

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש פברואר 2015:

"הלוואות בעלים לאור הלכת 'ההון הדק' ותיקון 44 לחוק ני"ע: התנגשות בין משפט, חשבונאות והערכות השווי בהבחנה בין התחייבות להון"

רקע

הלוואות בעלים נפוצות כמקור מימון לפירמה. ההלוואות אינן אחידות מבחינת הצמדה, ריבית ולוח זמנים לפירעון. ישנן הלוואות בעלים שתנאי החזרן דומה למניות בכורה כלומר הן בעלות עדיפות בנשיה של הון עצמי אך נחותות לנושים אחרים ואי תשלום בגין אינו מקנה זכויות לנושים לפתיחת הליכים לגביית חוב. ישנן הלוואות בעלים שדומות לאגרות חוב ואף לחובות מובטחים. לעתים הלוואות אלה נוצרות כאשר בעל השליטה רוכש ניירות ערך או חובות של חברות בשליטתו. השאלה היא מה סטטוס הלוואות בעלים: חוב או הון עצמי במהלך העסקים הרגיל ובמיוחד כשהחברה נמצאת בהליכי חדלות פירעון. מהאספקט המימוני לסטטוס הלוואות בעלים חשיבות בין היתר בתחומים אלה:

- הערכת שווי ומינוף פיננסי
- חישוב WACC
- דיבידנד מותר לחלוקה
- "הון דק" – הגדרה, עיתוי החישוב, השלכות בהסדרי חוב

שינוי סטטוס הלוואות בעלים על פי אפיון

בשנים האחרונות אנו עדים למקרים של הדחייה משפטית של חובות בעלים "רגילים". כך, בפס"ד תקדימי של בית המשפט העליון משנת 2009 בסוגיית הרמת מסך (ע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' עו"ד טומי מנור, מפרק אפרוחי הצפון) – מצורף. פס"ד המיישם את סעיף 6 לחוק החברות, בוחן את הסוגיה האם ניהול חברה באופן המכונה "מימון דק", מצדיק כשלעצמו הדחייה פירעון חובות החברה לבעלי מניות בה, אשר העמידו לטובתה אשראי ספקים או הלוואות בעלים, עד לאחר פירעון כל חובות החברה לנושים האחרים. דעת הרוב קבעה כי ניהול חברה ב"מימון דק" אינו ראוי, עשוי ללמד על חוסר תום-לב של בעלי המניות, ועשוי להצדיק כשלעצמו את הדחייה חובות בעלי המניות. פרופ' דוד האן ודורון טייכמן במאמר משנת 2011 (מצורף), מנתחים את פס"ד והשלכותיו.

בשנת 2011 נכנס לתוקף תיקון מספר 44 לחוק ניירות ערך אשר קובע הדחייה חוב סטטוטורית לחברות שהנפיקו אג"ח לציבור: חברה כאמור תהיה רשאית לפרוע את חובה לבעל השליטה (בהנחה

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שבעל השליטה מחזיק אף הוא אג"ח של החברה) רק לאחר פירעון מלא של החוב ליתר מחזיקי האג"ח.

בהקשר זה עולה השאלה האם לאור הגדרת שווי הוגן ב-IFRS 13 יש להתחשב בנחיתות זו של החובות לבעל השליטה, שהרי לכאורה מדובר במאפיין ספציפי למחזיק, ואם בעל השליטה יעביר את האג"ח למחזיק אחר או שתיאורטית החברה היתה מעבירה את ההתחייבות לישות אחרת, אז כבר לא היה מדובר בהתחייבות לבעל שליטה וחוב זה לא היה נחות מהחובות האחרים (חוץ מזה שהנחיתות היא רק במצב של חדלות פירעון של החברה).

הערכות שווי

שווי החברה כעסק חי נאמד על פי שווי תפעולי בניכוי חוב נושא ריבית. נשאלת השאלה כיצד משתלבות הלוואות בעלים בחישוב זה? ברור שאם לחברה בעלים יחיד או אם יחס ההשקעה בהון עצמי ובחוב זהה בין בעלים שונים לא צריך להיות הבדל בהערכת השווי אם נקבעת לפני או אחרי הלוואות בעלים. עם זאת, ישנן לעתים פערים בין השקעת בעלים בהון עצמי ובהלוואות בעלים וישנם מצבים בהם שיעור הריבית בגין הלוואות בעלים אינו ריבית השוק. נוסיף את אפשרות ההדחיה שלה השלכות על הערכת השווי. מצב בו הלוואות בעלים קרובות להון מעורר שאלה של תשלומי ריבית וקרן על הלוואות בעלים כשהחברה מעוררת פיננסית. האם תשלומים אלה מותרים או שחלים לגביהם כללי דיבידנד?

