



דיסקאונטים ופרמיות בהערכות שווי – לא רק שליטה, מיעוט והיעדר סחירות כליל (DLOM)



רועי פולניצר, FRM ,F.I.L.A.V.F.A. ,CFV
בעלים של שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים
מנכ"ל לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA)

- ❖ כאשר מעריכים את שווייה של חברה פרטית, יש לנקוט בזהירות, סבירות ובשיקול דעת של מעריך שווי בעת יישום דיסקאונטים.
- ❖ לצורך הקביעה הסופית של הדיסקאונטים יש לקחת בחשבון את העובדות והנסיבות של המקרה המתאים ו/או את סיטואציית ההערכה ומטרתה.
- ❖ על מעריך השווי להבין וליישם בצורה נכונה את תוצאות המחקרים השונים שעליהן הוא מסתמך ואותן הוא מיישם על החברה נשוא הערכת השווי.
- ❖ יישום עיוור של דיסקאונטים, ללא הבנה מעמיקה של החברה נשוא הערכת השווי בהשוואה להנחות הבסיס של הדיסקאונטים, עלול להוביל לתוצאות הערכת שווי מטעות.

שתי קבוצות של דיסקאונטים ופרמיות

- ❖ ישנן מספר קטגוריות של דיסקאונטים אשר אפליקביליות עבור היישות בכללותה, כגון דיסקאונט בגין איש מפתח או דיסקאונט בגין אחריות סביבתית; דיסקאונטים אחרים משקפים את מאפייני הבעלות, כגון שליטה לעומת מיעוט והיעדר סחירות כליל.
- ❖ על פי רוב מקובל להבחין בין "דיסקאונטים ברמת היישות" אשר מיושמים על על שווי הפעילות (EV, השווי התפעולי) לבין "דיסקאונטים ברמת בעל המניות" המיושמים על מחיר המניה (ולא על שווי האקוויטי, בוודאי ובוודאי שלא על השווי התפעולי).

דיסקאונטים ופרמיות ברמת היישות

- ❖ כאמור ישנם דיסקאונטים מסוימים המיושמים על היישות כמכלול או על כלל בעלי המניות, בנפרד או כקבוצה, מבלי להתחשב במאפייניו של בעל המניות הבודד.
- ❖ דיסקאונטים אלה כוללים, למשל:
 - ✓ דיסקאונט בגין רווחי הון כלואים;
 - ✓ דיסקאונט בגין איש מפתח;
 - ✓ דיסקאונט בגין אחריות סביבתית ידועה או פוטנציאלית;
 - ✓ דיסקאונט בגין תביעה תלויה;
 - ✓ דיסקאונט בגין "פורטפוליו", "קונגלומרט" או "נכסים שאינם הומוגניים" (עבור מכלול נכסים לא אטרקטיבי);
 - ✓ דיסקאונט בגין ריכוזיות גבוהה של לקוחות או ספקים.

דיסקאונטים ופרמיות ברמת היישות (המשך)

- ❖ דיסקאונטים ברמת היישות על פי רוב מיושמים לפני דיסקאונטים ברמת בעל המניות, כלומר, דיסקאונטים המשפיעים על היישות בכללותה קודמים לדיסקאונטים המשפיעים על נתח בעלות מסוים.
- ❖ דיסקאונטים ברמת היישות בדרך כלל מיושמים לצורך קבלת שווי ברמת השליטה.
- ❖ דא עקא, במקרים מסוימים, כגון שיטת ההשוואה לחברות ציבוריות ולפעמים בגישת ההכנסות, הניתוח עשוי להוביל ישירות לשווי ברמת המיעוט מבלי לאמוד כלל את שווי השליטה.
- ❖ במקרים אלה, ניתן ליישם למעשה דיסקאונטים ברמת היישות על שווי מיעוט אלה בטרם ביצוע התאמות כאלה ואחרות ברמת בעל המניות (כאשר האחוז יהיה אותו דבר היות והתאמות ברמת היישות חלות באופן שווה על כלל בעלי המניות).

דיסקאונטים ופרמיות ברמת היישות (המשך)

- ❖ כמו כן, במקרים מסוימים, "דיסקאונטים" אלה עשויים להיות כבר מגולמים בשיעורי הניכיון או ההיוון בגישת ההכנסות או במכפילי השווי בגישת השוק על מנת לשקף את הסיכון הנוסף.
- ❖ במידה ומעריך השווי מחליט לגלם "דיסקאונטים" כאלה ואחרים במסגרת שיעורי הניכיון או ההיוון או במכפילי השוק מומלץ שיציין זאת באופן ברור.
- ❖ פסק הדין הידוע "Estate of Mitchell v. Commissioner" של בית המשפט האמריקאי למיסים מהווה דוגמה טובה לדיסקאונט ברמת היישות.
- ❖ בית המשפט האמריקאי למיסים יישם לראשונה דיסקאונט בגין איש מפתח של 10% (בגין מותו של פול מיטשל) על שווי שליטה של 150 מיליון דולר עבור הישות עצמה.

