

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

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

תאריך המפגש: 05/02/2020

נושא המפגש: "אופן בחינת ירידת ערך נכסים לאחר כניסתו לתוקף של IFRS 16".

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון.

**נוכחים:** שלומי שוב, אמיר ברנע, רקפת שני, רוני עמיחי (רשות ניירות ערך), אורן הר נבו (דלויט), איתי קדמי (בנק ישראל), גיא זמורה (KPMG), גיא טביביאן (דלויט), גידי שלום בנדור (S-CUBE), דגנית דניאל (משרד המשפטים), גל עמית (ויקטורי קונסלטינג), גנדי גולדשטיין (משרד המשפטים), דני ויטאן (KPMG), ואדים פורטנוי, יאיר שלהב, יבגני אוסטרובסקי (רשות שוק ההון), לילי אילון (איילון בקרת פרוייקטים וייעוץ בע"מ), מור קולא (variance), משה אטיאס (מטריקס), עמנואל אבנר (definance), רון הדסי (אלביט הדמיה), שלומי וינר (אוניסון יועצים), יעל גירסי (PWC), מוטי דטלקרמר (BDO), אודי גרינברג (BDO), אמיר סוראיה (MGI), יניב פגוט (איילון), רם לוי (variance), יוסי רזניק (רזניק פז נבו – נאמנויות), גיא ברכה (PWC), אייל מוליאן (חנן מור), עדי סקופ (מגדל), שמואל ויינשטיין (רשות המיסים), אולגה אלקסייב (EY), רן גולדשטיין (מדרוג), גיל מור (PWC), ערן יעקבי (רוסריו), יעל סלטון (KPMG).

**אורחים שנכחו בדיון:** אדווה מדליון (רשות ני"ע), גיל שדה (רשות ני"ע), ניר דוד (רשות ני"ע), איתי כהן (רשות החברות), ארז טל (KPMG), גיא אלגרנטי (PWC), ברק מימון (רשות המיסים), יהודית הילרוביץ (רשות המיסים), אורנית קלרו (רשות המיסים), רפאל נסרדישי (פאהן קנה), אבישי פורט (גיזה), אלה תמיר (KPMG).

צוות מקצועי: דניאל שרון, דקל רינצקי, יואב אטיאס

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם,

אנו דנים היום בנושא של אופן בדיקת ירידת ערך נכסים על פי IAS 36 בעידן של IFRS 16 – הנושא רלבנטי היום לדוחות הכספיים השנתיים שצפויים להתפרסם בחודש הבא ולכן הוא מאד אקטואלי ואני גם חייב להגיד לכם שככל שמתעמקים בו מדובר בנושא מורכב מאד וזה לא סתם כנראה שהגיעו הבוקר כל כך הרבה משתתפים לדיון. בד"כ בנושאים שהם חשבונאיים בלבד ההשתתפות לא כל כך גדולה.

הנושא גם מאד מתקשר לנושא של השפעת IFRS 16 על הערכות שווי – נושא שדנו בו בעבר ולמעשה מחדד אותו יותר. הוא מחדד אותו יותר כתוצאה משילוב של שני אלמנטים. האלמנט הראשון הוא השימוש שעשו רוב החברות בפרקטיקה בשיעור היוון תוספתי שהוא נמוך משמעותית משיעור ההיוון הגלום בחכירה. דבר זה הביא לניפוח של נכס זכות השימוש. שיעור ההיוון בהתאם לתקן הוא שיעור הריבית הגלום בחכירה ואם הוא ניתן לקביעה שיעור הריבית התוספתי של החוכר. מבחינה כלכלית ברור ששיעור ההיוון הגלום בחכירה נכון יותר אבל כפי שחזינו החברות הלכו על התוספתי ולאור שיעורי הריבית הנמוכים הוא ממש מזערי וגרם לניפוח של נכסי זכות השימוש.

אני זוכר שבכנס של האגודה למעריכי שווי שהתקיים כאן לפני כשנה ביקשתי לעלות לבמה ולהגיד את זה – ששימוש כזה יוביל אותנו לבעיה כשנגיע לירידות הערך. אגב, באל על למשל השתמשו לפי הוראות המעבר בתוספתי והם משתמשים בשיעור ההיוון הגלום בחכירה לגבי מטוסים חדשים שמגיעים אחרי. הבעיה שהעיקר היה לפני לדעתי. אגב בביאורים של אל על רואים את הפער האדיר בשיעור ההיוון שהיא משתמשת למדידת נכס זכות השימוש החל מ-4 אחוז שזה התוספתי ועד בצד השני ל-9.5 שזה הגלום בחכירה.

האלמנט השני הוא הכללים החשבונאיים לבחינת ירידת ערך ב- IAS 36 ובראשם אופן ההתייחסות ליחידה מניבה מזומנים – האם היא יכולה לכלול את ההתחייבות הפיננסית ובכך לנטרל במידה רבה את בעיית הניפוח של נכס זכות השימוש? בהתאם לתקן, הערך בספרים של היחידה אינו כולל את הערך בספרים של התחייבות כלשהי, אלא אם כן לא ניתן לקבוע את הסכום בר-ההשבה של היחידה המניבה מזומנים ללא התייחסות לאותה התחייבות.

אני לא מצליח להבין איך ניתן לומר שלא ניתן לקבוע את הסכום בר-ההשבה ללא ההתחייבות. אגב – הבעיה קיימת לא רק לעניין שווי שימוש אלא גם לעניין שווי הוגן נטו – הרי גם אם נניח כי החברה

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בכללותה היא יחידה והשווי ההוגן נקבע לפי מחיר השוק שלה, הרי שיש להוסיף את שווי החוב הפיננסי כדי להשוות לנכסי היחידה ואז השווי הזה נמוך מהערך בספרים של ההתחייבות ולא פתרנו את הבעיה..

אני מבין שבנושא זה יש כיום מחלוקת בין הביג 4 העולמיים : EY ו-KPMG מאפשרים את זה בעוד דלויט ו-PWC לא. אתם מבינים שהמשמעות של זה היא בגדול לנטרל את השפעה IFRS 16 ובין היתר את בעיית הניפוח הקיים בנכס זכות השימוש כתוצאה מהשימוש בשיעור הריבית התוספתי - למרות שזה לא לגמרי מדויק - אם נתעלם מהוראות מעבר זה נכון ב-DAY 1 אבל לאחר מכן הנכס וההתחייבות לא מופיעים על אותו הסכום.

אגב אחת הסנוניות הראשונות של ירידת ערך בעידן החדש היא אל על שבודקת שווי שימוש למטוסים שלה – והיא לא הכניסה את ההתחייבות – כלומר הלכה על IFRS 16 ואני חושב שזאת הדרך הנכונה. בהמשך נשמח לשמוע גם ממוטי שעשה את הערכת השווי הראשונה הזאת על כך.

אם נשים לרגע בצד את הבעיה החשבונאית הנ"ל למרות שאני לא רואה איך יוצאים ממנה – אז הסוגיה המורכבת ביותר לטעמי היא דווקא הסוגיה הכלכלית והיא הנושא שדנו בו בעבר – ההשלכות של התקן על הערכות שווי. אמיר ואני דיברנו על כך כבר בעבר שלדעתנו התקן מציף נושא שכנראה מעריכי השווי לא נתנו אליו בעבר מספיק את הדעת וביצעו הבחנה בין מאפייני החכירות – בין חכירה שהיא במהותה הוצאה תפעולית לבין חכירה שהיא במהותה הוצאה פיננסית כלומר שקולה לרכישת נכס בהלוואה, על בסיס בין היתר תקופת החכירה, מידת הגמישות של החוכר לצאת ממנה (ריקורס/נון ריקורס), מידת התאמת הנכס לצורכי החוכר וקיום שוק משני – כך בחברה כמו אל על ווי וורק זה במהות פיננסי. זה ברור שיש לכך השפעה דרמטית על השווי – כמובן בהנחת של חכירות בהיקף משמעותי - לאור הפער בין היוון ההוצאה לפי ה-WACC לבין לפי היוונה כחוב פיננסי. כמובן שנדרש לבצע התאמות לאינסוף וכו'.

בהקשר הזה, יש דווקא תמימות דעים בין המשרדים והם חושבים שבעקבות IFRS 16 ה-WACC צריך לרדת בשני נימוקים :

1. התוספת של החוב הפיננסי בנוסחא – כאשר הם אומרים מנגד שמחיר ההון לא משתנה
2. הגידול בתזרים התפעולי הקבוע שמקטין את הסיכון

אני חייב להגיד שאני לא מצליח להבין את הנימוקים והם מלאים בסתירות פנימיות. הרי מצד אחד אנחנו יודעים שאין שינוי בביטאות הנצפות כלומר במחיר ההון, אבל איך זה מסתדר עם זה שהחוב

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הפיננסי פתאום גדל? הרי לכאורה היה צריך להגדיל את מחיר ההון (KE) לאור הסיכון הנגרם בשל מינוף באמצעות הביטא הממונפת. הרי בעולם ללא מס, לא צריכה להיות השפעה לרמת המינוף על ה-WACC והוא צריך להיות שווה ל-ROA – לתשואה התפעולית על הנכסים. גם הטיעון השני לא ברור – הרי אם אין שינוי בביטא אז איך אפשר להגיד שהסיכון התזרימי ירד? אני חושב שלאנשי מימון מאד קשה לשמוע את הנימוקים האלה.

אנחנו נכנסים כאן ממש למלכוד: ככל שהביטא לא השתנתה אז יכול להיות רק אחד מהשניים:

1. או שהשוק מתעלם מהתקן החדש ולא רואה בכך גידול בחוב הפיננסי ואז יש בעיה עם החישוב החדש
2. או שהשוק תמיד התייחס לתקן החדש מבחינה כלכלית – ואז חישובי העבר מוטעים

אני ברשותכם רוצה להציע את התובנות שלי ונראה לי שאמיר מסכים איתי – עשינו על זה חשיבה רבה כבר שנה וחצי – לא פשוט בכלל גם אם זה נראה ככה – ואני רוצה כעת לעשות ניתוח לוגי פשוט.

לצורך כך נצא משלוש הנחות היסוד הבאות:

- א. מחירי המניות בשוק ההון מתמחרים באופן נכון את שווי המניות, ללא קשר לאופן הצגה חשבונאית כזה או אחר של החכירות.
- ב. בעקבות יישום IFRS 16 אין שינוי במחיר ההון העצמי – כלומר אין שינוי בבטא הנצפית בשוק בנוסחת ה-CAPM. הממצאים האמפיריים שמתקבלים לאחר יישום IFRS 16 תומכים בהנחה זאת.
- ג. עד ליישום התקן מעריכי השווי לא עשו את ההבחנה שאנו מדברים עליה כעת – כלומר התייחסו לכל החכירות התפעוליות ככאלה.

בהינתן הנחות היסוד ולאחר שהבנו את ההשפעה הפוטנציאלית של חכירות המסקנה היא שנדרש ניתוח של מהות החכירה כדלקמן:

1. ככל שמדובר במהות בחכירה פיננסית – המשמעות היא שהערכות השווי שבוצעו בעבר היו ככל הנראה מוטעות כלפי מעלה – שהרי ההוצאה הפיננסית הוונה בשיעור ה-WACC. עם זאת קיים אפקט מקוזז מסוים בעצם הירידה ב-WACC כתוצאה מיישום נכון של החוב הפיננסי בנוסחא.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

2. ככל שמדובר בחכירה תפעולית במהות – המשמעות היא שהערכות השווי שבוצעו בעבר היו נכונות ויש להמשיך באותה הדרך (בהתאם לקשיי יישום) – כלומר, אין שינוי בשווי ואין עדכון של ה-WACC.

מה שכן - גם המצב השני לא פותר את הבעיה החשבונאית שבה התחלנו – ויכול להיות בהחלט שיישום נכון יוביל כעת לירידת ערך ככל שלא לוקחים את ההתחייבות הפיננסית יחד עם היחידה כפי שלדעתי צריך להיות מבחינה חשבונאית ולכן מהבעיה של ניפוח נכס זכות השימוש לדעתי אין דרך יציאה. כמו כן, שימו לב שהמצב הראשון גם חושף אותנו לכאורה במקרים גבוליים (או מקרים שירידת הערך הייתה בתוך הכסף בעבר) לבעיה של טעות חשבונאית בעבר – כמובן בכפוף למהותיות.

