

## תכנית בחשבונאות

# "פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

## סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים ללא ציון שמות הדוברים, למעט ראשי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 7 בנובמבר, 2011

**נושא המפגש:** הערכות שווי ופרמיות סיכון במבנה בעלות פירמידלי תוך בחינת האספקטים החשבונאיים, המימוניים והממשקים שביניהם.

**חומר רקע למפגש:** "הערכת ניירות ערך (מניות ואג"ח) במבנה בעלות פירמידלי" טיוטת מאמרו של פרופ' אמיר ברנע מיום 31.10.2011.

**אורחים שהוזמנו:** גיל גזית, מנכ"ל מידרוג, איציק מאיסי, נציג מעלות S&P

**נוכחים:** פרופ' רפי אלדור, גיורא אליגון, רו"ח אלי אל-על, רו"ח נבו ברנר, אבי בראור, רו"ח משה גדנסקי, אלון גלזר, פרופ' צבי וינר, רו"ח שחר זיו, רו"ח יובל זילברשטיין, רו"ח גיא טביביאן, רו"ח רם לוי, רו"ח גיל מור, רו"ח רונן מנשס, חיים מסילתי, רו"ח זאב נהרי, פרופ' יורם עדן, רו"ח רוני עמיחי, רו"ח גל עמית, יוסף פישלר, רו"ח אורן פרנקל, רקפת שני, שלי תשובה.

**צוות מקצועי:** רוני זוכוביצקי, חן לוטן.

## פירמידות שליטה: אספקטיים חשבונאיים (רו"ח שלומי שוב)

על פי התפיסה הנוכחית של הדוחות המאוחדים, במצב בו מתקיימת שליטה בחברה מוחזקת רואים את נכסי והתחייבויות החברה המוחזקת כחלק מנכסי והתחייבויות החברה המחזיקה. מאחורי תפיסה זו עומדת הגישה של העדפת המהות הכלכלית על פני הצורה המשפטית ("substance over form") אשר לפיה במקרה שבו מתקיימת שליטה הרי שיש לראות את נכסי חברה הבת כנכסי חברה האם, וזאת על אף היותן ישויות משפטיות נפרדות. במילים אחרות, באה החשבונאות וקוראת תיגר על הממשל התאגידי ואומרת למעשה: "בואו נדבר תכלס".

תפיסה חשבונאית זו שמציגה בפנינו את המראה האמיתית מציגה כיום את המצב הקיצוני והמוזר של פירמידות השליטה במציאות הישראלית הנוכחית שבו באמצעות השקעה מינימלית בהון של

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חברות מוחזקות מושגת שליטה (במקרים רבים תוך מינוף גבוהה שנוטלת על עצמה החברה האם), עובדה המעודדת יצירת מבני אחזקות הזוכים לכינוי פירמידות.

המודל החשבונאי הקלאסי של דוחות כספיים מאוחדים לא הביא כנראה בחשבון את הסיטואציה של פירמידות השליטה ואולי בכלל מצב של שליטה על חברה ציבורית, אלא יותר מצבים שבהם חברות מנהלות את עסקיהן באמצעות הקמה של חברות פרטיות בבעלות מלאה או כמעט מלאה.

כל הנושא הזה של הגבול העדין שבין ממשל תאגידי תקין בחברה ציבורית לבין קיומה של שליטה מתחדד היום מאד בעקבות המלצות ועדת הריכוזיות. הועדה קבעה כללים ברורים במטרה לשנות את המצב הקיים, וזאת בין היתר באמצעות הגדרת המונח “חברת פער”. ההמלצות מחזקות את כוחו של המיעוט בחברות אלו באמצעות זכויות מגנות (כגון מינוי דירקטורים, הגדלת הרוב הדרוש לאישור עסקאות בעלי עניין וכו’), אבל הן נוגעות גם בזכויות המהוות השתתפות בפעילות השוטפת של החברה, כגון אישור שכר מנהלים ומינוי מנכ”ל. אני לא בטוח שיהיה נכון להסתכל על האפשרות של המיעוט להתנגד לשכר המנכ”ל כזכות מגנה שלא פוגעת בשליטה כי כפי שאנחנו יודעים בחיים הנושא של מינוי ותגמול קשורים אחד בשני בקשר הדוק. כיצד בעל השליטה יכול לגרום למינוי מנכ”ל אם הוא לא יכול לקבוע לו את השכר.

