

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: 5 בדצמבר, 2011

נושא המפגש: היררכיית שווי הוגן תוך התמקדות בסוגיית הצעת הרכש הכפויות.

חומר רקע למפגש: ע"א 10406/06 דן עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ מיום 22 ביוני 2009; "הוראות בדבר חישוב שווי נכסים לא סחירים של גוף מוסדי" מסמך של משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחשבון מתאריך 16 במרץ 2011; "ממצאים עיקריים באשר ליישום תקני דיווח כספי בינלאומיים (IFRS) כפי שעלו מדיווחי תאגידים מדווחים", רשות ניירות ערך, אוגוסט 2008.

אורחים שהוזמנו: עו"ד חיים זקס, מחלקת ייעוץ וחקיקה (משפט כלכלי-פיסקאלי), משרד המשפטים, עו"ד חגית הורוביץ, עוזרת משפטית השופט יורם דנציגר, בית המשפט העליון, עו"ד דפנה צרפתי, גולדפרב זליגמן ושות'.

נוכחים: רו"ח יבגני אוסטרובסקי, גיורא אליגון, רו"ח אלי אל-על, פרופ' אמיר ברנע, רו"ח נבו ברנר, אבי בראור, רו"ח משה גדנסקי, אלון גלזר, רו"ח אורי גרוסמן, פרופ' צבי וינר, רו"ח שחר זיו, רו"ח יובל זילברשטיין, רו"ח רם לוי, רו"ח גיל מור, רו"ח זאב נהרי, פרופ' יורם עדן, יוסף פישלר, רו"ח צור פניגשטיין, רו"ח אורן פרנקל, אורן רוזמן, רו"ח שלומי שוב, רקפת שני, שלי תשובה.

צוות מקצועי: רוני זוכוביצקי, חן לוטן.

רקע

אחת העסקאות המרכזיות בחייה של חברה ציבורית היא עסקת רכישה מלאה. במסגרת העסקה בעל השליטה בחברה מבקש לרכוש את מניות המיעוט ולהפוך את החברה מחברה ציבורית לחברה פרטית¹. עסקה זו מוסדרת חוק החברות בפרק העוסק בהצעת רכש מלאה. החוק קובע כי אם התנגדו להצעה בעלי מניות המחזיקים בפחות מ-5% מהון המניות של החברה המציע יכול לבצע

¹ בדרך כלל הצעת רכש מלאה תבוא מבעל השליטה – אולם, אין מניעה שהצעת הרכש המלאה תבוא ממי שאינו בעל שליטה במקרה שמבנה הבעלות בחברה מפורז.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

"רכישה כפויה" של בעלי המניות המתנגדים. בעלי המניות שנכפתה עליהם המכירה במחיר שלא הסכימו, יכולים לפנות לבית המשפט בתביעה ל"סעד הערכה", קרי, לבקש מבית המשפט "הערכת שווי" של המניות.

לפני כשנתיים נקבעה הלכה חשובה של בית המשפט העליון מפי השופט יורם דנציגר (בפס"ד עצמון), לפיה קביעת שווי המניות תיעשה על ידי קבלת חוות דעת מומחה, שיעריך את שווי המניות לפי "שיטת היוון תזרים מזומנים" (שיטת DCF). פסק הדין למעשה מעורר שלוש שאלות עיקריות: האם שווי הוגן הוא שווי הנקבע במודל? ואם שווי נקבע על ידי מודל האם הוא צריך להיקבע על ידי מודל ספציפי (DCF, שווי נכסי)? והאם בהערכת השווי על ידי מודל צריך לנטרל פרמיית שליטה וסחירות?

למרות ההלכה הזו, קיים עדיין בלבול בקרב מעריכי השווי באיזה מודל יש להשתמש, עקב פסקי דין סותרים במחוזי: השופט אלטוביה (שווי הוגן הוא שווי שוק), השופטת משל (שווי הוגן הוא שווי נכסי). נכון לעכשיו נקבע דיון בהרכב מורחב בבית המשפט העליון שצפוי לדון בשלושה תיקים של בית המשפט המחוזי ולתת תשובות בנושא זה.

כמו כן, קיימת חלופה חוקית להצעת רכש מלאה אשר נקראת "מיזוג משולש הופכי". בהתאם לחלופה הנ"ל, המציע מקים חברה פרטית חדשה שאין בה כל פעילות עסקית וזו מתחילה בתהליך מיזוג עם חברת היעד הציבורית. לצורך מיזוג שתי חברות, פרטיות ו/או ציבוריות, דרוש רק רוב של 50% מבעלי המניות. לאחר מיזוג החברה הפרטית והציבורית נוצרת חברה ממוזגת המקיימת אותה פעולה עסקית שהייתה בחברה הציבורית לפני המיזוג². לאחר המיזוג בעל השליטה יכול לרכוש את מניות המיעוט תמורת מזומן (או באמצעות החלפת מניות) ולהפוך אותה בפועל לחברה פרטית שיכולה להימחק מהמסחר בבורסה. פעולה זו נעשית לפי סעיף 320 לחוק החברות והיא יכולה להיעשות במקרה של השתלטות ידידותית בלבד שכן הדבר מחייב שיתוף פעולה מצד חברת היעד ובעיקר מצד הדירקטוריון שלה.