אני מבקש מכם בדיון להיות עם ראש פתוח לאפשרות שהערכות שווי בעבר, לרבות בהקשר של שווי שימוש, לא נוהלו מתודולוגית בצורה נכונה – אנחנו באכסניה של האקדמיה בואו לרגע ננטרל את הפוזיציה וזה ברור שלכל מי שנמצא בתחום יש כזאת ולא נהיה נעולים שכל מה שעשינו בעבר היה נכון ונעשה חתימה למטרה - לצורך קיום של דיון אינטליגנטי.

בכל מקרה, עולות כאן המון שאלות – כמו אופן הטיפול בחידושים הרי תקופת החכירה היא לכאורה טכנית וכו' – עשינו רשימה מאד ארוכה של שאלות בחומר הרקע ובטוח שגם לא מיצינו את הכל ואני מניח שהן יעלו במהלך הדיון – אנחנו צריכים את מיטב המוחות והם כאן.

נמצאים פה היום כל הגורמים הרלבנטיים לממשק שבין החשבונאות למימון – ראשי המחלקות המקצועית מצד אחד מעריכי השווי מצד שני וגם נציגות יפה של רשות ני"ע ואנחנו בדיוק במאני טיים.

#### אמיר ברנע

חלק מהדברים ששלומי הזכיר נלקחו מדיון ביננו לקראת מושב זה של הפורום לכן אני פטור מהתייחסות. בלב הניתוח הכלכלי של השפעת התקן היא השאלה האם החכירה היא תפעולית או פיננסית? מבחינה כלכלית אם היה נדרש היוון על פי שער הריבית שגלום בהסכם החכירה האם לא הייתי פותר חלק גדול מהבעיה שהעלה שלומי, משום שהוא מתקרב ל-WACC. אם החכירה תפעולית אז השער הגלום מתקרב ל-WACC ואם היא פיננסית אז הוא מתקרב לריבית החוב. כלומר אם באופן שיטתי משתמשים בשער הריבית התוספתי אלא בריבית שגלומה בהסכם החכירה האם לא מצטמצמת הבעיה ששלומי הגדיר כדרמטית.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

התוצאות הן ברורות. הבעיה היא מה שווי החוב. האם שווי החוב נקבע על פי WACC או לפי ריבית קרובה ל-WACC או שווי החוב נקבע על פי ריבית חוב ואז נוצרת הבעיה של ניפוח ערך הנכס וכל הבעיות שהועלו שאין צורך לחזור עליהם כאן. אני סקרן לשמוע האם ללכת לריבית הגלומה בחוזה החכירה היא לא איזשהו פתרון לפחות חלקי הרי לבעיה שהצגנו.

דבר שני, הרי כל ההפעלה של IFRS 16 בנויה על משך חוזה החכירה. וכמו ששלומי ציין, משך חוזה החכירה הוא נתון שרירותי לגמרי. הרי אפשר להקטין את כל הבעיה על ידי קיצור החוזה. כפי שהראינו לפני שנה נדרש תקנון באופן שיבטא משך חכירה כלכלי ולא חוזי, אחרת ממלא מתרחקים מהמודל הכלכלי. אז כל עוד אנחנו נאחזים בחוזה החכירה בתור בסיס להיוון ולקביעת שווי הנכס (שווי שימוש), אז אולי ממילא כל השווי מעוות מלכתחילה. הרי מעצם היישום של IFRS 16 שמראש מרחיק אותנו מאיזושהי מדידה כלכלית של שווי נכון, גם של שווי השימוש וגם של החוב שנגזר ממנו. לכן אני שואל מה דעתכם, האם ללא תקנון התקופה יש טעם בכלל בנבירה הזאת בקשר שבין הדיווח החשבונאי של IFRS ובין שווי כלכלי של נכסים וחוב.

#### משה אטיאס

אני רוצה להגיד משהו מקדמי לפני שמתחיל הדיון, על מה שקורה היום בקרב אנליסטים. אני מסתובב המון בשוק ההון. אני כל רבעון מסתובב לפחות אצל 10 גופים. ואני אמרתי את זה לפי דעתי בפורום הקודם, שוק ההון לא מבין את IFRS 16. אם אנחנו מדברים על impairment הוא עדיין לא מבין את המשמעות של זה. מה שקרה השנה, בגלל שהשנה הייתה מאוד מוצלחת, זה ס לא חידד שום דבר. כי הרי, בשנה כזאת שהכל עלה, 20%-30% גם לא נוצרה הבעיה הזאת כי השווי שוק הוא כזה גבוה. הם לא נדרשו לעניין הזה ושמו את זה פחות או יותר בצד. יכול להיות שבצים, אולי באל על, בכל מיני מקומות כאלה זה קצת יותר. אבל ב-90% השוק לא מבין מה זה אומר. לפעמים אני מפנה אותם ואומר להם: "תסתכלו על הריבית התוספתית, תעשו רשימה של חברות עם הריביות. זה אומר משהו". זה מעריכי שווי שקבעו.

אין עם מי לדבר כרגע, אני חושב שדווקא impairment יחדד את עומק ההבנה של IFRS 16. כי ביום שיהיה כשל כזה ויתחילו למחוק, פתאום יבינו מה זה אומר. אגב, גם אף אחד בבנקים לא שאל אותי את זה. אני עובד עם כל הבנקים במדינת ישראל בתחום של אשראי. אף אחד בבנקים לא שאל אותי. נכון שאצלי זה 200 מיליון שקל זה לא כסף גדול, אבל לא שאלו אותי על זה. חשבתי שמישהו ישאל אותי על זה.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני לפני כמה חודשים, בגלל שכל כך הרבה אנליסטים פנו אלי, עשיתי כנס פרטי מיוזמתי. נכון, דיברתי גם קצת על הדוחות של מטריקס אבל הסברתי על IFRS 16. אחר כך הזמינו אותי לכל מיני מקומות. לא מבינים את זה חברים. פה כולם אנשים ברמה אחרת לגמרי.

אני רוצה להגיד שהדיון הזה הוא קריטי ומאוד חשוב. בדיון אנחנו ברמה הרבה יותר גבוהה מאלו שבסוף מנהלים את הכסף שלנו וקובעים את השווי ועושים מודלים. הם לא מבינים את זה.

#### שלומי שוב

העצמת יותר את הבעיה.

#### משה אטיאס

זה פשוט מדהים, אנאליסטים אמרו לי: "אנחנו מתעלמים מזה, אנחנו עושים את המודל הקודם". אז אמרתי "מהיום והלאה, אתם צריכים להסתכל על זה לפני ואחרי. כן תסתכלו, כמו שאנחנו מסתכלים על דוחות כספיים, אנחנו לא מסתכלים על שורת הרווח, אנחנו מסתכלים על כל הפרמטרים". הרי לא השתנה שום דבר ברמה הכלכלית. זה ברמה של החשבונאות, אז בואו נבין מה זה אומר.

#### דני ויטאן

אני אתייחס לכמה דברים ששלומי אמר.

אני לא בטוח שיש מחלוקת עקרונית בין המשרדים. יתייחסו גם החברים הנוספים שיושבים פה. אני חושב שהעניין פה בדיון זה יותר יישום פרקטי מאשר דיון עקרוני. אני לא חושב שיש ויכוח לגבי הנושא העקרוני של אופן בדיקת impairment אלא הדיונים הם באמת דיונים שמתמצים בשאלה האם הגישות הפרקטיות השונות הן נכונות יותר או נכונות פחות והאם הן מביאות לאותה תוצאה.

לגבי הנושא העקרוני, אחת שאנחנו מיישמים את IFRS 16 מתווספים לנו נכסים שנמצאים בתוך בדיקת ה-impairment בתוך CGU. אני לא חושב שמישהו חולק על האמירה הזאת. עכשיו השאלה באמת האם מודל הברוטו ומודל הנטו שהתייחסתם אליו גם בנייר, הם מודלים שמביאים לאותה תוצאה.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לפחות ברמה התיאורטית, יישום נכון של המודלים אמור להביא לאותה תוצאה. אני חושב שהבעיה היא יותר בעיה פרקטית, יש פה גם מערכי שווי, זוהי בעיה של זמינות נתונים לגבי שיעור המינוף של חברות שכבר יישמו את IFRS 16 והיכולת בעצם לגזור את שיעורי ההיוון מתוך חברות השוואה שדומות לחברה הנבחנת או ליחידה הנבחנת. זו הבעיה הפרקטית שמתמודדים איתה כרגע ולכן עולה הטענה כאשר יחלפו מספר שנים, המידע של אותן חברות השוואה יהיה זמין וכבר נוכל לגזור שיעורי היוון מחברות שיישמו את IFRS 16 ונוכל לראות מה שיעורי ההיוון המתאימים. ואז השאלה הזו תהיה פחות קריטית. כרגע, חברה שרוצה ליישם את המודל שמנטרל את תזרימי המזומנים של החוב, לא בטוח שהיא יכולה למצוא את שיעורי ההיוון המתאימים ולכן הבעיה הזו עולה עכשיו.

לגבי הביטא, אני לא בטוח שיש כאן בעיה. אני מסכים שאם אתה מגדיר את אותה יחידה, זאת אומרת אם אתה מגדיר יחידה זהה מבחינת הרכב נכסים והרכב תזרימים, על פניו הביטא שלה לא אמורה להשתנות אם יישמת את IFRS 16 או לא יישמת את IFRS 16. העניין שיש פה פער בין שתי השיטות לגבי מה כלול באותה יחידה.

#### שלומי שוב

בהינתן הערכת העבודה שלנו של השוק. אתה יודע, לקחתי כאן כמה הנחות משמעותיות, הנחות עבודה. בהינתן שהשוק יודע לזהות כלכלית את הנכסים שקיימים אז הרישום החשבונאי כזה או אחר לא צריך לשנות.

#### דני ויטאן

הרישום החשבונאי לא צריך לשנות לגבי התוצאה הסופית. אבל אני אומר עוד פעם, יש כאן הבדל בין השיטות לגבי הרכב הנכסים והרכב התזרימים בין השיטות. באותה מידה אם תכליל חוב פיננסי בתוך ה-DCF שאתה לוקח לצורך היוון התזרים זה ברור ששיעור הריבית ישתנה. זאת אומרת, שיעור הריבית משתנה כי הרכב התזרימים משתנה, אז בהגדרה הוא צריך להשתנות.

אני לא רואה בעיה עקרונית בזה ששיעור ההיוון משתנה, הוא פשוט מותאם לתזרימים החדשים שאתה לוקח במסגרת העבודה, זה הכל. זה לא שלקחת את אותם נכסים בדיוק ואותם תזרימים בדיוק ועכשיו אתה מהוון אותם בשיעור היוון אחר, זה לא המצב. אתה מהוון תזרימים אחרים עם שיעור היוון אחר.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בשורה התחתונה, אני לא מזהה איזושהי בעיה עקרונית בנושא הזה, אני חושב שהבעיה היא יותר בעיה של יישום פרקטי. ויש כאן חבלי קליטה מסוימים של IFRS 16 ומודל ה-impairment של IFRS 16 שכנראה ייקח תקופה מסוימת להפנים אותו ובין היתר כשהמידע הזמין בשוק לצורך היישום של השיטה החדשה הוא עדיין לא קיים באופן מלא וכשהמידע הזה יתפתח ויהיה יותר מידע, אני חושב שהבעיות האלה יצטמצמו. שוב, אני חושב שהבעיות האלה הן יותר פרקטיות ולא עקרוניות לטעמי.

