

סוגיות באיזון משאבים בין בני זוג

מאת: יעקב אשד

מבוא

תחשיבי איזון משאבים בין בני זוג כתוצאה מגירושין, מבוצעים ברגיל ע"י מומחים מדיסציפלינות שונות. תחשיבים אלה אינם מורכבים או מסובכים יתר על המידה והרציונאל העומד מאחוריהם הינו איזון הוגן של הנכסים המשותפים. אין בכוונתי להציג כאן את התורה במלואה, כי אם לדון בכמה סוגיות השנויות במחלוקת, בעיקר בקרב קהילת מעריכי השווי ויתר העוסקים במלאכה בישראל, כמו גם להתייחס לנכסים מסויימים, המצויים בידי בני הזוג ואשר קיים קושי אובייקטיבי להעריך אותם. נושא נוסף שדורש לדעתי התייחסות הינו המועד אליו מכוון החישוב כולו. מועד התחשיבים, בהיותו נושא הקשור לאיזון בעין של נכסים מסויימים אשר הינם ברי איזון או באמצעות פיצוי לפי השווי. מאמר זה דן בנושאים אלה דווקא כיוון שאלה הם בדיוק הנושאים השנויים במחלוקת בין המומחים.

הערכות שווי של נכסים פיננסיים

מעריכי שווי פיננסיים עוסקים תדיר בהערכות שווי של עסקים, זכויות בעלות בעסקים, ניירות ערך, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים (כמו למשל אופציות לעובדים). נכסים אלה הם הכלים המרכיבים את שוק ההון. במשך השנים התפתחו להן בשוק ההון גישות ושיטות סדורות להערכת שוויים של נכסים אלו שנתמכים במחקרים אקדמיים. בעת הערכת שוויין של מניות, המתודולוגיות המקובלות הינן: קביעת שווי לפי עסקה מחייבת שנעשתה לאחרונה, לחילופין קביעת שווי לפי מחיר מצוטט בשוק פעיל או לחילופין חילופין קביעת שווי לפי שימוש בטכניקות הערכה שונות (NAV, OPM, מכפיל, DCF). מעריכי השווי המקצועיים והמנוסים מכירים היטב את היתרונות והחסרונות של כל גישה ושיטה ועל כן הם גם יודעים באיזו שיטה עליהם לנקוט בהתאם למידת ישימותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציית ההערכה ומטרתה (האם מדובר באחזקת רוב או מיעוט בחברה וניתוח הסיכונים ההזדמנויות של החברה המוערכת).

כאשר הנכס המוערך הינו אופציות, הרי שחלק ממעריכי השווי המסורתיים אינם עוסקים בכך, הואיל והם אינם בקיאים בנישת הערכות שווי של מכשירים פיננסיים. אלו הבקיאים בנישה האמור עושים שימוש בארגז הכלים עשיר הכולל מודלים סגורים (כמו למשל מודל בלאק אנד שולס), מודלים גמישים (מודלים בינומיים ותרינומיים), שיטות נומריות מהסוג המכונה Finite Difference Method, סימולציית Monte Carlo וכו'. אותם מעריכי שווי גם מכירים היטב את היתרונות והחסרונות של כל מודל ועל כן הם יודעים באיזו מודל יש לנקוט בהתאם למידת ישימותו למקרה המתאים ו/או לסיטואציית ההערכה ומטרתה.

אופציות לעובדים שונות בתכלית מאופציות הנסחרות בבורסה, בכך שהראשונות הינן מוצר מורכב, המאופייין בתכונות רבות המקשות על הערכת שוויין. בנוסף לכך, הפרמטרים הדרושים להערכת שוויין של אופציות לעובדים אינם חד משמעיים (לדוגמה שיעור העזיבה לאחר מועד ההבשלה). מעריכי השווי משתמשים מזה כעשור במודל של Hull ו- (2002) White להערכת שווי אופציות לעובדים, המכונה גם כמודל הבינומי מסוג Flexible Lattice Exercise Behavior. מדובר במודל הנחשב בעולם הפיננסי כמתאים ביותר, הואיל והוא בנוי בשיטה של "עץ החלטות" ולכן מביא בחשבון מצבי טבע שונים ומאפשר שינוי פרמטרים לאורך התקופה כגון: שיעור הריבית, סטיית התקן ו/או השפעת תקופת ההבשלה (Vesting), שיעור העזיבה לפני מועד ההבשלה, שיעור העזיבה לאחר מועד ההבשלה, מימוש מוקדם בכלל והתנהגות מימוש לא אופטימלית של העובדים בפרט וכיו"ב.

