

סוגיות נבחרות מתוך פורום שווי הוגן 2012



תבור כלכלה ופיננסים בע"מ
Tavor Economic Consultants Ltd.

פורום שווי הוגן הוקם בכדי לתרום לאיכות המידע
בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בסוגיות
מקצועיות הקשורות לשוק ההון

הפורום משמש כקבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק
בסוגיות מקצועיות כפלטפורמה לשיתוף ידע מקצועי
בתחום וכ-Best Practices למדווחים, לרואי חשבון
ולמשתמשים בדו"חות

פרמיית שליטה ותקן IFRS13

מהו IFRS13?

תקן חשבונאי המגדיר מהו שווי הוגן - המחיר שהיה מתקבל במכירת הנכס או מחיר שהיה משולם בהעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה.

למה הדבר דומה? לחלוקת מושבים באצטדיון- כלל המושבים זהים, ומציעים נראות זהה למשחק.

כך ערכן של כלל המניות בתאגיד זהה.



מהי פרמיית שליטה?

מחיר עודף אשר שולם על המניות המקנות שליטה.

למה הדבר דומה? למושב בשורה הראשונה באצטדיון, בו ניתן לעמוד על המעקה,

או לתפוס את כדור המשחק.

כך ערכן של מניות השליטה עבור בעל השליטה

גבוה מערך המניות הרגילות.



לכאורה יש סתירה...

איך ייתכן שלנכס מסוים (מניה בחברה/מושב באצטדיון) יש ערך זהה
מחד ושונה מאידך?



שילוב הגישות- היוון זרמי DCF שונים

שילוב הגישות בא לידי ביטוי בהיוון של שני זרמי מזומנים שונים- אלו הנובעים מהמניות הרגילות ואלו הנובעים ממניות השליטה. כלומר, נקבע את פרמיית השליטה, נחסר את שווי החברה ומשווי זה נגזור את שווי המניות ללא שליטה.



למה הדבר דומה? לשתי צורות שונות לצפייה במשחק- במושבי האצטדיון או בג'קוזי...

מדוע קיימת פרמיית שליטה?

1. הסבר חיובי- פרמיית שליטה מאפשר ניהול יעיל- כפי שקורה בקרנות פרייבט אקוויטי (- כגון קרן פימי)- תשלום פרמיית שליטה, ייעול החברה ומכירתה במחיר גבוה יותר.
2. הסבר שלילי- שליטה מאפשרת "נגיסה" לא פרופורציונאלית מתזרים המזומנים- צריכת שכר וטובות הנאה פרטיות.
3. סינרגיה לפעילות בעל השליטה- לעסקים נוספים של בעל השליטה או אפילו ערך מוסף במדיה ומוניטין בעל השליטה.

מדוע פרמיית השליטה בישראל (27%)
גבוהה ביחס לפרמיית שליטה בעולם (14%)?

הקשר בין סולבנטיות, כושר פירעון והערת עסק חי

יכולת פירעון - יכולתה של החברה לעמוד בהתחייבויותיה
בטווח הנראה לעין

מקובל לבחון את יכולת הפירעון לפי NAV
= (Net Assets' Value)

נכסים- התחייבויות

מניות

במידה וקיים ספק ביכולת הפירעון של החברה
בעתיד הנראה לעין- מוצמדת לחברה הערת עסק חי

"הגישה הדו-שלבית"

בשלב ראשון מוסיפים גילוי בביאורים לדו"חות, בנוסף להפניית תשומת הלב של רואה החשבון למצב הכלכלי של החברה. רק בשלב שני, בד"כ אחרי שהמצב הכלכלי כבר מדרדר ובסמוך להסדר החוב- מתווספת לדו"חות הערת עסק חי

ביאורים בדו"ח הכספי ← הערת עסק חי

"אפקט פיגמליון"

הערת עסק חי מורידה את דירוג החברה ויוצרת בעיה בהתנהלות החברה מול ספקים וגופים שונים אחרים, ויוצרת כדור שלג שעלול להביא את החברה לחדלות פירעון, הנובעת מעצם פרסום הערת עסק חי

הערת עסק חי ← חדלות פירעון

על מנת לצמצם את בעיות התהליך מוצע:

• העברת משקל האזהרה מהביאורים בדו"ח להערת עסק חי

מאחר והערת עסק חי אמורה לשקף ספק של החברה לעמוד בהתחייבויותיה, יש להעביר את משקל הספק הראשוני מהגילוי בביאורים בדו"ח לשלב הערת העסק החי.

