מה מסתתר מאחורי רכישה עצמית של מניות?

עשה זאת בעצמך

רכישת מניות עצמית יכולה להתבצע באמצעות שלוש דרכים עיקריות || אפשר לרכוש מניות בשוק הפתוח, אפשר לרוכשן באמצעות עסקה פרטית מחוץ לבורסה ואפשר לבצע רכישת מניות עצמית באמצעות הצעת רכש || כיצד עושים זאת, מתי ומדוע? על כל אלה משיב בפירוט **אילן ז%וז%וט**

>> מאת **אילן ז%וז%ט**

ברבעון השלישי לשנת 2006 נרשם שיא חדש בהיקף הרכישות העצמיות של 500 החברות במדד S&P. נשאלת השאלה כיצד מתייחס החוק בישראל ובעולם לפעולת הרכישה העצמית של המניות, כיצד ניתן לבצע רכישה עצמית של מניות והחשוב מכול, מה מניע את מנהלי החברות לבצע רכישה עצמית של מניות.

בחודש אפריל 1999, התקבל בכנסת ישראל, חוק החברות, התשנ"ט — 1999. חוק החברות קבע עמדה ברורה בשאלה אם לחברה מותר לרכוש את מניותיה.

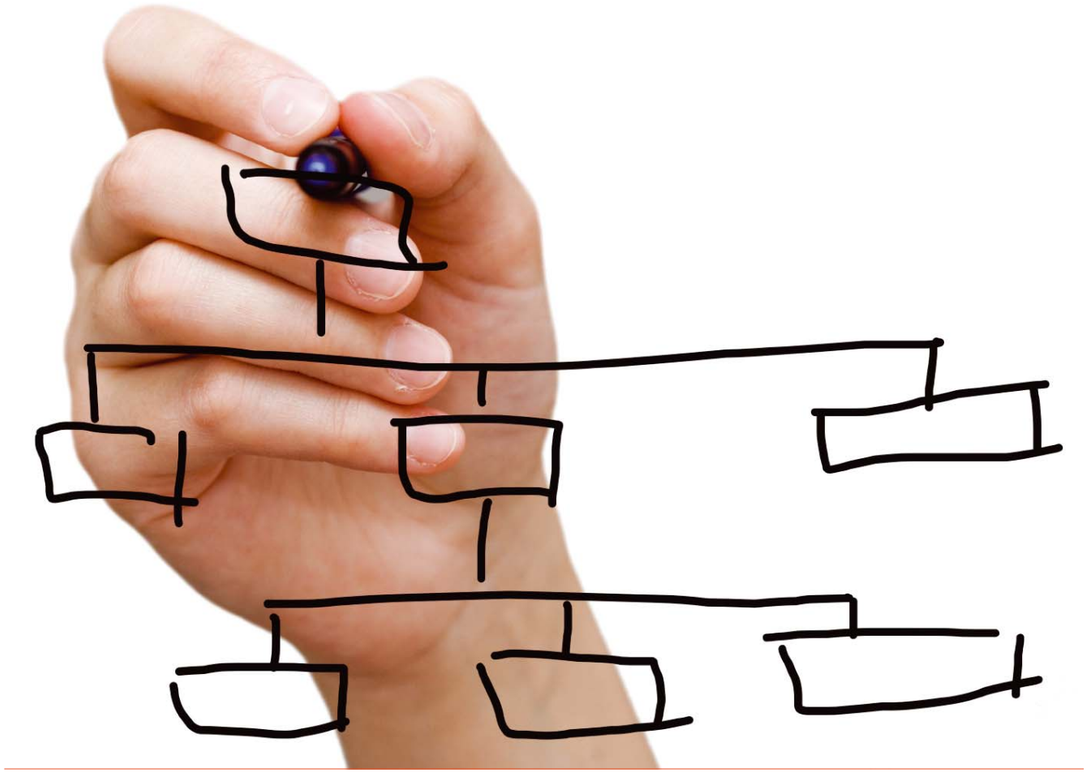
על-פי עמדה זו לחברה מותר לרכוש את מניותיה, ובלבד שהרכישה תעמוד במבחני החלוקה. חלוקה הנה דיבידנד במזומן, דיבידנד בנכסים או כל עסקה אחרת שניתן לראות אותה כדיבידנד. דוגמה לעסקה כזו היא רכישת מניות עצמית. סעיף 302 לחוק החברות קובע מהם מבחני החלוקה. לפי סעיף זה חלוקה מותרת היא חלוקה שעמדה בשני מבחנים: מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון.

