

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש יוני 2013:

“פרמיית שליטה בעידן IFRS 13 : מהי והאם היא בכלל קיימת?”

רקע

ביום 1 בינואר 2013 החל יישומו של תקן דיווח כספי בינלאומי 13 בנושא מדידת שווי הוגן. על פי 13 IFRS, שווי הוגן הינו המחיר שהיה מתקבל במכירת נכס או מחיר שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה.

על פי התקן, יחידת המדידה (unite of account) לצורך מדידת שווים ההוגן של נכס, התחייבות או קבוצה של נכסים והתחייבויות תקבע בהתאם לתקינה החשבונאית הספציפית אשר דורשת או מתירה למדוד את הפריט הנדון לפי שווי הוגן. יחידת המדידה הינה מונח המתאר את הרמה שבה נכס או התחייבות מצורפים או מפוצלים למטרות הכרה.

לאור קביעה זו של התקן ועל רקע יישומו לראשונה, קיבל לאחרונה המוסד הבינלאומי לתקינה בחשבונאות (IASB) מספר פניות בנוגע ליחידת המדידה הרלבנטית לטיפול בהשקעות בחברות בנות, עסקאות משותפות וחברות כלולות. בפרט, התבקש ה – IASB לבחון האם יחידת המדידה הרלבנטית היא ההשקעה בכללותה או המכשירים האינדבידואלים המרכיבים אותה.

על פי 13 IFRS, בעת קביעת השווי ההוגן של פריט, על ישות להשתמש באותן הערכות בהן היה משתמש משתתף שוק. אם יחידת החשבון היא ההשקעה או היחידה מניבת המזומנים בכללותה, אז נוצרת הצדקה להכללת פרמית שליטה בהערכת השווי ההוגן, שכן גם משתתף שוק בעל יכולת לבצע את העסקה יקח בחשבון את קיומה של פרמית שליטה במסגרת התמחור. מנגד, אם יחידת המדידה היא המכשיר האינדבידואלי העומד בבסיס ההשקעה, אז אין לכלול את פרמית שליטה בהערכת השווי ההוגן, שכן מכשיר כאמור אינו מקנה למחזיק בו שליטה.

בחודש מרץ 2013 החליט ה – IASB באופן טנטטיבי כי השווי ההוגן של השקעות או יחידות מניבות מזומנים המורכבות ממכשירים פיננסיים המצוטטים בשוק פעיל, יקבע בהתאם לשוויים ההוגן של המכשירים, וללא ביצוע התאמות נוספות.

קביעה זו שומטת את הקרקע מתחת להכרה החשבונאית בפרמיית שליטה, וצפויות להיות לה השלכות מרחיקות לכת על עולם החשבונאות ועל הדוחות הכספיים. כך למשל, השלכות ההחלטה יבואו לידי ביטוי ביישום תקן חשבונאות בינלאומי 36 *ירידת ערך נכסים* וביישום תקן דיווח כספי

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בינלאומי 5 נכסים לא שוטפים המוחזקים למכירה ופעילויות שהופסקו. באופן עקרוני, במסגרת תקנים אלה נדרשת הישות במצבים מסוימים להעריך את השווי ההוגן של חברות בנות בכדי לבחון קיומה של ירידת ערך. נטרול פרמית השליטה מהשווי ההוגן עשוי להגדיל את חשיפתם של הנכסים לירידת ערך.

לצורך ההמחשה, די לציין כי בהתאם לגישה זו סקיילקס היתה נדרשת לרשום הפסד מהותי לאור הסיווג של השקעתה בפרטנר בדוחות לשנת 2012 – לאור העובדה שמחיר המניה שנגזר מעסקת סבן היה גבוהה משמעותית ממחיר השוק של מניית פרטנר. יש לציין סקיילקס לא יישמה את 13IFRS בדוחות לשנת 2012 מאחר והוא נכנס לתורף רק ב- 1 בינואר 2013.

השלכה נוספת שצפויה היא בדוחות סולו לפי IFRS כאשר השקעות בחברות בנות נמדדות לפי שווי הוגן (ולא לפי עלות), לרבות ישויות השקעה שלפי התיקון החדש של IFRS 10 הדוחות הראשיים שלהם, יהיה למעשה דוחות סולו לפי שווי הוגן.