#### גיא טביבאן

בעיקרון אני מסכים עם דני. אני חושב שהנקודה היא התקן. בדיון קודם שגם היה פה בפורום על התקן, אמרתי שאני לא כל כך מסכים עם הגישה בתקן. אני חושב שמה שהיה קודם לא היה מקולקל, לא יצר בעיה. בסך הכל היה צריך לחנך את קוראי הדוחות הכספיים לקרוא גם את הביאורים. התקן בתוצאה הסופית שלו, כאשר דמי חכירה משתנים לא נכנסים למדידת ההתחייבות ותקופת החכירה משפיעה על המינוף, גורם לעיוותים אשר לפחות לדעתי האישית העלות או העיוותים עולים על התועלת. בעיני זה קצת מצחיק מה שמושה אמר, כי אני מסכים ואולי אתה חי את זה יותר ממני ברמת איך מסקרים אותך ואיך האנליסטים מסתכלים על הדוחות, אבל ב-15-10 שנים שקידמו את התקן הזה במוסדות התקינה ב-IASB ובארה"ב אז הטענה הייתה שחברות דירוג ואנליסטים עושים את ההתאמות ומחפשים את ההתחייבויות הגלומות בחכירות ורק החשבונאות מעלימה אותן. היתה טענה שלפני IFRS 16 היו התחייבויות חוץ מאזניות בהיקפים אדירים שלא נמצאות בדוחות הכספיים. אז זה קצת אירוני שכיום אנליסטים אומרים שהם מנטרלים את השפעת התקן על הדוחות.

#### משה אטיאס

חברות הדירוג עשו את זה.

#### גיא טביבאן

לא, אבל עכשיו אתה אומר שהם אומרים "אנחנו עושים התאמה ומנטרלים את השפעות התקן". לא חברות הדירוג לצורך הדירוג לאג"ח, אלא האנליסטים אומרים "אנחנו מחזירים את זה להיות לפי IAS-17".

בכל מקרה, אני מסכים עם דני שהסוגייה העקרונית היא שיש פה שינוי חשבונאי ובעיני זה שינוי מלאכותי. מצטרפים ליחידה מניבה מזומנים נכסים שלפחות בעיני מי שמסכים עם הראייה שלי, הם לא באמת נכסים. כלומר, כשאני מסתכל על זה, אני רואה את זה קצת כמו הבדל בין WACC לבין

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מחיר הון עצמי כשאתה רוצה להוון. אפשר לעשות הערכות שווי ולקחת, כמו שדני אמר, תזרימים אחרי החוב, אחרי תשלומי ריבית. ואז אתה לוקח שיעור היוון יותר גבוה ולוקח תזרימים יותר נמוכים ומגיע להון העצמי. לעומת זאת אתה יכול לעשות enterprise value להוון את התזרימים התפעוליים, לפני תשלומי קרן וריבית, ב-WACC ואז להוריד את שווי החוב ואתה אמור להגיע לאותה תוצאה.

**אמיר ברנע**

כמה יהיה החוב?

**גיא טביביאן**

אני חושב שמה שהיה צריך להיות, זה שחכירות מימוניות טהורות ייחשבו כחוב פיננסי וחכירות תפעוליות לא ייחשבו במסגרת החוב הפיננסי. אולי ההגדרות בחשבונאות ב-IAS 17 של מה זה חכירה מימונית ומה זה חכירה תפעולית גרמו לכך שיותר מידי סווגו כתפעוליות, גם כאלה שהיו חכירות שהן יותר מימוניות באופיין ואליהן אולי היה צריך להתייחס כהתחייבות. אני חושב שברוב המקרים, ברוב החברות, החכירות: נדל"ן, רכבים ודברים כאלה, זו הוצאה תפעולית. אני חושב שדוח תזרים מזומנים מעוות ויחסי המינוף מעוותים בדוחות לפי IFRS 16.

אני אישית לא רואה הבדל והשאלה שלומי, מה שאמרת בדברי הפתיחה שלך, היא עד כמה מעריכי השווי היו חכמים וידעו לגלם את זה. אז אם אתה אומר: אני מניח ששוק ההון במחירי המניות יודע לתמחר את הכל אז אפשר גם להניח שמעריכי השווי ידעו לשקף זאת בקביעת ה-WACC. יש פה המון אומדן ושיקול דעת, ואני מניח שבחנו גם את הרכב תזרימי המזומנים ולמשל לקחו בחשבון בחברה ששכר העבודה שלה ומצבת העובדים שלה הם פחות גמישים, את העובדה שהיא לא יכולה מחר לפטר עובדים אם היא בבעיה או בקלות לגייס עובדים. כנראה שמעריך השווי, אפשר להתווכח על זה, אבל כנראה שהוא מתחשב בזה בקביעת ה-WACC. עכשיו, בעיני לא צריך להיות הבדל כזה משמעותי אם לחברה יש היום הסכם חכירה עם כל המאפיינים שלדעתי הם יותר תפעוליים מאשר פיננסיים. אבל אני מבין שיש פה חוזה, יש פה התחייבות לשלם כספים. אני גם נאלץ לקבל את הגישה של התקן. אני לא רואה הבדל גדול בין חברה שעושה הסכם capacity על אחסון של מוצרים שלה או שימוש בסיבים אופטיים או לוינים שאינו עונה על הגדרת חכירה בתקן.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

אני חושב שזה גם יגיע לשם. אבל ברשותך גיא אני רוצה שנתקדם. זה דיון שהיינו בו. אנחנו אחרי. יש מצב קיים עם כל הכבוד אוהבים לא אוהבים, יש מצב קיים. האם אפשר לפי IAS-36 לכלול את ההתחייבות הפיננסית כחלק מהיחידה המניבה?

### גיא טביבאן

חשבונאית לפי התקנים, לדעתי יש עמדות של פירמות שצינת והם הולכים לשם בעיקר מסיבות פרקטיות. אבל לדעתי אם אתה מתחבר לתקן עד הסוף, בעולם של IFRS 16 זו התחייבות פיננסית. התחייבות פיננסית לא אמורה להיכלל, לא אמורה לרדת כהתחייבות כמו התחייבות תפעולית וצריך להחליט. אם מאמצים את הגישה של IFRS 16 אז זו התחייבות פיננסית ואז אתה אמור לקחת את הנכס ולא להוריד את ההתחייבות אבל לקחת את תזרימי המזומנים בלי התחייבות. אבל שים לב איזה עיוות נוצר. אם יש לי נכס אחד מהותי שאני חוכר והסכם החכירה הוא לעוד 5 שנים. אז מה אני עושה? אני מראה התחייבות בגין ה-5 שנים הקרובות ואנחנו אומרים: "אוקי, היא לא תפעולית. היא התחייבות פיננסית, אז על פי התקן אני לא לוקח אותה, אני לוקח נכס זכות שימוש". מה קורה אחרי השנה ה-5? החברה לא תחדש את החכירה? אני מתייחס לזה פתאום כהוצאה תפעולית?

המודל הזה רחוק מלהיות מושלם ואני מאוד מסכים עם דני, הכל בסוף זה בעיות פרקטיות, בעיות יישומיות כשאתה מתחבר לגישה של התקן. מימונית-כלכלית לא קרה פה שום דבר.

### אמיר ברנע

העלנו פה את הנושא של האם לקחת את הריבית התוספתית או לקחת את הריבית שגלומה בהסכם החכירה. איך מחשבים ריבית של הסכם חכירה. הרי זה לא מקרה שנתנו אופציה של תוספתית כי חשוב ריבית הסכם החכירה מחייבת אומדן של שווי הנכס בתום תקופת החכירה.

נניח ששוכרים מכונית לשלוש שנים איך מחשבים את הריבית שגלומה בחכירה ללא אומדן שווי המכונית בתום התקופה?.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### גיא טביביאן

אתה צריך לדעת את שווי הנכס היום במזומן, אתה צריך לדעת את התזרימים שאתה תשלם בגין השירותים הנלווים ואתה צריך לדעת לאמוד באופן מהימן את ערך השייר.

### אמיר ברנע

אבל אתה צריך לאמוד את שווי הנכס בתום התקופה במיוחד אם היא קצרה.

### גיא טביביאן

אם נלך לפחות לרגולטור ויש רגולטורים שמשפיעים על היישום של הדברים האלה. למשל ה- SEC בארצות הברית, שבה גם בגלל ההבדלים של התקן האמריקאי ששם ה- EBITDA לא משתפרת כתוצאה מיישום IFRS 16. ברווח והפסד ובדוח תזרים אתה עדיין צריך לקבוע האם החכירה היא תפעולית או מימונית. חברות שבאו, ואולי היה להן גם אינטרס לא לנפח את ההתחייבויות יותר מידי במאזן. חברות שניסו להרים את הנטל ולהגיד שלמרות שהן החוכר הן יכולות לקבוע באופן מהימן את שיעור הריבית הגלום בחכירה. אני מכיר מקרה אחד, שהיה בארה"ב, שתברה ניסתה לפנות ל- SEC ולהרים את הנטל ולהגיד "אנחנו יודעים לקבוע את שיעור הריבית הגלום בחכירה" כי עושים אומדנים כמו שאתה אומר. אז ה- SEC בא ואמר להם "התקן מאפשר להשתמש בשיעור הריבית הגלום בחכירה רק אם זה *readily determinable* ואנחנו הולכים ליישום של התקן וזה נטל שקשה להרים אותו. ודווקא בארה"ב הרגולטור מושך לכיוון של להשתמש בשיעור ההיוון התוספתי שהוא יותר עקבי עם הגישה של התחייבות פיננסית.

### אמיר ברנע

אבל הוא לא משקף את חלוקת הסיכונים בין המחכיר לחוכר.

### גיא טביביאן

אבל הוא כן משקף את הגישה של התקן. הרי מה הגישה של התקן? הגישה של התקן שיכולתי ללכת לשלם לכאורה איזה סכום, לקנות זכות ל-10 שנים ולקרוא לזה הוצאה מראש. אבל זו הזכות שלי. ולקחת הלוואה מגורם פיננסי. ורואים את המחכיר כאילו הוא פועל בשני כובעים, כאילו הוא נתן לי אשראי פיננסי. עכשיו אתה יכול לקחת את זה על חברה שיש לה הרבה הוצאות ביטוח והיא משלמת לחברות ביטוח הוצאות ביטוח בסכומים מאוד גדולים מדי שנה ויש לה חוזה כי היא רצתה להוריד

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

את המחירים. אז היא עשתה חוזה שהיא התחייבה ל-10 שנים. עכשיו אם היא תלך ותשלם את זה 10 שנים מראש ותפנה לאותה חברת ביטוח או לחברת ביטוח אחרת ותיקח ממנה הלוואה, אז זה כל כך שונה? אני לא בטוח שזה כל כך שונה.

אז יש פה בעיני, בעיקר קוסמטיקה ובעיקר משהו מלאכותי. וכל המטרה היא להגיע לאמת המימונית שלא השתנתה. שום דבר לא השתנה. כי מחר ייקחו התקשרויות ויגידו אם יש לך התקשרויות שלא עונות להגדרת חכירה, תרשום אותן כהתחייבות בדוחות הכספיים, יצטרכו לעשות עוד התאמה כזו.

#### גיל מור

אני די מסכים עם הדברים שדיברו פה מקודם. אני לא אדבר מהבחינה החשבונאית אלא דווקא מהבחינה של השווי. IFRS 16 בא ואומר שיש פה כללים חדשים, יש התחייבויות פיננסיות אחרות. אלה ההתחייבויות שיש לך במאזן וזה הנכס שיש במאזן. אז כמעריך שווי שאתה עובד לפי התקן ועושה הערכת שווי ולוקח בחשבון את התקן, אז אתה לוקח אותם כהתחייבויות פיננסיות כי ככה החשבונאות אמרה. אתה לא בא וברגע שאתה עושה את הירידת ערך אתה אומר "אוקי, אני לא חושב שזה ההתחייבות פיננסית ואני מתעלם מזה.

אז פעם אחת אתה נמצא בכל העולם הזה ואתה לוקח את ההתחייבויות הפיננסיות. עכשיו ה-WACC יורד והוא יורד בצורה טכנית. כמו שדיברו פה מקודם, יש לנו כרגע פיצול בין הוצאה שפעם הייתה הוצאה תפעולית שהייתה מורידה את התזרים ועכשיו ההוצאה הזאת היא חלקה הוצאה מימונית וחלקה הוצאה תפעולית ואנחנו עובדים לפני המימון אז יש לנו את הפער הזה.