דיסקאונטים ופרמיות ברמת היישות (המשך)

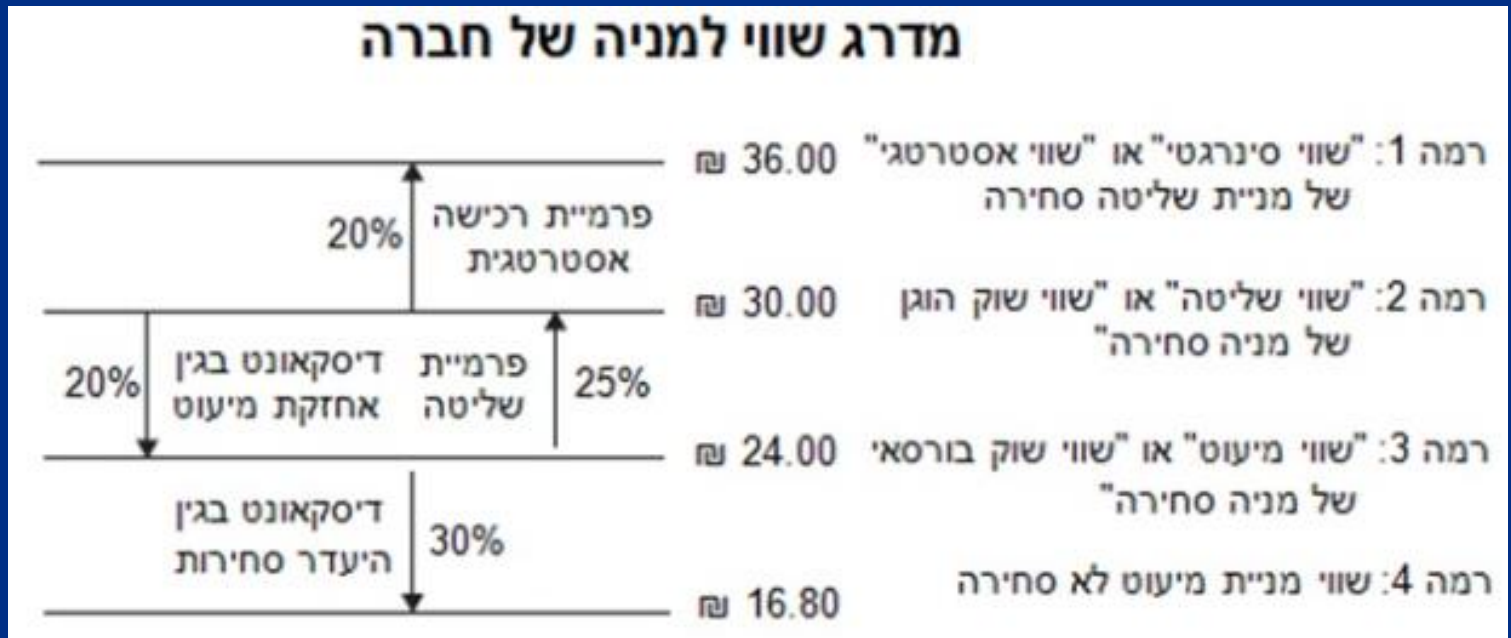
- ❖ לאחר מכן בית המשפט לקח את האחוז שבבעלות יורשי העיזבון, כפל אותו ב- 135 מיליון הדולר הנותרים ($= 10\% \times 150 - 150$) ויישם על התוצאה דיסקאונטים בגין היעדר שליטה והיעדר סחירות.
- ❖ נעיר כי דיסקאונטים ברמת היישות בדרך כלל מבוטאים כאחוז מתוך השווי, כמו בדוגמא לעיל.
- ❖ במקרים מסוימים, למשל במקרה של דיסקאונט בגין רווחי הון כלואים, ייתכן שהדיסקאונט יכומת לכדי סכום שקלי ולא יבוטא כאחוז מסוים מהשווי.

דיסקאונטים ופרמיות בעל המניות

- ❖ נקודה המוצא של כל דיסקאונט או פרמיה צריכה להיות בסיס מוגדר היטב שעליו הם מיושמים.
- ❖ הדבר נכון שבעתיים עבור דיסקאונטים או פרמיות ברמת בעל המניות.
- ❖ דיסקאונטים אלה כוללים, למשל:
 - ✓ פרמיית שליטה או דיסקאונט בגין היעדר שליטה;
 - ✓ דיסקאונט בגין היעדר סחירות;
 - ✓ דיסקאונט בגין היעדר זכויות הצבעה;
 - ✓ דיסקאונט בגין חסימה או ספיגת שוק.

דוגמא לדיסקאונטים ברמת בעל המניות

- ❖ נניח כי חברת "יעקב מנופים בע"מ" נסחרת בבורסה לני"ע בתל אביב.
- ❖ בהנחה שמחיר מנייתה בבורסה עומד על כ- 24.00 שקלים חדשים למניה, הרי שמחיר זה הינו שווי מיעוט (רמה בתרשים שלמטה).



