



דיסקאונטים ברמת היישות

מאת: רועי פולניצר

ישנן מספר קטגוריות של דיסקאונטים אשר ישימות עבור היישות בכללותה, כגון דיסקאונט בגין איש מפתח או דיסקאונט בגין אחריות סביבתית; אחרים משקפים את מאפייני הבעלות, כגון שליטה לעומת מיעוט והיעדר סחירות. על פי רוב מקובל להבחין בין "דיסקאונטים ברמת היישות" או "דיסקאונטים ברמת החברה", אשר מיושמים על החברה בכללותה, בניגוד ל"דיסקאונטים ברמת בעלי המניות", המיושמים על בלוק (block) מניות ספציפי.

כאמור ישנם דיסקאונטים מסוימים הישימים 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 (pending litigation);
- דיסקאונט בגין "פורטפוליו", "קונגלומרט", או "נכסים שאינם הומוגניים" (עבור מכלול נכסים לא אטרקטיבי);
- ריכוז של בסיס לקוחות או ספקים (הסיכון לאובדן/אי חזרה של לקוחות או ספקים משמעותיים בדרך כלל מגולם במכפילים בגישת השוק או בשיעורי הניכיון בגישת ההכנסות).

דיסקאונטים ברמת היישות על פי רוב מיושמים לפני דיסקאונטים ברמת בעלי 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 (כשאר האחוזה יהיה אותו דבר היות והתאמות ברמת היישות חלות באופן שווה על כלל בעלי המניות).

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 "*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 \$150,000,000 עבור הישות, שנקבע על ידי בית המשפט. לאחר מכן בית המשפט לקח את האחוז שבבעלות העיזבון וכפל אותו ב-\$135,000,000 (= \$150,000,000 - \$150,000,000 x 10%) הנותרים ויישם עליו דיסקאונטים בגין היעדר שליטה והיעדר סחירות.

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.



אודות מר רועי פולניצר:

מר פולניצר הינו בעליו של משרד הייעוץ הכלכלי "שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים". מר פולניצר הינו בעל ניסיון רב בתחום הערכות השווי והאקטואריה הפיננסית, כמנהל סיכונים ומודליסט ראשי של ועדת השקעות באוניברסיטת בן גוריון, מנהל סיכונים וראש תחום שווי הוגן של חברת עגן יעוץ אקטוארי פיננסי ועסקי בע"מ, ראש תחום הערכות השווי במשרד רואי חשבון רווה-רביד (Russell Bedford ישראל) וכעוזר מחקר בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית של ה"ה ד"ר שילה ליפשיץ ז"ל.

מר פולניצר הינו מוסמך כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV), מעריך שווי מימון כמותי (QFV), מודליסט פיננסי וכלכלי (FEM), אקטואר סיכוני שוק (MRA), כאקטואר סיכוני אשראי (CRA), כאקטואר סיכונים תפעוליים (ORA), כאקטואר סיכוני השקעות (IRA), כאקטואר סיכוני חיים (LRA) וכאקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) ומשמש גם כיו"ר ומנכ"ל הלשכה. כמו כן, מר פולניצר הינו מוסמך כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) וכמנהל סיכונים מוסמך (CRM) על ידי האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM), בעל תואר B.A בכלכלה ו-M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון מאוניברסיטת בן גוריון ושימש כעוזר הוראה של ה"ה ד"ר שילה ליפשיץ ז"ל בקורסים במימון ובנקאות במוסדות אקדמיים שונים, מרצה בקורסים בנגזרות וניהול סיכונים במכללה האקדמית אחוזה, מרצה בקורסים בניתוח דוחות כספיים והערכת שווי במכללה האקדמית אשקלון וכמרצה בקורסים בניתוח ניירות ערך, מכשירים פיננסיים וניהול תיקים בקורס הכנה פרטי לבחינות הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים בישראל.

אודות משרד הייעוץ הכלכלי "שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים":

משרד הייעוץ הכלכלי "שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים" מספק שירותי ייעוץ כלכלי והערכות שווי של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים לצורכי עסקאות ודוחות כספיים. המשרד מעסיק מומחים מעת לעת בתחומי עיסוקו. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, חברות ציבוריות, חברות פרטיות, משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וגופים פיננסיים.