



בכל ספר לימוד במימון ובכלכלה, כתוב ששוי יש לחשב במונחי ברוטו (לפני מס רווח הון ומס דיבידנד)

מעריך השווי **רועי פולניצר** מסביר מדוע באיזון משאבים כל השוויים צריכים להיות על בסיס לפני מס ולא לאחר מס.

הוא הדין גם לגבי האקטוארים יוצאי חברות הביטוח וקרנות הפנסיה אשר מחשבים את השווי האקטוארי של זכויות פנסיוניות מסוג DC על ידי היוון תשלומי הפנסיה העתידיים בחזרה להיות. מדובר בטעות נוראית שנועדה אך ורק להצדיק את שכר טרחתם. הבעיה היא שאותן קולגות שלי שנכנסים כרגע לתחום איזון המשאבים הם ברובם רואי חשבון בעצמם (הלא אמרתי שהם באים מתחום הערכות השווי לצרכים חשבונאיים), כך שסביר יותר שהם יתיישרו לפי אחיהם רואי החשבון ולא לפי.

באשר לשאלה של אותן קולגות האם יש להעריך את שווי החברה נטו או ברוטו, ובמילים אחרות האם יש להפחית משווי החברה מס רעיוני שתשלם החברה בעתיד במקרה של מכירה, אעיר רק כי על פי חוק יחסי ממון, בן הזוג שהוא הבעלים של נכס בר איזון חייב לשלם לבת זוגו מחצית משווי של הנכס בר האיזון שבבעלותו נכון למועד הקרע. התשלום לבת הזוג צריך להיות במונחי ברוטו לפי המחיר כעת (מחיר השוק), הואיל ותשלומי המס (מס רווח הון ומס דיבידנד) לא באו לעולם, וספק אם יבואו לעולם, ואם ינוכה כעת מס רעיוני מחלקו של בת הזוג בתשלומי האיזון, הרי שסכומי המס הללו ישארו בידי בן הזוג ויטיבו עמו. קל וחומר, אם מועד הקרע הוא כמה שנים לפני מועד עריכת חוות הדעת ואז ניתן להיווכח שגם יום לאחר מועד הקרע הנכס לא נמכר לצד ג' ולא שולם מס בגינו.

שגויה היא הטענה שנשמעת מפי עורכי דין ורואי חשבון לפיה כאשר "קונה מרצון" רוכש מ"מוכר מרצון" חברה מסוימת הוא כבר מקפל בהערכת השווי שלו את האפשרות שהוא ימכור את החברה בעתיד ויקבל בעבורה כסף שיחויב במס, ולכן הוא מביא זאת בחשבון בשווי שהוא רואה לפניו. חשוב להבין כי הגישה המימונית להערכת מניות רואה בפירמה כ"עסק חי" והיא מבוססת כאמור על היוון התזרים הכספיים העתידי הצפוי לבעלי המניות. על פי גישה זו שווי (מחיר) מניה (תחת ההנחה המשקיע מחזיק במניה לנצח) שווה לערך הנוכחי של כל זרם הדיבידנדים הצפוי מהמניה לנצח, במונחי ברוטו ללא מס דיבידנד וללא מס רווחי הון, אך לאחר מס חברות.

לפיכך, כאשר הערכת שווי של חברה מבוצעת על יסוד תפיסת שווי (Premise of Value) הנקראת "עסק חי", הרי שמעריך השווי אומד את שווי הפעילות העסקית של החברה, בין אם במתודת ה-DCF ובין אם בשיטת המכפיל, על ידי היוון אינסופי (באמצעות נוסחת גורדון) של התזרים המייצג של החברה (במתודת ה-DCF החל משנה 6 ועד לנצח מהוון בחזרה להיות או בשיטת המכפיל החל משנה 1 ועד לנצח מהוון בחזרה להיות). רוצה לומר- אם מעריך השווי מעריך את שווי החברה ברוטו על בסיס ערכה

הנוכחי לאינסוף (∞), הרי שהוא לא מביא בחשבון לא את האפשרות של מכירת המניה בעתיד על ידי המחזיק בה ולא את הצפיפות של המחזיק בה לרווחי הון עקב מכירה זו.