שווי הוגן בחשבונאות (שלומי שוב)

א. היררכית שווי הוגן

IFRS 13 הוא תקן חדש העוסק בשווי הוגן וייכנס לתוקף מחייב ביום 1 בינואר 2013. ההגדרות בו מעט שונות מהגדרת שווי הוגן הקיימת כיום בתקנים השונים, אולם הוא אינו צפוי להשפיע מהותית על הדוחות ומטרתו העיקרית היא לרכז את כל מדידות השווי ההוגן באופן מסודר ומובנה תחת תקן

² המיזוג מכונה "מיזוג משולש הופכי" משום שחברת האם המעוניינת ברכישת כל המניות של חברת הבת והפיכתה מחברה ציבורית לחברה פרטית מקימה חברת בת נוספת בבעלותה המלאה לצורך ביצוע המיזוג. במצב זה ישנה חברה אחת עם שתי חברות בנות (המשולש) – האחת חברה פרטית בבעלות מלאה והשנייה חברה ציבורית בבעלות חלקית. המרכיב ההופכי הוא שהחברה הפרטית שנוצרה לצורך המיזוג מתמזגת לתוך החברה הציבורית ולא להיפך.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אחד ולא רק בהקשר של מכשירים פיננסיים. היררכיית השווי ההוגן שנקבעה בתקן מורכבת מ-3 רמות המבוססות על נתוני שוק נצפים לעומת הערכות סובייקטיביות של הישות המדווחת:

רמה 1 - מחירים מצוטטים בשוק פעיל של נכסים והתחייבויות זהים;

רמה 2 - נתוני שוק שאינם מחירים מצוטטים הנכללים ברמה 1;

רמה 3 - נתונים שאינם נצפים בשוק (לדוגמה, תחזית תזרים מזומנים של פעילות מסוימת).

ההיררכיה מסדרת את הפרמטרים לפי סדר אובייקטיביות מהשוק מהפעיל דרך נתוני שוק שאינם ברמה אחת ועד לפרמטרים סובייקטיביים. מעניין לראות כי בסופו של דבר אומדן השווי ההוגן מסווג לפי הרמה הנמוכה ביותר שבה נעשה שימוש משמעותי, כאשר השאיפה היא לבחור את המודל שיאפשר את הרמה הגבוהה ביותר האפשרית. עם זאת, חשוב להדגיש כי ברגע שהחלטה היא שהפריט המדובר נסחר בשוק פעיל, החשבונאות אינה מאפשרת שיקול דעת או ביצוע התאמות כלשהן, זאת בשונה מרמה 2 למשל לגביה הפריט היה נכנס אילו התפסה היתה שמדובר בשוק לא פעיל.

IFRS 13 מגדיר שוק פעיל כ"שוק שבו מתבצעות עסקאות עבור הנכס או ההתחייבות בתדירות ונפח מספקים בכדי לספק מידע על המחירים על בסיס מתמשך".

אגב, הספרות החשבונאית דנה בנושא של שוק פעיל בעיקר בעקבות המשבר של 2008. זכור ה- FSP (FASB STAFF POSITION) לתקן FAS 157 שהוא התקן האמריקאי המקביל ל- IFRS 13 שמדבר על אמידת שווי הוגן במקרה של ירידה משמעותית בתדירות ובנפח של המסחר ביחס להיקפים נורמאליים לפיו במקרה כזה יש לבצע התאמות למחיר השוק. העמדה קבעה מספר גורמים שיש לשקול: מעט עסקאות אחרונות, ציטוטי המחיר אינם מבוססים על אינפורמציה שוטפת, קיימת שונות בציטוטי המחיר בשווקים שונים, גידול משמעותי בפרמיית סיכון הנוזלות, ועוד.

חשוב להדגיש כי בין הרגולטורים השונים בארץ אין תמימות דעים לגבי הקביעה מהו שוק פעיל בישראל. לדוגמה, הרשות לניירות ערך נוקטת עמדה מאוד נוקשה לגבי שימוש בנתונים שמתבססים על סחירות נמוכה. הרשות מתייחסת לכל מניה נסחרת ככזו שמחירה משקף שווי הוגן, כאשר על פי נייר של רשות ניירות ערך מאוגוסט 2008³, ניתן להסיק שמחיר השוק של ניירות ערך שנמצאים ברשימת דלי הסחירות, גם כן נחשב למחיר שוק פעיל לשיטתה. כתוצאה מכך, נוצרת בעייתיות מאחר ולמניות הנ"ל יש סחירות מאוד נמוכה ולכן, מחירן אינו בהכרח משקף שווי הוגן.