פער נוסף שיש לנו וזה הפער שדיברת עליו וזה הביטאות. את הביטאות אנחנו הולכים לשוק ההון ומוציאים אותה משוק ההון. ותמיד נשאלת השאלה, הביטא הזאת שהסתכלנו על שוק ההון, לדוגמה הסתכלנו על ביטא של חברות המדגם. לדוגמה חברת מדגם אחת שזה 0.8. השאלה איזה מינוף שייך ל-0.8 הזה. יכול להיות מינוף של X ויכול להיות מינוף של  $20\% + X$ . עצם זה שהקבוע, שהביטא הזאת שייכת למינוף מסוים, תשנה לנו בסוף את כל ה-WACC.

#### אמיר ברנע

אם הביטא לא השתנתה. אז מה זה אומר?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גיל מור

הביטא לא השתנתה. הרי מה אתה עושה? הביטא היא 0.8 לצורך העניין. ובוא נגיד שבלי IFRS 16 יש לך מינוף של 50% ועם IFRS 16 יש לך מינוף של 80%. אתה מבטל את המינוף בשביל ההון העצמי נכון? אז אם אתה מבטל אותו ב-50% או ב-80% זה משנה לך.

אמיר ברנע

אז זו טעות.

גיל מור

אין פה טעות. לפני שיש טעות, יש שאלה. מה נכון? הביטא הזו שהלכתי וצפיתי ראיתי שהיא 0.8. מה היא מגלמת? היא מגלמת מינוף של 50% או 80% זו השאלה. אין בינתיים טעות, יש שאלה. האם לפני IFRS 16 כהגדיר שהמינוף הוא 80%. הוא הגדיר 80% לצרכים חשבונאיים יכול להיות לצרכים כלכליים יבוא מישוהו שיגיד אני לא מאמין ל-80%, כמו שאמרו פה, זה שעשיתי הסכם לשכירת המשרדים שלי ל10 או 5 שנים זה לא מגדיל או מקטין לי את המינוף.

אבל עצם זה שהסתכלת על ביטא נתונה ואתה אומר על אותה ביטא נתונה זה 50 או 80 זו השאלה. אם עד היום לפני IFRS 16 זה היה 50, שיעור ההיוון היה נגזר מה-50 והיינו מגיעים לשיעור היוון מסוים. עכשיו אנחנו אומרים על אותה ביטא הבסיס הוא 80 ולכן נגיע לבסיס היוון שונה. זה ההבדל. והשאלה מה נכון? 50 או 80? כשאתה נמצא בתוך עולם חשבונאי כשהחשבונאות מגדירה לך הכל, כולל אלה ההתחייבויות הפיננסיות שלך ודרך ההתחייבויות הפיננסיות שלך אתה גוזר את התזרים. הרי התזרים התפעולי לא השתנה בעקבות IFRS 16. החשבונאות באה ואמרה אני מגדירה לך מה תזרים הוא תפעולי ומה תזרים הוא לא תפעולי. הרי לא השתנה התזרים בכלל, החברה ממשיכה לעבוד אותו הדבר. אז עצם זה שהחשבונאות באה ושינתה לך את הגדרות מסוימות, אתה הולך עם אותן הגדרות גם ל impairment ועצם זה שנדבקת להגדרות חשבונאיות שונות, הן משנות לך גם את בסיס ה-WACC.

אמיר ברנע

האם אתה לא עוקף את הבעיה המרכזית שהוצגה כאן שהיא, באיזה שער ריבית להוון את החוב? הרי סף 50% או 80% תלוי איך היוון החוב, באיזה ריבית, האם בתוספת או בריבית הגלומה בחכירה.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### גיל מור

זה לא תלוי בד, אני הולך לחברות מדגם. הרי אני מוציא את זה טכני מהחברות. ממה אני הולך? אני הולך מ-50 או 80. מישהו אומר שיש ביטא של חברה של 0.8. המינוף של החברה הזאת היה עד לפני שנה היה 50%. לא קרה כלום, באו חשבונאים ואמרו עכשיו הוא 80%. אבל ה-0.8 נשאר. אם ה-0.8 היה מתקן את עצמו אז העולם היה נפלא, כל שוק ההון תיקן. אבל ה-0.8 לא אז.

### אמיר ברנע

אם הוא לא אז גם החוב לא צריך לזוז. האם ההוכחה שהביטא לא השתנתה הוא שהחוב הוא 50.

### גיל מור

אז אני אומר, החוב הוא 50 אבל חשבונאית אנחנו נעים בין חוב אמיתי כביכול כלכלי לחוב חשבונאי. אבל אנחנו ב-impairment, אנחנו בעולם של חשבונאות. אנחנו בעולם שאם עכשיו לצורך impairment, לצורך מדידת ה-WACC ב-impairment אני לוקח מינוף אחר אז כל המשוואה פה קורסת.

פעם אחת באת ואמרת למישהו, אלה הכללים עכשיו שאתה בודק impairment. יש לך נכס יותר גבוה. יש פה חברה שמאמינים לנכס, לא משנה. אבל זה נכס יותר גבוה. יש לך התחייבות יותר גבוהה. חלק מהתזרימים שלך, שפעם חשבת שהם תזרימים תפעוליים, חלקם תפעוליים אבל חלקם מימוניים. בוא תסדר את כל הפאזל לפי איך שהחשבונאות רוצה כי אתה חייב להיות קונסיסטנטי כי אתה עושה impairment לצרכים חשבונאים, אתה מסדר את הפאזל לפי החשבונאות ואתה אומר "אין בעיה, אני קונסיסטנטי עם החשבונאות גם במינוף" כי אם אני אגיד עכשיו "לא, לצרכי ה-WACC אני שוכח את החשבונאות, אני הולך למה שאני חושב". אז בחיים לא תהיה לך התאמה בין הדברים. פעם נכנסת לעולם של החשבונאות ועולם החשבונאות הגדירה לך את הקומפוננטות תהיה איתן כל הדרך. אל תשנה בדרך קומפוננטות כי אחרי זה בכלל אתה מבלבל את כל המודלים כשחלק אתה X וחלק Y.

### משה אטיאס

אלא אם כן יש לך קובננטים שהם ע"י גופים תפעוליים שהכריחו אותך להכניס את ההוצאה למשוואה מבחינת המינוף גם את התחייבות הזאת.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

**גיא טביביאן**

קובננטים זה משהו אחר.

**משה אטיאס**

אני לא מבין ניתוק בין חשבונאות. זאת אומרת יש דוחות כספיים ויש חשבונאות. הם צריכים להתחבר גם לכלכה וגם למציאות. זה לא מנותק. הם צריכים להיות קשורים.

**גיל מור**

אבל יש פה שאלה שעומדת פה, איך עושים impairment לצרכים חשבונאיים?

**משה אטיאס**

אבל מה זה לצרכים חשבונאיים?

**גיל מור**

Impairment לצרכים חשבונאיים. בא מישהו והחליט שבimpairment הזה אל תיקח מס לדוגמה או תיקח כל מיני דברים אחרים.

**גיא טביביאן**

אם מקבלים את הגישה של משה, הרי כל הדיון פה הוא האם יוצאים מהחשבונאות והאם החשבונאות נכונה. בואו נניח שאנחנו עושים את הדיון הזה בארה"ב ואנחנו עובדים לפי התקן האמריקאי. שימו לב ואמיר, בעיני זו נקודה חשובה. בתקן האמריקאי כל דמי השכירות של רוב החכירות בעולם הן חכירות תפעוליות. לא קרה כלום. כשאתה מסתכל על הרווח התפעולי ועל התזרים התפעולי ההוצאות האלה עדיין רשומות כהוצאה. אבל החשבונאות רחוקה מלהיות מושלמת.

**משה אטיאס**

לא אמרתי שהיא מושלמת.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### גיא טביביאן

איכשהו לעשות את בחינת ירידת הערך בהינתן המגבלות. אם אנחנו נלך ל US GAAP, וניישם את זה כמו ראש בקיר שהחשבונאות נכונה. כל החברות עושות impairment. למה? יש לי חכירות, התזרים הזה של השכירות זה דאבל קאונטינג, מופיע לי כהוצאה תפעולית ואחר כך אני מסתכל על המאזן.

### שלומי שוב

אתה מכניס עכשיו את הסכיוזופרניה שיש להם שם.

### גיא טביביאן

בסדר, אבל יש פה משהו מלאכותי וצריך לתקן אותו.

### רוני עמיחי

אני רוצה רק ככה הערת ביניים, אתם יודעים איך זה כשמשהו לא מובן לך אז אתה אומר שהוא מורכב. יש פה הרבה דברים שאני מסכים עם סימני השאלה שעולים, אבל קודם כל בשאלה מה זה חשבונאות ומה זה כלכלה זה פשוט: חשבונאות זו החלטה בין בני אדם אם הבקבוק הזה יקרא כוס או בקבוק, וכלכלה זה מה באמת השווי האמיתי של הדבר הזה וזה לא שאנחנו יכולים להחליט, זה כאילו מצבור השאלות הכלכליות שנובעות ממודלים ומתחזית ניתוח של תזרים.

### משה אטיאס

אני לא חולק עליך, אבל הם צריכים להתקרב.

### רוני עמיחי

אני מקווה אבל הם לא תמיד.

גיא נגעת בנקודה שגם אני חשבתי עליה, הרי תזרים של חברה בנוי מגורמים שונים, הוצאות, הכנסות, חלקן נקבעו מראש לתקופה מסוימת וחלקן לא. ובסופו של דבר זו שאלה של רזולוציות ושל איזה באמת רזולוציות פרקטיות אפשר לעשות. וגיא דיברת פה בדוגמא שגם אני חשבתי עליה – עובדים. לחברה יש עובדים שיכול להיות שהם בקביעות ואי אפשר לפטר אותם ולכן לא יודע לפי תוחלת חיים

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלהם וגיל פנסיה גם את זה צריך להציג בערך נוכחי באיזשהו שיעור היוון שלישי. ולכן השאלה התאורטית המימונית היא מאוד מורכבת כאילו להתחיל לפצל את התזרימים וצריך לזכור שבסופו של דבר בטא נגזרת ממודל אחר לגמרי, ממודל שבו יש פישנינג פרום טיר ויש תיק שוק שהוא המשיק של הישר שיוצא מריבית חסרת סיכון, זאת אומרת הוא נגזר בעצם משאלה יחסית ותרומה של כל מניה לתיק השוק ולא מפיצול התזרים לרכיבים שלו, ולכל חברה יש ההתפלגות הנורמלית האחת שהיא ההתפלגות הנורמלית או הנחת ההתפלגות של תשואת המניה. מה שאני חושב בפרקטיקה לפחות חשוב – אני מסכים עם העניין שלא יכול להיות שאם אנחנו מהיום קראנו לבקבוק כוס, משהו השתנה. זה עדיין מים בפנים ועדיין אני אעשה את אותה פעולה איתו, פעולת שתייה, גם אם נקרא לה כלב. אז לכן מבחינת השווי - השווי נשאר אותו שווי. ולכן זה בפרקטיקה זו שאלה של קליברציה ועקיבות. זאת אומרת עד כמה אתה עקבי עם עצמך ועל זה אני מסתכל מנקודת מבט של מעריכי שווי. יש לך נקודת מוצא של קליברציה שיש לך שווי לנכס לפעילות המוערכת ועכשיו החשבונאות השתנתה אז עכשיו לא חשוב אם תחליט שאתה כן בונה מנוף מתוקן או לא בונה מנוף מתוקן אתה צריך להגיע בסופו של דבר לאותה הערכת שווי הרי גם תחשבו רגע על מנוף, אנחנו מדברים על המנוף הנכון, רוב הערכות השווי לוקחות איזה מנוף נורמטיבי ולא מתייחסות למנוף ספציפי ולא מודדות אותו שמתייחסות למשקלות של WACC ולכן אני אומר בפרקטיקה זו שאלה של: א. בנקודת המוצא לעשות איזו קליברציה ב. להיות עקבי עם עצמך בתחומים שונים על פני שנים.

#### שלומי שוב

לא לגמרי ירדתי לסוף דעתך, אני מקבל את הנקודה ששווי כלכלי לא צריך להשתנות אבל אולי המתודולוגיה שלי לא הייתה מושלמת בעבר.

