

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש ינואר 2014

“שווי הוגן: קביעת ניכוי ראוי בגין העדר סחירות (לרבות סחירות נמוכה) ומניות מיעוט”

רקע

התיאוריה המימונית הקלאסית טוענת כי שוויה של חברה מושפע בעיקר משני גורמים: תזרים המזומנים התפעולי הצפוי לאחר מס והסיכון הגלום בהשגת אותו תזרים מזומנים. יחד עם זאת מחקרים שנערכו על פני שלושים השנים האחרונות מוצאים שוב ושוב כי ישנו אלמנט נוסף לקביעת השווי והוא למעשה רמת הנזילות של מניות החברה.

על פי המחקרים האמפיריים נראה כי שוויה של מניה נזילה מאוד (בעלת מסחר יומי גבוה) יהיה גבוה משווי של אותה מניה במידה והיא לא הייתה סחירה בשוק ואף במידה והיא סחירה אולם ישנו מסחר דליל במניה. הפער בין השווים נובע מניכיון בגין העדר סחירות (ניתן להתייחס אליו גם כפרמיית אי סחירות – קרי הפרמיה שהמשקיע דורש כתשואה נוספת מנכס לא סחיר בהשוואה לנכס סחיר) שהוא למעשה ההפחתה שנדרש לבצע לשווי הנכס המוערך ע"י שימוש בפרמטרים הנובעים מהשוק הסחיר.

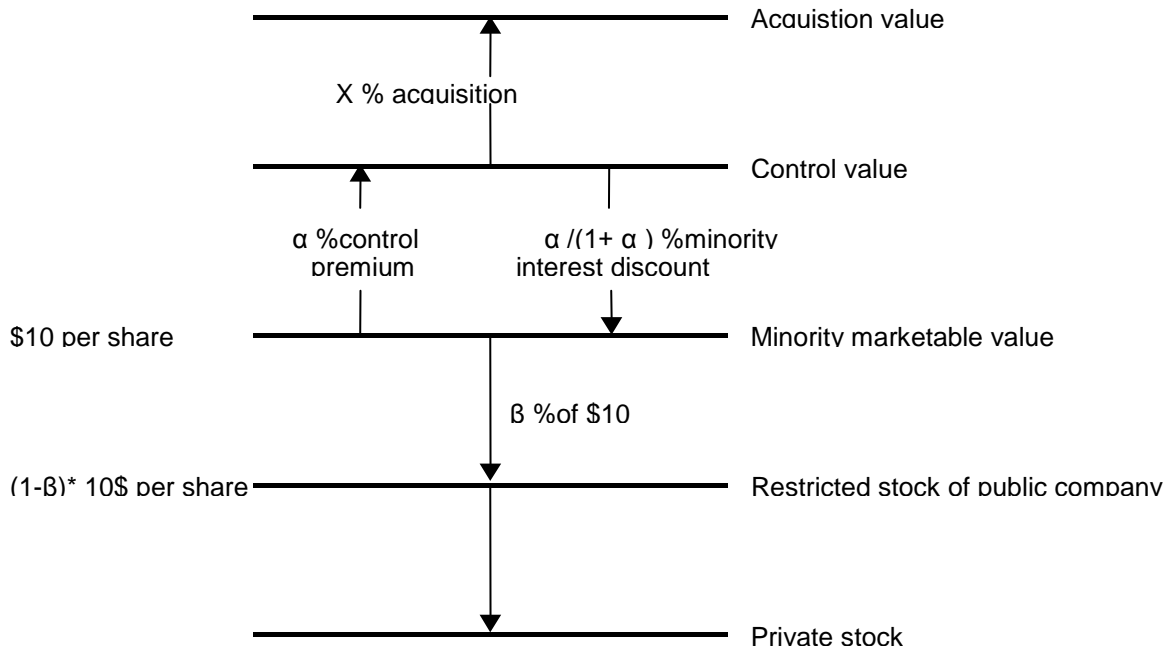
ניתן לחשוב על היעדר סחירות כעל היכולת של קונה להתחרט, זו למעשה העלות שישנה למשקיע למכור את המניות שרכש מיידית לאחר הרכישה, לפיכך ניתן להגדיר שלכל מניה ישנה עלות שכזו, הפער הוא בגובה העלות.

