

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש יולי 2017:

“כניסת מניות הבכורה לשוק ההון הישראלי: רלוונטיות, כדאיות והשלכות”

רקע

בתקופה האחרונה, כחלק ממאמץ לעידוד הבורסה בתל אביב, פרסמה רשות ני”ע הנחיות להנפקת מכשירים פיננסים נוספים. בין המכשירים ניתן למצוא את אג”ח הקוקו עליו התקיים דיון בפורום מוקדם יותר השנה ומניות בכורה.

מניות בכורה מוגדרות כמניות המקנות זכות עדיפה לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה. למעשה, מניית בכורה הינה מכשיר היברידי אשר נמצאת בספקטרום שבין הון עצמי לחוב. בנוסף, ניתן לקבוע תנאים כי יבוצע פדיון בהחלטת החברה או בהחלטת המחזיק של מניות הבכורה (תוך מנגנוני הגנה על המשקיעים בהנחת פדיון בהחלטת החברה). כמו כן, למניות הבכורה יכולה להיות זכות צבירת דיבידנדים שלא חולקו וכן זכות השתתפות ברווחים.

לאור העובדה כי מניות הבכורה בכירות יחסית להון ונחותות יחסית לחוב, הערכת השווי שלהן נדרשת לשקול את אופן חלוקת השווי המאזני בכללותו בין התובעים השונים להון. יישום המודל המתאים מצריך חשיבה, כאשר כנקודת פתיחה ניתן להיעזר במודלים בסיסיים כמו מודל היוון תזרימי מזומנים תוך שימוש בהנחות בדבר גובה שיעור ההיוון והתקופה להיוון או במודל לתמחור נגזרים.

במרץ 2017, אישר דירקטוריון רשות לניירות ערך עקרונות לקביעת הנחיות שיאפשרו לחברות להנפיק מניות בכורה. ראה נספח א’ – מצגת חני שטרית סמנכלית הבורסה

הנחיית הרשות לניירות ערך קובעת שלושה תנאים מרכזיים להנפקת מניות בכורה:

1. שיעור הדיבידנד והמועדים שישולם חייבים להיות קבועים מראש.
2. למחזיקי מניות בכורה תהיה זכות עדיפה לקבלת דיבידנד.
3. אם לא ישולם למחזיקי מניות הבכורה דיבידנד במועד שנקבע, יצטבר הדיבידנד עד לביצוע התשלום בפועל.

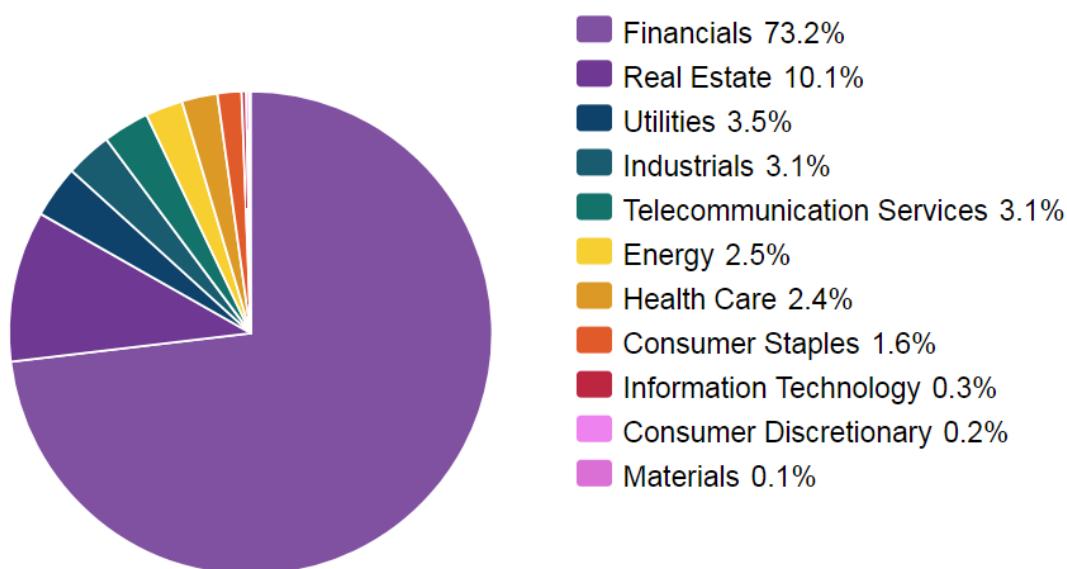
כמו כן, רק חברות ששווי ושיעור החזקות הציבור שלהן במניות הרגילות הינו כנדרש מחברה חדשה (25% ממניות החברה, כשווי מניות אלה לפחות 20 מיליון ש”ח). וכן, יתאפשר להנפיק מניות בכורה כך ששיעור מניות אלו לא יעלה על 20% מסך החברה ושוויין לא יהיה יותר מ-50% מהשווי הכולל של

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

החזקות הציבור באותה חברה. בנוסף, ההנפקה תתאפשר רק לחברה שכלולה במדד ת”א-125 ו-
 בת”א SME60, או לחילופין חברה ששווי השוק שלה הינו 500 מיליון ש”ח.

