

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 שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 04 באפריל 2016

נושא המפגש: מיהו 'משתתף שוק' (Market Participant)? דיון מחודש בפער שבין הערכות השווי לבין מחיר הבורסה

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש אפריל 2016

אורחים שלקחו חלק בדיון: עו"ד אודי סול (הרצוג פוקס נאמן), יבגני אוסטרובסקי (רשות ניירות ערך), שלומי וינר (רשות ניירות ערך).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אבי לוי (מליסרון), משה גדנסקי (נץ), מישל דהן (דיסקונט השקעות), דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), רקפת רמיגולסקי (הבינתחומי הרצליה), עדי סקופ (IBI), אורן פרנקל (אלוני חץ), רון מלכא (הבינתחומי הרצליה), ארנון רצקובסקי (EY), לילי איילון (רשות החברות הממשלתיות), ואדים פורטנוי, דגנית דניאל, אסתר גילעז רן (המרכז האקדמי פרס), איציק מאיסי (אלון ריבוע הכחול), נדב שטיינברג (בנק ישראל), רני שחם, גיל כץ (EY), נבו ברנר (תעשייה אווירית), אסף סגל (כלל ביוטכנולוגיה), סלע קולקר, איציק בן מנחם (מגדל), אורן רוזמן (Deloitte), חן שרייבר, אוהד עובד, אסף כהן (גיזה זיגנר) פרופ' עודד שריג (הבינתחומי הרצליה), פרופ' יורם עדן (המסלול האקדמי המכללה למנהל), אלון גלזר (לידר ושות'), גיל מור (PWC), רו"ח דני ויטאן (KPMG), רו"ח עינת שפרלינג (EY), רו"ח אלי אל-על, מאיר סלייטר (בנק ירושלים), שלי תשובה (Deloitte), נפתלי פריד (EY), גיא טביביאן (Deloitte), איתי גוטליב (EY), רועי שלם (הבינתחומי הרצליה), צור פניגשטיין (PWC).

צוות מקצועי: עמרי כהן, לידור רוזנצוויג ורעות קליינמן.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

אנחנו מדברים היום על ליבת הערכות השווי – מנקודת המבט של מי צריך לבצע אותה? ה- Trigger Event המשמעותי שגרם לנו לפתוח את הנושא הזה לדיון חוזר הוא החלטת רשות ניירות ערך, שנציגה נוכחים בדיון, ששינתה את עמדתה לעניין החלטה שניתנה ב- 2014 במקרה של דסק"ש – שופרסל וקבעה כיצד יש לקבוע שווי הוגן במקרה בו יש מניות שליטה בחברה בת ציבורית. החלטת הרשות דאז קבעה כי המחיר יהיה לפי מחיר הבורסה, כלומר $P*Q$. כעת, בהחלטה החדשה שנובעת בעיקר מכך שה- IASB משך בחזרה את הצעת התקן שלו בנושא, הרשות קובעת כי מדובר בעניין של מדיניות חשבונאית. אם יחידת המדידה היא ההשקעה בכללותה, החברה יכולה לבחור מדיניות חשבונאית, האם למדוד את ההשקעה לפי מחיר הבורסה או להשתמש בהערכות שווי מבוססות DCF.

להחלטה הזו הייתה משמעות גדולה מאוד כפי שהשתקף בדוחות הכספיים של קבוצת דלק שהתפרסמו שבוע שעבר, ההשקעה בהפניקס שבסיס המדידה שלה במאזן הוא לפי IFRS 5 – שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה שנמוך מהערך בספרים ובמאזן. ליום 31.12.15 קבוצת דלק הציגה את הפניקס בשווי של 1.8 מיליארד ₪ כשווי השוק לאותו מועד היה 1.13 מיליארד והערכת השווי לפי DCF אומדת שווי של 2 מיליארד ₪. כלומר שווי השוק ביחס להערכת השווי הוא בערך כמחצית בהתאם לרף העליון בהערכה ושווי של 1.8 מיליארד הוא לפי הרף התחתון הנקבע לפי העסקה עם הסינים שבסוף לא יצאה לפועל. כשאנחנו משווים את השווי של 1.13 לעומת 1.8 מיליארד מדובר על פער של כ- 700 מיליון ₪ לפני מס. זאת דוגמה הממחישה את ההשפעה הדרמטית של החלטת הרשות. העסקה עם הסינים נמצאת על השולחן כבר תקופה ארוכה, כמו הערכת השווי שנעשתה בהתבסס על מידע ציבורי ועל בסיס שיטת ה- DCF. לכל אורך הזמן הזה מחיר השוק ממשיך להישאר נמוך למרות שהעסקה הייתה סגורה ורק חיכתה לאישור המפקחת. בנוסף, גם אלון ריבוע הכחול פרסמה דוחות בשבוע האחרון ובהם ההשקעה בדור אלון מסווגת לפי IFRS 5 ונדרשה לאמוד את השווי ההוגן. אלון ריבוע כחול מודדת לפי הגישה הקודמת של רשות ני"ע, $P*Q$ ומכירה בהפסד של 630 מיליון ₪.

עולה כאן שאלה מעניינת של שינוי מדיניות, ככל שרואים את הערכת השווי כמודל מספיק מהימן ורלוונטי יותר הוא יוגדר כמדיניות עדיפה ובהתאם להחלטת הרשות אם וכאשר אלון הריבוע הכחול תצהיר שמבחינתה זאת מדיניות עדיפה היא יכולה לעבור למדיניות החדשה ובגלל שמדובר בשינוי מדיניות השינוי לא יוכר באותו רבעון אלא יידרש טיפול של תיקון למפרע.

שינוי עמדת הרשות, יחד עם יישום המדיניות שאנו רואים בשתי החברות הגדולות הללו הוא ה- Trigger Event לדיון הנוכחי והמשך לדיונים קודמים שהיו במסגרת הפורום. אנחנו רוצים לשלב בדיון גם את נושא הערכות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

השווי במיזוג משולש הופכי. הערכות השווי בתחום של מיזוג משולש הופכי הן משמעותיות ועולות כאן שאלות מעניינות, אחת העיקריות היא משתתף השוק לעניין השווי ההוגן. תקן IFRS 13 עוסק כולו במה זה שווי הוגן וכיצד הוא נקבע. אני לא חושב שבעולם המשפט או בתחומים אחרים יש תקן/הנחיות כל כך נרחבות בנושא הזה. בתקן יש את היררכיית השווי ההוגן שבבסיסה עדיפות לנתון אובייקטיבי המבוסס על השוק גם אם לכאורה הוא פחות משקף שווי הוגן בהשוואה לנתון שהוא סובייקטיבי. אם ניוזכר בפסיקה של השופט דנציגר, ממה שזכור לי ההתייחסות שלו להנחת השוק היעיל היא שהיא לא בהכרח קיימת והמידע הוא א-סימטרי בין בעל השליטה והשוק. הנחות אלה משנות את ההיררכיה אך אם נשים אותן בצד ונטרל אותן לצורך הדיון עולות כאן שאלות מעניינות: כיצד ייקבע שווי ההוגן, האם צריך לקחת בחשבון את עניין הסינרגיה, מי זה משתתף השוק, האם נכון להסתכל על משקיע כמשתתף שוק, האם גורם אחד יוצר סינרגיה או מספר גורמים ועוד.