לפיכך, אינני רואה כל סיבה מדוע שבמסגרת חוות דעת למטרת "איזון משאבים בין בני זוג" יעשה מעריך שווי שימוש במודלים או בשיטות אחרות להערכת שוויים של נכסים פיננסיים. דעתי היא שאת הערכות השווי לצרכי איזון משאבים יש לבסס על המתודולוגיות המקובלות בתחום, הא ותו לא. יצא לי להתקל לאחרונה בעבודות אשר בהן החליטו מעריכי השווי להשתמש בשיטות אחרות כמו למשל לקבוע לאופציות "שווי פנימי" (לאמור, הגבוה מבין הרווח ממימוש האופציה לבין אפס), או לא להתייחס באופציות עובדים לאופציות שטרם הבשילו, מבלי לאמוד את ההסתברות לאי מימוש תנאי הבשלתן. לא נכון יהיה לטעון, לגבי אופציות לעובדים, אשר מועד הבשלתן טרם הגיע, כי הן אינן חלק מהנכסים ברי האיזון ולו בשל העובדה שהן כפופות לכך שהמחזיק בהן יעבוד בתקופה עתידית שלאחר מועד הקרע בין בני הזוג, באותו האופן שלא ניתן לקבל את הטענה שיש להתעלם ממשכורתו העתידית של אחד הצדדים, הואיל וקבלת המשכורת העתידית מותנית הלכה למעשה בכך שאותו בן זוג ימשיך לעבוד לאחר מועד הקרע. דוגמאות כאלה ישנן למכביר. לעניות דעתי, הכלל צריך להיות כזה שכל נכס יוערך על פי הפרקטיקה המיטבית הנוהגת בעולם הפיננסי ובשוק ההון בארץ ובעולם כולו ועל כן אין לייצר ולהמציא יש מאין מתודולוגיות ייחודיות שאינן נתמכות במאמרים מקצועיים אקדמיים. הוא הדין לגבי איזון משאבים בין בני זוג, אשר כל תכליתו הינה, כאמור, איזון הוגן של הנכסים שצברו בני הזוג בעת תקופת השיתוף.

שיעור היוון עבור נכסי קריירה

קביעת שווי נכסי קריירה הינה פעולה חישובית מורכבת שאיננה בתחולת מאמר זה. על מנת לסבר את האוזן נאמר כי תחשיב כושר ההשתכרות של כל אחד מבני הזוג יוצא מההפרש החודשי שצמח במרוצת הקריירה (קרי, ההפרש בין ההכנסה החודשית בפועל של בן הזוג לבין שכר בסיס ריאלי מוגדר), פורס את ההפרש החודשי ממועד הקרע ועד לגיל שבו צפוי אותו בן הזוג להפסיק את עבודתו כשכיר או כעצמאי, כופל את ההפרשים החודשיים בשיעורי תמותה ובשיעורי נכות מצטברים ראויים ולבסוף מהווה את ההפרשים החודשיים למועד הקרע על פי שיעור היוון המותאם, בין היתר, למרכיבי אי הוודאות והסיכון הגלומים בתחזיות על פני משך אופק ההיוון.

כמובן שתוצאת החישוב הינה השווי הנוכחי האקטוארי (APV) של כושר ההשתכרות העתידי של בן הזוג ולכן על מנת להגיע לשווי הנוכחי האקטוארי של נכסי הקריירה של בן הזוג עלינו לנכות מכושר ההשתכרות העתידי את הכישרון האישי ולהתחשב ביחס השיתוף.

