוח לממשלה בגלל מה שצביקה אמר, שנורא קל לעשות ריבית שלילית כשיש לך שקל דיגיטלי והרבה יותר קשה, הרבה יותר קל הרבה יותר קשה, זה לא שזה לא אפשרי וזה לא אפשרי, זה לא או שינוי של 0 1 אבל זה יותר קל לעשות כשיש לך

שקל דיגיטלי יותר קשה כשיש לך מטבע רגיל, אני אגיד בעולם שאני רואה שהריבית הריאלית היא בסביבות ה-5 עד שהממוצע לא רק שאתה ואני נעבור מפה אלא גם הצעירים יעברו מפה, אז אני חושב שזה כלי חשוב, זה לא פוגם בעדיפות של הבנקים וביכולת שלהם לנהל נזילות בכלל, זה יוצר מנגנון אלטרנטיבי לקביעת המחיר. האם זה יוריד את רווחיות הבנקים, אני בכלל לא בטוח בגלל מה שנאמר שם, היכולת שלך בסופו של דבר השאלה האם כמה אינפורמציה יש לבנק על לקוחותיו היום, כמה הוא משתמש באינפורמציה הזאת ואתה יודע אני ביליתי 13 שנה בבנק, ואני יכול להגיד לך שלמשל השימוש בדוחות כספיים הוא שימוש גרוע, השימוש בתמונת המצב בחשבונות הוא שימוש בעייתי ואתה יכול לקרוא את זה מכל ספרי פשיטות הרגל ומכל דיוני פשיטות הרגל כי כל אחד הצליח שיהיה לו גם במקומות שאתה נתת חוות דעת כל אחד הצליח שיהיה לו עוד 3 חשבונות שכל אחד חשב שהוא החשבון העיקרי, הדברים הרבה הרבה יותר מורכבים מאיך שאתה מתאר אותם. בסופו של דבר, המטבע דיגיטלי עוזר ליצור אינפורמציה ב-real time, ואיך מערכת הפיננסית תשמש בזה - זה תלוי בה. אם אני הייתי בנק ישראל הייתי רץ לעשות את זה ועדיין זה ייקח יותר מחמש שנים, לא נורא, שיהיה משהו מעניין לעבוד עליו אנדרו.

יגאל נבו

שלום, קודם כל אני תמיד שמח על השולחנות העגולים האלה, אני נכנס פסימי ויוצא אופטימי ואז נהיה פסימי מחדש, אז אני אשים שנייה את הכובע של פורום תעשיית הבלוקצ'יין זה פורום שהוקם על ידי יזמים ומשקיעים מהתעשייה על מנת לקדם אסדרה לתחום, הפורום הוקם על מנת לפתוח חשבונות בנק לחברות בלוקצ'יין ועל אף שעברו שלוש וחצי שנים עדיין סיוט לפתוח חשבונות בנק לחברות בלוקצ'יין ופינטק, לקבל רשיונות לפעילות ועוד. אנחנו פה מדברים על שקל דיגיטלי וכ"ו, עפים על כנפי הדמיון, חברות לא יכולות להעביר מיסים לישראל, מיליארד שקל מחכה מנסה למצוא את דרכו חזרה לחשבונות הבנק הישראליים ובנק ישראל אינו מצליח לפתור זאת מכל הסיבות כנראה הטובות לעשות את זה. שהוזמנתי לכאן בהתחלה קראתי את ההודעה לעיתונות של הדוח וכמובן נהייתי פסימי ואז קראתי את הדוח באמת, השקעתי את הזמן ואני חייב להגיד שחשים בדוח את האופטימיות והרצון הטוב, מבינים שממש מתחשק לבנק ישראל לעשות שקל דיגיטלי, כלומר, אין ספק שאתה קורא את זה שממש הם חושבים שזה רעיון טוב. התועלות הן אחת לאחת והמודל ברור ומהודק כלומר באופן שאני לא מבין איך מחר אנדרו אתה לא יוצא בפילוט, כי תראה את המוטיבציה אוקיי אנחנו הרבה זמן עם בנק ישראל מוטיבציה זה לא אחד החוזקות העיקריות והדוח הוא נפלא, אבל הסיכום זה הדבר הכי מבאס שקראתי. בסיכום שום דבר מהתועלות לא בא לידי ביטוי אלא רק למה לא. אני פגשתי את דוקטור סיגל ריבון ב-2018 אחרי הדוח הראשון, שגם אז התרשמתי שבנק

בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל
והשלכות על המגזר הפיננסי

חוק ? אני לא חושב, אתם צריכים אישור על מנת לבנות פיילוט אמיתי לא חושב. הנה רשות לחדשנות שעושה היום פרויקטים עם משרד התחבורה, משרד הבריאות, רשות ניירות ערך, יודעים להביא את השחקנים הטכנולוגיים יודעים לעבוד עם הממשלה יודעים לחבר את הדבר הזה אני חושב שכולנו בשלים לחתונה הזאת. עכשיו אני רוצה להגיד בכובע הטכנולוגי אני COO בטזוס ישראל, נציגות של תשתית בלוקצ'יין גלובלית, את היורו הדיגיטלי של הבנק הצרפתי עושים על התשתית שלנו, גם טכנולוגית הקבוצה הצרפתית.

יואב סופר

בואו נדייק, הבנק הצרפתי עושה 8 פרויקטים ואתם מעורבים באחד מהם.

יגאל נבו

סליחה, הבנק הצרפתי עושה שמונה פרויקטים אנחנו אחד מהם כמו היואן הדיגיטלי אגב, גם אנחנו אחד מהם עכשיו אני אומר אל תיקחו את הפלטפורמה הזו, זה בסדר אני לא פה לקדם שום דבר, אבל אני אומר הידע שקיים, הניסיון והידע הטכנולוגי קיים אצלנו ולא רק אצלנו אלא בהרבה מאוד חברות שיושבות כאן, דברו עם התעשייה לא רק בקולות קוראים ובדוחות. אני חושב שהשיח האמיתי קורה כשניגשים ואשכרה עושים בגלל זה אני בעד ה-sandbox למרות שאין צפי קרוב. קשה לי תמיד עם הפער היזמות הטכנולוגית הישראלית לבין איפה שרגולטור ישראלי נמצא. אני חושב שאתם פוגעים בהייטק ישראלי כאשר אתם לא נותנים את האסדרה הרגולטורית. היום ישנם 650 פינטקים בישראל פחות מ-30 נותנים שירותים לישראלים. האירוע השנתי של בנק ישראל לפינטק היא חגיגה מוזרה בעיני ובבלוקצ'יין המצב עוד יותר חמור. הגיע הזמן שתהיה אינטראקציה אמיתית וישראל תהפוך לחברת מופת לא רק בסטארטאפ ניישן או ב-growth nation של כסף, אלא ברגולציה שמאפשרת לטכנולוגיה לנבוע כי אנחנו שוק גרוע ולעד נהיה. דבר אחרון אני שמח מאוד שעודד סלומי הצטרף, מנכ"ל ויזה אירופה לשעבר, מדהים שבן אדם שחי את הסטרים הפיננסי ברמה הכי גבוהה נכנס לממשלה

ישראל עשה עבודה טובה, הוא ממש למד מה זה CBDC והיה ממם בסטרים וכמעט 4 שנים אחר כך עדיין בנק ישראל ברמה תאורטית נמצא במקום נפלא, באמת הוא עשה עבודה מחקרית יוצאת דופן למד והעתיק ודיבר עם כל הגורמים בעולם, אבל, ואני מצטט מהדוח שהיום מאז הסקר של BIS בשנת 2020 86% מהבנקים המרכזיים עוסקים במטבעות דיגיטליים ב-74% CBDC, כבר בפיילוט אמיתי כלומר בפרויקט טכנולוגי נבחן ורק בנק ישראל ברמה נשאר ברמה תאורטית. למרות שאני רוצה להגיד שישראל מתקדמת ברמה טכנולוגית בצורה בלתי רגילה יחסית לעולם בטח מרוב מדינות BIS, הגוש האירופאי, אנחנו טכנולוגית מפתחים עבור המדינות האלה את כל התשתיות הטכנולוגיות, עדיין הסיכוי כמו שאנדרו אומר שבכלל נגיע לשם הוא הרבה פחות מ-50% ואני מודה שזה מטריד אותי. בנק ישראל הוא הרי סוברני הוא ישות בפני עצמה הוא מדינה הוא כמו תל אביב הוא יכול לעשות מה שהוא רוצה. ואני לא מבין למה אנחנו לא עושים את הפיילוט.

אנדרו אביר

כבר עשינו פיילוט ראשון. אפשר להוסיף כמה אחוזים לסקר של ה-BIS. הפיילוט הראשון הפנימי כבר עשינו, למדנו אני חושב שיואב...

יגאל נבו

הנפקתם מטבע ?

אנדרו אביר

כן.

