

## סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 11/12/2023

נושא המפגש: "השלכות המלחמה על הערכות שווי בדוחות 2023 לאור תחזיות המאקרו והשינויים בשוק הסחיר"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: טל אטיאה ואמיר אטיאס

### שלומי שוב

בוקר טוב, אנחנו עוסקים הבוקר בנושא של הערכות שווי לסוף דצמבר 2023 לקראת הדוחות הכספיים השנתיים. יש כאן שילוב לא טריוויאלי בכלל של עליית הריבית הגלובאלית שמשפיעה דרמטית על ההיי טק שבפני עצמה עדיין מחלחלת לשוק הנדלן לבין השלכות המלחמה שלדעתי עוד לא הפנמנו את כל ההשלכות של מה קורה, מה שגם שמה שקורה עדיין לא נגמר לצערנו... יש כאן השלכות מאקרו של לדוגמה, העמקת היגרעון הממשלתי, העלאת מיסים, קושי בשילוח הימי, חוסר יציבות פוליטית, היעדרות של המילואימניקים ממעגל העבודה ומצד אחד, והעדר של עובדים פלסטינים ועובדים זרים מצד שני.

אנחנו נשמע עוד מעט את צביקה שייתן את הניתוח שלו לגבי התחזיות ובהקשר זה חשוב שנבחין בין השפעות זמן קצר, לבין השפעות זמן ארוך שמשפיעות מהותית על הערכות השווי. זה ברור שקשה מאד לכמת את זה, אבל לדעתי בשורה התחתונה בעייתי מאד לטעון שאין עליה ברמת הסיכון בעקבות המלחמה, בענפים מוטי משק מקומי.

לכאורה בהתאם לנתוני השוק אין לנו מה לעשות דיון היום, אבל אני בתחושה שהשוק אופטימי מדי לגבי מהירות הניצחון על חמאס והזזת חיזבאללה מהגבול בצפון. העלויות הכבדות והתקציב אח"כ

זה הסיפור. תסתכלו גם על הקפיצה של ה-CDS של ישראל שלא לגמרי מקבלת ביטוי בתשואת האגח הממשלתיות- אתם יודעים שם אנחנו לא יכולים להדפיס כסף..

כמו כן, יש ענפים שנפגעו ישירות מהמלחמה, לפחות באופן זמני, כמו התיירות, אשראי חוץ בנקאי - בגלל סיכון האשראי של הלווים (שימו לב שהם לא נהנים כמו הבנקים מפיקדונות הציבור וגם הרבה פחות חזקים מהם), הקבלנים היזמיים שנפגעים משמעותית גם מהריבית וגם מהמלחמה וחברות קמעונאיות שלא במוצרי יסוד- כמו אופנה. הצד השני יש ענפים שהרוויחו פרמננטית כמו התעשיות הביטחוניות. אגב, ממחירי השוק לפחות זה נראה שהענפים המרכזיים: בנקים ונדלן מניב לא ממש הושפעו וכן גם מגזר הטכנולוגיה לא אמור להיות מושפע.

כידוע אירוע המלחמה טופל כאירוע שאינו מחייב התאמה, כך שהערכות שווי שהוכנו בזמן שכבר היה ידוע על המלחמה נדרשו להתעלם מקיומה. אבל זהו, בדוחות השנתיים הקרובים צריך להביא אותה בחשבון.

הנושא של הערכות שווי בדוחות הוא קריטי. ראשית, לגבי נכסים לא סחירים שבסיס המדידה שלהם הוא שווי הוגן, כמו נדלן להשקעה או השקעה במניות שלא מקנה השפעה מהותית. זה רלבנטי למשל לכל ההשקעות במניות בישויות השקעה, כולל אלו שמקנות שליטה. יש לנו כיום קרנות הריט ציבוריות בתחום התשתיות כמו קינסטון וגינריישן. שמודדות את כל ההשקעות שלהם לפי שווי הוגן.

אבל אולי החלק הארי הוא שהערכות השווי הקרובות ישמשו לבדיקת ירידת ערך נכסים לכל אורך המאזן, בין אם זה מלאי אצל קבלנים יזמים, בין אם מדובר בהפסדי אשראי חזויים בגופי אשראי ובין אם מדובר בירידת ערך של רכוש קבוע ומוניטין שאלו נכסים מאד דומיננטיים במאזנים של החברות הציבוריות.

קחו למשל את המקרה של ירידת ערך המוניטין החלקית שרשמה נכסים ובניין בגין גב ים ברבעון השלישי שלמרות שנערכה כאשר כבר היה ידוע על המלחמה היא לא הביאה אותה בחשבון. בדומה, גם הטריגר לבדיקת ירידת הערך לא היה קשור למלחמה אלא לדחיית פרויקטים בגלל נושא ביקושי ההי-טק לשכירויות. למעשה ירידת הערך הזאת גם אם היא חלקית מכניסה מה שנקרא את המוניטין לתוך הכסף, ואכן בדיווח של נכסים ובניין היא מציינת כאירוע לאחר תאריך המאזן שעליה בשיעור ההיוון, או שינוי לרעה בתחזיות כתוצאה מהמלחמה עלול להוביל לירידת ערך נוספת..

שימו לב שאנחנו בימים של סגירת תקציבים לשנה הבאה – וחברות עושות התאמות לאור המלחמה, לכן מצבים שבהם ירידת הערך נמצאת כבר "בתוך הכסף" ערב המלחמה יכולה להוביל לרישום הפסדים כתוצאה מעדכון התחזיות.

יש כאן שילוב מעניין בין תחזיות לבין המתודולוגיה המתאימה. בראיה חשבונאית בתקופה של אי ודאות נכון יותר מתודולוגית לעבוד בצורה של תרחישים. גם בסאב של הרשות בתקופה של הקורונה

הייתה לכך התייחסות. תחשבו על הערכת שווי של חברות בתחום התיירות למשל. השאלה האם הרשות תתייחס לכך גם כעת, כי ממה שאני יודע בארץ מעריכי השווי פחות אוהבים לעבוד בתרחישים, להבדיל מבארה"ב. אני חושב שבכל מקרה, לגבי הפסדי אשראי למשל שראוי להשתמש בתרחישים.

נקודה נוספת שאנחנו רוצים להעלות היום בהקשר זה, היא פער העיתוי בין השוק הסחיר לבין הלא סחיר. הראינו בגרף שכללנו בחומר הרקע את הקשר בין הירידה מכפיל ההון של חברות הנדלן המניב בכמעט השנתיים האחרונות לבין עליות הריבית ואנחנו רואים את העיכוב בתגובת הערכות השווי. זאת לא תופעה מפתיעה מאד ובטח יהיו כאלה שיגידו הינה תראה הגעת למכפיל הון ממוצע של 1 אז זה אומר שהכל בסדר. אגב, שימו לב שמכפיל ההון נמוך הממוצע כיום נמוך יותר מ-1 אם ננטרל את התחייבות המיסים הנדחים וזה יכול להגיע ל-0.8. וגם אם לא ננטרל את מלוא התחייבות המיסים הנדחים, נצטרך בכל מקרה כלכלית להביא בחשבון ששווי השוק של אגרות החוב של חברות הנדל"ן שהונפקו בעבר בריבית קבועה, נמוך משמעותיות מהערך שלהם במאזן (מוציגים לפי עלות מופחתת) - הרי שגם מרכיב זה מוביל לירידה במכפיל ההון הממוצע.

וכאן אנחנו נזכיר שזה כמו להגיד בסוף משחק שהשופט טעה פעמיים לשני הצדדים - זה לא אומר שהשיפוט היה טוב ותחשבו שבשוק ההון יש משקיעים שיוצאים ונכנסים למשחק כל הזמן - לא כולם מחכים 90 דקות. אף אחד לא יודה בכך פומבית, אבל אי אפשר להגיד שאין כאן ניהול סיכונים כלכלי-פסיכולוגי של שמאים, מעריכי שווי ומנהלי חברות שנוטים להיות שמרנים יותר בתקופות גאות בבורסה ולכאורה פחות שמרנים בתקופות שפל.

בהיבט הזה השקעה בנכס לא סחיר נותנת מעין יתרון לחברה המדווחת שלכאורה אמור מעשית לשחוק את פרמיית אי סחירות ואולי אף להפוך אותה לשלילית. זה עוד לא נחקר מדעית, אבל לא נראה לי שיש מישהו שחולק על היתרון שיש בראיה ניהולית בשערוך לפי שווי הוגן של נכס לא סחיר בראיה של יציבות הרווח על ידי צמצום התנודתיות.

בגלל זה אני למשל אומר על רקע העובדה שהבנקים בישראל מיישמים את הכללים של ה-USGAAP שבהם אין אפשרות לסווג השקעה במניות שלא מקנה השפעה מהותית למסלול רווח כולל אחר וזה חייב להיות מול הרווח הנקי כלומר - להשפיע על התשואה להון לעניין שהם תמיד יעדיפו לרכוש לא סחיר מאשר סחיר לעניין השקעה במניות שלא מקנה השפעה מהותית.

וכל זה מביא אותנו גם לשווי ההוגן של נכסים לא סחירים כדוגמת נדלן מניב בגופים המוסדיים. שם זה כבר משפיע דרמטית על מעבר חוסכים ועשוי ליצור עיוותים גדולים יכולים להיות לזה כל מיני פתרונות כמו יצירת מנגנון הצמדות לאינדקסים של השוק. יאיר לפידות מדבר על כך כבר הרבה שנים.

גיא לקן ירחיב על זה בהמשך. אני מניח שראיתם את הגרף שלנו בנושא במסגרת חומר הרקע שמראה את הפער הגדול שנפתח בין מדד תא נדלן מניב לשווי בספרים בגופים המוסדיים.

ואם מדובר על שערך נכסים לא סחירים, יש התפתחות מאד מעניינת בארה"ב בשנה האחרונה כשה-SEC נכנס לרגולציה על קרנות השקעה פרטיות בין היתר מבחינת איכות ותכיפות הדיווח שלהן ברמה הרבעונית – וזה בדיוק זה הנושא של שערך לשווי הוגן של השקעות במניות לא סחירות. המהלך הלא טריויאלי הזה שהרי לא מדובר בציבור אלא במשקיעים כשירים, צריך לדעתי להעלות שאלות גם בארץ. אני זוכר בזמנו כשאחד המוסדיים קרא לי לראות את הדוחות שנתנו לו מרקסטון בדיעבד אחרי ההתרסקות כדי לראות את פוטנציאל התביעה. והדוחות אמנם היו בשווי הוגן אבל רמת הגילוי לגבי ההנחות הייתה כה חלשה עד שהם היו חסרי תועלת (וכמובן שאין צירוף של הערכות שווי). אנחנו יודעים כמה חשוב לתת מידע על נכסים שמשוערכים לפי רמה 3 בחשבונאות להנחות ולניתוחי רגישות, אחרת למידע אין משמעות בעיני המשקיעים.

קרנות הפרייבט אקוויטי בישראל חיות בעיקר על המוסדיים – ולכן השאלה האם הפיקוח צריך להגיע דרך רשות שוק ההון או שזה צריך להיעשות דרך רשות ני"ע. כיום קיימת דרישה מאד כללית וחסרת שיניים של רשות שוק ההון מהמוסדיים לקבל דוחות ברמה שנתית. זה כמעט לא אומר כלום.. בכל מקרה, אני חושב שצריכה להיות מעורבות של הרגולציה בקביעת כללי הדיווח בדוחות הכספיים של הפרייבט אקוויטי ואכיפתם.

#### אמיר ברנע

בוקר טוב, לדעתי אנחנו כאן עקב שני אירועי מאקרו מהותיים שקרו השנה שלהם השפעה על הערכת שווי שהם שינויי הריבית ואפקט המלחמה. קיים קשר עקיף בין המלחמה לשינויי הריבית בארץ, אבל עליית שיעורי הריבית היא בעצם תופעה בינלאומית. אבל שני האירועים קרו יחד וההשפעה העיקרית על שווי הנכסים אולי היא בריבית שמרכיבה הם שווי הנכסים וההתחייבויות, אבל השפעת המלחמה היא הרבה יותר רחבה ואנחנו כמו ששלומי הזכיר, מתקשים לאתר תרחיש מוסכם שיש להשפעה של המלחמה על ביקושים ועלויות. יש גם פער בנוכחות עובדים מקומיים וזרים, אין עסקאות ריאליות בשווקים כי עד כמה שאני יודע שמאים מסתמכים לעיתים קרובות על עסקאות דומות, עסקאות שבוצעו וכו'. כלומר שאלה כיצד יבחר תרחיש הערכה לשווי שקשור לדוחות. לגבי נושא הריבית אין ויכוח, ריבית ההיוון היא ריבית שנלקחת מהשוק כלומר פה אין ויכוח על הריבית לטווח ארוך יש אולי ויכוח לגבי הפרמיה מעליה אבל הריבית היא הבסיס, בסיס של שוק. מעריך השווי יתקשה מאוד לקבוע תרחיש מוסכם בנושא השפעת המלחמה, ראשית יש כל מיני אירועים, כל מיני תרחישים שקשורים למשך המלחמה והיקף המלחמה. היה קיים גם נושא הגירעון הממשלתי והפתרון שלו, זאת אומרת למעריך השווי אין שום יתרון יחסי לבוא ולהגיד קחו תרחיש א' או קחו תרחיש ב'. בסך הכל זה אירועי מאקרו והידע עליהם הוא ידע של מאקרו ולכן אין לו יתרון. אני אומר שבמצב כזה שבו מעריך השווי לא יכול להסתמך על תרחיש ספציפי ולקבוע שווי על סמך תרחיש ספציפי יש לו גם בעיה