• הערת עסק חי- תפקיד ההנהלה ולא רואי החשבון!

רואי החשבון מבצעים בחינה היסטורית, וההנהלה צופה פני העתיד. משום כך, גילוי נאות בנוגע לספקות של החברה לעמוד בהתחייבויותיה אמורה להיות של ההנהלה ולא רואי החשבון.

יישום הצעות אלו אמור לתקף את הערת העסק החי, להפוך

אותה לשלב חשוב בתהליך, ולא צעד בדרך להפיכת החברה

לחדלת פירעון

תפקיד המומחה בהסדרי חוב: היבטים מימוניים

בהסדרי חוב של בעלי אג"ח עם חברות ובעלי שליטה, ימונה מומחה מטעם ביהמ"ש שיחווה דעתו על הסדר החוב המוצע

נקודות מרכזיות בתיקון:

1. שינוי מהותי בתנאי אג"ח מחייב מינוי מומחה לבחינת הסדר החוב, לקראת הגעה לביהמ"ש
2. מינוי מומחה מטעם ביהמ"ש לבחינת תוכנו של הסדר החוב, תוך הגדרת רכיבי החובה הכלולים בכל הסדר חוב

אבולוציה של התיקון

מאחר ולא משתלם למשקיעים מוסדיים לנהל את הסדרי החוב- ביהמ"ש
נרתם לסייע



ביהמ"ש הפך לחותמת גומי- מאחר ואין לו את הכלים הפרקטיים להוות צד
במו"מ



תפקיד המומחה הוא לשלב בין הדברים- לשמור על האינטרסים של מחזיקי
האג"ח מחד ולהפעיל שיקולים רחבים ולקחת בחשבון את נושיה האחרים
של החברה מאידך

מיהו "הלקוח"?

בעלי האג"ח



ביהמ"ש

החברה

• אינו מומחה...

המומחה יהיה איש עסקים אינטרדיסציפלינרי, המסוגל לשקול את כלל השיקולים ולהביא לפתרון יצירתי לסכסוך באופן שישרת את כל הצדדים.

לדעת הפורום, יש צורך בבניית הכישורים הדרושים מהמומחה ועל בסיס זה לבנות קבוצה ראויה של מומחים.

• אינו בורר...

תפקידו של המומחה לחוות דעתו על כדאיות ההסדר, אך לא להחליף תהליך של משא ומתן בין הצדדים.

כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן שלאחר תיקון 20?

עיקרי התיקון:

תיקון 20 דורש גילוי נרחב של תכניות התגמול בחברות ציבוריות והבאת תכנית התגמול להצבעת בעלי המניות (מבוסס על חקיקה דומה בחו"ל - Say on Pay)

התיקון מגדיר:

•ועדת תגמול

•מי יהיו החברים (לפחות שלושה דירקטורים, כל

הדח"צים יהיו חברים בוועדה ויהוו רוב חבריה)

•תפקידי ועדת התגמול – "החלטה ממליצה"

סוגיות:

- כיצד יראה תגמול המנהלים בישראל בעידן שלאחר תיקון 20?
- בעיית הסוכן? ומהו המדד הנכון לבחינת יעילות ניהולית (הכנסות/רווח/נכסים)?
- מדדים קצרי טווח לעומת מדדים ארוכי טווח?
- השימוש בחברות ייעוץ כדוגמת אנטרופי – יעיל?

- מדדי וענפים **מדדי הבורסה בת"א ובעולם**
- מסנן קרנות **בחר את הקרן המתאימה לך**
- מסנן מניות **איזה מניות מתאימות לך**
- השוואת מניות **השווה ביצועים לפי בחירתך**
- מילון מושגים **רצית לדעת והתבישת לשאול**



by Taboola

סרטונים מומלצים

זים בתי היוקרה נפוד מהנכס שלו: ביקש 53 מ'...

דגם פאר לסיני המיליארדר

למה לסכן את הכסף בבורסה? keren-kels.co.il

סלינגר לחברות הביטוח: איך אושר המענק ליו"ר מגדל?