יגאל נבו

אז קודם כל אז אנדרו אני שמח שעשיתם את זה. הדבר הבא שצריך לעבור הוא פיילוט רשמי ומסודר- בואו תקימו את ה-sandbox שאתם יכולים. שגיא דגן (רשות לחדשנות) שאל אותי אתם צריכים

זה אחד הדברים שאנחנו בודקים, התשובה ממש לא חד משמעית זה אחד הדברים שאנחנו בודקים.

בואו נשמע את הרשות לחדשנות.

אז סיכמתי עם צביקה שאני לא אחזור עליו אבל אני אדבר על האיך עושים ועל האיך מתקדמים מהצד היותר פרקטי אני מסכים עם שני המורים שלי צביקה אקשטיין ודני צידון. שגיא דגן, הרשות לחדשנות. בואו נדבר רגע באמת על הצד של הלעשות, אנחנו DNA כנראה ההפוך בעולם הממשלתי מבנק ישראל אצלנו כל שנה מיליארד וחצי עד שני מיליארד, ובשנה שעברה היינו בשניים וחצי מיליארד של השקעות, סטטיסטיקה שלנו ש-70% נכשל. נכשל כי זה מו"פ טכנולוגי, אז זהו אני מקווה שאתם לא בעולם הזה כי אתם אמורים להיות הצד השמרני של הממשלה. אנחנו אם לא ניכשל בכמות כזו זה אומר שלא לקחנו מספיק סיכון. אנחנו גוף ממשלתי שהתפקיד שלו כנראה זה לקחת הכי הרבה סיכון. אבל כן בעבודה שלנו משרדי ממשלה מה שאנחנו רואים זה שאחת הדרכים הכי אפקטיביות להתקדם זה באמת המונח הזה של שדה ניסוי או ארגז חול וכן גם בתוך חוק ההסדרים הקרוב יש ארגז חול ראשון פיננסי שאמור להיכנס, והממשלה יכולה להכניס עוד רכיבים של ארגזי חול פנימה ושל יכולות של גופים ממשלתיים לייצר אותם. בחלק מהמקומות ואני מקווה שבנק ישראל כבר יושב תחת זה כי יש לו חוק עצמאי וקצת כמונו בתאגיד לפי חוק זה מגדיר הרבה מאוד סמכויות, כן יש מקומות של יכולת לבצע וזה יכול גם בלי חקיקה ייחודית אני אתן לכם דוגמה ממקום אחר לגמרי לא כי זה קשור לפיננסים אלא כי זה נותן איזה שהיא השראה. ישבנו עם ראש רשות התעופה האזרחית, אתם יודעים שיש דבר כזה שנקרא רחפנים ? אז אותה טכנולוגיה גם יכולה להיות הרבה יותר גדולה וגם לקחת אנשים ולהעיף את כל הרכב האוטונומי מהעולם כי יהיה יותר מהיר להטיס אנשים ברחפן לפני שהרכב האוטונומי עוד יסתדר בכבישים, השמיים יותר קלים. אז אמרנו אוקיי איך מתקדמים, ומסתבר שתחת חוק הטיס לראש רשות תעופה אזרחית יש המון המון סמכויות. מפה לשם, תוך שנה וחצי

מהנקודה שישבנו איתו אנחנו בהמשך החודש הזה כבר פותחים את שמי חדרה להטסה שנייה של מספר רב של רחפנים כבדים שנעים על ידי חברות שונות שעסקית הן מתחרות, נעות ביחד עם שיתופי מידע, עם מנגנוני בטיחות.

לפני חודשיים הייתה טיסה מסביב לחדרה ובהמשך החודש הזה זה אולי מעל חדרה אבל התובנה היא שכן רגולטור יכול לפתוח את השמיים, אין רגולציה כזו לרחפנים כבדים בעולם, עשינו משהו שבעצם הקפצנו את ישראל שנים קדימה ועקפנו את כל העולם. הנקודה היא שבתוך ניסוי של ארגז חול רגולטור נחשף לתעשייה, הוא יכול לבנות היקף מוגבל בזמן, בהיקף, בתחום, וללמוד מהתעשייה והתעשייה הישראלית בטח בתחומי הפינטק היא המובילה העולמית לפחות יחסית לגודל המדינה ולזה שללא גודל המדינה אנחנו בטח מספר 2 אחרי ארצות הברית, וזה כן המקום של בנק ישראל לבוא ולהגיד התפיסת עבודה שלנו בואו נעשה ניסויים, בואו נבדוק נראה מה עובד, נעשה שמונה פיילוטס, אבל תתחילו זאת אומרת בואו נתחיל להריץ זו התפיסה ואז הקצב התקדמות הוא כל כך מהיר והחשיפה למידע היא כזאת שיכול להיות שמה שיקרה בסוף זה מה שאנדרו אמר שייקח לנו חמש שנים ועשר שנים ויכול להיות שעוד שנתיים נמצא את עצמנו בין שלושת המובילים בעולם. צריך להתחיל לנסות, אי אפשר לדעת הכל מראש.

בואו נכניס גם את הצד הטכנולוגי

רציתי לציין אנחנו מדברים פה על השקל הדיגיטלי כאיזה שהוא מטבע קריפטוגרפי, שהוא ציבורי למעשה. בכלכלה המסורתית יש את הסקטור הציבורי ויש את הסקטור הפרטי, שגם הוא יספק פה אלטרנטיבות. ואני חושב שבמקביל למידע שמועלה פה סביב השקל הדיגיטלי צריך לחשוב על איזה שהוא framework גם לסקטור הפרטי, שירצה לפתח מטבעות ומוצרים דיגיטליים שונים. זה כבר קורה ועשוי להתרחב בפחות מחמש שנים, כנראה שהסקטור הפרטי ייצר מוצרים חדשים שגם בנק ישראל והסקטור הציבורי ילמדו מהם, אבל אני חושב שכמו בתחומים אחרים שבהם יש עשייה ציבורית ועשייה פרטית גם פה צריך לאפשר מוצרים ולספק מסגרת עקרונות לסקטור הפרטי במקרה כזה כאמור נדרש איזה שהוא framework שיקבל התייחסות מגופים שונים בממשלה אשר יתנו מענה ויאפשרו גם לסקטור הפרטי לספק פתרונות תחת הרגולציה המקומית. אני חושב שזה חשוב לעבוד על הדברים במקביל ולא צריך לעבוד בתור כיוון שרצוי שהסקטור הפרטי יוכל להתקדם ללא תלות בפתרון שמוצע כאן. אחרת התעשייה המקומית תהיה מוגבלת בפתוח המקומי של הפתרונות ואלו ימשיכו להתפתח במקומות אחרים

בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל
והשלכות על המגזר הפיננסי

לא רשומה, זה מה שאני מבין.

מוטי מימון

זו הסיבה שצריך Framework לסקטור הפרטי, זה בהחלט יהיה
רשום

דני צידון

אתה יכול לרשום את זה בכניסה וביציאה.

מוטי מימון

זה יהיה רשום גם...

דני צידון

דרך השקל הדיגיטלי. זו דחיית מס, זה לא ביטול מס. בוא אני אהיה
איתך בצורה הכי פשוטה שתעזור לך, שלומי אני אסביר לך אחר כך.

שלומי שוב

בואו נשמע את אור לגבי הצד המחקרי

אור סתת

שלום, אני אור סתת מהמחלקה למדעי המחשב בבן-גוריון, תחום
המחקר העיקרי שלי הוא קריפטוגרפיה קוונטית באופן כללי, ואני
עוסק לא מעט בכסף קוונטי וגם ב cryptocurrencies. אינני כלכלן,
אבל אני רוצה להציג שיתוף פעולה עם Isaiah Hull, חוקר בבנק
המרכזי של שוודיה. אנחנו אספנו את כל התכונות של סוגים שונים
של כסף מודרני. לדוגמה, בדיון הזה הוזכרה תכונה שאנו קוראים לה
proof of payments - היכולת של המשלמת להוכיח שהיא העבירה
כסף לצד המקבל; הוזכרו גם חוזים חכמים ו interoperability.
אנחנו עשינו סקר ספרות מקיף הן בספרות הכלכלית, בפרקטיקה

בעולם במקרה כזה התוצרים המקומיים יוסטו למדינות אחרות. אני
חושב שצריך להעלות פה את הסוגיה הזו, ובמקביל לסוגייה של
השקל הדיגיטלי לבנות איזה שהוא framework גם למטבעות
דיגיטליים נוספים שיתממשקו בצורה כזאת או אחרת אם בכלל.

אמיר ברנע

אני עדיין שואל את השאלה האם השקל הדיגיטלי הוא מתחרה או
משלים לקרפטוגרפי הפרטי? אתה אומר שיתנו לפרטיים אפשרות
הנפקה חופשית של מטבעות קריפטוגרפיות

מוטי מימון

אני לא חושב שזה מתחרה

דני צידון

הוא גם מתחרה וגם משלים. מה לעשות, העולם זז קצת, זה לא one
way ticket.