בני זוג הרוצים להיפרד ללא קשרים פיננסיים עתידיים ביניהם, רוצים למעשה לסיים את ההתחשבות כאן ועכשיו! ולכן מתעורר ועולה הצורך בחישוב השווי הנוכחי האקטוארי של נכסי הקריירה. ככלל, קיימות מספר רב של שיטות לגיבוש שיעור היוון. בשבועות האחרונים שמעתי על טווח שיעורי היוון, המשמשים בחישוב נכסי קריירה, הנע משיעור התשואה לפדיון על איגרות חוב ממשלתיות ועד לשיעור ריבית דו-ספרתית גבוהה שאין כל תחשיב מאחוריו אלא מוסכמה איזוטרתית (הידועה למטי מעט). אין היום בעולם העסקי צורך (לכל הפחות, אני לא נתקלתי בצורך כזה) בחישוב שווי נכסי קריירה. הצורך עלה, כאמור, רק במקרה של איזון משאבים בין בני זוג נפרדים או בתביעות פיצויים בגין נזקי גוף ונפש. לפיכך, צריכה להיות מתודולוגיה מקובלת סדורה, בין היתר, לקביעת שיעור ההיוון המתאים לעניין זה. שיעור ההיוון צריך לבטא, או ליתר דיוק, להביא בחשבון הן את הדיסקאונט/ההפחתה בשווי בגין העובדה שהפרש החודשי אמור להגיע אי שם בעתיד, והן את הדיסקאונט/ההפחתה בשווי בגין הסיכון שהפרש החודשי בפועל יהיה שונה מהפרש החודשי החזוי.

כאמור ניתן לתת ביטוי למרכיבי הסיכון בשלוש דרכים: במונה בלבד (תזרים המזומנים) דרך מערך הסתברויות, לחילופין במכנה בלבד באמצעות שיעור היוון מותאם לסיכון, בצורת תוספת לשיעור ההיוון, או מה שעושים בדרך כלל, ביטוי של מרכיבי סיכון שונים, כשחלק נכללים במונה וחלק במכנה.

במקרה שלפנינו, קיים שילוב של סיכונים נכות וחיים במונה וסיכונים פיננסיים ותפעוליים במכנה. נזכיר שוב כי אם כל מרכיבי הסיכון נכללים כבר בתזרים המזומנים הרי שאין צורך לכלול אותם פעם נוספת בשיעור ההיוון. על כן, במקרה כזה שיעור ההיוון צריך להיות שיעור הריבית חסרת הסיכון ארוכת הטווח. אולם, על פי רוב, תזרים המזומנים מבטא סיכון למקרה מוות וסיכון לאובדן כושר עבודה בלבד ואז נשאלת השאלה האם לאחר טיפול בשני מרכיבי הסיכון האמורים עדיים קיימים מרכיבי סיכון נוספים שאליהם מעריך השווי צריך להתייחס. מה לגבי ירידה בהפרש החודשי כתוצאה מאובדן רישיון עיסוק של עורך דין, רואה חשבון, רופא, מציל בחוף הים או כל בעל מקצוע אחר שהעיסוק בו מאושר מכוח חוק (כותב שורות אלה איננו מחזיק ברישיון סטוטורי)? מה לגבי ירידה בהפרש החודשי בשל מעבר לתפקיד במעמד נמוך יותר או לחילופין כתוצאה ממעבר למקום עבודה אחר? מה לגבי ירידה בהפרש החודשי, במקרה של עובד עצמאי, כתוצאה מ אובדן לקוחות, רגולציה, תחרות, וכד'. ברור, שהסיכונים של עצמאי הינם מוחשיים יותר מהסיכונים שבפניהם ניצב עובד שכיר, אך עם זאת סיכונים של העצמאים רחוקים מאד מסיכונים של חברה, כיוון שלדעתי עצמאי תמיד יכול לקבל שכר כשכיר (יש לשים לב שאם הוא מקבל שכר כשכיר נמוך משמעותית, אז יתכן שלא ישאר הפרש חודשי) והוא אמנם יפגע בתהליך אך, אין סכנה שיתחסל כפי שקורה לחברות שמסיימות את חייהן הכלכליים.

מכאן, אנו למדים שהסיכונים אותם צריך להביא לידי ביטוי בשיעור ההיוון הינם מצומצמים יחסית (בהשוואה לסיכונים שבפניהם ניצבת פעילות עסקית כמוהו) והם ספציפיים לכל מקצוע ומקצוע. ניתן בנקל, בשיטות אקטואריות כאלה ואחרות לנתח ולכמת את הסיכונים האמורים במונחים של תוספות תשואה (קרי, פרמיות) מעל לשיעור הריבית חסרת הסיכון ארוכת הטווח, הנצברות להן כדי שיעור ההיוון אחד בודד, שיכול להגיע לריבית דו-ספרתית. יחד עם זאת, המסקנה הכללית היא שבהערכת שווי נכסי קריירה יש לעשות שימוש בשיעורי היוון הנמוכים בהרבה משיעור היוון (WACC) שנקבעים בהערכת שווי של פעילויות עסקיות.