³ "ממצאים עיקריים באשר ליישום תקני דיווח כספי בינלאומיים (IFRS) כפי שעלו מדיווחי תאגידים מדווחים", רשות ניירות ערך, אוגוסט 2008

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ניתן לראות את גישת הרשות לדוגמה במקרה של ADO שנדרשה לבצע הצגה מחדש של הדוחות הכספיים (Restatement) בגין חישוב של כתבי אופציה לא סחירים. בהתאם לעמדת החברה בהסתמך על מומחה חיצוני מטעמה, היה קיים פער חריג בין מחיר המניה בבורסה בשנת 2007 שבה בוצעו בחברה עסקאות לרכישת שליטה והקצאת כתבי אופציה לעובדים בעת היותה שלד ציבורי ללא פעילות לבין שווי ההוגן כפי שמשקף משווי המזומנים בחברה ומפרמיה מקובלת לאותה תקופה לשלדים בורסאיים. בשל כך, ביצעה ADO חישובי Black & Sholes על סמך השווי ההוגן של השלד הבורסאי כפי שנקבע על ידי מומחה חיצוני מטעם החברה. בהתאם לכך, התנודתיות חושבה על בסיס שערי מניה הסטוריים של מספר חברות בתחום הנדל"ן המניב באירופה בעלות אופי פעילות דומה. עמדת הרשות היתה שהמסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב מהווה מסחר בשוק פעיל ועל כן מחיר המניה המצוטט מהווה את הראיה הטובה ביותר לשווי ההוגן של המניה.

ב. השימוש החשבונאי בהיררכיה

החשבונאות המודרנית יוצרת שונות אדירה בין סוגים שונים של מחזיקים לגבי אופן חישוב שוויי ההוגן של אותם נכסים וזאת בהתאם לסיווג הנכס. ניקח לדוגמה את חברת פרטנר: בדוחות הכספיים של בנק לאומי, המניות נמדדות כנכס פיננסי זמין למכירה לפי שווי הוגן, מאחר ולבנק לא קיימת השפעה מהותית על פרטנר. ממועד רכישת המניות מחיר השוק של פרטנר ירד בכ-50%. כתוצאה מכך בנק לאומי הכיר בדוחותיו הכספיים לרבעון השלישי בכ-240 מיליון ש"ח הפסד. לעומת זאת, אותן מניות מוחזקות ע"י חברת סקיילקס אשר כתוצאה מתפיסת האיחוד של החשבונאות, בדוחות הכספיים המאוחדים של סקיילקס לא רואים את המניות כנכס שנרכש, אלא את המוניטין. מאחר והמוניטין עצמו לא נסחר בשוק פעיל בודקים את שווי דרך הערכות שווי. בהתאם להערכת השווי שקיבלה סקיילקס הוערך השווי המלא של פרטנר לתום ספטמבר 2011 ב-8.2 מיליארד ₪ לעומת 5.6 מיליארד ₪ בשוק, כמעט ב-50% יותר מהשוק.

ניתן לראות כיום את המתח העצום הזה בין מחירי השוק לבין הערכות השווי גם לגבי השקעה בחברה כלולה. כך לדוגמה, במקרה של השקעת בנק דיסקונט בבנק הבינלאומי: שווי השוק בבורסה של הבנק הבינלאומי לתום ספטמבר 2011 הסתכם ב-3.9 מיליארד שקל בלבד בעוד שההון העצמי של הבנק הסתכם ב-5.7 מיליארד שקל. כלומר, מדובר במכפיל הון של פחות מ-70%. לצורך הכנת הדוחות הכספיים של בנק דיסקונט לרבעון השלישי התקבלה הערכת שווי אשר תומכת בערך החשבונאי של ההשקעה בבנק הבינלאומי, כלומר, בהון העצמי של הבנק הבינלאומי. אם נתרגם את הפער בין מחיר השוק לבין ההון העצמי למונחי נכסים וניקח בחשבון שיחס הון למאזן בבנקים הוא בשיעור של כ-8%, הרי שהשוק רואה לכאורה בצורך להגדיל את ההפרשה לחובות מסופקים בשיעור של 2.4% (0.3 כפול 0.08).

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כרקע חשוב להדגיש כי קיימת לאקונה הנובעת מ- IAS 36 (התקן שעוסק בירידת ערך נכסים), אשר קובע שיש להכיר בירידת ערך רק כאשר הערך בספרים גבוה מסכום בר השבה. בהתאם ל- IAS 36 סכום בר השבה הינו הגבוה מבין שווי שימוש ושווי הוגן בניכוי עלויות מכירה. לכן, כשבאים להעריך שווי הוגן, לפי היררכיית השווי ההוגן יש להשתמש במחיר שוק במידה והמניות נסחרות, אבל לצורך חישוב שווי שימוש ניתן להשתמש בהערכת שווי. קביעה זו מובילה לכך שכאשר בוחנים ירידת ערך לגבי השקעה בחברה כלולה יש לחשב סכום בר השבה בהתאם ל- IAS 36, אשר כאמור אחד מהרכיבים שלו הינו שווי השימוש הנקבע בדרך כלל באמצעות הערכת שווי. ניתן לטעון כי הקביעה הנ"ל מוזרה במקצת, מכיוון שהנכס שנרכש בסופו של דבר הוא המניות ובשונה ממצב שבו יש שליטה על פעילות, כדוגמת סקוילקס פרטנר, הרי שבמקרים אלה קשה לראות כיצד החברה המחזיקה רואה שווי שונה (שווי שימוש) מיתר המשתתפים בשוק (שווי הוגן).