מנהלי כלל, הראל והפניקס נדרשו לנמק מדוע אישרו מענק פרישה נוסף של 1.5 מיליון שקל לאהרון פוגל, בניגוד להמלצה של חברת הייעוץ אנטרופי. האוצר יבדוק את דרכי קבלת החלטת ההצבעה ואת מעורבותם של גופים חיצוניים בהליך

חלי בינדמן 06:54, 30.10.13

Like 0 +1 0

ניזולטר iPad פייסבוק מני לעיתון

חלק ממנהלי חברות הביטוח ובתי ההשקעות קיבלו לפני מספר ימים אי-מייל חריג בתוכנו שעלויו חתום פיני שחר, סגן בכיר לממונה על שוק ההון. דורית סלינגר, ומי שעומד בראש המחלקה המאיימת ביותר על הגופים המוסדיים — מחלקת האכיפה והפיקוח באגף.

- קראו עוד בכלכליסט:
- למה בלאומי החליטו לתמוך דווקא במענק של פוגל?
 - הסיפור המופלא על ערבות הדדית
 - המתחרים של מגדל סידרו ליו"ר הפורש מענק בניגוד להמלצת אנטרופי

ל"לכלכליסט" נודע כי שחר פנה ישירות למנכ"לים, ודרש הסברים לאופן קבלתה של ההחלטה לאשר מענק פרישה נוסף בגובה 1.5 מיליון שקל לאהרון פוגל, יו"ר מגדל (609.2 ₪). הפורש שחר ביקש להבין כיצד התקבלה החלטת ההצבעה, האם היה גורם חיצוני שהמליץ לחברת הביטוח לגבי אופן ההצבעה, ואם אמנם היה גורם כזה, מדוע בחרו לקבל או להתנגד להמלצתו. מדובר במהלך חריג שבו אגף שוק ההון בוחן התערבות בהצבעה של גוף מוסדי ומנסה לתהות על קנקנה.

כבר בסוף ספטמבר היתה אמורה מגדל לקיים אסיפת בעלי מניות כדי להביא לאישור מענק פרישה מיוחד בגובה 1.5 מיליון שקל לאהרון פוגל, היו"ר שפרש מתפקידו בסוף ספטמבר. מדובר היה במענק מיוחד שהתווסף למענק בגובה דומה שלו זכאי היה פוגל מכוח הסכם ההעסקה שלו. אלא שחברת הייעוץ אנטרופי, שממליצה בפני גופים המוסדיים על אופן הצבעה באסיפות כלליות של חברות שבהן משקיעים אותם גופים, ניסתה לטרפד את אישור המענק המפנק.

אנטרופי, שעובדת עם חמש חברות הביטוח הגדולות — מגדל עצמה, כלל, הראל, הפניקס ומנורה, המליצה לגופים המוסדיים להתנגד למענק הנוסף בטענות כי אינו נכלל

דורית סלינגר
צילום: לע"מ

- #### תגיות קשורות לכתבה
- דורית סלינגר
 - הממונה על הביטוח
 - מגדל
 - אהרון פוגל
 - דני נוה
 - תגמול
 - מענק פרישה
 - פיני שחר
 - אנטרופי
 - כלל
 - הפניקס
 - מנורה
 - הראל
 - מוסדיים

- #### מניות קשורות לכתבה
- מגדל ביטוח

בחירת העורכים

עט בשקל?
אחרי המזון והסולור: רמי לוי מנסה לרכוש את אופיס דיפו



המלצות הגולשים בפייסבוק

Log In Log in to Facebook to see your friends' are doing.

האוצר רוצה לקחת את הרכב הצמוד ל-70% מאנשי הקבע
140 people recommend this.

אנחנו ה-66% שמשלמים עבור 10% מהחוסכים לפנסיה
141 people recommend this.

בשק יום הדין של רשות המסים
84 people recommend this.

יכשל או יצליח? הבנק הקואופרטיבי הראשון בישראל יוצא לדרך
263 people recommend this.

Facebook social plugin

תוכן שיווקי - מאמרים בנושא תמ"א 38

יצד לחשב זכויות בניה?

ב-4 בפברואר 2010 תוקן חוק התמ"א בתיקון הידוע כתמ"א 38 תיקון 2.



מימון פרויקט תמ"א 38

גלובלינקס התחדשות עירונית דואגים לך לבית חזק ואיתן בישראל



תמ"א 38 עושים רק עם מומחים !!



צילום: נמרוד גליקמן

אהרון פוגל

באחרונה קמה ביקורת ציבורית שנוגעת לבעייתיות שנוצרה בעקבות תיקון 20 לחוק החברות, שקובע כי גם שכר של מנהלים שכירים יובא לאישור בעלי מניות המיעוט. תיקון זה מציב את מנהלי הגופים המוסדיים בדילמה, כאשר הם הפכו לאלו שמכריעים לגבי חבילת השכר של מנהלים קולגות שלהם, אשר יהיו אמורים בתורם לאשר או לשלול מהם הטבות שכר.