דוגמא לדיסקאונטים ברמת בעל המניות (המשך)

❖ נעיר שתי הערות על התרשים לעיל:

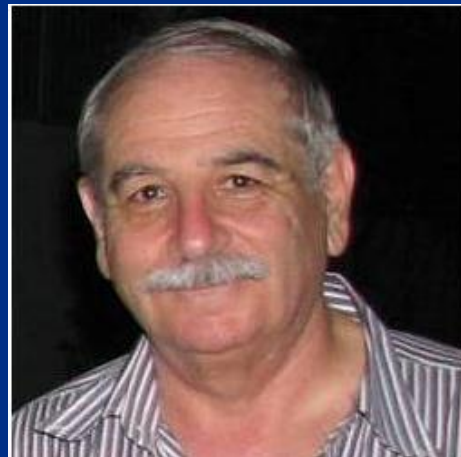
1. מניות שליטה בחברה פרטית עשויות להיות כפופות לדיסקאונט מסוים בגין היעדר הסחירות, אולם לא כמו מניות מיעוט בחברה פרטית.

2. דיסקאונטים בגין אחזקת מיעוט ובגין היעדר סחירות הינם מכפלתיים ולא חיבוריים. נסביר זאת על ידי חישוב.

₪ 30.00	שווי מניית שליטה או שווי כלכלי
<u>₪ 6.00-</u>	בניכוי: דיסקאונט בגין אחזקת מיעוט (0.2 X 30.00) ₪
₪ 24.00	שווי מניית מיעוט סחירה
<u>₪ 7.20-</u>	בניכוי דיסקאונט בגין היעדר סחירות (0.3 X 24.00) ₪
₪ 16.80	שווי מניית מיעוט לא סחירה

מעריך השווי הותיק ה"ה המלומד מר יעקב אשד קובע:

"שווי כלכלי מוגדר בספרות המקצועית כשווי שוק הוגן (לא להתבלבל עם שווי הוגן לצרכים חשבונאיים). חשוב להבין כי שווי כלכלי הוא שווי בעסקה בין קונה ומוכר ברצון ללא לחץ על אחד הצדדים לביצוע מהיר של העסקה. לפיכך, שווי בבורסה הוא שווי מיעוט או לכל היותר שווי הוגן לצרכי דיווח חשבונאי אך בוודאי שלא שווי כלכלי. הסיבה לכך היא ששווי כלכלי כולל בחובו שווי שליטה, מתוך הנחה שלשולט תגיע תמורת המכירה ככל ותימכר החברה הנשלטת על ידו. אעיר רק כי שיעור פרמיית השליטה אינו קבוע ותלוי בשיעור החזקת המיעוט, בקיומה של רגולציה, בכללי ממשל תאגידי ועוד. פרמיית השליטה הינה חלק אינטגרלי מהשווי הכלכלי והיא מחושבת לזכות השולט ששווי החזקתו שווה לחלקו בהון (קרי, שווי חברה מינוס שווי שליטה) ועוד שווי השליטה".



מעריך השווי הותיק ה"ה המלומד מר אורי וולף קובע:

"שווי כלכלי של עסק, חייב לכלול את שווי השליטה הגלומה ברכישתו. על כן, לשווי ההון העצמי המתקבל מיישום שיטת ה- DCF או שיטת ה- NAV המתואם, אין להוסיף פרמיית שליטה היות ומונח כי פרמיית השליטה כבר מגולמת בתוצאת הערכת השווי (הואיל וערכי הנכסים המוצגים בספרי החברות הציבוריות בעידן ה- IFRS הינם ע"ב הערכות שווי המחשבות את השווי הכלכלי האמיתי של הנכסים בשיטת ה- DCF). כמובן שיש להוסיף פרמיית שליטה לשווי ההון העצמי המתקבל מכימות שווי השוק הממוצע (30, 90 או 180 יום אחרונים) או מיישום שיטת המכפיל, היות ומונח כי פרמיית השליטה איננה מגולמת בשווי השוק של העסקים הדומים, אשר מהם נגזר שווי העסק נשוא ההערכה, קל וחומר שלא בשווי השוק של העסק נשוא ההערכה".



- ❖ בנוסף לדיסקאונטים בגין היעדר שליטה וסחירות, ישנם כמה דיסקאונטים פוטנציאליים אחרים.
- ❖ ישנם מעריכי שווי אשר מגלמים את הדיסקאונטים הללו בעת חישוב שיעור הנכיון או ההיוון בשעה שאחרים מכמתים ומיישמים בנפרד את הדיסקאונטים הללו.

- ❖ בנוסף לדיסקאונטים בגין היעדר שליטה וסחירות, ישנם כמה דיסקאונטים פוטנציאליים אחרים.
- ❖ ישנם מעריכי שווי אשר מגלמים את הדיסקאונטים הללו בעת חישוב שיעור הנכיון או ההיוון בשעה שאחרים מכמתים ומיישמים בנפרד את הדיסקאונטים הללו.