בהקשר זה קיימות שיטות, שה-AICPA פירט בנייר עמדה שעוסק, בין השאר, בהקצאת שווי למרכיבים של חברות עם הון מורכב, למשל מניות רגילות וכמה סוגים של מניות בכורה. בפרקטיקה יש הטוענים שצריך לאמוד את שווי הלוואות הבעלים לפי מודל מרטון או מודל אחר להערכת שווי התחייבויות פיננסיות, ויש כאלה שטוענים שבנסיבות מסוימות נכון יותר להעריך את שווי הלוואות הבעלים במתודולוגיות כמו OPM (מודל להערכת שווי אופציות, שלכאורה הוא די משלים למודל מרטון ומגיע לאותה תוצאה בדרך ההפוכה/משלימה) המתאימות למניות בכורה או חוב מזנין. לעניין זה, ראו הערכת שווי מדיפאואר להלוואות בעלים שפורסמה לציבור (מצורפת).

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

הפרדת מרכיב הסבסוד של הבעלים

לאור אלמנט ההדחיה, נוצר במקרים רבים קושי לאמוד את השווי ההוגן של הלוואות בעלים בנפרד משווי ההון העצמי. יש לציין כי מעבר לצורכי הערכות שווי, מדידת השווי ההוגן של הלוואות בעלים, נדרשת לצרכים חשבונאיים – לצורכי שאלת הצורך בהפרדת מרכיב השקעת הבעלים, לצורכי גילוי על השווי ההוגן של מכשירים פיננסיים בדוחות הכספיים וכן מקבלת משנה תוקף לאור הדרישה של IFRS 9 למדידת הלוואות בעלים שניתנו לחברות כלולות בשווי הוגן.

בהקשר זה יש לציין כי בפרקטיקה בישראל, למרות שנהוג להפריד את המרכיב הסבסוד בהלוואות בעלים, במקרים רבים לא מתבצעת הפרדה חשבונאית של ערבות פורמלית של בעלי שליטה לחובות פיננסיים, מתוך תפיסה כי קשה להעריך אותה וכן לאור טענה כי היא מהווה חלק אינטגרלי מהחוב. טענות אלה אינן טריוויאליות לאור המדידה של הלוואות בעלים לפי שווי הוגן במועד ההכרה הראשונית בהן והפרדת מרכיב הסבסוד כאמור.

בפרקטיקה קיים קושי רב, להעריך את השווי ההוגן של ערבות בעלים כשנותנים אותה, כמו גם לגבי תמיכה באופן של העמדת הלוואות בעלים. כאשר מדובר באג"ח סחיר, יתכן מחזיקי האג"ח מאמינים שבעלי השליטה יתמוך בחברה ולכן התשואה משקפת זאת. האבסורד הוא שהשווי ההוגן של האג"ח (לפי המחיר המצוטט בבורסה) משקף במצבים מסוימים ציפייה לתמיכה הוגנית של בעל השליטה גם כשאין מחויבות משפטית כזו מצידו. מקרים לדוגמה היו בעבר בישראלום (ברונפמן), דלק נדל"ן (תשובה), טאו תשואות (בן-דב) וכיום ברוזבאד של שרגא בירן ודודי וייסמן.

לצורך המחשה, נניח שלחברה יש נכסים בשווי 150 והתחייבויות לחברת האם בערך של 200. בעוד במצב דברים רגיל ההתחייבות הפיננסית לחברת האם לא יכולה להיות שווה יותר מ-150 (סך הנכסים של החברה). יחד עם זאת, אם יש ציפיות שחברת האם תזרים הון לחברת הבת (נניח סכום של 100) אזי החוב לחברה האם אמור להיות שווה קרוב לערכו ההתחייבותי, כלומר 200. הבעיה מחריפה כאשר לא ממש ברור האם כמתרחשת “הזרמה הוגנית” כזו מהאם לבת בנסיבות כאלה, האם מדובר במחילת חוב או באמת בהזרמה הוגנית. קיימת דעה כי במקרה כזה, השווי ההוגן של הלוואות הבעלים יהיה 150. עם זאת, קיימים מקרים, כמו למשל במקרה של רוזבאד, כשהחוב הוא לחיצוניים והוא ייסחר בבורסה ביותר מ-150 בשל ציפיות לתמיכה הוגנית מהבעלים, גם ללא ערבות פורמלית.

