

הערכות שווי בהצעות רכש

אמיר ברנע*

המאמר מציג מתכונת לחישוב שווי הוגן בהצעות רכש כפויית על-פי סעיף 338 לחוק החברות. המתכונת המוצעת מתבססת על שווי, במחירי שוק, של תיק ניירות-ערך שקול ("שווי תחליפי") לנייר-הערך הנרכש. השקילות מושגת על-ידי הפעלת מודל פשוט שבו קובעים את רגישותה של המניה הנרכשת לכמה משתנים חיצוניים (factors) ובמקביל בוחרים תיק ניירות-ערך עם רגישות שווה לאותם משתנים כלכליים. שוויו של תיק זה במחירי שוק הוא "השווי התחליפי". כפי שמפורט בגוף המאמר, שווי התיק התחליפי אינו כולל פרמיית שליטה או פרמיית סינרגייה עם הגוף הרוכש. שווי התיק כולל ניכיון בגין אי-סחירות. מתכונת השווי התחליפי היא כלי יעיל להערכת שווי הוגן משום שהיא משוחררת מהצורך להעריך שווי פנימי - הערכה שתלויה בבחירת המודל להערכת השווי ובעיקר בהנחותיו של המעריך לגבי העתיד, אשר חשופה לאפשרות של פער ניכר בין מעריכים שונים.

מבוא

פרק א: "שווי הוגן" בספרות המקצועית הכלכלית

פרק ב: בית-המשפט הישראלי

פרק ג: פתרון כלכלי להגדרת שווייה ההוגן של מניה לצורך מתן סעד

פרק ד: סיכום

* פרופסור למימון במרכז הבינתחומי הרצליה, פרופסור (אמריטוס) למנהל עסקים מאוניברסיטת תל-אביב, היה מרצה-אורח וחבר סגל באוניברסיטות ניו-יורק, קורנל, מדיסון ו-Rice. המאמר מבוסס על הרצאה שהוצגה בכנס "משפט ועסקים" הרביעי בנושא מיוגים ורכישות. ברצוני להודות למערכת משפט ועסקים על עבודת העריכה וההצעות לשינויים שסייעו רבות בהבהרת כוונת המאמר.

מבוא

מטרתם של סעיפים 337¹ ו-338² לחוק החברות היא, מחד גיסא, לאפשר קיומן של הצעות רכש במקרים שבהם ללא מנגנון כפייה אין אפשרות לממשן עקב בעיית הטרמפיסט (Free Rider), ומאידך גיסא, לתת סעד לניצעים שהמכירה נכפתה עליהם במחיר שאינו הולם לדעתם.

עצם קיומו של סעיף סעד הערכה בחוק מלמד שהמחוקק אינו מסתפק במחיר השוק ערב ההצעה ובהסכמתם של רוב בעלי מניות המיעוט, כאומדים יחידים של שווי הוגן. אכן, מחיר שוק יכול להיות מושפע מכשל שוק – למשל, עקב העדר סחירות – והסכמת הרוב עשויה לנבוע מדילמת האסיר. בשני מצבים אלה המיעוט מקופח.

החוק מסמיך את בית המשפט להתערב בהליך של הצעת רכש מלאה ולחייב את המציע לשלם את השווי ההוגן. יש חשיבות רבה, לדעתי, לאימוץ מתכונת אחידה וברורה לחישוב שווי הוגן על-ידי בתי המשפט, משום שללא מתכונת כזו נוצרת אי-ודאות שפוגעת בהליך הצעות הרכש, שנחשב לרצוי לתפקודו של שוק ההון ולבעלי המניות, אשר זוכים בתנאי יציאה עדיפים על מכירת מניות בשוק (Exit).

במאמר זה מוצעת מתכונת יעילה לקביעת שווי הוגן בהצעות רכש כפויים על-פי סעיף 338 לחוק החברות. הצורך במתכונת יעילה נובע מפערים מהותיים בין הערכות השווי שהצדדים מגישים לבית המשפט. פערים בהערכות השווי יכולים לנבוע מבחירת מודל הערכה שונה,³ ובעיקר מהסתמכות על הנחות שונות לגבי התפתחויות כלכליות בעתיד.

