

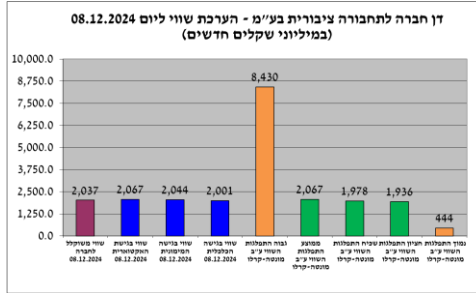


הערכת שווי חבילת מניות חבר "דן"

מעריך השווי המוערך האקטואר **רועי פולניצר** מבצע הערכת שווי לחבילת מניות חבר "דן" באמצעות "פונקציית פולניצר".

שבוע נתבקשתי על ידי עורך דין למשפחה להכין הערכת שווי למניית דן חברה לתחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "דן" ו/או "החברה") ליום 8 בדצמבר 2024 (להלן: "מועד הערכת השווי") במסגרת חוות דעת אקטוארית לאיוון משאבים בין בני זוג עקב הלחץ גירושין. מאחר ומדובר בהערכת שווי לחבילת מניות של מתגרש חבר "דן" של חברה, הרי שלמעשה יש כאן 2 עבודות שונות: האחת, הערכת שווי של החברה והשנייה, הערכת שווי של חבילת מניות חבר "דן".

לשם הנוחות, להלן ריכזו תוצאות השווי נכון מועד הערכת השווי כפי שעולות מעבודתי (במיליוני שקלים חדשים):



בעוד שענף ה- Transportation נראה ברור וטבעי, ניסיתי לברר מדוע מערכי השווי מחברת BDO בחרו לשייך את פעילות מגזר התחבורה הציבורית של החברה דווקא לענף ה- Utility (General) ולא לענף ה- Transportation. את התשובה מצאתי במאמרם של בכר ופולניצר (2023) שכותרתו "**כמה שווה מניית קואופרטיב אגד? ומהי מתודת פולניצר להערכת שווי חברה ופנסיה?**" אשר פורסם ב- 1 באוקטובר 2023 בכתב העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית - סטטוס. במאמרם מסבירים האקטוארים את סיבתם לשייך החברה דווקא לענף ה- Utility (General) באופן בלעדי. להלן צילום מסך (הסימון באדום הוא שלי):

החישוב לפי מכפיל ההכנסות/קבוצת יחס

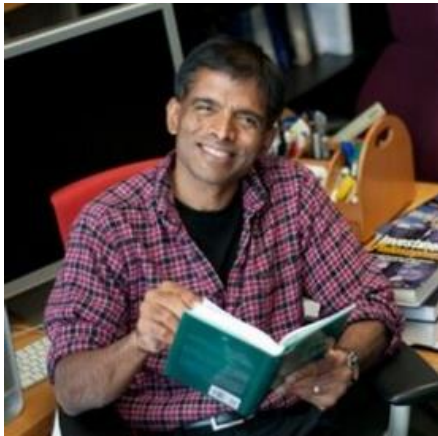
ונו מדגם של 15 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות של ארה"ב (בד"ב - NYSE) מסקטור General Utility ושבחיי את מכפיל ההכנסות הממוצע שלהן לסוף 2016. רשימת החברות את בנוסף ו. לעיונת דעתנו, סקטור זה משקף בצורה הטובה ביותר את הסיכונים שבאגד. הנה המשווה של חברות המשייכות לסקטור זה הן לרוב פועלות בשלוחה של המדינה בנתינת שירותים, בין אם חברה משלתית ובין אם חברה מהמגזר הפרטי אשר קיבלה זיכיון וזיהה תפקיד את השירות הדרוש. השירותים או התשתית שאותן חברות מספקות הוא לרוב בין בור הרכב בדרך של בלעדיות באזור מסוים או בשירות מסוים, דבר אשר מקטין בצורה מעמית את סיכויי הביקוש ביחס לחברה שפועלת בשוק חופשי.