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

ההבחנה בין התחייבויות לבין הון

א. זווית חשבונאית

ההבחנה החשבונאית בין התחייבויות והון, על פי המסגרת המושגית, היא דיכוטומית ומתבססת על השאלה האם קיימת מחויבות משפטית תחת הנחת העסק החי (כלומר, שלא בהנחת פירוק). כפועל יוצא, כל עוד מבחינה משפטית מדובר בהלוואה, גם אם היא נחותה מיתר ההתחייבויות הפיננסיות, לרבות שמועד הפירעון שלה טרם נקבע, הרי שהיא תסווג בהתאם ל- IAS 32 כהתחייבות ולא בהון. יש לציין כי ככל ששיעור הריבית הנקובה נמוכה במועד מתן ההלוואה, מהריבית המתאימה לסיכון של ההלוואה בהתאם לתנאי השוק באותו זמן, הרי ששידור רישום של קרן הונית מהשקעת בעלים בגובה ההפרש שבין השווי ההוגן של ההלוואה במועד הענקתה לבין סכומה. עם זאת, לעיתים, לאור העובדה כי הן ניתנות לפירעון מידי על ידי הבעלים, לא נרשמת קרן הונית בגינם, לאור הדרישה של ה- IFRS שלא למדוד התחייבות פיננסית מתחת לערך שלה לפירעון מידי. המשמעות היא שכל סכום ההלוואה במקרים אלו נרשם מבחינה חשבונאית כהתחייבות.

כפועל יוצא, נוצר פער בין ההתייחסות החשבונאית הטכנית, שמבוססת גם בעיקרה על ההנחה המוצא של עקרון הפרדה בין החברה לבין בעל השליטה בה (שלעיתים קרובות כאשר מדובר בחברות פרטיות – הינה "נאיבית"), לבין העובדה שמבחינה כלכלית, לעיתים קרובות, מדובר מהותית הסוג של מימון הוני. כך למשל, הפער הנ"ל מוביל את הבנקים, להוסיף את הלוואות הבעלים הנחותות להון העצמי של החברות, בנייתו סיכון החוב שלהן.

הפער הנ"ל מוביל גם את ה- IFRS עצמו, "לדלג" מעל ההבחנה הדיכוטומית הזאת בשני מקרים בולטים לצורך מניעת עיוותים בטיפול החשבונאי בחברות מוחזקות שהמימון שלהם מתבצע גם באמצעות הלוואות בעלים שדומות במהותן להון:

1. פריטים כספיים שמהווים במהותם חלק מהשקעה נטו בפעילות חוץ

בהתאם ל- IAS 21, הפרשי שער בגין פריט כספי, שמהווה חלק מהשקעה נטו בפעילות חוץ של ישות מבוחרת, מטופלים בדומה להפרשי שער בגין השקעה בהון של פעילות החוץ – כלומר – נדחים לקרן הונית מהפרשי תרגום. התקן מגדיר פריט כספי שמהווה למעשה חלק מההשקעה נטו, כפריט שסילוקו אינו מתוכנן, ואף לא סביר שיסולק בעתיד הנראה לעין.

2. שיטת השכבות שמושמת במקרה של גרעון בהון של חברה כלולה או עסקה משותפת

בהתאם ל- IAS 28, לצורך חישוב הזכויות בחברה כלולה או בעסקה משותפת, לצורך איפוס ההשקעה במקרה של הפסדים מתמשכים החברה הכלולה/עסקה משותפת, יש להביא בחשבון את

תכנית בחשבונאות

”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

הערך בספרים של ההשקעה בחברה הכלולה או בעסקה המשותפת לפי שיטת השווי המאזני ביחד עם זכויות כלשהן לזמן ארוך אשר, במהות, מהוות חלק מההשקעה נטו של הישות בחברה הכלולה או בעסקה המשותפת. לדוגמה, פריט שהסילוק שלו אינו מתוכנן ולא סביר שיתרחש בעתיד הנראה לעין מהווה, במהות, הרחבה של השקעת הישות באותה חברה כלולה או בעסקה המשותפת. פריטים אלה יכולים לכלול מניות בכורה וחייבים לזמן ארוך או הלוואות לזמן ארוך, אבל אינם כוללים לקוחות, ספקים או חייבים לזמן ארוך כלשהם שבגינם קיימים בטחונות הולמים, כמו הלוואות מובטחות. הפסדים המוכרים לפי שיטת השווי המאזני מעבר להשקעתה של הישות במניות רגילות מיוחסים לרכיבים אחרים של הזכויות של הישות בחברה כלולה או בעסקה משותפת בסדר הפוך לבכירותם) במילים אחרות, קדימות בפירוק.

הבסיס לשיטה המכונה בישראל "שיטת השכבות" היא HLBV (Hypothetical Liquidation at Book Value), המתבססת על סכומים שיתקבלו במקרה של פירוק ביום המאזן. יש לציין, כי לאחרונה הפרקטיקה של שיטת השכבות יושמה גם במקרה של גירעון בהון של חברה בת: בדוחות של גזית גלוב לעניין הגירעון בהון של קבוצת דורי.