העלות מורכבת משני חלקים, האחד הוא הפער (Spread) בין BID ל ASK והשני הוא עלויות עסקה.

למעשה, בעוד ששווי חברה אמור להתכנס לאותו שווי, ללא תלות בבעלי המניות, הרי ששוויה של המניה הבודדת בחברה יהיה שונה לפי זהות המחזיק ולפי רמת סחירותה. שאנון פראט¹ טוען כי למעשה ישנם שווים שונים לאותה מניה לפי הפירוט הבא:

¹ Guide to Business Valuations, Shannon Pratt

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum



כך למעשה שוויה של מניית שליטה באותה חברה, יהיה גבוה משמעותית משוויה של מניית מיעוט, בעיקר במידה ומניות החברה אינן רשומות למסחר.

כאשר בוחנים את נושא קיומו של ניכיון בשל היעדר הסחירות, ניתן לפנות לפס"ד מנדלבאום, בפס"ד זה שנחשב כתקדים ואבן בוחן לנושא היעדר סחירות, הכיר ביהמ"ש בארה"ב בתביעה כנגד רשויות המס בניכיון בגובה 30% בגין היעדר סחירות וקבע את הגורמים שיש לבחון כאשר קובעים כי ישנו ניכיון בשל היעדר סחירות, הגורמים העיקריים שנקבעו ע"י ביהמ"ש היו: אופציות מכר (PUT), תדירות תשלומי דיבידנד, קיומם של קונים פוטנציאלים, אחוז ההחזקה, הסיכוי להנפקה או למכירה של העסק, זמינות המידע ואמינותו, מגבלות על העברה ומכירה של מניות ומאפייני החברה (כגון גודל, ביצועים וסיכון).

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

רקע חשבונאי

א. אי סחירות

העיקרון העומד במרכזו של IFRS13 הינו כי טכניקת הערכת שווי הוגן בה נעשה שימוש תאמוד את המחיר שבו עסקה רגילה למכירת נכס תתרחש בין משתתפים בשוק הרלוונטי במועד המדידה. לצורך כך מדידה זו אמורה לשקף את מכלול ההנחות שמשתתפים בשוק היו משתמשים בהם בעת תמחור הנכס.

פרמיית אי הסחירות היא התשואה העודפת (מעבר לריבית חסרת סיכון וסיכון האשראי של המנפיק) אותה ידרוש משקיע סביר בגין אחזקה בנכס לא סחיר או בנכס בעל מגבלת סחירות.

שווי הכלכלי של נכס לא סחיר אמור להיות נמוך ביחס למחיר השוק לאור הקושי העתידי הצפוי למשקיע אשר יבקש למכור אותו בבוא היום במחיר השוק.

לפיכך ניתן להניח כי רוכש פוטנציאלי של נכס לא סחיר יבקש תשואה עודפת על השקעתו וזאת בכדי לפצותו על הסיכון שיתכן ויאלץ למכור נכס זה בעתיד רק כנגד הנחה במחירו.

משכך נראה כי בעת אומדן שווי ההוגן של נכס חוב לא סחיר, למשל, ישנה חובה לאמוד את פרמיית אי הסחירות על מנת להביא בחשבון את מכלול הסיכונים הטבועים בנכס.

חיזוק לאמור ניתן למצוא בפרשנות של פירמת KPMG המתייחסת לאומדן שווי הוגן של מניות לא סחירות:

“For example, the fair value of an unquoted security held as an asset may be based primarily on observable market multiples such as EV/EBITA. However, to the extent that market participants would be expected to apply a discount because the shares valued are not publicly traded, a discount for lack of marketability should be considered.”.