בהערכת ההסתברות לתרחישים כאלו או אחרים שחלקם מנוגדים. במצב כזה חייבים להישען על השוק. פירוש להישען על השוק הסביר בהערכות שווי של נכסים בחברות בפירוט ששלומי נתן לפני רגע. קיימת דילמה, הרי מדוע עושים הערכות שווי בנכסים? הכוונה היא כמובן שהדוח הכספי שכולל הערכות שווי יהיה יותר רלוונטי למשקיעים כדי לקבוע שווי ולקבוע שווי ניירות ערך שהנפיקה החברה. הדוח הוא חלק מהאינפורמציה שמוגשת למשקיעים. אבל פה אני אומר דבר הפוך, אני אומר דווקא השוק הסחיר יכול להיות העוגן שבו מעריך השווי יעריך נכסים לצורך הדו"ח הכספי. לדילמה הזאת אין לי פתרון. מה קובע את מה ואיך הביצה והתרנגולת האלה מסתדרות? אני לא יודע, אבל זו נקודה חשובה. ביקשתי משלומי לצרף לחומר הרקע כמה גרפים, הם קושרים את שווי השוק לשווי הנכסים כלומר נתון המפתח הוא מכפיל ההון, היחס בין שווי להון עצמי בחברות. בוא נבחן נתון זה כנתון מפתח. עכשיו אשאל את שלומי: אתה דירקטור בחברת האם של חברת אמות השקעות, בוא נראה לרגע את נתוני אמות השקעות רק לצורך הדיון. ההון העצמי של אמות השקעות ב-30/09/2023 הוא 8.7 מיליארד ₪, תוסיפו לזה עוד 1.7 מיליארד ₪ נכסים נדחים, בעצם זה חלק מההון העצמי והם רשומים כהתחייבות אבל זו אינה התחייבות אמיתית לאור חברה שמגלגלת את הנכסים קדימה. זאת אומרת יש לנו הון עצמי של 10.4 מיליארד. שווי השוק של אמות השקעות לאתמול הוא 8.8 מיליארד ₪ כלומר יש כאן איזשהו דיסקאונט של 20% בין שווי השוק לשווי ההון העצמי כולל מיסים נדחים. השאלה על הפרק היא, האם הנכסים לא הוערכו נכון? למה יש פער? כלומר, האם מכפיל הוני של 1 הוא בעצם הביטוי האמיתי להערכה נכונה של נכסים בדוח הכספי? אז תגידו לי לא, מדוע? כי קיימים גורמים נוספים שמשפיעים על שווי השוק לא דרך נכסים. למשל, האם לחברה יש מעמד מונופוליסטי שמעלה את שווי ההון ואין לו ביטוי בנכסים הקיימים, מבנה שליטה משפיע, נכסים שהחשבונאות לא משערכת לפי שווי הוגן. אני טוען שעל מעריך השווי שבוחן דוחות הכספיים של חברות נכסים, בדוחות 31/12/2023, להסתכל על היחס שווי שוק להון העצמי. אני מצפה כי אקבל איזשהו הסבר מדוע יש פער, מדוע שווי השוק נמוך בהרבה משווי ההון העצמי כאשר החשבונאות הולכת לכיוון כמו שאמרת של הערכת נכסים. אז שלומי רמז שנכסים לא סחירים אינם מוצגים בשווי שוק. נדמה לי שהפחתת סיכון דרך השקעה בנכסים לא סחירים אנחנו לא מתייחסים אליו ברצינות במיוחד, אלא אנחנו אומרים אנחנו מנסים למצוא אקוויוולנט של נכס סחיר ולראות האם התנודתיות שהוסרה, האם החסרה זאת היא אמיתית האם באמת הסיכון הוא נמוך יותר, או שפתאום יתברר כמו שאמרת בדוגמה של הקרן שצינת שפתאום היא קורסת בלי שיש שום עדות לכך בדוחות הכספיים שפורסמו 3 חודשים קודם. אז שאני מתכוון לעשות ואני מניח שאחרים יעשו, הם יבחנו את הדוחות הכספיים של 31 בדצמבר 2023 בראייה האם הפער במכפיל ההוני הוא מהותי, בעיקר אם הוא מהותי כלפי מטה. מה הסיבות לכך? והאם הסיבות לכך הן הערכת שווי נכסים? הייתי מצפה ממעריך שווי שיתייחס לסיבות האלה וישכנע שבאמת יש הצדקה מדוע היחס בין שווי השוק לבין שווי הנכסים כל כך גדול!?

## שלומי שוב

אני רק אציין אמיר, שרק בחלק מהענפים אפשר לעשות את מה שאתה מתייחס, לא בכל הענפים.

## צביקה אקשטיין

בוקר טוב, אני צביקה אקשטיין אני ראש מכון אהרון למדיניות כלכלית. התעוררתי בפילדלפיה בבוקר ושמעתי מה שקרה ומכון אהרון מאותו שבוע התחלנו לעבוד על הנושא המאקרו כלכלי של השפעת המלחמה על הכלכלה בישראל. קודם כל הבנו, אני אגיד חד משמעית, אנחנו בכלכלה אחרת ל-10-5 שנים הבאות, אנחנו בכלכלה לחלוטין אחרת ממה שהיינו ברבעון הנוכחי ובשנה הבאה. איפה אנחנו הולכים להיות? אי ודאות ענקית ולכן רמת הסיכון של המשק הישראלי עולה בצורה דרמטית, אבל זה אומר שצריכים לשנות את המדיניות המקרו כלכלית, חד משמעית די ברור באופן כללי מה צריך לעשות ודי ברור שהממשלה הזו לא תעשה, אבל אולי להשפיע עליה באמצעות איזושהי הערכה. אנחנו כמכון בדרך כלל לא עובדים על הנושאים ברמה של תחזיות לשנה קדימה, אבל בכל אופן חברנו יחד עם עמוס ידלין וג'ורא איילנד מ-Mind Israel כדי לעשות תרחיש ייחוס למלחמה ובכל הנושאים הכלכליים התייעצנו עם בנימין בנטל, שלמה דברת, קובי הבר, רוני ניר, אמיר רשף שהיה הסגן בזמן המלחמה. אני ארוץ כי אני רוצה לעשות את זה מהר, אני רוצה להגיד דבר ראשון, אני לא מומחה להערכות שווי בשביל זה יש לי את שלומי בדירקטוריון, אני אגיד דבר אחד שחייבים לדעת, כולכם כל המשק הישראלי היה בשבע שנים של צמיחה יוצאת דופן חיובית. לכן, ערך החברות בסוף הרבעון השלישי הוא ברור יותר גבוה ממה שהוא הולך להיות. אנחנו צמחנו ב-4.2% לשנה, ב-2017-2022, תוצר לנפש 2.3% אנחנו ירדנו בחוב תוצר הכי הרבה מכל מדינות ה-OECD, זה מטורף. הענפים שהובילו את הצמיחה במשק, בכלכלה, במאקרו, ענף ההייטק 40% מהצמיחה וענף השירותים הפיננסיים שהיה מאוד משמעותי שצמח בפיריון שלו ובירידה בתעסוקה שלו עם תעסוקה מלאה עם יחס חוב תוצר שירד הכי הרבה ב-OECD, שנתן לנו רמת סיכון מאוד נמוכה CDS של לפני ההפיכה המשטרית של 40 ואינפלציה יותר נמוכה, בעשירון התחתון של כל המדינות יחסית למדינות אחרות בין היתר בגלל הסכמי הגז. השנה האחרונה האכיפה המשטרית אני רוצה להגיד אמיר זה עוד נושא שהיה, אנחנו ירדנו בתחזית הצמיחה ב-3%, המשבר ההייטק העולמי תפס אותנו בתחילת 2023, הייתה קפיצה של השקל דולר דרך אגב, שקל דולר זה לא רק האירועים כאן, יש מצגת יפה של הנגיד, זה הרבה מאוד על הריביות בעולם ואיך השוק מתמחר את הריביות גם הארוכות וגם הקצרות, בעיקר בין אירופה לארה"ב. גם השקל מאוד מושפע משם צריכים לקחת את זה בחשבון אני אגיד אנחנו בריבית גבוהה 4.75% אבל באחוז כמעט פחות מאשר בארצות הברית, קצת יותר כמו אירופה. זאת הריבית שלנו, בסך הכול אנחנו בתהליך של אינפלציה יורדת. אני אגיד את זה עכשיו הציפיות לאינפלציה 2.5%, אנחנו באינפלציה יורדת. יש חוזקות למשק אבל צריכים לזכור דבר אחד, ההייטק הישראלי הוא יוצא דופן מכל משק אחר. אתם יודעים מה האחוז שלו בתל"ג? מישהו יודע? 18%, 12% מהעובדים 25-64 מייצרים 18 זה לא רק הקטר של המשק זה הפלטפורמה שהמשק יושבת עליו.

בהערכות שווי כולל אמות הנושא של הייטק הוא קריטי, לאן ההייטק הישראלי הולך בתוך המשבר העולמי.

בהינתן המשבר המקומי אחד היתרונות הגדולים שאנשים לא רואים אותם עדיין זה שההייטק גייס ב- 2020-2021 כפול 4 כסף ממה שהוא גייס קודם. הוא גייס 17 מיליארד כל שנה ובהייטק זה יושב על המדף, זה קשור לדולר, הפיכות של הדולר עזר להייטק ולכן גם ב-2023 ההייטק צמח ב-2.3% בתעסוקה כאשר לפני זה הוא צמח ב-6% בתעסוקה, בשנים האלה 2017-2022 וזה משפיע על כל הנכסים של אמות.

יש עלייה דרמטית בתעשייה הביטחונית שלא גדלה עד 2020 ומהמלחמה באוקראינה היא גדלה ב-16% לשנה. כל התעשייה הביטחונית אני מדבר על כל המשק זה לא רק מה שנסחר ואלביט בכלל בטיסה ענקית.

קודם כל רוצה להגיד משהו על כלכלה, אנחנו ב-7 לאוקטובר, מדינת ישראל אוכלוסיית מדינת ישראל כולל אני, ואני בטוח אתם אנחנו בחלום בלהות, אנחנו במכה ענקית לביטחון העצמי שלנו יש משבר אמון פרמיית הסיכון, קפצה חברות הדירוג לא יודעות בדיוק מה לעשות, הריבית גבוהה והיא מאוד תלויה בארצות הברית ויש לנו ממשלה בלתי מתפקדת מלמעלה עד למטה, יש לנו בנק ישראל שמתפקד טוב וטוב שהאריכו את הכהונה של הנגיד ואני אומר את זה בידע משיחה אתמול עם מישהו שראה שמע על התקציב במונחים גבוהים. לגבי העתיד אני חושב שצריכים לקחת בחשבון עמידה ביעדי המלחמה הם קריטיים ליציאה שלנו ב-2025, כלומר צריכים להבין את זה אנחנו לא קורונה אין תרופה שמחסלת את החמאס ואת החיזבאללה, את הערעור אני לא מדבר על החוטים מדבר על יהודה ושומרון. רוב הסיכויים שתהיה ואני אגיד את זה היום אנחנו ישבנו חוץ מעמוס ידלין וגירא ישבנו עם עוד אנשים, אני יכול להגיד את השם שלהם, עם גבי אשכנזי ועם עמוס גלעד כאן ועשינו הערכות על הסיכויים, בואו נגיד ככה שהתחזית היותר פסימית שקיבלנו ממש בשבוע השני מאשכנזי, נראה מה שאנחנו הולכים עליו כרגע בצד של הדרום מה שקורה בעזה ותכף אני אדבר על זה, אבל היא תהיה השגה חלקית של היעד. לא נגיע לשחרור כל החטופים, אנחנו לא יודעים איפה סינוואר, אנחנו הולכים לחלק את רצועת עזה לשני חלקים, די ברור אנחנו במלחמה שנה לפחות. זו התחזית שלנו הכלכלית, התחזית האופטימית אני אגיד מילה יש לנו גם שקף על התחזית הפחות אופטימית שלוקחת את הצפון בחשבון וצריכים לקחת את זה בחשבון את הצפון. אני תיכף אסביר מה זה. התחזית האופטימית זה המשמעות הכלכלית שלה דרך שוק התעסוקה, כל התחזית שלנו בנויה על שוק התעסוקה, מה שהיא אומרת זה שאנחנו ברבעון הזה אנחנו באדום, אנחנו ב-220,000 מגויסים בממוצע על פני הרבעון, יש לנו כ-310 מהנתונים שיוצאים כבר לתעסוקה, אז התחזית היא נכונה ועל הבסיס הזה חילקנו את האוכלוסייה לפי ענפים, יש לנו ענפים כמו שיודעים תיירות, נדל"ן וכן הלאה, ועשינו תחזית על מה הולך לקרות בהמשך. זה לוקח בחשבון ואני רוצה להגיד את ההנחה שלנו, לא תסתיים המלחמה בלי איזשהו הסדר עם החיזבאללה. ההסדר המינימלי שדרך אגב הממשלה עוד לא התחילה לדאוג בו זה