ב. זווית מיסויית

ככלל, בדיני המס בישראל קיימת הבחנה בין חוב לבין הון, החל מסיווג התשואה/ההוצאה לצרכי מס הנובעת מהחוב או מההון, דרך הטיפול בהחזר ההלוואה לעומת הפחתת ההון וכלה בשיעורי המס. הבחנה זו בא לידי ביטוי גם בין 'הלוואות בעלים' לבין השקעה באמצעי שליטה¹. עם זאת, במקרים מסוימים מצא המחוקק לנכון לקבוע הוראות מיוחדות לעניין 'הלוואות בעלים' המקנות להלוואות אלו מעמד הדומה להון.

ניתוח הוראות מיוחדות אלו והתנאים שבהן יכול ללמד במשהו על קו הגבול שעובר בין סיווג ההלוואה כחוב לכל דבר ועניין, לעומת התייחסות אליה כהון לצרכי מס. כך לדוגמה במכירת 'הלוואות בעלים' (=הלוואה ללא ריבית וללא הצמדה שחלפו 3 שנים מיום נתינתה) יחד עם מניות

¹ סעיף 88 לפקודת מס הכנסה - "אמצעי שליטה", בחבר-בני-אדם - כל אחת מאלה:

- (1) הזכות לרווחים;
- (2) הזכות למנות דירקטור או מנהל כללי בחברה, או בעלי תפקידים דומים בחבר-בני-אדם אחר;
- (3) זכות הצבעה באסיפה כללית בחברה, או בגוף מקביל לה בחבר-בני-אדם אחר;
- (4) הזכות לחלק ביתרת הנכסים לאחר סילוק החובות בעת פירוק;
- (5) הזכות להורות למי שלו זכות מן הזכויות האמורות בפסקאות (1) עד (4) על הדרך להפעלת זכותו; והכל, בין שהיא מכח מניות, זכויות למניות או זכויות אחרות, ובין בכל דרך אחרת, לרבות באמצעות הסכמי הצבעה או נאמנות;

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

באותה חברה, תינתן הגנה אינפלציונית לצרכי מס² (פטור) על קרן ההלוואה בדומה על ההגנה על ההון/המניות שנמכרו. דוגמה נוספת ומשמעותית יותר הינה החרגתן של 'הלוואות הבעלים' מסעיפים בפקודת מס הכנסה שמחייבים במס ריבית רעיונית בגין הלוואות שניתנו בין צדדים קשורים³. התנאים להחרגה הינם שההלוואה אינה צמודה למדד כלשהו ואינה נושאת ריבית או תשואה כלשהי, שנתנה חברה, לחברה שבשליטתה כנגד שטר הון שהונפק לתקופה של חמש שנים לפחות, ובלבד שההלוואה אינה ניתנת לפירעון לפני תום התקופה האמורה והפירעון נדחה בפני התחייבויות אחרות וקודם רק לחלוקת עודפי הרכוש בפירוק.

שאלות לדיון

1. “הון דק” - מתי צריך להימדד במועד מתן ההלוואה? מהו הון סביר והאם הוא שונה בין פירמות וענפי משק? מהן השלכות החמרה והרמת מסך שקשורות לה דחיית הלוואות על ממשק חברה בעלי שליטה? האם יפחיתו נכונות להשקעה עקיפה בפירמה, בהינתן שהבעלים עדיף לכאורה כנושה על פני מלווה חיצוני.
2. מתי נוצרת עדיפות על הון עצמי ונחיתות מול חוב בהסדר חוב או פירוק?
3. עדיפות הלוואות בעלים על הון עצמי: מאחר ולא תמיד ישנה זהות בחלק בעל שליטה בהון ובהלוואות בעלים, האם חלק בהון המניות מתגבש רק לאחר שפוצו הלוואות הבעלים (waterfall)?
4. מבחינת הערכות השווי - האם הלוואות בעלים באפיונים מסוימים דומות למניות בכורה?
5. אם הלוואות הן הון האם תשלום ריבית או קרן בגין חייב לעמוד בקריטריונים של דיבידנד מותר?
6. האם יש לטפל בחשבונאית בערבויות שהתקבלו מבעלי שליטה בדומה להלוואה בתנאים מוטבים? האם ניתן לכמת ערבויות?
7. האם שווי הוגן של הלוואות בעלים על פי IFRS 13 לא כולל שינוי סטטוס של הלוואות בעלים הנובע מהמחזיק בהן?
8. האם הדחיית אג"ח, במקרה של רכישות על ידי בעל השליטה בעקבות תיקון 44, צריך להוביל לשינוי תנאים מהותי שגורר רישום רווח מגריעה לפי שווי השוק?
9. מהי ההשלכה של עניין ההון הדק על רכישות ממונפות?
10. מהי ההשלכה של עניין ההון הדק על רכישת חברות עם הלוואות בעלים?