לגבי השקעה במניות, כאשר מדובר במניות שמקנות שליטה, לא מקובל להפחית ניכיון אי סחירות. כמו כן, הפחתה פרמיית אי סחירות אינה טריוויאלית כשהיא מופעלת על שיעור אחזקה גבוה שאינו מקנה שליטה (30-40%) - להבדיל משיעור אחזקות נמוך, כמו אופציות ומניות לעובדים, שם הדבר מקובל ומייצג את הקושי להנזיל את המניות.

ב. אי שליטה

כפי שהדבר נדון בפורום שווי הוגן (ראה סיכום דיון מפגש יוני 2013) בהערכת שווי חשבונאיות לא נהוג להוסיף את המרכיב החיובי של פרמיית השליטה לחלקו היחסי של בעל השליטה ב-DCF, מתוך תפישה שה-DCF כבר מגלם בחובו את הניהול האופטימלי שמביאה עמה השליטה. לגבי המרכיב השלילי - גם אם הוא קיים מבחינה כלכלית, לא נהוג לכלול אותו בהערכות שווי שמדווחות לציבור שהרי עושק המיעוט אינו חוקי. תפישה זו מתיישבת גם עם המגבלה הקבועה ב-13, IFRS שלפיה בהנחות סובייקטיביות המשמשות להערכת שווי, ניתן להביא בחשבון רק הנחות שהן בגדר Legally

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

Permissible.. כפועל יוצא מכך, חלקו של כל מחזיק, כולל המיעוט, מחושב באופן פשוט על ידי הכפלת חלקו בחברה ב-DCF הכולל. במילם אחרות, הפחתת דיסקאונט אי השליטה אינה טריוויאלית כלל ועיקר, שהרי המשמעות שלה היא מעין הודאה פומבית כי לבעל השליטה יש יכולת ערך גדול יותר מחלקו היחסי בעוגת ה-DCF, על חשבון המיעוט. כמו כן, לכאורה הפחתת ניכיון האי סחירות מקשה עוד יותר על הלגיטימציה של הפחתת דיסקאונט האי שליטה.

לדוגמאות מכתשים אגן ותנובה ראה נספח.

סוגי מחקרים אמפיריים שונים שבוצעו לאמידת השפעת היעדר סחירות על מחירי מניות

לאורך השונים בוצעו מחקרים רבים כדי לאמוד את גובה הניכיון בגין היעדר סחירות, ניתן לזהות את קבוצות המחקרים השונות:

- מחקרים העוסקים בתמחור מניות חסומות (Restricted Stocks) – קבוצת מחקרים זו היא למעשה הקבוצה העיקרית של המחקרים בנושא, בשל היכולת לזהות במדויק פער בין שווי של מניה סחירה לבין מניה של אותה חברה שמוגבלת למסחר לפרק זמן מסוים. קבוצת מחקרים אלו מצאה כי הניכיון הממוצע בגין היעדר סחירות נע בסביבות 33%.
- מחקרים העוסקים בפער בין מחירי מניות לפני רישומן למסחר לראשונה ובין מחירן לאחר רישומן למסחר.
- מחקרים המבוססים על מחירי אופציות לזמן ארוך² - ניסיון לתמחר את הניכיון בשל היעדר סחירות בהתבסס על מחירי PUT לזמן ארוך.

טכניקות שונות להערכת שווי של חוסר נזילות

הערכות שווי של חברות לא סחירות באמצעות DCF מבוצעות לרוב בהתבסס על נתונים של חברות סחירות (כגון בטאות, פרמיית סיכון של השוק, שיעורי מינוף וכו'), כאשר באים להעריך את שוויה של מנית מיעוט בחברה לא סחירה, יש צורך לעיתים לתת ביטוי לפער בין המניה הסחירה שלפיה הוערך השווי לבין המניה הלא סחירה.