אני חושב שההבחנה צריכה להיות בין גורם אחד למספר גורמים, כלומר מספיק שיש יותר מקונה פוטנציאלי אחד שהעסקה יוצרת להם סינרגיה בכדי לאמוד אותה לעניין שווי הוגן ברכישה. אם אני מעלה פה דוגמאות למיזוגים משולשים הופכיים שהיו בשנים האחרונות ורלוונטיים להקשר הזה: מגדל עם רכישת תיק הביטוח, יורקום וחברת יס במכירת מניות בזק, אסם ונסטלה ובנק לאומי עם בנק ערבי ישראלי. בהחלטת ביניים של השופט דניה קרת מאיר בעניין בנק לאומי ובנק ערבי ישראלי נאמר כי השווי ההוגן צריך להיקבע "רגע לפני המיזוג ולא רגע אחריו", הסתכלות שהיא Stand alone ללא המרכיב הסינרגטי. אפשר לשאול האם צריך באמת לשלול את מרכיב הסינרגיה של משתתף שוק פוטנציאלי שהרי אם בנק ערבי ישראלי היה מוצע למכירה סביר שמי שהיה ניגש למכרז הוא גורם בנקאי אחר שיש לו מרכיב סינרגטי. מקרה בנק ערבי ישראלי ממחיש טוב גם את עניין הסינרגיה או לחילופין מרכיב המיקוח, יכולת המיעוט להעלות את המחיר במקרה הזה.

כחלק מחומר הרקע צירפנו את ההבחנה שמבצע פרופ' דמודראן שבין ערך (Value) ומחיר (Price) ותכף נשמע את דעתכם בנושא. כחלק מהדיון ובשונה מהמציאות אפשר לנטרל כל מיני משתנים ולחדד את ההבחנה הזאת, למשל להשתמש בהנחת שוק יעיל. כמו כן, הזמנו לדיון את עו"ד אודי סול, הוא יספר על המיזוג המשולש ההופכי שהיה בכלל תעשיות. סיפור מעניין שהגיע לבית המשפט והעלה הצעת פתרון מעניינת לסוגיית הפער שבין שווי השוק והערכות השווי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

לפני שנים כשלמדתי מימון נדחה על הסף כל פער בין ערך ושווי שוק ואומצה תורת השווקים היעילים. כיום מדברים על פער ואף נוקבים בסיבות: חלק מהסיבות האפשריות הן נזילות, מצבי רוח, רגולציה ועוד. ניתן לראות בספרות העדכנית התייחסות לפער כשמדובר בשווי, כאשר שווי מוגדר בצורה מאוד חדה כערך נוכחי של תזרים מזומנים. כלומר כל מה שאינו רלוונטי לתזרים המזומנים ולמחיר ההון שמהווה אותו כגון מצב רוח השוק, אפשרות לממש, נזילות וכיו אינם חלק מהשווי. מצב השוק אמנם נכנס להגדרת השווי דרך ריבית ההיוון ופרמיית הסיכון אבל ככלל ההגדרה היא חדה, כל מה שהוא לא תזרים ולא מרכיב במחיר היוון אינו חלק מהשווי.

בכדי לחדד את הסוגיה בואו נתמקד בעסקת הפניקס. בחוות דעת של פרופ' יורם עדן שהעריך שווי בר השבה למניות הפניקס ישנה התייחסות לנושא תוואי המכירה המאוץ. כידוע בהקשר של הפניקס וגם בהקשר של כלל ביטוח ישנו תוואי מכירה שהכתיב הרגולטור. עולה השאלה אם עצם קיומו של תוואי מכירה יוצר פער בין שווי וערך. נניח לרגע כי מגדל והפניקס הן חברות זהות לגמרי, אבל במגדל בעל השליטה יכול להחזיק בחברה לדורי דורות ואילו בפניקס קיים תוואי מכירה. האם עובדה זו לבדה מצדיקה פער בשווי ניירות הערך בחברות המחזיקות?

בנוגע לעסקאות האחרות שהוזכרו כגון, עסקת בזק, עסקת בנק ערבי ישראלי, נושא הסינרגיה הוא דומיננטי. בעסקת בנק ערבי ישראלי השאלה הייתה חדה וברורה: האם העובדה שבנק לאומי מרוויח סכום כלשהו כתוצאה ממיזוג בנק ערבי היא חלק מהשווי ההוגן של בנק ערבי או שבנק ערבי נמדד בתור בנק עצמאי. אציין שהעסקה נסגרה לפי שווי של 2.5 מליארד ש"ח לבנק לעומת הון עצמי של 650 מליון והערכת שווי של מליארד ש"ח. כלומר בפועל כללה העסקה פרמיה שההצדקה הכלכלית לה מנקודת ראות לאומי היא הסינרגיה ואולי ההוצאה המשפטית. אדגיש כמובן שעקב האחזקה הקטנה של המיעוט הפערים בשווי נמדדים בעסקה רק בכמה מיליוני שקלים בלבד. מהו השווי ההוגן של מניות בנק ערבי כולל או לא כולל חלק מהסינרגיה?

אודי סול

מוזר שבשנת 2016 עדיין יש ויכוחים לגבי חוקיותו של המיזוג המשולש ההופכי. מאז 2001 נעשו עשרות עסקאות מסוג זה ולטעמי אין דרך אחרת לעשות עסקת רכישה של חברות ציבוריות גדולות אלא על ידי מיזוג משולש הופכי, בין היתר, עקב כלל ה-95% באופציית הצעת הרכש.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנחנו צריכים להתמודד כל הזמן עם מצבים שבישראל נחשבים חדשניים ובעולם הם טריוויאליים. אני מדבר על עסקת כלל תעשיות. לן בלווטניק החזיק ב- 49% מהמניות שנרכשו בזמנו מ-IDB ורצה לבצע רכישה של יתרת המניות, כלומר רכישה של 51% והפיכת החברה לפרטית. השאלה שעלתה היא כיצד לעשות זאת. ברור שאם היו משתמשים במנגנון הצעת הרכש, זה לא היה מצליח גם אם הוא היה מציע מחיר כפול ממה שהוצע מהסיבה הפשוטה שלא ניתן לאתר את כל בעלי המניות או את האחוז שצריך בכדי להגיע ל-95%. להזכירכם, כלל תעשיות הוקמה בשנת 1965 וככל הנראה תעודות מניה נמצאות בארצות שונות כך שלא ניתן לאתר את בעלי המניות ולא ניתן היה להשתמש בהצעת רכש.

