

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 שלא בהכרח בציון שמות כל 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: 10 ביוני 2013

נושא המפגש: “פרמיית שליטה בעידן IFRS 13 : מהי והאם היא בכלל קיימת?”

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש יוני; Efficient and Inefficient Sales of Corporate ; Control: The Case of Going Private (Moran Ofir) , גיל קוטלר (משנה למנכ”ל גזית גלוב) - Control Premium.

אורחים שהוזמנו: מיקי בלומנטל (שותף מנהל, פאהן קנה ושות’), פרופ’ בני לאוטרבך (ראש הקתדרה ע”ש משפחת אקרמן לממשל תאגידי בישראל), פרופ’ אסף חמדני (האוניברסיטה העברית).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, יורם עדן, יוסף פישלר, רונן מנשס, צור פניגשטיין, ואדים פורטנוי, איציק מאיסי, אלי אלעל, אסתר סטנובסקי, קרן בנגלס שנער, אפרים דרור, אסף אדלר, ירון ייני, דב ספיר, שמוליק ויינשטיין, דרור גלאון, יוסף פישלר, גיא טביביאן, דני ויטאן, רפי אלדור, אלון גלזר, משה גדנסקי, מאיר סלייטר, סיגל יששכר, פיני שמואלי, עדי סקופ, רון מלכה.

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור, ליאור שחף.

## תכנית בחשבונאות

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

### רו"ח שלומי שוב

אנחנו במפגש האחרון של השנה האקדמית הנוכחית ונעסוק היום בפרמיית שליטה. לפרמיית השליטה יש זוויות רבות – כלכליות, חשבונאיות ומשפטיות. אני ארחיב תחילה על הזווית החשבונאית כדי ליצור טריגר לנושא כולו. לאחרונה התקבלה החלטה טנטטיבית של ה-IASB שקשורה ל-IFRS 13 לגבי איך מודדים שווי הוגן של מניות שליטה של חברה סחירה. קיימת תמיד התלבטות האם להוסיף על מחיר המניה בבורסה פרמיית שליטה כלשהי, או להסתכל על זה אחרת מאשר מספר מניות כפול מחיר למניה. ההחלטה קובעת שמדידת שווי הוגן של מניות שליטה נסחרות לפי IFRS 13, כלומר החל מ-1.1.13, מתבססת על מחיר מצוטט בבורסה של מניה בודדת. ההחלטה הזו הופכת את הנושא למאוד אקטואלי בדוחות הכספיים. למשל, אם אנחנו מדברים על מקרה של מדידה לפי IFRS 5 בו חברה מסווגת החזקה בחברת בת כמוחזקת למכירה. ראינו את המקרה הזה עכשיו בפרטנר וסקיילקס, אך הם הצליחו להתחמק מזה בגלל ש-IFRS 13 נכנס לתוקף רק ב-1 בינואר 2013 והם נדרשו לסוגיה בדוחות ליום 31.12.12 ממש רגע לפני. אין ספק שההחלטה הזו מעלה שאלות רבות גם מול דברים אחרים ב-IFRS כמו למשל ב-IFRS 3 שמדבר על הבחנה בין מדידה של שווי הוגן של זכויות מיעוט לבין מדידה של שווי הוגן של זכויות שליטה. חשוב לזכור כי IFRS 13 מחליף גם את המדידה של שווי הוגן לצורך ירידת ערך לפי IAS 36, ועלויות להיות לכך השפעות מרחיקות לכת.

מעבר להקדמה החשבונאית הזו, אנחנו חשבנו שנכון לקיים דיון על מה זו פרמיית שליטה, כיוון שאנשים רבים משתמשים במונח הזה, אבל למעשה מתכוונים לדברים אחרים. אין ממש הגדרה מסודרת לפרמיית שליטה. פרמיית שליטה היא לא בהכרח רק העברת משאבים מהמיעוט לשולט, אלא ההסתכלות של השולט על המניות באופן האופטימאלי שלהן, קרי, ניהול החברה באופן אופטימאלי. לצורך הדיון, נצא מנקודת הנחה כי מחיר הבורסה הוא מחיר פעיל, כמו כן אבקש להתעלם מסינרגיות ספציפיות לרוכש. צריך לזכור כי אנו דנים בפרמיית השליטה, לצורך חישוב השווי ההוגן, כלומר מנקודת ראות של משתתפי השוק ולא של רוכש ספציפי.

### פרופסור אמיר ברנע

אם זו ההגדרה, מדוע פרמיית השליטה מתמקדת רק בשולט? הרי גם המיעוט מקבל חלק בהטבות שינבעו מניהול אפקטיבי יותר.

## תכנית בחשבונאות

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

### רו"ח שלומי שוב

בטווח הארוך אני מסכים איתך, אך כרגע מחיר השוק עדיין לא מגלם את זה כי בעל השליטה רק קונה את השליטה ויתכנו פערי מידע.

הדיון הזה יכול להתפתח לכיוונים רבים, אבל כדי שהוא יהיה אפקטיבי יותר אנחנו רוצים להעלות את השאלה הכי בסיסית שיש – מהי אותה פרמיית שליטה? האם זו ההסתכלות מצד הרוכש, משמע על היכולת שלו להשפיע על הניהול, להחליף את ההנהלה, לשלוט על תזרימי המזומנים ועל מכירת החברה? לתשובות על השאלות הללו יכולות להיות השפעות מאוד מהותיות. למשל, האם ההחלטה המקדמית בביהמ"ש במקרה של מכתשים, שהובילה לפשרה מאוד משמעותית, היא נכונה או שגויה?

### פרופסור אמיר ברנע

אין לי הרבה מה להוסיף על ההקדמה, אבל אני רוצה להבין נקודה שהעלית – אני מבין שאדם ישלם יותר כשהוא רואה את הפוטנציאל בשיפור הניהול. אבל ברגע שהוא מצהיר על זה והמכירה מתבצעת מחיר המניה מתאים את עצמו לאינפורמציה הזו. אם השיפור לא מצטמצם לבעל השליטה, אלא מתפזר בין כל בעלי המניות, אז אולי הם צריכים להתחלק בהטבה הזו. אם הגורם לפרמיה הוא שיפור הניהול היא תהיה גבוהה ככל שדבוקת השליטה גבוהה. אם הגורם הוא הטבות לא יחסיות הפרמיה תהיה גבוהה ככל שהדבוקה הנדרשת קטנה יותר.

### רו"ח דב ספיר

הביטוי הזה הוא רק לשון מכובסת ל"להחליף את הניהול הכושל הקודם".