1. דיסקאונט בגין הסכם מגביל

- ❖ מבט כללי על הסכמי קניה-מכירה ו/או הסכמים מגבילים בחברות פרטיות חושף זכויות שונות של בעלי מניות, לרבות:
 - ✓ העדפה בעת חלוקת רווחים ודיבידנד
 - ✓ העדפה בעת פירוק
 - ✓ זכויות הצבעה
 - ✓ מגבלות על מכירת מניות
- ❖ הסכמים אלו עשויים לכלול גם מחיר מניה בפועל, או נוהל או שיטה לקביעת מחיר.
- ❖ לפיכך, הגבלות במסגרת הסכמים מסוימים מגבילות הלכה למעשה את היכולת למכור או להעביר זכויות בעלות.
- ❖ במקרים מסוימים, מחיר המכירה אף מוכתב.

1. דיסקאונט בגין הסכם מגביל (המשך)

- ❖ השפעתם של ההסכמים האמורים בא לידי ביטוי בהפרש במחיר בין זכות בעלות לא מוגבלת לבין זכות בעלות מוגבלת המובילה לדיסקאונט ברמת בעל המניות.
- ❖ ככל שהגבלות חמורות יותר, כך יהיה הדיסקאונט גבוה יותר.
- ❖ בית המשפט האמריקאי למיסים מציע מעת לעת להתייחס לאותם הסכמים מגבילים, אך לא בהכרח לקבוע להם שווי.
- ❖ על פי רוב, הסכמים מגבילים הינם בעלי חשיבות רבה יותר בהערכת שווי לצורכי מסים על עזבונות (בארה"ב) מאשר בהערכת שווי לצורכי מסים על המתנות.

2. דיסקאונט בגין מידע מועט ובלתי מהימן

- ❖ בעת הערכת שווי חברה פרטית, לעיתים נדרש מעריך השווי לבצע התאמה בגין היעדר נגישות למידע (אי זמינות של נתונים) ובגין מהימנות.
- ❖ חברות קטנות יותר, המשוחררות מתקינה חשבונאית בינלאומית ומדרישות רשות ניירות ערך הקשורות לפיקוח ציבורי, עשויות לספק למעריך השווי מידע כספי מועט ובלתי מהימן.
- ❖ על משקיע השוקל השקעה בחברה שכזו יבקש דיסקאונט בגין כל מידע שיראה לו כחשוד או כבלתי מהימן.
- ❖ בעת שימוש בשיטת ההשוואה לחברות ציבוריות דומות לצורך הערכת שווייה של חברה פרטית, מומלץ לבצע התאמות לדוחות הכספיים ולמכפילי השווי (כגון: פחת, מינוף, מסים, פריטים חד פעמיים ונכסים לא תפעוליים).

2. דיסקאונט בגין מידע מועט ובלתי מהימן (המשך)

- ❖ כלל וקיים סיכון נוסף הקשור לאי-וודאות של נתונים הבסיס, ייתכן ויהיה ראוי ליישם דיסקאונט.
- ❖ גודלו של דיסקאונט שכזה יהיה תלוי לחלוטין בעובדות ובנסיבות של המקרה המתאים ו/או בסיטואציית ההערכה ומטרתה.
- ❖ כמו כן, כלל שתתבצענה התאמות כספיות נאותות, הרי ייתכן שדיסקאונט שכזה כבר לא יתאים.

3. דיסקאונט בגין עלויות פירוק

- ❖ ישנה מחלוקת מתמשכת בין ה- IRS (רשות המסים האמריקאית) לבין אנשי מס רבים סביב הטיפול בעלויות הקשורות בהנזלת הנכסים שבעזבו.
- ❖ עלויות מסוימות, כגון עמלות מתווכים, מסים, וריבית בגין תקופת ההחזקה, יובילו לקבל תמורה הנמוכה יותר משווי השוק ההוגן של הנכס.
- ❖ על כן נטען כי ניתן לעשות שימוש בעלויות אלו על מנת =להפחית את שווי הנכס שבעזבו.
- ❖ ישנם מעריכי שווי אשר מיישימים דיסקאונט בגין עלויות מימוש נורמטיביות.

4. דיסקאונט בגין רווחי הון כלואים

- ❖ לכל הפחות, יש לשקול יישום דיסקאונט בגין רווחי הון כלואים, אם הפירוק הינו בלתי נמנע והישות מחזיקה בנכסים עם עליית ערך שטרם ממומשה.
- ❖ ה- IRS קבע את עמדתו במזכר ייעוץ טכני (TAM- Technical Memorandum Advice) מספר 9150001.
- ❖ באופן כללי, מזכר הייעוץ הטכני קובע כי במידה וחיסול בלתי נמנע של הנכסים נשוא הערכת השווי לא נלקח בחשבון, הרי שלא ניתן להשתמש במס בגין רווחי הון על מנת להקטין את שווי העזבון.
- ❖ ברור, שאנשי מס רבים אינם מסכימים עם הנחה זו.