הסדר של להרחיק אותם 10-20 ק"מ מהגבול ולא את כל ה-40. אני לא מאמין שאנחנו נוכל לחזור מהמלחמה הזו בלי שתושבי מטולה יחזרו למטולה ובלי שנחזור לצפון, ותבינו ששמה הסיכונים הם ענקיים. אני יושב כל הזמן עם אנשים משם, ועם אנשי הצבא אז ההנחה של התרחיש הזה שהוא אופטימי, זה שאנחנו מגיעים להסדר עם החיזבאללה על החלטת 1701 מוקטן, אבל כוחות רדואן יושבים 20 ק"מ מהגבול כי רוב הפצצות הענקיות שלהם זה 15 ק"מ והם כבר הרסו בסיסים צבאיים גדולים שם. התוספת שיש כאן, המילואים זה התוספת מילואים מעבר למילואים הרגילים. אני לא אחלק לכם את זה לפי גזרות ההנחה היא שרק ברבעון הרביעי והתחזיות האופטימיות חוזרים ואנחנו משיגים את היעדים האלה מזה גזרנו מה זה עושה למשק, זה בלי עובדים פלשתינאים, ענף הנדל"ן הוא רק 8% של התל"ג, ענף התיירות זה 2% של התל"ג. הענף שנפגע פה הכי הרבה זה ענף ההייטק, כשענף ההייטק נפגע שאין השקעות ש-10% מהעובדים הטובים שלו לא עובדים, הם לא יושבים שמה בעזה בזום, זה המקור לנפילת המשק, אז בסדר התיירות זה אפס אז זה 2%, אנחנו יחסית לבנק ישראל דרך אגב הם שהם עשו תחזיות ראשונות הם אפילו לא עשו תרחיש מלחמה, לא הם ולא האוצר. דרך אגב, אנחנו מדברים איתם שוטף כל הזמן אז אנחנו ההערכה שלנו במקרה האופטימי שאנחנו יורדים לצמיחה של 23%, באחוז וחצי, דרך אגב גם האומדנים האלה על הגירעון 5.5 ההבדלים אצלם, מה שמפרסמים על הגירעון זה תזרים חלק מעבירים, זה +60 אתם יודעים זה הולך לשנה הבאה. אנחנו מדברים על ההוצאות בפועל, וזה די ריאלי אנחנו עולים ליחס חוב תוצר של 64, סה"כ אומדן ההוצאות אני לא אלאה אתכם אבל זה ביטחון, זה הפיצוי לעסקים, זה חל"ת, זה תושבי העוטף וכן הלאה. יש לנו פירוט שלם קחו את המצגת, אחריות תקציבי הם כמובן ממשיכים לחגוג עם הכספים הקואליציוניים, שזה כסף זה הרבה כסף השני מיליארד בתוך הציבור הזה וזה סיגנל חשוב. מה יהיה ב-24? שזה יותר חשוב, ההערכה האופטימית זה צמיחה של 1%, אני רוצה להגיד שני דברים מרכזיים זה צמיחה של 1%, זה אומדן תוספות הוצאה דרך אגב הכול, ישבנו עם החבר'ה באגף תקציבים, והכלכלן הראשי בבנק ישראל, אני לא יודע איך הם מגיעים ל-2% תמיכה, אני אגיד חד משמעית אני לא מעריך שאנחנו שם, אנחנו בין 0 ל-1, אנחנו בגירעון, אנחנו גומרים את 24 עם חוב תוצר במקרה הטוב 68-69 ובמקרה הנורמלי 70. עכשיו אני אגיד את מה זה תרחיש צפון יותר מסוכן שאנשי הצבא מדברים עליו. תרחיש צפון מוקטן זה שהמערכת שם מעבר למה שקורה היום מתחילים לכתוש את ארדואן כדי להרחיק אותם מהגבול ומתחילים להכות בחיזבאללה, ואז חיזבאללה מתחיל לזרוק עלינו טילים עד חיפה.

#### אמיר ברנע

צביקה תודה רבה על מילות העידוד.

#### צביקה אקשטיין

לא זה לא עידוד, ביקשו ממני לתת תחזית מאקרו, אני לא יודע לעשות תחזית מאקרו בלי לעשות תרחיש מלחמה, ואני לא יודע לעשות תרחיש מאקרו בלי לדבר מה קורה בצפון, ומי שחושב שהוא יודע לחשוב על זה, ככה צריכים לחשוב על המשק הישראלי. המשמעות של זה היא פגיעה דרמטית



בתשתיות, אנחנו הכנסנו לתוך הנושא הזה הערכה שלנו עם אנשי צבא על פגיעה בתשתיות, נמל חיפה וכן הלאה. וההערכה שלנו היא שאנחנו וכל האזור של חיפה 70% דרך אגב ההנחה שהמלחמה הזו לסדר פנימי זה נמשך חודש לא יותר, במקסימום חודש יכול אפילו שבועיים, כי זה מאוד אינטנסיבי לשני הצדדים אבל זה קצר, והמשמעות בצמיחה זה 2%- כי 70% מהמשק חודש במקלטים, ולא ברור שלא יותר זה אנחנו עוד יחסית אופטימית בקטע הזה. אנחנו מגיעים לחוב תוצר של 70%, תראו אני לא רוצה להרחיב יותר מדי, אני רק אגיד זה ב-70 זה אם עושים הסטות תקציביות של 15 מיליארד, בקואליציוני יש 8 מיליארד, ויש עוד מקומות נוספים לסגור משרדים וכן הלאה וכן הלאה, ישבנו עם אגף תקציבים בקושי הם מסוגלים להגיע ל-15, בהינתן שר האוצר הנוכחי אם זה יהיה 5 זה יהיה טוב. אז המשמעות היא שהחוק תוצר מעל 70 משמעותי אם זה בצפון אנחנו מעל 73-74, זה לא בלתי אפשרי לחזור אחר כך עם המשק ואחר כך חוזר. אני אגיד מה הנקודה המשמעותית ביותר, התקציב של 24 שנחקק קודם אין בו בכלל רפורמות צמיחה, אנחנו עובדים עכשיו עם האוצר על שתי רפורמות שאולי יכניסו ב-24, לא הרבה כסף אבל בכל אופן רפורמות שיש להם לפחות סיגנל חיובי למשק, אבל צריכים לזכור ואני אגיד את הנקודה, הצבא הולך להיות יותר גדול בעיתונות כותבים הרבה דברים, אנחנו מדברים עם האנשים גם באוצר, גם בצבא, וגם אנשים בקבינט ההערכה היא שבין 0.5%- ל-1% תוצר. זאת אומרת, בין סדר גודל של 8 מיליארד עד 16-17 מיליארד, היקף גידול בתקציב הביטחון מעשרים וחמש ומעלה ולכן סביר מאוד שמ-2025 ומעלה תהיה עלייה במיסים, יהיה עליה מסוימת במיסים על מנת לא לגרום לחברות הדירוג לפגוע בדירוג ולהעלות את הריבית הרבה יותר.

#### אמיר ברנע

האם אתה מנבא עלייה בריבית או גירעון?

#### צביקה אקשטיין

כן, עכשיו אני רוצה לדבר על ריבית. תראו עכשיו חוץ מזה אני מלמד מאקרו פה, וב- Wharton כל שנה מדיניות הבנק המרכזי, אז אני מדבר על ה-Fed ואחר כך על בנק ישראל. ה-Fed ומה שקורה בארצות הברית דרך אגב זה שהשוק לא תואם את מה שה-Fed צופה. ה-Fed צופה Higher for longer כלומר סדר גודל, אין לו forward guidance, הוא הפסיק עם forward guidance, אבל מתוך התחזיות של חברי Fed שהם שמים בדוט ליין, סביר שתתחיל, אם האינפלציה באמת תמשיך לרדת לכיוון ה-3% אז ייתכן שתהיה ירידה מתונה בריבית החל ממתי שהוא או ביולי או באוגוסט או בספטמבר, מאוד איטית, מאוד תלויה נתוני אינפלציה זה higher for longer, זה כל הסיפור הזה לקחת הרבה זמן, כי מה שדוחף את האינפלציה למטה זה הציפיות של הסקטור העסקי והסקטור הציבורי שקובעים הסכמי שכר לפי רמות אינפלציה של 2%-2.5% לחמש שנים קדימה. כל עוד שזה נשמר הם לאט לאט יורידו, יש ויכוח בין השוק לבין Fed מה היא הריבית הארוכה. הריבית הארוכה

לפי ה-Fed היא 2.5% - הארוכה ארוכה, ואם אתה מסתכל על הריבית הארוכה שעכשיו ירדה ל 4.2% אבל הייתה 4.4%-4.8%, היא לא תאמה את הציפיות שלכם.

לא מזמן הרצה אצלנו האנליסט הראשי של Moody analyst, Moody, ואמר שלהערכתו הריבית הריאלית של Fedn של 0.5% לטווח ארוך היא לא ריאלית, השוק מעריך 1.5%-2%, וזה ויכוח ענק בתוך השוק. בשבועיים האחרונים ראינו תיקון של השוק ל4.2%, אני אגיד יש כאן ויכוח בין השוק ובין ה-Fed, על מה הריבית הארוכה הריאלית.

ככל שהיא תמשיך להיות ריאלית גבוהה שערוכים, אני אגיד בחברה שאני יושב עם שלומי אנחנו סובלים משערוכים בארצות הברית ואני רוצה להגיד הערכה ככה לנקודה הזאת, שערוכים בארצות הברית נסים לגמרי שונה משערוכים בישראל, וזה אני חושב היה צריך להיות אחד מהנושאים פה בדיון, אבל הוא (שלומי) מבין בזה אז אני אגיד לכם את הנקודה הזו, זה הכול תלוי ריבית, כמעט הכול. לגבי בנק ישראל, האינפלציה בישראל בירידה משמעותית, הציפיות לאינפלציה הם 2.5%, הביקושים בישראל הם בירידה אנחנו בירידה דרמטית בביקושים בארץ וצריכה והכל במלחמה והיא הולכת להיערך כל השנה, ולכן סביר שבנק ישראל לאורך השנה יוריד את הריבית, הוא יוריד אותה בצורה די משמעותית, האינפלציה תרד בפועל מתחת 3% ואנחנו נראה כאן ריבית קצרה נמוכה מארצות הברית. לגבי הריבית הארוכה זה קריטי, זאת אומרת קודם כל יש פער בין הריבית הארוכה הדולרית לריבית הארוכה בשקלים, שאני לא יודע לחלוטין להבין.

אני לא מבין. ה-Cds שהגיע ל-130 לבתי פער הריבית הארוכה הדולרית, הריבית הארוכה הישראלית לא כל כך עלתה, וזה בעצם הסיפור הגדול מה שיכול להיות זה שאם באמת הממשלה לא תנהל תקציב 2024 בצורה שתואמת את התרחישים הגרועים, ככה אני חושב שהיא צריכה לנהוג אני לא חושב שהיא צריכה לעלות מיסים ב2024, אנחנו במיתון ב2024. אז להערכתי הריבית בבנק ישראל תרד, ואני אגיד מילה אחרונה, חבר אישי שלי קרוב אבל אני אומר לו והוא לא מסכים, אני חושב שאחד הדברים החשובים שקרו למשק ועוזרים לו להתגבר בכל הענפים זה הפיחות, הפיחות מחזיק את ענף ההייטק שאנחנו עושים פיחות של 10% זה מאפשר לענף ההייטק, דרך אגב גם ב-2023 עם כל ההפיכה המשטרים ועם כל החששות שלנו, השקיעו בענף ההייטק 6.3 שזה הממוצע של 2019, ההערכות ל 24 זה יותר בכיוון של ה-3 אבל כל פיחות משמעותי לכיוון ה-4, זה מעט מאוד ייכנס לתוך האינפלציה בגלל הירידה בביקושים, בגלל הירידה בביקושים של מכוניות וכל מה שאתם רוצים, ולדעתי זה יעשה פנטסטי להחזיק את המשק הישראלי במלחמה הנוראית הזאת.

**אמיר ברנע**

אני מבין את ההבחנה בין ריבית זמן קצר לריבית זמן ארוך, אתה אומר עקום ריבית תלול מאוד?

## צביקה אקשטיין

כן בישראל דרך אגב עקום הריבית 2.10, הוא תמיד הרבה יותר תלול מכל העולם מכל מיני סיבות, לא יודע כל אחד יש לו תיאוריה אחרת, אבל בגדול אני חושב שהריבית הקצרה תרד בישראל מ-4.75% לכיוון ה-4%, מתישהו במשך 2024, ואנחנו רואים את זה כבר בציפיות לאינפלציה השנה, כמעט כולם כולל בנק ישראל צופים אינפלציה מתחת ל-3%, סביר שהריבית תרד, המשק נמצא במיתון, דפלציה יורדת זאת סיבה נוספת להוריד את הריבית, לעזור למשק זה חלק מהשיקולים, זו ההערכה שלי בלי אינפורמציה פנימית, אני אומר את זה ככלכלן אם הייתי בבנק ישראל זה המדיניות שהייתי אומר אותה. אני חושב שהריבית הארוכה יכולה לעלות, דרך אגב גם בארצות הברית.

עוד הערה כללית חלק מההסבר של הפער בין הריבית הארוכה שצופי ה-Fed, ובין הריבית בשוק זה החוב תוצר הענק בארצות הברית והעובדה שלא רואים את הסוף שלו, והביקושים לחוב הארוך הזה לא עולים כי הסינים לא קונים יותר אגרות חוב אמריקאיות בכמויות שהם קנו פעם.

## שלומי שוב

תודה רבה צביקה, אני רוצה לפנות ליאיר לפידות. אהלן יאיר, שמעת גם את הדיון פה עכשיו שתי שאלות בשלב הזה עיקריות לנו אליך. אחד באיזה ענפים אתה רואה את ההבדלים הגדולים ביותר בין הערכות שווי לשערוכים בשוק הלא סחיר לעומת השוק הסחיר? ושניים מדוע הגופים המוסדיים בישראל משקיעים בלא סחיר והאם באמת פרמיית האי סחירות של תורת המימון היא באמת מושגת ואולי היא בכלל שלילית?

## יאיר לפידות

שלום לכולם, אני אתחיל בשאלה לגבי הענפים עם העיוותים החמורים שהתגלו ב-2023 ושמסתכלים באמת קדימה למה יקרה הלאה בשיערוכים אל מול השוק ואל מול מצב הכלכלה. הנה אבי, אבי אני חושב שבתרחיש השני שלך החמור יותר, המלחמה מסתיימת בחיפה ובלטיני, אז השאלה באיזה מהירות זה עובר משם לבירות ותל אביב וההשלכות הכלכליות של הדברים כמובן הם בהתאם, לא היה תרחיש בעניין הזה. אבל בוא נתחיל לפני המלחמה, הדברים הגדולים שקרו בשנתיים האחרונות בעולם זה קפיצת הריבית באמת בזינוקים שלא זכורים עשרות שנים רבות, לממדים באמת שלא הכיר הדור הצעיר בטח, גם האינפלציה, שלומי אתה זוכר את הדיונים על ביטול החשבונאות בתנאי אינפלציה לפני 20 שנה, אז באמת מאז לא נדרשנו לזה אבל עכשיו הכישורים הנדרשים בהקשר הזה, והדור הצעיר לא למד את זה.