### פרופסור אמיר ברנע

בארה"ב מצבת השליטה היא שטוחה יותר לעומת הארץ, כיוון שבארץ יש רק בעל שליטה אחד ואי אפשר לרכוש שליטה (אולי רק דרך אג"ח). האם פרמיית השליטה לא נובעת מהעובדה שבארץ יש דבוקת שליטה שבידה השליטה, בעוד שבארה"ב בה החזקה מפוזרת בין גורמים רבים אי אפשר להבטיח שליטה.

## תכנית בחשבונאות

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

#### פרופסור יורם עדן

בהיבט הציבורי, ובמיוחד סביב ועדות הריכוזיות, היו הרבה דיונים סביב פרמיית שליטה וכל הזמן ציטטו מאמר של פרופסור לואיג'י זינגלס שבו ההסבר היה מהצד השלילי. לפי המאמר, שליטה מאפשרת נגיסה לא פרופורציונאלית מתזרים המזומנים. יש גם את ההסבר החיובי לפיו שליטה מאפשרת ניהול יעיל. אין בהכרח סתירה בין השניים. מה שמפריע לי בפרמיית שליטה זה שאנחנו עושים מאזנים מאוחדים. הרציונאל למאזנים מאוחדים הוא קיום השליטה, אז מה המשמעות של קיום השליטה? אם אין משמעות לגבי קיום שליטה, אז למה עושים מאזנים מאוחדים? הערה נוספת היא - האם הסיפור הזה מתיישב עם ההצהרה של ה-IASB שהוא הולך לקראת תקינה מבוססת עקרונות ולא כללים כאשר הוא מוסיף כללים בהם הוא קובע שלא לחשב פרמיית שליטה?

#### פרופסור בני לאוטרבך

ראשית, פרמיית השליטה בארה"ב היא בסדר גודל של 2-3 אחוז. זה שארה"ב מכתיבה את הכללים ואולי מעדיפה להתעלם מפרמיית השליטה זה לא אומר שהיא צודקת גם לגבי כלכלות אחרות כמו הכלכלה הישראלית.

#### פרופסור אמיר ברנע

2-3 אחוז משווי החברה. אם אתה יכול לרכוש חברה בעזרת רכישת 5% מהחברה, אז הפרמיה על החבילה שלך היא ענקית. גם אם צריך לקנות 10% כדי להשיג שליטה, עדיין מדובר בפרמיה ענקית.

#### פרופסור בני לאוטרבך

בנוסף לזה, ראוי לציין כי הרוכש משלם פרמיה מעבר למחיר השוק אחרי הודעת החלפת השליטה, כלומר פרמיה מעבר למחיר שלוקח בחשבון את הבעלים החדשים ואת תרומתם לרווחי החברה וכולי. אי אפשר להתעלם מהמציאות שיש פרמיית שליטה ולהגיד שלא משלמים על השליטה. לדעתי, הרוכש משלם את פרמיית השליטה בשביל טובות הנאה פרטיות שחלקן הן על חשבון החברה. יש ספרות שלמה על תיעול הון, משמע, איך מעבירים הון מהחברה לכיסים הפרטיים של בעלי השליטה או החברות שבידיהן, בין אם זה באופן גלוי או מתחת לפני השטח. יש מקרים שבהם טובות הנאה הן לא על חשבון החברה, כמו במקרים של השגת שליטה ממניעי אגו – התקשורת מדברת עליי כל הזמן ואני ממנה את מי שאני רוצה.

## תכנית בחשבונאות

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

#### פרופסור אמיר ברנע

תסכים איתי שהספרות המקצועית קובעת כי בדרך כלל הקשר בין פרמיית השליטה לממשל תאגידי קיים. עם ההתפתחות של ממשל תאגידי, פרמיית השליטה יורדת. הממצאים האמפיריים הללו מחזקים את העובדה שאי אפשר להפריך את הטענה שהפרמיה קשורה להסבר השלילי של נגיסה לא יחסית מהתזרים על ידי השולט ולא רק לשיפור הניהול.

#### פרופסור אסף חמדני

לדעתי פרמיית שליטה היא כל הדברים שהזכרתם ביחד. מהצד האקדמי יש מחקרים שמראים קורלציה בין הגנה על משקיעים לבין קיומה של פרמיית שליטה. אבל, המחקרים הללו מראים גם שיש שונות בין מדינות שונות. אם אנחנו מאמינים שבשוודיה אין פרמיית שליטה או שבארה"ב פרמיית השליטה נמוכה כל כך, אז למה באמת שמישהו ירצה להשיג שליטה? במיוחד לאור העובדה שלשליטה יש עלויות כמו נזילות פחותה. לפעמים לשליטה יש חשיבות פשוט בגלל שהיא נותנת שליטה. במילים אחרות, אם אני חושב שאני יודע איך לנהל חברה ואני רוצה לקבל את ההחלטות ולא השוק (המשקיעים), אז דווקא בגלל שיש א-סימטריה של המידע מול השוק אני אהיה מוכן לשלם על היכולת לקבל החלטות. יש את הדוגמה של הנרי פורד: בשתי חברות בהן הוא רק היה מנהל הוא לא הצליח להגשים את התכנית שלו לשיפור הדגם לצורך ייצור המוני, ואז הוא החליט לפתוח את פורד שבה הוא היה בעל שליטה. דוגמה נוספת היא קרנות הפרייבט אקוויטי בארץ שאנחנו שומעים שהן קונות שליטה בפרמיה ולאחר זמן מה הן מוכרות בפרמיה. קשה לייחס להן תועלת פרטית משליטה במובן המקובל.

#### רו"ח שלומי שוב

אגב, לגבי הקרנות הפרייבט אקוויטי, הן מוגדרות כיום ב-IFRS כישויות השקעה והדוחות הכספיים שלהם לא מבוססים על איחוד, אלא על מדידה לפי שווי הוגן שלא כוללת פרמיית שליטה, לאור ההחלטה של IASB כאמור. כלומר במצב ששילמו פרמיית שליטה על חברה ציבורית היא תירשם כהפסד ב- DAY 1.

#### פרופסור אסף חמדני

יש משהו מאוד מעגלי בין השאלה של הזכויות שיש לאדם שמחזיק מניות לבין השאלה כמה זה שווה. לדוגמא: גם בארה"ב שבה אין פרמיית שליטה חלוקת דיבידנד פרו-רטה זה לא ניגוד עניינים ובעל השליטה יכול לעשות את זה מתי שהוא רוצה. לכן, בארה"ב העניין של התזמון הוא בעל שווי

## תכנית בחשבונאות

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

כלכלי לבעל שליטה: בעל השליטה יכול להחליט מתי לחלק דיבידנד בהתאם למזומנים שיש בידו וזה לא יגרום לבעיה משפטית.