עם זאת, ההמלצה שעשויה להיות המשמעותית ביותר היא ההמלצה שנכנסה לכאורה “ברגע האחרון”, וקובעת שבחברות פער יש להשוות את זכויות ההצבעה לזכויות בהון. במידה והמלצה זו תתקבל, הרי שהיא תערער לחלוטין את תפיסת השליטה החשבונאית של החברות, אותה תפיסה שמאפשרת את יצירת המבנה הפירמידלי. טענה זו תקפה למרות האימוץ הצפוי של תפיסת השליטה האפקטיבית (להבדיל מתפיסת השליטה המשפטית המיושמת כיום) לאור כניסת התקן החדש IFRS 10, שצפוי להיכנס לתוקף החל משנת 2013, שכן במידה וההמלצה תתקבל לא בהכרח שתתקיים גם שליטה אפקטיבית בחברות הפער. אמנם סביר להניח שבעל השליטה ערב ההמלצות ממשיך להיות בעל המניות הגדול ביותר אך אם נוסיף לכך את המשקל המצטבר של יתר ההמלצות ואת ההמלצות הנוגעות לעידוד המוסדיים להתאחד לצרכי הצבעה ומאפשרות לבצע הצבעה של ציבור בעלי המניות באינטרנט, הרי שדברים אלו עשויים למנוע את קיומה של השליטה.

מבחינה ראשונית של השלכות ההמלצות על חברות ציבוריות בישראל עולה מסקנה מעניינת ומרחיקת לכת. כידוע, שליטה חשבונאית נבחנת בהתאם לזכויות ההצבעה בחברה, להבדיל מהזכויות בהון. הפער הנוצר בין חלקו של בעל השליטה בהון לבין חלקו בזכויות ההצבעה נובע מהעובדה שזכויות הצבעה מחושבות כך שכל עוד ישנה החזקה של מעל 50% מזכויות ההצבעה בחברה, מיוחסות מלוא זכויות ההצבעה לבעל השליטה, בעוד שהזכויות בהון מחושבות לפי שיטת המכפלות.

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

לצורך המחשה, נניח כי בעל שליטה מחזיק באמצעות חברה ציבורית (להלן “החברה האם”) ב- 70% מחברה ציבורית נוספת (להלן “חברת ביניים”), אשר מחזיקה ב- 70% מחברה ציבורית נוספת (להלן “החברה הנכדה”). במצב דברים זה, הזכויות בהון, אשר מחושבות על פי שיטת המכפלות הינן 49% בלבד. במידה ותאומץ המלצת ועדת הריכוזיות להשוואת זכויות ההצבעה לזכויות בהון לצורך ביטול הפער שנוצר, הרי שיראו בחברה האם כמחזיקה רק 49% מזכויות ההצבעה בחברה הנכדה, ועל כן כאמור היא עשויה לאבד את השליטה בחברה הנכדה.

המשמעות היא שאם המלצות ועדת הריכוזיות יעברו בסופו של דבר כפי שמנוסחות היום הדבר עשוי להוביל לכך שברוב המקרים החזקה של חברה ציבורית בחברה ציבורית אחרת, הופכת את האחרונה לחברת פער. לכן יכול להיווצר מצב בו לא נראה כמעט חברה ציבורית שמאוחדת על ידי חברה ציבורית אחרת. אגב, השלכות הלוואי של ההמלצות עלולות להגיע לגידול במינוף הריאלי הן לאור הצורך של הפירמידות לאסוף מניות המיעוט והן לאור העובדה כי בעקבות איבוד שליטה בחלק מהחברות הן עשויות לרשום רווחים חשבונאיים רעיוניים גדולים כתוצאה מתפיסת המימוש הרעיוני.