בעולם שוק מניות הבכורה מפותח וקיים שנים רבות. בארה”ב מרבית החברות המנפיקות הינן מתחום
 הפיננסים. להלן נתוני מדד S&P U.S. Preferred Stock Index בחלוקה לפי סקטורים.



מקור : S&P Dow Jones Indices, A Division of S&P Global.

בכירות מניות הבכורה ביחס למניות רגילות ונחיתות מול חוב

על מנת לבצע חלוקת דיבידנד למניות הבכורה יש לעמוד במבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות –
 מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון. עובדה זו מעמידה בנחיתות את מניות הבכורה ביחס לכל חוב
 אחר. יחד עם זאת, בעת מצב של דיפולט מניות הבכורה בכירות ביחס למניות הרגילות ועל כן נהנות
 מזכות ראשוניים ביחס ליתר בעלי ההון. דבר זה מוביל לכך שעלויות גיוס ההון באמצעות מניות בכורה
 נמוכות מגיוס הון רגיל ויקרות מגיוס חוב.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

מניות ללא זכויות הצבעה

מניות ללא זכויות הצבעה הינן תופעה מתפתחת בשווקי ההון בעולם. הדבר מאפשר למעשה לבעלי השליטה הנוכחיים להמשיך לשלוט בחברה עם אחוזי החזקה בודדים.

בין החברות שהנפיקו ובתהליכי הנפקה של מניות מסוג זה ניתן למצוא את ענקיות הטכנולוגיה- גוגל, אמזון, פייסבוק וסנאפצ'ט. כמו כן, גם חברת טבע הנפיקה לאחרונה מניות בכורה בהקשרי רכישת החטיבה הגנרית של אלרגן. מודל דומה מוכר מחברות הגז אשר מנפיקות יחידות השתתפות אשר מקנות זכויות ברווחים אך ללא זכויות בקבלת החלטות.

יתרונות מצד המנפיק

- חלופה לגיוס הון שממנפת את ההון העצמי אך מקטינה את מינוף החברה מול הנושים אם מניות הבכורה מסווגות כהון.
- הימנעות מדילול בעלי המניות הקיימים.
- עמידה באמות מידה פיננסיות (קובננטים) מול הנושים
- אפשרות לדחיית התשלום ללא סיכון דיפולט בניגוד לאג"ח.

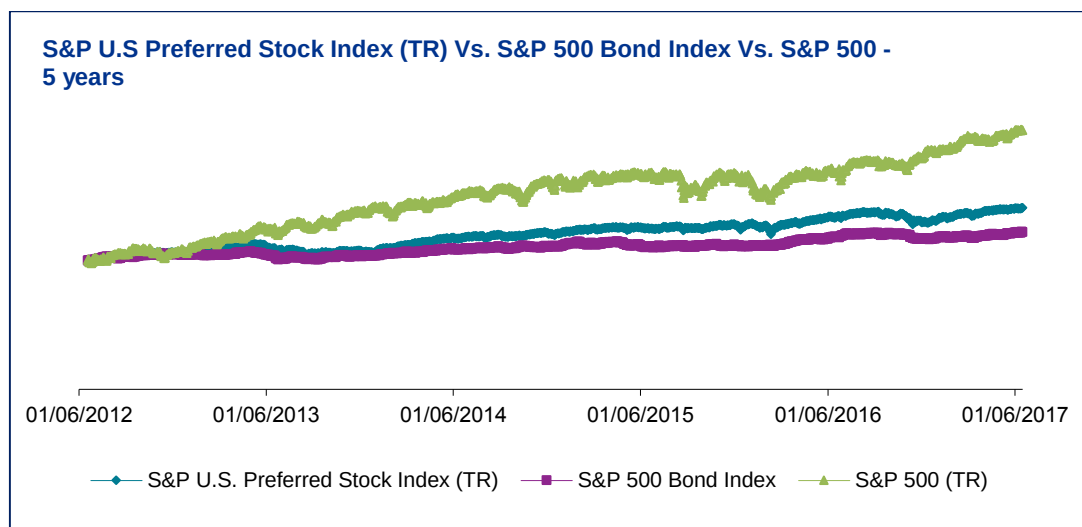
יתרונות מצד המחזיק

- עדיפות בקבלת דיבידנד לפני בעלי המניות הרגילות.
- הבטחה לשיעור דיבידנד שעולה משמעותית על שיעור הריבית.
- מתאים למחזיקים בתיקים פנסיוניים ארוכי טווח.