#### רו"ח שלומי שוב

אתה מדבר על שווי רגשי או סובייקטיבי של השליטה וכשאנחנו מתארים שווי הוגן אנחנו רוצים שהוא יהיה זהה לגבי כל הצדדים.

#### פרופסור אסף חמדני

העלינו מקודם את הדוגמה של קרנות הפרייבט אקוויטי. קשה להסביר מדוע הקרנות הללו מחזיקות שליטה כאשר מדברים במונחים של שווי סובייקטיבי. לעומת זאת, קל להבין את זה כאשר מדברים על אדם שרוכש שליטה בקבוצת ספורט.

#### רו"ח ירון יני

יש בעל שליטה בפרייבט אקוויטי. בישראל בייחוד, אין משמעות לחברות, יש רק פרסונות. אריסון עשתה הסכם עם מישהו, אין משמעות איזו חברה בפנים. כל השיחה על מחיר מניה היא לא רלוונטית כי אין פה בכלל שוק הוגן. כל כיוון ההשקעה במניות בישראל הוא מוטה אנשים. יש פה חברות גדולות שקונות מניות של אנשים. אז בהגדרה אתה יוצר דיפרנציאציה במחירים בשוק.

#### פרופסור אסף חמדני

נקודה אחרונה שרציתי להעלות היא שאם אני מחזיק את רוב המניות אי אפשר להכריח אותי למכור. יש היום קיים שמתנהל שקשור ל"הוט" בו היא הפכה לחברה פרטית. לחלק מבעלי מניות המיעוט שם הייתה זכות חוזית למנוע מהחברה להפוך לפרטית. בעל השליטה שילם להם מחיר שונה מזה של שאר בעלי המניות בשל הזכות הזו. בעלי המניות האחרים תובעים כי הם אומרים שהם גם צריכים לקבל את אותו מחיר. אותו היגיון חל גם לגבי בעל השליטה. חלק מהזכויות של בעל השליטה זה שאתה לא יכול להכריח אותו למכור את המניות. גם לזכות הזו יש שווי.

#### פרופסור אמיר ברנע

יש נקודה שהייתי רוצה להעלות – האם פרמיית שליטה גבוהה היא כשלעצמה הוכחה לכך שהמיעוט נעשק?

## תכנית בחשבונאות

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

### פרופסור אסף חמדני

אני חושב שככל שהפרמיה יותר גבוהה זה הופך להיות יותר חשוד.

### רו"ח שלומי שוב

אם אני מפרש את מה שאתה אומר נכון, אז אתה אומר שקיים גם מרכיב כזה וגם מרכיב כזה. דווקא המרכיב של המכירה מתקשר עם מה שהעלינו קודם לגבי שליטה בתזרים המזומנים והדיבידנדים.

### רו"ח צור פניגשטיין

אני מסכים עם מה שאמיר אמר בהתחלה לגבי ניהול טוב יותר, בעיקר בקרנות הפרייבט אקוויטי שמאמינות שהן יעשו את זה יותר טוב ולכן משלמות פרמיית שליטה. אני מאמין, וזה מבוסס גם על מחקרים וגם על הפרקטיקה, שככל שמשטר תאגידי משתפר, פרמיית השליטה קטנה. יש מחקר שנעשה בשנות ה-90 שעשתה הרשות לני"ע שהראה שבארה"ב פרמיית השליטה היא הכי קטנה ובאיטליה הכי גבוהה מבין המדינות המערביות. הנימוק היחיד שאני רואה לקיומה של פרמיית שליטה זה בהקשר של מימושים, למשל דרך דיבידנד. אני לא חושב שזה כל כך משמעותי מבחינת האחוז מהשווי הכולל של החברה ולכן, לפחות בישראל, שבה השליטה היא במנות גדולות, בניגוד לארה"ב, אני נוטה להמעיט ולא להגדיל. יש גם נקודה אתית – שמדובר בהערכות שווי בעסקאות עם בעל עניין, נדמה לי שבהרבה מקרים זה לא יהיה נכון ציבורית לקחת את עושי המיעוט בחשבון גם אם זה נכון כלכלית. לפי דעתי זה מה שעמד בפני בית המשפט במקרה של מכתשים.

### פרופסור אמיר ברנע

נניח שמחושב DCF לחברה שיש לה בעל שליטה מזוהה. הסכום שאני מקבל ב-D CF כולל את פרמיית השליטה? איך הסכום שקיבלתי מתחלק בין בעלי המניות בחברה? בהערכת DCF, אם אני מחליט שהשליטה היא 10%, אז צריך להוסיף את השווי של ה-10% לשווי של ה-51%. אם המשיכה על ידי השולט היא של דמי ניהול מופרזים למשל, אז ה-D CF שמחושב לאחר דמי ניהול לא יכלול את פרמיית השליטה.

### רו"ח שלומי שוב

ברצוני להוסיף- כשרוצים להעריך את מניות השליטה, איך בכלל מחשבים את ה-10%?

## תכנית בחשבונאות

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

#### ד"ר צור פניגשטיין

אם אני בכלל אעשה את זה, אז אני צריך להעריך כמה שווה השליטה ולהוסיף את זה, כמו שאמיר אמר. בפרקטיקה אני אעשה את זה רק אם אני רואה באופן אמפירי שיש שליטה.

#### רו"ח פיני שמואלי

נניח שאני מעריך שווי כשבעל שליטה קיים. בעצם דיברנו על זה שההטבה מהשליטה נגזרת מהרבה גורמים שנמצאים מחוץ ל-DCF כמו שכר. אם אני מחשב שווי למשקיע פוטנציאלי אז אני לוקח בחשבון גורמים מה-DCF ומחוץ ל-DCF. זאת התיאוריה, אך בפועל, לא מקובל להגדיל את שווי החברה מעבר ל-DCF ואז אנחנו חוזרים חזרה לנקודה שהעלה אמיר. אם אנחנו מסתכלים מבחינה אמפירית, ההטבות שנגזרות לבעל השליטה לא נמצאות בתוך ה-DCF.

#### רו"ח שלומי שוב

אני לא כל כך מצליח להבין אתכם. בואו נדבר על הערכות שווי לצורך דוחות כספיים. אני לא זוכר שנתקלתי בתוספת ל-DCF כאשר מחשבים מניות שליטה והערכות שווי לצורך דוחות כספיים ולחלופין בדיסקאונט ל-DCF כאשר מחשבים מניית מיעוט. האם זה נובע מכך שזה לא פוליטיקלי קורקט?