ניתן לראות את הדברים גם מזווית נוספת והיא הזוית של ניתוח הדוחות הכספיים. הדוחות הכספיים המאוחדים של פירמידות השליטה כיום מייצגים ערבוב של פעילויות ולא ניתן להסיק מהם הרבה ברמה הניתוחית מעבר לבעיית הריכוזיות. לכאורה השקעה בחברה ציבורית, אשר כפופה לרגולציה מקיפה, יש בה מעורבות של גופים מוסדיים שמקשה על חלוקת דיבידנדים, הנפקות אג”ח וכיוצא בלכאורה פרמיית השליטה בה אמורה להיות אפסית, צריכה להיחשב כהשקעה פיננסית ולא להיות מאוחדת בדוחות החברה המחזיקה.

בהקשר זה ראוי לציין שכיום ישנן חברות שמפרסמות באופן וולונטרי דוח “סולו מורחב”, כדוגמת גזית גלוב ואלוני חץ, שתכליתו הינה איחוד חברות פרטיות בלבד, והצגת חברות ציבוריות כהשקעה פיננסית. בחברות אלו דוח זה הינו בעל משמעות רבה, והוא זה אשר חברות הדירוג עושות בו שימוש בקביעת דירוג האשראי של החברה. לכן, ייתכן ובמידה והמלצות הוועדה יאושרו, דוח ה”סולו המורחב” יהפוך למעשה להיות הדוח הראשי של החברות.

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

**הצגת המאמר “הערכת ניירות ערך (מניות ואג”ח) במבנה בעלות פירמידלי” (פרופ’ אמיר ברנע)**

נושא המאמר הינו תמחור ניירות ערך (מניות ואג”ח) של חברות במבנה בעלות פירמידלי, תוך התייחסות לשאלות של ממשל תאגידי הקשורות ליכולת העברת מקורות בין החברות.

בעבר היה מקובל שלחברות היו מספר סוגי מניות, בעלות ערך נקוב שונה, עד שהדבר נאסר על מנת למנוע את הפער שנוצר בין בעלי מניות שהחזיקו במניות שזכויות ההצבעה שלהן אינן שוות. למעשה המבנה הפירמידלי עוקף את האיסור של הנפקת מניות בעלות ערך נקוב שונה, ומוביל למצב שבו בעלי השליטה משיגים זכויות עודפות מעבר לזכויות ההצבעה שלהם, על פני בעלי המניות האחרים.

המבנה הפירמידלי עוקף איסור זה ולמעשה מאפשר את קיום הפער גם כשקיים סוג מניות אחד. זו כנראה הצדקה לחלק מהמלצות וועדת הריכוזיות אשר מקנות למיעוט בחברות נשלטות (“חברות פער”) זכויות הצבעה עדיפות בהחלטות מהותיות ומתערבות בממשל התאגידי כדי להפחית את השפעת בעל השליטה בשרשור בפירמידה על החלטות בתחתית הפירמידה.

וועדת הריכוזיות מסתמכת על גובה פרמיית השליטה בישראל כהוכחה לקיום העיוות הכלכלי בחברות פער. למיטב ידיעתי לא רק שנתוני פרמיית השליטה בעסקאות בהן הועברה שליטה הם בעיתיים לאור הסחירות הנמוכה, אין גם ניתוח כלכלי מסודר של הגורמים הקובעים את חלוקת פרמיית השליטה בין חברות הביניים ובעל השליטה. אפשר להניח שכלל הממשל התאגידי הדוקים יותר כך יועבר חלק גדול יותר מפרמיית השליטה בחברה הנכדה לחברות ביניים שמעליה וחלק קטן יותר ישורשר לבעל השליטה. אפשר להבין שוועדת הריכוזיות מניחה שפרמיית השליטה בישראל גבוהה מדי ועיקרה משורשר לבעל השליטה עקב ממשל תאגידי רופף. ולכן כוונת המלצותיה היא (א') לצמצם את פרמיית השליטה ו- (ב') להקטין את חלק בעל השליטה בפרמיה לטובת חברות הביניים.

לגבי הנושא של פרמיית שליטה מתעוררות שתי בעיות: (1) כיצד לחשב אותה (למשל במקרים שבהם סחירות המניות הנרכשות הינה נמוכה, ועל כן שווי השוק שלהן אינו בהכרח מייצג שווי הוגן), ו- (2) איך קובעים איפה מקבלת ביטוי פרמיית השליטה במעלה חברות הפירמידה. לעניין זה, המלצות ועדת הריכוזיות מכוונות להפחתת פרמיית השליטה, ולהשאיר חלק מרכזי ממנה בחברות הביניים (וזאת תוך הגבלת השליטה בחברות במעלה הפירמידה שחלקן בהן הוא, כאמור, נמוך ביותר).