אבל בגדול באמת עוד לפני המלחמה היו שני ענפים שהתגלו עוד לפני שנה-שנה וחצי כבעייתיים מאוד בעניין השיערוכים אל מול מצב תמחור השוק. הראשון- סטארט-אפים וVC, השקעות בתחומים הללו, למעשה אנחנו זוכרים היטב, אני לא יודע אם אתם זוכרים כמה יוניקורנים היו בישראל לפני שנתיים- שנתיים ומשהו, הגענו ל 70 וכל שבוע הוספנו 3-4, הייתה שם בועת יוניקורנים חסרת

פרופורציות שניפחה מחירים בערך פי 10. השקעות שבוצעו ב-2021 על ידי VC ומוסדיים בסטרטאפים מהסוג הזה שלא הספיקו להגיע לשוק ההון ולהנפיק בעיקר דרך הספקים שאנחנו מכירים, כל מי שנותר לא סחיר בסוף 2022 אפילו, הציג ואני ראיתי את זה לא פעם ולא פעמיים ולא 3, את אותם ערכים דולרים בסוף 2022, כמו המחיר ששולם בעת ההשקעה בזמן הבועה הגדולה ב-2021, שזה בעיניי אבסורד ממש עצוב, למעשה הירידה בשוק הסחיר, של כל מי שהספיק להנפיק, הייתה במוצץ 80%. כאמור אם לא הספקת אז הרישומים בספרים היו בד"כ אותו ערך דולרי של 2021, שזה באמת זועק לשמיים. למעשה, כל מי שבמהלך 2023, נכנס למסלולים כאלה קנה ביוקר את חלקו היחסי בתיק ודרך אגב גם הייעוץ הבנקאי האובייקטיבי, הטעה פה בגדול בהקשרים הללו, הוא דחף את הציבור למקומות האלה כי כאילו ב-2022 הם הראו שהם לא ירדו הרבה, ודווקא בזמנים האלה הוא הכניס אותך לתוך תיק שהוא התיק הכי גרוע שיכול להיות ש"מובטחים לו", הפסדים בחלקים הלא סחירים.

אז כאמור עולם הסטרטאפים וההחזקות הישירות בסטרטאפים הלא סחירים וVC, זה העולם הכי בעייתי שהיה, תוסיף לזה גם באמת הזכרתם פה את הדירקטוריון המשותף של שניכם וזו חברה נהדרת, אבל כל הנושא של נדל"ן מניב בארצות הברית והנה אפילו ספציפית התחום ששם מושקעת החברה, שוק המשרדים האמריקאי, חטף ולא רק שוק המשרדים למעשה, כל תחום המניבים האמריקאי חטף מכה במינונים כאלה ואחרים. השוק שחטף יותר מכולם כתוצאה מקפיצת הריבית וגם מעניין נוסף זה שוק המשרדים. למעשה, אני יודע שנכון להיום בווינגטון שיעור התפוסה בפועל מגיע לכ- 40%. למעשה, הריבית הקפיצה את cap הנדרש על ידי השוק באמת בצורה מאוד משמעותית ולזה צריך להוסיף באמת את האפקט המצטבר שקרה בעקבות הקורונה בשוק התעסוקה האמריקאי וגם במידה אולי קצת פחותה מהאמריקאי אבל במידה משמעותית גם אצלנו.

הנה אני עובד עכשיו מהבית, זה יום קבוע שלי מהבית, כולנו ערוכים עם כל הסייבר וכל התשתיות המחשוביות שנאלצנו להשקיע בהם בקורונה וגיבויים כמובן, וכל הדברים הללו היום בארצות הברית, אי אפשר להשיג את הגלגל לאחור, לא יחזור המצב שכולם חוזרים למשרד, זה מוביל כמובן בהגדרה לביקוש פחות של כמעט כל עסק, בוא נגיד אם הוא בsteady stated של גודל. אז אלה שני ענפים.ראינו פעם אחר פעם החזרות נכסים ע"י SPC שמחזיק נדל"ן מניב במנהטן, והאקוויטי שלו מוחזק על ידי שחקנים מובילים מכובדים מאוד, כמו Brookfield וסילברסטיין ואחרים, שבבוא היום של ה-Re-Finance, ניח 100 מיליון דולר חוב יושב ב-SPC, 200 מיליון דולר היה ה-Value בשוק ובשמאות בתחילת השנה או לפני שנה - שנה וחצי הגיעו ל-Re-Finance והחזירו את המפתחות לנושים, לא הסכימו להזרים עוד דולר פנימה, זה מה שאומר בבירור שהם רואים כל דולר פנימה כדולר שיוורד לטמיון. זה תחום שעוד פעם השערות של אל מול השוק הסחיר ובטח במהלך השנה אל מול מצב השוק האמיתי היו בפערים עצומים וזה אני חושב שבראייה קדימה כאמור הכלכלה הישראלית וכל

ההתפתחות של הנדלון, כל עולם הנדל"ן הישראלי לאן הוא הולך, אני חושב שיש עוד הרבה פצצות זמן מתקתקות בפערים הללו בתיק הלא סחיר של מוסדיים.

מה הייתה השאלה שתזכיר לי רק? איך אנחנו רואים את זה בעולם המוסדי?

#### שלומי שוב

כן, בין הסחיר והלא סחיר במוסדי.

#### יאיר לפידות

אני אגיד בצורה ברורה, למעשה שני הגופים שמובילים בתשואות לאורך זמן בישראל בעולם הגמל, זה אנליסט ואנחנו. שנינו לא מחזיקים כמעט נתח של אקוויטי לא סחיר, סוג של אקוויטי נדל"ן, קרנות פרייבט אקוויטי, כל הדברים הללו, הנקודה המרכזית בהקשר הזה היא שהרגולטור יצר לפני כעשור ודרך אגב ישבה ועדה אז שגם דוד חודק והאחרים המכובדים היו בה, אבל הוועדה הזאת הייתה אמורה לתת המלצות מה לעשות באמת בעולם של גמל ופנסיה עם הלא סחיר, איך לטפל בזה, האם להגביל את זה בשיעורים האם לטפל בזה בצד השיערוך באיזושהי דרך, בסוף ההמלצות שהיו והתקבלו לא עושים כלום ולא יוצרים שום מגבלה של הרגולטור על שיעור הנכסים הללו ואנחנו נוקטים בגישת שיערוך, אני קראתי לזה מודל השיערוך ההיברידי, כתבתי על זה לפני 10 שנים. מה זה מודל השיערוך ההיברידי שקבע הרגולטור? הוא אמר אם זה סחיר Mark to Market ספוט רגעי ואין בלתו, גם אם עכשיו חברה בלי חובות נסחרת בחצי המזומן שלה, תציג אך ורק את הספוט של השוק, אבל אם זה לא סחיר בא הרגולטור ואמר טוב מה נעשה? אין ברירה עכשיו נלך להערכות שווי לפי IFRS, אני לא ראיתי שוק סחיר שבמיינסטרים שלו (אני לא מדבר על אזורים נישתיים ששמה במיוחד בנישות הייטק ודברים כאלה יתחוללו מעת לעת או קנאביס או דברים כאלה). במיינסטרים של השוק לא ראיתי שוק בועתי מעולם, שעף למעלה פתאום באיזה ריצה מטורפת, אלא רק אחרי נפילה. למעשה, אחרי 2009, ביקש ממני לקוח אמר אני רוצה עוד שנה כמו השנה הזו בניהול תיקים, הוא עשה בתיק מנייתי כ-50% אז אמרתי לו יש רק בעיה אחת כדי לקבל כזאת שנה צריך לחוות תחילה עוד שנה כמו 2008, אין דבר כזה בממדים האלה. לכן, בגלל ייצור הפער הזה בשערוך וסטיות התקן המפוברקת הנמוכה, האנשים מעדיפים את הליניאריות, הם למעשה מסתכלים על זה כמו בפיקדון ששם טיפלו בזה באג"ח הלא סחיר, במקום להסתכל רק על המונה שזה צבירת הריביות לפדיון אלא מסתכלים על ההיוון המשתנה במכנה כל הזמן שמזיז לך את Present Value, מעדיפים להגיע למצב של לינאריות ואז אין Accountability, לא שמעתי על אף מנהל השקעות שפוטר בגלל שערוכים די לינאריים בתיק הלא סחיר, בתיק הסחיר שמעתי על כאלה שפוטרו.

#### שלומי שוב

תודה רבה יאיר. אני רוצה לשמוע קודם את מעריכי השווי, מעריכי השווי אתם פה הבסיס - הקטר.

## אלי אלעל

אתיחס לגבי כמה דברים שנאמרו פה, אבל מבלי להיכנס לעניינים ספציפיים. עניין הקשר בין השוק הסחיר לשווי הוגן והערכות שווי בדוחות הכספיים הוא נושא שעולה בכל משבר, וזה עלה גם בעבר. צריך להבין שזה פיצ'ר ולא באג. הערכות שווי משמשות בחלקן counter cycles וזה חלק מתוכנן מהאירוע. בשוק הסחיר האחזקות השכיחות הינן פעמים רבות לטווח קצר – בינוני, בעוד שפעמים רבות, רוב השווי הכלכלי (כפי שכל אחד שעושה הערכות שווי יודע) מגיע מהטווח הארוך. מעבר לכך, צריך לשקלל (וכולנו יודעים את זה) גם את מרכיבי המיעוט ופרמיות שליטה, סחירות, שיקולי כניסה ויציאה ממדדים, ואם נוסיף גם את תפיסת השווי החשבונאית הבסיסית בחלק מהמקרים של "שווי שימוש" המבוססת על ראיית הנהלת החברה, הרי שנסתכל על פער נוסף.

ספציפית כשמדברים על נדל"ן, צריך לזכור בהקשר לפער שבין שמאים לבין הערכת שווי של פעילות כעסק חי, את הנושא של Cap Raten (שיעור היוון שמאי כולל) שבמהות שלו מתבסס על שיעור היוון לנכסים בדידים, בעוד שאנחנו מסתכלים בהערכת שווי על שווי פעילות ארוך טווח, שכולל את מרכיבי הייזום והפיתוח של ההנהלה, מאפייני היעילות התפעולית והמימונית, יתרונות לגודל ועוד.

לגבי הנושא של תחזיות לטווח ארוך שדובר פה, כדאי לזכור שאם אנחנו רוצים להסתכל על טווח ארוך קדימה - אולי כדאי שנסתכל שנייה גם על הטווח הארוך על ההיסטוריה אחורה. וכשמסתכלים על ההיסטוריה של הטווח הארוך, אנחנו מוצאים בהיסטוריה, שאחרי כל מלחמה יש עליה, ובטווח הארוך ישראל צומחת. ככה שעם כל הזוועות שעברנו פה, ועם כל התבהלות עכשיו מאותם אנשים שלא נבהלו כשהיו צריכים להיבהל, ושנבהלים עכשיו אולי ביתר, אני חושב שצריך קור רוח כשבאים להסתכל קדימה לטווח מאוד מאוד ארוך.

האם נכון להביא בחשבון את השלכות המלחמה? בוודאי. האם נכון להביא אותם לטווח הקצר והבינוני בתוך אופק ההיוון? כן. אך כאשר אנחנו מסתכלים על הטווח הארוך, כדאי להסתכל בין היתר על המגמות ארוכות הטווח של מדינת ישראל, מעבר למלחמה כזו ולמלחמה אחרת, אשר לצער כולנו בשכונה הזאת, עברנו ועוברים הרבה דברים כאלה. הדרך להתמודד עם נושא המלחמה לעניין הערכות השווי לרבעון הקרוב הוא התאמות לטווח הקצר והבינוני. במקרים ספציפיים שבהם יכולות להיות תנודות משמעותיות לטווח הארוך- ראוי לשקול זאת, ואף לקחת בחשבון מרכיב שיעור היוון מיוחד נוסף שנועד לשקף אי ודאות ארוכת טווח, בין אם ספציפית בשנה הטרמינאלית לצורך הצגתי, ושמיילא מתכנס מתמטית כתוספת אקוילנטית לשיעור ההיוון הרגיל. כאשר מדובר בחברות שעומדות בפני צומת קשה כמו למשל חוזה שמתחדש או שלא מתחדש, או אפשרות מימוש קשה של תרחיש מלחמה שיכול להוביל את החברה להשפעות מהותיות, אני מזכיר שיש לנו את האפשרות המתודולוגית להשתמש ב- PWERM (Probability Weighted Expected Return Method), שזה למעשה תוחלת שווי מתורחש על בסיס תסריטי אופקי אירוע נפרדים, משוקללי הסתברויות. התפקיד של מעריך השווי הוא לא להיות נביא, התפקיד שלנו כמעריכי שווי הוא להביא ולשקף את המידע

הקיים למועד הערכת השווי, כדי שנוכל להגיע לשווי הוגן חשבונאי בדוחות בצורה קוהרנטית, סבירה, ונכונה כלכלית ומתודולוגית למועדה, ועל בסיס זה אנחנו נבחנים.

**אמיר ברנע**

כלומר בעיניך זה סביר שיהיה פער גדול למשל בין הערכת שווי הנכסים במאזן לבין שווי השוק של אותם נכסים?

**אלי אלעל**

בוודאי שזה יכול להיות סביר, כמו שזה יכול להיות לא סביר, הכל תלוי בנסיבות העניין.

**אמיר ברנע**

האם בסיטואציה כזו שיש אי וודאות כזו גדולה לגבי תרחישים, לא צריך להסתמך יותר על חוכמת ההמונים?

**אלי אלעל**

תמיד זה נכון להתייחס אל שווי השוק. כשאתה עושה הערכת שווי, אתה צריך להסתכל על כל ענן התצפיות הקיימות במרחב האירוע, שעשויות להיות קשורות לשווי. במסגרת זו בוודאי שיש להתייחס גם לנושא השוק. להתייחס, להסביר- כן, אבל זה ממש לא "כזה ראה וקדש", בשום פנים ואופן לא.