דמודארן סוקר במאמרו משנת 2005³ את השיטות השונות הקיימות להערכת גודל הניכיון הנדרש בשל חוסר נזילות, להלן השיטות העיקריות המוצעות במאמר:

² (LEAPS – Long Term Equity Anticipation Securities)

³ Marketability and Value: Measuring the illiquidity discount

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

1. הניכיון בגין היעדר סחירות שווה להיוון שנתי של עלויות עסקה מדי שנה בגין מכירת הנכס⁴ - כך לדוגמא אם עלויות העסקה הן 2% מערך הנכס ואין צפי לשינוי ברמת הסחירות בעתיד, הניכיון בגין היעדר סחירות צפוי להיות מחושב כך

$$Illiquidity\ Discount = \frac{2\%}{(1+10\%)^1} + \frac{2\%}{(1+10\%)^2} + \frac{2\%}{(1+10\%)^3} + \dots = 20\%$$

ואם מדובר לדוגמא במניות חסומות לתקופה של 3 שנים בלבד, הרי ששווי הניכיון בגין היעדר סחירות צפוי להיות

$$Illiquidity\ Discount = \frac{2\%}{(1+10\%)^1} + \frac{2\%}{(1+10\%)^2} + \frac{2\%}{(1+10\%)^3} \cong 6.67\%$$

2. הניכיון בגין היעדר סחירות מחושב כסיכון שיטתי – בהנחה שזילות מתואמת עם תנאי השוק, הרי שמניות לא זילות צפויות לשאת בסיכון שוק גדול יותר מאשר מניות זילות. על מנת להעריך את הניכיון בגין היעדר סחירות יש להעריך "ביטא זילות" לכל מניה ולהכפילה בפרמיית סיכון הזילות.

3. ישנה פרמיה בגין היעדר סחירות – המשקיע הסביר מעוניין בתשואה עודפת בגין ההשקעה בנכס לא סחיר ולפיכך יש להוסיף פרמיית זילות לריבית להיוון, תימוכין לכך ניתן לראות באג"ח קונצרניות לא סחירות אשר נתנו פרמיה נוספת בגין היעדר סחירות שעל פי תנאי ההנפקה, תבוטל במידה והאג"ח ירשמו למסחר, עמיהוד ומנדלסון מצאו במאמרם כי פרמיית היעדר סחירות צפויה לגדול ב 0.25% בגין כל גידול של 1% בפערי BID-ASK.

4. היעדר סחירות כ Lookback Option - הדרך האפקטיבית ביותר להימנע מניכיון בגין היעדר סחירות הינה לתת למחזיק המניה הבלתי סחירה, אופציית PUT עמוק בתוך הכסף, לפיכך מודלים רבים ניסו לתמחר את הניכיון בגין היעדר סחירות ע"י תמחור של אופציית PUT.

אחד המודלים הראשונים שבלט בניסיון להעריך את היעדר הסחירות ע"י אופציית Lookback היה המודל של Longstaff אשר הניח משקיע בעל מידע מושלם שיכל לממש את המניה במחיר הגבוה ביותר שלה ולפי מחיר זה קבע את הגבול העליון לאופציה. הבעייתיות של הנחת מידע מושלם תוקנה בהמשך ע"י Finnerty שהציע מודל של אופציית PUT עם מחיר מימוש ממוצע,

⁴ שיטה זו הוצגה לראשונה במאמרם של יעקב עמיהוד וחיים מנדלסון בנושא.

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ההנחה העיקרית עפ"י מודל Finnerty היא שקיימת הסתברות שווה למכירת המניה על ידי המשקיע בכל יום בתקופת מגבלת הסחירות. לכן, המגבלה שקולה לאופציית Put (שהמשקיע ויתר עליה) למכירת המניה במחיר הממוצע שלה בתקופת המגבלה.