או לאחר שהבנו שמערכי השווי מחברת BDO בחרו ב- 2 ענפים מתוך רשימת הענפים שעליהם מבצע המלומד את מחקריו מדי שנה: ענף ה- Utility (General) בארה"ב וענף ה- Transportation בארה"ב, נשאלת השאלה האם כאשר נרצה לקחת ממוצעים ענפיים משני הענפים הללו, עלינו לשקל כל אחד מהענפים במשקל זהה או במשקל שונה? להערכת, בהיעדר נתונים לגבי התפלגות הכנסות החברה, ההנחה שהכנסות החברה מפעילות מגזר התחבורה הציבורית ומפעילות מגזר ההיסעים מהוות כ- 97.5% ו- 2.5% מסך הכנסות החברה, בהתאמה, משקפת באופן נאות את התפלגות הכנסות החברה.

לפיכך, מכאן ואילך כל שקלול של ממוצעים ענפיים שאבצע עבור החברה יהיה ביחס של 97.5% לענף ה- Utility (General) בארה"ב ו- 2.5% לענף ה- Transportation בארה"ב.

הערה אינפורמטיבית: הנחת הבסיס האקסיומטית של מערכי השווי בישראל המשתמשים במחקריו של המלומד בדבר הממוצעים הענפיים בארה"ב של פרמטרים פיננסיים שונים (כגון: מכפיל שווי, אומדני ביתא, שיעורי מינוף, פרמטרים סיכון שוק, סטיות תקן ועוד), היא שהענף בישראל שליוו משתייכת החברה שאת שווייה הם מבקשים להעריך מתנהג / מתפלג דומה לענף המקביל בארה"ב, ועל כן הפרמטרים הממוצעים שמצטט המלומד בעבור אותו ענף בארה"ב מונחים כמשקפים באופן כלכלי נאות את אותם פרמטרים בדיוק בעבור אותו ענף בישראל.

המתודולוגיה
תחילה, עלי לקבוע לאיזה ענף או ענפים מרשימת הענפים של המלומד Aswath Damodaran (להלן: "המלומד") משתייכת החברה.



לשם כך בדקתי באלו ענפים בחרו מערכי השווי מחברת BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ בעבודתם "**אינדיקציה להערכת שווי החזקות קיסטון בשותפות אגד ליום ה- 3 באוקטובר 2022**" (להלן: "**האינדיקציה**"). בעמוד 54 של האינדיקציה, מערכי השווי מחברת BDO משייכים את פעילות מגזר התחבורה הציבורית של החברה לענף ה- Utility (General) בארה"ב של המלומד. להלן צילום מסך (הסימון באדום הוא שלי):

מדינה	תחום	מדד	הערך
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	59%	NAE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	41%	NAE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	8.92%	NAE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	23.95%	T
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	0.80	B
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	2.86%	BE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	0.08%	BE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	1.22%	S&P
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	10.38%	NAE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	8.98%	NAE

בעמוד 55 של אינדיקציה, מערכי השווי מחברת BDO משייכים את פעילות מגזר ההיסעים של החברה לענף ה- Transportation בארה"ב של המלומד. להלן צילום מסך (הסימון באדום הוא שלי):

מדינה	תחום	מדד	הערך
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	59%	NAE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	41%	NAE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	8.92%	NAE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	23.95%	T
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	0.80	B
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	2.86%	BE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	0.08%	BE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	1.22%	S&P
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	10.38%	NAE
ארצות הברית	תחבורה ציבורית	8.98%	NAE

בנוסף, מכיוון שנכון למועד הערכת השווי החברה הינה חברה פרטית הרי שהיא איננה מפרסמת את דוחותיה הכספיים לציבור. במקרה שבפנינו, הבעל טוען שהנהלת החברה מסרבת לספק לו מידע חיוני לביצוע הערכת השווי כגון: דוחות כספיים הן לשנים שקדמו למועד הערכת השווי והן למועד הערכת השווי, תחזיות תזרימי מזומנים עתידיים והערכת הנהלה עבור למועד הערכת השווי.

בשל כך, נאלצתי להתבסס אך ורק על נתונים שמצאתי מחיפוש באינטרנט ועל הנחות סבירות שאותן לדעתי מעריך שווי סביר היה מניח. לפיכך, כאשר הערכת שווי נעשת על בסיס נתונים פומביים בלבד, ללא נגישות לדוחות כספיים נכון למועד הערכת השווי, הרי שאין באפשרותו של מעריך השווי לבצע הערכת שווי כלכלית לחברה בשיטת ה- DCF הקלאסית היוצאת מהדוחות הכספיים האחרונים של החברה כדי לחזות את הדוחות הכספיים העתידיים שלה ולהוונם למועד הערכת השווי בשיעור היוון המותאם לסיכון.