1 ס' 337 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 189, שכותרתו "מכירה כפויה", קובע כדלקמן: (א) התקבלה הצעת רכש מלאה על ידי הניצעים, באופן ששיעור ההחזקות של הניצעים שלא נענו להצעה מהווה פחות מחמישה אחוזים מהון המניות המונפק או מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה, יעברו כלל המניות שביקש המציע לרכוש לבעלותו והרישומים של הבעלויות במניות ישונו בהתאם לכך. (ב) לא התקבלה הצעת רכש מלאה כאמור בסעיף קטן (א) לא ירכוש המציע, מניצעים שנענו להצעה, מניות שיקנו לו החוקה של למעלה מתשעים אחוזים מכלל המניות בחברה או מכלל סוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה.

2 ס' 338 לחוק החברות (תיקון מס' 3), התשס"ה-2005, ס"ח 238, שכותרתו "סעד הערכה", קובע כך: (א) בית המשפט רשאי, לבקשתו של כל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה שהתקבלה כאמור בסעיפים 336(ג) ו-337(א), לקבוע, כי התמורה עבור המניות היתה פחות משוויין ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שיקבע בית המשפט. (ב) בקשה כאמור בסעיף קטן (א) תוגש לא יאוחר משלושה חודשים ממועד קבלת הצעת הרכש המלאה; ניתן לבקש להגיש בקשה כאמור בסעיף קטן (א) כתובענה ייצוגית ויחולו הוראות סעיף 209.

3 ראו: ASWATH DAMODARAN, INVESTMENT VALUATION (2nd ed., Wiley Finance, 2002). בספר מוצגים מודלים שונים להערכת חברות: מודל הערך הנוכחי של תורים המוזמנים (DCF), מודלים הבנויים על רווח יציג, מודלים הבנויים על רווח לפני ריבית, מס ופחת (EBITDA), ועוד.

הסתמכות זו נדרשת להיות הערכת שווי צופה פני עתיד. המתכונת המוצעת מתבססת על שווי, במחירי שוק, של תיק ניירות-ערך שקול לנייר-הערך הנרכש. שווי זה (להלן: "שווי תחליפי") משוחרר מהצורך להעריך את שווי הפנימי (intrinsic) של נייר-הערך.

פרק א: "שווי הוגן" בספרות המקצועית הכלכלית

הספרות המקצועית הכלכלית מגדירה שווי הוגן כדלקמן:

"The net amount that a willing purchaser, whether an individual or a corporation, would pay for the interest to a willing seller, neither being under any compulsion to buy or to sell and both having reasonable knowledge of relevant facts."⁴

בהגדרה הכלכלית, השווי הוגן נקבע על-פי קונים ומוכרים היפותטיים המתחרים על רכישת הנכס אך אינם קשורים אליו ספציפית. מכאן שהשווי הוגן אחד (אינו תלוי בזהותם של הקונים והמוכרים) וכולל ניכיון בגין אי-סחירות ובגין מעמד מיעוט. שווי שוק מהווה אמת-מידה מהותית לשווי הוגן אלא אם כן קיימות נסיבות היוצרות כשל שוק – למשל, העדר סחירות וכן הקושי והעלות של השגת מידע רלוונטי.

אוסף כי אם הנכס המדובר הוא מניות מיעוט (בהבחנה מחלק מהנכסים הפיזיים) הוון עצמי של החברה, ואם השווי הוגן הוא השווי שיינתן למניות על-ידי קונה מרצון ומוכר מרצון, ברור מהניתוח הכלכלי כי:

1. שווי שליטה אינו חלק מהשווי הוגן.
2. ניכיון בגין אי-סחירות הוא חלק מהשווי הוגן.
3. השווי הוגן נקבע על-פי שווי החברה כעסק חי, ולא על-פי שווי הוון במצב פירוק.