אני חושב שמיזוג משולש הופכי היא שיטה יותר נכונה ובמקרה כמו כלל תעשיות, כאשר יש אילוף, היא האפשרות המתאימה. כשגיבשנו את העסקה נתקלנו בבעיות, הן בפן הטכני והן בפן הערכת השווי. שבועיים טרם תחילת העסקה פורסם פסק דין שהיה דרמטי בארה"ב, פס"ד MFW, אשר נתן מתווה כיצד לעשות עסקה מסוג זה וכיצד להגן על הדירקטוריון מפני תביעות. עסקת כלל תעשיות נבנתה על פי המודל של פסק דין זה, לקחנו את הפסיקה האמריקאית ואימצנו אותה. כחלק מהאימוץ הזה היינו צריכים מומחה בעל שם גם בארץ וגם בארה"ב ופנינו לפרופ' אריה בבצ'וק. מכשול נוסף היה פס"ד ששלומי הזכיר של השופט דנציגר וקובע כי בהתאם לנעשה בארה"ב, כשמוגשת תביעה לסעד הערכה בהצעת רכש ויש לבחון את הווי ההוגן יש לעשות זאת על ידי שימוש ב-DCF. ולכן, הלכנו לבדוק מה עושים בארה"ב. בבירורים שעשינו עלה שהשימוש ב-DCF כשיטה בלעדית אינו נכון ואינו תואם את הנעשה בארה"ב. כאשר מגיעים לסעד הערכה או רוצים לבדוק הוגנות עסקה וצריכים לאמוד שווי חברות נוהגים לפי הפסיקה. הפסיקה, כפי שהוזכרה במאמרו של בבצ'וק וצורפה כחומר רקע למפגש מגלה כי השופטים אינם מתיימרים להיות מומחי מימון וקובעים כי יקבלו כל שיטת הערכה המוכרת על ידי הקהילה הפיננסית והעסקית, לא רק DCF. לאחר הגילוי פנינו לגולדמן זקס בבקשה שיהיו הבנקאים בעסקה, ייתנו הערכת שווי וייעצו לוועדה המיוחדת המורכבת מהדירקטורים הבלתי תלויים ומנהלים את המו"מ עם בעל השליטה (תהליך המדמה מו"מ בין צדדים רחוקים). גולדמן זקס, המייעצים למרבית העסקאות הגדולות מהסוג הזה, סיפרו כי לצורך הערכת שווי לבחינת הוגנות העסקה משתמשים בשיטת ה-"Football Field" לפיה יש לשקלל שיטות שונות. שיטת ה-DCF היא בעלת משקל מהותי בחישוב אך אינה היחידה. פנינו לפרופ' בבצ'וק וביקשנו שיבדוק עשרות עסקאות שנעשו בשלוש השנים האחרונות וינתח סטטיסטית באילו מתודולוגיות השתמשו. הממצאים הראו כי מעריכי השווי או הבנקים השתמשו בתמהיל שיטות הנע בין שילוב של שתי שיטות עד שבע שיטות. בנוסף, התגלה כי הערכות השווי בעסקאות מיזוג משולש הופכי נותנות טווח לשווי החברה ולא מספר מדויק. למשל, בפס"ד MFW העסקה הייתה עסקה בה בעל השליטה רכש את מניות הציבור ב-39 והטווח של הערכת השווי היה בין 30 ל-45.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בארה"ב הנוהג הוא כלל אי ההתערבות, אם הפרוצדורה יושמה נכון והתקבל טווח מחירים כמתבקש, כל מחיר שייסגר בטווח הזה יהיה מקובל. מנגד, בישראל בוחנים את ההליך עצמו ומתערבים במחיר סגירת העסקה. בארה"ב התפקיד של מעריך השווי הוא לתת את המשקולות הנכונות בשיטת ה-"Football Field" ולהפעיל שיקול דעת בהחלטה מה רלוונטי לעסקה הספציפית מבחינת שיטת החישוב אך אסור להתחשב בסינרגיה. מה שבודקים הוא שווי החברה כעסק חי. בסעיף ספציפי בחוק של דלוואר מצוין מפורשות שאסור להתחשב בסינרגיה. יש פס"ד אמריקאי חדש שקובע כי אין לקחת בחשבון כדאיות רכישה במחיר, לא סינרגיות חיוביות ולא שליליות. אנחנו רואים הרבה פעמים שמכריזים עסקת מיזוג והמנייה דווקא קורסת, זה סינרגיה שלילית לא ניקח בחשבון. יש מקרה שהיה בבית המשפט של דלוואר בשנת 2015, סעד הערכה שהגיע עקב הצעת רכש עוינת. הצוות הניהולי של החברה התבקש להעריך שווי ע"פ DCF ועם הערכה זו לחפש רוכש אחר לחברה. שום רוכש אחר לא נמצא ולבסוף הם נאלצו להימכר למשתלט העוין. הוגשה תביעה לסעד הערכה לפיה לפי ה- DCF שהחברה עצמה עשתה ולפיה שווי החברה גבוה בהרבה מהמחיר בו נקנתה. ביהמ"ש קבע כי הוא אינו מאמין להערכת השווי שבוצעה על ידי החברה עצמה וכי סביר שהחברה ניפחה את שווייה והסתמכה על תחזיות אופטימיות כי יש לה אינטרס מובהק לעשות זאת. טענה דומה עלתה בכלל תעשיות, כשניהלו מו"מ עם בעל השליטה אז הוצגו טיעונים כי החברה שווה יותר בכדי להעלות מחיר. השורה התחתונה, סינרגיה, גם ע"פ החוק האמריקאי וגם ע"פ הפסיקה אינה צריכה להילקח בחשבון.

אמיר ברנע

האם לדעתך אי הכללת הסינרגיה היא מוצדקת? אם נחזור למקרה בנק ערבי, מדובר ב-4 משפחות המחזיקות רבע אחוז. אם לבנק לאומי המיזוג שווה X מיליוני שקלים, למה שארבעת המשפחות לא ייקחו בזה חלק? למה שלא ייהנו מזה ויסתפקו בשווי Stand alone? אם יש לי דירה שמסתירה לך את הנוף, למה שהמחיר ההוגן של הדירה לא ייקח בחשבון כמה שאתה מוכן לשלם עבור מיקומה הספציפי יחסית אליך? הרי אם תשווה את ערך הדירה שמסתירה את הנוף לערך דירה זהה תהיה מוכן לשלם יותר בשביל לרכוש את הדירה שמסתירה.

אודי סול

צריך להבחין בין היכולת "לסחוט" את בעל השליטה לבין הבדיקה האם המחיר הוא מחיר הוגן. מחזיקי המיעוט בבנק ערבי ישראלי יכולים למנוע את העסקה ובכך לפגוע בבנק לאומי. כשבאים לסעד הערכה, השאלה שניצבת בפני בית המשפט היא האם שולם מחיר הוגן. בשאלה זאת בית המשפט צריך להתעלם מהסינרגיה. יש פסיקה של השופטת רות רונן בדבר סעד הערכה. בא בעל השליטה שרכש את מניות המיעוט

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ואמר שצריך לעשות הנחה כי המניות אינן סחירות. מכיוון שלא ניתן למכור את המניות בשוק יש לבצע ניכיון למחיר שנקבע על ידי שימוש ב-DCF. מיטב הכלכלנים יגידו שאם מניה לא סחירה מחירה יכול להיחתך בין 40%-ל-70%. השופטת קבעה שאין להתחשב באי הסחירות, כלומר הכלל הזה של אי לקיחת הסינרגיה בחשבון פועל לשני הכיוונים, כמו שלא מתחשבים בסינרגיה חיובית ואז המיעוט נפגע גם לא מתחשבים בסינרגיה שלילית שהייתה פוגעת במיעוט.