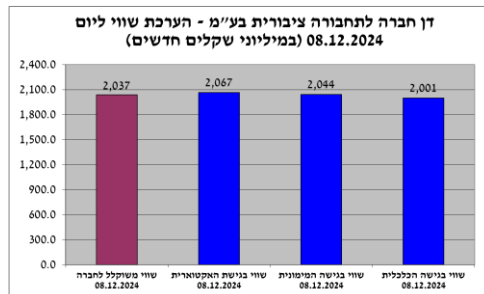
הדבר היחיד שוודאי יודוע בעבודתי הוא שווי החברה נכון למועד עסקה שבוצעה ביום 8.12.2019 (להלן: "**מועד העסקה**"), שבמסגרתה רכשה קבוצת משקיעים חיצוניים 50% ממניות החברה בתמורה ל- 630 מיליון שקלים חדשים. מחיר עסקה זה משקף לסך הונה העצמי של החברה הוא של 1,260 מיליון שקלים חדשים, נכון למועד העסקה.

כאמור, לא בחנתי ולא בדקתי שווי זה, המהווה מצג אקסוגני לעבודתי ולפיכך איני מחווה כל דעה לגביו. אומר מראש, מקום שישנו קושי לערוך תחזיות תזרים מזומנים לגבי מערכי ההכנסות וההוצאות של החברה השקועותיה ברוכש קבוע ובהוון חוזר, הערכת פוטנציאל הצמיחה, הערכת סביבת הסיכון שבה היא פועלת והערכת שווי הפעילות בתום תקופת התחזית (Exit Value), ניתן להשתמש בשיטות מקורבות, כגון מקורבות, כגון: שיטת מכפיל ההכנסות, שיטת השווי השוטף ושיטת מונטה-קרלו.

בעבודתי, הערכתי את שווי החברה באמצעות 3 גישות שונות על מנת להעריך את שווי מניית החברה: הגישה הכלכלית, הגישה המימונית והגישה האקטוארית. במאמר זה אציג את הערכת שווי מניית החברה.

הערכת שווי החברה - מסקנת השווי

כאמור בעבודתי, הערכת את שווי החברה נכון למועד הערכת השווי באמצעות שלוש גישות ההערכה שונות: הגישה הכלכלית, הגישה המימונית והגישה האקטוארית. להלן תוצאות שלוש גישות הערכה שבהן נקטתי משקפות להונה העצמי של החברה שווי ממוצע של כ- 2,037 מיליון שקלים חדשים.



סוגיה חשובה אחרת שיש לתת גילוי לגביה היא סוגיית "טריות" הנתונים. בבואי לבצע הערכת שיעור ה- DLOM ליום ה- 8.12.2024 כבר היום (ב- 11.12.2024), הרי שנתוני סטיות התקן של המלומד הזמינים באתרו הינם נתונים הנכונים ל- 31.12.2023 אשר פורסמו על ידו באתרו ב- 5.1.2024. כאן למעשה קיימות 3 גישות לביצוע הערכת שווי למניית החברה:

- לא לחכות כחודש עד לפרסום נתוני המלומד ל- 31.12.2024 ("הייטריים") באתרו ב- 5.1.2024 ולהשתמש כבר היום (ב- 11.12.2024) בנתוני המלומד ל- 31.12.2023 ("הייטריים") בלבד; לأمור- כבר היום לבצע הערכה לשיעור ה- DLOM הראוי למניית החברה נכון ליום ה- 8.12.2024 באמצעות נתוני סטיות תקן שנאמדו ב- 31.12.2023. הווה אומר: להניח שנתוני סטיות תקן שואמדו ב- 31.12.2023 אפליקביליים (נכונים וישימים) גם ל- 8.12.2024.

סחירות שברשותו את אלמנט הסחירות (שאד).