יש להדגיש כי קביעת ה- IASB אינה עקבית בהכרח עם עקרונות העולים מתקנים אחרים. כך למשל, על פי הנחיות הביצוע של תקן דיווח כספי בינלאומי 3 צירופי עסקים, “יתכן שיהיה הבדל בין ערך השווי ההוגן למניה של הזכויות של הרוכש בנרכש לבין ערך השווי ההוגן למניה של הזכויות שאינן מקנות שליטה. ההבדל העיקרי צפוי להיות פרמיית השליטה שנכללת בשווי ההוגן למניה של הזכויות של הרוכש בנרכש, או לחלופין, הניכיון בגין היעדר שליטה שנכלל בשווי ההוגן למניה של הזכויות שאינן מקנות שליטה”.

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

פרמיית השליטה מזווית כלכלית

על אף המודעות לקיומה של פרמיית שליטה בתיאוריה הכלכלית, לא קיימת בהכרח הגדרה מוסכמת אחת למושג. נהוג לחשב את פרמיית שליטה כסכום העודף שרוכש מוכן לשלם עבור החזקה המקנה שליטה בחברה, מעל מחירה הבורסאי של אותה החזקה. התפיסה המקובלת היא כי מחיר השוק של מניות משקף את שווי הזכויות שאינן מקנות שליטה. כפועל יוצא, בכדי להעריך את שווי של גרעין השליטה בחברה יש לבצע התאמות לשווי הבורסאי.

ראשית חשוב להדגיש, כי הדיון עוסק במדידת פרמיית השליטה לעניין קביעת שווי הוגן ולא לעניין קביעת שווי השימוש ולכן בהיבט זה היא לא יכולה לכלול סינרגיות ספציפיות שיש לרוכש ולא קיימות אצל יתר משתתפי השוק.

באופן עקרוני, קיימות שתי אסכולות בכל הקשור למקורות פרמית השליטה. יש לציין כי אסכולות אלה אינן בהכרח מנוגדות זו לזו, והן עשויות להתקיים במשולב. על פי אסכולה אחת, פרמית שליטה נובעת מיכולתו של בעל השליטה להפיק הטבות כלכליות מהישות באופן אסימטרי, על חשבון בעלי הזכויות שאינן מקנות שליטה. על פי גישה זו, בעולם של ממשל תאגידי מושלם פרמית שליטה צפויה להיות זניחה. לעניין זה אפשר להוסיף את הנושא של עיתוי וסכום הדיבידנד. לעומת זאת, על פי האסכולה האחרת, פרמית שליטה עשויה להתקיים ללא קשר לאפקטיביות הממשל התאגידי בחברה. גישה זו כורכת את מקורות פרמית השליטה ביכולתו של בעל השליטה להשפיע על התנהלות החברה, לשפר את תזרימי המזומנים או להוריד את מחיר ההון שלה.

על פי דמודרן (Damodaran, 2006), ערך השליטה בפירמה נובע מתפיסתו של רוכש כי יוכל לנהל באופן שונה מהמצב הקיים. ערכו של עסק מושפע מאיכות ההנהלה וממדיניותה. בפרט, משקיעים בוחנים את כושר ההנהלה לבצע השקעות, את החלטות ההנהלה במישור מימון העסק ולמדיניותה בכל הקשור לחלוקות הון לבעלים. באופן טבעי, כאשר משקיע נדרש להעריך את שווייה של חברה, עליו להניח הנחות אודות זהות המנהלים, כישוריהם והאופן שבו ינהלו את העסק.

בהתאם לגישה זו, כאשר משקיע שאינו מחזיק בשליטה בחברה מבצע הערכת שווי, הערכתו תתבסס על הנהלת החברה הקיימת, שכן למשקיע אין יכולת לבצע שינויים בהנהלה או במדיניותה. מנגד, כאשר בעל שליטה מבצע הערכת שווי, הערכתו תתבסס על ניהול אופטימלי של העסק. במילים אחרות, בעל השליטה ובעלי הזכויות שאינן מקנות שליטה לא בהכרח רואים לנגד עיניהם את אותם הפרמטרים בביצוע הערכת השווי. על פי דמודרן, ההפרש בין ערך הסטאטוס קוו של העסק ובין ערכו האופטימלי מבטא את פרמית השליטה. מהאמור נובעים מספר פרמטרים אשר עשויים להשפיע על קיומה ועל גודלה של פרמית השליטה:

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

גישה דומה מקבלת ביטוי בנייר לדיון שפורסם לאחרונה על ידי The Appraisal Foundation
The Measurement and Application of Market Participant Acquisition (2013) ועסק ב-
.Premiums

יש לציין כי במדידת שווי הוגן של מניות שליטה בחברות פרטיות לא נהוג בפרקטיקה להוסיף למודל
ה- DCF פרמיית שליטה – מה שמחזק גישה זו.