הבהרה: במונחי ברוטו פירושו לאחר מס חברות ולפני מס רווח הון ומס דיבידנד/ריבית.

מחיר ממש כפי ששמים על דירה, שגם שווי דירה הוא לעולם במונחי ברוטו לפני מס (שכן), נכון למועד קרע נתון. על פי פרופ' יוסף, אם עושים איזון בכסף (קרי, איזון בחלופת ההיוון בסכום חד פעמי), שזה כשלעצמו נתון להחלטת הצדדים בלבד, אז הצדדים יחליטו מהיכן מביאים כסף בכדי לתת לצד השני. במידה ואין כסף נזיל אז בד"כ מתקיים סוג של משא ומתן בין עורכי הדין על עלות הון ללקיחת הלוואה לצורך הקיזוז, אבל כל זה לא שייך כלל לעבודת מומחה באיזון משאבים.

לעניין מס רווחי הון עבור מניות חברה, מאחר ואיזון מניות בין בני זוג אינו שקול לאירוע מכירת מניות (כי אין אירוע מס אגב גירושין) הרי שאין לנכות מס רווח הון בגין איזון מניות החברה בכסף. מאחר ומכירת מניות החברה בפועל על ידי בעל המניות לצד ג' תתקיים, ככל ותתקיים, אי שם בעתיד, הרי שאין דרך מדויקת להערכת שווי סכום המס בהווה. כמוכן שמבחינה אקטוארית אם רוצים לתת ביטוי למס רווח הון או אז יש להביא בחשבון הן את העובדה שמש רווח הון אמור להיות משולם אי שם בעתיד (בעת מכירת המניות לצד ג') והן את הסיכון שמש רווח הון לעולם לא ישולם (נניח שבעל המניות ימות והוא יורש את מניותיו לשאריו). לפיכך, מבחינה אקטוארית תחת הנחת "מרחב הסתברות אחיד" ששימוש ב-25% מתשלום מס רווח הון כיום מהווה אומדן סביר לתשלום מס רווחי הון העתידי (50% בגין ההסתברות שהמס אכן ישולם כפול 50% בגין היוון תשלומי המס העתידיים באמצעות שיעור היוון מסוכן מהעתידי להווה). יחד עם זאת, חשוב להבין שעל פי הפרקטיקה המימונית אין לנכות מס רווחי הון משווי המניות באיזון משאבים, אלא להציג את שווי המניות במונחי ברוטו, כמקובל בספרות הכלכלית המקצועית. לעניין מס דיבידנד עבור מניות חברה, מורי ורבי טוען שמדובר למעשה ב"עלות ההון" או ב"מחיר הכסף" אך לא בחלק אינטגרלי מקביעת השווי ועל כן אין לנכות מס דיבידנד משווי מניות. על פי פרופ' יוסף, אם עושים איזון בכסף (קרי, איזון בחלופת ההיוון בסכום חד פעמי), שזה כשלעצמו נתון להחלטת הצדדים בלבד, אז הצדדים יחליטו מהיכן מביאים כסף בכדי לתת לצד השני. במידה ואין כסף נזיל אז בד"כ מתקיים סוג של משא ומתן בין עורכי הדין על עלות הון ללקיחת הלוואה לצורך הקיזוז, אבל כל זה לא שייך כלל לעבודת מומחה באיזון משאבים.

הנקודה השנייה שלי נועדה לכל הקולגות שלי מתחום הערכות שווי לצרכי דיווח כספיים ע"פ תקני ה-IFRS וה-US GAAP ששנכנסים במימים אלה לתחום הערכות השווי לצרכי איזון משאבים (עקב הדה רגולציה של רשות ני"ע לעניין יישום תקני ה-IFRS כדי להקל על החברות הציבוריות בישראל) ששואלים אותי האם עליהם להעריך את שווי הפנסיות, קופות הגמל, ביטוחי המנהלים וקרנות ההשתלמות נטו או ברוטו, ובמילים אחרות האם יש להפחית משווי הפנסיות מס רעיוני בגין משיכה שלא כדן. להם אני בא ואומר שמדובר בפרקטיקה פסולה שמקורה בקרב רואי חשבון שרק רוצים להצדיק את קיומם על ידי החדרת סוגיית המס לתוך חוות הדעת האקטוארית (על כן, על האקטואר לכתוב בחוות הדעת שלו שהסכומים חושבו בברוטו וכי לצורך קבלת נתוני נטו יש לפנות ליועץ מס. אקטואר אינו תחליף ליועץ מס).