ברוח הגישה שלפיה קביעת שווי הוגן מיועדת למנוע את קיפוח המיעוט יחסית למצבו ערב ההצעה, שווי הוגן אינו כולל פרמיות הקשורות להצעת הרכש עצמה.

4 ראו: SHANON P. PRATT, BUSINESS VALUATION DISCOUNTS AND PREMIUMS 13 (John Wiley & Sons, Inc., 2001).

פרק ב: בית-המשפט הישראלי

נראה שבית-המשפט הישראלי טרם גיבש דעה באשר לאופן הקביעה של שווי הוגן בהצעות רכש. שני פסקי-הדין אשר דנו בשווי הוגן – שניהם מאוגוסט 2005 – הציגו שתי עמדות מנוגדות בעניין.

בפסק-דין סנואי ישראל בע"מ⁵ קובע השופט אלטוביה כי שווי השוק והסכמתם של רוב בעלי מניות המיעוט להיענות להצעת הרכש, מהווים נקודת מוצא להוגנותה של הצעת הרכש, וכן כי:

1. השווי הנכסי של המניות בפירוק מרצון הוא רק רכיב אחד מתוך מכלול, והדגש מושם בשווי שנגזר מהיות החברה עסק חי.
2. שווי הוגן אינו כולל שווי שליטה.
3. שווי הוגן כולל ניכיון בגין סחירות נמוכה, אם הסחירות הנמוכה אפיינה את המניה קודם להצעת הרכש.

בפסק-דין רמת אביבים⁶ קובעת השופטת משל כי שווי השוק אינו מדד עיקרי לקביעת השווי ההוגן, במיוחד בעסקת רכש כפויה, וכן כי:

1. בקביעת השווי ההוגן יש להתחשב גם ברווחים הצפויים לרוכש בעקבות הרכישה (אם ניתן להעריכם אקס-אנטה בוודאות יחסית).
2. שווי הוגן ראוי שייגזר מהשווי הנכסי של הון הבעלים בחברה, שהוא שוויים של כלל הנכסים (בפירוק מרצון) בניכוי שוויין של כלל ההתחייבויות, ולא משוויין של מניות החברה במסחר בבורסה.
3. מתוך (2) ניתן להסיק כי לדעת השופטת, למשקיע במניות החברה יש זכות פרופורציונלית ישירה על נכסי החברה, ומכאן:
 - א. שווי שליטה נכלל בשווי ההוגן.
 - ב. אין לנכות מהשווי ההוגן את מרכיב הניכיון בגין סחירות נמוכה.

קל להיווכח כי פסקי-דין אלה סותרים זה את זה באופן מהותי. תקפותם מגבירה את אי-הוודאות הקשורה להליך הצעת הרכש, ומשפיעה על נכונותם של רוכשים פוטנציאליים להציע הצעת רכש כאשר קיימת אי-ודאות לגבי עלותה הסופית של ההצעה. באופן מוזר, לדעתי, החוק אינו מקנה למציע זכות נסיגה במקרה שבו בית-המשפט קובע ערך גבוה מהערך שהוצע ואשר התקבל על-ידי רוב בעלי המניות.

שני פסקי-הדין שצוטטו לעיל מציגים דעות קוטביות לגבי הכללה של פרמיית שליטה ושל ניכיון בגין אי-סחירות כמרכיבים של השווי ההוגן. אני נמנע מחזרה על שלל הנימוקים לעמדות אלה הכלולים בפסקי-הדין. ברצוני לציין רק עובדה אחת: שווי של נייר-ערך

5 ת"א (ת"א) 1004/02 הרשקוביץ נ' סנואי ישראל בע"מ (לא פורסם, 7.8.2005) (להלן: פסק-דין סנואי).

6 ת"א (ת"א) 2091/03 הרשקוביץ נ' רמת אביבים בע"מ (לא פורסם, 15.8.2005) (להלן: פסק-דין רמת אביבים).

