

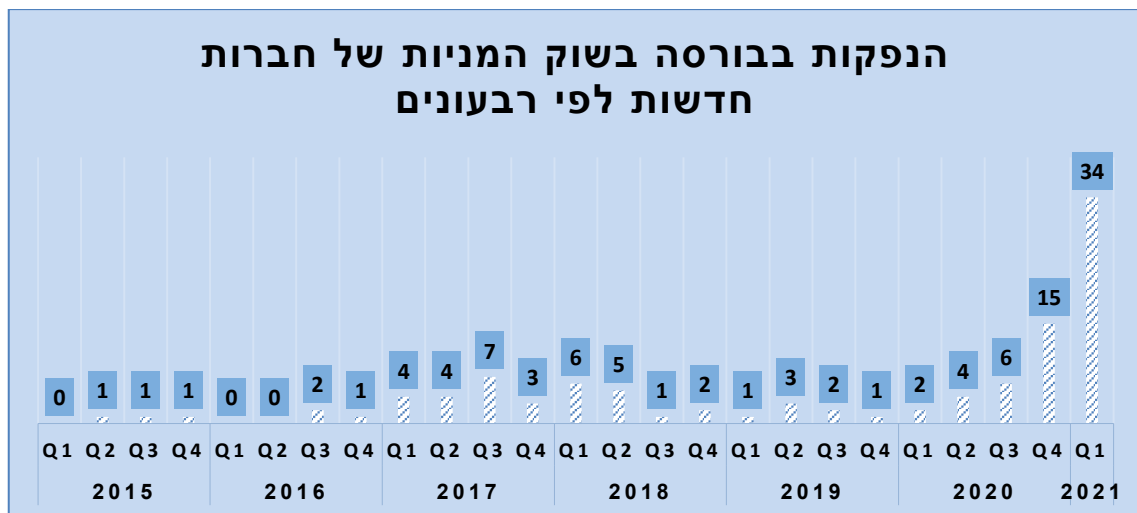
פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש מאי 2021

”מבול ההנפקות ודילמת מודל ה-SPAC: סימני התאוששות או סיגנל למשבר עתידי בשוק ההון?”

רקע

מאז פרוץ משבר הקורונה, ניכרת עליה דרסטית במספר ההנפקות בארץ ובעולם וזאת על רקע הגאות בשוק ההון. מנתונים שפורסמו על ידי אתר הבורסה לניירות ערך, בשנת 2020 כ-27 חברות חדשות ביצעו הנפקה, גידול משמעותי ביחס לשנת 2019 שבה בוצעו כ-7 הנפקות בלבד¹. שיא ההנפקות עוד לפנינו כאשר ברבעון הראשון של שנת 2021 כ-34 חברות חדשות ביצעו הנפקה. התחום המוביל במספר ההנפקות הוא תחום ההייטק והטכנולוגיה. ראוי לציין כי עד כה השוק המקומי נמנע מהנפקת חברות מתחום זה.



מקור – אתר הבורסה לניירות הערך תל אביב.

בארצות הברית התרחשה גם כן עליה משמעותית, מ-487 הנפקות בשנים 2018-2019 ל-922 בשנים 2020-2021 (עד כה) [מקור], מתוכן, 556 הנפקות באמצעות גיוסי SPAC 2 (ראו להלן).

¹ נתונים מתוך אתר הבורסה לניירות הערך תל אביב.

² היקף גיוס של כ-175 מיליארד דולר. לשם המחשה, בשנת 2019 בוצעו 59 גיוסי SPAC בלבד. מקורות:

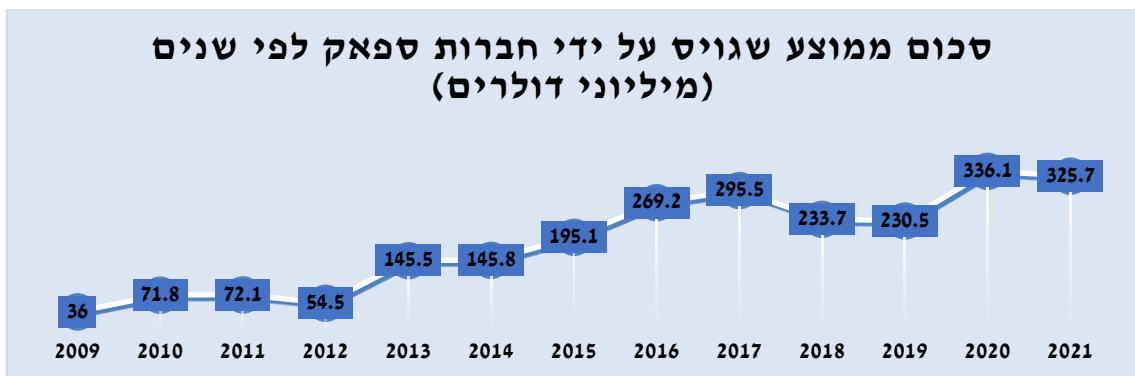
Ritter, J. R. (2020): "IPO Statistics for 2020 and Earlier Years."

"SPACInsider"

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum



מקור – האתר "SPACInsider".



מקור – מתוך האתר "SPACInsider".

נזכיר, להבדיל מהנפקה ראשונית (IPO) כאשר פעילות, ביצועי ומנהלי החברה נמצאים תחת בחינת משקיעים מדוקדקת טרום ההנפקה (road show), ב-SPAC המוניטין של המשקיע או יזם סדרתי נמצאים תחת בחינת השוק. פוסט ההנפקה, לאחר גיוס הכספים, יוצק מנהל ה-SPAC פעילות למכשיר, תחת מגבלות מסוימות כאשר למעשה הפעילות אינה נבחנת כלל על ידי השוק.

החשש המרכזי הנובע מהנפקות ה-SPAC הוא הסיכון לפגיעה בכספי הציבור, שכן במצב הנוכחי עלולות להיכנס לבורסה חברות שלא בהכרח היו עומדות בתנאי הנפקה מסורתית וכלל האחריות מוטלת על כתפיהם של המשקיעים. יש לציין כי גם לחברות המטרה יש סיכונים בכניסה לתהליך, הן מסתכנות בשמן הטוב שההצעה למיזוג איתן תידחה על ידי בעלי המניות (ראו להלן).

רשות ניירות הערך האמריקאית (SEC) הביעה לאחרונה במספר הזדמנויות חשש מהתופעה ההולכת וגוברת, בעיקר מהסיכונים הגלומים בהנפקות אלו ואף העלתה לאחרונה את נושא הטיפול החשבונאי על ידי פרסום הצהרה המתמקדת בכתבי אופציה (Warrants) לפיה חברות ה-SPAC צריכות לסווג

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

את כתבי האופציה הללו בדוחותיהן הכספיים כהתחייבות ולא כהון עצמי (ראו להלן)³. הדבר עשוי לעכב חברות הנמצאות בהליכי הנפקה וכן להוביל להצגה מחדש של דוחות הכספיים (Restatement) של חברות SPAC וחברות מטרה שמוזגו לחברות SPAC.

התחומים הנפוצים של חברות ה-SPAC הם טכנולוגיה, כלי רכב חשמליים ואנרגיה ירוקה - תחומים שנמצאים בצמיחה בעיקר בעקבות משבר הקורונה.