בארה"ב, בעוד שסטיית התקן ההונית הממוצעת של ענף ה- Transportation בארה"ב לשנת 2023 נאמדה ב- 53.12% (בהתבסס על מדגם של 36 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות בארה"ב). לפיכך, **סטיית התקן ההונית הראויה לחברה נאמדה על ידי בכ- 15.88%, כפי שניתן לראות בטבלה שלהלן:**

סטיית תקן הונית בארה"ב נכון ל- 31 בדצמבר 2023		
ענף	משקל	סטיית תקן הונית
Utility (General)	97.5%	14.93%
Transportation	2.50%	53.12%
ממוצע משוקלל	100%	15.88%

תקופת החסימה

מפרסומים בעיתונות הכלכלית עולה כי החברה נמצאת בתהליך של בחינת הנפקת מנייתיה בבורסה לניירות ערך בתל אביב ושווי מנייתיה צפוי להיקבע במסגרת תהליך זה. לפיכך, בחישובי הערכתי את תקופת החסימה בכשנתיים, על בסיס הערכתי באשר לתקופה שתיירש עד להשלמת הנפקת מניות דן בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

פירוט הערכת שיעור ה- DLOM

הערכת שיעור DLOM נכון ל- 8 בדצמבר 2024	
מיליוני ₪	
מועד הערכת השווי	08/12/2024
שווי חבילת מניות חבר אגד לפני DLOM	0.92
שיעור הדיבידנד הצפוי	0.00%
סטיית התקן ההונית הראויה	15.88%
תקופת החסימה (בשנים)	2.00
שיעור ה- DLOM נכון ל- 8.12.2024	5.64%

ריכוז תוצאות הערכת שיעור ה- DLOM

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שיעור הדיסקאונט בגין היעדר הסחירות (DLOM) הראוי לחבילת מניות חבר דן נאמד ליום ה- 8 בדצמבר 2024 על בסיס פונקציית פולניצר בכ- 5.64%.

הערכת שווי חבילת מניות חבר דן למועד הערכת השווי

להערכתי ועל בסיס חישובי, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי חבילת מניות חבר דן בניכוי מרכיב אי הסחירות (DLOM) נאמד למועד הערכת השווי (מועד הקרע) בכ- 0.87 מיליון שקלים חדשים (870 אלף ₪) לחבילה מניות.

הערכת שווי חבילת מניות חבר דן ל- 8 בדצמבר 2024	
מיליוני ₪	
מועד הערכת השווי	08/12/2024
שווי חבילת מניות חבר אגד לפני DLOM	0.92
שיעור ה- DLOM נכון ל- 8.12.2024	5.64%
שווי מרכיב אי הסחירות (DLOM)	5.19%
שווי חבילת מניות חבר דן לאחר DLOM	0.87

האקטואר רועי פולניצר מוסמך כמעריך שווי מיומן תאגידי (CFV) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) ומשמש כיו"ר הלשכה. מוסמך כאקטואר פיננסי (FRM) מטעם האגודה העולמית לאקטוארים (GARP). מוסמך כמדען נתונים מקצועי (PDS) מטעם האיגוד הישראלי לאקטוארים (AIA) ומשמש כנשיא האיגוד. מוסמך כאקטואר ביטוח כללי (CRM) מטעם האגודה הישראלית לאקטוארים (IARM), חבר באגודה הבין-לאומית לאקטוארים (PRMA), חבר בוועדה הסטטוטורית לבחירת אקטוארים לבתי המשפט וחבר בוועדה הממשלתית לבחירת כלכלנים (מעריכי שווי) לבתי המשפט תחת מינוי סגן ראש המשטלה ושר המשפטים (בהסכמה מלאה של מ"מ נשיאת בית המשפט העליון), בעל תואר שני במנהל עסקים עם התמחות בגיורל סיכונים ואקטואריה ותואר ראשון מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות בהערכת שווי ואקטואריה ובעל הסמכה כאקטואר ביטוח חיים-פנסיה ובריאות (Fellow) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל.

המורכבות שלולית לחישוב מסוג זה הינה שלא קיים מחיר מימוש ידוע וקבוע לאופציה ולמעשה מחיר המימוש נקבע כחלק מתהליך החישוב ולא כתון.

שווייה הכלכלי של אופציית ה- Put האמורה, נאמד בעזרת פונקציית לאמידת שיעור הניכיון בגין היעדר הסחירות של נכס לא סחיר שהוצגה במאמרו של האקטואר רועי פולניצר (2017) שכותרתו **"פונקציית פולניצר לאמידת שיעור הניכיון בגין היעדר הסחירות של נכס לא סחיר"** אשר פורסם ב- 26 בפברואר 2017 בכתב העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית – סטטוס. הסבר מלא של פונקציית פולניצר חורג ממסגרת עבודה זו. המחשה ברורה של השימוש בה ניתן למצוא במאמרו של האקטואר רועי פולניצר (2017) שכותרתו **"פונקציית חדשה לכימות שיעור הדיסקאונט בגין אי הסחירות של נכס לא סחיר"** אשר פורסם ב- 1 במרץ 2017 ב- FUNDER – מגזין ניהול ההשקעות, הביטוח והפנסיה של ישראל.