מזה עשור שנים שאני מבצע תחשיבים אקטואריים והערכות שווי לצרכי גירושין. בכל פעם כשאני עורך חוות דעת אקטוארית לצרכי איזון משאבים לעניין השווי האקטוארי של זכויות פנסיוניות מסוג DC (קופות צוברות כספים, Defined Contribution Funds), אני נשאל על ידי הצד שמרבית המשאבים הכלכליים מרוכזים אצלו (קרי, הצד ששווי זכויותיו הפנסיוניות של הצד השני) מדוע זה אינו מנכה מס רעיוני בגין משיכה שלא כדן (בשיעור של 35%) מהסכומות הפנסיוניים שלו או לכל הפחות את עלות הריבית בגין הלוואת גישור רעיונית שנועדה לממן את איזון הזכויות הפנסיוניות שלו בכסף (קרי, בחלופת האיזון) חלק "שכירת הקופות".

בנוסף, בכל פעם שאני מבצע הערכת שווי כלכלית של מניות חברה לצרכי איזון משאבים, אני נשאל על ידי הצד בעל המניות מדוע אינני מפחית מס רווח הון רעיוני בגין מכירה נוכחית (לדעת אותו צד עצם איזון המניות בין בני זוג שקול אפקטיבית מכל הבחינות המהותיות לעסקת מכירת מניות החברה על ידי הצד שאינו בעל המניות בחברה, זה שקמה לו זכות הבעלות על מחצית מהמניות מכוח חוק יחסי ממון לבין הצד שהוא בעל המניות ורשום במרשם בעלי המניות) או עתידית ("הרי מתישהו החברה הזו תימכר", כך תמיד אומר לי הצד בעל המניות, "אז בוא ותנכה משווי החברה את המס בגין רווח הון כבר היום כאילו המכירה העתידית תקרה עכשיו") בנוסף למס דיבידנד רעיוני ("כי אני צריך הלא להביא את הכסף לאיזון מהעודפים, רווחי החברה שלא חולקו", כך תמיד אומר לי הצד בעל המניות, "אז בוא ותנכה עכשיו משווי החברה גם את המס דיבידנד כאילו משיכת הדיבידנד קרתה עכשיו").

ברצוני להבהיר תחילה שתי נקודות חשובות. הנקודה הראשונה היא שבכל ספר לימוד במימון ובכלכלה, כתוב ששווי מכשירים (נכסים והתחייבויות) פיננסיים (כגון: מניות, איגרות חוב, אופציות וכו') ותאגידים (הכוונה לחברות ועוסקים עצמאיים) יש לחשב במונחי ברוטו (על בסיס לפני מס רווח הון ומס דיבידנד/ריבית ולאחר מס חברות). מורי ורבי לאקטואריה בכלל ולאיזון משאבים בין בני זוג בפרט, המלומד ה"ה פרופ' רמי יוסף מאוניברסיטת בן-גוריון ניגד לימד אותי שבנושא איזון משאבים בגיב המשפט מבקש מהמומחה לקבוע שווי לכל אחד מנכסי בני הזוג. על פי פרופ' יוסף שווי הוא לעולם במונחי שווי שוק וככזה הוא במונחי ברוטו ממיסים אישיים. בנושא הפנסיוני אין זמן שאין "שכירה" בפועל של הקופות כל אירוע מס (קרי, אין קנס, אין אובדן זכויות ואין אובדן הטבת מס) ולכן אסור בתכלית האיזון לנכות מס בגין משיכה שלא כדן ובוודאי שלא לנכות ריבית רעיונית בגין הלוואת גישור היפוטטית.

על פי מורי ורבי, חוות הדעת באיזון משאבים נועדה להשיב על השאלה מהו השווי ברוטו של כל אחד מנכסי בני הזוג (פשוט לשים עליו תג