#### רוני עמיחי

אז תעשה קליברציה עם ערך שוק. זאת אומרת קח חברה לצורך העניין קודם דיברת על השפעת המנוף, אז קח חברה לא ממונפת ומשם תעריך אותה לפי המודלים שלך זאת אומרת יש דרכים לעשות קליברציה שאתה לא מושך את שערות ראשך. אז יש דרכים לעשות קליברציה במשהו שיש שווי נחזה.

#### אמיר ברנע

אשאל שאלה ישירה: כפי שהוצג כאן, חברות משתמשות בשער ריבית תוספתי כדי להציג את חבות החכירה ואת שווי הנכס, נוצרת בעיית Impairment. תגיד לי איך אתה רואה בתור הרשות המפקחת

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כאשר בחברות יהיה בבת אחת Impairment שנובע מהסיבה הטכנית של שימוש בריבית התוספתית. מה הכוונה בקליברציה ? מה צריך לעשות ?

**רוני עמיחי**

קודם כל אני לא רוצה לדבר על Impairment, אני רציתי לדבר על השאלה יותר רחבה שעלתה על איך לעשות הערכות שווי של פעילות. אבל לפני זה אמרתם שהבעיה נוצרת מהריבית התוספתית. ריבית גלומה היא כמעט בלתי ניתנת, גם כשדיברתי בשיחת לחישות – ריבית גלומה, גם המחכיר לא בהכרח יודע מה הערך של הנכס שהוא מחכיר היום ומה הערך שיהיה לו כשהחוזה יגמר.

**שלומי שוב**

אבל יש לנו מצב נתון שכמו שאתה אומר שהשתמשו בריבית תוספתית ולא בגלומה בצדק אוקי, אבל נוצר מצב שיחידה מניבה מזומנים התהוותה כלפי מעלה, איך פותרים את הבעיה הזאת, האם יש לך רעיון?

**רוני עמיחי**

אני כרגע לא רוצה להתייחס לשאלה, את הערמוניים שהחשבונאות הכניסה לאש בואו נשאל איך מוציאים מהאש, אבל רק רציתי להתייחס לכך שבסופו של דבר חשבונאות לא אמורה לשנות.

**אמיר ברנע**

זה קיבלנו, אבל אני אומר לך Impairment הוא הכרחי, אם אתה משתמש בריבית תוספתית ה-Impairment הוא הכרחי.

**גיא טביביאן**

אז תעשה התאמה עם ריבית תוספתית. הרי זה עניין של גישה ואני מבין את מה ששלומי אמר אל תניחו שהכל נכון, אני לחלוטין מסכים, הבטא לא אמורה להשתנות בעולם משוקלל, שאנשים מנתחים וקוראים דוחות ומבינים שלא קרה שום דבר כלכלי, ומבינים שאין באמת הבדל גדול בין חברה שעשתה הסכם חכירה על נדלן שהיא לא באמת יכולה לצאת ממנו ל-10 שנים או ל-5 שנים עם אופציה להארכה והחליטו שהאופציה היא לא צפויה באיך שזה מוגדר "וודאי באופן סביר" זה כל מיני החלטות חשבונאיות על מימוש אופציות שמשפיעות. כלכלית – לא קרה כלום אז אם החליטו בגלל

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ההנחיות החשבונאיות שצריך להשתמש בריבית תוספתית את ההתאמה מה שרוני קרא "קליברציה" כי בסופו של דבר גם במצב לפני וגם אחרי סך הכל החשבונאות הכריחה אותך לעשות זום אין לתזרים תפעולי שכולל הרבה הכנסות והוצאות ואתה יכול לבוא ולהגיד רגע אבל גם יש לך איזה חוזה אחד עם הממשלה ותפעיל עליו שיעור היוון אחר, ואתה יכול להגיד שבהוצאות יש לך גם מיסים או רישיון עסק ואתה לא יכול לא לשלם אותו בהנחת עסק חי, אתה צריך לשלם אותו כל שנה, אז תפעיל עליו שיעור היוון אחר. אז אם החלטת שההתחייבות הפיננסית הזאת בגלל צרכים חשבונאיים היא בשלושה אחוז כי אתה מהוון לפי שיעור הריבית התוספתית, תעשה את ההתאמה עם השלושה אחוז.

#### אודי גרינברג

אני רק אתייחס למה שגיא אמר, שווי שימוש בסופו של דבר הוא לא דבר כלכלי טהור זה לא שווי הוגן, וברגע שאתה בשווי שימוש אתה יכול לבצע עדכונים מסוימים היות ומדובר בחישוב שהוא בחלקו סובייקטיבי. אם אני מפשט את זה לשפה חשבונאית הטובה ביותר. אז אתה תגיע לתוצאה ששום דבר לא השתנה.

#### שלומי שוב

אתם מתארים מצב עולם שהחשבונאות מושלמת ויפה ומתקנת את עצמה, לא יודע זו לא החשבונאות שאני מכיר.

#### אודי גרינברג

הבעיה שלך היא בעיה של שווי הוגן, ואני אקח אותך שלב אחד קדימה. נניח שעשית את הבדיקה שלך של ירידת הערך והשווי בר השבה נמוך מהערך בספרים של ה CGU, הרי בשלב הבא תצטרך לקבוע רף של רצפת שווי הוגן לכל נכס, עכשיו בואו נדון מה השווי הוגן של נכס זכות שימוש ומהי היחידה חשבונאית אליה הוא שייך לקביעת השווי ההוגן, אתם מדברים רק על CGU וברגע שנגיע לפרקטיקה זה מסתבך הרבה יותר.

#### מוטי דטלקרמר

אני מסכים גם עם גיא וגם עם גיל קודם כל בביזנס לא השתנה שום דבר וכולם מסכימים על זה. זו שאלה תאורטית האם השוק באמת גילם בעבר את כל המידע כן או לא. גם מידע שהיה פנימי. אני אישית חושב שלא כולם ידעו את זה. כי בסוף עכשיו לא ידעתי על המתחרים שלי מה היקף המינוף

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

האמיתי שלו כשבאתי לעשות עבודה וכשהסתכלתי על התמונה הכוללת זה לא היה גלום. היום זה כן גלום, ולכן יש פה הבדל שהוא אמיתי במידע. נכון שעדיין הבטא ההבדל עוד לא השפיע אם מסתכלים 3 או 5 שנים אחורה. ויכול להיות שעוד שנתיים שלוש זה כן יהיה גלום, ולכן השיטה שנאמרת כאן להתעלם לגמרי מ-IFRS 16, אם לא נכניס את זה למודל עוד שנתיים שלוש יהיה מאוד קשה. לכן כשבאנו לבחון את מה ששלומי הסביר אמרנו כן נתמודד עם הסוגיות של אורך חיי החכירה ונתקן את זה דרך הקאפס וגם הראנו את זה. ונושא ה-APR והריבית התוספתית או לא, בסופו של דבר גם כשאנחנו באים לא כמעריכי שווי אלא ככלכלנים לבחון האם לרכוש רכב או לשכור אותו או להסתכל לתשואה על ההון שזה יביא נניח רכב או מחסן או מלון אותו איש עסקים אני כן מסתכל בסוף איזה חוב יהיה לי בגין החלק של השכירות ובגין החלק של הרכישה.

**רוני עמיחי**

למה התכוונת דרך הקאפס? לקחת את הפחת החשבונאי כהשקעה שנתית ?

**מוטי דטלקרמר**

אני עושה השקעה בחידוש החכירה.

**רוני עמיחי**

החלק שאתה מכיר בו בהערכת שווי זה כאילו הפחת החשבונאי ?

**מוטי דטלקרמר**

החלק שאני מכיר בו זה הפחת שיש לי בגין זכויות החכירה.

**רוני עמיחי**

כמה זמן החוזים שלך?

**מוטי דטלקרמר**

יש כל מיני דוגמאות.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### רוני עמיחי

כי אם זה חוזים ארוכים זה מוביל לטעויות מאוד גדולות.

### מוטי דטלקרמר

לא אבל בדקנו את זה בצורה של מחירוים.

### שלומי שוב

מוטי אתה יכול להגיד מהניסיון שלך אם אתה מנטרל השפעות של שינויים אחרים, האם המעבר ל-IFRS 16 השפיע לטובה או לרעה על הפער שבין שווי השימוש לבין הערך הפנקסני של היחידה המניבה מזומנים ?

### מוטי דטלקרמר

תראה זה תלוי איך מסתכלים על זה אבל בטוטאל זה לא היה אמור היה להשפיע וזה לא השפיע לגמרי. בנקודות מסוימות בגלל שיעורי מינוף כאלה ואחרים זה כן שינה מעט.

### שלומי שוב

לכיוון פחות ?

### מוטי דטלקרמר

טיפ טיפה.

### שלומי וינר

קודם כל אני למד ממוטי שזו בעיה קצרת טווח. זאת אומרת אחרי שנתיים-שלוש-ארבע כמה זמן שיקח ברגע שיתחילו לפתח את ה-WACC כפי שמשמע מנתונים היסטוריים אחרי IFRS 16 הכל ישתכלל ויתערבב לא נדע מה היה לפני, מה היה אחרי, ונעבור ל-WACC חדש, ולכן אנחנו מדברים על בעיה נקודתית ביישום לראשונה. דבר שני זה שהוא אומר שבעצם יכול להיות שלא שיקללו נכון את רכיב החוב אז בעצם זה אומר שהייתה פה טעות בחישוב. מוטי אמר שהוא צפה בנתונים של חברות אחרות וראה את רכיב החוב שם ויחד עם שקלולים של ההתחייבויות התפעוליות ושל החכירות אז

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שיערת נגיד שהחוב הוא 50%, ועכשיו פתאום אני רואה בעקבות IFRS 16 שהחוב הוא 60%, ואז זה אומר שכאילו הייתה טעות. הרי גם מקודם היה צורך להביא בחשבון זאת.

**אמיר ברנע**

איך זה משפיע על ה-WACC?

**שלומי וינר**

אם הרכבת חוב שכלל בחשבון את החכירות גם לפני כן היית אמור לקחת את זה בחשבון. ואם לא לקחת אז יש פה בעיה.

**אמיר ברנע**

מה ההשפעה על ה-WACC? לא ברור לי מה שאתה אומר. ה-WACC ירד יותר נמוך? מחיר ההון לא אמור לעלות אם לא לקחתי את זה בחשבון?

**שלומי וינר**

לא, הפוך, מחיר ההון העצמי נשאר זהה ומחיר חוב ברגע שאתה מגדיל את המינוף משפיע יותר.

**אמיר ברנע**

כן אבל שווי ההון העצמי נשאר קבוע רק אם מדובר על חכירה תפעולית, אם זו חכירה פיננסית איך הוא יישאר קבוע? יש חוב פיננסי שלא לקחתי בחשבון.

מחיר ההון העצמי או מחיר ההון הכולל?

תחליטו, אם מחיר ההון העצמי לא השתנה כלומר השוק התייחס לחכירה כתפעולית ולכן לא צריך להוון את החוב בשער ריבית תפעולי.

**דני ויטאן**

אמיר אם ההנחה גם ששלומי אמר שמחירי המניות לא משתנים אז התקנון הוא ע"י התאמה של שיעור ההיוון על התזרים החדש, זאת אומרת שזה מה שיביא אותך לאותו מחיר של הון עצמי.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אמיר ברנע

זה מקוזז ? זה מה שאתם אומרים ?

הפחתת מחיר ההון מקוזזת את תוספת החוב שלא מוצדקת.

### דני ויטאן

לא אמרתי שהיא לא מוצדקת.

### ואדים פורטנוי

אני חייב לומר שאני באתי יותר מבולבל ממה שאני עכשיו באופן מפתיע חשבתי שיקרה הפוך, באתי מתוך תפיסת עולם שממילא הטיפול נקבע ע"י הביג פור בעולם, אנחנו נבוא נקשקש נלך הביתה וזה לא רחוק מהמציאות אבל אני חייב לומר שתוך כדי דיון נפל לי איזה אסימון ואני רוצה להציע תרגיל מחשבתי בהקשר הזה.