מוטי מימון

היום אנחנו נמצאים בעולם שהמטבעות הדיגיטליים נמצאים בכל
מקום, הבנקים המרכזיים לומדים את הנושא ומתחילים להעלות
את הנושא הזה. זה לא יכול להתחרות עם מה שקיים, זה יכול לבוא
ולהצמיח עוד פתרונות ולחבר בין הסקטור הציבורי לפרטי, זה פשוט
יהיה עוד אלטרנטיבה. בוא נגיד שזה לא יכול להחליף את זה.

אמיר ברנע

צביקה אקשטיין אם הבנתי אותך, מדבר על עולם בלי מזומן, שבעצם
השקל הדיגיטלי, הדיגיטציה תחליף את המזומן, ואז האפשרות
תהיה ישום יותר טוב, השוק השחור יצטמצם, כל מה ששמענו פה.
ומה אתה אומר לי? תנו לי לפתח מטבעות דיגיטליים פרטיים בתוך
מדינת ישראל שיאפשרו לאנשים בעצם לפעול ולאגור ערך בצורה

התכונות החשובות.

אנדרו אביר

אני לא רוצה להתבלבל עכשיו עם מי שהוא משקיע ב - cryptocurrency, זה לא כל הציבור.

אור סתת

אמרתי, market cap. אני מסכים שאי אפשר להסיק מה market cap לגבי התכונות החשובות אך עדיין זה נותן איזשהו סיגנל רלוונטי במיוחד מכיוון שזה שני סדרי גודל.

אמיר ברנע

זה דרך מתווכים אבל זה עדיין הציבור.

דני צידון

יש סלקציה, זה מדגם שהוא סלקציה לחלוטין.

יגאל נבו

אם זה היה מוסדר זה לא היה משהו שאתה מרגיש שאתה סוחר בחלקי גוף.

אור סתת

זה שוק חופשי יש פה מידע שהוא פתוח, בכל זאת אני חושב שה market cap וודאי שהוא לא מייצג אחד לאחד את הכל ויש פה גם ספקולטיבי וכו', ובכל זאת.

דני צידון

הוא לא מייצג כלום, הוא מייצג 0.01 מאוכלוסיית העולם שסוחר בשוק הזה איך אתה יכול להגיד... זה כל כך סלקציה של בני אדם שהם נכנסו לעולם הזה מול בני אדם שלא נכנסו אם תסיק מזה משהו על העולם אתה בטוח טועה.

עודד סלומי

אור, אני גם רוצה להוסיף, לא להתבלבל, השקעות בקריפטו אינן כאמצעי תשלום. אנחנו לא רואים את קריפטו כאמצעי תשלום כמעט בכלל למעט use cases מאוד מאוד צרים.

של מטבעות קריפטוגרפיים ובקריפטוגרפיה קוונטית וזיהינו כ-40 תכונות. התכונות שאני חושב רלוונטיות במיוחד ל CBDC הן: Divisibility and mergeability, local verifiability (offline payments), reversibility, back-up, interest bearing, localized supply rules (which allows to fairly distribute "helicopter money"), accessibility (whether anyone can use it) and whether it is identity-based.

מה המסקנות שלנו?

אחת, ייתכן שאנחנו נכנסים לעידן של תחרות בין מטבעות, ובין מערכות תשלומים שונות. ה - driver של התחרות הזו זה המשתמשים. המוצח/ים בתחרות יהיו סוגי הכסף עם התכונות שהמשתמשים מעוניינים בהם. באופן מסורתי, הבנק המרכזי בוחר את התכונות שחשובות לו והצרכנים יתאימו את עצמם. צריך לקחת בחשבון שיכולה להיות סיטואציה הפוכה: אם הבנק לא יבחר את התכונות שמעניינות את הצרכן, השקל הדיגיטלי ייזרק והמשתמשים יעברו לאלטרנטיבות אחרות.

נקודה שנייה, היא שיש הרבה מאוד trade-offs בין התכונות. לדוגמה, הוזכר כבר קודם המתח בין פרטיות ואנונימיות לבין anti-money laundering compliance; יש גם מתח בין תכונות אחרות שהוא פחות ברור: לדוגמה הוזכרה קודם היכולת של offline payments, כלומר, היכולת לבצע תשלום ללא תקשורת וללא סיוע בשום צד שלישי, בדומה למזומן; תכונה זו היא במתח חזק עם הבטיחות (מניעת double spending), ולכן אני מאוד ממליץ בכל לשון לעמוד על כך שאין אפשרות כזאת. בנוסף, off-line payments במתח עם היכולת לעשות backup לכסף שלנו (לדוגמה, בביטקוין, ניתן לגבות את המפתח הפרטי ולשים אותו מתחת למזרון. זו תכונה שאין למזומנים).

כפי שהוזכר בנקודה הראשונה, אם CBDCs או כל "כסף" אחר לא יענה נכון על הצרכים של הצרכן, הוא יפסיד בתחרות המטבעות. לכן, חשוב לענות על השאלה הבאה: מה ההעדפות של הצרכנים? על כך לא מצאנו מקומות בספרות שהתייחסו לכך באופן סיסטמטי ובעיני זו שאלה אקוטית. שלא מתקיימת לגביה דיון מספק. לצערי, אין לי המלצות או עמדה ברורה בנושא הזה (פרט לכך שחסר על כך מחקר). הנקודה היחידה שאפשר להתחיל להסתכל עלייה זה שוק ה cryptocurrencies. יש מבחר גדול של מטבעות עם תכונות שונות ו tradeoffs שונים ואנחנו יכולים להעריך את ה market cap של סוגים שונים של כסף. אולי (ופה יש עניין ספקולטיבי מעט) זה נותן איזשהו סיגנל לגבי החשיבות שהמשתמשים מייחסים לתכונות אלו. לדוגמה, אחד הדברים אולי הטרגיים, שאם אנחנו מסתכלים על שווי השוק של המטבעות שתומכים בפרטיות הוא בשני סדרי גודל פחות משווי השוק של מטבעות שתומכים ב smart contracts (שנר הזכיר קודם). באופן אישי, הלוואי שזה היה ההפך: זו אמירה דסקריפטיבית זו לא אמירה נורמטיבית, ואני רק מתאר את המציאות. ייתכן שהשוק של המטבעות הדיגיטליים יכול לתת לנו תובנות לגבי

אמיר ברנע

אז היכולות של הפריצה הזאת לא יוצרות איזה שהיא תקרה להתפתחות הדיגיטלית?

אור סתת

לא, אין שום חיוב להשתמש ב Offline payments. אני גם לא רואה שום עדות לכך שזו העדפה חזקה של המשתמשים. ואני אתן פה הערת אגב שכסף קוונטי פומבי מאפשר זאת. אבל זו טכנולוגיה שתהיה רלוונטית רק עוד עשור לפחות כך שזה בוודאי לא הדין שרלוונטי לפה.

אור סתת

לא לא אני דיברתי על offline payments שאני יכול להעביר לך בלי שום היעזרות בעולם החיצון זה מה שנקרא Offline payments. יואב, אם אני הבנתי נכון זה היה אחד היעדים ואני אומר זה יעד שלפי דעתי הוא בחירה לא מושכלת, זה מכניס פה סיכון.

הכוונה ב offline payment היא שאני יכול להעביר לך כסף בלי שום עזרה מהעולם החיצון: השולח והמקבל הם שני הצדדים היחידים שרלוונטים בעסקה. במערכת כמו ביטקוין גם הצד המקבל וגם הצד השולח צריכים להיות מחוברים לרשת האינטרנט. יואב, אם אני הבנתי נכון Offline payments היה אחד היעדים ואני אומר שוב שזה יעד שלפי דעתי הוא בחירה לא מושכלת, זה מכניס פה סיכון.

הערה אחרונה: אחד השיקולים שהוזכרו נגד CBDC הוא משיקולים שמרניים: אנחנו עדיין לא מבינים איך עושים את זה, מה היתרונות, מה החסרונות, מה הסיכונים, וכו'. אני מסכים עם ההרכה הזו, אך אני רוצה לתת גם טיעון נגד: אם מסתכלים על הסיטואציה הזו מזווית של תחרות בין סוגים שונים של מטבעות, כמו בכל סוג אחר של תחרות, מי שלא זז מוקדם עשוי להפסיד בשלב מוקדם מאוד בגלל אפקט רשת וכו'. אני מניח שאין צורך להרחיב על כך שלהפסד יכולות להיות השלכות דרמטיות מבחינה מוניטרית ופיסקלית.

אור סתת

אני לא טוען ש cryptocurrencies הם אמצעי תשלום מאוד יעיל, אבל עדיין אני חושב שאפשר לחשוב עליהם כסוג של כסף. לדוגמה, בטבלה שחולקה למשתמשים ניתן לראות שה throughput של כל המטבעות הקריפטוגרפים נמוך. על זה ודאי שאין עוררין.