בהנפקה או בשוק המשני משקלל את שווי השליטה וכן ניכיון בגין אי-סחירות. מחיר הרכישה של נייר-הערך כולל מרכיבים אלה, כלומר, קובע למניה שווי המיצג פרמטרים של שליטה וסחירות. לפיכך קשה להבין מדוע משקיע, בעת הצעת רכש, זכאי לתוספת בגין שליטה וסחירות, בהינתן שהוא לא שילם בעבורן בזמן רכישת נייר-הערך. מכאן ששווי הוגן למניית מיעוט בהצעת רכש אינו כולל לדעת מרכיב שליטה, ומושפע מהעדר סחירות על-פי אומדן רמת הסחירות שקדם להצעת הרכש.

למרכיב של מיעוט הסחירות יש שתי השפעות: האחת קצרת-טווח – שינוי חד במחיר המניה עקב קנייה ומכירה מקריים; והאחרת ארוכת-טווח – ניכיון יחסית למחיר שבו תיסחר מניה זהה בעלת סחירות גבוהה. הגורם המקרי אינו רלוונטי, כי יש להניח שהצעת רכש הבנויה על מחיר מקרי נמוך תיכשל, והגורם ארוך-הטווח אינו ראוי כאמור להיכלל כמרכיב בשווי ההוגן.

פרק ג: פתרון כלכלי להגדרת שווייה ההוגן של מניה לצורך מתן סעד

סעיף 338 מתייחס ל"שווי הוגן" מבלי לקבוע אם שווי זה נגזר ממחירי שוק, מערך נכסים, מהערכת שווי של עסק חי או משקלול של כל אלה. ברצוני להציע כאן פרשנות כלכלית לשווי הוגן, ולבססה על מודלים להערכת שווי בספרות המקצועית הכלכלית-המיומנת הבנויים על גישת arbitrage:

הערכת נכסים פיננסיים על-פי גישת ה-arbitrage הוכללה במאמרים פורצי-דרך של חוקרים מרכזיים במימון כדלקמן:

1. במאמרים של Modigliani ו-Miller⁷ נקבע שווייה של חברה ממונפת (חברה הממוננת על-ידי הון עצמי וחוב) על-פי יכולתם של משקיעים לייצר באופן סינתטי מנוף פיננסי (homemade leverage). יכולת זו מחסלת (eliminate) בשוק משוכלל את פרמיית השווי שמקורה במינוף.
2. במאמרים של Roll, Ross ואחרים⁸ הוצגה תיאוריה לקביעת שווי של נייר-ערך על-פי שווי של תיק ניירות-ערך המחקה את הפרופיל הכלכלי של נייר-הערך (במונחים של חשיפה למשתני מקרו - factors). תיאוריה זו מכונה Arbitrage Pricing Theory (APT).

7 ראו: Franco Modigliani & Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, 48 AMER. ECON. REV. 261 (1958)

8 ראו: Nai-Fu Chen, Richard Roll & Stephen A. Ross, *Economic Forces and the Stock Market*, 59 J. Bus. 383 (1986); Stephen A. Ross, *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*, J. Econ. Theory 13 (1976)

3. מודלים לקביעת שוויים של נגזרים (אופציות וחוזים עתידיים), כולל מודל להערכת אופציות של Black & Scholes,⁹ מתבססים על האפשרות הפוטנציאלית לייצר נגזרים באופן סינתטי על-ידי שילוב של נכס-בסיס ונכס חסר סיכון. יכולת זו קובעת בשוק משוכלל ערך יחיד (unique) לנגזר.

מכאן שעל-פי מודלים חשובים להערכת שווי, שווי הוגן נקבע על-פי שווייה של חלופת השקעה, כלומר, על-פי שווי השוק של "תיק" חלופי שמקנה למשקיע אותם שירותים כלכליים שמקנה הנכס מושא ההערכה. לדעתי, מתכונת זו לקביעת שווי הוגן עולה בקנה אחד עם כוונת המחוקק למנוע קיפוח של משקיעים כאשר מוצעת להם הצעת רכש, בין שהסכימו להצעה ובין שהתנגדו לה כמיעוט וזו נכפתה עליהם.