הנושא של סעד ההערכה שמתייחס להצעות רכש כפוויות מעלה שאלה מקדמית האם ההיררכיה הנ"ל בכלל רלבנטית: מה השאלה ששואלים את בית המשפט – האם השוק הוא באמת מחיר הוגן או שבכלל שואלים אותו תן ההערכה שלא לפי השוק ורק תבחר את המודל/ההערכה הנכונה.

מטרת הדיון במפגש היא לנסות להגיע למסקנות לגבי השאלות הבאות:

(1) האם ניתן להסיק מפסק דין עצמון לגבי סוגית קביעת השווי ההוגן באופן נרחב יותר ואם כן, מה? ו-

(2) מהו שוק פעיל בישראל?

פרופ' אמיר ברנע

לדעת פרופ' אמיר ברנע, עולה שאלה לגבי תחולת פסק הדין. בפסק הדין ניתן משקל מהותי לאפשרות שמחיר השוק כפוף למניפולציות בסיטואציה של הצעת רכש מלאה. כלומר, בעל השליטה יכול להשפיע על המחירים ולתת אינפורמציה סלקטיבית לשוק. לכן מחיר השוק במועד הצעת הרכש הוא לא מדד אמין לשווי החברה, והערכת מניות המיעוט על פי שווי השוק שלהן במועד הצעת הרכש, עלולה להוביל להערכת חסר. כמו כן, מאחר ופסק הדין מתייחס רק לנושא של הצעות רכש, ניתן להסיק שהכוונה בפסק הדין מוגבלת אך ורק לנושא זה, ואין להשליך ממנו לערך הוגן בעסקאות אחרות שנעשות בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט.

בנוסף, בפסק הדין הועלתה טענה שערך השוק מושפע מגורמים חיצוניים לחברה וממגמות כלליות ולא דווקא מנתוני המיוחדים של החברה הנבחנת ולכן אין להשתמש בו לצורך סעד הערכה. אזכיר ש"מגמות כלליות" הן חלק מהערכת השווי ומכומות במחיר ההון ובתחזית התזרימית. מעבר לכך ובהקשר של ימים אלה, מהי השפעת זהות בעל השליטה על שווי החברות בשליטתו בחתך

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רוחבי. למשל מהו אפקט בעל השליטה בשויה של מנית פרטנר. האם הוא חלק מהשווי ההוגן, או איזושהי תגובה של השוק אשר לא קשורה ישירות לשווי פרטנר או לשווי 100% מפרטנר. במידה ופרטנר הייתה נמכרת במלואה לבעל שליטה אחר, האם מחיר השוק שלה היה משתנה רק מעצם העברתה לבעל השליטה האחר? ולבסוף עולה השאלה המרכזית - מיעוט קנה מניה בשוק, בתוך מחיר המניה מתומחרת העובדה שהסחירות שלה נמוכה ושאינן לו שליטה. האם בהצעת רכש יש לו זכות לקבל חזרה שליטה וסחירות כתוצאה מכך שמעריכים 100% שווי של חברה בלי קשר לנושא של סחירות?

דיון

הטענה המרכזית הינה שישנו פער מאוד גדול בין הגישה המימונית לגישה המשפטית.

לגבי נושא הסחירות - שאלת הסחירות היא פונקציה של האם יש רוכשים בשוק, והאם יש רוכשים בשוק זוהי פונקציה שמושפעת הרבה פעמים מהתנהלות אסטרטגית של בעל השליטה שמכוון לקראת הצעת רכש במשך מספר שנים. לצורך הדוגמא, בעל השליטה יכול שלא לחלק דיבידנדים במשך כמה שנים ולנסות לבצע עסקאות בעלי עניין, ולמעשה לגרום לכך שלא יהיו רוכשים בשוק. הפעולות הללו ואחרות שנמצאות בשליטתו מביאות את המניה לסחירות נמוכה. לכן, צריך להיזהר ממחיר השוק כמדד אבסולוטי לשווי הוגן.

כן נטען, שהקביעה של השופט דנציגר הינה נכונה. זאת מכיוון ישנם שהצעות הרכש הן בד"כ לחברות בהן לעיתים במשך ימים שלמים אין בהן מסחר וכתוצאה מכך מחיר השוק חסר משמעות לחלוטין לחברות אשר נמצאות בהליך של הצעת רכש. לכן, יש צורך לבסס את השווי באמצעות הערכת שווי. לעניין טכניקת הערכת השווי שבה משתמשים, יש לזכור שהכלל בהערכות שווי הוא שיש להשתמש במידע הכי טוב שיש ולכן שימוש במכפיל EBITDA של חברות דומות, למשל, יכול להביא לתוצאה לא פחות טובה ויותר אובייקטיבית מאשר DCF.