סוגיית המועד הקובע

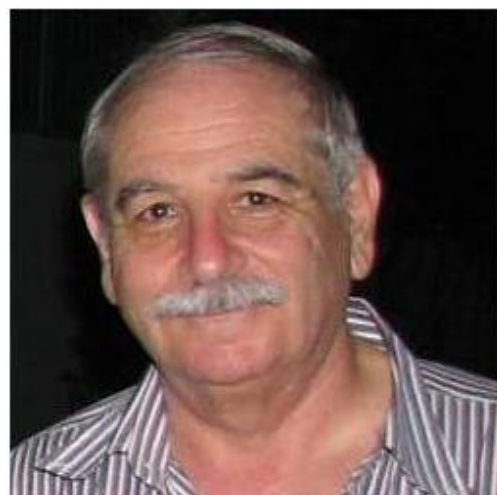
קיימת חשיבות מכרעת לקביעת המועד שבו יתבצע האיזון בין בני הזוג וגם אופן האיזון בעין או בכסף. אמנם, אל להם למעריכי השווי להתערב בפסיקה, אולם מותר גם מותר להם להביע את דעתם בעניין זה כיוון שיש לו השלכות כלכליות ואקטואריות משמעותיות. חשוב ביותר, מומלץ ואף רצוי בתי הדין הרבניים ובתי המשפט לענייני משפחה, יפסקו באופן דומה ועל סמך אותה תפיסה, שכן בהעדר כלל ברור תיתכנה תוצאות שונות באופן קיצוני, כפונקציה של התפיסה ונטיית הלב של הדיין או השופט.

רק על מנת לסבר את האוזן בנוגע לחשיבות הדברים אביא דוגמה מוחשית. נניח כי אחד הבעל מחזיק במניות שלחברת הזנק כלשהי (הדוגמא מתאימה גם חברה לחיפוי נפט גז או משאבים אחרים). נניח כי ביום 31 בינואר 2013 בת הזוג מגישה תביעת גירושין ומועד זה נקבע כ"מועד הקרע" (קרי, מועד הפסקת השיתוף). עוד נניח כי לאחר דין ודברים בין הצדדים וניסיונות גישור שלא צלחו, בית המשפט מינה מומחה (את עבדכם הנאמן) לכתוב חוות דעת כלכלית בנוגע לשווי מניות הבעל בחברת ההזנק. חוות הדעת נערכה ב- 30 באפריל 2014 ומעריך השווי קבע שבמועד הקרע שווי המניות המוחזקות הבעל היה 300,000 ₪, על פי סיבוב גיוס שהתרחש עובר למועד חוות הדעת. נסביר כי שבוע לפני עריכת חוות הדעת, בעלי המניות של חברת ההזנק קיבלו הצעה מחברה בחו"ל לרכוש את מלוא מניותיהן תמורת מחיר עסקה המשקף, למניות המוחזקות ע"י הבעל שווי של 2,500,000 ₪. כמובן שהבעל מכר את כל מניותיו בחברה ובחר "להיפגש עם הכסף". כאן נשאלת השאלה מה השווי הקובע, האם השווי במועד הקרע או השווי במועד חוות הדעת? שאלה זו היא קריטית לגבי כל נכס, המוחזק ע"י בני הזוג, אשר ערכו משתנה על פני זמן. למעשה, ככל שהשינוי הפוטנציאלי בערכו של הנכס גדול יותר כך עולה חשיבות הקביעה בדבר אופן ומועד האיזון.

האפשרות הנפסלת על הסף היא קביעת השווי במועד חוות הדעת (זו קביעה בדיעבד, נסביר כי באיזון משאבים בין בני זוג מועד חוות הדעת הינו לרוב עד שנתיים ממועד הקרע). קביעת השווי במועד הקרע כמוה כקביעה בדיעבד, הווה אומר, רואים מה קרה למחיר בין שני המועדים ואז מחליטים ללכת על הטוב ביותר לפי נטיית הלב (Back Dating). אם קרה מה שתואר בדוגמה לעיל, הרי שבשהאישה תטען שהיא רוצה מחצית משווי המניות במועד חוות הדעת (קרי, תמורתן למועד עסקת האקזיט). הבעל, לעומת זאת, יטען, במקרה זה, שמועד הקרע הוא המועד הקובע.