כדי להבהיר את הגישה המוצעת, אני מבחין בין שני מושגי שווי: שווי פנימי (intrinsic) ושווי תחליפי (comparable). שווי פנימי הוא ערך המתקבל כתוצאה מהפעלת מודל להערכת שווי (valuation). שווי פנימי שונה לעיתים משווי שוק, וכאשר קיים פער בין שווי פנימי לבין שווי שוק, אנליסטים נותנים המלצות לקנייה או למכירה של ניירות-ערך. לדוגמה, אנליסט יכול לטעון כי "השווי הפנימי של מניות הבנקים בארץ גבוה משוויים בשוק", ולהמליץ בהתאם על רכישה של מניות בנקים. לאנליסט אחר יכולה להיות דעה הפוכה. "שווי פנימי" תלוי לחלוטין בהנחותיו של כל אנליסט לגבי הסביבה הכלכלית העתידית, לגבי מחיר ההון הראוי להיוון ולגבי המודל הראוי להערכת שווי (כגון DCF, רווח יציג, ערך נכסי וכולי). הנחות אלה הן סובייקטיביות, כך שאומדני "שווי פנימי" יכולים להיות שונים מאוד זה מזה.

שווי תחליפי, לעומת זאת, נקבע על-פי תמורה שוות-ערך. שני נכסים יכולים להימכר בשוק בהערכת-חסר או בהערכת-יתר יחסית ל"שווי פנימי", אך אם שניהם שווים-ערך, אזי קבלת פיצוי על אובדן נכס אחד באמצעות הקצאת כמות הולמת מהנכס האחר או באמצעות תשלום המאפשר, בזמן אמיתי, את רכישת הנכס האחר, מבטיחה שהמשקיע לא יפגע רכושית, כלומר, שהוא ימצא במצב רכושי שווה לפני ההמרה ואחריה. לדעתי, בראייה כלכלית, כאשר ניסח המחוקק את סעיף 338 לחוק החברות, הוא כיוון לשווי תחליפי. אדגיש כי אם כוונת המחוקק ב"שווי הוגן" היא מתן פיצוי שווה-ערך, אזי שימוש בשווי תחליפי מאיין במקרים רבים את הצורך לקבוע שווי פנימי לנכסים ולהכריע בין הערכות שונות ביחס אליו.

יישום של גישת "השווי התחליפי" קל במיוחד כאשר מדובר במניות בחברת החזקות והחברות המוחזקות הן חברות ציבוריות. אולם גם לגבי מניות אחרות ניתן לקבוע שווי תחליפי על-ידי מודל פשוט המשווה בין נייר-הערך לבין ניירות-ערך חלופיים הנסחרים באותו מועד בשוק ההון. כך ניתן להסיק, למשל, על שווייה ההוגן של מניית בנק X על-פי שווייה של חבילת מניות של בנקים וחברות אחרות המקנה למשקיע שווי זהה. הספרות המקצועית עוסקת במתודולוגיה לבניית תיק תחליפי תחת הכותרת Arbitrage

9 ראו: Fisher Black & Myron Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, J. POLITICAL ECON. 8 (1973).

Pricing Theory או Multifactor Models.¹⁰ תיק תחליפי הוא תיק שרגישותו לגורמים חיצוניים מוגדרים שווה לרגישותה של המניה הנרכשת לאותם גורמים חיצוניים.¹¹ המנגנון לאיתור תיק תחליפי הוא מרכיב מרכזי באסטרטגיה של hedge funds.