הערכת מרכיב אי הסחירות (DLOM) בחבילת מניות חבר דן למועד הערכת השווי

מועד הערכת השווי
יום ה- 8 בדצמבר 2024.

שווי חבילת מניית החברה לפני DLOM

שווי הונה העצמי של החברה נאמד למועד הערכת השווי בכ- 2,037 מיליון שקלים חדשים, כאמור. מכתבתו של גולן חזני שכותרתה **"דן ערכת להנפקת פעילות התחבורה לפי 2 מיליארד שקל"** אשר פורסמה ב- 22 ביוני 2023 בכלכליסט, עולה פעם אחת שלכל אחד מחברי דן יש חבילת מניות הוזה בכמותה (ולכן גם בשווייה) ופעם שניה שמספר חברי דן הן ל- 8 בדצמבר 2019 והן ל- 22 ביוני 2023 עמד על 1,100, חברים ופעם שניה שכל ה- 1,100 חברי דן מחזיקים ב- 50% מהון המניות של החברה. על כן, בהינתן שנכון למועד הערכת השווי ישנן 1,100 חבילות מניות חבר דן זהות בכמותן ובשוויין, הרי ששווי כל חבילת מניות חבר דן לפני DLOM נאמד כנכון למועד הערכת השווי בכ- 0.92 מיליון שקלים חדשים (920 אלף ₪), כדלקמן:

הערכת שווי חבילת מניות חבר דן ל- 8 בדצמבר 2024	
מיליוני ₪	
מועד הערכת השווי	08/12/2024
שווי החברה נכון ל- 8.12.2024	2,023
שיעור מניות חברי דן מהון המניות של החברה	50%
מספר חברי דן	1,100
שווי חבילת מניות חבר דן לפני DLOM	0.92

שיעור הדיבידנד הצפוי על המניה

בעבודתי, אומדת את שיעור הדיבידנד הצפוי על המניה ב- 0%.

ענף מייצג

בהתאם להסבר שניתן בחלק המתודולוגיה לעיל, הענפים המייצגים את פעילות החברה הינם כאמור ענף ה- Utility (General) בארה"ב וענף ה- Transportation בארה"ב והמשקולות שייחסתי לכל ענף הם 97.5% לענף ה- Utility (General) בארה"ב ו- 2.5% לענף ה- Transportation בארה"ב.

סטיית תקן הונית ראוי

בעבודתי, בחנת את סטיית התקן ההונית (Value Standard Deviations Equity) הנורמטיביות הראויות לחברה הדומה במאפייניה לפעילות החברה, בין היתר ביחס ל- Benchmark ענפי וכן על פי מחקר **"Firm Value and Equity Value Standard Deviations by Industry"** בדבר סטיית התקן ההונית של המלומד בעבור ענפים שונים בארה"ב לשנת 2023 (המחקר פורסם ב- 5 בינואר 2024 והוא המחקר העדכני ביותר נכון למועד הערכת השווי). סטיית התקן ההונית הממוצעת של ענף ה- Utility (General) בארה"ב לשנת 2023 נאמדה ב- 14.93% (בהתבסס על מדגם של 14 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות

(2) לחכות כחודש עד לפרסום נתוני המלומד ל- 31.12.2024 ("היטריים") באתרו ב- 5.1.2025 ולהשתמש רק בעוד כחודש בנתוני המלומד ל- 31.12.2024 ("היטריים") בלבד; לאמור- רק בעוד כחודש לבצע הערכה לשיעור ה- DLOM הראוי למניית החברה נכון ליום ה- 8.12.2024 באמצעות נתוני סטיות תקן שנאמדו ב- 31.12.2024. הווה אומר: **לחינה שנתוני סטיות תקן שנאמדו ב- 31.12.2023 אינם אפליקבליים (נכונים וישימים) גם ל- 8.12.2024**.