ברוב המקרים על פי סטטיסטיקה, כאשר מדובר בחברת הזנק קורה מצב הפוך, דהיינו, במועד הקרע יש שווי לחברה, אולם לאחר מכן השווי יורד והרבה חברות מתרסקות. במקרה זה, שהוא כאמור המקרה הנפוץ, הבעל יטען, בדין יטען, שמניותיו נכון למועד חוות הדעת לא שוות דבר ולכן הוא אינו מחוייב לשלם ואילו בת הזוג תדרוש את השווי למועד הקרע.

השורה התחתונה שלי היא שהפסיקה בנושא חייבת להיות ברורה וידועה מראש לצדדים. על בתי המשפט ובתי הדין לקבוע הלכה חד משמעית בנוגע לפסיקה בכל המקרים, ללא יוצא מן הכלל. אפשרות אחת היא שהאיזון יתבסס על השווי במועד הקרע בלבד – וכך צריכים לפעול כל מעריכי השווי ללא יוצא מן הכלל. לחילופין, האפשרות שנייה, היא שיקבע קטגורית ומראש ככלל מחייב, שיש לחלק את הנכס בעין ואם לא ניתן הוא יחולק לפי השווי במועד חוות הדעת - אז כך יפעלו כולם. אני מוצא כי ישנו טעם לפגם כאשר בתי המשפט לענייני משפחה ובתי הדין הרבניים צריכים לפסוק האם להיטיב עם הבעל או האישה, כאשר לפנייהם מונחות התוצאות בפועל של השינויים בשווי למועד הקרע ולמועד חוות הדעת.



אודות מר יעקב אשד:

מר אשד הינו שותף במשרד הייעוץ הכלכלי אשד רוזין תשואות יועצים. מר אשד הינו בעל ניסיון רב בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי עם ניסיון של 35 שנים כיועץ כלכלי עצמאי ובמסגרות משותפות שונות. בתחילת דרכו עבד ככלכלן במחלקת ניירות ערך בבנק דיסקונט, כלכלן ראשי של חטיבת הסחר בחברת כלל סחר בע"מ, סמנכ"ל בחברת "שירסון כלל", עוזר הממונה על נושאי שוק ההון ויועץ ארגוני בחברת כלל (ישראל) בע"מ, לשעבר: דירקטור בחברת קינג בע"מ, דירקטור חיצוני בחברת מדטכניקה בע"מ ודירקטור מקצועי בחברת מדן קבלנות כללית עפר כבישים ומחצבות בע"מ.

מר אשד בעל תואר B.A בכלכלה ו- M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון מאוניברסיטת ת"א. כמו כן, הינו מוסמך כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV), מעריך שווי מימון כמותי (QFV) ומודליסט פיננסי וכלכלי (FEM) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA). **בעברו**, שימש כמרצה ומרכז בקורס ניירות ערך ויועצי השקעות בבנק דיסקונט, כמרכז קורס ניירות ערך ביחידה ללימודי חוץ של **אוניברסיטת תל-אביב** וכמרצה ליועץ בהשקעות **בבנקים שונים**, **במכללה למנהל**, **במכון לפרייון העבודה**, **במרכז הישראלי לניהול**, **בנתיב לקידום** כמו גם בימי עיון בניירות ערך בנושאים כלכליים שונים ובפורום הבכיר לני"ע.

אודות אשד רוזין תשואות יועצים:

משרד הייעוץ הכלכלי אשד רוזין תשואות יועצים מתמחה במתן ייעוץ פיננסי ובמגוון רחב של הערכות שווי וחוות דעת. המשרד נעזר ביועצים מומחים כגון: מידענים, יועצי שיווק, עורכי סקרים, עיבוד נתונים וסטטיסטיקאים, יועצים הנדסיים וכדומה שונים בהתאם לצרכים הייחודיים של הפעילות העסקית המוערכת. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, חברות ציבוריות, חברות פרטיות, מוסדות הפעילים בשוק ההון, מוסדות וארגונים ציבוריים, רשויות מוניציפליות וכן אנשי עסקים ומשקיעים פרטיים.