דוגמה להפעלת שווי תחליפי כבסיס לקביעת שווי הוגן הוא המקרה של חברת מודגל בע"מ (להלן: מודגל), אשר למניותיה הוצעה הצעת רכש שבעקבותיה הוגשה בקשה לתביעה ייצוגית (תיק אזרחי 1742/03). בזמנו התבקשתי על-ידי הנתבעים בתיק זה להגיש חוות-דעת כלכלית על שווייה ההוגן של מניית מודגל. הצעתי לפעול במתכונת של שווי תחליפי, שהתאימה לדעתי למקרה של מודגל, שכן עיקר נכסיה היו מניות בחברה ציבורית אחרת (מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ; להלן: "פטרוכימיים"). כל שנדרש הוא למצוא את שקול ההחזקה במניות פטרוכימיים המתאים למניית מודגל, ולקבוע לו שווי על-פי מחיר השוק של מניית פטרוכימיים במועד הצעת הרכש, "תוך תיקון השפעת הפער בסחירות בין שתי המניות". בשיטה זו התייתרה ההערכה של מניית פטרוכימיים – הערכה שתלויה בהנחותיו של המעריך לגבי ההתפתחות העתידית של שוק מוצריה. כמו-כן התייתר הדיון בשאלה אם מניית פטרוכימיים מוערכת על-ידי השוק ביתר או בחסר. כל שנבקע הוא שהמחיר שהוצע בהצעת הרכש מאפשר למשקיע לרכוש מניות פטרוכימיים באותו שיעור שהיה לו כבעל מניות במודגל. כלומר, המשקיע לא קופח יחסית למצבו כבעל מניות במודגל ערב הצעת הרכש.

אימוץ הגישה של אי-קיפוח על-ידי קביעה כי השווי ההוגן הוא שוויו של נכס שקול עונה על חלק מהבעיות הטמונות בקביעת שווי הוגן כדלקמן:

1. שווי הוגן אינו כולל פרמיית שליטה.
 2. שווי הוגן כולל ניכוי בגין אי-סחירות.
 3. שווי הוגן מתבסס על שווי מניות, ולא על שווי נכסים.
 4. שווי הוגן מתמקד בערכי שוק, אולם מכיר באפשרות של דילמת האסיר בחברה הנרכשת ולכן מתבסס על שוויים של נכסים חלופיים.
 5. שווי הוגן אינו כולל פרמיות הקשורות להצעת הרכש עצמה.
- קביעות אלה עקביות ביחס לפסק-דין סנואי, וסותרות את פסק-דין רמת אביבים.

פרק ד: סיכום

אין חולק שראוי כי בית-המשפט יתערב בהליך הצעת רכש כאשר יש חשד לשימוש לרעה (abuse) מצד הרוכש, כגון אי-שקיפות, הסתרת מידע רלוונטי, תשלום צדדי לחלק מבעלי

10 ראו, למשל, DAMODARAN, לעיל ה"ש 3, בעמ' 71-75.

11 גורמים חיצוניים יכולים להיות מוזהים מראש (תל"ג, אינפלציה וכולי) או להיקבע באופן סטטיסטי (ראו שם, בעמ' 71-72).

מניות המיעוט או הסתמכות על הצבעה של גוף קשור המתחזה כבלתי־קשור. אין חולק גם שהתערבות בית־המשפט מוצדקת אם כתוצאה מכשל שוק או מדילמת האסיר נכפית הצעת רכש על מיעוט בתנאים מקפחים. חשוב מאוד שמתכונת ההתערבות ואופן החישוב של השווי ההוגן על־ידי בתי־המשפט יהיו אחידים וברורים מראש, שאם לא כן ייקלע הליך הצעת הרכש לאי־ודאויות שיכבידו מאוד את תפקודו, אשר רצוי כאמור לשוק ההון. במאמר זה מוצע להשתמש בשווי תחליפי כמודד לשווי הוגן, וזאת על־סמך ההנחה שהמנגנון של סעד ההערכה נועד למנוע קיפוח. יתרונו של השווי התחליפי נעוץ באי־תלותו בהערכות שווי ובמצבי שוק. צמיחת שוק ההון הישראלי והגידול במספר החברות הנסחרות מקילים את יישום המתכונת של שווי תחליפי במקרים ספציפיים שבהם בעלי מניות מערערים על מחירה של הצעת רכש בטענה כי הוא אינו הוגן.