במאמר מוצגים שני מודלים חלופיים: מודל האופציות המניח שקיימת הפרדה בין החברות וכל אחת כפופה לכללי עירבון מוגבל ללא השפעה רוחבית ביניהן, ומודל המניח זרימה חופשית של מקורות בין החברות ובינן לבעל השליטה באמצעות הרמת מסך (“מודל אגרגטיבי”).

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

המאמר עושה שימוש במודל האופציות של Merton. על פי הספרות המימונית מקובל לראות בהון עצמי בחברה ממונפת אופציה על נכסי החברה, ואי לכך להעריכו כאופציה. הערך הפנימי של האופציה מוערך על ידי מודל ה-NAV (שווי נכסי נקי). הבעיה עם מדידת הערך הפנימי באמצעות NAV הינה שהחוב מוצג בדרך כלל בעלות מופחתת, ולא בערכי שוק. מאידך, הצגת החוב בערכי שוק עשויה להיות בעייתית, שכן היא תגרום למצב אבסורדי לפיו במצבי משבר בהם מצב החברה הינו רעוע, מתבצעת הפחתת חוב וזאת תוך רישום הכנסה בדוח רווח והפסד.

מודל האופציות של Merton קובע את הפער הראוי בין פרמיית הסיכון שתידרש עבור חוב “בכיר” לבין פרמיית הסיכון שתידרש עבור חוב “זוטר”. לצורך כך חוב בכיר הינו חוב בעל זכות ראשונה לנכסים, וחוב זוטר הינו חוב שזכותו החוזית מתממשת רק לאחר פירעון החוב הבכיר. מטרת העבודה הינה להתמודד עם מצב “טהור” לפיו קיימת חברה נכדה אשר מקיימת פעילות ריאלית, חברת ביניים שכל פעילותה היא החזקה בחברה הנכדה (ללא פעילות ריאלית עצמאית), וחברת אם שכל פעילותה היא החזקה בחברת הביניים ובחברה הנכדה (גם כן ללא פעילות ריאלית עצמאית). במצב זה ברמת הקבוצה החוב בחברת הביניים נחשב כחוב זוטר והחוב בחברת האם נחשב כחוב זוטר-זוטר. הקונספציה הינה שככל שמתרחקים מהנכס הריאלי הקיים כאמור בחברה הנכדה, פרמיית הסיכון צריכה להיות גבוהה יותר (מכיוון שהחוב נחשב למסוכן יותר). ואכן, בחינה של שיעורי התשואה במבני הפירמידה בישראל מצביעה על כך שהחברות במעלה הפירמידה הינן בעלות שיעורי תשואה גבוהים משמעותית מאלו של החברות במורד הפירמידה כדוגמת קונצרן אינטרנט זהב, סאני ואי.די.בי.

נפנה תשומת לב לשתי דוגמאות למבני פירמידה המיצגות מבנים שכיחים בשוק ההון בארץ. מבנה דוגמת אי.די.בי. בו קיים מספר חברות נכדות שפועלות בענפים שונים: סלקום, שופרסל, גב-ים, כלל ביטוח וכו', חברות ביניים דיסקונט השקעות, אי.די.בי פיתוח וחברת אם, אי.די.בי, ולעומתו מבנה סאני המתמקד בחברה נכדה אחת שהיא פרטנר, בה מרוכזת הפעילות הריאלית ומעליה חברת ביניים סקילקס וחברת אם סאני שפעילותן הריאלית העצמאית היא נמוכה.