**יורם עדן**

אני מבקש להתייחס לנושא של השקעות שלא מקנות שליטה במניות סחירות (הנכללות בדוחות לפי שיטת השווי המאזני) ולפעמים צריך גם להעריך אותן. פה יש בעיה שיש לך מחירים מצוטטים-בעיה או יתרון.

מצד אחד אפשר לבוא ולהגיד - אסור לשערך לפי הערכות שווי מניות סחירות אבל אנחנו לא מקבלים את זה. אנחנו אומרים כן, תביאו הערכות שווי גם להשקעה מהותית במניות סחירות.

אני רוצה לדבר מתוך הפוזיציה, יצא לי שנים להעריך את שווי מניות הבנק הבינלאומי שהוחזקו על ידי דיסקונט ונסחרו במכפיל הון של חצי. אני סברתי אז שזה לא נכון. אפשר למצוא אלף ואחת סיבות לפער אבל קודם כל בוא נתחיל עם השאלה למה מבקשים בכלל הערכות שווי למניות סחירות? אם החשבונאות מוכנה לקבל הערכות שווי לנכסים סחירים או למניות סחירות אז צריך גם לקבל את העובדה שיכול להיות שיהיה פער.

**אמיר ברנע**

צריך אבל להסביר אותו (את הפער).

### יורם עדן

אפשר להסביר אותו מכמה סיבות אבל יש תיאוריות שלמות שאתה מכיר אמיר יותר טוב של over reaction.

### אמיר ברנע

כן אבל זה לא המיינסטרים.

### יורם עדן

אני רק רוצה להעיר עוד הערה אחת לגבי המיסים הנדחים שאתה אמרת, הרבה פעמים שניסיתי להסביר פער, אמרתי בוא נאפס את היתרה של המיסים הנדחים. הרשות לניירות ערך – לא מוכנה בשום פנים ואופן, היא דורשת ממעריכי שווי אמנם לא להביא בחשבון בוא נגיד את העתודה למיסים נדחים בערך המלא שלה אבל לא פחות מ- 50%.

### שלומי שוב

חשוב, טוב שנאמר. דב אתה רוצה להתייחס מהזווית שלך כגורם שקולט את הערכות השווי ממעריכי השווי של החברות?

### דב קצוביץ

אני חושב שיש לנו קושי מאוד מאוד גדול לאור אי הודאות, אנחנו חושבים שהגישה הנכונה היא ללכת בגישת התרחישים בכדי לבטא את אי הודאות (בדומה לתקופת הקורונה שגם בה אימצנו גישה זו).

### שלומי שוב

ואיך אתה קובע את ההסתברויות ?

### דב קצוביץ

אתה צודק שבעיות לא חסר באירוע הזה, אבל עדיין גישת התרחישים נותנת גם לקוראי הדוחות הכספיים, גם למעריך השווי וגם לחברה, את ההבנה לאיך אתה הגעת וגיבשת את הערכת השווי. אני חושב אבל שהקושי של מעריך השווי ליישם את גישת התרחישים מתחיל בזה שהרבה חברות לא נערכות לפתח לעצמן תחזיות וניתוחי רגישות שתואמים לכל מיני תרחישים, ואני חושב שחברות צריכות יותר ויותר לנתח את המצב בשוק ואת כל האי ודאות שהוצגה פה, אפשר להאמין שתרחיש המאקרו האופטימי שהוצג קודם לכן הוא בהסתברות מאוד גבוהה או אולי בהסתברות יותר נמוכה, אבל עדיין החברה צריכה להעריך ולפתח בעצמה תחזיות רלוונטיות ולעזור למעריך השווי בסופו של דבר להתחבר באמת ל-impact שיכול להיות לתרחישי מאקרו שונים על החברה. מעריך שווי ככל שהוא מוכשר עדיין יהיה לו מאוד מאוד קשה לפתח ולעשות את זה בעצמו. כדי לתת לזה משקל יותר נכון ואמין זה גם נמצא על כתפיי החברות והן צריכות לנתח את הדברים ולגבש לעצמן תחזיות.



הסתברויות בסופו של דבר זה שיקול דעת, אין נוסחת פלא, אבל אני חושב שגישת התרחישים זו הדרך הנכונה בכדי לבטא את אי הוודאות בהערכות השווי.

### שלומי שוב

תודה, אני רוצה לצרף גם את השמאים, משה, התייחסות שלך, ככה אתם פה במוקד.

### משה פרידמן

שוק הנדל"ן כידוע נכנס למלחמה במצב לא הכי טוב, בסביבת ריבית מאוד גבוהה ועם חששות להאטה כלכלית. אבל המלחמה נתנה מכה ניצחת להכל, חודשיים שאין עסקאות למעט בודדות פה ושם שראיתי, (למשל מישורים מכרה איזה נכס קטן בתקופה הזאת). אתה לא רואה שום פרסומים על עסקאות – השוק קפוא. לנו כשמאים ברגע שהשוק קפוא ואין עסקאות זה מושך לנו את השטיח מתחת לרגליים כי כל המתודולוגיה והתפיסת עולם שלנו התבססה תמיד על עסקאות השוואה שוק הנדל"ן ולא מהשוק הסחיר - תזכרו את זה ששגם כאשר התשוואות של האג"חים של חברות הנדל"ן היו מאוד נמוכות ואנו היוונו עם שיעורי היוון גבוהים ובאו אלינו בטענות (גם בפורום הזה - בצדק ואולי לא, אני לא יודע).

עכשיו מה עושים במצב הזה שאין עסקאות? אז קודם כל בוא נזכיר שתקן IFRS 13, שזה הנר לרגלינו, אומר בסעיף 2 – "שווי הוגן הינה מדידה מבוססת שוק". אחר כך בסעיף 22 "ישות תמדוד את השווי ההוגן של נכס תוך שימוש בהנחות של משתתפים בשוק". זאת אומרת שקודם כל שמים אותנו השמאים במצב חדש, שאנחנו מאוד לא אוהבים להיות משום שאנחנו לכאורה הופכים ל"עושי שוק", אין עסקאות ואנחנו צריכים להחליט רעיונית על השווי.

עכשיו בקשר להנחות של המשתתפים בשוק ואני כמובן מדבר עם משתתפים פעילים בשוק, - כולם כמובן זהירים מאוד, אין פעילות ומביאים בחשבון אפשרות של האטה כלכלית. פה (בפורום) שמענו תחזיות של מיתון ממש. מצד שני, כשאנחנו מדברים על נכסים מניבים, יש גם ציפייה לירידת ריבית. אני לא יודע איך לשקלל את הדברים האלה. אני רוצה לספר שהיה לנו לפני חודש וחצי איזה מפגש של מספר שמאים בחסות יושבת ראש לשכת שמאי המקרקעין, אמרנו בואו נדון איך אנחנו נותנים אולי איזה קווים מנחים לשמאים בתקופה הזו. בסוף לא יצא מסמך כי לא ידענו מה להגיד אבל במסגרת הדיון כן הלכנו לשוק הסחיר, ובחנו את התשוואות של אג"חים ממשלתיים צמודי מדד לתקופה מאוד ארוכה, לא האג"חים הקצרים אלא לפי המתודולוגיה שאנחנו צריכים להסתכל על אג"חים כמו גליל ודומיהם לתקופה של 15 שנה ומעלה. ערב המלחמה התשוואה היתה 1.92%. כשדנו בנושא לפני חודש וחצי השיעור תשואה קפץ 2.4%. אז אמרתי -יופי, יש חצי אחוז שזה בהחלט משקף לסביבת ריבית שנמצאנו 6% סדר גודל של 8-9% הפחתה.

בדקתי אתמול מה קורה, מה התשוואות של אג"חים צמודי מדד עם מח"מ ארוך - התשוואה במח"מ 19 שנה - 1.86%, ובמח"מ 25.7 - 1.92%. כלומר התשוואה בשוק האג"ח חזרה למצב של לפני המלחמה

וזטת הבעיה שאתה שולח אותי לשוק הסחיר. שהולכים לשוק המניות הבעיה כמובן עוד יותר גדולה. באג"ח הקונצרניות התשואה מושפעת מרמת הניהול של החברה ועניינים אחרים כגון רמת המינוף של החברה וזה לא קשור ישירות לנכס. אז בסופו של דבר, יש לנו בעיה מול שוק ההון בנכסים המסחריים. אז מה בכל זאת לעשות? האמת שאני לא יודע אבל לי גם בתחושת הבטן, אני אומר שלא יכול להיות שאירוע מלחמה כזה טראומתי ולא יקרה כלום לשווי הנכסים. אז אני יכול להזכיר שמה שעשינו במשברים כאלה כמו הקורונה, לקחנו אותם כמשברים זמניים. לדוגמא, בקניונים לקחנו כמה זמן אנחנו מעריכים שהחנויות יהיו סגורות ובכמה תיפגע הפעילות וכימתנו את זה להפחתה חד פעמית. עכשיו אותו דבר אפשר לעשות גם ברמת הסיכון, להניח שבשנים הקרובות הסיכון עולה למרות שאין לנו הוכחה ודאית. צריך לזכור, כשהריביות הן 1.9% ושאני מסתכל על הגופים המוסדיים, זה עלות הכסף שלהם, הכסף שאני מביא הם יכולים או לשים אותו באג"ח ממשלתי צמוד לטווח ארוך או לקנות נדל"ן ואם האג"חים עומדים על 2% אז בעיני סביבת הריביות של 6-6.5% נותנת margin מספיק גדול בתקופה נורמלית. בהערכת שווי נכסים יש קודם כל את הביצועים, עכשיו אם המצב הכלכלי יהיה כל כך רע אנחנו נראה את הירידה בביצועים ונתאים את השווי לביצועים. אנחנו מדברים כשעדיין אין ירידה בביצועים, כשהקניונים פתוחים הקונים באים והשוכרים נשארים אזי בשיעורי ההיוון אולי כדאי לקחת את הסיכון המסוים לתקופה מסוימת. הבעיה היא שזה סובייקטיבי.

#### מרק זק

אז מה שאני רוצה להגיד בנוגע לגב ים, או בנושא של המשרדים לחברות הטכנולוגיה כפי שאנחנו רואים אז אנחנו לא רואים כרגע שיש איזושהי תזוזה לגבי הנושא של המחיר.

גם אלה שבאים לחדש וגם אלה שבכוונתם לחדש לתקופה הקרובה לא רואים שם שיש איזושהי פנייה אלינו גם בהיבטים שהם רוצים או להחזיר חלק מהשטחים או להקטין את השכירות או בכלל לחשוב על צורה אחרת של עבודה, זאת אומרת התפוסות נשארות קבועות והדבר היחידי שכן קורה זה כמות הפניות לנכסים שרוצים לקחת נכס או להתחדש בנכס חדש או להיכנס לנכס הקיים אם יש תחלופה.

זה האלמנטים שאנחנו פוגשים עם זה, אבל אין עניין של בעיה של מחיר השכירות. מחירי השכירות לאורך הזמן אנחנו רואים במדינת ישראל, במשרדים, באותם המקומות שאנחנו גם נמצאים ואנחנו נמצאים בחלק לא קטן מהמקומות אם זה בניינים כמובן קלאס A אז רמת השכירות לא יורדת - זה מה שאנחנו רואים. אני חושב שזה חלק מאוד משמעותי לכך שלאורך הטווח הארוך הדבר הזה יביא לכך שלא אמורה להיות השפעה משמעותית לפחות בראייה שאני רואה לשווי של הנכסים.

#### אמיר ברנע

אז אתה אומר שאינך צופה שינוי משמעותי ב- 31/12/23 בשווי הנכסים של גב ים?

### מרק זק

אני לא יודע להגיד את זה ובטח לא בפורום הזה, אני חושב שזה לא יהיה נכון לי להגיד הזה. אני חושב ששיעורי ההיוון כפי שגב ים מהוונת את המשרדים שלה ב-6.5% זה בטח לא משהו שהוא צריך להיות איזושהי השפעה מאוד משמעותית בראייה של מה עושים הלאה. שלושה רבעונים אנחנו הראנו עליות ריאליות בשכר הדירה, אנחנו כנראה נראה איזושהי תנועה ברבעון הרביעי וזה נותן לנו את החשיבה שדמי השכירות ושיעור ההיוון כפי שהוא קיים נמצא במקום הנכון.

### אמיר ברנע

והנתונים עקביים עם שווי השוק שלכם?

### מרק זק

זה אתם תגידו.

### רון זרניצקי

אני חושב שצריך להגיד אולי עוד פעם תודה לארה"ב בנוסף לכל הבחינות. זה שייצרו לנו אירוע שהוא בעצם מאפשר לנו לשקף את מה שקורה כאן ואפשרויות המדידה, הרי מה אנחנו עושים בעצם במדידה ועל חברות שאתם מדברים ועל המשרדים בארצות הברית. שם בארצות הברית במיוחד בשוק המשרדים הייתה לנו דוגמא מובהקת למדוע ולמה צריך לגעת בשווי כי הייתה צניחה משמעותית בתפוסות ובדמי השכירות, משרדים התרוקנו שם בעשרות אחוזים וזה דוגמה מעולה כדי להראות בעצם לעומת מה שקורה פה. יכול להיות שגם פה זה דברים ספציפיים ובמקומות מסוימים אבל דוגמה מעולה להראות את ההשפעה ואת היכולת של מעריך השווי לבצע מדידה שיש לך התערבות כזאת או אירוע כזה אגרסיבי ב-NOI שנותן לך את האפשרות בעצם או כלי-מכשיר בנוסף כמובן לכל האחרים כדי לגעת בשווי. אז דוגמה מעולה בשביל להראות בעצם מה קרה שם וכמו שמרק זק אמר - פחות קורה פה.

### שלומי שוב

מצד שני, החשש הוא תמיד שאנחנו רוצים לדעת ולא להגיע לרגע שאנחנו עמוק בתוך המשבר.

### רון זרניצקי

נכון, אבל אני מזכיר שאנחנו בוחנים שווי למועד קובע.

### שלומי שוב

שווי למועד קובע אבל כמובן על בסיס תחזית.