הפרמטרים במודל של Finnerty דומים בעיקרם לפרמטרים של מודל Black-Scholes וכוללים:

- אורך תקופת אי הסחירות.
 - תנודתיות ההשקעה (סטיית תקן התשואה).
 - דיבידנדים שיכול שיחולקו למשקיע במהלך תקופת אי הסחירות.
- התוצאה המתקבלת הינה באחוזים – שיעור ההפחתה שיש לבצע לשווי המניה בגין מגבלת הסחירות. יצויין שכיום זו אחת הדרכים המקובלות ביותר להעריך את שווי היעדר סחירות.

שאלות לדין

1. מהם הגורמים שיש להביא בחשבון לפני שקובעים כי קיים ניכיון בגין היעדר סחירות?
2. האם ניתן להבדיל בין ניכיון בגין אי סחירות (DLOM) לבין הניכיון בגין מיעוט עבור חברות פרטיות?
3. האם ניתן להכיר בניכיון בגין אי סחירות עבור מניות השליטה?
4. מהי הדרך הנכונה למדוד ניכיון בשל אי סחירות ?
5. האם ניתן להכיר בניכיון בשל אי סחירות בגין מניות סחירות ?
6. הקשר שבין ניכיון האי סחירות לבין הפחתת דיסקאונט אי שליטה.

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

נספח

דוגמת מכתשים אגן

נספח ג

בחירת גישות ההערכה

- הנכסים וההתחייבויות של כור נערכו בגישות הערכה שונות המתאימות לכל נכס/ התחייבות.
- להלך ריכוז גישות ששימשו להערכה:

גישת ההערכה	פעילות	נכס/התחייבות
שווי שוק בניכוי עמלת מימוש	בנק	קרדיט סוויס
מודל בינמי, *DCF	אגרוכימיה	מכתשים אגן
DCF	בית השקעות	אפסילון
שווי הוגן	השקעות	קרנות השקעה
DCF	צידוק תקשורת	MNI
שמאות מקרקעין	צידוק תקשורת	נדל"ן להשקעה
שווי שוק	שווי שוק	אג"ח כור

* שווי החזקות כור במכתשים אגן נובע מאופציית CALL הגלומה בתנאי הלוואת *non recourse* שקיבלה החברה מכמצינה, בעלת 60% ממניות החברה כאמור בפרק 5 לעיל. מודל בינמי הינו אחת השיטות המקובלות להערכת נכסים נגזרים. שווי מכתשים אגן לצורך חישוב שווי האופציה נקבע בשיטת DCF.

מתודולוגיית ההערכה

- מניתוח החזקות כור למועד ההערכה עולה כי שלושת הנכסים העיקריים של החברה הינם החזקות בקרדיט סוויס, השקעה במכתשים אגן ומזומן. נכסים אלה מהווים יחד כ- 93% מנכסים והשקעות של החברה ברוטו. החברה אינה מעורבת בניהול קרדיט סוויס כלל ומעורבותה בניהול מכתשים אגן מוגבלת, יחסית. אין סינרגיה בין החזקה בקרדיט סוויס לבין השקעה במכתשים אגן. לאור האמור לעיל בוצעה הערכת שווי של כור בגישת שווי נכסים נקי, NAV בהנחה של מימוש נכסים ופרעון התחייבויות החברה תוך זמן סביר הנדרש לכך בהתאם לסוג הנכס/התחייבות. על מנת לשקף עלויות מימוש נכסים הונח כי מטת החברה יפעל למימוש הנכסים במשך שנה ממועד ההערכה. בנוסף, חושבו עלויות מימוש לנכסים ספציפיים כגון החזקות כור בקרדיט סוויס. לאור גובה הפסדים הצבורים של כור ומאגמ לו מומשו נכסים ונפרעו ההתחייבויות של החברה במועד הערכת השווי, לא היה משולם מס בגין מימושים/פרעונות אלה ולכן לא חושב מס בגינם בהערכת השווי. לאור העדר דאיות באשר למימוש יתרת הפסדים לאחר מימוש הנכסים, לא נוצר נכס מס בגינם. בהנחה של מימוש נכסים של כור תוך שנה, תוצאות גישת NAV ותוצאות גישת DCF אמורות להיות זהות, כאמור לעיל.
- הנחת מימוש נכסים ופרעון התחייבויות הינה הנחה רעיונית מתודולוגית במסגרת יישום גישת NAV. אין בהנחה זו כדי ללמד על מה שיקרה לנכסים ולהתחייבויות של החברה בפועל לאחר ביצוע המיזוג.