השוק המקומי

נכון להיום מודל הנפקות SPAC לא קיים עדיין בשוק ההון הישראלי, אם כי רשות ניירות ערך בוחנת פרסום מתווה בנושא. למרות זאת, הנושא רלבנטי לשוק ההון המקומי בעיקר לאור העובדה שחלק מה-SPACים שמונפקים והחברות שניצוקות לתוכן הן ישראליות, חלקן אף שקלו להנפיק בישראל אך המירו ל-SPAC ולארה"ב, לאור ההקלות. זאת ועוד, באיתור אחר השקעות המוסדיים אדישים למיקום המסחר כך שכספי העמיתים מופנים ל-SPACים. לבסוף, לאור רצון הרגולטור להגדיל את המסחר בבורסה המקומית ואת כמות החברות הנסחרות, הרגולטור המקומי יכול להתפתות ולהציע הקלות. הדים לכך ניתן למצוא בשני תזכירי חקיקה לתיקון חוק לניירות ערך שאושרו במרץ 2021 על ידי ועדת השרים לחקיקה. התזכיר הראשון דן בפלטפורמות מסחר או בורסה ייעודית כאשר החברות שיונפקו בה יזכו להקלות מסוימות שאינן מוגדרות בתזכיר אלא מונחות לשיקול דעת השרים הרלבנטיים (אוצר ומשפטים)⁴. התזכיר השני עוסק בחברות ללא פעילות שניתן להמשיל אותן ל-SPAC אך מאידך התזכיר מקנה לרגולטור סמכות פיקוח מוגברת על חברות אלה בין היתר מתוך הבנה כי בהעדר פעילות לא מתקיימת דה פאקטו חובת הגילוי⁵.

לפני שנתמקד בפרטי ה-SPAC מספר הערות, הגידול בהנפקות המקומיות התאפיין כאמור בחברות טכנולוגיות בניהן חברות הזנק גירעוניות. בפברואר 2021 ערכה הרשות לשוק ההון ביקורת פתע בגופים המוסדיים במהלכו ביקשה לבחון את הליך קבלת החלטות של המוסדיים בעת החלטתם להשתתף בהנפקות.

מודל ה-SPAC

חברת SPAC (Special Purpose Acquisition Company) שמכונה גם "Blank check company" היא "חברת מיוחדת למטרת רכישה", מדובר בגיוס הון שמתבצע על ידי ספונסר שמגייס כספים ממשקיעים ציבוריים באמצעות הנפקה ראשונית (IPO) של ה-SPAC, לצורך רכישת חברה קיימת או מיזוגה תוך פרק זמן מוגדר מראש, לרוב תוך שנתיים. במידה ונמצא עסק המתאים למיזוג, ולאחר

³[Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies \("SPACs"\), U.S. Securities and Exchange Commission, April 12, 2021.](#)

⁴ ראו :

[תזכיר חוק ניירות ערך \(בורסה ייעודית\). התש"ף-2020.](#)

⁵ ראו :

[תזכיר חוק ניירות ערך \(תיקון מס'\). התש"ף-2020.](#)

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אישור משקיעי ה-SPAC, חברת המטרה מתחיל להיסחר בבורסה על ידי מיזוגה לתוך ה-SPAC, זאת תוך הימנעות "ממלכודת" ההנפקה הראשונית לציבור.

במסגרת הנפקת ה-SPAC, המשקיעים בדרך כלל מקבלים יחידה המכילה מניה וכתב אופציה (Warrant). כתב אופציה זה נותן למשקיעים את ההזדמנות לרכוש מניות נוספות של החברה במחיר קבוע לאחר הצלחת מיזוג חברת ה-SPAC עם חברת המטרה. מטרת אופציות אלו היא לתת תמריץ למשקיעים ביחס לכספי ההשקעה בחברה.

בהנפקת ה-SPAC טיפוסית (החל משנת 2010) מונפקות יחידות בסכום של \$10 כאשר מחיר המימוש של כתבי האופציה שכלולים בכל יחידה הוא \$11.5 ותאריך המימוש שלהן הוא 5 שנים לאחר השלמת המיזוג עם חברת המטרה. הכסף שמגויס על ידי ה-SPAC במסגרת ה-IPO מופקד בנאמנות אשר צוברת ריבית.

בניגוד למניות אשר מונפקות למשקיעים ב-SPAC במסגרת יחידת ה-SPAC אשר מקנות להם זכות הצבעה לאישור המיזוג עם חברת המטרה ואף זכות לפדיון בטרם המיזוג עם חברת המטרה, לספונסרים לרב מונפקות מניות אשר אין להן זכות הצבעה כאשר לאחר השלמת המיזוג עם חברת המטרה מניות אלו מומרות למניות רגילות אשר כפופות לתקופת חסימה מסוימת.