4. דיסקאונט בגין רווחי הון כלואים (המשך)

❖ בהקשר זה, ראוי להזכיר מספר פסקי דין של בית המשפט
האמריקאי למיסים:

Estate of Artemus Davis ✓

Eisenberg v. Commissioner ✓

Dunn v. Commissioner ✓

5. דיסקאונט בגין איש מפתח/ניהול רזה

- ❖ דיסקאונטים בגין איש מפתח והנהלה רזהם בוססים על ההנחה/התפיסה שתרומתו של הפרט הבודד (או של קבוצה קטנה של פרטים) לעסק היא כה משמעותית, כך שאובדנם כמעט בוודאות ישפיע לרעה על רמת הרווחים בהווה ובעתיד.
- ❖ זהו איננו מצב יוצא דופן בהרבה חברות פרטיות קטנות.
- ❖ החלטה מקדמית 59-60 של ה- IRS עוסקת בנושא זה בקביעתה כי: "לאובדן מנהל בעסק של אדם אחד (*one-man business*) עשוי להשפיע שלילית על שווי המניה של עסק שכזה, במיוחד בהיעדר כוח אדם מיומן המסוגל לקחת לידין את מושכות הנהלת הפעילות העסקית"

5. דיסקאונט בגין איש מפתח/ניהול רזה (המשך)

- ❖ הבחירה בדיסקאונט המשקף אובדן של מנהל מפתח או של מבנה ניהולי רזה עשויה להיות מושפעת מקיומן או מהיעדרן של פוליסות ביטוח חיים נכון למועד הערכת השווי.
- ❖ דיסקאונט ברמת היישות בגין איש מפתח או ניהול רזה ראוי בעת הערכת שווי של חברה פרטית שבה הבעלים או עובד מסוים אחראי על יצירת חלק משמעותי מהמכירות או מרווחי העסק.
- ❖ איש מפתח שכזה עשוי להיות מחולל הכנסות, בעל ידע טכני, או שיש לו קשרים הדוקים עם ספקים, לקוחות או בנקים.

6. דיסקאונט בגין חברת אחזקות

- ❖ אין זה יוצא דופן עבור חברות אחזקה למכור את בסיס הנכסים שלהם (בדרך כלל נדל"ן וניירות ערך) חלף הרווחים שלהן.
- ❖ החלטה מקדמית 59-60 של ה- IRS קובעת כי: "שווי מנייתה של השקעה בחברה פרטית המחזיקה בנדל"ן, בין אם היא חברה בבעלות משפחתית ובין אם לאו, קשור בקשר הדוק לשווי נכסי הבסיס שהמניה נגזרת ממנו. עבור חברות מסוג זה, על מעריך השווי לקבוע את שווי השוק ההוגן (קרי, השווי הכלכלי האמיתי) של נכסי החברה".
- ❖ מניתוח של חברות נדל"ן ציבוריות וקרנות-סגורות ציבוריות מעלה כי זכויות המיעוט בחברות אחזקה ובחברות נדל"ן בדרך כלל נמכרות בדיסקאונט ביחס לחלקן היחסי בשווי נכסי הפירמה נטו המוצגים לפי שווי שוק הוגן.

6. דיסקאונט בגין חברת אחזקות (המשך)

- ❖ יישום הדיסקאונט האמור ברמת הישות יתאים את שווי זכויות המיעוט לבעלותם העקיפה של בעלי מניות המיעוט על אותם נכסים כמו גם עבור היעדר יכולתם לכפות מכירה, פירוק או מיזוג של הנכסים הללו.
- ❖ דיסקאונט בגין חברת אחזקות נע בין 10% ל- 60%, בהתאם לעובדות ולנסיבות של כל מקרה ומקרה.
- ❖ במבט ראשון דיסקאונט בגין חברת אחזקות בצורתו הטהורה ביותר עשויה להיחשב כדיסקאונט בגין אחזקת מיעוט; דא עקא, יישום דיסקאונט בגין חברת אחזקות הוכר זה מכבר על ידי בתי המשפט בארה"ב לצורך יישום זכויות רוב (majority).

6. דיסקאונט בגין חברת אחזקות (המשך)

- ❖ בפסק הדין של בית המשפט האמריקאי "Estate of Folks", קבע בית המשפט כי דיסקאונטים שונים בגין חברת אחזקות חלים על אחוזי בעלות שונים עבור אותה חברה.
- ❖ בית המשפט סבר כי דיסקאונט של 50% תקף עבור זכויות מיעוט ודיסקאונט של 40% תקף עבור זכויות רוב (פחות מאשר שליטה).
- ❖ נציין כי בית המשפט גם איפשר דיסקאונט נוסף בגין היעדר הסחירות של זכויות המיעוט.
- ❖ בפסק הדין של בית המשפט האמריקאי "Estate of Dougherty", קבע בית המשפט כי דיסקאונט של 35% תקף בגין היעדר סחירות ובגין עלויות הפעלה ופירוק.
- ❖ המנוח החזיק ב- 100% מזכויות המוטב (beneficial interests) בקרן נאמנות שהחזיקה ב- 100% מהזכויות בחברה כלשהי אשר בבעלותה בעיקר נדל"ן ונכסים לא נזילים אחרים.