בעסקת כלל תעשיות הרוכש שילם בסוף עוד 40 מיליון ₪. הבנו שאנחנו נהיה תלויים בבית משפט. השופטים מסתמכים על חוכמה בדיעבד, אם בהערכת השווי נתנו שווי מסוים ומתברר 5-10 שנים אח"כ שהשווי שונה (גבוה יותר), למרות שהשופטים אומרים שאסור להסתכל על השווי, בדיעבד הם כן מסתכלים ולכן תמיד יש את החשש הזה.

יורם עדן

אני רוצה להעיר כמה הערות. בעמדת רשות נ"ע חלה חובה על הדירקטורים למצות את המו"מ. ללא קשר לשאלת השווי, אם יש עסקה עם בעל עניין ויש סיבות מיוחדות בעסקה אז חובה על הדירקטוריון להביא בחשבון את הנסיבות הללו וכך התמורה תהיה שונה מהשווי. בעסקת אסם סטלה, אם נסטלה היא בעלת השליטה ויש לה סיבות טובות מאוד לרכוש את אסם אז חובת הדירקטוריון של אסם למצות את המו"מ ולקבל מחיר טוב ללא קשר למחיר ה- Stand alone.

שלומי שוב

ומה אתה חושב על עניין הסינרגיה?

יורם עדן

אם מדובר בעסקת מיזוג משולש הופכי על הדירקטוריון לקחת את מכלול הנסיבות בחשבון ולקבל מחיר בהתאם. לעניין השווי, אני חולק על דעתך שלומי, ככל שמתעמקים ב- IFRS כך פחות ברורה הגדרת משתתף השוק. למשל, בנק ישראל הורה לבנק הפועלים למכור את בנק אוצר החייל וקבע שיהיו שלושה משתתפים, בנק מזרחי, בנק דיסקונט והבנק הבינלאומי. הבנק הבינלאומי הציע לקנות את אוצר החייל במכפיל הון של 185%, האם זה מחיר של משתתף שוק?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

שאלת המחיר במקרה של בנק אוצר החייל רלוונטית למשתתפים האחרים במכרז. כשיש יותר ממועמד פוטנציאלי אחד אז הם כולם משתתפי שוק.

נפתלי פריד

לשאלת הערך ההוגן והסינרגיה, אני גם חושב שבחשוב הערך ההוגן אין מקום להכניס את הסינרגיה משתי סיבות. ראשית, מדובר בנכס לא של הקונה ולא של המוכר. שנית, מדובר בבעיית מדידה מאוד קשה. למרות זאת, יש מקומות בהם יש לקחת בחשבון את הסינרגיה. חישוב הערך ההוגן הוא בסיס למו"מ, או מה שאודי אמר קודם, סחיטה. כל צד למו"מ מנסה לגרום לצד השני לחתום על עסקה במחיר שנוח לו. פה נכנסת הסינרגיה, ככל שיש לקונה סינרגיה יותר גדולה כך הוא יהיה מוכן להעלות את המחיר מעבר לשווי ההוגן. בשלב זה עולה השאלה לא מהו השווי ההוגן אלא שאלת הכדאיות, בכמה כדאי לקונה לרכוש וכמה כדאי לו להוסיף מעל השווי ההוגן. מהצד השני יש את בעיית הדירקטורים, איך יצדיקו את ההוספה למחיר מעל השווי ההוגן. מהסיבות האלה שני הצדדים מעדיפים להגיע עם העסקה לבית המשפט ובסופו של דבר בית המשפט מאלץ אותם לסיים את המו"מ.

שלומי שוב

אתם נכנסים קצת יותר מדי להיבט המשפטי, אני רוצה להתמקד יותר בנושא של השווי ההוגן, בכל זאת הערכת שווי היא זו שעומדת בבסיס השווי ההוגן. גיא, בוא תרחיב קצת על עניין משתתף השוק וההסתכלות עליו ב-IFRS.

גיא טביבאן

אני מסכים עם יורם שההגדרה למשתתף שוק היא לא חד משמעית ויש מקום לפרשנויות. גם בחיים האמיתיים, אם יש לי נכס שאני לא יודע לייצר ממנו רווחים בצורה הטובה ביותר מכיוון שאין לי פלטפורמה מתאימה או יכולת ואני אעשה DCF השווי שלו יהיה Stand alone 100. אם אני יוציא את הנכס למכרז ויהיו משתתפים שיציעו מחיר גבוה יותר, בדומה למקרה בנק אוצר החייל, אני חושב ששווי הסינרגיה הזאת הוא גם שווי שלי. יכול להיות שאם יש משתתף אחד במכרז אז זה לא מספיק אבל ברגע שיש שניים או יותר אז זה כן. יש לא מעט דוגמאות כאלה, בעקבות וועדת בכר מכרו את חברות ניהול קרנות הנאמנות וחברות הביטוח ומי שרכש נאלץ לשלם מחירים הכוללים סינרגיה. אם יש מספיק שחקנים, לא יודע לקבוע אם זה שניים, שלושה או ארבעה, שהם רלוונטיים לתהליך המכרז, בעיני זה משתתף שוק. הבעיה העיקרית ב-IFRS 13 היא דווקא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

העדפת אובייקטיביות לעניין היררכיית השווי ההוגן. אם יש לנו שוק פעיל צריך ללכת לשוק הפעיל כשלא תמיד הוא עדיף.

שלומי שוב

צודק. לצורך הדיון אני רוצה לשים את עניין ההיררכיה בצד כדי להתחדד בסוגיה הבסיסית של משתתף השוק, שימו לב כמה העניין לא חד משמעי בקרב חברי הדיון.

עינת שפרלינג

ראשית, יש כאן ערבוב בין מושגים לעניין השווי ההוגן. ההגדרה החשבונאית ב- IFRS13 היא הגדרה חשבונאית ספציפית וחדשה יחסית. בארה"ב קיימת הבחנה בין Fair Value שמשמש לצרכים חשבונאיים לבין Fair Market Value שמשמש לצורכי מס ולעניין עסקאות. שנית, כשאנחנו מדברים על Fairness opinion אנחנו לא מדברים על הערכת שווי הוגן כהגדרתו בחשבונאות. מבחינת הסתכלות על עסקה זה אחרת לגמרי, יש מחיר על השולחן אשר נקבע במו"מ בין אם מתאים להערכת השווי ובין אם לא. הקשר בין זה לבין קביעת Fair value היא עדיין רחוקה. בכל עסקה יש קונה ויש מוכר, בזווית המוכר, המיעוט שעכשיו צריך לקבל את ההחלטה בדירקטוריון, יש קושי לבוא ולהגיד שאנחנו שותפים לסינרגיה שאין לנו יכולים לתרום לסינרגיה. בראייה של הקונה, שבהרבה מהמקרים גם מבצע Fairness opinion הסינרגיה לרוב תיכלל. צריך להבין שחוות דעת הוגנות לא קובעת כי מחיר מסוים הוא ה- Fair value אלא קובעת כי העסקה היא הוגנת עבור אותו צד שמבצע אותה מבחינה פיננסית. לכן, מבחינת הקונה, יכולים להיות מצבים שהוא רואה סינרגיות ספציפיות ולכן הוא מוכן לשלם יותר ועדיין מדובר במחיר הוגן מבחינתו. גם אם זה לא Fair value עדיין עבור הרוכש הספציפי וחוות דעת ההוגנות בהקשר שלו יהיה מדובר במחיר המתקבל על הדעת.

