

# למי מגיעה פרמיית שליטה בעסקת מכירת סוכנות ביטוח?



האקטואר ומעריך השווי רועי פולניצר מסביר למי מגיעה פרמיית שליטה בעסקת מכירת סוכנות ביטוח.

ש"יצקה" ל-B? B היא סוכנות ביטוח המאוגדת כתברה פרטית בע"מ ובהתאם להערכת שווי חיצונית אשר בוצעה על ידי מעריך שווי חיצוני ל-B, השווי הכלכלי שלה נכון ל-30 ביוני 2021 נאמד בכ-2.4 מיליון ש"ח. לפני משבר הקורונה ערכה היה אפילו גבוה מסכום זה. לפני משבר הקורונה ערכה היה אפילו גבוה מסכום זה.

ל-C יש יתרונות גדולים (שאינני יכול לפרטם כאן) מרכישת B, הן בקבלת תיקי ביטוח איכותיים וידע רב שנצבר לאורך שנים רבות. C מעריכה מבחינתה את שווי העסקה באופן אפקטיבי בכ-2.65 מיליון ש"ח לפחות (שווי זה כולל פרמיית שליטה של 250 אלף ש"ח). קרוב לוודאי ש-C אדישה לאופן חלוקת ה-250 אלף ש"ח בין מחזיקי המניות. קשה לראות היכן רואה C את תרומת A להתפתחות B. הידע המקצועי נמצא כולו ב-B ולא ב-A. הניהול המקצועי נמצא ב-B ולא ב-A.

בגישה הכלכלית, לא ברור היכן תרמה A להתפתחותה של B, ולפיכך על מה ניתנה הפרמיה אך ורק ל-A (שעובר למועד העסקה החזיקה אפילו בפחות מ-50% ממניותיה של B). ואם מדובר על פרמיה של בנקאי השקעות שיצר עסקה כדאית לכולם, אז יש לדבר על פרמיה הוגנת לבנקאי השקעות, אך לא במסווה של פרמיית שליטה.

לא ניתן לי נימוק משמעותי מדוע פרמיית השליטה מגיעה ל-A והיכן הערך המוסף אותו A ייצרה ל-B. כאמור, אם מדובר על ערך שנוצר בפעילותה של A כבנקאי השקעות, הרי שיש לדון על כך בנפרד ובאופן גלוי.

מבחינה מימונית גרידא, כך קבעתי, איני רואה לפיכך סיבה למתן פרמיית שליטה ל-A, כאשר מבחינת אחוזי הבעלות הרוב נמצא עובר למועד העסקה בידי D ולא בידי A. על כן, אני רואה היגיון בחלוקת פרמיית השליטה (משעה ש-C הסכימה לשלמה) בין כל מחזיקי המניות ערב העסקה (A ו-D) פרו-רטה ולא למסירתן באופן חד צדדי לחברה אחת בלבד, תהא החברה אשר תהא.

הינה סיבות לקיומו של שווי עודף בידי בעלי השליטה, כאשר כלל בעלי המניות נהנים מפירותיה באופן יחסי להחזקותיהם בהון. תשובות אפשריות לכך הינם פערים באינפורמציה ובהערכת פוטנציאל הגדלת השווי בין הגורם המשתלט ובין בעלי מניות המיעוט וכן גידול בהסתברות להשגת עליית הערך עקב השתלטות. השגת שליטה ממניעים אלה תלויה בהחזקת חלק גדול יחסית בהון החברה, ככל שבעל השליטה מאמין ביכולת הניהול שלו.

ההיבט השני הוא המשמעות ה"שליטית", דהיינו, צריכת שכר וטובות הנאה מעבר למתחייב על פי כישורי בעלי השליטה ותנאי ההעסקה המקובלים במשק. על מנת למקסם ערך טובות הנאה, ישאף בעל השליטה להחזיק את השיעור הנמוך ביותר בהון, המאפשר שימור שליטתו, כך שמרכיב מהותי בטובות הנאה יהיה על חשבון בעלי המניות האחרים.

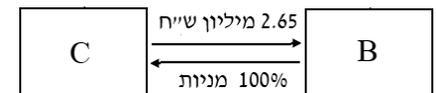
ההיבט השלישי הוא סינרגיזם לעסקים אחרים של בעל השליטה. במקרים כאלה, שיקולי בעל השליטה, הנובעים ממכלול האינטרסים האישיים, עלולים לעמוד בניגוד לטובת החברה או בעלי המניות האחרים בה.

להשלמת התמונה, חשוב להבין גם כי לבעל השליטה עלולות להיגרם גם עלויות בגין החזקת השליטה, כמו הגבלת יכולת פיזור השקעות ואחריות לגורלה של החברה כלפי רשויות וגורמים אחרים (נושים, עובדים כד').

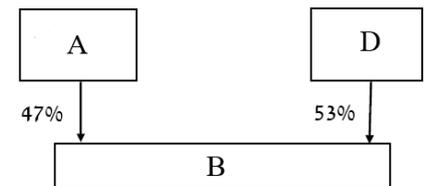
אינני נכנס כאן לאספקטים היורדיים של זכאות לפרמיית השליטה, אלא לאספקטים הכלכליים/מימוניים. ההיגיון הכלכלי לא מצדיק מתן פרמיית שליטה ל-A באופן בלעדי ובוודאי לא בסדרי גודל עליהם מדובר (קרי, 10% משווי B).

השאלה הכלכלית הרלוונטית בעיניי לפחות היא כיצד נוצר השווי הנוסף והאם A היא שיצרה אותו באופן בלעדי בזכות מעשיה/ יכולותיה והערך המוסף

לפני כשבועיים הגיע אליי מקרה בו חברה כלשהי (להלן: "C") רכשה 100% ממניותיה של סוכנות ביטוח כלשהי המאוגדת כתברה בע"מ (להלן: "B") תמורת 2.65 מיליון ש"ח.



עד כאן אין שום חדש, אך הסיבוכיות מתחילה כאשר מתברר שעובר למועד הרכישה, חברה אחרת (להלן: "A") החזיקה ב-47% ממניותיה של B והיתר הוחזקו על ידי בעלי הסוכנות (להלן: "D").



למעשה במסגרת העסקה, C רכשה 100% ממניות B (47% מ-A ו-53% מ-D). במסגרת אותה עסקה, A דרשה מ-C לקבל פרמיית שליטה בגובה 10% מהעסקה כולה, ללא שום קשר לתמורה שמוגיעה לה עבור 47% ממניות B.

C הסכימה ומאז השאר הוא היסטוריה. לאחר שנחתמה העסקה, נשאלתי על ידי D, למי מגיע פרמיית השליטה בעת מכירת מניותיה של B ל-C? האם פרמיית השליטה צריכה "ללכת" רק ל-A (כפי שאכן קרה)? או שמא היא צריכה להתחלק פרו-רטה בין A ל-D?

לשם כך אסביר לקורא מהם שלושת ההיבטים העיקריים של שווי שליטה, בהקשר הכלכלי.

ההיבט הראשון הוא המשמעות ה"חיובית", הווה אומר, ניווט החברה, התווית דרכה העסקית וכפיית ניהול יעיל, שעשויים להעלות את שווי החברה, ממנו נהנים כלל בעלי המניות. שאלה בסיסית המתעוררת בהקשר זה,