אמיר ברנע

אבל אור, אתה רמזת על העניין של בטיחות המערכת. האפשרות של פריצת סייבר. עכשיו אני מבין שמדובר בשקל הדיגיטלי הזה שבנק ישראל מאבטח.

אור סתת

יש מערכות, לדוגמה, רב-קו, שמאפשרות תשלום offline. ברב-קו מוטמע רכיב שנקרא smart chip. צריך להבין שהפריצה של smart chips זה רק עניין של השקעה כספית: גורם שמוכן לשים, נניח, מיליון דולר יכול לפרוץ אותו לחלוטין. הפריצה הזו מאפשרת לי לשלם פעם אחת על כרטיס נסיעה לאוטובוס, ולעלות על 100 אוטובוסים. המוצרים מהסוג של smart chips הם מחוץ למה שנקרא "המודל הקריפטוגרפי הסטנדרטי", והן מבוססות על טכניקות בעייתיות מאוד שנקראות security by obscurity בניגוד לשאר הענפים בקריפטוגרפיה מודרנית. זה דבר שהוא בסדר כשהנזק הפוטנציאלי נמוך וברור מי הגורם שלוקח אחריות במקרה של פריצה למערכת. כשעוסקים בכסף, ואין ספק שאנשים פה מבינים על זה שזה תשתית לסכומים גבוהים, צריך להניח שהיריבים שלנו ישקיעו סכומים גבוהים של כסף ויצליחו להבין איך ה smart chip הזה עובד ולשבור אותו. מי ישפה את המשתמשים שנפגעו במקרה כזה? אני חושב שהדבר מהווה סיכון סיסטמי ולא ברור איך פותרים אותו. שימו לב שבמערכות תשלומים דיגיטליות אפשר לבצע אוטומציה להתקפה מה שמקשה מאוד על ההנחה שהיה מדובר ב"סכומים קטנים" (לדוגמה, אולי במטרה לפגוע במתחרים, ולא לתועלת אישית ישירה).

באמת רמה מאוד מאוד גבוה של למידה. חסר הצעד הזה קדימה כמו שדיברו פה, אני לא אחזור, sandbox ולתרגל ולעשות POC. יחד עם זאת אני רוצה לערער שתי הנחות יסוד. אחת, המנגנון הזה של Tier-2 שפרופסור ברנע ניסה לערער. בנק ישראל, באמת אני לא צריך להחמיא לאף אחד, הוא ברמה מאוד מאוד מקצועית גבוהה כמו שאמרנו אנשים מהשורה הראשונה, ברמה העולמית לבוא ולהגיד על עצמכם שאתם לא תוכלו לקחת את זה צעד אחד קדימה ולתת שירות ל-9 מיליון אנשים ולתת פתרונות של הלבנת הון ותפעול וזה, זה פשוט לעג לרעש. גופים פרטיים גופים פיננסיים עושים את זה שנים. זה לא מסובך. זה לא צריך להיות המוטיבציה למה לא ללכת למנגנון של Tier-1. צריך לבחון את זה. אני לא אומר שאני בהכרח מסכים עם זה. צריך לבחון את זה ולערער את הנחת היסוד הזאת, שהיא לא בהכרח תחזיק מיס לטווח הארוך, לעוד עשר, עשרים שנה. יש אפילו ריאיון ב youtube של ביבי שבא ואומר, שואלים אותו ככה בהלצה, האם הוא חושב שיהיו בנקים בעתיד והוא אומר שלא. זאת אומרת שאם מסתכלים קדימה, ואני לא לוקח אותו בהכרח כ reference, אבל כשמסתכלים קדימה יש הרבה גישות שבאות ואומרות אולי הבנקים לא יהיו איתנו, וצריך לחשוב על הנחת היסוד האם באמת בנקים יהיו איתנו ואם לא, אז מי יהיה במקומם, איך העסק הזה ינוהל. אז זה כהערת אגב אחת, קצת לערער על הנחת היסוד הזו. דבר שני, גם זה הוזכר, המטבעות המיוצבים - ה stable coin מטבעות שגופים פרטיים או גופים מוסדרים הנפיקו בעולם, מבוססים token כמובן, שהם צמודים באחד לאחד ב-100% זרובה ומגובים, כאשר המוביל ביניהם מבחינה רגולטורית זה ה USDC שהוקם על ידי והונפק על ידי גופים מוסדרים בארצות הברית, הוא הכי יציב, הכי ברור, הוא לא הכי גדול כי יש מתחרה לו ה USDT שהוא הראשון, שהוא לא באמת מוסדר בצורה רגולטורית טובה והשאלה אם לא פה בישראל, סוג של פיילוט או כמוצר משלים או כשירות מקדים, לא תהיה פה הנפקה של שקל דיגיטלי, ה stable coin או מט"ח בכלל, לאפשר פה stable דולרי. בישראל אין פה stable דולרי, מסיבות רגולטוריות וכן הלאה, למה לא לאפשר את זה ולתת לראות איך זה עובד, למה לצאת מהנחה שזה רק או CBDC או כלום? יש הרבה דברים לפני כן, בארצות הברית ה stable coin מאוד מאוד נפוץ, מאוד מצליח, זה משפר את כל המסחר ההשקעות, היציבות הבטיחות, מונע הונאות, מונע פריצות, מצמצם את הבעיה העצומה של התנדוטיות בקריפטו, כי אין כמעט תנדוטיות ב stable coin כי זה צמוד back to 100% back לדולר האמריקאי.

שלומי שוב

מי מנפיק אותו?

אני רון מביטוסי בורסת הקריפטו הישראלית. אנחנו למעשה פלטפורמת מסחר לקנייה מכירה החזקה של קריפטו מטבעות קריפטוגרפים כמו ביטקוין. קצת מהניסיון שלנו של שמונה שנים של העברת ערך, קניית ערך, אחסון ערך, קסטודיאן, ערך דיגיטלי. אז אני יכול קצת להגיד בטח שזה לא מייצג, זה רק עשרות אלפי ישראלים מתוך מיליונים. אני אנסה לענות שנייה על השאלה של פרופסור ברנע שמנסה כבר לקבל תשובה שעתיים, אם זה תחרות לקריפטו או לא תחרות לקריפטו, אי אפשר פשוט להכליל את כל שוק הקריפטו כאחד. אם ניקח את הביטקוין שזה המיינסטרים, זה הראשון, זה פורץ הדרך, זה הבשורה הכי גדולה מבחינת המהפכה הפיננסית, כערך מבזר, הביטקוין זה לא אותה ספרה בכלל, מבחינתו, מבחינת תעשיית הביטקוין שיהיה שקל דיגיטלי, שיהיה CBDC אחר, זה לא תחרות. בנק ישראל הרי לא מכיר בתעשיית הביטקוין ולהפך. מבחינה רעיונית הדעות המקצועיות הן חלוקות עד כדי זה 180 מעלות. מאמינים בבנק ישראל כמו כל בנק מרכזי, בני הול הכסף, בהדפסת הכסף, בשליטה על המוניטריות, זה ברור לכולנו. מנגד, ביטקוין זה ערך מבזר, לא מאמין באף אחד. זה בסדר גמור ולכן התעשיות האלה מלכתחילה הן מתנגשות, אבל ברמת ה CBDC זה לא באמת מעניין את הביטקוין המבזר.

שלומי שוב

אבל אם הייתה קונספירציה להפוך את הביטקוין לאמצעי תשלום, ה CBDC היה מחסל אותם.

רון צרפתי

הוא לכאורה מחסל. אתה לא יודע באמת. הביטקוין מבחינתו הוא רואה שעוד עשר, עשרים, מאה שנה, אלפיים שנה, לא יהיה בנקים מרכזיים, לא יהיה ממשלות, לא יהיה ריבון, יהיה ערך מבזר לחלוטין. לכן הדיון הוא לא פה ואני לא רוצה להסית את זה לדיון הזה בכלל, כי זה דיון שהוא תאורטי, מעניין ויכול גם להצחיק. אז נשאר את זה שנייה בצד. ולגבי תעשיית הקריפטו, שוב יש כאלה שיתמכו ב CBDC וכאלה שקצת יתנגדו ויציעו אחרת, ה stable coin שזה מטבעות מיוצבים של גופים מרכזיים, סליחה גופים פרטיים, מנפיקים אותם אז יכול להיות שיש ממשקים יכול להיות שיש התנגדויות, יכול להיות שיש רצונות ומוטיבציות שונות. אז זה לגבי הדיון, זה לא התשובה היא לא פשוטה אמיר, פרופסור ברנע זה העניין הזה. אני רוצה פשוט לקחת, לעלות שנייה רמה אחת למעלה, קודם כל הדוח הזה של בנק ישראל הוא מפורט, הוא מקצועי, יסודי. אני עברתי עליו, ניסיתי למצוא טעות, למעט משהו מאוד מאוד קטן, לא הצלחתי, גם הדוח הקודם של דוקטור סיגל ריבון מ-2018 היה מצוין כמו שיגאל כבר אמר,