אמיר ברנע

נניח שבדיקת ההוגנות נעשית ע"י כל אחד מהצדדים. במידה ולמוכר יש אילוצים, הוא חייב למכור במגבלת זמן מסוימת, האם בדיקת ההוגנות צריכה לקחת בחשבון את אילוצי המוכר? למשל בעסקת בזק ויס, היה חייב המוכר למכור בפרק זמן נתון ולמעשה בזק היה הרוכש הרלבנטי היחיד.

עינת שפרלינג

אני לא אכנס ספציפית לעסקה הזו. אך בעסקאות שאני היית מעורבת בהם היו מקרים שיש הרבה מאוד חברות שיכולות להיכנס למו"מ ולרכוש ואשר היו יכולות להיות מוגדרות כמשתתפי שוק, אך לאחר המכרז לא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

היה רוכש אסטרטגי על השולחן, כולם נסוגו ונשארו רק משקיעים פיננסיים. השאלה מה הן האפשרויות, על פניו יתכן וההשפעות יילקחו בחשבון אך השאלה היא שאלה משפטית: האם נעשו מירב המאמצים לקבל עוד הצעות ולהשיג את המחיר המירבי.

אודי סול

במקרה כמו שתיארת, שיש אילוצים, בית המשפט יגיד שלא מעניין אותו שיש הייתה יכולה למכור רק לבזק, השווי שייבדק הוא של יס כעסק חי Stand alone ואם יוכח שהיה ניצול הזדמנות בית המשפט יחייב את הרוכש לשלם יותר.

אלי אל על

יש הבדל בין שווי ומחיר, בין Value ו-Price, זה לא אותו דבר. כשאנחנו מדברים על התמורה בעסקה אנחנו רואים לנגד עינינו את ה-Price ולא בהכרח את ה-Value. בסוגיית ה-Value יש הבדל בין העולם החשבונאי והעולם המשפטי. כשאנחנו מדברים על Fair value חשבונאי יש רצף של כללים והנחות שגלומים בו ורק בהתקיימות הנחות אלה אנחנו מגיעים לשווי הוגן כהגדרתו בחשבונאות, בין היתר יש את הנושא של זהות הצדדים לעסקה ועצם היותה של העסקה עסקה ללא לחץ וללא תנאי כפייה. שווי הוגן בהגדרה אוסר להניח כפייה ולחץ, ודורש להניח תנאים רגילים לחלוטין מעצם ההגדרה החשבונאית. לצרכי המשפט ייתכן ויש הגדרות אחרות. לפעמים אותו שם משמש בעולמות תוכן שונים ונוצר ערבוב. שיטת ה-Football Field כפי שהוצגה פה היא אכן שיטה נפוצה בה משתמשים בארה"ב והיא מדברת במונחי Price, מבחינת העסקה יש כמה מספרי שווי על השולחן, יש את השווי מעיניו של הקונה, הגבול העליון שמבחינתו יש עסקה ויש את השווי מהצד של המוכר, עם הגבול התחתון שמבחינתו יש עסקה, ושווי הוגן אמור לעבור איפשהו בין שניהם. כשמדברים על שווי הוגן לצורך משפטי, או כשיש תנאים ספציפיים המקנים שווי תיאורטי כלשהו, נוכל להתחיל ממנו ונניח ניכיון או פרמיה בהתאם לתנאים הספציפיים. בהקשר לדירקטורים, יתכן שמהם לא בהכרח מצופה להגיע לשווי ההוגן אלא לשווי המיטבי, ל-Price המיטבי. אין לבלבל בין שווי הוגן חשבונאי שהוא אירוע תיאורטי המתקיים תחת הנחות מאוד חזקות ולבין המחיר. השווי ההוגן החשבונאי יכול להיות רק אינדיקציה כלשה לעסקה, בדומה ל-Football Field.

שלומי שוב

אני מתעקש לחדד את הדיון לנושא משתתף שוק. אמיר טען שאם אתה מחויב למכור אז משתתף השוק הוא שונה מהמצב הרגיל. אם ניקח את אומדן השווי ההוגן של כלל ביטוח בדוחות IDB כיום אל מול אומדן השווי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ההוגן של הפניקס בדוחות קבוצת דלק, הי שלכאורה זה בדיוק העניין – מאחר ו-IDB מאולצת למכור בשוק היא לכאורה לא יכולה לסטות ממחיר השוק. כלומר, הנסיבות של המכירה משפיעות על זהות משתתף השוק ולכן גם על השווי ההוגן. אני קראתי בנייר של יורם, ותקן אתי אם אני טועה, שאתה מסביר שם את הנושא של משתתף שוק.

יורם עדן

ברור שאם המפקחת על שוק ההון הייתה מחייבת למכור תוך שלושה חודשים ולא היא מוכרת כל חודש 5% השווי היה שונה, הייתה השפעה.

איתי גוטליב

בהקשר של משתתף שוק, בתקינה האמריקאית הוא מוגדר כמי שיש לו מספיק ידע ומומחיות באותו תחום שבו אנו פועלים וגם היה מוכן לשלם עלויות בדיקת נאותות בשביל להשיג את המידע ולבסוף לקנות את אותה חברה. כלומר ברגע שיש מכרז ממוצע הצעות משתתפי המכרז הוא בעצם משתתף השוק שעל בסיסו יש לקבוע את השווי ההוגן.

שלומי שוב

בעצם מעין מכרז רעיוני? אז אם ככה כן צריך להכניס את הסינרגיה.

איתי גוטליב

חד משמעית. בראיית התקינה האמריקאית משתתף השוק הוא לא אדם אקראי ללא זיקה כלשהי לחברה אלא מישהו מאותה תעשייה, בעל ידע ומומחיות ומעוניין לרכוש את החברה, בהגדרה זה משתתף שייהנה מסינרגיה כלשהי.

גיל מור

השאלה היא באיזה סינרגיה מדובר, יש שתי סינרגיות. יש סינרגיה של משתתף שוק שאותה יש לקחת בחשבון. באים ואומרים שעכשיו תצא למכרז וכל מי שייגש למכרז רואה את אותה סינרגיה ולכן אתה כמוכר יכול להרוויח ממנה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

אז כמה משתתפים צריך במכרז? אם יש רק משתתף אחד אתה כמוכר לא יכול ליהנות מהסינרגיה ?

גיל מור

אחד זה לא מספיק, צריך לפחות שניים. במקרה בו יש לפחות שני משתתפים שכנגד עיניהם יש סינרגיה מדובר בסינרגיה של משתתף שוק. כלומר גם מהצד של המוכר מתקיים מו"מ עם שניהם ושניהם יהיו מוכנים להעלות את המחיר.