7. דיסקאונט בגין חסימה וספיגת שוק

- ❖ דיסקאונטים בגין חסימה מבוססים על התיאוריה, שעל פי רוב, חבילת גדולה (block) של מניות ציבוריות איננה ניתנת למכירה בקלות כמו מספר מניות בודדות.
- ❖ בהינתן שוק מוגבל עבור המניות, הרי שלהצעת חבילת מניות גדולה יכולה להיות השפעה שלילית על שווי המניה.

7. דיסקאונט בגין חסימה וספיגת שוק (המשך)

- ❖ בהינתן שוק מוגבל עבור המניות, הרי שלהצעת חבילת מניות גדולה יכולה להיות השלכה מדכאת על ערכה של המניה.
- ❖ תקנת משרד האוצר האמריקאי סעיף 2-2031.20 קובע את הדברים הבאים: "גודלה של חבילת המניות המוערכת ביחס למספר המניות המחליפות ידיים במכירות עשוי להיות רלוונטי בעת קביעה האם מחירי המכירה משקפים את שווי השוק ההוגן של חבילת המניות המוערכת או לא. אם חבילת המניות הינה גדולה יחסית למחזור בפועל בשוק הקיים, עד כדי כך שלא ניתן יהיה להנזילה בזמן סביר מבלי ללחוץ כלפי מטה את השוק, הרי שהמחיר שבו ניתן יהיה למכור את אותה חבילת מניות מחוץ לשוק הרגיל, באמצעות חתם, עשוי להוות אינדיקציה מדויקת יותר לשווייה על פני ציטוטי השוק."

7. דיסקאונט בגין חסימה וספיגת שוק (המשך)

- ❖ בעת קביעת הדיסקאונט בגין החסימה אשר ייושם על חבילות של מניות ציבוריות יש להביא בחשבון, בין היתר, את הגורמים הבאים:
 - ✓ גודלה של חבילת המניות ביחס לסך המניות הקיימות
 - ✓ גודלה של חבילת המניות ביחס לנפח המסחר היומי
 - ✓ תנודתיות (קרי, סטיית התקן) המניה
 - ✓ מגמות כלליות, כלכליות וענפיות
 - ✓ חלופות להיפטר מהמניה
 - ✓ משך הזמן שייקח להיפטר מהמניה מבלי להשפיע על המחיר הנוכחי

7. דיסקאונט בגין חסימה וספיגת שוק (המשך)

- ❖ יש להביא בחשבון דיסקאונטים בגין חסימה/ספיגת שוק גם בעת הערכת שווי נכסים אחרים, כגון נדל"ן.
- ❖ בעת הערכת שווייה של חברת אחזקות נדל"ן פרטית, יש לשקול ליישם דיסקאונט בגין ספיגת שוק פוטנציאלית.
- ❖ לדוגמא, חבילת מניות גדולה של חברת אחזקות נדל"ן דומות בתוך אזור גיאוגרפי אחד עשויה ליצור עודף היצע מה שעשוי להקשות יותר על מכירתה במהלך תקופת זמן סבירה מאשר מכירתו של נכס בודד.
- ❖ כאשר קיים שוק מוגבל עבור סוג מסוים של נכס, הרי שהצעת חבילה גדולה של עלולה ללחוץ את השוק ולהוריד את המחירים אשר ניתן היה לקבל עבור מרכיבי החבילה. משמע, פשוט עניין של היצע וביקוש.

7. דיסקאונט בגין חסימה וספיגת שוק (המשך)

❖ כאשר מעריכים את שווייה של חבילת נכסי נדל"ן המוצעת למכירה בשוק בכל יום נתון יש להביא בחשבון, בין היתר, את הגורמים הבאים:

- ✓ מספר הנכסים המוערכים ושטחם במ"ר
- ✓ ריכוז גיאוגרפי
- ✓ סוג הנכס (למשל, דירות, בנייני משרדים וכו')
- ✓ סה"כ ההיצע של סוג הנכס בתוך אותו אזור גיאוגרפי
- ✓ משך הזמן שייקח להיפטר מהנדל"ן מבלי להשפיע על המחיר
- ✓ האם השוק מצוי בשפל או בגאות
- ✓ המגמות של השוק ושל הנדל"ן

8. דיסקאונט בגין נכסים לא הומוגניים

- ❖ דיסקאונט בגין נכסים לא הומוגניים ישים (רלוונטי ואפליקבילי) עבור צבר מגוון של נכסים או עסקים בתוך החברה נשוא הערכת השווי.
- ❖ חברה קטנה עם גישה מוגבלת להון וצוות הנהלה קטן עשויה להיתקל בקשיים בניהול מגוון רחב של נכסים.
- ❖ הדיסקאונט האמור ימדוד את ניצול החסר (underutilization , השימוש הלא אפקטיבי) בנכסים או לחילופין את היעדר הסינרגיה בין הנכסים.