### כפיר קלדרון

אז אני חושב שאני מתחבר לכמה דברים שנאמרו פה שבדקים הערכות שווי אז יש את הטווח הקצר, הבינוני והארוך. בטווח הקצר ברור לכולנו שיש פגיעה והפגיעה ברורה, אבל ברוב המקומות עיקר ההשפעה על השווי באמת בטווחים היותר ארוכים. עכשיו נכון שיש את המגמות של התאוששות אחרי המלחמות וראינו את זה במקומות מסוימים, אבל יש קצת הבדל מהמלחמה הזאת כי היא לא תיגמר זה לא 17 יום ונגמר, או משהו כזה שיכול להיות שהשגשוג האופטימיות בסוף המלחמה אני לא בטוח שהיא קורת.

דבר שני, בואו נזכור שאחרי יום כיפור היה את העשור האבוד, כלומר השאלה היא וצריך מאוד להתעסק ולשאול את עצמנו וזה דבר שאנחנו מעסיקים את עצמנו בו המון - מה יקרה בטווח הארוך? אני חושב שהדיון על זה הוא קריטי למעריכי השווי. ועוד נקודה, זה הצעה למשהו שיכול להיות מעניין, כן שיעורי סיכון שונים לקחת מה שבעבר מאוד (אני חושב שאפילו פה הייתה שיחה על זה וצחקנו על זה) אבל שיעורי הוון שונים לטווח הקצר ולטווח הארוך כי זה המצב.

### שלומי שוב

כמו שעושים השמאים האמריקאים

### כפיר קלדרון

גם הגרמנים ראיתי שעושים את זה בהערכות שווי.

### שלומי שוב

המעריכי שווי האמריקאים עושים הערכות שווי וDCF מדויק ל10 שנים הקרובות, טווח הקצר, טווח הארוך, שיעורי הוון אחרים. אפרופו רוני אם אנחנו רוצים לעשות בנצ'מרקיג לאמריקאים ..

### משה פרידמן

אבל השוק לא עובד ככה.

### שלומי שוב

כן אבל אתה יודע זה "סובב ומסובב" משה. אבל בסדר, זו לא האגינדה שלנו היום, אני רוצה לשמוע עוד מעריכי שווי, אפרופו קונספציות.

### אמיר ברנע

על הדברים שלך (כפיר קלדרון), אם צביקה אקשטיין מדבר על מבנה שערי ריבית תלול מאוד אז זה מבליט מאוד את ההבדל.

### כפיר קלדרון

את הצורך לעשות דיפרנציאציה כי בואו נזכור שאם מדובר ובטח בחברות הייטק, הטווח הארוך הוא זה שמשפיע ולטווח הקצר כמעט ואין לו השפעה.

### שלומי שוב

תודה על הדברים, הם חשובים מאוד, זאת אומרת מאוד חשוב כי תמיד החשש שלי במיוחד בתחום כמו התחום של מעריכי השווי שבואו נאמר את האמת, זה תחום ככה מאוד מצומצם גם התחום של השמאים. אנחנו מזמינים כמה שמאים בודדים ומכסים כמעט את כל השוק, כל החברות הגדולות במשק. מצד אחד זה מאוד נוח לנו וכו' אבל מצד שני, אני תמיד חושש שבתחומים כל כך מצומצמים ושדורשים מומחיות שתמיד תהיה בעיה של קונספציה. אז אם יש פה מישהו שרוצה לתת לנו עוד דעות כאלה מעניינות וחשובות עם תרומה חיובית אנחנו נשמח.

### רענן דוד

יש נכסים משועבדים ולכן השקיפות במליסרון שלדוגמא הקיצון השני, יש כל כך הרבה הערכות שווי מפורסמות ואתה יכול לראות מה שמאים חושבים לגבי הטווח הקצר, טווח ארוך, מה אני חושב על כל מצב השוק ואיך מתרגמים את זה. כשאתה בא ואומר, שהשיקולים של אני מעמיס עלויות עודפות על החברה, החברה עושה ממילא הערכות שווי, זה לא שיקול בכלל להגיד להם תשקפו את זה בשוק או לא תשקפו בהיבט הזה של העלות, זה ממש לא קשור לעלות, זה עניין של החלטה של מה הוא מהותי בכדי שהיא תפרסם. הם עוקפים את זה בדרך מסוימת שהרשות קבעה כמהותי, ואיך קורה לצורך העניין, שחברה עם 8 מיליארד שווי נכסים לא מגיעה לרף שהיא צריכה לפרסם אף הערכת שווי. ואני אומר לך שאפילו אם שומה אחת שהחברה הייתה מפרסמת אתה היית יכול לדעת את הלך הרוח והמחשבה של השמאי.

### שלומי שוב

אז יכול להיות שהכל מתחבר להכל זה גם קשור למה שמשה אמר לסובב ולמסובב הזה, לשקיפות. רשות ניירות ערך אתם רוצים להגיד משהו?

### ניר דוד

אני אגיד שבסוף יש באמת שיקולי איזון שאנחנו מנסים ליישם. מבחינת מעריכי השווי, השמאים היה נכון שהכול יהיה שקוף, כל הערכות השווי יהיו בחוץ, יהיה הרבה יותר שקוף, היה הרבה יותר קל גם לתמחר עסקאות, הייתם רואים גם עסקאות השוואה ואת כל השיקולים של מעריכי השווי. אבל מצד שני, יש גם עלויות לחברות, צריך לזכור שיש חברה מאחורה שבסופו של דבר הערכת שווי שמפורסמת יש לה עלויות. אם הנושא של הערכת השווי הוא לא מהותי ברמת המשקיע בסופו של יום אז פשוט נעמיס את המשקיע בהמון המון הערכות שווי, הוא לא ידע אפילו על מה להסתכל ואנחנו לא בטוחים

שזה יתרום למשקיע, זה כן אולי יכול לתרום לשוק כמו שאתה אומר אבל בראיית המשקיע זה לא בטוח יתרום.

#### משה פרידמן

איך יכול להיות שחברות כמו עזריאלי לא מפרסמת אפילו דוח אחד עם כל הנכסים שלה (כי שום דבר לא מהותי)?

#### ניר דוד

יש לה נכסים משועבדים, קודם כל בחברות האלה יש נכסים משועבדים ולכן היא מפרסמת הערכות שווי.

#### רענן דוד

אני אגיד לך משהו בנוגע לעניין הזה, בחרתם את הדוגמה הזאת של אמות, בעיני כשמאי הדוגמה של אמות היא בדיוק הבעיה של השוק. אתם אומרים תלכו תראו מה המניה של אמות עשתה, אבל מה אני יכול לדעת כשמאי לגבי השיקולים של השמאים שלהם בקביעות השונות שלהם, בין אם זה שכר דירה, בין אם זה שווי, בין אם זה שיעורי ההיוון – שום דבר. אף הערכת שווי לא מפורסמת וגם בדו"ח ברנע אני לא בטוח שיש אינדיקציות לגבי השיקולים שלהם. אז אם המניה ירדה או עלתה, איך אני יכול לתרגם את זה בסופו של דבר למשהו שאני יכול להשתמש למדידה שלי ולשיקולים שלי והנחות עבודה להערכות שווי שאני עושה לחברות אחרות. הבעיה הגדולה בשוק הזה ואתם יכולים לפגוש את זה גם אצל עזריאלי וגם אצל עוד הרבה חברות גדולות, היא לא אצל השמאים, הבעיה היא בשקיפות, הבעיה היא ברגולציה. אני יודע שאני במידה מסוימת יורה לעצמי ברגל כי אני גם אצטרך לתרגם את הדברים האלה אבל אני יכול להגיד לך שהרבה הערכות שווי שלנו מפורסמות ואנחנו כותבים את השיקולים האלה ואנחנו פחות רואים את זה בשוק. פחות רואים את השיקולים וכשהשוק יהיה עם יותר שקיפות כך נוכל לשקף את זה בצורה טובה יותר.

#### ניר דוד

אבל בסוף צריך לזכור שהתפקיד שלנו הוא לשמור על ציבור המשקיעים, זאת אומרת על האינטרסים שלהם, ובסופו של דבר אני לא בטוח שאפשר לומר בוודאות שזה האינטרס של המשקיע לראות 40 הערכות שווי מצורפות.

#### אלי אלעל

אני לא בהכרח צריך 40 הערכות שווי לכך. יש יתרונות ברמת השוק לשקיפות ולהסתכלות ארוכת הטווח בלראות את הדברים.

## שלומי שוב

בואו נמשיך לשמוע אתכם (הרשות לני"ע), מה עוד אתם חושבים על דברים שנאמרו פה.

## רקפת שני

איך אתם הולכים לסייע?

## שלומי שוב

יש פה הרבה מעריכי שווי, חברות ומנהלים שזקוקים לסייע.

## ניר דוד

כמעט כל הנושאים שהוזכרו בדיון וגם בנייר הרקע לדיון, אלו נושאים שמעסיקים אותנו, גם אם זה אותנו במחלקת תאגידים וגם את מחלקת השקעות שזה יותר כל הקרנות הפרטיות והפיקוח עליהם, ובאמת ראינו את ההסתה מאיזושהי תפיסה שלא צריך להגן על המשקיעים הכשירים, והיום בארצות הברית כן התפיסה הזאת משתנה. אני יכול להגיד שכן אנחנו בוחנים את הנושאים האלו גם אולי אפילו בוחנים מזה תקופה הקמה של קרנות השקעה פרטיות מפקחות שיאפשרו ללקוחות ריטייל לקחת חלק בהשקעה אלטרנטיבית ובאופן זה להגן על תיק ההשקעות שלו, אלה דברים שנמצאים היום בבחינה והמלחמה גם העצימה את השיח הפנימי שלנו בנושא. בנוגע לנקודות האחרות שהועלו, נניח גישות של יישום תרחישים, אז אני אגיד רק מאיפה זה בא. בקורונה ראינו הרבה הערכות שווי של חברות הזנק, חברות בתחילת דרכן עם סיכון מאוד מאוד גבוה, לא ניתנו שם תרחישים אבל שיעור ההיוון היה כל כך גבוה שהוא העיד על זה שהתרחיש הוא למעשה לא ודאי, וקשה מאוד להסתמך עליו, משם התחלנו וגם ראינו את ההערכות שווי בארה"ב שבהן כן נהוג ליישם תרחישים והסתברויות, ואפילו קיימנו דיון עם השוק בזמנו על הנושאים האלה, ובאמת יש תחומים שאנחנו חושבים שנכון ליישם בהם תרחישים ויש גם סטטיסטיקות טובות. נניח אם אנחנו נלך לחברות תרופות, יש לנו סטטיסטיקות והסתברויות, התחום של התחדשות עירונית היום שתופס תאוצה, מה ההסתברות שפרויקט בכלל יצא לדרך? יכול להיות שבסופו של דבר אנחנו נגיע לאותה התוצאה, אבל זה יאפשר למשקיע לנתח יותר נכון את התזרים, כי בסוף למשקיע אין יכולת אמיתית לנתח את התזרימים, אם אני נותן לו הסתברויות מסוימות ואחרי זה עושה ניתוח רגישות, הוא יכול לבוא ולהגיד אוקיי אני חושב שהתרחיש הזה נתנו לו 50%, אבל אני חושב שההסתברות הנכונה היא 40%, אני יכול להסתכל כמה זה ישפיע על השווי יותר קל, זה יותר אינטואיטיבי לנתח את הערכה השווי ולכן, במקומות שבהם באמת אפשר לבסס איזשהו תרחיש רצוי לעשות בהם שימוש. זה יכול להיות גם בפרויקטים של התחדשות עירונית, פרק הזמן לסיום הפרויקט בהוצאה לפועל שזה משפיע משמעותית על השווי, אז כן נכון ליישם תרחישים. עם זאת, בסופו של דבר אנחנו מבינים גם את הקושי, כי כשדיברנו גם עם מעריכי שווי אמרו לנו תשמעו, אנחנו מחליפים נתון אחד- שיעור ההיוון שקשה לבסס אותו ב-3 נתונים, כי עכשיו יש לנו 3 הסתברויות, אז יש מקומות שיותר קל לבסס את ההסתברויות, יש מקום שיותר קשה, זה אתגר אבל בטח שבמקומות המתאימים אנחנו מבחינתנו כן

היינו שמחים לראות יותר תרחישים. כלומר, הצגה שלה איזשהו תזרים תוחלתי בשיעור היוון מתאים ולא שיעור היוון מאוד גבוה שמעיד על זה שהתזרים הוא לא וודאי.

#### אמיר ברנע

כמה אתה משתמש בנתוני שוק בביקורת, כלומר כשאתה פונה לחברה מסוימת שעושה הערכות שווי מה הטריגר שמביא אותך דווקא לחקור אותם או להתייחס יותר אליהם.

#### שלומי שוב

זה רק אמיר יכול לשאול...

#### ניר דוד

אז תראה זה מכלול של דברים, בסופו של דבר אנחנו מנתחים את החברה, כמובן שגם שיקולי מהותיות, בודקים את ההנחות המרכזיות, ובסופו של דבר זה איזשהו ניהול סיכונים פנימי שאנחנו עושים.

#### אמיר ברנע

אני יכול להציע לך הצעה בעניין הזה? תסתכל על הפער עם מחיר השוק.