מבחן הרווח קובע שהחברה יכולה לבצע חלוקה רק מתוך יתרת העודפים או עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות, לפי הגבוה מבין השניים.

מבחן יכולת הפירעון קובע שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה [חובותיה?], הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן.

ניתן לבצע חלוקה שלא מקיימת את מבחן הרווח, אך זאת באישור בית משפט.

חוק החברות קובע בסעיף 308, כי מניה אשר נרכשה על-ידי החברה היא "מניה רדומה". דהיינו, מאבדת את כל זכויותיה: זכות ההצבעה, הזכות לקבלת דיבידנד והזכות להשתתף בעודף נכסי החברה בעת פירוק. ה"הרדמה" של המניות באה לידי ביטוי הן בזכויות ההצבעה והן בזכויות הרכישה. אובדן הזכויות הוא לפרק זמן שבו המניה מוחזקת על-ידי החברה.



אם החברה תמכור את המניה לגורם חיצוני המניה תתעורר מה"תרדמה" ותקבל מחדש את כל זכויותיה.

הוראות החוק בעולם

עד לתחילת שנות ה-80, חוק החברות האנגלי אסר על חברה לרכוש את מניותיה. התיקון לחוק קובע היתר כללי לרכישת מניות עצמית בכפוף לכללי שימור ההון. משמע, ניתן לבצע רכישה עצמית של מניות מתוך רווחים ראויים לחלוקה או מתוך תקבולי הנפקה חדשה. מבחן יכולת הפירעון חל בחוק האנגלי רק לגבי חברות פרטיות, ולפיכך, רכישה עצמית של מניות בחברות ציבוריות אינה כפופה למבחן זה. נוסף לכך, החוק קובע כי המניות שנרכשו בחזרה מבוטלות, משמע, לא ניתן למכור אותן מחדש.

החוק בארצות הברית מגדיר חלוקה כהעברה של מקורות כלכליים לבעל מניות של החברה. הגדרה זו כוללת הן חלוקת דיבידנד והן תמורה שהחברה משלמת בגין רכישת מניותיה. החוק קובע כי על החברה לעמוד בשני מבחנים לאחר החלוקה:

א. עליה להיות מסוגלת לפרוע את חובותיה בהגיע מועד פירעונם במהלך העסקים הרגיל.

ב. סך נכסי החברה לא יפחת מסך התחייבויותיה.

נוסף לכך, החוק קובע כי אם תקנון החברה אוסר על הנפקה או מכירה-מחדש של המניות שנרכשו, אזי המניות מבוטלות. במידה ותקנון החברה אינו אוסר זאת, ניתן למכור אותן מחדש. הוראות החוק הנוגעות לזכויות הצמודות למניות בתקופת החזקתן על-ידי החברה אינן אחידות, כל מדינה קבעה הוראות חוק בנושא זה .

רכישת מניות עצמית יכולה להתבצע באמצעות שלוש דרכים עיקריות. האחת, רכישת מניות בשוק הפתוח. השנייה, רכישת מניות עצמית באמצעות הצעת רכש. והשלישית, באמצעות עסקה פרטית מחוץ לבורסה.

ו. רכישת מניות עצמית בשוק הפתוח

רכישת מניות עצמית כמו חלוקת דיבידנד, הנה אחת מן האפשרויות להעברת רווחים מהחברה לבעלי המניות. רכישת מניות עצמית עשויה להיות עדיפה על חלוקת דיבידנד וזאת מסיבות אחדות

<<

>>

Open Market Repurchase–

רכישה עצמית בשוק הפתוח מתבצעת במסגרת המסחר השוטף בבורסה.