לעניין שוק פעיל - ניתן לבצע הקשה על ידי השוואה לשוק של מטבע חוץ. לדוגמה, נניח שהיה ניתן להשיג הערכת שווי אשר צופה שהאירו ירד בעוד שנה ל-4 ש"ח. ברור שהערכה הנ"ל לא היתה רלוונטית, שכן יש מסחר בינלאומי, תנועות הון וכו', ועל כן מחיר השוק הקיים מהווה אינדיקציה ברורה לשווי הוגן. לעומת זאת, לגבי מניה במדד ת"א 100 לא בטוח שניתן לטעון באותה רמת נחרצות שמחיר השוק משקף את אותה רמת מסחר כמו בשער חליפין של המטבע. לדוגמה, הייתה חברה בשם Visonic שנסחרה בשווי של כ-40 מיליון דולר, והיא קיבלה הצעת רכש מ-Tyco העולמית על פי שווי של 100 מיליון דולר. בתוך הצעת הרכש של ה-100 מיליון דולר נכללת גם פרמיה שנובעת מסינרגיות שניתנות ליישום בעקבות מיזוג (קרי הצעת הרכש), אך האם ניתן לומר שההפרש בסך 60 מיליון דולר נובע כולו מסינרגיות? במידה והתשובה היא לא, הרי שישנו פער שלא ניתן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

להסביר אותו אלא על ידי כך שמחיר השוק לא הביא בחשבון את כלל הפרמטרים הרלוונטיים ולמעשה מחיר מניית Visonic שיקף הערכת חסר של השוק.

פרופ' אמיר ברנע שאל האם שווי הוגן בסעד הערכה צריך לכלול פרופורציונאלית את פרמיית השליטה למניית המיעוט כפי שנקבע במכתשים אגן. בהמשך לשאלתו של פרופ' ברנע התעורר דיון בנושא.

בין היתר נטען, כי בהיבט המימוני השווי למיעוט שונה מהשווי לבעל השליטה ולכן סביר להניח שאם מסתכלים על השווי של המיעוט למספר קטן של מניות צריך ללכת לשווי השוק ואז המיעוט לא משתתף בפרמיית השליטה. קביעה זו תוביל לתוצאה נכונה יותר, מאחר והמיעוט במקרה הנ"ל מוכר את המניה במחיר שבו בעל מניית מיעוט קנה את המניה דקה לפני הצעת הרכש ורגע לאחר הצעת הרכש.

מנגד נטען, שהרציונאל של הצעות הרכש הוא לתת אפליה מתקנת, לכן עשויים לסבור שלסעד הערכה זכאים גם בעלי מניות שקיבלו את הצעת הרכש ולא רק אלא שהתנגדו. ככה מנסים לגשר בין השווי למיעוט לבין השווי לבעל השליטה.

בנוסף, הועלתה הטענה כי יש להפריד את הדיון לשני רבדים: (1) שווי החברה כ"מכונה" שמייצרת תזרים מזומנים - כלומר איך מעריכים את אותה המכונה; (2) שווי המניה לבעלי מניות שונים - כלומר האם זכויות המיעוט הם שוות ערך יחסי לפי חלקם באותה "מכונה"?

רובד 1 מעלה שאלה נוספת, האם במקרה של סעד הערכה יש מקום לתבוע נתונים פנימיים מהחברה על מנת שנוכל להעריך את שווי ה"מכונה" על סמך הנתונים הרלוונטיים והטובים ביותר שקיימים? הרי זה לא סביר לבקש מהתובע לקבוע סעד הערכה על סמך DCF בלי לאפשר לו גישה לנתונים. לעניין אופן חישוב שווי ה"מכונה", הועלתה הטענה ששימוש בשיטת הערכה אחת בלבד, כמו לדוגמה DCF, הוא לא נכון ותמיד יש צורך לבסס את השווי שהתקבל באמצעות שיטות הערכה נוספות, או באמצעות השוואה של התוצאה שהתקבלה למחיר השוק ומתן נימוקים הולמים לפערים שהתגלו.

טענה נוספת בנוגע לזיקה בין ההיבט המשפטי להיבט החשבונאי - שווי של כל נכס נגזר מההגנה המשפטית שיש עליו. לגבי הצעות רכש, יש כל מיני מנגנונים שונים של עסקת רכישה מלאה. המנגנון המשפטי מאפשר הצעת רכש מלאה, מיזוג משולש הופכי וכו'. הערך של העסקה עבור בעלי המניות נגזר מההגנות המשפטיות שיש בכל עסקה ועסקה. לדוגמה, בארה"ב יש שני מנגנונים בסיסיים לצורך ביצוע עסקת רכישה מלאה אשר כל אחד מהם מעניק הגנות משפטיות שונות. נבדק ונמצא שכתוצאה מההגנות המשפטיות השונות, שני המנגנונים מובילים לתוצאה שונה לחלוטין עבור בעלי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

המניות. אותו דבר ניתן למצוא גם בארץ. הערך שמקבלים בעלי המניות במיזוג משולש הופכי מול פרמיית הרכישה המלאה שקיבלו בעלי המניות בהצעת רכש, נמוך משמעותית ולעיתים אף שלילי. לכן, למרות שבתיאוריה ישנו איזון בין מיזוג להצעת רכש, בפועל המנגנונים המשפטיים גורמים לכך שלא יהיה שוויון בין סוגי הרכישות השונים.