#### גיא טביביאן

בקשר למה שאמרת קודם, התייחסת קודם לפער בין מחיר השוק להון בדוחות הכספיים, עשית איזה התאמה מהירה. צריך להתייחס לעובדה שבתקופות משבר, בהנחה שהשוק מניח שיש כיום איזשהו משבר, השוק מתחשב ומתמחר גם השפעות של נזילות ושל מכירה מהירה בתנאים לא אופטימליים. דברים אלה משפיעים על השווי בבורסה של חברה. השאלה מה אתה מעריך? אם אתה מסתכל על שווי בורסה של חברה, לדוגמה חברת נדל"ן מניב, צריך לזכור ששווי הוגן לצורך הדוחות הכספיים משקף שווי במכירה שאינה בלחץ. אפשר להתייחס לכך בציניות ולפעמים יש גם מקום לציניות, אבל שווי הוגן של נכס נדל"ן מניב מבחינת החשבונאות, וזה מה שהשמאים קובעים, זה שווי הוגן של מכירה שהיא לא בלחץ. לא התייחסת לכך שבחלק גדול מחברות הנדל"ן המניב החוב הפיננסי שלהם כיום שווה פחות מהערכים של ההתחייבויות בדוחות הכספיים, כי עדיין יש להן התחייבויות בריביות נמוכות מריביות השוק כיום, אז זו התאמה אחת לכיוון השני, כלומר מגדילה את הפער שיש להסביר בין שווי הבורסה להון. אלה דברים שגם אנחנו, רואי החשבון המבקרים, מסתכלים עליהם, אבל מסתכלים כאינדיקציה. בסוף השמאים מביאים עסקאות ואמרו פה השמאים בצדק, הם מסתכלים על עסקאות של רכישת נכסים. אתה התייחסת ככה ב-כלאחר יד על ההתחייבות של מיסים נדחים שבהנחה של אי מכירת נכסים אז אפשר לא להיפגש עם המס אף פעם ולכן שווי התחייבות זו קרוב לאפס. בתקופות של משבר או בתקופות של מחנק אשראי, כאשר הריביות יקרות יותר, כנראה שהשוק לא מניח דברים שבשוק טוב, מניחים שלא ימכרו נכסים ויוכלו לא להיפגש עם המס הזה. כלומר,



מניחים בסבירות גבוהה יותר שחברות ימכרו נכסים וישלמו בעתיד הקרוב את הסכומים שרשומים בדוחות כהתחייבויות מסים נדחים. אני חושב שגם השוק מוותר בתמחור לחברות על הוצאות המטה בתקופות טובות ויותר קל לשוק לבוא ולהגיד אוקיי הוצאות המטה תורמות לשווי ומשקפות יזמות עתידית. אם תבדוק הוצאות הנהלה וכלליות בדרך כלל הן לא זולות. בתקופות יותר קשות בשוק, אז כבר ראינו עם מה המנהלים מתעסקים. מתעסקים עם המימון, מתעסקים במכירת נכסים. ואז כנראה שהשוק בבורסה קונס את שווי החברות בגין הוצאות המטה, מכיוון שלדעת המשקיעים הן לא תורמות לשווי מעבר לשווי הנכסים הקיימים. אפשר להיות ציני, אבל אני מפרש את זה שדווקא מבינים שהערכות השווי בדוחות הכספיים לא מניחות הנחות של מימוש מהיר, ומימוש בלחץ שחלק מהחברות בגלל המצב הפיננסי שלהן יצטרכו לעשות את זה. אם נבדוק מה קרה במשברים בעבר, חברות מכרו נכסים בפחות מהשווי ההוגן, גם נכס שבאמת יש לו שווי הוגן יחסית ברור, כך שאם ניתן לחברה חצי שנה למכור את הנכס בלי לחץ, ימכרו אותו במאה, אבל כשיש לחברה חוב של 90 שהיא צריכה בעוד 3 חודשים לפרוע את החוב הזה, כשיש לחצים של אג"ח למעלה בחברות ההחזקה, לא בחברות הנכס למטה, החברות לא יוכלו להביא לאופטימיזציה של שווי הנכסים שלהן. צריך גם לזכור שבהערכות השווי, לא מנכים עלויות מימוש, בעוד שהשוק מודע לכך שכשימכרו את הנכסים החברות ישלמו עלויות מימוש.

#### אמיר ברנע

אתה מדבר על נזילות, על סחירות, מה היקף הסחירות בשוק, האם השוק נזיל? אלה אלמנטים.

#### גיא טביביאן

אפילו בעולם אופטימלי עצם העובדה שאני מעריך את שווי המניות ואני מתייחס לאלמנטים של נזילות ושל פעולות נקרא לזה לא אופטימליות, אפילו לצורך מכירה, שלא רשומות בדוחות הכספיים ובא משקיע ואומר "רגע, החברה הזאת להערכתך תצטרך למכור נכסים, היא תצטרך למכור באיזשהו דיסקאונט בגלל המצב הפיננסי שלה, היא תיפגש עם הוצאות מכירה שלא רשומות בדוחות הכספיים שלה, יש לה התחייבות מסים נדחים שבתקופה טובה שאני יכול להניח בקלות יחסית גלגול שלה, ואני לא נותן לה הרבה משקל, אז כיום יש להן השפעה גדולה יותר על שווי החברה". אני לא יודע אם רשות ניירות ערך הכריחה חברות לקחת 50% מהתחייבות המסים הנדחים בשווי, כי זה תלוי בחברה ובנסיבות ובהנחות, אבל נראה לי הגיוני שבתקופת כאלה דווקא תהיה יותר הנחה של מכירה, ועצם העובדה שאתה בא ואתה לוקח הוצאות מכירה, מיסים שעד היום לא כל כך התייחסו אליהם, יש עוד התחייבויות מיסים שלא רואים בדוחות הכספיים וזה רק בביאורים, על כל מיני פטורים שיש בחשבונאות וכעת אולי צפוי בסבירות גבוהה יותר שייפגשו איתם וזה מוריד את שווי החברה.

#### אמיר ברנע

גיא תסכים איתי ודאי שנושא הקיזוז בהשפעות של הריבית על הנכסים ועל ההתחייבויות, בולט במיוחד בחברות ביטוח ששמה האלמנט של היוון הנכסים וההתחייבויות הוא קריטי, מדובר על

טווחים מאוד ארוכים גם בנכסים גם בהתחייבויות, כך שהאפקט בסך הכול על השווי הוא משני צידי המאזן.

#### **שלומי שוב**

בחברות נדלן כמו שגיא אמר זה רק מצד אחד של המאזן.

#### **אמיר ברנע**

תלוי איזה אגרות חוב הם מביאים קודם.

#### **גיא טביביאן**

אני חושב שצריך להתייחס לכך. בדרך כלל רואי החשבון המבקרים במקומות האלה מבקשים גם בהערכות שווים הוגן ושל שווי שימוש (value in use) ממעריך השווי להתייחס ולהסביר את הפער ביחס לשווי בבורסה. אני חושב שזה אינדיקציה. בטח בשמאויות של נדל"ן צריך להסתכל גם על עסקאות של נכסים דומים ותמיד קשה להגדיר את הנכס הדומה, אבל יש פה הסברים שבעיניי מספיק אם תיקחו בחשבון את נושא הנזילות ואת איך מתייחסים להוצאות מטה, זה כבר נותן חלק מההסברים לפער.

#### **שלומי שוב**

תודה רבה גיא, ועכשיו לגיא אחר, תן לנו בכמה משפטים את המסקנות של המחקר שלך.

#### **גיא לקן**

בסדר גמור אני מתחבר טיפה למה שיאיר דיבר לפני, להקשר המוסדי יותר של שיערוך הנכסים הלא סחירים, אז אני אציין ברקע הדברים שאנחנו רואים אולי בשני העשורים האחרונים עם ירידת הריבית גידול מאוד משמעותי בהשקעות של הגופים המוסדיים בנכסים לא סחירים, גם חוב לא סחיר וגם אקוויטי לא סחיר, אני אפריד רגע בין החוב לאקוויטי, כי החוב הוא משוערך ברמה יומית. אז בהקשר הפנסיוני בארץ הוא משוערך על ידי חברת ציטוט, אז נניח שהוא נמצא בשווי הוגן ברמה יומית, האקוויטי הלא סחיר לעומת זאת, לא משוערך ברמה יומית ונכון לסוף 2022 הוא כמעט פי שתיים בסדר הגודל מהחוב הלא סחיר. עכשיו חשוב לזכור שבפנסיה, בגמל ובחלק מביטוחי החיים קיימים מעברים יומיים של חוסכים בין אסטרטגיות השקעה לבין גופים מנהלים, עכשיו ברגע שהנכסים הלא סחירים לא משוערכים ברמה יומית יכול להיווצר מצב, ונוצר מצב של מעבר עושר בין עמיתים. אני אתן לכם דוגמא ספציפית, אם תקחו רגע את אירוע הקורונה, במרץ 2020 ראינו נהירה של חוסכים ממסלולים שיש בהם נכסים לא סחירים למסלולים סחירים לחלוטין בעלי סיכון נמוך, זאת לא תופעה חדשה החוסכים החליטו להקטין את הסיכון שלהם, עכשיו כלכלית מה שהחוסכים האלה עשו הם מימשו את הנכסים הלא סחירים שלהם בשווי גבוה מהותית מהשווי ההוגן בהנחה שאנחנו מאמינים שיש איזשהו מתאם בין השוק הלא סחיר לשוק הסחיר, ומי שסבסד את המעבר

הזה אלה החוסכים שנשארו במסלולי ההשקעה. זאת אומרת נוצר מעבר עושר בין חוסכים בעקבות העובדה שאין שיערוך לא רציף, עכשיו איך מתמודדים עם זה, לדעתי יש כמה אופציות של לא יודע, לא ראיתי נציגים של רשות שוק ההון.

אני אסכם את הסיפור במשפט, אם אנחנו מאמינים שיש איזה פרמיית אי סחירות בהשקעות בנכסים הלא סחירים, לא הגיוני שחוסכים יוכלו לעבור וכן יש להם נזילות, הרי בסוף לחוסך בקצה כן יש נזילות באסטרטגיות, לא הגיוני שהוא ייחנה מאותה פרמיית אי סחירות אם הוא יכול לעזוב.

**אמיר ברנע**

מה אתה מציע?

**גיא לקן**

להגביל מעברים במסלולים שיש בהם יחסים לא סחירים.

**אמיר ברנע**

מה זאת אומרת להגביל? פעם בשלושה חודשים למשל, או משהו כזה?

**גיא לקן**

אז אפשר לחשוב על תדירות נמוכה יותר, היום אין הגבלה בכלל.

**אמיר ברנע**

אתה מדבר על נושא הניוד.

**גיא לקן**

אני לא מדבר רק על נושא הניוד, אלא גם מעברים בין אסטרטגיות. ברגע שאנחנו חווים ירידות בשווקים אנחנו רואים נהירה של חוסכים למסלולים מופחתי סיכון.

**אמיר ברנע**

עוברים ממסלול מנייתי נניח למסלול אג"ח.

**שלומי שוב**

בכל מקרה להגביר את דחיפות השיערוכים, אולי להצמיד אותם לשוק הסחיר.

**גיא לקן**

זאת חד משמעית עוד אופציה שצריך לקחת בחשבון, אבל אני חושב ששוב לא יכול להיות מצב שבמסלול קיימים נכסים לא סחירים שהחוסך יקבל עליהם נניח ויש פרמיית אי סחירות הוא יחנה

ממנה, אבל הוא עדיין יכול לעבור ברמה יומית. אז המסלול כן סחיר או לא סחיר? אי אפשר ליצור את השילוב הזה. אם המסלול הוא לא סחיר אי אפשר לתת מעבר ברמה יומיומית.

#### אמיר ברנע

האם בחישוב מסלול הנכסים הלא סחירים צריך לקחת את הפרמיה של אי סחירות כתוספת למחיר ההיוון?

#### גיא לקן

זאת שאלה קשה, קודם כל צריך להסכים לגבי אם קיימת בכלל פרמיית אי סחירות, אני לא חושב שיש קונצנזוס לגבי זה, אני שזה תלוי בתקופות. בנוגע להיקף התופעה יחסית למסלולים כלליים ששם יש את מרבית הנכסים והם מעורבים, אפשר להסתכל בנספח, שלומי אולי אתה יכול להפיץ גם את המצגת, ראינו בקורונה זה מה שבדקנו, בקורונה ראינו שמי שעבר מסלול השקעה נהנה בממוצע, יש כאלה שהרוויחו הרבה יותר מהמעבר שלהם בממוצע כ- 2%. עכשיו, 2% זה כדי לתת לזה איזושהי משמעות צריך להזכיר שהתשואה הממוצעת לחיסכון ארוך טווח היא בסביבות 5% בשנה, זאת אומרת רק בעקבות המעבר שלו של החוסך, הוא נהנה מתשואה של כמעט חצי שנה בגלל שהערוץ של הנכסים הלא סחירים והפערים מהשווי בשוק הסחיר.

#### אמיר ברנע

זאת אומרת אתה היית תומך בהנחיה לפרמיה כזו שנקבעת שבעצם פותר את חלק מבעיית הנזילות לאור מה שאמרת.

#### גיא לקן

תראה אז מה זה פרמיה, אני יכול לספר עכשיו סיפור שאתה יודע, אם הגופים המוסדיים נהנים משערוך הנכסים הלא סחירים, אני לא טוען שזה המצב אבל אני יכול לדמיין סיטואציה שמנהל השקעות מעדיף להשקיע בנכסים לא סחירים כדי להוריד במידה מסוימת את סטיית התקן. זאת אומרת, הביקוש לנכסים האלה על ידי גופים מוסדיים יכול לגדול בצורה מלאכותית.

#### אמיר ברנע

אבל אני מעריך אותם בספרים לצורך הניוד או בחלק מהניוד, אני מעריך אותם באיזשהו דיסקאונט דרך עליית הפרמיה, ואז אני בא ואומר מי שמעביר, מי שמנצל תקופות להעברה הוא משלם משהו.

#### גיא לקן

אתה צריך לעשות את זה ברמה יומית.