להלן ביצועי מדדי S&P U.S Preferred stock index ו-S&P 500 ב-5 שנים האחרונות.

תכנית בחשבוונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum



טיפול חשבונאי¹

התקן החשבונאי הרלבנטי להבחנה בין הון לבין התחייבות הינו IAS 32 ולפיו מניות בכורה יכולות להיות מסווגות בכללותן על פי תנאיהן כהתחייבות פיננסית או כמכשיר הוני, או לחלופין יכולות להיות מסווגות כמכשיר מורכב שכולל הן מרכיב התחייבותי והן מרכיב הוני. בכל מקרה, הסיווג של תשלומי הדיבידנד בין דוח רווח והפסד לבין דוח על השינויים בהון יקבע על פי עקרון הסימטריה: כלומר, ככל שהתשלום מתייחס למרכיב התחייבותי הוא ירשם במסגרת הוצאות המימון בעוד ככל שהתשלום מתייחס למרכיב הוני הוא לא ירשם כהוצאה אלא יטופל בדוח על השינויים בהון בדומה לדיבידנד.

אופן הסיווג החשבונאי מושפע, בין היתר, באם למנפיק קיימת זכות בלתי מותנית להימנע מתשלום מזומן או נכס פיננסי אחר, שאז המכשיר הפיננסי יסווג ככל הנראה כמכשיר הוני. מניות בכורה יסווגו כהתחייבות פיננסית אם הן כוללות חובת פדיון של המנפיק בסכום קבוע (או ניתן לקביעה) במועד קבוע (או ניתן לקביעה), או שמקנות למחזיק זכות לדרוש מהמנפיק לפדות את המכשיר במועד מוגדר (או לאחר מועד מוגדר), תמורת סכום קבוע (או ניתן לקביעה) שכן למנפיק לא קיימת זכות בלתי מותנית להימנע מתשלום מזומן. יחד עם זאת, אופציה של המנפיק לפדות את מניות הבכורה במזומן לא מקיימת את ההגדרה של התחייבות פיננסית, מאחר שלמנפיק אין מחויבות קיימת להעביר נכסים פיננסיים לבעלי מניות הבכורה. במקרה כזה, פדיון מניות הבכורה נתון באופן בלעדי לשיקול דעתו של

¹ חשבונאות פיננסית חדשה: IFRS 2010, שלומי שוב וגיל כץ

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

המנפיק. כאשר המנפיק יממש את הזכות לפדות את מניות הבכורה, תיווצר לו מחויבות (בדרך כלל על ידי הודעה פורמאלית לבעלי המניות בדבר כוונתו לפדות את המניות).

לעניין זה, יש לציין כי מניות בכורה הניתנות להמרה למספר משתנה של מניות רגילות, כך לדוגמה במקרה בו זכאיות מניות הבכורה לשינוי יחס ההמרה למניות רגילות, באם תבוצע הנפקה נוספת בתנאים מועדפים ביחס להנפקה המקורית, יחשבו בדרך כלל מכשיר מורכב. זכות ההמרה כשלעצמה מהווה מכשיר התחייבותי, אך עם זאת שוויה ההוגן לא צפוי להיות מהותי שכן למחזיק לא כדאי להמירן למניות רגילות שהן כאמור נחותות ממניות בכורה. יתרת הסכום תהווה מכשיר הוני. יש לציין שבמקרה דנן, ניתן לטעון כי מאחר וביצוע הנפקה נתון לשיקול דעת הישות המדווחת, כל המכשיר יסווג כמכשיר הוני.

כאשר מניות הבכורה אינן ניתנות לפדיון, הסיווג המתאים נקבע בהתאם לזכויות האחרות הנלוות אליהן, בעיקר לזכויות הדיבידנד המוקנות להן. בהתאם לכך, כאשר הדיבידנד המשולם למחזיקים בהן, בין אם הוא נצבר או לאו, נתון לשיקול דעתו של המנפיק, מדובר במאפיין דומה לזה של מניות רגילות. לפיכך, במקרה כזה מניות הבכורה הן מכשיר הוני. מנגד, כאשר מניות הבכורה אינן ניתנות לפדיון, אך הדיבידנד בגין נדרש להיות משולם חוזית בשיעור קבוע, הרי שמדובר בהתחייבות (בדומה לאגרות חוב צמיתות). לעניין זה, יש להדגיש כי מסקנה זו לא תשתנה אם הדיבידנד הוא נצבר ומשולם חוזית רק כאשר קיימים מספיק רווחים נצברים או כאשר הדיבידנד בגינם משולם כשיעור מהרווחים הראויים לחלוקה של הישות המדווחת. בשני המקרים האחרונים הדיבידנד אינו נתון לשיקול הדעת של הישות המדווחת המנפיקה. הרציונאל בעת הבחינה באם לישות המדווחת קיימת מחויבות לתשלום דיבידנד הינו, האם הישות המדווחת יכולה להימנע מתשלום מזומן או העברת נכס פיננסי אחר לבעלי מניות בכורה עד מועד הפירוק של הישות המדווחת.

