

"אין לנכות אי סחירות משווייה של חברה פרטית, אלא ממניותיה והכל בכפוף לזכויותיהן החוזיות"



האקטואר **רועי פולניצר** מסביר מדוע לא מנכים פרמיית אי סחירות משווי חברה פרטית, אלא רק ממניות מיעוט בחברה פרטית ומדוע שיעור הניכיון בגין אי הסחירות הראוי למניות מיעוט שונה מזה הראוי למניות שליטה.

הכלכלי המלא של החברה או קרוב לכך, קל וחומר במחיר שנמוך מכך, הרי שמאידך לבעל מניות מיעוט לא כדאי יהיה לעשות כן.

שיעור ניכיון אי הסחירות ביחס לשווי הכלכלי המלא צפוי להיות שונה ביחס לקבוצות שונות של בעלי מניות בחברה. **לשון אחר- כאשר החברה מנפיקה ומגייסת הון במחיר למניה שהוא נמוך מהשווי הכלכלי המלא של החברה, זהו מצב בו האינטרסים של בעלי השליטה שונים מאלה של בעלי המיעוט.**

אני טוען ששווי חברה לעולם מצוטט במונחים סחירים ללא ניכיון אי סחירות. בחברה פרטית האפשרות שאדם שאינו בעל השליטה ירכוש את המניות נמוכה מהאפשרות שבעל השליטה ירכוש אותן, הואיל ולבעל השליטה כדאי לקנות מניות במחיר שמשקף את השווי הכלכלי שלהן, בעוד שאדם שאינו בעל השליטה צריך לקחת בחשבון את העובדה שהוא רוכש מניות מיעוט בחברה שאינה נסחרת, שאולי גם לא תחלק דיבידנד אם בעל השליטה לא ירצה בכך (בזמן שהוא "יחלוב" את החברה) ובנוסף שאולי לא ניתן יהיה למכור את המניה לצד ג' ללא הסכמתו מראש ובכתב של בעל השליטה (כלומר- מלכודת ולא של דבש).

מה שמזכיר לי את הבדיחה השחוקה של מעריכי השווי בישראל: כמה שווה אחזקת מיעוט בחברה פרטית שאינה מחלקת דיבידנד ושעל פי התקנון לא ניתן למכור את המניות לצד ג' אפס.

בדוגמה לעיל החברה יכולה להנפיק מניות בערך הכלכלי המלא אם בעל השליטה היה מעוניין לרכוש אותן במחיר שכזה, או אם ההנפקה הייתה מובילה לכך שהמניה תהיה סחירה לאחריה. אחרת ההנפקה יכולה להיכשל.

לסיכום, ניכיון בגין אי סחירות מופעל רק על מניות ולא על שווי ההון העצמי של החברה (הוא שווי החברה). שווי ההון העצמי לעולם מצוטט כשווי סחיר (לשם ההשוואתיות). ושיעור הניכוי בגין אי הסחירות על מניות שליטה צריך להיות נמוך יותר משיעור הניכוי בגין אי הסחירות של מניות המיעוט באותה חברה.

ייתכן שכאשר בעל מניות מיעוט באותה חברה ירצה למכור את מניותיו לצד שלישי כלשהו, הוא יאלץ למכור במחיר המשקף ניכיון אי סחירות של מניות אלו בשיעור של 20% דהיינו למכור במחיר של 0.8 ש' למניה $= (1-20\%) * 1.0$ ש'.

כעת נניח שהחברה מבקשת להנפיק 100 מניות נוספות (מעבר ל- 100 הקיימות), מבלי שרמת הסחירות של המניות הקיימות תשתנה בעקבות ההנפקה. אם היא תנפיק אותן לפי מחיר של 0.8 ש' למניה, התוצאה תהיה חברה ששווייה הכלכלי הוא 180 ש' (100 ש' שווי החברה המקורי ועוד 80 ש' שגויסו בהנפקה) ויש לה 200 מניות.