(3) לחכות כחודש עד לפרסום נתוני המלומד ל- 31.12.2024 ("היטריים") באתרו ב- 5.1.2025 ולהשתמש בעוד כחודש הן בנתוני המלומד ל- 31.12.2023 ("היטריים") והן בנתוני המלומד ל- 31.12.2024 ("היטריים"); לאמור- כבר היום לבצע הערכה לשיעור ה- DLOM הראוי למניית החברה נכון ליום ה- 31.12.2024 באמצעות נתוני סטיות תקן שנאמדו ב- 31.12.2023, בעוד כחודש לבצע הערכה לשיעור ה- DLOM הראוי למניית החברה נכון ליום ה- 31.12.2024 באמצעות נתוני סטיות תקן שנאמדו ב- 31.12.2024 ולאחר מכן לבצע הערכה לשיעור ה- DLOM הראוי למניית החברה נכון ליום ה- 8.12.2024 באמצעות נתוני סטיות תקן שנאמדו ב- 31.12.2024) במאמרו של ר' פולניצר (2022) שכותרתו **"מתודת פולניצר לגיבוש שווי נכס (תאגיד, נכס בלתי מוחשי, מכשיר פיננסי מורכב, נדל"ן או חיסכון פנסיוני) למועד ביניים שבין מועד אחד למשנהו"** אשר פורסם ב- 22 בדצמבר 2022 באתר שווי פנימי. במילים אחרות, פעם אחת לבצע הערכת שיעור ה- DLOM ליום ה- 31.12.2023 באמצעות נתוני ה- 31.12.2023 בלבד ופעם שניה לבצע הערכת שיעור ה- DLOM ליום ה- 31.12.2024 באמצעות נתוני ה- 31.12.2024 בלבד, כאשר לצרכי חישוב שיעור ה- DLOM לתקופת ביניים בעבור מועד הערכת השווי (ל- 8.12.2024), יש לחלץ את שיעור ה- DLOM באמצעות אקסטרפולציות אינטרפולטיביות אריטמטיות ליניאריות, על בסיס פתרון משוואות דיפרנציאליות מסדר ראשון.

בעבודתי, פועל לוחות הזמנים הצפויים שאליהם התחייבות לעורך הדין, חברתי לעשות שימוש בגישה הראשונה, שהוצגה לעיל.

דיסקאונט בגין היעדר סחירות (DLOM)

בהתאם לפרקטיקה המקובלת, בעת הערכת שווי מניות, להבדיל מבעת הערכת שווי חברות, יש לקחת בחשבון מרכיב בגין אי סחירות מניות החברה. מחקרים אמפיריים מראים כי משקיעים במניות לא סחירות או חסומות דורשים דיסקאונט (קרי, הנחה) בשווי המניה נוכח מגבלת אפשרויות הנלת ההשקעה במניות החברה.

מחקרים אלו עסקו בעיקר בבחינת מניות חסומות (Restricted Stocks) לעומת מניות מקבילות שאינן חסומות וכן בהתייחס להנפקות פרטיות אשר בוצעו בסמוך לפני הנפקה ראשונה לציבור (IPO). בארה"ב **חסימת מניות משמעותה המשפטית היא שיש איסור על מכירת המניות באופן עקיף הן דרך מכירה בחסר והן באמצעות אופציות.**

שיעור הניכיון בגין תקופת החסימה של חבילת מניות חבר דן (Discount for Lack Of) - DLOM (Marketability) (להלן **"מרכיב אי הסחירות"**) נאמד בעבודתנו כאמור על בסיס מחיר אופציית Put תיאורטית. הרעיון שעומד מאחורי תמחור אי סחירות כאופציית מכר הוא שאי הסחירות מונעת מבעל חבילת מניות דן למכור את חבילת המניות הלא סחירות שברשותו במיוחד כאשר זו מאבדת מערכה, ועל כן אופציית Put אומדת את ההפסד הפוטנציאלי לבעל חבילת המניות.

בבסיס חישוב ה- DLOM כאופציית Put קיימת ההנחה שהענקת אופציית Put (במקרה זה תיאורטית) מפצה את בעל חבילת המניות הלא סחירות על ידי כך שהיא מעניקה לו את הזכות אך לא את החובה לבצע מכירה של חבילת המניות שברשותו במהלך תקופת אי הסחירות (ובכך מחזירה לחבילת המניות הלא