### צבי וינר

אני רק רוצה לחזק את גיא ולהעביר קו בין גיא ליאיר, אנחנו מדברים על שני נושאים מאוד שונים. יש את החברות הציבוריות שצריכות להגיש דוח שנתי ולפעמים גם דוח רבעוני, הם עובדים לפי התקנים החשבונאיים. רשות ניירות ערך מפקחת עליהם, ומקסימום מישהו מעריך לא נכון אז הוא ירשום אותו הערך כמה שנים ברצף וכולם יצחקו ורשות ניירות ערך תשאל שאלות אבל אין פה נזק אמיתי ומידי. לעומת זאת, כל מה שקשור לחיסכון הפנסיוני (שהיום זה שתיים וחצי טריליון שקל) ושם, לפי אותם הערכות אנשים מקבלים כסף ממש. תוך זמן קצר חוסכים יכולים לעבור מקרן לקרן והם מקבלים כסף לפי הערכות, כולל הנכסים הלא סחירים. הקרנות לא יכולות למכור נכסים לא נזילים ואז מי שנשאר בקרן הוא נפגע. הוא נשאר עם הנכסים שהם שווים פחות וגם פחות נזילים. יש פה פגיעה אמיתית - בכסף. הבעיה שאנחנו איכשהו מנסים להפעיל את אותם הסטנדרטים ואותם הדרישות לשני הדברים השונים. יש צורך דיווחי: איך מדווחים ומקסימום עיגלו פינות או עשו היוון כזה ואחר, זה לא נורא. אבל במקרה של תשלומים, יש הבדל גדול. זה שני עולמות שונים ולא בטוח שאפשר להפעיל את אותם הסטנדרטים בשניהם.

### גיא טביביאן

אבל שלומי, אם צבי יגיד את זה, יגידו שהוא מדבר מפוזזציה, אבל הפתרון הוא לא נורא ברור? זאת אומרת לחייב אותם לשערך כמו שמשערכים את החוב הלא סחיר, אולי לא באותה תדירות.

### שלומי שוב

אני חושב שכן אבל עובדה שאנחנו מדברים על זה לא מעט שנים וזה לא נעשה.

### יורם עדן

שלומי איך אפשר לשערך אקוויטי על בסיס יומי?

### אלי אלעל

אפשר לדוגמא לשקול להצמיד לאינדקסים. יש פתרונות שהם לא אופטימליים אבל זה עדיף מאשר לא לעשות כלום, שזה בעצם כן לבחור בדרך סאב אופטימלית. כאמור, יש הרבה דרכים לקירוב לשווי, שלא יהיה אופטימלי וזה לא יהיה 100%, אבל כן יאפשר לצמצם את סטיית התקן הקשה, כפי שתוארה פה בחריפות רבה.

### אמיר ברנע

האם למשל הודעה מראש על משיכה, עם איזשהו זמן של חודש, חודשיים?

### צבי וינר

או לתת להוציא השקעות בעין ולא בכסף.

### אודי גרינברג

הפתרון שהוצע פה של לצמצם את המעברים, לא יודע, אני תומך במה שגיא אומר. אפשר לשערך, אז זה לא יהיה על בסיס יומי כזה, תעשה את זה על בסיס שבועי, תמצא איזשהו אינדקס מתאים, לא צריך התרעה של חודש.

### שלומי שוב

אני מסכים איתכם, ואנחנו קוראים לרשות שוק ההון לעשות פה משהו, זה כבר האמת לא פעם ראשונה הגיע הזמן, יש לא מעט עבודה לרגולטורים גם רשות ניירות ערך וגם רשות שוק ההון. צבי אתה רוצה להתייחס גם לנושא הערכות השווי שעלה פה בתור מעריך שווי? לעזור למעריכים קצת.

### צבי וינר

אני לא יודע אם זו אשמת המעריכים. אני דוגל בשיטה ששני Wrong לא ויוצר Right. זה לא נכון בתקופות שיש עליות להיות שמרני, וברגע שיש נפילות גם לא לעדכן מחירים, זה לא משרת אף אחד. זה נכון שבדוחות אפשר לזכור שפעם הייתה שמרנות, אבל כמו שאלי אמר השיטה הנכונה זה כמה שיותר להתקרב למציאות גם אם זה לא מושלם, עושים את מה שאפשר לעשות.

### שלומי שוב

אני מלמד את הסטודנטים שלי שבשווי הוגן אין שמרנות, זה בדיוק העניין. שווי הוגן צריך לייצג את המחיר שנקבע בקונה מרצון, מוכר מרצון גם אם הוא קשה לכם מאוד.

גם אם קשה מאוד וגם אם אין עסקאות, זה לא פותר אתכם מליישם את IFRS13. IFRS13 בא ואומר אתם צריכים להעריך מה יהיו השיקולים של משתתפי השוק ביום המאזן.

### אמיר ברנע

אבל גיא אומר לך, את אותו אלמנט שנכנס לתורת המימון רק בשנים האחרונות. כשאני למדתי מימון לפני הרבה מאוד שנים, דיברו על תשואה וסיכון והיה גבול יעיל של תשואה וסיכון זה מה שלימדו. האלמנט של הנזילות נכנס אחרי 2008 נדמה לי לתוך הספרות, והיום מדברים על נזילות בתור אלמנט שקובע שווי. אומר לך גיא, ההסתמכות הזאת על מחירי שוק, הכול טוב ויפה אבל מה עם סיטואציה כמו מה שאתה קורא מחנק אשראי או אתה קורא למצב שבו השוק לא מתפקד, האם אתה דורש רמה מסוימת של סחירות בשוק כדי לדעת מה קונה מרצון, מוכר מרצון עושה. כל האלמנטים האלה איך הם משתלבים בהערכת השווי?

### גיא טביביאן

אני מדבר על נזילות כהסבר לפער בין שווי המניה, שווי החברה, לשווי הנכסים שלה, כמו ששלומי אמר.

### אמיר ברנע

כן, אבל צריך הסבר. אבל זה הבסיס, זה נקודת המוצא. נקודת המוצא בעיני הייתה במיוחד בסיטואציה של פוסט מלחמה עם אי ודאות ענקית, שמענו אותה פה. מה התוצאות האפשריות? בוא נסתמך על מחירי השוק עם התיקונים האלה, עם הסבר ובצורה גמישה מסוימת.

### שלומי שוב

בואו נתקדם, מי עוד רוצה להוסיף לנו פה איזושהי אמירה?

### רון יפו

מנכ"ל דוניץ אלעד, חברת בנייה למגורים. אני חושב שכרגע דווקא בשוק המגורים וגם השוק לדעתי רואה את זה, נוצרה איזושהי אופטימיות. נכנסנו לשנת 23, שנה מאוד קשה עם קצב מכירות מאוד איטי ואני חושב שדווקא הדיבורים על הריבית שהולכת לרדת ובטח לא הולכת לעלות משנים תפיסה של רוכשי דירות רבים שישבו על הגדר מתוך פחד לקחת משכנתא כשהריבית תמשיך לעלות ובעצם מעתה הם לוקחים משכנתא עם ריבית שרק תהיה יותר נמוכה. היום נכנסנו לאיזושהי סיטואציה חדשה שבה אנשים מבינים שמפה הריבית רק תרד ולכן קל להם יותר פסיכולוגית לקחת את המשכנתא ולחזור לשוק. אז אנחנו מתחילים לראות את זה חוזר ואנחנו כבר מרגישים את זה גם עכשיו בתקופת המלחמה, שהרוכשים הפוטנציאלים חוזרים למשרדי המכירות.

ולכן אני חושב שאם מסתכלים בטווח של אחרי המלחמה הקיטון בהתחלות הבנייה וההאטה שראינו בשנה האחרונה יבואו לידי ביטוי בסוף בעליית מחירים לצערנו, כי זה מה שיקרה כשהשוק למעשה יחזור למקום שיש בו היצע מאוד קטן.

### אמיר ברנע

רק למה לצערנו?

### רון יפו

לא, אני אומר לצערנו לא בהסתכלות שלי, אלא באמת עלינו כשוק של קונים. כי גם אנחנו בסופו של דבר רוצים לייצר שוק יציב של מחירי דירות. לצד זה, שמענו הבוקר בדיונים על נושא של מחסור בפועלים וזה עוד אלמנט שרק ייקר את מחירי הדיור בסופו של דבר.

## שלומי שוב

יניב תמיד לקראת הסוף נותן לנו סיכום.

## יניב פגוט

בקשר לשתי המצגות שהיו פה, צביקה, הדיון על עמלות עובר דרך התשואה של האג"ח הממשלתי ולפי המספרים שבמצגת של צביקה אם נעשה חשבון סנדלרים,

אם כל אחוז גירעון זה 20 מיליארד שקל כפול 5.5-5 נדרשים כ- 110 מיליארד שקל כדי לממן את הגירעון תוסיפו לזה מיחזור שנתי של חוב מקומי של סדר גודל של 60 מיליארד שקל נגיד שקלי ותוסיפו כ 35 מיליארד מחזור שנתי של חוב נקוב מט"ח הגעתם ל- מעל 200 מיליארד שקל שצריך לגייס בשנה הבאה.

בואו נניח שנגייס כ 20% מזה מחו"ל, אתם צריכים לגייס בישראל כ- 160 מיליארד שקל בערך כלומר 13-14 מיליארד שקל כל חודש בבורסה בגיוס. זה אומר 3-4 מיליארד שקל גיוס שבועי, זה בתסריט נאמר פה- האופטימי. עכשיו אם דיברתם על ליטאני/לא ליטאני כל תזוזה ימינה מביאה את המספרים למקומות אחרים לגמרי שלדעתי כושר הספיגה של השוק המקומי בהינתן האלוקציות הנוכחיות הוא באזור הזה של 3-4 מיליארד שקל בשבוע גיוס. מעבר לזה, צריך שינוי באלוקציות, מה זה שינוי באלוקציות? המוסדיים יש להם אלוקציה מסוימת לחוב ממשלתי ולפיכך במידה וצרכי הגיוס יגדלו והם לא יגדילו את האלוקציה הממשלית יש בעיה שתוכל להפתר רק באמצעות הרבה כמותית של בנק ישראל. מזכיר לכולם שבאוקטובר שנה שעברה הפסיקו להנפיק אג"ח מיועדות אז הכל עובר לשוק הסחיר (חשבו שלא תהיה בעיה אבל עכשיו זה מגיע לשוק הסחיר) הברומטר לאטרקטיביות של החוב הממשלתי ויכולת מימון החוב של המדינה מקבלת ביטוי בתוצאות ההנפקה השבועית של החוב הממשלתי אשר תוצאותיה מתפרסמים כל יום שני בשעה 13:00 בצהריים.

הסיפור הזה עומד מאחוריו מה שקורה ביום שני בהנפקות השבועיות, כשיהיה קשה לסגור הנפקה אז כל האירוע פה, כל המגדל קלפים הזה יכול מה שנקרא- להתמוטט ולכן זה תוצאות ההנפקות הן קריטיות. התנודתיות בתחזיות הגירעון של גופי ההערכה גבוהה והיא נגזרת של התרחיש המלחמתי ולכן כל עלייה מהותית בתחזית הגירעון מעבר לרמה של 5%-6% עשויה לייצר לחץ לעליית תשואות בחוב הממשלתי ולהשפיע על גם על השוק הקונצרני.

השמאים צריכים לעקוב אחר תוצאות ההנפקה הן בכל האמור ביחס הביקוש להיצע לטווחים השונים והן בכל האמור במחירי הסגירה של ההנפקות ביחס למחירי השוק על מנת להבין את מגמות העומק



בשוק הממשלתי וכן להיות מעודכנים בתחזית הגירעון העדכנית ותוואי הריבית החזוי במשק על מנת לא לרדוף אחרי השוק עם מקדמי היוון לא רלוונטיים.

### שלומי שוב

ברשותכם אנחנו רוצים לסיים. אמיר אתה רוצה להגיד כמה מילים לסיכום?

### אמיר ברנע

בעיניי שווי השוק עם כל המגבלות שלו ועם כל מה שגיא הציג לגבי כל נושא הנזילות - זה איזשהו בסיס ואי אפשר לוותר עליו. הרי אתם לוקחים את שיעור ההיוון מתוך השוק בלי שאלות.

ונכון אפשר להתווכח אם אנחנו הולכים לקראת עליית ריבית לאור נתוני ההנפקות שאתה ציינת או לקראת ירידת ריבית כמו שצביקה אומר וירידת האינפלציה בטווח הקצר, עקום מאוד תלול של הריבית - וזה מקבלים את השוק, אף שמאי לא יהוון במחיר שהוא סוטה מהריבית שנגזרת מהריבית בעקום התשואות. אז לגבי השווי אני אומר, השווי צריך איזשהו בסיס, איזשהו נקודת מוצא,

ממנה בגמישות אפשר לבוא ולנתח ולדבר על סטיות. אבל כנקודת מוצא, אם אני הייתי רשות ניירות ערך אני הייתי מתייחס בביקורת להערכות שווי כשהייתי רואה פערים מהותיים בין שווי שוק והון עצמי במאזן לבין שווי השוק. הייתי פשוט מתייחס לזה, הייתי בודק, זה מקור לבדיקה אני לא אומר שאין לה הצדקה אבל זה מקור לבדיקה.

לכן ההתייחסות שלי למחיר השוק כנתון בסיס שצריך ללוות את הערכות השווי בעולם שבו המלחמה לא ברור באיזה תרחיש היא הולכת ואי ודאות ענקית אז אני אומר, אין למעריכי השווי עם כל הכבוד שום יתרון עליו לבוא ולהגיד את התרחישים כי אין לכם, מה לעשות. אז אני אומר במקרה כזה אני מתייחס לשוק כנתון בסיס וזה מה שניסיתי להוסיף לדברים של שלומי.

### שלומי שוב

אני חושב שהיה לנו כאן דיון חשוב היום. מעבר לאתגרים שקשורים בהערכות השווי לתום 2023, אני חושב שיש כאן קונצנזוס על כך שהרגולטורים צריכים לעבוד בדחיפות. רשות שוק ההון לא יכולה להרשות לעצמה שלא יתבצע עדכון הרבה יותר תכוף ואפקטיבי לשווי של הנכסים הלא סחירים שאינם נכסי חוב. המצב הנוכחי לא נראה טוב בלשון המעטה ויכול ליצור עיוותים גדולים בין כספי העמיתים. רשות ניירות ערך צריכה להיכנס לרגולציה על קרנות הפרייבט אקוויטי ולקבוע דרישות דיווח מינימליות שיכללו גם אכיפה בפועל, כי אחרת זה לא יהיה אפקטיבי. תודה רבה לכולם.

**על הפורום:**

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

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

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

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