בחינת הצורך בשקל דיגיטלי בישראל
והשלכות על המגזר הפיננסי

שאתם מכירים RBC לא חשבון קטן בבנק קטן בקנדה, הכל ברור ידוע אנחנו מייצרים את הstable coin מי עושה את המס הוא בא אלינו כאילו מי עושה on ramp ל account שולח דולרים קנדיים, מקבל דולרים קנדיים בארנק שבעצם stable coin על stellar זה בעצם IOU דולר קנדי, הכל נעשה בתוך system עם פרטיות, עם זול, עם אבטחה של הבלוקצ'יין שנותן שזו אבטחה יותר גדולה ממה שכרטיסי אשראי נותנים במסחר והקמפ off ramp נעשה אותו דבר, אתה שולח את הכסף חזרה אם אתה רוצה את הכסף חזרה אתה שולח את הדולר את ה stable coin אנחנו משמידים אותו ומפקידים לך חזרה לחשבון את הכסף. מערכת כזאת יכולה לעבוד בישראל ברמה של prototype אתה יודע מה תן לי להיסחף ממשלות, חוקים, אם היה רצון תשמע היה פעם במדינת ישראל קשה להאמין היה תקופה שבליילה אחד היו מקימים 12 ישובים, זה כנראה כבר עבר היום זה לוקח 12 שנים להקים ישוב... מבחינת היכולת הטכנולוגית הדבר הזה יכול לקום ולעמוד בתוך כמה חודשים.

שלומי שוב

אוקיי, בואו נשמע כעת את רשות ניירות ערך.

אילן גילדין

אנחנו מברכים מאוד על עצם העיסוק בפורום. אנו ברשות ניירות ערך עוסקים וחוקרים את תחום הנכסים הדיגיטליים מזה כמה שנים, דבר אשר קבל ביטוי בדוח נרחב שפרסמנו עוד במרץ 2019. הדוח סקר דאז את ההתפתחויות והמושגים העיקריים בתחום בראיית דיני ני"ע, כאשר אם הנוכחים זוכרים ב-2019 ה-hype המרכזי היה ה-סביב security tokens ונדרשנו לשאלה מה נכנס תחת מטריית דיני ני"ע. כפי שהמשנה לנגיד אמר קשה כיום לראות המטבעות קריפטוגרפיים כמטבעות, אלא יותר כנכס פיננסי, ייתכן שסחורה, ומטרת דוח רשות ניירות ערך בוועדת נכסים דיגיטליים שהוזנקה זה מכבר, זה לבחון מה הם 'גבולות הגזרה' שבהם אנחנו מרגישים כי נכון יהיה לחשוף את ציבור המשקיעים הרחב למוצרים שירצו להשקיע באותם נכסים.

רון צרפתי

נגיד בארצות הברית זה circle בשיתוף עם coinbase שאלו גופים עם רישיונות כמו בנק.

חנן שטיינהרט

אנחנו מנפיקים את זה בקנדה.

רון צרפתי

חנן עושה את זה בקנדה אז חנן אולי יכול לספר.

חנן שטיינהרט

אני אולי רוצה להוסיף פה קצת משהו שגם בבנק ישראל לא יודעים, לפני בערך שנתיים וחצי רציתי לעשות פה בישראל שקל דיגיטלי בגדול שימש למסחר pier to pier וגם לשים בו כרטיס אשראי וירטואלי ואז אתה יכול לשלם איתו בtap ובעצם זה כמו apple pay בקטע של הקופות שבהן אין עדיין קבלה של הארנק הדיגיטלי. נפגשתי עם בנק ישראל עם נדון ועם עוד אדון אחד מהפיקוח על הבנקים, נפגשתי עם הרשות לניירות ערך עם ענת ועם גיתית, ונפגשתי עם משרדי עורכי דין בארץ ונפגשתי גם עם כמה בנקים בארץ, אני גר עכשיו אני חצי אבל הייתי גר בארצות הברית בעמק הסיליקון והגעתי למסקנה שיש סיבה טובה למה אני עושה עסקים בארצות הברית ולא בארץ. אם בנק ישראל היה מוכן לפתוח לנו חשבון בבנק ישראל, אני מוכן להתחייב תוך שלושה חודשים יש לכם ארנק בעברית, ביט זה לא ארנק ביט זה interface של חשבון בנק, ארנק שיש בו כרטיס אשראי שאפשר לשלם, ויש בו שקל דיגיטלי שהוא מונפק על ידנו על בלוקצ'יין שהוא בלוקצ'יין ציבורי בלוקצ'יין שנקרא Stellar וזהו. בתור טסט, שלושה חודשים שישה חודשים לא חמש שנים, זה עובד. אחרי שהבנתי שבעצם למה אני לא עושה עסקים בישראל הלכנו לקנדה, שישה שבועות גמרנו את הרגולציה אנחנו עושים KYC בצורה מאוד אלגנטית, שכן אדם פותח את הארנק, יש לנו חשבון בנק וחשבון

כלומר מדובר על תשקיף?

בואו נשמע על הועדה השנייה.

אילן גילדין

אסף ארז

מוצרי השקעה, בעיקר בתחום קרנות הנאמנות. אם אלו קרנות פאסיביות או אקטיביות, שישקיעו באותם הנכסים. אנו לא מתעלמים מהעובדה שקיים מתח מסוים בין הגישה הפטרנליסטית כלומר כמה הרגולטור מעוניין 'לגונן' על ציבור המשקיעים לעומת רצון הציבור להיחשף למגוון נכסים, ברמות סיכון כאלה ואחרות וברור גם שהייתה פה התפתחות בתעשייה הפיננסית שאנו לא יכולים להתעלם ממנה. חלק גדול מהמשקיעים כבר מוצאים עצמם משקיעים דרך פלטפורמות אחרות, לא מפוקחות, ואנחנו כן חושבים שהגיע הזמן לאזן את זה מעט, ולספק להם אלטרנטיבה מפוקחת. אנו כעת בוחנים כאמור את התנאים בהם התחום יוכל להכנס תחת ההסדרה והפיקוח שלנו. לדוגמא, אספקה פיזית של המטבעות או דרך חוזים, אילו סוגי מטבעות, האם כל הנכסים יהיו זמינים למשקיעי ריטייל או שחלקם יהיו זמינים רק לכשירים ועוד.

אמיר ברנע

תסביר כי לא הצלחתי להבין. אתה אומר שמקיימים גופים פיננסיים מן קרנות נאמנות שישקיעו במטבעות קריפטו כאלה, בפיזור שאיננו ברור זאת אומרת אתה מדבר על הגופים האלה שפונים לציבור לגייס כספים? זאת אומרת מדובר על פנייה למשקיעים כשירים בלבד ?

אילן גילדין

צריכים לעשות את ההפרדה, ישנם מכשירי השקעה דרכם ניתן להשקיע במטבעות קריפטוגרפים, בין פאסיביים או אקטיביים, וישנם תאגידים, שכחלק מהפעילות העסקית שלהם משקיעים בטכנולוגיה קריפטוגרפית, או למשל בכספי הנוסטרו שלהם יכולים להשקיע במטבעות קריפטוגרפים וזה בעינינו שתי התייחסויות נפרדות. אנחנו נתייחס לשני המצבים בדוח הזה, כאשר הדגש הוא בעיקר על המוצרים כרגע.

אלי מזרוח

מה הלוחות זמנים ?

אילן גילדין

אנחנו מעוניינים להגיש דוח לציבור להערות ציבור באוקטובר/ נובמבר.

הא Backoffice כזה ?