שלומי שוב - לגבי פרמיית שליטה, מבחינה חשבונאית, כאשר מחשבים צירוף עסקים, לצורך חישוב זכויות המיעוט מנטרלים את פרמיית השליטה ששולמה. לכן ברוב המקרים השווי של זכויות המיעוט נמוך יותר מחלקו היחסי בסכום ששילמו בעלי מניות הרוב, כתוצאה מאותה פרמיית שליטה אשר אינה מתחלקת באופן פרופורציונאלי בין הרוב למיעוט, אלא מיוחסת במלואה לבעלי מניות הרוב. הדבר נכון גם מבחינה מימונית. השאלה היא האם עולם המשפט מכיר בנושא של פרמיית שליטה? לצורך כך, חשוב להכיר בכך שפרמיית שליטה כפי שאנו מודדים אותה כיום חשבונאית יכולה להיות משני סוגים: האחד, העברת ערך מהמיעוט לרוב והשני, הוא הערך שרואה הרוכש אך לא רואים בעלי מניות המיעוט, כמו לדוגמה במקרה של סינרגיה ביחס לפעילות של הרוכש עצמו. בעוד הסוג הראשון הוא בעל משמעות שלילית שהרי לכאורה מדובר ב"גניבת ערך" הרי שהסוג השני הוא לגיטימי ולכאורה לא צריך להיות חלק מהשווי ההוגן של המניות אלא מייצג יותר את שווי השימוש שלהן בעיני הרוכש.

טענה שהועלתה בהקשר הנ"ל - ישנם שלושה סוגים של פרמיות שליטה: (1) פרמיה של שליטה - הערך הכלכלי שבעל השליטה מפיך מהיכולת שלו לשלוט בחברה ולנווט את הפעילות שלה. הפרמיה הנ"ל כוללת גם את המרכיב הלא לגיטימי אשר מבטא את היכולת של בעל השליטה "לסחוט" את הנכסים של החברה לטובתו האישית; (2) פרמיה במצבים של הצעת רכש מיוחדת שלא כוללת שליטה - במצבים כאלה משולמת פרמיה מסוימת אם כי זו לא פרמיה שמשקפת שליטה; (3) פרמיה של שליטה מלאה - פרמיה שבעלי מניות המיעוט מקבלים כשבעל השליטה רוצה להוציא אותם בכדי להפוך את החברה לפרטית. השאלה שעולה במקרה הנ"ל היא האם בעלי מניות המיעוט זכאים לאיזשהו ערך עודף מעבר לשווי המניה בשוק? נטען שכאשר בעל השליטה רוכש מניות מהמיעוט, יש לו חסכון כלכלי מאוד גדול מעצם העובדה שהחברה הופכת לחברה פרטית.

שאלה נגדית שהועלתה - מדוע צריך לשתף את המיעוט בחסכון שנוצר לי כבעל שליטה מהפיכת החברה מציבורית לפרטית? מדוע זה שייך למיעוט?

במקרה הנ"ל, נטען שהחלופה היא שהמניה תיכנס לרשימת שימור, הסחירות תעלם אבל העלויות הרגולטוריות יישארו. במצב הנ"ל העלויות הרגולטוריות יגרמו לכך שכל בעלי המניות "יפסידו". לכן, החיסכון בעלויות כתוצאה מהפיכת החברה מציבורית לפרטית צריך להיות נחלת כלל בעלי המניות, כולל בעלי מניות המיעוט.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע - האם במקרים של סעד הערכה, לבעלי מניות המיעוט יש זכות לתבוע חלק מפרמיית השליטה?

למעשה השאלה עליה מנסים לענות הינה האם כשמוכרים 5% ממניות המיעוט, המחיר צריך להיות זה שבעיני בעל השליטה או שהמחיר עבור מישהו אחר צריך להיות שונה?

התשובה שהתקבלה היא שבהצעת רכש ישנה פרמיה מעל מחיר השוק, אבל זה לא דווקא נובע מפרמיית השליטה.

נטען, שלא ברור מבחינה כלכלית מדוע הציבור צריך לקבל חלק במשהו שאין לו. לדוגמה, בעסקה של מכתשים אגן, כיצד שיתפו את הציבור בפרמיית השליטה כאשר לא הייתה לו שליטה מלכתחילה? כתגובה נטען כי לעיתים קיימים מצבים שבהם, על אף שכלכלית בעל המניות לא שילם על משהו, מבחינה משפטית החוק בוחר לנקוט עמדה ולהעניק לאותו בעל מניות זכות כלשהי. דוגמא לכך היא למשל אישור מחדש של עסקאות בעלי עניין (למשל – דמי ניהול) כל 3 שנים אחרי IPO (בעקבות תיקון 16 לחוק החברות). ניתן לטעון כי מחיר הרכישה של מניה ב-IPO כבר גילם את עסקת בעל עניין של החברה (דמי הניהול), אבל עדיין תיקון 16 נקט עמדה ומחייב אישור מחדש של העסקה כל 3 שנים – מה שיכול לשנות את חלוקת שווי המניות בין המיעוט והרוב – הגם שהמיעוט כבר כאמור "תימחר" את דמי הניהול במחיר. דוגמאות אחרות יכולות להיות מממשל תאגידי חסר ואף ליקויים בגילוי – שיכולים להיות "מתומחרים". ועדיין – על אף שקיים תמחור במניה החוק לפעמים בוחר לקבוע סטנדרט מסוים בגילוי או בממשל התאגידי שאכן יכול לשנות ולעיתים באמת משנה את חלוקת השווי בין המיעוט ובעל השליטה למרות מה ששולם עליו בדיעבד.