ראוי לציין שמודל ה-SPAC מוביל למצב שבו לספונסרים יש תמריץ משמעותי לכך שהמיזוג עם חברת המטרה יצא לפועל. כך למשל, חלק מעלויות החיתום ועלויות נוספות אשר משולמות מראש לפני ההנפקה של ה-SPAC הן עלויות אשר חברת ה-SPAC משלמת לרב באמצעות כספים אשר מגויסים מהספונסרים (לרב, על ידי הנפקת מכשירים הוניים דוגמת אופציות). דבר זה יוצר מצב שבו אי הצלחת ה-SPAC במיזוג לחברת המטרה לא רק יוביל לכך שהספונסרים לא ירוויחו אלא הם גם יהיו חשופים להפסדים.

במקביל לכסף שמגויס על ידי הנפקת ה-SPAC לציבור במקרים רבים מגויסים סכומים נוספים במסגרת השקעות PIPE (Private Investment In Public Equity) של משקיעים פרטיים, משקיעים מוסדיים ולעיתים אף על ידי השקעה של הספונסרים עצמם. הגיוס במסגרת ה-PIPE מאפשר להבטיח סכום מינימלי שיגויס על ידי ה-SPAC שכן במקרים רבים חברות המטרה דורשות סכום מינימלי בטרם הסכמתן לתהליך המיזוג.

חברות ה-SPAC אינן דבר חדש בנוף והן קיימות בשוקי ההון ברחבי העולם כבר שנים רבות. בעבר המודל הזה שימש בעיקר חברות קטנות וחברות אשר לא יכלו להכנס "בדלת הראשית" לבורסה או לחלופין שימש בתקופות בהן פעילות ה-IPO הייתה "חלשה" יחסית. כך למשל במקביל למשבר הכלכלי העולמי אשר הכה בעולם בשנים 2008-2009 כ-31% מהחברות שהפכו לציבוריות הפכו לכאלה דרך מיזוג עם חברות ה-SPAC⁶. מה שמייחד את התקופה הנוכחית היא העובדה שחברות ה-SPAC

⁶ Kolb, J., & Tykova, T. (2016). "Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes".

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מצליחות למשוך חברות אטרקטיביות רבות כולל חברות טכנולוגיה משמעותיות ולרבות "חדי קרן" (Unicorns), חברות אשר בעבר היה נדיר למצוא אותן מתמוזגות לתוך חברות SPAC.

היתרונות והחסרונות

מבול ההנפקות של חברות ה-SPAC הוביל לדיון ער באשר ליתרונות והחסרונות של המודל. הגם שלכאורה האפשרות לגיוס כספים שלא במסגרת תהליך ההנפקה "המסורתי" יכול להוות דבר חיובי אשר מאפשר לחברות רבות אפיק גיוס הון אשר בעבר לא היה להן ובמקביל לאפשר למשקיעים להשקיע בחברות אשר בעבר לא הייתה להם גישה להשקעה בהם, ישנם חסרונות רבים למודל.

אחד החסרונות הבולטים הוא העבודה שהספונסרים מקבלים תמורה רק אם המיזוג של ה-SPAC לחברת מטרה מסוימת יוצא לפועל ולכן יש להם תמריץ משמעותי לכך שהמיזוג יצא לפועל – בין אם מדובר בחברת מטרה אשר תניב בעתיד ערך למשקיעי ה-SPAC ובין אם לא. במחקר שנערך בשנת 2017 נמצא כי תשואות של חברות SPAC שמוזגו קרוב למועד הסופי שהוקצה ל-SPAC לצורך מציאת חברת מטרה היו נמוכות משמעותית מתשואות של חברות SPAC אשר מוזגו בשלב מוקדם יותר.⁷