בעוד שחברות הנכדה באי.די.בי. הן חד ענפיות, בחברת הבת והאם קיים פוטנציאל הפחתת סיכון שנובע מההסתמכות על פעילות מפורזת (diversified). אפשר להוכיח כי (א) חוב חברות האחזקה במבנה פירמידלי תמיד יהיה נחות יחסית לחוב קונצרני בחברה אחת (ב) תלילות עליית פרמיית הסיכון במעלה הפירמידה גבוהה יותר ככל שקטן אפקט פיזור הסיכון עקב מקדם מתאם גבוה בין שינויי שווי הנכסים בחברות הריאליות. מכאן שמודל האופציות ישים לשני סוגי הפירמידה ומה שביניהן. כפי שצוין המודל מניח שבעלי החוב הן חברות בע"מ נפרדות שהממשל התאגידי והוראות החוק לגבי זכויות מיעוט בכל חברה, מונעות שימוש בנכסי החברה למטרות קונצרניות ומגבילות

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

יכולת העברת מקורות מחברה לחברה, בין היתר על ידי הקשחת האפשרות לחלק דיבידנד בין החברות.

לעומת זאת, קיים מודל חילופי להערכת ני"ע של חברות בקונצרן, לפיו לבעלי השליטה יכולת בלתי מוגבלת להעברת מקורות בין החברות והבנה כי לחדלות פירעון של חברה אחת השפעה מהותית על פרמיית הסיכון שישלמו חברות אחרות בקונצרן (השפעה רוחבית). בהתאם למודל הני"ל, ניירות הערך מוערכים כאילו הונפקו על ידי מנפיק אחד, כאשר חובות חברת האם, הבת והנכדה מחושבים כחוב אחד (“מודל אגרגטיבי”). ככל שהרמת המסך שכיחה יותר, כך מתחזק המודל האגרגטיבי ונחלשת רלבנטיות מודל האופציות. לעניין זה ראוי לציין כי חברות הדירוג התייחסו בעבר לקונצרן כחברה אחת, כך שהייתה האחדה של הדירוג במעלה הפירמידה. ניתן משקל רב להשפעות הרוחביות ולא ניתן משקל מספיק לעובדה שככל שמתרחקים מהנכס הריאלי הסיכון עולה, עובדה שמשתקפת כאמור בשיעורי התשואה שנבחנו בחברות פירמידליות בארץ.

#### דעות והערות שהועלו במהלך הדיון:

##### מדיניות מס

משטר המס בארץ מעודד הקמת חברות פירמידה, שכן הוא מאפשר העברת נכסים בין החברות ללא תשלום מס (פטור ממס על דיבידנד בין חברות). בחו"ל משטר המס הינו שונה, וזוהי אחת הסיבות לכך שמבני הפירמידות הינן תופעה שאינה נפוצה באירופה ובארצות הברית. בארה"ב לדוגמה, המס משולם ברמת הדוח המאוחד ולא ברמת החברות הבודדות (על בסיס דוחות הסולו שלהן) כפי שנהוג בארץ.

##### דירוגי אשראי

דירוג החברות יכול שיעשה על סמך הקונספציה של העבודה של פרופ' ברנע, קרי דירוג החוב של החברה בעלת הפעילות הריאלית, ולאחר מכן גזירת הדירוג של החברות במעלה הפירמידה, כאשר ככל שמתרחקים מהנכס (מחברת המטרה) הדירוג יהיה נמוך יותר. עם זאת, במסגרת הדיון הועלתה העובדה כי דבר זה אינו מיושם באופן אחיד על ידי שתי חברות הדירוג בארץ וקיימים מקרים בהם מתודולוגית הדירוג של האחת שונה מזו של רעותה. לעניין זה, עלתה הטענה שמנגד, והיא שמכיוון שהדירוג מייצג בסופו של דבר סבירות לחדלות פירעון (default probability), הרי שבמבנה פירמידלי ניתן לראות בחברות כמקשה אחת, וזאת לאור יחסי הגומלין ביניהן ובעל השליטה המשותף, יחסים אשר יכולים להוביל למסקנה שהסיכוי לחדלות פירעון של חברות המטה במבנה פירמידלי הינו זהה (יפשטו רגל ביחד). לעומת זאת, בעיני משקיע התשואות עבור החברות הינן

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שוונות, שכן הוא מביא בחשבון גורמים נוספים כגון מהירות ההשבה (recovery). חברות הדירוג בוחנות כל מצב לגופו ולעיתים מתייחסות לקבוצת חברות כמקשה אחת, וזאת על אף כללי הממשל התאגידי ועקרון היישות המשפטית הנפרדת. השאלה שעולה במקרים כאמור הינה האם מדובר בכישלון של הממשל התאגידי? במצב הדברים הקיים נראה לפחות כי קיים הבדל לעניין זה בין התיאוריה לבין המעשה.