הבעיה מתחילה שיש סינרגיה ספציפית. למשל הדוגמה שעלתה של הבניין שמסתיר את הנוף למישהו ספציפי. הסינרגיה של הנוף היא ספציפית לאותו אדם. אם היו לך שני שכנים שהבניין חוסם להם את הנוף היית יכול לתמחר את הסינרגיה הזאת, אחרת לא. בשורה התחתונה, כשאתה מתמחר באמצעות שני אנשים או יותר אתה מגיע למחיר שהכי משקף, לכן יש הבדל בין סינרגיה ספציפית שעליה לא משלמים ובין סינרגיה בקבוצה שממה המוכר כן נהנה. אם היינו חיים בעולם תיאורטי לא היה צריך מו"מ ולא היה צריך דירקטוריון ולא עו"ד, היינו באים ואומרים שמעריך השווי קבע מספר מסוים ועליו אין עוררין. במציאות יש מו"מ שהוא הרבה יותר משמעותי מהערכת השווי ויש לחצים שונים. תסתכלו במקרה של דירות מגורים, מדובר בנכס פשוט יחסית ובסוף יש את הבסיס הרעיוני שהוא שווי כלשהו ויש מו"מ.

אני אעלה נקודה נוספת, הזכירו פה הרבה את עניין הדירקטורים ואחריותם למצות את המו"מ ולקבל מחיר גבוה, מן העבר השני קיים החשש שהעסקה תתפוצץ ואז יאשימו אותם ואף ייתכן שיהיו חשופים לתביעות.

אמיר ברנע

אם הבנתי נכון אתה עושה הפרדה בין השווי ההוגן הערכת השווי ובין ניהול מו"מ, אשר במקרה של עסקה עם בעל עניין נעשית דרך הוועדה של הדירקטורים הבלתי תלויים.

בעסקת רכישה מטעם בעלי השליטה מול המיעוט קובע החוק מנגנון של סעד הערכה. המיעוט מצביע ויכול לפנות לבית המשפט אם נאכפת עליו מכירה. מנגנון מיזוג משולש הופכי מעלה את החשש שאותה וועדה של דירקטורים חיצוניים שאמורה לייצג את המיעוט לא באמת מייצגת אותו, בעל השליטה הוא שמינה את הדירקטורים וסביר שירצו לעבוד מולו גם בעתיד. אני לא אומר שהחשש והחשד הללו מתקיימים בכלל וודאי שלא בכל עסקה אבל הם מעיבים על עסקאות מסוג זה. באים ואומרים שמסייעים לדירקטוריון בבדיקת הוגנות או הערכת שווי ואנחנו לבסוף די מגבילים את אותה וועדה משום שהערכת שווי Stand alone איננה משקפת מה שניתן לקבל לו הצדדים היו באמת בלתי תלויים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

אני אנסח את זה בצורה חדה יותר, ככל שמה שגיל אמר נכון כך הבסיס של מיזוג משולש הופכי מתערער.

גיל מור

אם יש פה אשליה שהערכת השווי היא מדע מדויק זה לא נכון לחלוטין. זה לא מדע מדויק, במקרה הטוב מדובר במדע סביר ולכן אם מעריך השווי קבע מספר מסוים זה לא יהיה מחיר העסקה.

שלי תשובה

אני רוצה להתחבר לדיון בנוגע למספר המשתתפים ולדון בעסקת אסם נסטלה ששם יש משתתף שוק אחד ויחיד. הדיון על סינרגיות במקרה זה לא כולל את הסינרגיה שנסטלה יכולה לתת לאסם כי היא קיימת כבר במשך 15 שנה אלא על היכולת כחברה פרטית להעלות מחירים. זאת הסינרגיה היחידה הנמצאת על השולחן למורות טענת אסם שהיא אינה נכונה.

שלומי שוב

לדעתי קשה מאוד לתמחר את הערך הזה ולכן אני לא בטוח שהליך המיזוג המשולש ההופכי נכון במהות שלו. ממה שאני מבין נקודת המוצא של הטכניקה הזו היא הערכת השווי ולכן ככל שקיים קושי לתמחר את הרכיבים שנדרשים להיכלל בה, הרי שזה מפחית את הלגיטימיות של השימוש בטכניקה.

עוזד שריג

אני רוצה להתייחס להיבט אחר. מדובר פה על מקרים שבהם יש עסקה על השולחן ואלו המקרים הקלים יותר. הבעיה שלנו כחשבונאים היא בתאריך החתך בו אנו צריכים להעריך נכס בשווי הוגן ואין עסקה על השולחן. כאן אנחנו נכנסים לשאלה של מה הוא שווי הוגן. האם אני כשולט בחברה יכול להעריך חברה כ-P*Q רק כי IFRS מאפשר זאת, אני חושב שלא. אם אנחנו הולכים לתקינה מבוססת עקרונות אז צריך לראות מי זה משתתפי השוק שיקנו את כל חבילת המניות שברשותי, אותם המשתתפים הם לא הסוחרים בבורסה שקובעים את המחיר המצוטט. אנחנו בהחלט יכולים לקבוע, גם תחת ה- IFRS כי זה לא P*Q בגלל שמדובר על חבילת מניות בכללותה ולזה אין שוק מצוטט.

אלי אל-על

שווי לצרכי חשבונאות חייב להיות מספר כי אין מאזן בטווח, אבל שווי אפשרי בעסקה לעולם יהיה טווח.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מאיר סלייטר

אני מאמין גדול בשוק, כלומר שהמחירים אינם נובעים מסתם השערות והמחיר מגלם גם את הידע, גם את הסיכונים, הלחצים ודברים נוספים שהערכת השווי לא תמיד לוקחת בחשבון. המחיר כולל גם כל מיני הערכות לגבי שווי החזקות המיעוט בשוק ההון. הרבה פעמים יש פערים בשווי השוק מול הערכות השווי. הערכות השווי, גם הערכת השווי המקיפה של הפניקס, לא משקפת את המחיר הסופי שיתקבל בשוק ההון. בשוק ההון יתקבל שווי אחר שהוא פונקציה של הדיבידנדים שיתקבלו וכו'. מעבר לעובדה שלא ראינו קונים לכלל ולפניקס ועסקה שבסוף בוצעה לפי השווי הגבוה ביחס לשוק ההון, המחירים של חברות הביטוח נותרו לאורך זמן בטווח מסוים ואני חושב שזה מוצדק, שהטווח הזה באמת משקף את השווי שלהן.

שלומי שוב

לכאורה, במקרה של הפניקס אין בעיה של סינרגיה כפי שעלתה פה. הממשל התאגידי אמור להיות מצוין, בלי עניינים של פרמיית שליטה.

אלון גלזר

אני לא מאמין גדול ב DCF, זאת שיטה להתחקות אחר השווי האמיתי, שינוי פרמטר אחד כמו צמיחה או היוון ומתקבלת תוצאה אחרת לגמרי. אם נסתכל למשל על ההנפקה של אל-על שלא היה למה להשוות אותה בשוק הישראלי, הערכות לגביה נעו בין 60 אג' ל- 4 ש, וזה טווח של חברה שניתן עוד להשוות אותה לחברות אחרות בעולם. אני חושב שזה נכון להכניס כמה שיותר את עניין משתתפי השוק, מתחרים וכו' בכדי לקבל תוצאה כמה שיותר משקפת מציאות. לגבי האמונה בשוק ההון, אני כמובן מאמין בשוק ההון, הוא משקלל הרבה פרמטרים בשביל לקבל שווי משקף.