אנחנו כולנו מסכימים ש IFRS 16 הוא תקן איזוטרי שעד היום לא התחשבו בו וגם היום יש ניסיונות לא להתחשב בו והוא לא משנה את מחירי המניות. בואו נניח שהחשבונאות באה ומכתיבה לנו כלל חדש. כל פעם שאני רוכש נכס ב- 100 ש"ח אני צריך לרשום בנוסף נכס והתחייבות של 100 שקל נוספים. בכל השקעה מכריחים אותי להכפיל את השווי שלהנכס כנגד התחייבות ב-2. נניח שהטיפול בנכס והתחייבות טיפה שונה, נניח הנכס מופחת ל- 5 שנית בקו ישר וההתחייבות מופחתת אחרת לפי מחיר הון. כולנו מסכימים שאחרי 5 שנים ההשפעה של התקן הזה תעלם בכל מקרה. הדיון הוא רק מתי ואם יהיה צורך לבצע ה- Impairment בתקופה של 5 שנים. האם בתאריך חתך ראשון אחרי העסקה נצטרף להפחית את השווי שלו ל-100 שקל וההתחייבות להמשיך להפחית ל- 5 שנים או שלא נצטרך לעשות את זה.

הדעת נותנת שלא סביר ששינוי ההגדרות בחשבונאות בדוגמה שלנו תאלץ להפחית את ההון מייד אחרי העסקה ב- 100 ש"ח, לאמור – כללי בדיקת ה- Impairment חייבים להיות מותאמים להגדרות הדיווח החדשות אחרת אין הגיון ביישומן וזה בדיוק מה ששמעתי כאן היום מגיא ודני – יהיה זה הגיוני להתאים את כללי הבדיקה של תקן 36 להגדרות החדשות של תקן 16, זאת מערכת הגדרות שונה ממערכת הגדרות בתורת המימון בדיוק כמו כללי הדיווח אינם תואמים בהכרח את תורת המימון.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

הלוואי וזה היה המצב ואז זו הייתה רק בעיה חשבונאית, עשינו עבודה על זה, זה לא שאנחנו אומרים שהתקן עושה משהו נכון לכל המקרים אבל לפחות לגבי חלק מהמקרים הוא נכון.

### יעל ג'רסי

קודם כל אני מסכימה שכלכלית לא השתנה כלום, לפני / אחריי התקינה החדשה. יחד עם זאת, אני חושבת שיש משמעות לכלל החשבונאי שקובע שבדיקת ירידת ערך תיעשה לפי הגבוה מבין, 2 מסלולים: 1. מסלול שווי הוגן ו - 2. מסלול שווי שימוש. במסלול "השווי ההוגן", שמהווה חישוב כלכלי, מה שהיה בעבר ממשך, זאת אומרת המודל החדש לא אמור להשפיע על התוצאה הסופית, בין אם מדובר בחישוב ה-WACC או בחישוב תזרימי המזומנים. לא השתנה דבר. דעתי היא, שגם בהערכת שווי של חברה, באופן מקביל, ויעידו אולי מעריכי השווי, לא השתנה דבר.

בשונה מהשווי ההוגן, מסלול שווי השימוש אינו מהווה חישוב כלכלי קלאסי טהור. יש היבטים והנחות רבים שבמודל שווי השימוש אנחנו לוקחים או לא לוקחים בחשבון (כגון: מצב הנכס לתאריך המאזן, התעלמות מתוכניות רה ארגון עתידיות, השלכות המס ועוד), בעוד שבחישוב הכלכלי, במודל השווי ההוגן, ניקח בחשבון. שווי שימוש אינו חישוב כלכלי. בשווי הוגן אנחנו מסכימים שלא קרה כלום. יחד עם זאת, אני לא חושבת שההתחשבות בבחינת ירידת ערך בתקינת החכירות החדשה מהווה בעיה או יוצרת עיוות, שכן ניתן למנוע הכרה ב- Impairment על בסיס הקביעה החשבונאית שיש לעשות שימוש ב"גבוה מבין" (זאת אומרת, אם הגבוה יותר הוא מסלול השווי ההוגן אז ניקח שווי זה (שלא אמור להשתנות) לצורך קביעת ההפסד מירידת ערך). בנוסף, מודל החכירות החדש, והוראות האימוץ לראשונה, כוללים היבטים נוספים שישפיעו על המסקנה אם תיווצר ירידת ערך או לא. לדוגמה לא דיברנו פה על מצבים בהם חברות חישבו רטרואקטיבית את נכס זכות השימוש ויצרו פער בין הנכס (זכות השימוש) לבין ההתחייבות, במועד היישום לראשונה ובתקופות עוקבות. לא מעט חברות חזרו עם הנכס אחורה (כנגד הקטנת העודפים), דבר שעשוי ליצור פער עצום. בחברות אלו, וככל שהפער מהותי, בהשוואת הסכום בר ההשבה לערך בספרים של ה-CGU (שכולל נכסים הרבה יותר קטנים) – התוצאה עשויה להיות שונה משמעותית. נוצר "מרווח הגנה" משמעותי בבחינת ירידת ערך.

### גיא טביבאן

אבל נרשם כהוצאות מימון וזה רק ביישום לראשונה.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### יעל ג'רסי

הקדמת ורשמת את זה כעודפים, ואתה תופס לך פה פער ללא מעט שנים קדימה (על פני כל יתרת תקופת החכירה).

יש פה הרבה בעיות וסוגיות חשבונאיות שעשויות להשפיע. דוגמא נוספת היא הגדרת "תשלומי חכירה", אם זה כחלק מהגדרת תקופת החכירה (האם אופציות הארכה או זכויות ביטול נלקחות בחשבון או לא), ואם זה בהגדרת תשלומי חכירה משתנים. אלו ישפיעו על המודל ועל המסקנה האם קיימת ירידת ערך או לא. הרי תשלומי חכירה משתנים אנחנו לא לוקחים בחשבון במדידת הנכס וההתחייבות, ומודל ירידת הערך בהקשר אליהם חוזר לזה שיישמנו בעבר. כלכלית לא בהכרח יש פה הבדל (בין תשלומים קבועים ומשתנים). אם אנחנו יודעים שנשלם אחוז מהפדיון וקיים עסקית פדיון מינימלי ברמת וודאות גבוהה, אין פה הבדל כלכלי, אך בהכרח החשבונאות מביאה לתוצאה שונה. אני לא חושבת שאנחנו יכולים להתנתק בחשבונאות מתקינה חדשה (IFRS 16) בחישוב ערך חשבונאי – שווי שימוש. בחישוב הערך הכלכלי – שווי הוגן, קיימת יותר גמישות לדעת.

### יבגני אוסטרובסקי

אנו לא מדברים על נושא פשוט. אחת המחשבות שהיתה לי בהקשר של מה שעלה כאן היא שהרבה פעמים בהערכות שווי, כשיש איזה משהו שהוא לא מדויק, ונעשה שימוש בחילוץ בשווי שהוא "אמיתי" (מחיר שוק) אבל המדידה במודל לא מדויקת, הטעות של אי הדיוק לעיתים "מתנקזת" לאיזשהו מקום או פרמטר במודל. נניח, לא הובאו בחשבון זכויות בנייה בנכס השוואה מסוים, אז במצב זה המחיר שלו למטר בנוי ישקף בעקיפין גם את פוטנציאל זכויות הבנייה. אם הנכס המוערך דומה בהיבט הזה של זכויות בנייה לנכס השוואה ביחס למ"ר רגיל, אז בסוף יצא "בסדר" למרות שלא דייקנו. בנושא שלפנינו, השאלה לגבי טעות העבר, שקשה לענות עליה, היא שגם אם "גילינו" בעקבות התקן שהחברות היו בעבר יותר ממונפות ממה שחשבנו במקור, אז כיום כשמסתכלים על מדגם חברות השוואה מהעבר, יש לכל אחת מהן את הביתא הממונפת, שכאמור לא השתנתה, אבל יש גם את הביתא Unlevered - ואם גיליתי בדיעבד שהם היו יותר ממונפות ממה שחשבתי, אז הביתא הלא-ממונף ירד בדיעבד – כלומר, התובנה לגבי המינוף מביאה לתובנה שפעילות הבסיס הלא ממונפת לא הייתה כה מסוכנת כפי שהונח בתחילה, וזאת אם מניחים שהשווי תמיד נכון. עכשיו השאלה היא האם פעם הטעויות האלו התקזזו, שפעם חשבנו שהחברות פחות ממונפות ועכשיו גילינו שהן יותר ממונפות. כלומר, לפעמים טעויות מהסוג הזה, אם השפעות דומות, לפעמים הן נבלעות בעקיפין. אבל, אני טרם יודע אם זה המצב פה בגלל מורכבות הנושא.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לגבי שאלת שיעור ההיוון, וכפי שנאמר פה לפניי ע"י גיא, הלכה למעשה יש אין סוף תזרימים במסגרת התחזית. בכל חברה יש תזרימים שונים ברמת וודאות שונה וברמת סיכון שונה. יש הכנסה וודאית והכנסה לא וודאית: חוזה חתום וחוזה לא חתום; משכורות לעובדים שהן גמישות יותר ופחות; חוזים חתומים על חומרי גלם לרכישה וגם חכירה כתלות באופק שלה היא רק אחד מהדברים האלה, רק שאותו כיום החליטו להכניס.

אם באמת הייתי רוצה לעשות הערכת שווי (תיאורטית) "מלאה" הייתי צריך להדביק לכל תזרים נפרד כזה שיעור היוון משלו עם רמת סיכון משלו, ופה במרכאות "הקלו" עלי בחשבונאות. אמרו לי "תשמע, הרכיבים האלה - יש להם שיעור היוון נמוך יותר", שזה אומר שהרכיבים האחרים כדי להגיע לאותה תוצאה של השיעור היוון - צריכים להיות גבוהים יותר.

לכן, אני חושב שהכיוון צריך להיות קודם כל פרקטי. ככל שנעשה יותר התאמות, וגם אם הן יהיו יותר משוכללות ויותר מורכבות, עולה החשש שהן יהיו יותר קשות לחילוץ מדוחות שהם שקופים. כחלק מהדיון הזה בעיני, לפחות א-פריורית, יש להביא בחשבון גם את רמת הפרקטיות של כל חלופה. באינטואיציה בסיסית שלי כרגע, ההתחייבות בגין דמי חכירה לשלם ונכס זכות השימוש, בגלל שהם קשורים ובגלל שהמימוש עשוי לדרוש מהקונה ליטול את ההתחייבות, אני לא כל כך מבין אפילו ברמה החשבונאית איך אפשר להפריד ביניהם. גם התקן אומר שמה שלא ניתן להפריד כמו ספקים אז אל תפריד מה-CGU. פה אני אומר איך אני יכול להעביר את החכירה בלי להעביר את התשלומים על החכירה, לדעתי הגישה צריכה להיות פה גישת הנטו - כלומר, הן לעניין אמידת התזרים, והן לעניין אמידת הערך בספרים של היחידה. שתי השיטות אולי תיאורטית אמורות להגיע למשהו דומה, אבל בעיניי חשבונאית ההתחייבות חייבת להיות חלק מה-CGU, אני הייתי מסתכל על הסכום הזה נטו והייתי משווה את זה לאיזשהו תחשיב כלכלי שמביא בחשבון את תזרימי החכירה. נראה לי יותר קל, ואגב גם מועד פחות לטעויות, בין היתר בגלל סוגיות של CAPEX בתום תקופות חכירה של נכסים מסוימים לפני תום התחשיב.

**אמיר ברנע**

ההתחייבות היא חלק מהיחידה?