#### שימוש במודל האופציות

המודל של Merton צריך לעבור התאמה על מנת שניתן יהיה להשתמש בו לצורך הערכת שווי ניירות ערך, וזאת מכיוון שבמקרים שבהם חברה נקלעת לקשיים בתשלום החוב לעיתים קרובות מתבצעים הסדרי חוב שלמעשה דוחים את מועד הפירעון, ובמונחי המודל מהווים הארכה של חיי האופציה.

בנוסף, יש לציין כי בשונה מאופציה, אשר יש לה מועד מימוש מוגדר, אורך החיים של מכשיר חוב יכול להתקצר באופן משמעותי, כאשר לדוגמה מכשיר החוב נדרש לעמוד באמות מידה פיננסיות (covenants) מסוימות.

#### רכישה ממונפת

רכישה ממונפת יוצרת לחץ לחלוקת דיבידנדים לבעל השליטה, על מנת לפרוע את החוב ששימש לרכישה. השאלה היא מי נהנה ומי מפסיד במצב זה? בעל מניות המיעוט הינו אדיש להחלטה האם יחולק דיבידנד או לא, מאחר והמיסוי בגין דיבידנד ורווחי הון הינו זהה. הנהנה הוא בעל השליטה המקבל את מרבית זרם הדיבידנדים (יעדיף חלוקה על מכירה בכדי לא לאבד את השליטה על החברה), בעוד שהמפסידים הינם בעלי החוב, שכן מקורות תשלומי החוב מידלדלים. בעולם מקובל שבמצב של רכישה ממונפת אשר עתידה לגרום למדיניות דיבידנדים אגרסיבית, יש לבצע פירעון של החוב הקיים וגיוס חוב חדש, תוך כדי מתן גילוי בדבר מדיניות הדיבידנדים החדשה שצפויה לשרור, וזאת על מנת למנוע פגיעה בבעלי החוב הנוכחיים אשר נכפה עליהם מצב חדש ושונה מזה ששרר בעת שהם הלכו כסף לחברה.

#### א-סימטריה במדידה

חוסר הסימטריה החשבונאי במדידת הנכסים והחוב, הנובע מכך שבעידן ה-IFRS ישנה מגמה הולכת וגוברת של מדידת נכסים בשווי הוגן בעוד שמדידת החוב מתבצעת לרוב באמצעות שיטת העלות המופחתת, מוביל לכך שישנו פער גדול בין ההון החשבונאי לשווי השוק, ועל כן עולה הטענה

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שיש לבחור בגישה אחידה לשני צידי המאזן, וליישם אותה. פתרון חלקי מתאפשר באמצעות תקן IFRS 9 המאפשר למדוד התחייבויות בשווי הוגן ולפצל את השינוי בשווי הוגן, כך שהשינוי בשווי הנובע משינוי באשראי הספציפי של החברה יזקף לקרן הון, ורק היתרה, הנובעת משינויים בגורמים חיצוניים, תעבור דרך דו"ח רווח והפסד. על ידי כך מנסים לצמצם את הנזק הנגרם בהצגת החוב בשווי הוגן, אשר כאמור הביטוי העיקרי שלו הינו רישום הכנסה במצבי משבר. ואולם השינוי בשווי הנובע מהאשראי הספציפי של החברה אמנם לא מופיע בדו"ח רווח והפסד אולם הוא מופיע בדו"ח על הרווח הכולל, שהוא הדו"ח החשוב מבחינת בעלי המניות, שכן הוא מציג את התמונה המלאה על תוצאות הפעילות של החברה. כמו כן, פתרון נוסף הקיים כיום ב-IFRS, הינו ייעוד התחייבות לשווי הוגן דרך רווח והפסד, במקרים בהם ההתחייבות נלקחה לצורך מימון של נכס הנמדד בשווי הוגן דרך רווח והפסד.