אמיר ברנע

שמי אסף ארז, אני כן אשמח לענות או לפחות לתת חומר למחשבה לפרופסור ברנע, הוא דיבר על אינפורמציה ועל האפשרות שחוסר אינפורמציה עשויה לעלות את הפרמיה לאשראי לציבור אבל ב account base אתה יכול תאורטית להחזיק אצל הלקוח את האינפורמציה ואחד attributed של המאפיינים של DLT בלוקצ'יין זה שאי אפשר לשנות את האינפורמציה. כביכול יכול להיות שהלקוח עצמו בלי אפשרות לשנות את האינפורמציה של עצמו, יוכל אם הוא רוצה להעביר את האינפורמציה לאותו גוף צד אחד ולהזיל את אותן עלויות שאתה מדבר עליהן זה בעצם הפתרון של הפרמית סיכון. הוועדה שאני מוביל יותר קשורה לנושא ה CBDC, זו וועדה שמנסה לקדם סליקה על בסיס טכנולוגיות חדשניות, סליקה של ניירות ערך אבל מכיוון שגם ברמה הרגולטורית אם מסתכלים על cpss iosco ועל עקרונות רגולציה יש לך רגל נכסית שזה ניירות הערך ויש לך רגל מטבעית ואתה צריך אחת כנגד השנייה אז יש צורך משפטית שסליקת רגל אחת תותנה בסליקת רגל שנייה. כמו ההיבט המשפטי רצוי שגם שהטכנולוגיה תתמוך בתנאי המשפטי. הדבר יביא למימוש את הפוטנציאל בשביל להקטין את העלויות. הוועדה שלנו גם בעצם באספקט הזה של CBDC תבחן את הנושא, עוד פעם CBDC בדוח היפה ובטח במצגות היפות יש שם השלכות מאוד רחבות בנושאים מוניטריים נושאים מאקרו כלכליים אבל בהיבט של ניירות ערך יש שמה משמעות מאוד חשובה ואנחנו רואים את זה גם בעולם, בסניגפור בשווייץ, חלק מהניסויים שעושים זה בנק מרכזי יחד עם מסלוקה, בהיבט הזה אני אגיד עוד איזה אמירה כי בעצם אנחנו רק בתחילת הדרך אז אין לי פה הרבה יותר מידי מה להגיד אבל אני מאוד מסכים עם דני צידון לגבי האמירה שזה לא טכנולוגי, כלומר אנחנו באים בהנחה שיש צורך כלומר בעולם ניירות ערך זה ברור היום הכל דיגיטלי אבל למעשה מבנה המערכת הוא משמר למעשה מערכות ישנות של רישום מרכזי ואז שרשרת רישום מתחתיה ולמעשה צריך לבוא ולשאל את השאלה איך היינו רוצים לפני השאלה הטכנולוגית איך היינו רוצים לבנות את המערכת הזאת מחדש בצורה אופטימלית את מערכת הרישום של ניירות ערך, מערכת ההעברה של ניירות ערך ועל בסיס זה לבחון את הטכנולוגיה, השאלה בדרך היא עובדת בצורה הזאת!...

אמיר ברנע

לעשרות שנים במינימום תקלות.

שלומי שוב

טוב, אנחנו צריכים להתחיל לסכם את המפגש

יואב סופר

אני רוצה לציין שהבדיקה שאנחנו עושים היא בדיקה בכל מיני היבטים כלכליים, עסקיים, טכנולוגיים, משפטיים הכל באמת נמצא בשלב הבדיקה, אם אני אצטט את הנגיד האמריקאי Powell שאמר Better than we'll be first is that we do it right, ואני מאוד מאוד מאמץ את האמירה הזו. אנחנו התחלנו לחשוב על זה בדיוק כדי שאם נגיע למסקנה שצריך לסלול את כביש 6 אז נהיה יותר כמו כביש 6 ולא כמו מטר ונאנחנו עדיין חושבים אם צריך לשלול את כביש 6 הזה. חלקכם חושבים שאנחנו צריכים לעשות את זה מחר בבוקר אני מאוד אשמח לשמוע, מגבלות הדיון הן פה כמובן מוגבלות, נשמח באמת לקבל מכם התייחסויות מה use cases - איך אתם חושבים שזה יכול לעזור או למה זה יכול לסייע, איך זה הופך את המצב של כלנו ליותר טוב.

עוד דבר קטן - פרופסור צידון אמר שכל הטכנולוגיה כבר פתורה והכל בסדר ורק צריך להחליט לקנות אותה, אור אמר שנושא האופליין הוא טכנולוגי בלתי אפשרי. אבל זה לדעתנו דבר מאוד חשוב אני רוצה שזה יהיה נגיש לכולם, אז אני חושב שהיכולת לשלם בoffline ולו אפילו בסכומים קטנים מאוד חשובה, ואתה כאיש מוחר בתחום שאני לא מבין בו כלום, אומר לי תקשיב זה בלתי אפשרי.

דני צידון

לא לא לא, בסכומים קטנים הוא ירשה...

יואב סופר

מה שאני אומר זה שבבסיס הדברים נראים אולי מובנים אבל כשאתה מתחיל ללכת לכל מיני פינות ולחשוב על כל מיני דברים שבסוף

אסף ארז

כן, למעשה זה Backoffice זה למעשה יש זה backend מה שנקרא בשפה הטכנולוגית, כולם עושים עסקאות בבורסה ולמעשה סוחרים אבל בסוף הנייר ערך...

אמיר ברנע

מה יכול להוזיל את עלות ההחלפה? את עלות הסליקה?

אסף ארז

אז קודם כל זה מוזיל, דבר שני זה גם מקטין משמעותית יש פה כמה אלמנטים, אז הוזלה זה דבר אחד מהם שצבי ודני דיברו עליו, אבל גם נגיד בסיכונים סיסטמיים היום כיוון שאתה עושה מסחר תוך כדי היום אבל המידע לגבי ההחזקות שלך הוא לא בכל שרשרת המשמורת אז למעשה יש מסלקה, CCP שלוקחת סיכון מאוד גדול ולכן ברגע שאתה עושה או אתה נותן את האפשרות לפחות עסקית לעשות החלפה מיידית אתה בעצם מקטין מאוד את הסיכונים הסיסטמיים, יש גם אלמנטים של תחרות בין לאומית, אולי בשונה ממטבע ואני אומר את זה בזהירות אבל מטבע הוא מאוד Home bias אנשים משתמשים בשקל, ניירות ערך Home bias הרבה יותר קטן, אמנם יש מחקרים אבל הוא הרבה פחות קטן ולכן אם השוק הישראלי לא יהיה מספיק תחרותי אנשים ילכו לניירות ערך זרים יותר בקלות, נראה לי שזהו.

יוגל כהן

חשיבות כניסת בנק מרכזי לשוק המטבעות הדיגיטליים - זה היכולת לקבל בטחון 100% שיש מישהו שעומד מאחורי המטבע הנ"ל - אפילו בדרגת בטחון יותר גבוהה מבנק מסחרי שיש בו סיכונים מעצם עיסוקו. גופים מוסדיים רוצים וודאות רגולטורית ובטחון 100% ככל שאפשר בהשקעות שלהן - כמו כן, התיאום בין הרגולטורים של המדינות בקביעת סטנדרט ויכול לפקח ולתת בטחון - זה קריטי לגופים מוסדיים שכל תפקידם לשמור על כספי הלקוחות שלהם

אמיר ברנע

אבל הציעו לך פה בתקופת המעבר לאפשר לגופים פרטיים להנפיק שקל דיגיטלי או דומה לו, מה העמדה של בנק ישראל לגבי בקשות אישור כאלה?

אנדרו אביר

זה נושא אולי נושא נוסף אני לא חושב שאני רוצה להיכנס כבר לסיפור הזה, כל הבחינה של איך בעצם להמיר ביטקוין בתוך הבנקים זה נושא שבדקים היום, בודקים אותו לא כפי שאתה אמרת לפני אולי חמש שנים, אני חושב שתהיה תשובה לזה...

יגאל נבו

יש פסיקת בג"צ שמחייבת את זה...

אנדרו אביר

נכון, בתקופה הקרובה אכן תהיה התייחסות לזה אבל זו שאלה אחרת זה לא קשור לנושא.

רון צרפתי

מה לגבי stable coin פרטי? יש איזה שהיא אמירה לבנק ישראל מבחינתו אם גוף עכשיו כמו חנן רוצה לעשות stable coin שקלי או stable coin דולרי קנדי פה? מה האמירה הערכית של הבנק בנושא?

עודד סלומי

יש שיח רגולטורי על נושא של מטבעות יציבים, התחום לא בהכרח יהיה מפותח על-ידי בנק ישראל. אנחנו בתהליך פעיל מול רגולטורים נוספים בתחום הזה.

שלומי שוב

אנדרו אני חושב שראית כאן היום תמימות דעים בדיון שלנו לגבי הצורך באימוץ שקל דיגיטלי. מניח שזה אפילו אומר שאחוזי ההסתברות שלך עלו מאלו שהיו בתחילת הדיון.

אמיר ברנע

רק מילה כנראה, השאלה היא האם הדרך היא לאימוץ מטבע דיגיטלי, אם ייקח עוד זמן או פחות זמן, יחפשו דוגמאות מחוץ לארץ או לא,

יצטרכו להיות אז אתה כן נתקל בכל מיני אתגרים טכנולוגיים ואנחנו שמחים מאוד לשתף גם את התעשייה וגם את האקדמיה בשיח הזה ואנחנו בהחלט נעשה עוד אירועי שיתוף ציבור -מזה בעצם הראשון שלא אנחנו יזמנו ואני מאוד שמח שהגענו אליו. אמירה אחרונה -אין לנו יעד להפסיק להנפיק מזומן, אוקיי, לפחות לא כרגע. אני לא יודע אם מישהו פה זה מטריד אותך אבל יש הרבה מאוד אנשים בציבור הישראלי שזה מטריד אותם ואין לנו יעד כזה. אני בהחלט חושב שאנחנו צריכים לחשוב גם בישראל על ההשלכות התרבותיות, אם יש לנו בישראל אנשים שלא התחברו לאינטרנט אף פעם זה אומר שאני צריך לחשוב גם על דרך שתשרת את כלל הציבור. המון תודה באמת על ההזדמנות ועל הדברים שאמרתם, מאוד מאוד חשוב לנו.