9. דיסקאונט בגין היעדר פיזור

- ❖ דיסקאונט בגין היעדר פיזור (lack-of-diversification) (discount) עשוי להיות ישים (רלוונטי ואפליקבילי) עבור חברות נישה. דיסקאונט זה משמש כתוספת לדיסקאונט בגין חברה קטנה (small-company discount).
- ❖ ברגיל היעדר הפיזור קשור לחברה המבוססת על מוצר אחד (one product company) או לחילופין למכירות חומרי גלם התלויות בשיגעון חולף (fad, טרנד/אופנה).
- ❖ דיסקאונט בגין היעדר פיזור הינו מדד לסיכון שנישה מסוימת תיעלם ועל כן הוא מגלם את העלויות הכרוכות בפיתוח סגמנט של מוצר חדש או בפירוק אפשרי.
- ❖ לצורך כימות את הדיסקאונט בגין היעדר הפיזור נדרשת הבנה מעמיקה של עלויות העסק ביחס לענף שאליו היא משתייכת.

9. דיסקאונט בגין היעדר פיזור (המשך)

- ❖ שווי השוק ההוגן של עסקים, צפוי לכלול את הדיסקאונט בגין היעדר הפיזור ברכישתם.
- ❖ על כן, לשווי המתקבל בגישת העלות, יש להוסיף את הדיסקאונט האמור.
- ❖ אין להוסיף דיסקאונט זה לאמידת השווי הנערך על פי גישת השוק או גישת ההכנסות, היות ומונח כי הוא מגולם במכפיל השוק או בשיעור ההיוון.
- ❖ למרות שסביר ביותר שהדיסקאונטים הללו יגולמו כבר בשיעור ההיוון או במכפיל השוק, הרי שעדיין מעריך השווי נדרש לבצע התאמה נוספת באמצעות דיסקאונט בגין סיכון חברה קטנה כמו גם באמצעות דיסקאונט בגין הסיכון הספציפי לחברה.

10. דיסקאונט בגין סיכון חברה קטנה

- ❖ על מעריך השווי להעריך את מידת ההשוואתיות שבין החברה הפרטית המוערכת לבין מתחרותיה הציבוריות.
- ❖ נתונים בדבר מיזוגים ורכישות ונתונים פיננסיים קיימים על מנת להצביע על כך שהמחירים אשר שולמו תמורת חברות פרטיות קטנות יכולים להיות נמוכים יותר מהמחירים אשר שולמו תמורת חברות ציבוריות גדולות יותר.
- ❖ יתרה מכך, מחקרים שונים מראים כי משקיעים בשוק ההון דורשים לרוב לקבל שיעורי תשואה גבוהים יותר (קרי, פרמיית סיכון נוספת) בגין השקעתם בחברות קטנות, המבטאים את מרכיבי אי הודאות הגלומים בהשקעה בחברות דנן, משיעורי התשואה שאותם הם דורשים לקבל מחברות ציבוריות גדולות יותר ומבוזרות יותר.

10. דיסקאונט בגין סיכון חברה קטנה (המשך)

- ❖ ממצא אמפירי זה חשוב הואיל וככל ששיעור התשואה הנדרש גבוה יותר, כך השווי הסופי נמוך יותר.
- ❖ התאמה זו מבוצעת בדרך כלל באמצעות שיעור נכיון או שיעור היוון (cap rate).
- ❖ כאשר משווים חברה פרטית קטנה לחברה ציבורית גדולה יותר, נדרשת התאמה בגין גודל.
- ❖ דיסקאונט בגין סיכון חברה קטנה עשוי לבוא בנפרד מדיסקאונט בגין היעדר סחירות ודיסקאונט בגין אחזקת מיעוט.
- ❖ בהתאם לאופן קביעת הדיסקאונט, התאמה זו עשויה לכלול בחובה הן את ההבדלים במידת הנגישות למידע ובמידת מהימנות הנתונים והן את היעדר ה"המשכיות הניהולית" (Succession Management, רצף ניהולי).

10. דיסקאונט בגין סיכון חברה קטנה (המשך)

- ❖ לעיתים קרובות לחברות קטנות ישנה גישה מוגבלת להון, לחילופין יכולת מוגבלת להתמודדות עם ירידה בפעילות העסקית (market downturn, הרעה במצב הכלכלי בשוק) או לחילופי חילופין משאבים מוגבלים לצורך פיתוח ושיווק מוצרים חדשים.
- ❖ לפיכך, לחברות קטנות יותר עלולות להיות עלויות הון (כגון: מחירי חוב נורמטיביים, שיעורי תשואה על ההון העצמי ומחירי הון משוקללים) גבוהות יותר.
- ❖ הנתונים מתוך חלק מהמחקרים הללו חושבו בעיקר מתוך מכפילי עסקאות רכישת חברות המייצגים שווי שליטה.
- ❖ לפיכך, כאשר מעריך השווי רוצה לקבוע שווי מיעוט עליו להשתמש בדיסקאונט בגין אחזקת מיעוט.