64

מתוך הערכת שווי כלכלית של הון עצמי של כור תעשיות בע"מ, מיום 8.8.2013 לדרישת השקעות דיסקונט בע"מ.

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

דוגמת תנובה

8.8.5. פרמיה מיוחדת למאפייני אחזקת מבטח שמיר

בנוסף להערכת השווי הנוכחית, ביצענו עבודה נוספת של הערכות שווי לחברת תנובה למועדים קודמים (30.6.08 עד 30.6.11) לצורך תיקון הדוחות הכספיים למיפוע של חברת מבטח שמיר. מחיר ההון עבור הערכות השווי למועדים קודמים בוצע בשלב הראשון על בסיס המתודולוגיה המקובלת (כולל יישום בחינת סבירות מחיר ההון המתקבל והנחה של מחיר הון אחר במידה ומצאנו לנכון שהמחיר הון שהתקבל אינו סביר, בדומה לבחינה שביצענו בהערכה זו). בנוסף לבחינת מחיר ההון של פעילות תנובה עצמה הרי שביצענו בחינה נוספת של סבירות מחיר ההון ההולם את אחזקת מבטח שמיר בתנובה (שהיא מטרת הערכת השווי הנוכחית וכן הערכות השווי לתקופות קודמות) לאור בחינתנו זאת קיימים למיטב שיקול דעתנו המקצועי מאפיינים ייחודיים לאחזקה זו. נציין כי להערכתנו מאפיינים אלו היו קיימים באופן מובהק בתקופות הקודמות

למועד הערכת שווי הנוכחית ואילו לגבי המועד הנוכחי, של ה-30.9.11 בחנו באופן נפרד את

הנושא כפי שיפורט בהמשך. המאפיינים הייחודיים לאחזקת מבטח שמיר כפי שזיהינו הינם:

- למבטח שמיר היה מידע כספי ועסקי מוגבל – בתקופות ההערכה הנדונות (מחצית שנייה של 2008 ועד מועד ההערכה הנוכחית) דבר זה הקשה על מימוש האחזקה באופן מסחרי רגיל.
- ההנחה כי מגבלות שחלות על מבטח שמיר יחולו על כל משקיע שיבקש לרכוש את האחזקה של מבטח שמיר - קרי מגבלות בקבלת מידע עסקי וכספי לצורך ניהול תהליך מכירה, חוסר יכולת לשערך לשווי הוגן את האחזקה בספרים ברמה תקופתית - דבר שמצמצם את מספר הרוכשים הפוטנציאליים לרוכשים שאינם מחייבים בפרסום נתונים כספיים, לרבות שערך האחזקות בתנובה.
- מדובר באחזקת מייעוט בחלק ממאפייניה.
- מדובר בחברה פרטית.

להערכתנו מאפיינים אלו גורמים לאחזקת מבטח להיות בעלת מגבלות מסוימות אשר גוזרות ניכיון ספציפי על שווי אחזקתה לאורך תקופות ההערכה. על פי ניסיונו קיים קושי לכמת באופן מבוסס דיו את שיעור הניכיון האמור וזאת לאור מאפייני המורכבים יחסית.

מתוך הערכת שווי מבטח שמיר ליום 30.9.2011 לתנובה.