הנתונים מראים כי בסיכוי גבוה חברות ה-SPAC יתמוזגו לחברת מטרה בטרם נגמרת התקופה שהוגדרה מראש. כך למשל בין השנים 2003 ל-2008 74% מחברות ה-SPAC אשר הונפקו לציבור התמוזגו בהצלחה לחברת מטרה⁸ ובין השנים 2010 ל-2018 הנתון עולה ל-85% מהחברות.⁹

מבדיקה שנערכה ל-114 חברות SPAC אשר הונפקו בין השנים 2010 ל-2018 עולה כי משקיע אשר רכש את מניית החברה הממוזגת ביום המיזוג והחזיק אותה לאחר מכן לשנה או שלוש שנים הפסיד בממוצע 15.6% בשנה כאשר התשואה לתקופת המקבילה ב-NYSE (בהתבסס על נתוני CRSP) הייתה תשואה חיובית של כ-8.7%, כלומר לא רק שהשקעה בחברות SPAC הובילה בממוצע להפסד למשקיעים בה אלא לתשואת חסר של כ-25% לעומת התשואה האלטרנטיבית שהם יכלו לקבל¹⁰.

חסרון נוסף במודל הוא העובדה שהמכשירים ההוניים המונפקים לספונסרים, האופציות המונפקות למשקיעים, עלויות החיתום והעובדה שחלק מהמשקיעים מנצלים את אפשרות הפדיון שקיימת להם בטרם המיזוג מוביל לאפקט אשר מדלדל משמעותית את המשקיעים ב-SPAC. מחקר שנערך לאחרונה ובחן 47 חברות SPAC שמוזגו לחברות מטרה בין ינואר 2019 ליוני 2020 מראה כי למרות שמניות ה-SPAC מונפקות בסכום של \$10 למניה ה-SPAC החציוני מחזיק ביום המיזוג לחברת המטרה במזומן של \$6.67 בלבד לכל מניה. במילים אחרות, המחקר מראה כי חברת SPAC "מדללת" כ-50% מהמזומן שהיא בסופו של דבר ממוזגת לחברת המטרה שהופכת לציבורית¹¹.

⁷ [Dimitrova, L. \(2017\). "Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the "poor man's private equity funds".](#)

⁸ [Jenkinson, T., & Sousa, M. \(2011\). "Why SPAC investors should listen to the market."](#)

⁹ [Gahng, M., Ritter, J. R., & Zhang, D. \(2021\). "Investor Returns on the Life Cycle of SPACs."](#)

¹⁰ [Gahng, Minmo, Jay R. Ritter, and Donghang Zhang. \(2021\). "SPACs."](#)

¹¹ [Klausner, M., Ohlrogge, M., & Ruan, E. \(2020\). "A sober look at SPACs."](#)

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

באותו מחקר נמצא כי חברות SPAC אשר הספונסרים שלהם הם קרנות השקעות פרטיות גדולות או בכירים לשעבר באחד מחברות ה-Fortune 500 מובילות בממוצע לתשואה גבוהה יותר אשר יכולה לפצות במידה מסוימת על אפקט הדילול. כלומר, הצלחת ה-SPAC תלויה במידה רבה בספונסרים שלה. בהקשר הזה, מחקר שנערך לאחרונה ובחן 298 חברות SPAC מראה כי המנכ"ל הממוצע של חברת SPAC הוא מנהל בעל תואר MBA עם מומחיות פיננסית אשר גילו הוא 50. כמו כן נמצא כי מנהלים בעלי מוניטין רב יותר ינהלו חברות SPAC גדולות יותר¹².

התומכים במודל טוענים כי גיוס הון באמצעות SPAC הוא זול יותר וצורך פחות זמן ומשאבים מאשר תהליך ה-IPO המסורתי. כמו כן יש הטוענים שבמקרים רבים תהליך ה-IPO המסורתי מוביל לתמחור חסר של החברה שמנפיקה ומודל ה-SPAC מאפשר לחברות לסכם על שווי הנפקה אשר ידוע מראש ומקובל על החברה שרוצה להפוך לציבורית.