**יבגני אוסטרובסקי**

כן, הקריטריון של התקן זה שאפשר לאמוד את הסכום בר השבה בנפרד. האם אני יכול למכור בנפרד, האם אני יכול למכור בנפרד את היכולת להפעיל מטוס בלי לשלם דמי חכירה למטוס וכו' ?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### גיא טביביאן

אני חושב שכלכלית אין הבדל גדול בין הסכם חכירה לבין חברות נגיד בתחומי האנרגיה שזה פרויקטלי, סילו ואני ניגש לזה עם מימון בנקאי אבל כל הפרויקט בנוי על זה שיהיה לי את הסגירה הפיננסית ובין אם זה כביש ועזוב את זה חשבונאית לפעמים זה מופיע בדוחות ככנס פיננסי אבל נניח שזה רכוש קבוע אצלי ויש לי התחייבות פיננסית שהיא חלק מהמודל, אז אם הייתי משנה את זה קצת ואומר אני לא יכול למכור - אני מבין מה שאתה אומר. ולגבי מה שיעל אמרה אין לך דרך אחרת - אם אתה הולך לכאורה לשווי הוגן אתה תשווה בניכוי ההתחייבויות. תאורטית אם אתה מתחבר לתקן ורואה בזה ההתחייבות פיננסית להבדיל מהתחייבויות תפעוליות, אתה אמור להגיד מה השווי ההוגן של ההתחייבות הפיננסית, לא בשיעור ריבית שקבעו שנכנסו לחכירה. נניח לקחת שווי בורסאי של החברה שהיא ימ"מ, אתה אמור לנטרל את כל ההתחייבויות הפיננסיות לפי שווי הוגן מהשווי אקוויטי שאתה רואה לפי מחיר המניה בבורסה.

### שלומי וינר

לפי התקן צריך להוריד את ההתחייבות בספרים ב-CGU ובשווי השימוש.

### גיא טביביאן

אם זו החברה עצמה או במאוחד אתה אמור להגיע ל-EV, IAS-36 עובד על הנכסים התפעוליים.

### דני ויטאן

העניין הוא שזה יצור כלאיים. פרקטית בשווי הוגן כותבים את זה וגם בשווי שימוש במקרים מסוימים אפשר להוריד את זה מהערך בספרים ואז להגיע לתוצאה שיבגני דיבר עליה. זה אפשרי גם בשווי שימוש זה לא לגמרי התחייבות פיננסית והרבה פעמים אתה לא יכול למכור את ה-CGU בלי החכירה ואז אינהרנטית זה חלק מה-CGU.

### גיא טביביאן

לכן זה ההבדל, אני מסכים. יבגני אמר שצריך להיות פרקטיים. אם אתה הולך תאורטית חשבונאית עם התקן אז לכאורה זו התחייבות פיננסית, אתה מציע גישה שהיא פרקטית ולכן אני מתחבר. גם מה שיעל אמרה זה פרקטי. אני מסכים שצריך להיות פרקטיים.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

אתם כל הזמן יוצאים מנקודת מבט שצריך להיות פרקטיים ולהישאר באותו דבר, אבל בסופו של דבר צריך ליישם את התקן.

### דני ויטאן

מה שיבגני אמר לא סותר את התקן, בסופו של דבר מה שכתוב בתקן זה האם ההתחייבויות הם חלק בלתי נפרד מה- CGU, ובדרך כלל לא ניתן לממש CGUs ללא החכירות, זה העיקרון בתקן מה שיבגני אמר לדעתי לא סותר.

### יעל ג'רסי

PWC לדוגמה מתייחסים לזה שבמודל שווי שימוש בד"כ לא נקח את ההתחייבות כחלק מהיחידה. אך אני מסכימה עם גיא שזה טכני, כי אם כן לוקחים בחשבון את אותה התחייבות, נוריד אותה גם מהערך בספרים של היחידה וגם משווי השימוש, באותו סכום, כך שלא עשינו אפקטיבית כלום. במודל שווי הוגן אתה לוקח את השווי ההוגן של אותה התחייבות.

### שלומי וינר

כן אבל זה שאמרת שלא עשית כלום זה אומר שהורדת משווי השימוש את ההתחייבות לפי ערכה בספרים ולא בהיוון של WACC ואז שווי השימוש ירד יותר.

### אמיר ברנע

שאלה שאין לי תשובה לה – האם הגמישות של רואה החשבון או החברה כשהיא מעריכה שווי של Impairment היא אותה הגמישות כשהיא מעריכה שווי של ההתחייבות? זאת אומרת אם אני באמת קבעתי תוספת, ניפחתי את שווי ההתחייבות, ניפחתי את שווי הנכס, שנה אחרי זה אני צריך להפחית את השווי הנכס ב- Impairment, אני יכול לפעול במקביל על ההתחייבות ?

### יעל ג'רסי

החשבונאות לא מתירה גמישות בשווי ההתחייבות. החישוב ייעשה בד"כ בריבית התוספתית (ולא בריבית הגלומה החכירה, שכן בד"כ אינה ניתנת לקביעה, על אף שנכונה יותר כלכלית).

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

**אמיר ברנע**

זאת אומרת הגמישות היא דיפרנציאלית, על הנכס אני חייב לעשות impairment ואת ההתחייבות אני משאיר נשאר פה סיטואציה מוזרה בה ההתחייבות למחכיר היא מנופחת. מדוע? כי היא הוונה בריבית נמוכה מידי.

**יבגני אוסטרובסקי**

ראוי לציין שכבר היה מצב דומה בחשבונאות, לגבי עיוות שנוגע למיסים נדחים ולסכום בר השבה. בגלל שזה (מיסים נדחים) לא מהוון בחשבונאות אבל כן מהוון בפן הכלכלי, בסוף הפתרון הלך לכיוון של בוא נעשה את התחשיב כלכלי לחלוטין, הכוונה בתחשיבים של ירידת ערך מוניטין, אחרת היו נוצרות ירידות ערך טכניות של מוניטין בגין מוניטין שנוצר על פער כלכלי של הפסדים להעברה. כדי להימנע מהדבר הזה מצאו פתרון במס נדחה בתחשיב כלכלי שמתגברים על כך שהמס הנדחה מייצר לעיתים מוניטין סינתטי, נניח התחייבות מס נדחה מנופחת בהשוואה לערכה הכלכלי ויכול מנגד להיווצר מוניטין נכס שהוא מנופח זה בצירוף עסקים. אז מצאו דרך להתגבר על העיוותים האלה בתחשיב כלכלי בדמות כך שהפער בין שווי ההתחייבות של מס נדחה הכלכלי לבין הערך המנופח שלה החשבונאי הוא סוג של התאמה לערך בספרים של נכס המוניטין לפני או אחרי שאני עושה בדיקה כלכלית, או לחלופין הפער מתווסף לשווי הכלכלי שיצא בצד של התחשיב. כלומר, מצאו כבר דרכים להתגבר בעבר על עיוותים חשבונאיים. לכן, אם אנחנו טוענים שקיים לגבי חכירות עיוות כלכלי בדמות כך שההתחייבות הייתה אמורה להיות בעצם נמוכה יותר והנכס היה אמור להיות נמוך יותר, ומה גם שאין ביניהם התאמה לאורך התקופה, אז אנחנו צריכים למצוא דרך לבטא את זה, כגון התחשבות בהתחייבות כחלק מה-CGU ואמידת התזרים נטו, או לחלופין הכללת הפער בין ההתחייבות החשבונאית לבין ערכה הכלכלי כחלק מהתחשיב של סך נכסי היחידה ברוטו, וכבר עשו בעבר דברים כאלה, במסגרת תחשיב כזה או אחר.

**אמיר ברנע**

אתה בעצם משייך את ההתחייבות ליחידה המפיקה בטכניקה הזאת, אבל זה בניגוד לתקן לא?

**שלומי שוב**

לדעתי כן אבל..

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

**אמיר ברנע**

האם התקן לא מתייחס לחכירה כהתחייבות פיננסית?

האם החשבונאים שמסכמים את דוחות 2019 עכשיו, יכולים להפעיל ריבית גבוהה יותר על ההתחייבות שנוצרת כתוצאה מהחכירה אפילו שאין להם את הריבית הגלומה בחוזה? אמרנו שזה מסובך. אבל אולי יש להם איזה ידע כללי של מה מקובל הם לוקחים בחשבון גם את ירידת ערך הנכס וכדומה, ואז להפעיל טכנית ריבית יותר גבוהה ולכן להפחית את הבעיה הזאת, למתן אותה.

**גיא טביביאן**

אתה מהוון עכשיו את התזרימים בלי החכירות, אז ההתאמה, או אותה "קליברציה" כמו שרוני אמר, ככל שקבעו שיעור ריבית נמוך יותר כי לא ידעו לקבוע את שיעור הריבית הגלום ועבדו עם התוספת שבהרבה מובנים אני הרבה יותר מתחבר לזה ששילמתי ולקחתי הלוואה, אבל אם קבעתי שיעור ריבית נמוך יותר נגיד שאתה חושב שהוא נמוך מידי כי זה לא השיעור שההוא גילם בחכירה אז הגעת מלאכותית להתחייבות גבוהה יותר ומינוף גבוה יותר, אבל בסוף מה אתה עושה בבחינת ירידת ערך? אתה לוקח את התזרימים בלי דמי החכירה לפחות לתקופה שיש לך את ההתחייבות במאזן, נכון? אתה לוקח תזרימים כמו שאמרתי בהתחלה. בעיני זה מאוד דומה.

**אמיר ברנע**

זאת אומרת Impairment יקשור את 2 הדברים יחד?

**גיא טביביאן**

שלומי כופר בזה שמה שהיה היה נכון, אבל אתה יכול להגיד את זה גם על שיעור ההיוון היום שאולי מעריך השווי לא גילם את זה שהחברה צריכה לשלם כל שנה רישיון עסק או אגרה או ארנונה של מיליון ₪. תהוון ארנונה שנתית ואולי תגיע להתחייבות בסכום מהותי.

**אמיר ברנע**

מה שאתה אומר זה שמעריך השווי שקובע את נושא ה- Impairment יתייחס לחוזה החכירה שצמוד אליו בחישוב שלו? ימנע מ- Impairment גם אם השווי הנכס נמוך יותר מהשווי המאזני שלו? הוא לא ידרוש Impairment כי יגיד כנגד זה יש לי את ההתחייבות לחכירה? זה מה שאתה אומר?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### גיא טביביאן

יש את הגישה הפרקטית של הפירמות להוריד את ההתחייבות מהערך בספרים, אני טוען שגם אם אתה לא מוריד את ההתחייבות מהערך בספרים בקביעת שווי שימוש, ונניח שאין שווי הוגן כי לא ניתן לקבוע. גם אם נחשב שווי שימוש ואני אומר זו התחייבות פיננסית, על אף הכל אני הולך על זה שהיא ההתחייבות פיננסית, כל מה שאני אומר שההתאמה WACC צריכה להיות כזו שתהיה עקבית עם הסיכון של התזרימים בגישה הזו, כי החשבונאות הכריחה אותי לעשות זום אין על תזרים שכולל הרבה דברים בסיכון שונה ואי וודאות שונה. מה אני עושה? אני אומר אולי טעיתי אני צריך לחשוב תמיד אולי טעיתי פעם קודמת, אני עדיין עושה המון אומדנים בתזרים אבל בעקרון אם הגעתי למסקנה שזה יהיה ב-3% ולא ב-7% אז אני אעשה את ההתאמה זה מה שצריך להיות ל-WACC שלי, שמצד אחד ניפחתי יותר מידי יש לי מינוף מלאכותית עם ה-3% כי אני רואה כאילו לקחתי הלוואה ב-3% ריבית, יש לי תזרימים מסוימים אז תגיד לי עליהם – אם אתה חושב שלעניין החשבונאות הם התחייבות פיננסית כאילו קרן וריבית, ובגלל כללים חשבונאים היא 7% או 3% אז ההתאמה WACC צריכה להיות אותה התאמה לפי אותו שיעור היוון.

### אמיר ברנע

אני לא יודע איך חיינו קודם כל כך טוב לפני ה-IFRS 16 הזה..

### גיא טביביאן

יש לך תשלומי ארנונה, שים גם ארנונה בהתחייבות פיננסית, אז מה יהיה? וכאילו תהוון ארנונה בריבית חוב לעירייה אז יגידו זה 4% ריבית? לא צריך לעשות התאמה ל-WACC?

### אמיר ברנע

כל ההבחנה הזאת בין תפעולי לפיננסי היא קריטית והגישה של התקן שאומר שכל החכירות הן פיננסיות, באופן מעשי אם זה מה שהוא אומר התוצאה מטרידה מאוד בגלל שרוב החכירות הן לא פיננסיות.