#### הערכת שווי נכסים - נקודות שעלו במסגרת הדיון

(1) בארץ מקובל להעריך שווי של נכסים באמצעות שיטת המכפילים ולא באמצעות DCF. בתקן IAS 40 ישנו סעיף 51 לפיו השווי ההוגן לא צריך לשקף שיפורים הוניים עתידיים. ניתן לכאורה להבין זאת בכך שבהערכת שווי הוגן אין להביא בחשבון זכויות עתידיות אפשריות בנכס (לצורך ההמחשה, זכויות בניה עתידיות על בניין), אולם ברור שזהו עיוות כלכלי, מכיוון שגם במידה וההסתברות שזכויות הבניה יתקבלו הוא רק 20%, הזכויות הנ"ל מוסיפות לשווי של הנכס ולכן סעיף זה אינו מיושם בפרקטיקה. בדיון עלתה טענה כי הערכות השמאים מביאות בחשבון את הפוטנציאל הגלום בנכס, במידה והן מתומחרות על ידי השוק, וזאת באמצעות השימוש בשיטת המכפילים שנשענת על עסקאות בשוק. כמו כן, עלתה טענה שמטרת הסעיף היא יותר למנוע ניצול לרעה של כללי חישוב שווי הוגן. כמו כן עלתה טענה שבתקן החדש IFRS 13 ישנה קביעה ששווי של נכס צריך לשקף ציפיות שהן legally permissible, קרי שצפוי ויש ראיות ברורות וחזקות לכך שהציפיות יתממשו, וכן שמימוש הציפיות אפשרי מבחינה חוקית. הנושא יועלה לדיון באופן מסודר באחד המפגשים הבאים של הפורום.

(2) בדוחות השמאים מוצגים שני שווים - שווי נכס מלא ושווי למימוש מהיר, כאשר ההפרש ביניהם הינו בסביבות 12%-15%. ההסבר להפרשים כאמור הינו שמימוש נכס, ובפרט נכסי נדל"ן, דורש זמן והכנה, ובמצב שבו בעל הנכס צריך לממש את הנכס באופן מהיר הוא נתון ללחץ והרוכש ינצל זאת על מנת להפחית את המחיר.

(3) הבחנה בין מחיר לשווי - שווי זוהי תפיסה, ויתכנו מספר שווים שונים עבור מספר רוכשים שונים, ולכן מחיר בעסקה מסוימת המשקף שווי עבור הרוכש המסוים, לאו דווקא מהווה שווי של

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

הנכס עבור משתתפי שוק אחרים. בכל קביעה של שווי יש לשאול את השאלה שווי למי, ולא לקבל את השווי כמספר אבסולוטי שלא ניתן לערער עליו.

(4) במסגרת הדיון הועלתה טענה כי בעולם של מדידה הכוללת אי וודאויות, בחישוב הערך של נכסים מגיעים לסטיות בחישוב (הנובעות מטעויות הערכה לעתיד או מרמות דיוק מימוניות מאוד גבוהות) ולכן השאלה שעולה היא איפה יש להכניס את הסטייה בעת החישוב ולא איך מגיעים לערך הנכון, מאחר וככל הנראה לא ניתן להגיע לערך הנכון. בהקשר זה נכללה גם התייחסות של רוי”ח שלומי שוב למונח שווי הוגן - מטרת השווי ההוגן החשבונאי הינה להיות האומדן הטוב ביותר האפשרי. מודל השווי ההוגן מתעלם מעקרון הזהירות מאחר והוא אמור לשקף מחיר של עסקה במהלך העסקים הרגיל בין מוכר מרצון לקונה מרצון.

#### סיכום

נראה שהקונספציה שהוצגה במאמר של פרופ' ברנע הינה מקובלת ויש להשתמש במודל האופציה להערכת ני”ע, כלומר שחוב במעלה הפירמידה הוא חוב נחות וככל שעולים במעלה הפירמידה פרמיית הסיכון גדלה. יש לציין שברמת הפרקטיקה הסיטואציות עשויות להיות שונות מההנחות הקיימות במאמר, ולכן חברות הדירוג מתייחסות לכל מקרה לגופו. לכן, יתכנו מקרים בהם החישוב יהיה בהתאם למודל האגרסיבי או בהתאם למודל משולב. התיאוריה במאמר מכוונת למצב שבו יש ממשל תאגידי מושלם, מצב שלא מתקיים במציאות של ימינו. לנושא שהוצג במאמר ממשק לנושאים אקטואליים ביותר בימים אלו, והדיון הרחב והמגוון שהתקיים בעקבותיו מוכיח עובדה זו.

