

סגור חלון



הצעות רכש: לשקף את שוויה ההוגן של החברה ולא את סחירות המניה

בעת אישור שתי תביעות ייצוגיות, שהוגשו לבית המשפט הכלכלי, קבעה השופטת רונן כללים חשובים בכל הקשור למאזן הכוחות בין בעלי שליטה לבעלי מניות הציבור במקרה של הצעת רכש למניות בסחירות נמוכה

יובל זילברשטיין 10/7/14

מאזן הכוחות בין בעלי שליטה לבין בעלי מניות מהציבור הוא אחד הנשאים המדוברים ביותר בשוק ההון, וגם אחד הטעונים שבהם. באופן מפתיע ומבלי לעשות הרבה רעש ציבורי, במהלך חודש יוני הבהירה השופטת רות רונן מבית המשפט הכלכלי את ההבחנה החשובה והמשמעותית שניתנה לסוגיה.

ההחלטה עסקה בבקשה שאושרה, ביחס להכרה בשתי תביעות ייצוגיות נגד החברות מ.ת.מ. ומאגרי בניה. הטענה שהועלתה על-ידי התובע הייצוגי ספרא, שיוצג על-ידי עוה"ד רונן עדיני ואפי שאשו, היא שמחיר הצעות הרכש שהוגשו על-ידי מ.ת.מ. ומאגרי בניה בשנת 2011, היה נמוך מדי באופן שאינו משקף את ערך הכלכלי ההוגן של המניות שנרכשו מהציבור.

במועד הצעות הרכש, סחירותן של מניות שתי החברות - אשר נמחקו מהבורסה בעקבות הצעות הרכש - הייתה נמוכה; ולכן עלתה השאלה, האם בעת תמחור מניות הציבור יש להביא בחשבון את סחירותן הנמוכה של החברות (כפי שטוענות החברות הנתבעות) ואת היותם של בעלי המניות מהציבור מיעוט בחברה (בדרך של ניכיון מיעוט).

בהצעת רכש מלאה, שבמסגרתה רכש בעל השליטה את כל מניות המיעוט בכפייה (גם את מניות המיעוט שלא נענה להצעה), ניתנת לבעלי המניות מהציבור הזכות לעתור לביהמ"ש ב"סעד הערכה"; במסגרתו יכול המיעוט לשכנע את בית המשפט כי השווי שניתן למניות היה נמוך מדי, ובית המשפט יוכל לכפות על המציע להוסיף ולשלם תוספת למיעוט בגין המניות שנרכשו.

האם מחיר הצעת הרכש הוגן?

התשובה לשאלה האם מחיר הצעת הרכש הוגן, טומנת בחובה שלושה מרכיבים.

הראשון הוא השווי של החברה בכללותה. על פי קביעת בית המשפט העליון בפסק דין קיטאל ונאות אביבים, שהוא פסק דין מכונן בתחום הערכות השווי, התשובה לסוגיית הערכת שווי החברה בכללותה צריכה להיבחן על פי גישת היוון תזרימי מזומנים (DCF), דהיינו על פי יכולתה של החברה לייצר תזרימי מזומנים בעתיד.

בהינתן גודלה של "העוגה", כלומר שוויה של החברה על בסיס תזרימי המזומנים אשר ביכולתה להפיק, נשאלת השאלה כיצד לחלקה בין בעלי המניות מהציבור (מיעוט) לבין בעלי השליטה. זהו המרכיב השני לשאלת ההוגנות של הצעת הרכש.

ככל שנייחס פרמיה לרוב (פרמיית שליטה), הרי שלא מדובר ביצירת "יש מאין", אלא בקבלת פרוסה נוספת מהעוגה, על חשבון בעלי מניות מהמיעוט. בפסק דין קיטאל לא נקבעה הלכה ביחס לפרמיית השליטה, אך כפי שציננה השופטת רות רונן בהחלטה של מ.ת.מ. מאגרי בניה לבית המשפט, ישנה "רתיעה מפני הוספת פרמיית שליטה למניות הרוב".