אנדרו אביר

אנחנו כבר לא במודעה של מחקר, אנחנו במודעה של יישום. זאת אולי הסיבה למה הנגיד שם אותי על הפרויקט אני לא ממש טוב במחקר, אני לא יודע אם אני טוב ביישום אבל אני הרבה יותר טוב ביישום מאשר במחקר. אנחנו צריכים את העזרה שלכם, אנחנו לא חושבים שיש לנו את הידע כדי ליישם את הפרויקט הזה ולכן יצאנו עם הקול קורא כדי לשמוע מכם איך להתקדם. הדבר השני שאני רוצה להגיד הוא שאני יודע מה CBDC לא יעשה: הוא לא יהיה סיבה למה אנשים יפסיקו להשתמש במזומן אם הם רוצים להעלים מס. מי שרוצה להעלים מס הוא יעשה את זה, זה לא משנה שיש CBDC או שאין CBDC, הוא לא ישתמש בCBDC. יש דרכים אחרות כדי ללכת על הכיוון של לטפל בכל הנושא של הון שחור ופשיעה, הCBDC הוא לא התשובה לזה. מה שהCBDC כן יכול לעשות (עסקות חכמות) ואני חושב שזה הסיבה העיקרית אם נלך על זה זה הכיוון הזה זה מה שאני חושב שחלק מכם אמרו (ניר גם אמר את זה) לתת פתרונות שלא קיימים במערכת הנוכחית. זה יכול להיות הסיבה האמיתית של זה (השקת CBDC). וזה הכיוון שאני חושב שאנחנו צריכים לבחון ולעבוד אתכם בכל מיני רעיונות איך אפשר בעצם לשלב את העניין של CBDC עם מה שאתם כבר עובדים על הדבר הזה (פיתוחים חדשים כמו סליקה דיגיטלית). האם זה יהיה בעוד שנתיים, חמש שנים? אני לא יודע. אין לי את התשובה הזאת, מה שאני כן יכול להגיד שאנחנו לוקחים את זה עכשיו לכיוון של לראות למה לא נסתמך על זה, למה לא להשיק CBDC במקום לחשוב שאולי...ההוכחה היא למה לא להשתמש בזה כי אנחנו די בטוחים שבשאר המקומות בעולם כן יש CBDC. ולכן אנחנו גם יכולים ליהנות מזה כי אנחנו לא הולכים לפתח CBDC לבד, אני די בטוח שמה שיקרה שכמה מדינות בעצם ישיקו CBDC ואנחנו יכולים ליהנות מהתשתית הזאת, יכול להיות שנמצא כל מיני תוספות שנרצה אבל אנחנו לא יכולים להמציא את התשתית הזאת. אנחנו היום כבר במצב שאנחנו אומרים שהתשתית הזאת תהיה בעוד כמה שנים.

כנראה שזה הולך להיות לכיוון זה, ואז השאלה שאותי הטרידה מהן ההשפעות הרוחביות על הבנקאות. שימו לב שהבנקאים נעדרים מהדיון. זה לא שלא הזמנו בנקאים, הזמנו בנקאים שלא הגיעו להוציא את דני צידון שהוא אקס בנקאי. חיפשתי בנקאים שהם עכשיו בתפקיד, או מהפיקוח על הבנקים...

יואב סופר

הפיקוח על הבנקים מעורב בצוותי העבודה שלנו.

אמיר ברנע

כל מה שאני אומר זה שביקשתי מבנקאים להשתתף בדיון. אני אומר מה אותי מטריד, ולא קיבלתי תשובה האם הנפקת שקל דיגיטלי הוא אירוע מהותי שקשור למעמד מערכת הבנקאות בעתיד הנראה לעין. האם אירוע כזה חייב להשתלב בתכנית האסטרטגית של בנקים, ואני שואל את השאלה הפשוטה - יש וועדה של בנק ישראל שדיברה על שקל דיגיטלי נכון או לא נכון? האם יש לזה השלכות לגבי המערכת הבנקאית? ישאל הדירקטור בבנק מה ההשלכות לגבי הבנק שלי או המערכת הבנקאית בכללותה, כאשר כל אחד יודע שהמערכת הבנקאית עוברת לדיגיטציה בכל מיני דרכים. סוגרים סניפים, אתה לא רואה פקיד של בנק, זה מה שהצגתם פה גם, ברור, אז אני חיפשתי תשובה לשאלה האם הנושא הזה צריך להשתלב כבר עכשיו במסגרת האסטרטגיה הבנקאית? או שאין מה לדאוג זה בסך הכל שולי. לא ברור אולי עוד חמש שנים ויכול להיות שההשפעה על הבנקים היא השפעה שולית. אני לא קיבלתי תשובה לשאלה הזו אבל למדתי בדיון פה, הנושא קיים, הנושא לפנינו, ומי שלא יגע בו ומי שלא יטפל בו יישאר מאחור.

שלומי שוב

תודה רבה לכולם

טופס הצטרפות לרשימת
הדיוור של פורום שווי הוגן

שם משפחה: _____ Last Name: _____

שם פרטי: _____ First Name: _____

מקום עבודה: _____ Company: _____

תפקיד: _____ Position: _____

טלפון בעבודה: _____ Telephone (w) _____

טלפון נייד: _____ Telephone (c) _____

פקס: _____ Fax: _____

דוא"ל: _____ E-Mail: _____

כתובת לדואר: _____ Address: _____

הערות: _____ Comments: _____

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

אנא מלאו את הטופס ושילחו למייל או לכתובת הרשומים מטה.

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

המרכז הבינתחומי הרצליה, רחוב האוניברסיטה 8, הרצליה, 4610101

טל': 09-9527675

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

משתתפי כורום שווי הוגן
התש"פ - לפי סדר א'-ב'

אפרת טולקובסקי	אביבה וייס	אייל גרון	שלומי ברטוב	זמירה ארבל	יניב אבדי
דליה טל	אסף וייס	אודי גרינברג	נחמה ברין	טל ארבל	יניב אבולוב
אביב טלדן	דן וייס	אורי גרינפלד	הדר ברין-וייס	אורי ארד	שלומי אביבי
רוני טלמור	יעל וייס	יולי גרמן	מיכאל בריק	מיכה ארד	דורון אביטל
יואב יאיר	לי וינוקור	שגי'א דגן	גי'א ברכה	אסף ארז	אנדרו אביר
רותי יהודיוף כהן	צבי וינר	מישל דהן	עופר ברנדט	מיטל אריק	זאב אבולס
יעקב יודקביץ	שלומי וינר	בועז דהרי	איציק ברנע	מיכל ארלוזורוב	דן אבנון
ליאת יוזיפוביץ	נטע ורדי	איליה דובינסקי	יוסי ברנע	סמי בבקוב	עמנואל אבנר
גי'א יוחי הרפז	אבי ורטהיים	ניר דוד	נבו ברנר	שלום בובליל	משה (מוקי) אברמוביץ'
רויטל יוסף	לירון ורמן	עמרי דוידוב	ארז ברק	רונית בודו	שמואל אברמזון
איה יופה	שרון ז'בנר	יראת דומנוביץ'	סימי ברק	עלי בוקשפן	שמשון אדלר
מוטי ימין	דודו זבידה	איל דושנסקי	משה ברקת	איילת בורשטיין	דוד אדר
חגי'ת ינון	יצחק זהבי	אלי דניאל	ניר ג'אנה	אברהם ביגר	ג'קי אהרון
עומרי יניב	שמואל זוטקין	דגני'ת דניאל	נטלי ג'ייקובס	דרור ביטרמן	מתי אהרון
עופר ינקוביץ	שלומי זידר	דודי דניאל	שירין גבאי	אורלי בייזר	יובל אוביץ
עפר ינקוביץ	יובל זילברשטיין	רמי דרור	דרור גד	סבינה בירן	עומר אונגר
יוכי יעקבי	יוסי זינגר	חמוטל דרקסלר	משה גדנסקי	אמיר בכר	רגינה אונגר
מושית יפה	לירון זינגר הריס	עמית דת	אבירם גואטה	גי'א בלאו	יבגני אוסטרובסקי
ורד יפת	גי'א זיסקינד	שמוליק האוזר	ענת גואטה	ירון בלוך	מורן אופיר
טוהר יצחקי	עמרי זלינגר	דב האוסן כוריאל	שיראל גוטמן עמירה	אילנית בלומין	שלי אופנהיימר-לוי
אליהו ישראל	רונית זלמן מלאך	דוד האן	אוהד גולד	בן בלומנפלד	בן אוריין
דורון ישראלי	צחי זנזורי	רון הדסי	יעקב גולד	שמואל (מולי) בן צבי	חגי אורן
אלי כהן	דודו זקן	אסתי הדר	יקי גולד	אלדר בן-רובי	גי'א אטיאס
אלן כהן	גולן זריהן	אייל הדרי	רובי גולדנברג	יהודה בן אסאייג	משה אטיאס
אלעד כהן	צחי חבושה	ערן היימר	רן גולדשטיין	אבי בן בסט	נירית איבי
גי'א כהן	יורם חדד	ניר הירשמן	רפי גולדשטיין	יוסי בן ברוך	איגור איבניצקי
זיו כהן	מנאל חוראני	אמיר הלמר	אייל גונן	אייל בן יעקב	עידן אידלמן
יונל כהן	אריאלה חזי אשכנזי	ניר הלפרין	גיתית גור גרשגורן	אריק בן ישי	לילי איילון
ניסים כהן	דני חחיאשוילי	רונית הראל	אור גורבט	אביבה בן משה	אריק איתן
רות כהן-מרק	טל חי ציון	דורון הרמן	נדב גיל	אבי בן נון	אלי אל על
שלומי כהן פלח	לייזה חיימוביץ	ארז הרשקוביץ	אילן גילדין	איילת בן עזר	מיכל אלבז
שחר כרמי	חילי חליל	יקי ודמני	אסתרי גילעז-רן	אמיר בן ציון	אורי אלדובי
בני לאוטרבך	אסף חמדני	אברמי וול	גלית גינזבורג	לינדה בן שושן	חן אלטשולר
דקלה לביא פיישר	עופר חנוך	אורן וולך	עמית גל	ריטא בעל-טכסא	ישראל אליהו
צפרי'ר לבנה	שרון חנס	ערן וולף	איה גל עד	אילנה בר	אולגה אלכסייב
נועם לבנון	עבד חסדיה	יהודה וונדרלנדה	דן גלאי	חדווה בר	דן אלנתן
אבי לוי	נתן חץ	עומר וונש	הילה גלזמן	אבי בר-אור	מיטל אנגיל
גליה לוי	מאור חקק	עמר וונש	אלון גלזר	אביטל בר-דיין	יעל אנדרון
חן לוי	גי'א טביביאן	דני ויטאן	תומר גם זו לטובה	תמר בר-נוי גוטלין	מיכאל אסולין
נועם לוי	הראל טוב	רעיה ויטנברג שפרנט	בנג'מין גנדס	רונה ברגמן נוה	אסף אקשטיין
רון לוי	קארין טוילי	שמואל ויינשטיין	רוני גנוד	איציק ברדוגו	צביקה אקשטיין