#### רו"ח ירון ייני

שלומי, דלק נדלי"ן מכרה את קניון חיפה. הם חושבים שהם מיצו את הסכום שניתן להפיק מהקניון. מי שקנה חושב שהוא יכול להפיק יותר. בנכס מניב, אין את הקונוטציות של בעל שליטה ומיעוט. באלפי נכסים תמיד יש את הצד שחושב שהוא מיצה ואת הצד שחושב שהוא יכול להפיק יותר.

#### יוסף פישלר

במקרה הזה, הוא ישיב את הנכס לכולם ולא רק לעצמו. אולי יש סיבה לכך שהוא משלם יותר, אבל הוא יעשה ערך לכולם. מה שכן קיים בדוגמה שלך, זאת העובדה שאולי יש לו את השילוב והיכולת לסינרגיה עם עסקים אחרים בבעלותו. אותו אדם ימשוך את הניהול למערכות האחרות שברשותו ופה למעשה מתבטאת פרמיית השליטה שלו כי זה דבר שאדם אחר לא יכול לקבל.

#### פרופסור יורם עדן

## תכנית בחשבונאות

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

בפרקטיקה כן מוסיפים ל-DCF. נניח שיש לי 60%, אני מחשב שווי של 100% וגוזר ממנו את ה-60%. אחרי זה אני מוסיף עוד כמה גורמים ומגיע לשווי של 63%. מבחינה תיאורטית, אם אתה אומר שה-DCF הוא 100% ופרמיית השליטה היא 10%, אז יש פה שני שווים – 90% לכולם ו-10% רק לבעל השליטה. אם אתה מחזיק 50%, זה יוצא שהשווי שברשותך הוא לפי 55% - חצי מה-90% ועוד ה-10% ששייכים רק לבעל השליטה.

#### רו"ח אלי אל-על

בהקשר של שווי שליטה, אפשר לחשוב עליה בעזרת שלושה רכיבים: הראשון, סינרגיה חיצונית שמטבע הדברים לא נכנסת ל-DCF. רכיב שני הוא הרכיב של “עושה המיעוט”, לרוב אנחנו מניחים שהעסקאות בתוך החברה נעשות בתנאי שוק ומכיוון שאין לנו מידע על עסקאות שנעשות שלא בתנאי שוק אנחנו לא מתייחסים לכך בכלל. הרכיב השלישי זה רכיב הניהול, שנכנס לתוך ה-DCF. בכנס שבו השתתפתי נתנו דוגמה של חבורת אנשים שרוצה להיכנס לרכב. השאלה היא מי הנהג, מי ינווט ומי יישב מאחור. לכל אחד יש חווית נסיעה שונה וכל אחד ישלם בהתאם לחוויה שהוא רוצה.

#### פרופסור בני לאוטרבך

שתי הערות – לתיעול יש שלושה סוגים. הסוג הראשון הוא תזרימי, כלומר לקחת מהתזרים, השני הוא תיעול נכסים שבו בעל השליטה קונה ומוכר נכסים כרצונו ובמחיר שהוא רוצה והשלישי הוא תיעול הוני שבו שעושים כל מיני עסקאות הוניות עם החברה במחירים לא הוגנים, למשל, הנפקה פרטית או הנפקת זכויות שנעשית בעיקר בזמני שפל בגלל שהם יודעים שהציבור לא ישתתף כי הוא מפחד להוציא כסף בשעת משבר.

הערה שנייה – תחרות מוחקת הכול. בסביבה תחרותית, כמו קניון שהוא עסק תחרותי, אין טובות הנאה משמעותיות.

#### רו"ח ירון ייני

אבל תמיד יש מישהו שקונה ויש מישהו שמוכר. יש ראיית עולם לאנשים – האחד חושב שהוא לא יכול לעשות יותר ערך מהנכס והשני חושב שהוא דווקא כן. אני מנסה להגיד שלא בכל מקרה צריך להגיד שמדובר בטובות הנאה, ברוע או בתיעול, יש גם השקפות שונות.

#### רו"ח שלומי שוב

רון, האם אתה מוכן לקבל הערכת שווי לצורכי דוחות כספיים שלוקחת יותר מהשווי של ה-DCF?

## תכנית בחשבונאות

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

#### רו"ח רונן מנשס

אני יודע לחיות עם זה. מחשבים את זה לפעמים ממחקרים לגבי פרמיית שליטה מקובלת, מעסקאות אחרות וכדומה. אני ראיתי בחברות ציבוריות שהתבססו על תוספת של 10% שהייתה שרירותית לגמרי רק משום שהיא הייתה נכונה במקומות אחרים. בחומר הרקע שגיל גוטלר הביא לנו יש דוגמה מחברה קנדית שהוא השתלט עליה והיה לה ניהול כושל שעשק את החברה. עלתה פה הטענה שאם יש מישהו שחושב שהוא יכול להפיק יותר ערך, אז השוק כבר יסגור את הפער הזה. אני ראיתי מקרים שבהם השוק נתן שווי נמוך יותר וזאת משום שהשוק רוצה לראות שאכן הרוכש יכול להפיק את הערך שהוא חושב שהוא יכול להפיק. אולי לאחר כמה שנים, שהשוק יבין למה הרוכש שילם יותר הוא יתמחר את זה וככל הנראה יסגור את הפער. אי אפשר לבדוק את זה כי השוק זה.

#### רו"ח דני ויטאן

אני חושב שצריך להבדיל בין הוספת פרמיית שליטה לבין עסקה שהייתה בשוק. ייתכן שלא מדובר בפרמיית שליטה, אלא ב-minority discount. כלומר, המיעוט או הציבור לא רואה את הערך המלא בגלל בעיית המידע וגורמים אחרים שמביאים לכך שהמחיר בשוק אינו משקף תמיד את חלקו של המיעוט ב-DCF המלא. זה מאוד שכיח להוסיף פרמיית שליטה למחיר העסקה או למחיר מניה בשוק, אבל, ברמה הפרקטית, לקחת את ה-DCF ולחלק אותו בצורה אחרת אני חושב שאף אחד, בטח בחברה ציבורית, לא ירצה להודות שיש חלוקה לא שוויונית. אף אחד בחברה ציבורית לא יודה שהוא לוקח יותר מהמיעוט.

