



5 ביוני 2017

## טיפ ממעריך שווי: דיסקאונטים בגין היעדר סחירות עבור זכויות המקנות שליטה

ניטש ויכוח מתמשך באשר לשאלה האם יש ליישם או אפילו לשקול ליישם דיסקאונט בגין היעדר סחירות בעת הערכת שווי זכויות המקנות שליטה. המתנגדים לדיסקאונטים בגין היעדר סחירות עקביים למדי בטיעוניהם כי אי הסחירות נכללת או באה לידי ביטוי כבר בעת תמחור הזכות שמקנה שליטה. תומכי הדיסקאונטים בגין היעדר סחירות סבורים כי יש ליישם דיסקאונט כלשהו בנוסף לשיעור הנכיון או למכפיל המשמשים לצורך קביעת השווי לפני התאמה (Preadjustment Value או Prediscount Value), דהיינו, לשווי שהתקבל טרם היישום, אם רלוונטי, של דיסקאונט או פרמיה לצורך הערכת השווי.

בשעה שחלק מהמומחים תומכים בדיסקאונט כלשהו, הרי שעדיין אין ראיות או עדויות אמפיריות ישירות התומכות בדיסקאונט בגין היעדר סחירות עבור זכויות המקנות שליטה. נציין כי כל המחקרים העוסקים בדיסקאונט בגין היעדר סחירות, הן המחקרים בגישת ההנפקה הראשונית לציבור (IPO) והן המחקרים בגישת המניות החסומות, עוסקים אך ורק בזכויות מיעוט ולא בזכויות המקנות שליטה.




מכירת זכות שמקנה שליטה בחברה פרטית הינה משימה קשה. הוא הדין לגבי מכירת זכות שמקנה שליטה בחברה ציבורית. דא עקא, זכות שמקנה שליטה בתאגיד פרטי "נעולה" למשך תקופה מסוימת (קרי, איננה ניתנת למכירה מיידית), בוודאי לתקופה העולה על שלושה ימים (קרי, פרק הזמן הדרוש לביצוע עסקה במניות מיעוט של חברה ציבורית, למשל מיום חמישי בערב ועד ליום ראשון בבוקר).

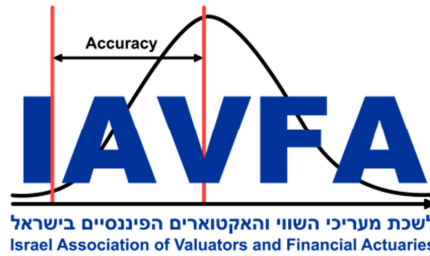
מסקר שנערך בארה"ב (Business Broker, Vol. 18, No. 9 September 1999) עולה כי בממוצע, נדרש פרק זמן של כחצי שנה על מנת למכור עסק קטן בבעלות פרטית. זכות הבעלות בעסק פרטי כרוכה בעלויות ובסיכונים נוספים אשר זכויות בחברה ציבורית אינן כרוכות בהן. החברה הפרטית אינה וודאית לא רק בכל הקשור לזמן הדרוש למכירתה כי אם גם בכל הנוגע למחיר המכירה הסופי. בנוסף, קיימות עלויות רבות יותר באופן משמעותי בעת ההיערכות לקראת המכירה, כגון רכישת שירותי הערכות שווי ועלויות חשבונאיות ומשפטיות. על מנת לסבך עוד יותר את הדברים,

 [WWW.IAVFA.ORG](http://WWW.IAVFA.ORG)



רחוב נתן ברניצקי 5, ראשון לציון 7524205, ישראל

 077-5070590  153-77-5070590  IAVFA1020@GMAIL.COM



סביר מאוד כי המכירה כשלעצמה לא תתבצע במזומן כי אם במספר תשלומים עתיים (קרי, דחויים), וכל זאת בהנחה שקונה לא יחזור בו ברגע האחרון.

תומכי ה-DLOM מציינים כי עלויות וסיכונים אלה עולים בהרבה על עלות העברה נורמלית של מניות בחברה ציבורית ועל כן הם מצדיקים יישום דיסקאונט בגין היעדר סחירות. לטענתם, דיסקאונטים בגין היעדר סחירות קיימים, גם בהיעדרם של נתונים אמפיריים. ברגיל, דיסקאונטים בגין היעדר סחירות עבור זכויות המקנות שליטה הינם נמוכים יותר בהשוואה לדיסקאונטים בגין היעדר סחירות עבור זכויות מיעוט. נציין כי בית המשפט האמריקאי למסים מכיר הלכה למעשה בדיסקאונטים בגין היעדר סחירות עבור זכויות המקנות שליטה.

לסיכום, מעריכי שווי רבים מאמינים כי דיסקאונטים בגין היעדר סחירות עבור זכויות המקנות שליטה נעים, על פי רוב, בין 0 ל- 20%, בהתאם, כמובן, לעובדות ולנסיבות הספציפיות כמו גם לשיטת הערכת השווי אשר שימשה לקביעת השווי לפני התאמה.

להרחבה בנושאים אלו ניתן לפנות לתוכניות ההסמכה השונות של הלשכה בתחומי הערכות השווי.

בכבוד רב,

רועי פולניצר

יו"ר ומנכ"ל לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל

 [WWW.IAVFA.ORG](http://WWW.IAVFA.ORG)



רחוב נתן ברניצקי 5, ראשון לציון 7524205, ישראל



077-5070590



153-77-5070590



IAVFA1020@GMAIL.COM