כך למשל סערו הרוחות כאשר חברות הביטוח ובהם הפניקס, הראל ומגדל בחרו לאשר לפני חודשים ספורים את חבילת השכר של יו"ר כלל ביטוח דני נוח, חרף ביקורת ציבורית נגד המינוי של מי שנתפש כמקורבו של בעל השליטה — נוחי דנקנר. אלא שבמקרה של נוח, המוסדיים הצביעו בהתאם להמלצת אנטרופי ואילו המקרה של פוגל הוא זה שהדליק נורות אדומות אצל אנשי הפיקוח.

מה דעתך על מניית מגדל ביטוח:



לדף מניית מגדל ביטוח

בעקבות המקרה של דני נוח התבטא עו"ד אבי ליכט, המשנה ליועמ"ש והתריע כי יש אפשרות של התערבות רגולטורית בנושא הצבעת מוסדיים לשכר קולגות: "דרוש בדיק בית אצל הגופים המוסדיים. כי אם בודקים את הדרך שבה הם מצביעים, עולה שאלה לא פשוטה לגבי ההתנהלות שלהם בנושאי שכר. יש חשש שהיד שלהם תהיה רכה באישורים, כדי להנציח את המבנה הבעייתי של השכר, אבל חשוב מאוד שהמוסדיים יעמדו במשימה שהוטלה עליהם".

צוין כי גם בית ההשקעות פסגות וקופות הגמל של אלטשולר שחם וכך גם בנק לאומי שהחזיק באותה עת במניות מגדל הצביעו בעד המענק לפוגל, אך בניגוד לשלושת חברות הביטוח מדובר בגופים שלא משתמשים בשירותיה של חברת הייעוץ אנטרופי וקיבלו החלטה עצמאית. עוד יצוין כי גופים שהתנגדו למענק, דוגמת בתי ההשקעות אקסלנס, מיטב-דש, אנליסט וחברות הביטוח מנורה ואילון לא קיבלו פניה מקבילה מהאגף.

רוצים לדעת איזו מניה עדיפה? כנסו למנוע השוואת המניות של כלכליסט

תמ"א 38 אנשי הניר

לחצו כאן לפרטים נוספים

MONKEYTECH Agile Mobile & Web Development

לחצו כאן לפרטים נוספים

40% פחות לדירה במגדל ברמת גן



דירות 4 או 5 חדרים מ-1,363,000 ש"ח לחצו לפרטים <

סובלים מפסוריאזיס?



לקבלת מידע עדכני המותאם לכם אישית לחץ לפרטים <

סדרת העל שכל העולם מחכה לה



סוכני S.H.I.E.L.D רק ללקוחות yes

שיעור ההיוון של התחייבויות ארוכות טווח לעובדים

IAS19

מהי הריבית בה יש להוון את ההתחייבויות
לעובדים?

אג"ח קונצרני ("שוק עמוק") / אג"ח ממשלתי

$$PV = FV \cdot \left(\frac{1}{(1 + R)^n} \right)$$

טיעונים בעד השימוש בשער היוון של אג"ח ממשלתיות:

• Risk-Free

• שיקוף ערך הזמן של הכסף

טיעונים נגד השימוש בשער היוון של אג"ח ממשלתיות:

• משברים פיננסיים גורמים להגדלת הפער בין אג"ח קונצרני ואג"ח ממשלתי

• שימוש באג"ח ממשלתי עשוי להביא להגדלת ההתחייבות החברה, הגדלת ההתחייבות עשויה להביא להעלאת מחירים לצרכן

פתרונות אפשריים:

- קביעת ריבית קבועה המשקפת את הטווח הארוך (למשל ריבית בנקים)
- היוון דו שלבי – לזמן הקצר (5 שנים) ניתן להוון לפי שיעור התשואה של אג"ח קונצרני (בשל קיום של "שוק עמוק"), ולזמן ארוך להוון לפי שיעור התשואה של אג"ח ממשלתי בהיעדר "שוק עמוק".

שאלות שנשארות פתוחות:

- האם ניתן להשתמש באג"ח גלובלי?
- מהו "שוק עמוק"? האם מתייחס למידת הסחירות, נזילות או מגוון המכשירים הנסחרים בו?
- מהו הגוף הרגולטורי בישראל שאחראי לקבוע האם השוק של אג"ח קונצרני באיכות גבוהה הינו "עמוק"?