

כל מה שחשוב לדעת על ניכויים מפרמיית אי סחירות



מדוע לא מנכים פרמיית אי סחירות משווי חברה פרטית, אלא רק ממניות מיעוט בחברה פרטית? האקטואר רועי כולניצר עם התשובות

להשתתף בהנפקה שכזו – מדוע לרכוש מניית מיעוט בחברה תמורת 1 ש"ח (ששוויה הכלכלי המלא הוא אומנם כזה), כאשר מיד לאחר מכן מחירה יהיה 0.8 ש"ח בגין ניכיון אי הסחירות. ומכאן עולה נקודה נוספת – יש הבדל בין בעל שליטה לבין בעל מניות מיעוט בסיטואציה שכזו. בעוד שלבעל השליטה יכול להיות כדאי לרכוש את המניות אפילו במחיר שמשקף את השווי 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.

עניין של גישה

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, והאיל 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.

בדוגמה לעיל החברה יכולה להנפיק מניות בערך הכלכלי המלא אם בעל השליטה היה מעוניין לרכוש אותן במחיר שכוה, או אם ההנפקה הייתה מובילה לכך שהמניה תהיה סחירה לאחריה. אחרת ההנפקה יכולה להיכשל. לדעתי, למרות שייתכן שהתוצאה של גישה זו תהיה שהחברה לא תצליח למצוא קונים למניות בשווי הכלכלי המלא שלהן, שווי מניות החברה לצורך גיוס ההון צריך להיות מחושב ללא ניכיון אי סחירות.

הכותב הוא הבעלים של פירמת הייעוץ שווי פנימי המתמחה בייעוץ כלכלי, ניהול סיכונים פיננסיים והערכות שווי מקצועיות ובלתי תלויות.



סחירות מניות השליטה אינה דומה לסחירות מניות המיעוט | צילום: shutterstock

נוספות, בלי שסחירות המניות תשתנה בעקבות ההנפקה. אם היא תנפיק אותן לפי מחיר של 0.8 ש"ח למניה, התוצאה תהיה חברה ששוויה הכלכלי הוא 180 ש"ח (100 שווי החברה המקורי ועוד 80 ש"ח שגויסו בהנפקה) ויש לה 200 מניות. כעת, השווי הכלכלי הממוצע של כל מניה הוא 0.9 ש"ח (180 חלקי 200). עתה, אם בעל מניות המיעוט ירצה למכור מניותיו, הרי שלפי מודל זה, הוא שוב יצטרך למכור אותן במחיר המשקף ניכיון אי סחירות של 20%, כלומר למכור במחיר של 0.72 ש"ח למניה.

שווי כלכלי מלא

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 סחירות. אלא שתוצאה זו מעלה את הקושי הבא: בדוגמה לעיל, אם החברה הייתה מבקשת להנפיק את המניות במחיר של 1 ש"ח למניה לכל הפחות, בעלי מניות המיעוט לא היו נפגעים. אבל קשה לראות את ההיגיון הכלכלי של מי שאינו בעל שליטה

שבוע נשאלתי על ידי סוכן ביטוח המבקש לגייס הון בדרך של הנפקת מניות למשקיע, האם צודק מעריך השווי מטעם המשקיע שטוען כי מכיוון שהחברה אינה נסחרת יש לנכות משווייה 20% בשל אי סחירותה.

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

אני מקבל ומסכים שמחירו של נכס שאינו סחיר יכול, ואף צפוי, להיות נמוך מזה של נכס סחיר. מקובל גם שמחירו של מניות מיעוט בחברות פרטיות 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.

מכירה לצד שלישי

הבעיה שלי היא שמעריך השווי סבור שאותו ניכיון של אי סחירות צריך לחול על כל מניות החברה ללא הבחנה בין מניות של בעלי השליטה למניות המיעוט בחברה. לדעתי, אין משמעות הרבר שבסופו של יום סחירות מניות השליטה דומה לסחירות מניות המיעוט.

לדעתי, אי אפשר 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 בדוגמה: חברה פרטית שלה 100 מניות, שוויה הכלכלי הוא 100 ש"ח. ייתכן שכאשר בעל מניות מיעוט ירצה למכור את מניותיו לצד שלישי כלשהו, הוא יאלץ למכור אותן במחיר המשקף ניכיון אי סחירות של מניות אלו בשיעור של 20%, כלומר למכור במחיר של 0.8 ש"ח למניה. כעת, נניח שהחברה מבקשת להנפיק 100 מניות

צילום ראשוני: עמי ארליך