משתתפי פורום שווי הוגן
התש"פ - לפי סדר א'-ב'

עירא ריק לכמן	איתי קדמי	שמעון עיר שי	שלמה מרקל	רם לוי
רקפת רמיגולסקי	שי קודיש	רולנד עם שלם	נועה משיח	רמי לוי
ענת שביט	אילן קודרנסקי	דן עמירם	נטלי משען זכאי	חיים לוי-קידר
ארגון שגב	נמרוד קוזלובסקי	גל עמית	הדר נאות	ג'נט לוי פחימה
עידו שגיא	מור קולא	אדוה ענבר	מוני נאמן	מאיר לוין
גיל שדה	אילן קולוף	רוני עפר	יגאל נבו	ענת לוין
קים שהם ניר	שי קומפל	טל עצמון	כרם נבו	רוחה לוין
גלעד שובל	הילה קונפורטי	אהרון פוגל	שי נבו	שרית לויתן
יהונתן שוורץ	יאיר קופל	ואדים פורטנוי	יובל נבות	עירית ליאו
יונתן שוורץ	אורלי קורן	ודים פורטנוי	נדב נגר	ינון ליבזון
לנה שוורץ	אסתר קורן	איתי פטל	זאב נהרי	עמיר ליכט
מנחם שוורץ	אלעד קירסון	ורד פיליכובסקי סייסיק	דני נוח	בן ליפץ
שרון שולמן	ורד קירשנר	ענת פילצר סומך	יורם נוח	אורי למפרט
ערן שחם	כפיר קלדרון	מאיה פינגר	גיא נתן	ערן למפרט
משה שחף	רונן קמחי	גיא פישר	ברוך סאוטה	אילנית לנדסמן
יוסי שחק	שרה קנדלר	איתי פלב	ירון סבר	יאיר לפידות
יהל שחר	יזהר קנה	שוקי פלג	אסף סגל	רבקה לפינר
חנן שטיינהרט	קובי קסטיאל	אילן פלטו	אודי סול	גיא לקן
ענבר שטיינר	רעות קסלר	יפעת פלקון שניידר	צחי סולטן	ארתור לשינסקי
נדב שטיינברג	אופיר קפלן	טליה פנחסוב	יואב סופר	אסף לשם
קרן שטרית	יאיר קפלן	צור פניגשטיין	שלום סופר	אלינור מאיר
אורי שטרן	אלעד קראוס	דינה פסקא רז	מירי סופרשטיין	קרין מאיר רובינשטיין
אבי שטרנסוש	חגית קרן	דניאל פרסמן	אמיר סוראיה	גת מגידו
גידי שלום בנדור	רני קרקובסקי	חמי פקר	ברק סורני	מומו מהדב
עמית שליט	ענר רבון	אברהם פרוכטמן	רואי סטאל	דורון מוטעי
רוני שליט	דוד רביע	אסף פרוסק	צבי סטפק	שי מויאל
סיגל שלימוף	יעל רגב	יולי פרלמן	פבלו סלבין	שלומי מויאל
מיכל שלמה	עודד רוז	אורן פרנקל	עודד סלומי	ישראל מוסנזון
אלי שמעוני	אמיר רוזין	חיים פרנקל	מרט סליוזברג	טל מוסקוביץ
רקפת שני	סיגל רוזן-רכב	יאירה פרנקל	מאיר סלייטר	טל מופקדי
עדי שפיר	ארז רוזנברג	אריק פרץ	דורית סלינגר	איציק מורוביץ
רועי שפירא	יהלי רוטנברג	עופר פרץ	איציק סלמה	דקלה מושקוביץ
חיים שקולניק	עינת רום	רות פשצ'יק אליאס	חיים סמט	צפנת מזר-לייסט
דניאל שרון	יגאל רופא	יצחק צ'יקורל	ניצן סנדור	אלי מזרח
עודד שריג	מיכל רז	ערן צ'רינינסקי	עדי סקופ	טל מזרחי
אופיר שריד	רויטל רז	דורון צור	אור סתת	שגיב מזרחי
גלעד שריר	יוסי רזניק	ליאה צור	מיכל עבאדי בויאנג'ו	מוטי מימון
לימור תשובה	אילה רזניק-דותן	דני צידון	יורם עדן	אלונה מירון
	יוסי רייטן	רון צרפתי	אהד עובד	רונן מנשס
	יוסף רייטן	בן קאנה	ניר עובדיה	איתי מקמל
	שרון רייך	איתי קדמי	לבנת עין-שי וילדר	ניר מרדכי

רשימת דיונים משנים קודמות

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 מחדשת ושאלת אחריות דירקטורים על נתוני חברות בנות וכלולות".
- מפגש דיון פברואר 2018: "מתודולוגיית מחירוני הרכב והשלכותיה רחבות ההיקף 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 מנון 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?"

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 מלרג 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".

תש"ף

- מפגש דצמבר 2019: "סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי"
- 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".
- מפגש פברואר 2020: "אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".
- מפגש אפריל 2020: "הערכות שווי לצורך דוחות Q1 בעקבות משבר הקורונה: מדידת שווי הוגן (לרבות נדל"ן להשקעה) ובחינת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)".
- מפגש מאי 2020: "השפעת המשבר על יכולת הפירעון של אגרות חוב על רקע מתווה הדגל של רשות שוק ההון".
- 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 II: 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?"

לינק לרשימת דיונים משנים קודמות

<https://www.idc.ac.il/he/specialprograms/accounting/fvf/pages/summaries.aspx>

רשימת דיונים משנים קודמות

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 הרוחב"
- מפגש דיון אפריל 2016: "מיהו "משתתף שוק" (Market Participant)? דיון מחדש 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?"

תשע"ה

- מפגש דיון יוני 2015: "PCAOB בישראל: האם נחוץ פיקוח חיצוני על רואי החשבון?"
- מפגש דיון מאי 2015: "הדוחות הכספיים כמידע פנים: אירוע מידי או מתמשך?"
- מפגש דיון מרץ 2015: "אי תלות של מעריכי 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 והערות עסק חי."
- מפגש דיון אפריל 2013: "הפרשה ו-Recovery של חובות פגומים במערכת הבנקאית: האם הטיפול החשבונאי הקיים מפספס את 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?"
- מפגש דיון ינואר 2013: "כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן שלאחר תיקון 20?"
- מפגש דיון דצמבר 2012: "השינויים הצפויים בדרישות הלימות ההון הרגולטוריות: השלכות כלכליות"
- מפגש דיון נובמבר 2012: "שעור ההיוון של התחייבויות ארוכות טווח 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 מול 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".