אמיר ברנע

להכניס כ"כ הרבה פרמטרים זה למעשה להשתמש בשיטת ה-Football Field שהוצגה פה.

אלון גלזר

אני חושב שהשוק עושה את זה לבד, משתמש במשקולות בכדי להעריך שווי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אודי סול

החלטת ביה"מ העליון שהשוק הוא לא שוק משוכלל זאת ההנחה המנחה, היא נותן עדיפות ל- DCF ושיטות אחרות.

אמיר ברנע

ביהמ"ש נותן אפשרות גם להערכות אחרות ולא מחייב שימוש רק ב- DCF. ביהמ"ש מחפש שיטה שמנותקת מנושא הסחירות ונושא השליטה.

אלון גלזר

אנחנו חיים בעולם שיש כל כך הרבה פרמטרים שמשפיעים ולכן גם סחירות וגם שליטה צריכים להילקח בחשבון, לכל פרמטר כזה צריך לתת משקל הולם.

אמיר ברנע

האם סחירות מסבירה את הפער בין מחיר שוק ושווי הוגן? למשל האם מחיר הון של חברה סחירה כאשר יתר הפרמטרים זהים, יהיה שונה בין חברה שמניוטיה סחירות ובין חברה פרטית?

אלי אל על

אם הייתה לך אפשרות לקנות מיעוט בחברה פרטית או מיעוט בחברה ציבורית, כאשר מלבד הבדל הסחירות החברות זהות לחלוטין, האם היית משלם אותו מחיר?

אמיר ברנע

ישנה טענה שאומרת כי מחיר ההון בחברה ציבורית יהיה נמוך יותר בגלל נזילות ההשקעה ובגלל ההוגנות על המיעוט, כלומר השווי יהיה גבוה יותר.

עוזד שריג

אנחנו נכנסים לכל מיני שיקולים נוספים ואני רוצה לפשט. האם התשובה לפדיון על איגרת חוב נסחרת זהה לחשבון סגור בבנק לאותה תקופה? ברור שלא, אין בכלל ספק.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יורם עדן

אתה יודע שיש שיקולים נוספים, היו תקופות שהעדיפו דווקא לרכוש את איגרות החוב הלא סחירות בכדי לא לשערך אותן.

עוזד שריג

סעד הערכה נועד לפצות. לולא הפעולה הייתי מקבל את שווי החברה כ- Stand alone. אני חושב שמזה נגזרות חלק ניכר מהשאלות שעלו כאן. למשל שאלת הסינרגיה, אם לא הייתה מתרחשת העסקה האם הייתי נהנה מהסינרגיה, היחס לסינרגיה משתנה באם התשובה היא חיובית או שלילית. סעד הערכה נועד לפצות אותי על נזק שלכאורה קרה לי בפעולה שלא רציתי וכפו עליי לבצע.

אתה נכנס לשאלת מניעים אישיים של המשפחות והרצון שלהם להיות בעלי בנק, אני לא יודע להעריך מניעים מסוג זה ובטח שלא לעשות DCF על זה. אני יודע להעריך את השווי הכלכלי של המניות, אני לא יודע להעריך את השווי של ההנאה המופקת מעצם היותם בעלי מניות בבנק. את השווי הכלכלי אני כן יודע להעריך ולכן כשעושים עסקה מטרת הדירקטוריון היא להגיע לעסקה הטובה ביותר בהתחשב ב-Fairness, כלומר האם הם קיבלו יותר או פחות עקב הכפייה, האם נגרם להם נזק כלכלי.

אלון גלזר

האלמנט המרכזי לעניין השווי זה יכולת הכפייה של בית המשפט ולכן יש לקחת אותו בחשבון.

אלי אל על

צריך להבדיל בין ערך סנטימנטלי ובין ערך מטרדי. במקרה של כלל תעשיות הרוכש שילם עוד 40 מיליון ₪ על Nuisance Value. כשבנק לאומי רוצה לקנות את בנק ערבי יש מקום לטעון שהוא צריך לתת למיעוט ליהנות מהחלק המטרדי שהמיעוט גורם לו. ערך מטרדי זה סינרגיה, זה שונה מערך סנטימנטלי.

רועי שלם

אם נתחבר למה שעודד אמר, השאלה שעולה זה האם יש או אין היתכנות כלכלית לשמור על בנק ערבי כבנק קטן. היית מצפה שבהיעדר עסקה עם בנק לאומי המכירה תיעשה לבנק אחר. אני חושב שהראייה האוטופית היא למקסם את השווי של כלל בעלי המניות ואז זה לא דווקא מיזוג לתוך בנק לאומי הוא הנכון ביותר, במקרה של העסקה הזאת לא חיפשו בכלל אחר קונה אחר.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

אנחנו בדיון הזה חיפשנו תשובה לשאלה מה הוא Fairness opinion? קיבלנו תשובה מענת שאמרה שכמעריך שווי הערכה היא Stand alone ואחרי זה נכנס שלב המו"מ הכולל ניצול לחצים כאלו ואחרים, סינרגיות וכ"ו. ממה שמתמע מדובר באחריות הדירקטורים כחלק מהמו"מ ולא באחריותנו ככותבים של ה-Fairness opinion. לפי מה שעודד אמר מעריך שווי בודק את העסקה כנגד החלופה שאין עסקה כלומר כ- Stand alone. עם זאת, שאנחנו לוקחים בחשבון את עניין משתתף השוק בבדיקת ההוגנות צריך לחפש את אותו משתתף שהיה מוכן לשלם על הסינרגיה. אם הסינרגיה היא לא של רוכש בודד אפשר לתמחר אותה. האם זה חלק מהשווי ההוגן? האם העובדה שמעריך שווי לא יתייחס לסינרגיה הזאת היא פגם בעבודתו? האם העובדה שדירקטורים לא עשו מכרז רעיוני כפי שעלה פה הופך אותם חשופים לתביעות?

דני ויטאן

אני חושב שלגבי השאלה האם קיים פער בין שווי חבילת מניות ושווי מניות בודדות אז בהחלט במרבית המקרים הפער קיים. רואים שעסקאות מכירת שליטה נסגרות בפערים ממחיר השוק. אם מתסכלים על הכלל החשבונאי של מדידת שווי הוגן של חבילת מניות ולא מנייה בודדת השאלה החשבונאית המרכזית היא בכמה אני יכול למכור את החבילה למשתתף שוק, לא דווקא לשחקן ספציפי בשוק אלא לאותו משתתף שוק שיקנה את חבילת המניות ולא את המניה הבודדת. לשאלה הזאת יכולות להיות הרבה מאוד תשובות כפי שראינו בדיון היום.