### גיא טביביאן

אבל יוצא פה מצב שאתה הכלכלן תוקף אותנו החשבונאים, אז בוא אני אתקוף אותך חזרה. מעריכי השווי עושים המון קיצורי דרך, זה נוח להאשים את החשבונאות, לוקחים תזרימים שהם שונים

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

באופיים, בסיכון שלהם, מסתכלים על חברה, מתיימרים להיות עם איזה לייזר ולשקלל את הכל ואומרים WACC 12%, נו באמת, ואם עכשיו אני אגיד לך זכו בהסכם עם משרד הביטחון, או שהחברה סגרה חוזה ארוך טווח עם לקוח ונתנה לו הנחה של 15% העיקר שיסגור ל 15 שנה ושהוא לא יוכל לצאת. ה-WACC לא השתנה ?

**אמיר ברנע**

במקום 12% נלך מה Damodaran אומר וזהו.

**יבגני אוסטרובסקי**

לגבי מינוף, ראוי לציין שהתקן זה גם לא בדיוק מה ש-Damodaran טען בספרו. הוא היה מביא בחשבון תקופת חכירה טיפוסית. בתקן, תקופת החכירה היא אמיתית, כלומר היא בתחילה ארוכה ואז היא מתקצרת; מנגד, הוא (דמודרן) היה לוקח דמי חכירה נניח ממוצעים ומכפיל בתקופת חכירה טיפוסית. אגב גם חברות הדירוג עשו זאת. לכן, בעוד שאצלו המינוף תאורטית קבוע לפי התקן המינוף משתנה עם ההתקצרות של החכירה.

**רוני עמיחי**

אמיר בסוף זה כאילו שתיקח באמת את כל התזרימים ומה שתזרים קבוע תראה שזו עסקת forward.

**אמיר ברנע**

נכון כמו שאמרת זה יכול בעובדים בספקים בהסכם לטווח ארוך אבל זה כאילו משתקף בביטא באיזה אופן כאילו זה משקף את מבנה ההוצאות והכנסות.

**גיא טביביאן**

המבנה של ההוצאות וההכנסות לא השתנה כמו שרוני אמר.

**אמיר ברנע**

אם הביטא לא השתנתה סימן שהחכירה היא תפעולית.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

#### רוני עמיחי

זה נורא דיכוטומי להגיד מימוני או תפעולי, אם אתה רוצה נורא לדייק אז אתה אומר מה שזה אומר שקיבעתי חוזה מחיר זה כאילו forward אבל אתה לא מגיע לרזולוציות האלו.

#### שלומי שוב

רוני אתה רוצה להתייחס יש פה עכשיו הרבה הערכות שווי ודוחות כספיים שהולכים לצאת, יש משהו שאתם כרשות ניירות ערך תפרסמו, תודיעו, תנחו או שאתם תתנו להכל להתנהל?

#### רוני עמיחי

אני לא יודע להגיד בשלב הזה כך או כך, אני יודע שאנחנו מתעסקים בשאלות בצד של הערכות שווי זה יותר הכובע שלי אבל די אמרתי פה דברים שחשבנו עליהם בתחום של המעריכי שווי והשאלה החשבונאית של ההתחייבות אני לא...

#### שלומי שוב

פה לא תביעו את עמדתכם ?

#### רוני עמיחי

לא יודע.

#### אמיר ברנע

זה ממוקד בענפים מסוימים? בנדל"ן זה אולי יותר קרוב לפיננסי אני לא יודע אם אפשר לקבוע אבל באיזה חברות מבחינת ענפים אתה רואה בעיה שיכולה להתעורר ?

#### רוני עמיחי

השאלה פשוט ברגישות הערכה, נגיד שיש לי חוזה חכירה על תחנת כוח 40 שנה כן אז אם נניח כמעריך שווי שההשקעה השנתית שלי היא כמו הפחת החשבונאי אני טועה בגדול. ואם זה חוזים קצרים אז מן הסתם זה פחות מהותי.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אורן הר נבו

אני אגיד בקצרה, אני חושב שדיברנו הרבה על שלא משתנה שום דבר ועל חוק שימור האנרגיה כזה וזה נכון, אבל השאלה היא לא אם השתנה משהו בסך האנרגיה הכללית אלא מה אנחנו גזרנו מהמציאות. אני חושב שבחברות עתירות הון - מתחבר לדיון שהיה פה פעם קודמת, יש איזו סקאלה בין חברות עתירות הון שבהן החכירות הן משמעותיות, לבין הצד השני של הסקאלה, נניח הדוגמא של הרכבים שתמיד חוזרת. אני אישית חושב שהמצב היום פחות גרוע וטוב שעשתה החשבונאות שהעלתה את המטוסים על המאזן על אף הבעיה שעכשיו נמצאים רכבים במאזן, שאולי זה באמת קצת מצחיק, לעומת המצב שלא היו רכבים במאזן אבל מטוסים לא היו במאזן שזה עיוות הרבה יותר גדול. אני חושב שמבחינה אקדמית, אם אתה כבר מסכים עם הטענה ש- IFRS 16 נכנס וכבר עברת את הביקורת עליו, ואם אנחנו בעולמות של ירידת ערך על פי IAS 36, אנחנו מתמודדים עכשיו עם שאלה חשבונאית, הן בשווי שימוש והן בשווי הוגן, כי גם בשווי הוגן עולה השאלה של מהי היחידה הנמדדת ומה בדיוק אנחנו מודדים. אם אני הולך לעולמות של IAS 36 אני חושב שבאמת החלק היותר קל נקרא לזה אקדמית זה באמת ללכת עם גישת התקן עד הסוף הכל התחייבות פיננסית ולהתאים את ה-WACC. יש שיטות אחרות שאומרות שפרקטית אפשר לעשות התאמה לעולמות של לפני IFRS 16 ואולי זה ייצור קצת עיוותים, וזה כנראה יצטרף, כפי שגיא אמר קודם, לעוד הרבה עיוותים בהערכות שווי כמו ההסכמים האלה עם הספקים וכדומה שכן לא מדובר במדע מדויק. אני חושב שהעולם של IFRS 16 הוא עולם מדויק יותר ואני חושב שהבעיות הפרקטיות האלה עם הזמן כמו שנאמר קודם ילכו יתמעטו כי יהיה קשה לעשות את ההתעלמות הזאת מ- IFRS 16 כאשר באים לבחון ירידת ערך. עם הזמן הפערים בין הנכסים וההתחייבויות יגדלו משמעותית שכן היום זה עוד קל לעשות את זה, אני חושב שהעולם לאט לאט לא תהיה לו ברירה והוא יתיישר עם העולמות של IFRS 16 גם לעניין ירידת ערך.

### יאיר שלהבי<sup>1</sup>

סוגיית אימוץ כללי החשבונאות כלשונם לצורך בחינת ירידת ערך ולצורך הערכת שווי בכללותו, היתה קיימת עוד לפני IFRS 16 כך למשל "תמריצי חכירה" נניח למימון השקעת השוכר בנכס הופחתו

<sup>1</sup> התסווף לאחר הדיון

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בקוו ישר על פני תקופת החכירה ( פרשנות 15) כלומר השאלה אם לקחת את הרישום החשבונאי בגין החכירה או לא עמדה ( באופן חלקי בפנינו כבר אז).

אני בדעה כי למרות שבחומר הרקע הוצגו שתי אפשרויות והצורך בבחירה בנייהן, התשובה הראויה יותר היא בהתאם למהות החכירה ( ובכך אני מצטרף לעמדה שהבעת בדברייך בפתחת הדיון) .

חכירה שבמהותה היא תפעולית, לטעמי נכון לחזור ל- IAS 17 ואני בוחר בגישה 1 בחומר הרקע שלכם, כולל לגבי חישוב ה- wacc כלומר לטעמי אין לכלול את התחייבות בגין החכירה לא בחישוב יחסי הון עצמי להון זר ולא לצורך חישוב ההון הזר.

במקום שהחכירה היא מימונית אני בוחר בגישה 2 בחומר הרקע לא כולל תשלומי החכירה בתזרים המזומנים ולא כולל את ההתחייבות בגין החכירה כחלק מיחידה מניבת המזומנים.

לגבי ה- wacc כאן אני מתלבט. גם אם זה מימוני אני לא משוכנע שיש להתחשב בריבית הגלומה או הריבית התוספתית להלוואה מובטחת בנכס החכור. וכן לא בהתחייבות עצמה לצרכי חישוב יחס הון עצמי /זר. כשאני חושב על דמי חכירת נדלן ואני חושב על we work ואני חושב שנכון להתחשב בכך, לעומת זאת למעל יצרני אשר שוכר את שטח המפעל - אני בדילמה.

#### שלומי שוב

אגיד כמה דברים לסיום, אני יוצא קצת מאוכזב מהדיון, מרגיש שלא התעסקנו מספיק במהות במסגרת הדיון היום ובהבחנה שאמיר ואני הצענו בין מהות החכירות אנחנו אני חושב שזה לא נכון להתייחס לכלל IFRS 16 במקשה אחת, זה נכון שהתקן לא עשה הבחנה בין מאפייני החכירות, אבל בהתייחסות העמוקה צריך לעשות את ההבחנה וכנראה ברוב המקרים זה באמת במהות חכירה תפעולית וצריך להתייחס לזה באמת כחכירה תפעולית אבל באותם מקרים שזו חכירה פיננסית במהותה אני חושב שמעריכי שווי לא יכולים להתעלם מזה. ובכלל אני לא חושב שאפשר להתעלם מכך שלרמת רזולוציה של מידע, גם ללא שיש שינוי כלכלי, יכולה להיות השפעה על הערכת שווי.

אני חייב להגיד שהרגשתי מהדיון שבאמת כל אחד ככה הגיע בדרך שלו – זיהיתי לצערי את התופעה הזאת כבר בדיון בשנה שעברה וקראתי לזה "ווייז" - כולם מסמנים את המטרה שכל מה שעשינו עד עכשיו מושלם ועכשיו התקן הזיז לנו את העניינים קצת אז אנחנו נסמן בווייז איך מגיעים לאותה הנקודה בדיוק. אז חלק מגיעים לזה בזה ש"דוחפים" את ההתחייבות חלק מגיעים לזה בשינוי שיעור ה- WACC. לדעתי לא זה טריוויאלי לא מבחינה חשבונאית ולא מבחינה מימונית ואני עדין במילותיי...

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אגב, גם בקריאה של הספרות של הפירמות ניתן לראות שהן מגמגמות ולא בטוחות בעצמן – כי באמת יש כאן נושא מאד מורכב.

רק להמחיש לכם עד כמה בעייתית ההסתכלות הגורפת על היחידה ככוללת את ההתחייבות הפיננסית - תחשבו מה קורה עם ההתחייבות הפיננסית בגין חכירות מימוניות שכבר הופיעה בדוחות בעבר - הרי מבחינת המעמד החשבונאי שלה כיום היא זהה לחלוטין בראיית החוכר ליתר ההתחייבויות הפיננסיות בגין חכירה. אז מה - כעת גם הלוואה ששימשה לרכישת נכס תיכלל בערך הספרים של היחידה!! זה אבסורד שממחיש עד כמה יש הכרח לבצע את ההבחנה לפי מאפייני החכירה אותה אמיר ואני מציעים.

אני כן חושב שזה בדיוק המקום שאתם כרשות ניירות ערך צריכים לעשות פה קצת סדר ולהביע את עמדתכם. אני לא יודע בדיוק באיזו תצורה, אבל ככל שלא תהיה התייחסות רגולטורית תהיה פה באמת שונות מאוד גדולה. מה שכן תהיה פה זהות אחת - כולם יחזירו את המצב הקיים. אני חושב ששני הפתרונות המוצעים בעייתיים ובכל מקרה לא ניתן לקחת את כל המקרים ומכניסים אותם לסל אחד. ובכלל גם צריך לתת את הדעת לכך שאנחנו באמת משחקים בינינו לבין עצמנו ובסוף כל הדיון הזה מנותק לגמרי מהצד של שוק ההון.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

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

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

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

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