לעניין הצעת הרכש נטען שיש צורך לשמור על איזון בין הסחטנות האפשרית של המיעוט לבין הפרמיה או ההנחה של בעל השליטה.

בנוסף, הועלתה הטענה שדווקא בהצעת רכש בעל השליטה משלם את המחיר הכי הוגן שצריך לשלם, שכן הוא מגיע למשא ומתן בעמדה בעייתית - בעלי מניות המיעוט יודעים שככל הנראה יש סיבה לכך שבעל השליטה מעוניין להוציא את החברה מהבורסה, ועל כן יחסי הכוחות במשא ומתן הם לאו דווקא לטובתו של בעל השליטה.

טענה נוספת - בעל השליטה נהנה מ"כלי עודף" שלא ידוע לציבור כגון מידע פנים. נראה שקשה לגשר על הפער שקיים בין הכלכלה למשפט, כאשר אחד הגורמים לפער הינו שמבחינה משפטית מנסים לאזן את הכוחות בין בעל השליטה למיעוט.

לדעת פרופ' אמיר ברנע, המיזוג המשולש ההופכי הוא דרך משפטית ממולחת לעקוף הצעת רכש, שכן התוצאה היא אותה תוצאה (בעל השליטה קנה את מניות המיעוט), אולם פשוט עקפו את הצעת

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הרכש שיש לה בעיות שונות כגון סעד הערכה. בעצם הטכניקה של מיזוג משולש הופכי נותנת סעד נחות עבור בעלי מניות המיעוט, לעומת הסעד שהיה מתקבל בהצעת רכש כתוצאה מסעד הערכה. מצד שני המיזוג ההופכי מקל על ביצוע הצעות הרכש בתנאים ידועים מראש.

כתשובה נטען שלא מדובר ברמאות מאחר ושיטת הרכישה הנ"ל לא נאסרה על ידי הרגולטורים. כמו כן, צריך לקחת בחשבון שמיזוג הוא כלי עסקי לגיטימי ויש לו יתרונות, בין היתר יתרונות מיסויים שיכולות לנבוע לחברה הרוכשת. כמו כן, רק בשל העובדה שהחברה היא ציבורית הוסיפו את הצעת הרכש. כלומר, קודם כל היה קיים הכלי שנקרא מיזוג ורק אז הוסיפו את האפשרות של הצעת הרכש.

טענה נוספת היא שכאשר מכינים הערכת שווי, מעריך השווי צריך להיות "צנוע", כלומר במצבים נורמאליים הערכת השווי צריכה לשקף את שווי השוק. לכן, רק במצבים "לא נורמאליים" הערכת השווי יכולה לסטות ממחיר השוק באופן מהותי. כאשר במקרה כזה, יש להסביר ממה נובעת הסטייה. לעניין חלוקת השווי, ישנו עניין ערכי ולכן בית המשפט קבע שבתנאים כאלה או אחרים המיעוט צריך לקבל חלק מהפרמיה. לכן, לצורך חישוב הערכת שווי ממשיכים להשתמש בשיטת ה-DCF כשיטה עיקרית, אבל לא בלעדית. כאשר הכי חשוב לבחון את התוצאה שמתקבלת מהשיטה לעומת השוק ולהסביר ממה נובעים הפערים.

טענה נוספת - אחת המסקנות שעולות מפסק הדין היא שהמניות שוות פרי-פאסו. לכן, לדוגמה, הטכניקה היחידה להעריך 5% מהון המניות של החברה זה להעריך 100% ולהכפיל ב-5%. החלופה לפיה ילקחו בחשבון פרמיות כאלו או אחרות, תוביל לתוצאות שונות שקשה להעריך אותן. כמו כן, אי הסחירות באה לידי ביטוי במחיר ההון. לכן, לא ניתן "לקנוס" את המיעוט פעמיים: פעם אחת כשלווקחים חברה בלתי סחירה, כאשר אי הסחירות מקטין את השווי של החברה ופעם שנייה כשטוענים ש-5% שווים פחות מהשווי של ה-100% אשר כבר כולל בתוכו את המרכיב של האי סחירות.

טענה נוספת - לשולט יש יתרון מרכזי אחד, הוא מנווט את החברה ולכן הסיכון שלו נמוך יותר. פרמיית השליטה נובעת מכך שבעל השליטה רוצה להיות זה שינווט את החברה ועל זה הוא מוכן לשלם יותר. לכן, פרמיית השליטה לא באה על חשבון המיעוט אלא באה מלמעלה, מעבר לשווי של החברה ולכן המיעוט לא צריך לקבל חלק ממנה.