אחד היתרונות הבולטים עבור חברות ה-SPAC והחברות אשר ממוזגות אליהן הוא העובדה שהם יכולים לפרסם תחזיות תוך שימוש בהגנת נמל מבטחים, הגנה אליה חברות אשר מנפיקות בתהליך ה-IPO המסורתי אינן זוכות אליה ולכן הן לרב לא מפרסמות תחזיות כאלה. בהתחשב בכך ששווי של חברה נקבע על פי תחזית הביצועים העתידית שלה מדובר ביתרון משמעותי אשר גורם למודל ה-SPAC להיות אטרקטיבי מאוד לעומת הליך ההנפקה המסורתי.

החשש מקיומה של בועה בשוקי ההון נובע בין היתר מכשלון של מודלים מסורתיים להערכות שווי להסביר שווי של חברות נסחרות במיוחד במגזר הטכנולוגי. הסיבות לכך ידועות: החשבונאות המסורתית איננה משקפת שווי עקב הפחתת הוצאות מו"פ, אי הערכת פלטפורמות ואי הכללת נכסים בעלי שווי שוק שאינם נמדדים כמו צבר לקוחות, רכישות חוזרות ועוד. לכן מדדי שווי כמו יחסי הון ומכפילי רווח מאבדים מהרלבנטיות שלהם. בכל אלה עסקנו בפגישות הפורום. נוסף שגם לתופעה של ריכוז הנפקות חדשות בשוק עלה אין הסבר כלכלי מוסדר. מכאן שנושא ה"בועה" שקשור כנראה סטטיסטית לרבות הנפקות ולכשל של המודלים להערכת שווי, מועלה בעיקר בעיתונות הכלכלית ופחות במחקרים מדעיים מסודרים שרובם עדיין במגרש ה"שוק היעיל".

¹² [Blomkvist, M., Nocera, G., & Vulcanovic, M. \(2021\). "Who are the SPAC CEOs?."](#)

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאלות לדיון

1. האם מודל הדיווח הקיים כיום (הן בדוחות הכספיים והן מחוץ להם) הוא מספק לצורכי הערכות שווי של משקיעים במיוחד בתחומים שבהם חלו בתקופה האחרונה שינויי שווי חדים בחברות ציבוריות מונפקות?
2. האם נתוני ההנפקות וה- SPAC הן אינדיקציה לאפשרות קיומה של בועה בשוק ההון?
3. מדוע תופעת ה-SPAC הופיעה מחדש בשנה האחרונה, מה השוני במצב כיום לעומת נניח לפני שנתיים?
4. האם לרשות ניירות בישראל יש יכולות אמיתיות להציב מגבלות על מודל ה-SPAC – בכדי לצמצם את ה-Moral hazard של היזמים (כמו למשל על ידי דרישה להשקיע בחלק מהגיוס בעצמם) לאור התנאים המקילים יחסית בארה"ב?
5. עד כמה התופעה מלבה את הקושי בהערכת שווי ויכולה לתרום לניפוח מחירים ויצירת משבר בשוק ההון בעתיד?
6. בהינתן שמודל הגילויי אחיד – עד כמה משמעותית "המסננת" של ה-IPO לרבות מנגנון החיתום?
7. האם יש חשש כי איכות ההנפקות בשוק הון הישראלי תיפגע לאור היקפן והמחסור בכוח אדם הן ברשות ניירות ערך והן במחלקות כספים ומשרדי ראיית החשבון?
8. מה השיקולים שצריכים להנחות את הגופים המוסדיים בהשקעה ב-SPAC
9. כיצד תזכיר החוק בנושא בורסה ייעודית אמור להשפיע בנושאים אלו?
10. האם מגמת ההנפקות של טכנולוגיה ישראליות בארה"ב במודל ה-SPAC לא מובילה לפגיעה ארוכת טווח בבורסה בישראל?
11. עד כמה שני תזכירי החוק שאושרו לאחרונה על ידי ועדת השרים לחקיקה יכולים לסייע בהיבטים שלעיל?