כאשר מדובר בפרמידה שנוצרה כפועל יוצא מעסקת רכישת שליטה דוגמת בי קומיוניקשיין או אינטרנט זהב שמחזיקה במניות השליטה של בזק או סקילקס שמחזיקה במניות השליטה של פרטנר, אזי ברור לחלוטין שהגישה השניה לפיה ניתן לראות את סיכון האשראי כזהה לכל חברות הקבוצה, אינה נאותה. במקרה זה קיימת הבחנה ברורה בין סיכון האשראי של החברה המוחזקת לזאת של החברה המחזיקה גם על ידי חברות הדירוג וגם על ידי הבנקים ושוק ההון.

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת “פורום שווי הוגן” (FVF) Fair Value Forum היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, וזאת על רקע הוואקום המקצועי שנוצר בתחום השווי ההוגן לצרכי דוחות כספיים. הפורום משמש כקבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות המקצועיות, כפלטפורמה לשיתוף ידע מקצועי בתחום וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשתמשים בדוחות.

בפורום שהוקם במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, משתתפים הרשות לניירות ערך, המפקח על שוק ההון ונשיא לשכת רואי חשבון.

הפורום, בראשותם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורונ"ח שלומי שוב, סגן דיקן (חשבונאות), בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל כ- 25 מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה, המימון, האקטואריה, השמאות, ויתר הערכות השווי.

חברי הפורום מהווים אינטגרציה הבאה לידי ביטוי במספר מישורים: חיבור בין אקדמיה לפרקטיקה, חיבור בין השחקנים השונים לרבות מדווחים, אנליסטים ורואי חשבון מבקרים, חיבור בין תחומי הידע השונים הקשורים להערכות השווי ההוגן החשבונאיות, לרבות אקטואריה ושמאות.

הפורום יקיים מפגש חודשי על מנת לדון בסוגיות מקצועיות שנמצאות על סדר היום.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגריה המצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: [www.fvf.org.il](http://www.fvf.org.il)

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חברי הפורום (לפי סדר א'-ב'):

פרופ' רפי אלדור (המרכז הבינתחומי הרצליה), גיורא אליגון (אקטואר), רו"ח אלי אל-על (חברת שווי הוגן), רו"ח אביבית בן שמחון (KPMG סומך חייקין), רו"ח נבו ברנר, אבי בראור (אקטואר), ירון בלוח (לאומי פרטנרס), רו"ח דוד גולדברג (לשכת רואי חשבון), פרופ' דן גלאי (האוניברסיטה העברית), אלון גלזר (לידר ושות'), פרופ' צבי וינר (האוניברסיטה העברית), רו"ח דני ויטאן (KPMG סומך חייקין), רו"ח שחר זיו (זיו האפט BDO), רו"ח יובל זילברשטיין (גיזה זינגר אבן), רו"ח גיא טביביאן (ברייטמן אלמגור זוהר Deloitte), רו"ח רם לוי (Variance Economic Consulting Ltd), רו"ח גיל מור (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח רונן מנשס (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), חיים מסילתי (שמאי מקרקעין), רו"ח זאב נהרי (לאומי פרטנרס), פרופ' יורם עדן (המסלול האקדמי המכללה למנהל), רו"ח גל עמית (עמית חלפון), יוסף פישלר (שמאי מקרקעין), רו"ח צור פניגשטיין (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח אורן פרנקל (אלוני חץ), רו"ח דורון קופמן (נשיא לשכת רואי חשבון), רו"ח גדי קוניא (גזית גלוב), רו"ח עינת שפרלינג (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), שלי תשובה (טריגר פורסייט).

משקיפים:

עו"ד שיראל גוטמן עמירה (רשות ניירות ערך)

פרופ' עודד שריג (הממונה על שוק ההון)