חשוב להדגיש כי בכל מקרה הסיווג של מניות הבכורה לא יושפע מהגורמים הבאים: היסטוריה של ביצוע חלוקות, כוונה לבצע חלוקות בעתיד, השפעה שלילית אפשרית על מחיר מניות רגילות של המנפיק אם חלוקות אינן מתבצעות, סכום העודפים של המנפיק, תחזית של המנפיק לרווחים/הפסדים, או יכולת (או אי יכולת) של המנפיק להשפיע על סכום רווחיו או הפסדיו.

כאשר מניות הבכורה עומדות לפירעון במועד מסוים בעתיד (או החל ממועד זה נתונות לפדיון על ידי המחזיק), אך הדיבידנד בגין נתון לשיקול הדעת של הישות המדווחת, מדובר במכשיר פיננסי מורכב.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

היבטי מיסוי

מניות הבכורה הינן מכשיר פיננסי הקיים שנים רבות הן בישראל (בעיקר מניות בכורה פרטיות) והן בעולם. ככלל, ברמת המשקיעים - מניות הבכורה מסווגות כמניות (הון) וחלוקת דיבידנד לבעלי מניות הבכורה מסווגת ככזו בידם גם לצרכי מס.

לפיכך, עצם פתיחת האפשרות של הנפקה מניות בכורה לציבור לא אמורה לשנות את סיווג ההכנסה מהן לצרכי מס. היינו, הואיל ומניות הבכורה מסווגות כמניות, הרי יותר מסביר שברמת המשקיעים תסווג מכירת מניות הבכורה כרווח או כהפסד הון ממכירת מניות. קבלת תשואה שוטפת בשל מניות הבכורה סביר שתסווג במישור המשקיעים כדיבידנד לצרכי מס, בהתאמה.

עם זאת, יצוין כי קיימת הוראה ספציפית בפקודת מס הכנסה לגבי פדיון מניות הניתנות לפדיון (סעיף 3(ג) לפקודה), ולכן, מניות בכורה הניתנות לפדיון ע”י המשקיע יחויבו במס בהתאם להוראה זו. למעשה מדובר בהוראה הדומה במהותה לחיוב במס בשל רווח הון ממכירת מניות. בהוראה זו אין התייחסות לאופן סיווג התשואה ממניות אלו לצרכי מס.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שאלות ונושאים נוספים לדיון

1. כיצד יבוצע הפיקוח על טריגר אי תשלום דיבידנד והמרה למניות רגילות? האם הממשל התאגידי בארץ מספיק מפותח?
2. האם חברות הדירוג ידרגו מניות בכורה אלו? ואם כן כיצד?
3. מרבית המשקיעים בארץ הם מוסדיים. האם הדירוגים של מניות בכורה יעמדו בקריטריונים של ועדות ההשקעה והאם במסגרת מכסת המניות או האג"ח?
- 4.
5. מרבית המנפיקים בארה"ב הן חברות פיננסיות. האם הרגולציה בישראל על חברות אלו מאפשרת להנפיק מכשירים אלו? בישראל מרבית החברות הן מתחום הנדל"ן ועל כן סביר להניח שחברות אלו יהיו המנפיקות העיקריות.
6. האם מתן אפשרות להמיר למניות ממתנת את החשש מאי חלוקת דיבידנד?
7. האם מניות בכורה הן למעשה לא אג"ח עם מח"מ ארוך בתחפושת של הון?
8. האם רשות המיסים תכיר בתשלומי הדיבידנד למניות הבכורה כהוצאה במידה ומדובר במכשיר מורכב מבחינה חשבונאית?
9. האם כללי חלוקת דיבידנד לרבות מבחן יכולת הפירעון יחולו על חלוקות הדיבידנד למניות בכורה? האם הם יחולו גם כאשר מדובר במכשיר מורכב מבחינה חשבונאית?
10. כיצד צריך להתאים את המודלים הקיימים של הערכות השווי למאפיינים של המכשיר החדש?
11. קיימת לכאורה נחיתות של מניות בכורה לחוב היברידי והלוואות בעלים עקב ההכרה בריבית כהוצאה ברמת החברה המנפיקה. האם נחיתות זו תמנע את התפתחות השוק למניות בכורה?
12. האם מתן אפשרות להנפקת מניות בכורה פותרת את מגמת החקיקה של one share one vote שטענה בזמנו שזכות הצבעה דיפרנציאלית יוצרת ניגודי עניינים וסבאופטימיזציה?
13. כיצד ייוצגו בעלי מניות הבכורה בהסדרי חוב?