#### פרופסור אמיר ברנע

נניח שישנו משקיע שמוכן לשלם על חברה שיש בה מזומן של 100 שקל יותר מ-51 שקל בשביל 51%. האם זה אומר שהוא הולך לעשוק את המיעוט בצורה כלשהי או שזה בגלל שהוא חושב שהוא יכול להפיק יותר ערך מה-100 שקל הללו?

#### רו"ח דני ויטאן

מה שאתה אומר אמור להיות כבר כלול ב-DCF. התזרים העדיף שהוא יכול להפיק יילקח בחשבון בעת ביצוע ה-DCF.

## תכנית בחשבונאות

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

#### רו"ח מיקי בלומנטל

אפשר להסתכל על הדברים מבחינה אחרת ולאו דווקא במונחים של טוב ורע. אני חושב שכשבעל שליטה שולט בפירמה רמת הוודאות שיש לו לגבי הפירמה יותר גבוהה מזו של הציבור. תיאורטית, אפשר להגיד שיש פה שני זרמים ושני DCFים בשיעורי הון שונים. מכיוון שלי יש רמת ודאות יותר גבוהה, בהכרח ה-DCF שלי יהיה עם שיעור הון יותר נמוך ולכן חלקי יותר גבוה. לא ראיתי אף אחד שמודד את זה כמו שאני אומר עכשיו. מה שאני אומר מקופל מתחת לדרכי המדידה האחרות האמפיריות. פילוסופית יש פה שני שיעורי הון שונים: לבעל השליטה שיעור הון א' ולציבור ב' כאשר שיעור ההון של בעל השליטה נמוך יותר.

#### פרופסור אמיר ברנע

זה בניגוד לספרות המקצועית. איזו ודאות יש לבעל השליטה בניגוד לאחרים?

#### רו"ח מיקי בלומנטל

כבעל שליטה, אני הודאות של עצמי. אם אני צריך לסמוך על משהו אחר זה שונה מאשר אם אני צריך לסמוך רק על עצמי.

#### פרופסור בני לאוטרבך

זה מנוגד לתורת המימון הבסיסית. משקיע מהציבור מפזר את הסיכון שנובע מהחברה שלך בין השקעות שונות ואילו אתה, כבעל שליטה, חשף 100% לסיכון שנובע מהחברה שלך וגם לסיכון השוק.

#### ירון ייני

אני רוצה להתייחס למה שמיקי אמר – כשאני בא לקנות חברה אני רואה פחות סיכון מאחרים. בנוסף, אני ממש לא סומך על אנשים שאני משקיע אצלם. אני רואה ומוכן לקחת את הסיכון כל עוד אני בעל הבית. אני רוצה להשתמש בכסף שלי איך שאני רוצה ולא להפקיר אותו בידי אחרים. בהתייחס לסוגיית פיזור הסיכון, אנחנו כל הזמן רואים שמה שלמדנו כל הזמן משתנה. כל אלו שפיזרו את הסיכון שלהם על ידי רכישת נכסים ברומניה, פולין וצ'כיה לא יצא להם כלום מהפיזור.

#### רו"ח ודים פורטנוי

מה שאני רוצה להגיד בהקשר הזה זה כשאתם מדברים על פרמיית שליטה, גם בארץ יש מקרים לשווי חיובי של החברה. גם במקרה של IDB כשנוחי קנה אותה רמת הניהול הייתה נורא פאסיבית.

## תכנית בחשבונאות

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

בעסקת סלקום שהוא עשה הוא לקח חברה בבעלות משותפת והכניס משקיעים פיננסיים. לכל אחד מהגורמים הוא נתן מחיר שונה אשר שיקף את יתרון השליטה שהוא קיבל בחברה. קחו את גרניט הכרמל – כשעזריאלי קנה אותה היא הייתה במצב של פשיטת רגל ולאחר הרכישה הוא הוריד את עלויות הניהול והציל אותה. השאלה היא האם פרמיית השליטה הזו מגיעה לציבור או לא. כלומר, האם בהערכות שווי לצרכים חשבונאיים אנחנו מכניסים את שווי השליטה או לא. מסתבר שבכמה וכמה PPA יש ייחוס של חלק מהשווי לשליטה.

#### פרופסור אמיר ברנע

נניח כדוגמה היפותטית שעזריאלי מנהל את גרנית הכרמל בצורה אופטימאלית. כשהוא ימכור את השליטה למישהו אחר, האם תהיה פרמיית שליטה?

#### רו"ח ודים פורטנוי

כןראה שכן.

#### פרופסור בני לאוטרבך

לגבי עזריאלי, קבוצת גרניט הכרמל הנפיקו בבורסה את טמבור ב-93 במחירי שיא רגע לפני המפולת הגדולה. לאחר מכן, הם מחקו את טמבור ב-2001 במחירי שפל בגלל המשבר העולמי. ב-2005 הנפיקו אותה מחדש לאחר התאוששות השוק. ב-2008 היה משבר נוסף והם ניסו ולא הצליחו למחוק אותה, אך ב-2012 מחקו אותה שוב בעקבות המשבר האחרון. זה שבעל השליטה מוצלח בניהול החברה, לא אומר שהוא לא מוצלח בלהפיק טובות הנאות נוספות מהשליטה מלבד ניהול החברה.

#### פרופסור אמיר ברנע

הנקודה הובנה. כשהתבקשו להגדיר מתודולוגיה להערכת שווי IDB התלבטנו היכן ממוקמת פרמיית השליטה במבנה של פירמידה? האם משורשרת לכל אורך הפירמידה או רק בחברה שמעל החברה הריאלית?

#### פרופסור אסף חמדני

הנקודה האתית שהוזכרה קודם מובילה לשאלה אחרת שהיא בתפר שבין הצד הכלכלי לבין הצד המשפטי. השאלה היא מה השימוש שאתה הולך לעשות בהערכת השווי. לדוגמה, כל הנושא של minority discount, אם אתה עושה את הערכת השווי של DCF לצורך חישוב שווי הוגן כדי לתת סעד הערכה, שם בית המשפט קובע במפורש שאתה לא עושה minority discount. ביהמ"ש לא יגיד

## תכנית בחשבונאות

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

לעולם משהו כמו “אתה עשקת את המיעוט ולכן כשאנחנו נחשב את שווי מניות המיעוט אנחנו נתחשב בכך ונעשה discount”. ביהמ”ש נמצא בבעיה אתית כי הוא זה שקובע את הסטנדרט. אם אתה מגיש חוות דעת לביהמ”ש לחדלות פירעון, אתה חייב לייחס את כל הערך הזה לחברה אחת למעלה. אחרת משתמע שלבעלי השליטה במעלה הפירמידה מעבירים את הערך לעצמם במישרין.