גם לאחר שינוי עמדת רשות ני"ע ומתן האפשרות להסתכל על חבילת המניות בכללותה הקושי שקיים הוא כיצד לגשר ולהסביר את הפער בין מחיר השוק של המניה הבודדת – הפרמטר האובייקטיבי ושווי חבילת המניות. הפער כאמור עשוי לנובע האלמנטים שונים המיוחסים לחבילת מניות כגון סינרגיה, פרמיות שליטה, אלמנטים פסיכולוגיים, מניעים אישיים ועוד. כלומר לא ניתן להתעלם ממחיר השוק וצריך לגשר בין המחיר בשוק לאותו שווי הוגן שאנחנו מגיעים אליו.

שלומי שוב

איך אתה מגשר במקרה של הפניקס? במקרה של הפניקס יש ממשל תאגידי, יש מידע ציבורי נרחב.

דני ויטאן

במקרה של הפניקס יש יתרון מסוים לעובדה שהיו מספר הצעות של קונים פוטנציאליים. ההצעות לא הבשילו לכדי עסקה וזה מעלה סימני שאלה אך לפחות היו מספר הצעות שניתן היה להשתמש בהם.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

דני, מי זה משתתף שוק מבחינתך ? אתה מסכים עם הקונספט של המכרז הרעיוני ?

דני ויטאן

משתתף שוק מבחינתי לא יכול להיות גורם בודד. הקונספט של משתף שוק זה בכמה אפשר למכור את החברה ללא תלות במחזיק ולכן לטעמי צריכים להיות לפחות שניים.

עדי סקופ

חברות הביטוח נסחרות בכמעט מחצית מהון העצמי כבר הרבה זמן. יש פה הנחה סמויה שאם זה חצי מההון זה זול. אם שווי השוק במקרה חברות הביטוח מייצג, אז מה זה אומר לגבי ההון העצמי בדוחות הכספיים? קיים פער של מיליארדי ש"ח בין ההון העצמי בספרים לשווי השוק בכל אחת מחמשת חברות הביטוח הגדולות. אם שווי השוק אינו מייצג אז בהחלט ניתן לקבל שווי DCF ששונה באופן מהותי משווי השוק.

איציק בן מנחם

בתור אנליסט ביטוח לשעבר והיום יותר במטה של חברת הביטוח צריך להגיד ששווי השוק בנוי בעיקר ממה שמשתתפי השוק חושבים לגבי השנה – שנתיים הקרובות, הטווח הקצר. כשמגיע רוכש המעוניין לקנות חבילת מניות הוא חושב לטווח ארוך ומחשב את הרווחים בהתאם ללא ההשפעה של שוק ההון בטווחים הקצרים. יש הבדל בין שווי שוק ובין שווי בעיני שחקן לטווח ארוך.

שלומי שוב

גם פער של 100%?

איציק בן מנחם

כן, יוכל להיות. יש מקומות ששווי שוק יכול להיות גבוה משווי לפי DCF ומנגד יש חברות שכ- Stand alone אין להם ערך גבוה. יש חברות קטנות לפיתוח מוצרים רפואיים שכ- Stand alone לא שוות הרבה ואולי אפילו לא רווחיות אבל אם חברה גדולה תרכוש אותן אז השווי יהיה שונה לחלוטין.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יבגני אוסטרובסקי

אני מודה לכם על הדברים המעניינים שעולים פה היום. אני לא יכול לייצג את עמדת הרשות (בנושאים שטרם נדונו) וכמובן גם בכוונתי שלא להתייחס למקרים ספציפיים. לדעתי האישית, לעניין הסינרגיה ב- IFRS 13, אם יש סינרגיה שמספר משתתפי שוק יכולים להרוויח ממנה - אז צריך לקחת אותה בחשבון במסגרת הערכת שווי הוגן לצרכי דוחות כספיים. האם יש לקחת בחשבון גם בבתי משפט (קרי, לצרכים משפטיים)? זאת שאלה אחרת ואני גם לא בטוח שזה אותו דבר בארה"ב (דלאוור) ובישראל. אני גם מבין את הנקודה שמו"מ בו הדירקטורים צריכים למקסם את התמורה לחברה יכול להוביל לתוצאה שבה החברה מקבלת תמורה שמגלמת גם סינרגיה "ייחודית". ב- IFRS 13 יש דוגמה של פטנט שנרכש ע"י חברה (שהיא לדוגמה מונופול) רק כדי למנוע תחרות ועולה השאלה מה השווי של אותו פטנט, האם זה השווי הנובע לחברה ממניעת התחרות או אולי מסתכלים על זה אחרת? IFRS 13 קובע בדוגמא¹ שהשווי ההוגן נגזר ממה שמשתתף שוק אחר, שאינו המונופול, היה מפיק מהרכישה (למשל - להתחרות בחברה). אגב, גם כשיש מספר רב של רוכשים הם לא זהים באמת אחד לשני ומי שיקנה הוא מי שהתועלת הכלכלית השולית שלו מהעסקה היא הכי גבוהה.

שלומי שוב

אני חושב שהחשבונאים מסכימים באופן גורף ששווי הוגן במקרה שבו יש יותר מרוכש אחד כולל את הסינרגיה תחת רעיון המכרז הרעיוני.

יבגני אוסטרובסקי

עצם העובדה שהרשות גיבשה עמדה שכרגע ניתן לבחור מדיניות של $P \times Q$ או גישה אחרת עדיין לא אומר שצריך להתנתק מ- IFRS 13, כלומר זה עדיין כפוף לסבירות ולבדיקות סבירות.

גיל מור

בסוף היום אני חושב שהחלטת הרשות הייתה נכונה. אם מסתכלים על העולם לא סתם הרגולטורים מאפשרים שתי גישות. אין היגיון חשבונאי וכלכלי שחברה תכיר ביום הרכישה במחיר השוק ויום למחרת תכיר בירידת ערך. אני חושב שאין סתירה עם IFRS 13.

¹ IFRS13.IE9

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

צור פניגשטיין

משהו כללי, מדובר במושגים שונים וחשוב להבדיל בין שווי הוגן שהוא מונח חשבונאי שבעיניי שונה מהמונח הכלכלי שמלווה עסקאות והוא שווי שוק הוגן.

אמיר ברנע

בסקטור הביטוח מחירי השוק נמוכים בהרבה מההון העצמי ויש לקחת בחשבון הערכות אקטואריות בחישוב השווי ההוגן. אותו מצב בשווי הבנקים. יש פה שאלה טכנית איך לרשום את אותן החזקות. האלמנט השני זה הצעות הרכש על סוגיה השונים, עניין המיזוג המשולש ההופכי. חלוקת התפקידים בין הצדדים הפועלים בעסקאות מסוג זה היא בעייתית בגלל החשד שהזכרתי קודם.

שלומי שוב

לסיכום, בסקטור החשבונאי יש לנו בדיון הסכמה לעניין הסינרגיה והשימוש בקונספט של המכרז הרעיוני. אני חושב שהקושי העיקרי הוא מול עולם המשפט, יש פער גדול בהסתכלות שלא בטוח שניתן לגישור, לפחות בדיון הזה לא הצלחנו לגשר. החשש שלי הוא מעיוותים שנוצרים המערכת המשפטית כתוצאה מהפער הזה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il