תפיסה דומה נקבעה בפס"ד מכתשים אגן-כמצ'ונה, שבו נקבע על-ידי השופטת דניה קרת מאיר מבית המשפט הכלכלי, כי "התמורה שתתקבל בחברה בעקבות מכירת מניותיה לצד

שלישי, תתחלק בצורה שווה בין כל בעלי מניותיה, ללא חשיבות לזהותם כבעלי שליטה או כבעלי מניות מיעוט".

בית המשפט לא קבע מסמרות לגבי פרמיית השליטה, אך ניתן להגיד בזהירות הראויה, כי (לפחות) בשני מקרים אין מקום לפרמיית שליטה - בעת מכירת כל מניות החברה לצד שלישי (להבדיל ממכירת גוש מניות המוחזקות על-ידי בעל השליטה), וכן בהצעות רכש שבהן רוכש בעל השליטה את מניות הציבור לצורך מחיקת מניות החברה מהמסחר בבורסה.

המרכיב השלישי בשאלת ההוגנות של הצעת רכש הוא ניכיון אי-סחירות או ניכיון סחירות נמוכה. ההבדל המושגי בין ניכיון מיעוט לניכיון סחירות, הוא עצום: ניכיון מיעוט הוא המשלים של פרמיית שליטה, והוא מתייחס לחלוקת העוגה בין בעלי השליטה לבין בעלי מניות המיעוט מהציבור. ייחוס פרמיית שליטה משמעה שהמיעוט מקבל פחות. לעומת זאת, כאשר סחירותה של החברה נמוכה, למניות החברה נזילות נמוכה והעוגה עצמה מצטמקת - דבר שממנו סובלים כל בעלי המניות, בלא קשר לשיעור החזקתם בחברה.

המחזיקים עלולים להיפגע פעמיים

במקרה של מ.ת.מ קבעה השופטת רון בצורה חדה, כי מחיר הוגן בהצעות רכש חייב להתבסס על שוויה של החברה כ"עסק חי", מבלי לבצע ניכיון בגין סחירות נמוכה (או אי סחירות). לדבריה, התחשבות בסחירות הנמוכה של המניות עלולה להוות תמריץ לבעלי שליטה להביא לצמצום הסחירות, כשיש להם עניין להציע הצעת רכש לציבור. הדבר עלול לפגוע במחזיקי המניות פעמיים: ראשית בכך שיתקשו לסחור במניות טרם הצעת הרכש, ולאחר מכן במחיר שתציע החברה במסגרת הצעת הרכש.

ישנה הקבלה בין החלטתה של השופטת רון במקרה מ.ת.מ ומאגרי בניה לבין החלטתה של השופטת קרת מאיר במכתשים אגן-כימצ'ינה: גם השופטת קרת מאיר לא שללה כלל ועיקר פרמיות שליטה באופן גורף, אך שללה אותן במקרה של מכירת כל מניות החברה לצד ג'. השופטת רון אינה טוענת, שאין הצדקה כלכלית לניכיון אי-סחירות, אלא שללה אותו במקרה של הצעות רכש כפזיה.

נוסף על כך, נראה שבית המשפט לא ראה בעין יפה התחשבות בנושא הסחירות, שכן במקרה זה בעל השליטה היה בעצם זוכה לקבל פרוסה גדולה יותר מהעוגה (דרך רכישת הציבור במחיר נמוך יותר מזה שמשתקף מתזרים המזומנים שהחברה מסוגלת לייצר).

למעשה, החלטת בית המשפט לא לאפשר פרמיית שליטה במקרה של מכתשים אגן-כימצ'ינה היא עקבית לחלוטין, מהבחינה הכלכלית, עם איסור השימוש בניכיון סחירות נמוכה במ.ת.מ ומאגרי בניה, וזאת למרות השוני המושגי הגדול של שני המונחים הללו.

הכותב הוא המנכ"ל והכלכלן ראשי של חברת פרומתאוס ייעוץ כלכלי