כעת, השווי הכלכלי הממוצע של כל מניה הוא 0.9 ש' (180 חלקי 200). ועכשיו אם בעל מניות המיעוט ירצה למכור מניותיו, הרי שלפי מודל זה, הוא שוב יצטרך למכור במחיר המשקף ניכיון אי סחירות של 20%, דהיינו, למכור עכשיו במחיר של 0.72 ש' למניה $= (1-20\%) * 0.8$ ש'.

דוגמה זו ממחישה את התוצאה הצפויה לבעל מניות מיעוט בחברה שמנפיקה מניות נוספות מתחת לשווי הכלכלי שלה בגין ניכיון אי סחירות או מכל סיבה אחרת.

אם כך, נראה שהתוצאה הכלכלית המתבקשת היא שההנפקה צריכה להיעשות על פי השווי הכלכלי המלא, ללא ניכוי אי הסחירות. אלא שתוצאה זו מעלה את הקושי הבא: בדוגמה לעיל, אם החברה הייתה מבקשת להנפיק את המניות במחיר של 1.0 ש' למניה לכל הפחות, בעלי מניות המיעוט לא היו נפגעים. אבל קשה לראות את ההיגיון הכלכלי של מי שאינו בעל שליטה להשתתף בהנפקה שכזו – מדוע לרכוש מניית מיעוט בחברה תמורת 1.0 ש' (ששוויה הכלכלי המלא הוא אמנם כזה), כאשר מייד לאחר מכן מחירה יהיה 0.8 ש' בגין ניכיון אי הסחירות.

ומכאן עולה נקודה נוספת – יש הבדל בין בעל שליטה לבין בעל מניות מיעוט בסיטואציה שכזו. בעוד שלבעל השליטה יכול להיות שכדאי לרכוש את המניות אפילו במחיר שמשקף את השווי

השבוע נשאלתי על ידי סוכן ביטוח (בעלים סוכנות ביטוח המאוגדת כחברה בע"מ) המבקש לגייס הון בדרך של הנפקת מניות למשקיע, האם צודק מעריך השווי מטעם המשקיע, הטוען כי מכיוון שהחברה אינה נסחרת יש לנכות משווייה 20% בשל אי סחירות (כלומר, לתת לו הנחה בקניה).

עניתי לסוכן הביטוח ש"אין לנכות אי סחירות משווייה של חברה פרטית, אלא ממניותיה והכל בכפוף לזכויותיהן החוזיות". בהקשר זה, ראוי לצטט את המלומד ה"ה מעריך השווי ומנהל הסיכונים הפיננסיים בן-ציון (בנצי) ישראל: "לא ניתן להעריך יחסים חוזיים או זכויות חוזיות (מניות), מבלי לקרוא את החוזה או התקנון שמכוחו הן קמות."

אני בהחלט מקבל ומסכים שמחירו של נכס שאינו סחיר יכול, ואף צפוי, להיות נמוך מזה של נכס סחיר. מקובל גם שמחירן של מניות מיעוט בחברות פרטיות יהיה נמוך בשל אי סחירותן. אם כי לא הכרחי שמחיר מניות השליטה בחברה כזו יהיה נמוך יותר בגלל אי סחירות, בוודאי לא באותה מידה כמו מניות המיעוט. ולכן, לו הייתי מתבקש להעריך שווי אפשרי של עסקה למכירת מניות המיעוט לצד שלישי, סביר שהייתי מפחית מהשווי הכלכלי בגין אי הסחירות.

הבעיה היא שמעריך השווי האחר שביצע הערכת שווי למניות סוכנות הביטוח סבור שאותו שיעור ניכיון בגין אי סחירות צריך לחול על כל מניות החברה ללא אבחנה בין מניות של בעלי השליטה למניות המיעוט בחברה. משמעות הדבר היא שלדעתו רמת הסחירות של מניות השליטה זהה לרמת הסחירות מניות המיעוט.

לדעתי, לא ניתן לנתק את השאלה בדבר ניכוי בגין אי סחירות מנסיבות העניין. לא אתייחס לשאלת גובה ניכיון אי הסחירות הראוי, אלא אציג את דעתי בהתבסס על ניתוח כלכלי של הסיטואציה. אתחיל מדוגמה: נניח חברה פרטית שלה 100 מניות ושווייה הכלכלי הוא 100 ש'.