#### רו”ח אלון גלזר

בחברות אחזקה, החברות למעלה, אחרי המטה ואחרי המס, כמעט תמיד נסחרות ב-discount. לדעתי בסוף הפתרון הוא שפרמיית השליטה נמצאת בחברה למטה.

#### פרופסור אמיר ברנע

איזה פרמיית שליטה יש ל-IDB פתוח בבעלות על דיסקונט השקעות?

#### רו”ח אלון גלזר

דמי הניהול שהיא יכולה לקחת מדיסקונט השקעות ומורידה את הערך של דיסקונט השקעות. זו תוספת ל-DCF לדעתי. אני לא ראיתי בשום חברת אחזקות, חוץ מאלו שנסחרות במחירים נמוכים מאוד, שנותרים שווי כזה.

#### רו”ח פיני שמואלי

זה אולי גם מראה שאין פרמיית שליטה כי אם מצד אחד אנחנו מתייחסים למוטת הניהול כאל השקעה, ומצד שני אנחנו אומרים שהמנהלים האלה כאלו דגולים שיש פה פרמיית שליטה כל כך גדולה, אז איפה זה בא לידי ביטוי בצד החיובי? אנחנו חוזרים שוב לצד השלילי, כי אם המנהלים כאלה דגולים, לפי מה שאתה אומר זה בא רק למטה.

#### פרופסור יורם עדן

אם זה נכון, אז מה קורה עם ג'נרל אלקטריק? היא חברת אחזקה שאם תבדוק את השווי שלה, הוא יותר גדול.

#### פרופסור בני לאוטרבך

לגבי IDB פתוח, אחד התיעולים הוא תיעול נכסים. אז הוא (נוחי) יכול להציע למישהו לקנות את כלל ביטוח. יש לו את היכולת לקבוע איזה נכס למכור ואיזה נכס לקנות.

## תכנית בחשבונאות

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

#### פרופסור יורם עדן

מה שמוזר לי זה שכל העסקאות האלה שאתה מתאר קיבלו את אישור האסיפה הכללית מצד בעלי המניות הלא נגועים. איך זה יכול להיות שהם אישרו את העסקאות האלה בהנחה שמדובר בשוק יעיל?

#### פרופסור אמיר ברנע

מה שאני הבנתי מהדיון עד עכשיו הוא שאתם אומרים שחלק מההטבות לבעל השליטה מופיעות כהוצאות ב-DCF, כלומר ב-DCF אנחנו לא כוללים אותן. לפי מה שחלקכם אמרתם, צריך להחזיר את כל האלמנטים האלה חזרה ל-DCF, לחשב את ה-DCF מחדש ואז לחשב את פרמיית השליטה מתוכו. כלומר, ייתכן שאנחנו עושים טעות היום כשאנחנו מעריכים את ה-DCF כ-100%, כולל פרמיית השליטה.

#### פיני שמואלי

ההנחה שלך פה היא שבעל השליטה באמצעים מניפולטיביים כאלו או אחרים יוצר ערך מוסף. הדרך לאמוד את זה היא בעייתית, איך אתה תאמוד את שכרו של מישהו שעושה את דברו של בעל השליטה?

#### ירון ייני

אני רוצה להתייחס לכמה דברים: האמירה המרומזת פה זה שבגדול כולם נוכלים ומחפשים קומבינות. זה גורם נזק גדול לשווי השוק ולאמון של המשקיעים ולכן אני מציע שלא להעלות האשמות כאלו, גם לא בחצי חיוך. כמו שאמרתי, יש פה שיקולים אחרים, כמו ראיית עולם, פסיכולוגיה, אנשים קונים כי הם יכולים ועוד. לא כל השיקולים בהשגת שליטה הם כלכליים.

#### יוסף פישלר

אני אתן לך דוגמא – נניח שמליסרון קונה את קניון רמת אביב ומשלמת פרמיית שליטה ובצדק. למה בצדק? כי יש לה עוד 8 קניונים והיא יודעת שמי שיגיע לרמת אביב היא יכולה לגרום לו להגיע גם לבאר שבע.

#### רו"ח שלומי שוב

זו לא פרמיית שליטה שאנחנו מדברים עליה, זהו מרכיב סובייקטיבי או ערך שימוש כפי שניתן לקרוא לזה. זה כמו ששופרסל קנתה את קלאבמרקט. זה השווי של הסינרגיה ואני רוצה לבדד אותה מהדיון. זאת בכלל לא פרמיית שליטה.

## תכנית בחשבונאות

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

### סיגל יששכר

אני חושבת שאחד הנושאים המעניינים בנושא פרמיית שליטה בישראל זו השליטה בבנקים. לדעתי, צריך לעשות discount על השליטה בבנקים, כיוון שכל הפרמטרים שעלו פה בנושא של תיעול, כמו חלוקת דיבידנד, זה מעוקר במקרה של בנקים כשהשליטה על הדיבידנד היא מאוד נמוכה. הנזילות של הנכס היא גם דבר הרבה יותר מורכב בבנקים וגם הרגולציה על השליטה עצמה, כמו העלאת השליטה מ-20% ל-30% למשל, פוגמת בערך של הנכס ואת זה אני אף פעם לא ראיתי מקבל ביטוי בדוחות הכספיים.

### רו"ח שלומי שוב

זה באמת מקרה של פרמיית אגו. יש אנשים שקונים שליטה בבנק כדי לזכות במוניטין.

### עדי סקופ

אני רוצה להביא דוגמה מהשוק למה לא תמיד פרמיית השליטה באה על חשבון המיעוט. לפני קצת פחות משנה, נרכשו 50% מכלל תעשיות על ידי לן בלוטניק תמורת 1.3 מיליארד שקל. המחיר של העסקה היה גבוה ב-20%-15% מהמחיר בשוק. מה קרה למחיר השוק אחרי העסקה? מחיר השוק לא התיישר לא למעלה ולא למטה. אפשר להגיד שמחיר השוק היה מחיר הוגן לפני ואחרי העסקה, למרות ששולמה פרמיית שליטה.

### רו"ח שלומי שוב

יכול להיות שאנחנו צריכים לנטרל בעסקאות כאלה את הכוח שאתה מקבל מול גורמים אחרים במשק. למעשה בעל השליטה בחברה כזו גדולה משיג גם שליטה בשוק והיא מהווה עוד נכס של בעל שליטה.

### דובר

אני באופן אישי מסכים עם הדעה שהוזכרה קודם לפיה, בהערכות שווי המשמשות בסיס לדוחות הכספיים, אין להוסיף דבר ל-DCF וכל ההנחות, לרבות פרמיית השליטה, מגולמות בהנחות שעומדות בבסיס.