10. דיסקאונט בגין סיכון חברה קטנה (המשך)

- ❖ דיסקאונט בגין איש מפתח או "ניהול רזה" איננו ישים (רלוונטי ואפליקבילי) במקרה שכזה, הואיל והמחירים אשר שולמו תמורת חברות פרטיות ונקובים במחקרים הללו כבר הוקטנו/הופחתו על מנת לשקף מצב של "הנהלה רזה", אם כי זה איננו בהכרח המקרה עבור כל אחת מהחברות שבמחקרים הללו.
- ❖ על כן, על מעריך השווי לשקול בזהירות האם עליו ליישם דיסקאונט בגין היעדר סחירות ודיסקאונט בגין מידע מועט ובלתי מהימן או אם לאו, הואיל והמחירים אשר שולמו תמורת החברות הנקובים במחקרים הללו ככל הנראה נקבעו ו/או הותאמו בהתבסס על רמה מסוימת של בדיקת נאותות ופרספציית סחירות של הקונה.

11. דיסקאונט בגין הסיכון הספציפי לחברה

❖ פרמיית הסיכון בגין הסיכון הלא סיסטמטי (דהיינו, הסיכון הספציפי) המיוחס לחברה הספציפית המוערכת אמורה לתפוס או לכלול בחובה גורמי סיכון נוספים הספציפיים לחברה אשר עשויים שלא לבוא לידי ביטוי בחברות ההשוואה/המדגם. התאמה זו נעשית על פי רוב באמצעות שיעור הנכיון או ההיוון.

❖ גורמי הסיכון הספציפיים של החברה עשויים לכלול:

✓ תביעות משפטיות

✓ הסתמכות על מספר לקוחות מועט

✓ היצע מקורות מוגבל

✓ טכנולוגיה מיושנת

✓ עסקים מסוכנים מדי

11. דיסקאונט בגין הסיכון הספציפי לחברה (המשך)

- ❖ יש לנקוט במשנה זהירות על מנת להימנע מחפיפה (overlaps) או "מספירה כפולה" (double discounting) כאשר מיישמים דיסקאונטים בגין "הנהלה רזה", דיסקאונטים בגין סיכון חברה קטנה, דיסקאונטים בגין היעדר פיזור, או אחרים.
- ❖ לסיכום, כאשר מעריכים את שווייה של חברה פרטית, יש לנקוט במשנה זהירות, בסבירות ובשיקול דעת בעת יישום דיסקאונטים.
- ❖ בעת הקביעה הסופית של הדיסקאונטים יש להתחשב בעובדות ובנסיבות הספציפיות של החברה נשוא הערכת השווי.
- ❖ על מעריכי השווי להבין וליישם כהלכה את תוצאות המחקרים השונים אשר עליהם הם מסתמכים לצורך יישום הדיסקאונטים על שווי החברה המוערכת.

- ❖ יישום עיוור של דיסקאונטים, ללא הבנה מעמיקה של החברה נשוא הערכת השווי בהשוואה להנחות הבסיס של הדיסקאונטים, עלול להוביל לתוצאות הערכת שווי מטעות.
- ❖ למידע נוסף אודות דיסקאונטים ופרמיות מומלץ לקרוא את סדרת המאמרים של רועי פולניצר בנושא "דיסקאונטים ופרמיות".

1. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: מבוא", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, מאי.

2. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: פרמיות שליטה וזכויות מיעוט - חלק א", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, מאי.

3. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: פרמיות שליטה וזכויות מיעוט - חלק ב", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, מאי.

4. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: דיסקאונטים בגין אחזקת מיעוט במקרים של העברות משפחתיות", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, יולי.
4. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: דיסקאונט בגין היעדר סחירות (DLOM) - חלק א", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, יולי.
4. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: דיסקאונט בגין היעדר סחירות (DLOM) - חלק ב", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, אוגוסט.
4. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: דיסקאונט בגין היעדר סחירות (DLOM) - חלק ג", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, אוגוסט.
4. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: פסק דין מנדלבאום והשפעותיו על גודל ה-DLOM", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, ספטמבר.
4. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: המודל הכמותי לחישוב דיסקאונט בגין היעדר סחירות (QMDM)", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, אוקטובר.

10. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: התאמה בגין מסים על רווחי הון מובנים", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, נובמבר.

11. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: מבט חטוף על דיסקאונטים בשותפויות מוגבלות משפחתיות בארה"ב", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, נובמבר.

12. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: מבט חטוף על הערכות שווי של ESOP", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, דצמבר.

13. פולניצר, ר' (2016), "דיסקאונטים ופרמיות: מבט חטוף על דיסקאונטים נוספים", סטטוס - כתב עת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית, דצמבר.

נשמח לעמוד לרשותכם

רועי פולניצר, CFV, F.I.L.A.V.F.A., FRM

בעלים של שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים

מנכ"ל לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA)

info@intrinsicvalue.co.il

www.intrinsicvalue.co.il