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

פרמיית שליטה מזווית משפטית

לאחרונה, נדונה שאלת פרמיית השליטה במחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב בעניין דב כהנא נ' מכתשים אגן. בית המשפט הכריע כי באותו עניין אין הצדקה לחלוקה בלתי שוויונית של תמורת עסקת המיזוג בין הציבור לבין בעלת השליטה ולפיכך קבע כי כור (בעלת השליטה במכתשים אגן) אינה זכאית לתמורה עודפת בגין חלקה במניות הנמכרות, וכי יש לחלק את שווייה של אותה תמורה בין כל בעלי המניות של מכתשים אגן. בעמדתו זו, הכריע בית המשפט בין שתי גישות אפשריות לסוגיית פרמיית השליטה: “הגישה השוקית” לפיה הפרמיה שייכת למוכר השליטה ולכן, ליתר בעלי המניות בחברה לא צריך להיות בה חלק, ו”הגישה השוויונית” לפיה הפרמיה בעד השליטה שייכת לכל בעלי המניות בחברה בחלקים שווים.

בבצ'וק (1994) מבצע ניתוח כלכלי של שתי הגישות במכירת שליטה פרטית. לפי הניתוח, הגישה הראויה לסוגיית פרמית השליטה היא הגישה המגדילה את ההסתברות שמכירות רצויות יתבצעו ושמכירות בלתי רצויות לא יתבצעו. מכירות רצויות הן כאלו שמביאות להגדלת שווי החברה ואילו מכירות לא רצויות הן כאלו שמטרתן לאפשר לרוכש השליטה “לחלוב” את החברה לתועלתו האישית. אם רב מכירות השליטה משביחות את ערך החברה, “הגישה השוקית” עדיפה כיוון שבהיותה של “הגישה השוויונית” יקרה יותר היא תחסום חלק נכבד מהרכישות היעילות. אם רב מכירות השליטה נועדו ל”חליבת” החברה, “הגישה השוויונית” עדיפה כיוון שהיא מקשה על החצנת עלויות ה”חליבה” על ידי הרוכש על בעלי מניות המיעוט.

אופיר (2013) עושה שימוש בתשתית הכלכלית המונחת במאמרו של בבצ'וק לבחינת סוגיית פרמית השליטה בעסקאות מסוג Going Private בהן המשתלט רוכש את כל אמצעי השליטה בחברה. מסקנת הניתוח היא כי בעסקאות מסוג זה “הגישה השוקית” עדיפה, כיוון שכאשר רוכש השליטה רוכש את כל מניות החברה הוא למעשה מפנים את עלויות ה”חליבה” הפוטנציאליות במלואן. עקב כך, גם “הגישה השוקית” וגם “הגישה השוויונית” יחסמו עסקאות לא רצויות. כמו כן, בהיותה של “הגישה השוויונית” יקרה יותר היא תחסום יותר רכישות יעילות מאשר “הגישה השוקית”. לפיכך, שיקולי יעילות כלכלית צריכים להכריע לטובתה של “הגישה השוקית” בסוגיית פרמית השליטה בעסקאות מסוג Going Private. תקציר המאמר מצורף כנספח.

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שאלות לדיון

- 1) האם יש לכלול פרמיית שליטה במדידת שווי הוגן ומהי אותה פרמיית שליטה? האם אופן מדידת פרמיות השליטה כיום בעסקאות תואם זאת?
- 2) כיצד ההחלטה של ה-IFRS עולה בקנה אחד עם המציאות העסקית מדידת שווי הוגן של זכויות מיעוט בצירוף עסקים?
- 3) מהן ההשלכות של ההחלטה על מדידת שווי הוגן של מניות שליטה בחברה פרטית?
- 4) האם הקושי הכרוך בהערכת פרמית שליטה ומידת הסובייקטיביות של הערכה מהווה הצדקה לקביעת ה-IFRS?
- 5) האם להחלטה החשבונאית עשויות להיות השלכות על מדידות ועסקאות כלכליות? כך לדוגמה, האם יום למחרת צירוף עסקים שבו לא קיימת סינרגיה ספציפית לרוכש תרחש ירידת ערך?!
- 6) בהינתן קיומה של פרמיית שליטה מבחינה כלכלית אמפירית, כיצד ראוי שעולם המשפט יתייחס אליה ולמי צריך להקצות את הזכות לה- לבעל השליטה בלבד או לכלל בעלי המניות בחברה לרבות בעלי מניות המיעוט?