בתגובה לכך נטען כי בעל השליטה נוטל על עצמו את הסיכון הרב ביותר ולכן יש לראות בפרמיית השליטה פיצוי בגין הסיכון. עוד נאמר כי חברה ציבורית מנווטת על ידי הדירקטוריון המורכב מנציגים של הציבור (להבדיל מבעל השליטה). הוסכם כי טענה זו אקדמית ואינה משקפת את המציאות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לסיכום, הוסכם בין הנוכחים לאור הדיון כי לא ניתן בהכרח להסיק מהפסיקה המשפטית ביחס לקביעת שווי הוגן לצרכים מימוניים וחשבונאיים. זאת הן לאור הנסיבות הספציפיות של המקרה והן לאור הפער הפוטנציאלי הקיים בין התכלית המשפטית לבין התכלית המימונית/חשבונאית.

הגדרת שוק פעיל:

שלומי שוב טוען כי העמדה של הרגולטור מאוד מדאיגה, זאת מאחר והרגולטור קבע נוסחה במקום לבחון כל מקרה לגופו. לדעתו, אין כל הצדקה שכל המניות שנסחרות צריכות להיות ברמה 1. בהתאם לחשבונאות, כאשר נמצאים ברמה 2, יש להפעיל שיקול דעת, לעומת זאת, ברמה 1 אין כל שיקול דעת, חייבים לקחת את השווי שנקבע ברמה הנ"ל, גם אם התוצאה תביא למוניטין שלילי ועיוותים נוספים. בשביל לרדת לרמה 2 או 3, צריך להראות שאין שוק פעיל. אולם קביעת הרשות לניירות ערך אינה מאפשרת לרדת מרמה 1, וזאת על אף התוצאות המוזרות שיכולות להתקבל עקב כך.

למשל, במקרים לא מעטים הדבר מוביל ליצירת מוניטין שלילי בצירוף עסקים שגורם להכרה ברווח. לדוגמה, נניח שחברה א' רוכשת 100% מהמניות של חברה ב' שהיא חברת נדל"ן שאגרות החוב שלה רשומות למסחר בבורסה. נניח כי יתרת הנדל"ן להשקעה במאזן של חברה ב' הינה 100 מיליון ₪ וכנגדה קיימת אגרות חוב שערכן הנקוב הינו 80 מיליון ₪ אך בתקופת משבר נסחרות אגרות החוב בשיעור של 50%, כלומר, לפי שווי של 40 מיליון ₪. במקרה כזה, למרות שחברה א' תהיה מוכנה לשלם עבור המניות 20 מיליון ₪ הרי שיווצר לה מוניטין שלילי של 40 מיליון ₪. הדבר נובע מכך שבמועד הרכישה יש להציג את אגרות החוב של חברה ב' לפי השווי ההוגן שלהן שנקבע בהכרח לפי מחיר השוק.

הדבר גם עומד בסתירה להתייחסות של הממונה על שוק ההון בנושא, שקבע כי לא ניתן להסתמך על מחירי שוק של מניות אשר הוגדרו על ידי הבורסה לני"ע כדלי סחירות.

בהקשר הנ"ל, נטען שצריך לתת הגדרה אינטליגנטית למתי יודעים שנמצאים בשוק פעיל. כרגע אין הגדרה כזו ולכן הרגולטור בחר בדרך הקלה ביותר מבחינתו. כמו כן, נטען שמניה שנסחרת בתל אביב 100 מייצגת שוק פעיל באופן גורף אך אין בהכרח הדבר לגבי יתר המניות. מעבר לכך, קשה לקבל את ההתייחסות לניירות ערך דלי סחירות כנסחרים בשוק פעיל.

בתגובה לכך נאמר כי לא ברור אם ניתן לקבוע כי קיים שוק פעיל אף לגבי מניות ת"א 25 (אם כי על פי רב ניתן) ובכל מקרה יש צורך בהפעלת שיקול דעת.

לבסוף, הועלתה טענה שצריך להיזכר למה בכלל קבעו את המונח "שוק פעיל". המטרה מאחורי קביעת המונח הייתה להסתמך על נתונים מהימנים. החזקה היא ששוק פעיל מייצג מהימנות כזו או

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אחרת, אולם יש לזכור שהמטרה הראשית היא לא שוק פעיל או לא פעיל, אלא אם המצגים הינם מהימנים. לכן, יתכנו עסקאות בהיקף נמוך שהן מהימנות באותה מידה, למשל עסקה בין שני גופים מוסדיים שיש להם את אותו מידע. כלומר בהתייחסות לשוק פעיל המהות צריכה להיות קודמת לכל כלל אצבע או קביעה גורפת כזו או אחרת, ויש לבחון כל מקרה לגופו.

שלומי שוב סיים את הדיון בנושא השוק הפעיל בקריאה לרשות ניירות ערך לבחון מחדש את עמדתה בנושא.

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 הבית החומי הרצליה, משתתפים הרשות לניירות ערך, המפקח על שוק ההון, המפקח על הבנקים ונשיא לשכת רואי חשבון.

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 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

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 בלוד (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), איציק מאיסי (מעלות S & P), רו"ח גיל מור (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח רונן מנשס (קוסט פורר גבאי את קסירר Ernst & Young), 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 Ernst & Young), שלי תשובה (טריגר פורסייט).

משקיפים:

עו"ד שיראל גוטמן עמירה (רשות ניירות ערך)

פרופ' עודד שריג (הממונה על שוק ההון)

רו"ח עידו גליל (המפקח על הבנקים)