בנוסף, לעיתים הפרמיה שמשולמת מעל המחיר הבורסאי לאו דווקא מייצגת פרמיית שליטה אלא משקפת את העדר הסחירות בבורסה ואת כך שאולי מחיר המניה לא מייצג. בתחילת הדיון הוזכרה ההחלטה של ה-IASB בנוגע ליחידת המדידה – יכול להיות שההסבר העומד בבסיס ההחלטה שלהם להצמד למחיר הבורסאי ללא פרמיית שליטה הוא שלא תמיד ניתן לאבחן בין מצבים שהפרמיה אכן

## תכנית בחשבונאות

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

מייצגת פרמיית שליטה לבין מצבים בהם הפרמיה מייצגת העדר סחירות ואז מדובר כבר ב- level 2 שנחות מ- level 1.

הוזכרו כאן מקודם הוכחות אמפיריות לכך שיש עסקאות שבהן קיימת פרמיית שליטה, אבל מנגד, לכאורה, יש גם הוכחות הפוכות. בתקופה האחרונה בוצעו עסקאות משמעותיות בהן חברות מכרו בבורסה אחוזים בודדים מחברות סחירות בשליטתם וטענו לאיבוד שליטה והכרה ברווחי פייס 2. כלומר, בהנחה ולא מדובר במניפולציה, אותן חברות, במהלך עסקי מודע, החליטו למכור את השליטה בבורסה ללא פרמיית שליטה.

#### פרופסור אמיר ברנע

אני קצת מבולבל מהתפיסה החשבונאית לגבי פרמיית שליטה. לפי החשבונאות, סמנני השליטה יש להם השלכה לגבי איחוד הדוחות, כלומר, אם פעם הייתי צריך 51% כדי לאחד דוחות היום לא צריך בהכרח, אלא אפשר להסתמך על סמנני שליטה כגון זכות מינוי דירקטורים וכדומה. דרך איחוד החשבונאות מכירה במשמעות של השליטה. הרי אין סיבה לאחד את המיעוט אם אין לי שליטה. מצד אחד החשבונאות הרחיבה את המסגרת של ההכרה בשליטה ומצד שני היא לא מכירה בפרמיית שליטה? נניח שנכס עובר ממצב שבו אני שולט למצב שבו אני רוצה למכור אותו, אני צריך להוריד את השווי שלו רק בגלל ההחלטה הזו?

#### רו"ח גיא טביביאן

בוא ניקח את האבסורד לרמה גבוהה יותר – קרן פרייבט אקוויטי שהזכיר אסף היא בדיוק הדוגמה המתאימה. לפי ההחלטה הטנטטיבית הזו של ה-IASB, קרן פרייבט אקוויטי שתרכוש 51% מחברה לפי שווי שוק ותשלם בנוסף גם פרמיית שליטה והמחיר בבורסה לא יעלה בעקבות הרכישה יש לה הפסד ב-day1, כי השווי ההוגן זה לפי הבורסה.

#### פרופסור אמיר ברנע

אגב, תיזהרו ממדידת פרמיית השליטה על ידי ההפרש בין מה ששולם למניה לבין מחיר הבורסה. גם שיעור אוגדת השליטה חשוב בחישוב של פרמיית השליטה באחוזים משווי החברה. אם אני קונה מניה אחת והיא מעניקה לי את השליטה, תהיה לי פרמיה ענקית ביחס בין שווי מניה זו לבין שווי מניית מיעוט גם אם שיעור פרמיית השליטה הוא נמוך משווי החברה.

#### רו"ח דב ספייר

למה אתה קושר בין הזכות לאחד דוחות כספיים לבין ההוכחה שקיימת פרמיית השליטה?

## תכנית בחשבונאות

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

#### פרופסור אמיר ברנע

אנסה להסביר. אם יש ממשל תאגידי כזה שמבדיל בין הקומות בפירמידה ואז אין פרמיית שליטה, אז מה משמעות האיחוד? הרי אין לי השפעה על הנכס לפי הגישה הזו.

#### רו"ח דב ספיר

אז אולי באמת לא צריך לאחד.

#### פרופסור אמיר ברנע

אבל הקביעה החשבונאית היא שצריך לאחד, אז כנראה שיש סיבה לכך.

#### רו"ח שלומי שוב

אני מחזיק בדעה לפיה לא בטוח שהדוחות המאוחדים הם הדבר הנכון לעשות ובמיוחד בחברות החזקה.

#### רו"ח דב ספיר

לא כל מה שכתוב בתקנים אני מקבל כתורה מסיני. בהרבה פעמים אני חושב שאין הצדקה לאיחוד. למשל, היה כסף בתדיראן אבל לא היה כסף בכור, אבל לא היה ניתן להעביר אותו. האם יש הצדקה לאיחוד? יש בעייתיות באיחוד. זה כמו המצב הנוכחי ב-IDB.

#### רו"ח גיא טביביאן

שלומי, אתה אמרת שלדעתך הסינרגיה של בעל השליטה באה לידי ביטוי ב-value in use. אני חושב שההגדרה של שווי הוגן ב-IFRS13 כן לוקחת בחשבון את האלמנט הזה ולא רק ה-value in use.

#### רו"ח שלומי שוב

ההגדרה הזו לוקחת סינרגיה של משתתף שוק ולא סינרגיה ספציפית. למשל, אם ניקח את הדוגמה של קלאב מרקט. שופרסל הציעה סכום שגובה ב-500 מיליון שקל מההצעה השנייה בתור, זה נובע מהסינרגיה ששופרסל רואה ברכישת קלאבמרקט. כנראה ששאר המציעים ראו סינרגיה שונה, אם בכלל.

נחזור לעניינינו, אנחנו רוצים להגיע למסקנות ואנחנו נמצאים, לכאורה, במצב בעייתי מכמה סיבות: ה-IASB אומר לנו להסתכל על מחיר המניה, אבל כולם אומרים שיש פרמיית שליטה וב-DCF של הערכות שווי לצורך דוחות כספיים אמרנו שבפרקטיקה לא מוסיפים הטבות שנובעות לבעל

## תכנית בחשבונאות

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

השליטה מהשליטה. אני בכוונה מרכז את הבעיות כי אני רוצה שהחשבונאים יעזרו לכולנו להבין איך מתמודדים איתן.

#### רו"ח גיא טביבאן

יש סתירה פנימית בהחלטה של ה-IASB. לגבי ה-unit of account, שזו לדעתי הסוגיה העקרונית, תהיה ההשקעה בכללותה ולא מניה בודדת. לכאורה, המסקנה המתבקשת מכך היא שיש לקחת פרמיית שליטה. אבל ה-IASB באו ואמרו שאם זה סחיר בבורסה, אז תיקח את מחיר הבורסה. אני חושב שההחלטה הזו נבעה מכך שהם פשוט העדיפו את האובייקטיביות והפשטות. במקרים רבים אותה פרמיית שליטה נובעת ממחשבה שונה לגבי השווי. אני חושב שהדוגמה הכי פשוטה זה שברגע שיש הצעת רכש, המחיר קופץ וזה גם לגבי המיעוט. זה רק מראה שלבוא ולמדוד את פרמיית השליטה ביחס למחיר הבורסה זה לא בהכרח מדויק. אם בעל השליטה חושב שהשליטה שווה יותר, ולא מתוך כוונה לעשוק את המיעוט, אז זה בסדר גמור.

#### ירון יני

זה גם המחיר לחבילה. המחיר למניה בודדת והמחיר לחבילה זה מחיר שונה. השאלה היא גם מה גודל השחקנים. אם מדובר במכירות של מיליארד ומשהו, כמות השחקנים מוגבלת.

#### פרופסור אמיר ברנע

אני אשמח לדעת איך תופיע כלל ביטוח במאזן של אי די בי פתוח.

#### רו"ח שלומי שוב

כעיקרון, לפי IFRS5 כדי לסווג את כלל ביטוח במאזן של הרבעון השני כמוחזקת למכירה צריך סבירות של highly probable שהמכירה תתבצע ויהיה איבוד שליטה בה. במקרה כזה לפי הפרשנות החדשה של ה-IASB השווי ההוגן של מניות כלל ביטוח, לא יכול לכלול פרמיית שליטה מעבר למחיר השוק. השאלה היא האם פסק הדין הזה הוא סימן ל-highly probable. לדעתי לא מדובר ב-highly probable, שאני מזכיר לכם שהכוונה בכך היא למעל 90%, ולכן היא לא תסווג כמוחזקת למכירה.

#### דובר

בנוסף למה ששלומי ציין צריך לזכור שהחברה כללה הערת עסק חי בדוחותיה האחרונים. כלומר, היא הגיעה למסקנה שלא ניתן לקחת את מכירת כלל ביטוח כ"גורם מקל" כי אין סבירות מספקת להשלמת מכירתה. השאלה היא האם סביר שתהיה הערת עסק חי בדוחות ובמקביל כלל ביטוח

## תכנית בחשבונאות

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

תוצג כמוחזקת למכירה כי יש סבירות גבוהה (highly probable) למכירתה תוך שנה. על פניו נראה ששתי הקביעות הללו לא יכולות לדור יחד.

#### פרופסור אמיר ברנע

זה נושא מעניין. היה לנו דיון על הערת עסק חי ונעשתה הבחנה בין הערת עסק חי לבין לסולבנטיות. אם חברה בתהליך מימוש נפרדת מנכסי ליבה, יכול להיות שמימוש הנכסים ועמו הערת עסק חי יביא לעודפי מזומנים גבוהים בחברה סולבנטית.

#### פרופסור אסף חמדני

בהקשר IDB, לפני כשנה נידונה הצעת חוק בנושא הבראת חברות. הנוסח המקורי קבע שחברה יכולה לבקש הבראה בלי עילה ונושה יכול לבקש הבראה של חברה רק אם יש עילת פירוק. נציגי הבנקים בכנסת מתחו ביקורת על א-הסימטריה הזו ובסופו של דבר ירד התנאי שהנושה צריך להראות חדלות פירעון וההחלטה נשארה בידי בית המשפט. במקרה של IDB השופט אמר שהוא לא חייב להכריח בנוגע לחדלות פירעון ונתן עוד זמן כדי שהצדדים יוכלו לתפור את העסקה הטובה ביותר לשניהם.

#### פרופסור אמיר ברנע

אם אני נושה שבא לבית משפט ואומר שהחברה חדלת פירעון בעיני, האם אין נזק לחברה מהתהליך הזה? הרי זה יכול להימשך שנים.

#### פרופסור אסף חמדני

בדיון האחרון שהייתי פה דיברנו על כך שהרבה מהנושאים בהם אנחנו דנים בהם נובעים מן העובדה שלהרבה מאגרות החוב שהונפקו לא היו קובננטים. אם לאג"ח של אי די בי פתוח היו קובננטים כמקובל היום אז לא הייתה בעיה. בית המשפט נדרש היום להתמודד עם האופן שבו השוק התנהל בעבר.

עוד דבר אחד, תוך כדי הדיון אני חושב שהצלחתי להבין מדוע ה-IASB החליט את מה שהחליט. צריך לזכור שבאירופה יש בעיה למכור מבלי לשתף את המיעוט בפרמיית השליטה. אחד ההבדלים בין השליטה האירופאית לזו האמריקאית והישראלית זה ה-equal opportunity rule לפי צריך לתת הצעת רכש לכולם באותו מחיר אם אתה רוכש מעל 30%. לכן יכול להיות שבאירופה, כאשר

**תכנית בחשבונאות**

**”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum**

רוצים למכור חבילה צריך לשתף את כולם בכל מקרה. בשוק כזה זה באמת יותר הגיוני להתבסס על המחיר בבורסה.

## תכנית בחשבונאות

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

#### על הפורום:

מטרת “פורום שווי הוגן” (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בראשותם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, סגן דיקן (חשבונאות), בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

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

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

## תכנית בחשבונאות

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

משתתפי הפורום (לפי סדר א'-ב'):

רו"ח לילי איילון (רשות החברות הממשלתיות), פרופ' רפי אלדור (המרכז הבינתחומי הרצליה),  
 גיורא אליגון (אקטואר), רו"ח אלי אל-על (חברת שווי הוגן), פרופ' צבי אקשטיין (המרכז  
 הבינתחומי הרצליה), 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'), רו"ח עידו גליל (הפיקוח על הבנקים, בנק  
 ישראל), 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), סיגל יששכר (מידרוג), רו"ח רם לוי (Variance Economic Consulting Ltd),  
 מר איציק מאיסי (אלון ריבוע כחול), 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 (בנק  
 ערבי ישראלי), רו"ח דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), 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 יזהר קנה (פאהן קנה ושות'), רו"ח עינת  
 שפרלינג (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), פרופ' עודד שריג (הממונה על שוק ההון, ביטוח  
 וחיסכון, משרד האוצר), שלי תשובה (טריגר פורסייט).