Jagannathan, Stephans & Weisbach (2000), חקרו את הדרכים לחלוקת רווחים בקרב חברות הנסחרות בשוק ההון בארצות הברית בין השנים 1985–1996. תוצאות המחקר מצביעות על כך שכמות המניות הנרכשת ברכישה מסוג זה קטנה הן ביחס להון העצמי של החברה, והן ביחס לרכישת מניות עצמית בדרכים האחרות (הצעת רכש, ועסקה פרטית מחוץ לבורסה), אך לעומת זאת רכישת מניות עצמית בדרך זו נפוצה יותר ביחס לרכישת מניות עצמית בדרכים האחרות. הרכישה מתרחשת בדרך כלל על פני תקופה ארוכה בשונה מרכישה עצמית בדרכים האחרות. החל מתחילת שנות ה–90 רכישת מניות עצמית בדרך של רכישה בשוק הפתוח מהווה בממוצע כ–80% מכלל הרכישות העצמיות. נוסף לכך, חלוקת רווחים בדרך זו ביחס לכלל שיטות החלוקה נמצאת במגמת עלייה. לשם השוואה, בשנת 1992, 15% מסך חלוקת הרווחים בוצעה בדרך של רכישה עצמית בשוק הפתוח לעומת 29% בשנת 1996. מגמה בולטת נוספת אשר עולה מן הנתונים היא שהחל מתחילת שנות ה–90 משקל חלוקת הרווחים בדרך של רכישה עצמית של מניות ביחס לחלוקה הכוללת של רווחים נמצאת במגמת עלייה. בשנת 1992 82% מחלוקת הרווחים הייתה באמצעות דיבידנד ו–18% באמצעות רכישה עצמית, ואילו בשנת 1996 64% מחלוקת הרווחים הייתה באמצעות דיבידנד ו–36% באמצעות רכישה עצמית.

בשל החשש לביצוע מניפולציות במחיר המניה ברכישה בדרך זו, ניתן לקבוע כללים ברורים המסדירים את הליך הרכישה בשוק הפתוח כדוגמת אלו הקיימים בארצות הברית. כללים אלו כוללים בין היתר מגבלות על עיתוי הרכישה (איסור על עסקאות בפתיחה ובסיומו של המסחר), מגבלות על מחיר הביקוש המוזרם (מחיר ה–ask) ומגבלות על היקף הרכישות היומי.

2. הצעת רכש - Repurchase Tender Offer

הצעת רכש היא הצעה לרכישת מניות, המופנית לציבור בעלי המניות של החברה על–ידי החברה. ההצעה כוללת פרטים אודות כמות המניות שאותן החברה מעוניינת לרכוש, המחיר שהיא מעוניינת לשלם בעבורן, ואת פרק הזמן שבו ההצעה תקפה. הצעת רכש משמשת לרכישת כמות גדולה של מניות ולכן התדירות של רכישה עצמית בדרך של הצעת רכש נמוכה ביחס לתדירות הרכישה בדרכים האחרות. נוסף לכך, השפעתה של הצעת הרכש על הרכב הבעלות בחברה, מבנה ההון של החברה ומחיר המניה עשויה להיות משמעותית.

בשל החשש שבהצעת רכש עצמית לא תינתן הזדמנות שווה לכלל בעלי המניות למכור את מניותיהם, ושהצעת הרכש לא תכלול מידע החיוני לקבלת החלטה בנוגע למכירת המניות לחברה, במרבית המדינות בעולם מקובל לקבוע כללים ברורים הנוגעים להצעת רכש לרכישה עצמית של מניות שתכליתם למנוע בעיות מהסוג שהוצג לעיל ובעיות נוספות. מערכת כללים זו נוקשה יותר ביחס למערכת הכללים החלה על רכישה עצמית של מניות בדרכים האחרות.

ישנן שתי דרכים לביצוע הצעת רכש :

א. הצעת רכש במחיר קבוע (fixed price).

ב. הצעת רכש במכרז הולנדי (Dutch auction).

בשתי הדרכים החברה מפרסמת הצעה לרכישת מניותיה מן הציבור. הצעה זו כוללת את הכמות המקסימלית של מניות שאותן החברה מעוניינת לרכוש, את התנאים לרכישה, ואת התקופה שבה ההצעה פתוחה לציבור. בהצעת רכש במכרז הולנדי, בשונה מהצעת רכש במחיר קבוע, החברה אינה קובעת מחיר רכישה סופי. החברה מכריזה על טווח מחירים שאותו היא מעוניינת לשלם בעבור המניות, ומתחייבת לרכוש את כל המניות במחיר אחיד אשר ינוע בטווח המחירים שאותו היא קבעה. הצעות בעלי המניות הכוללות מחיר וכמות, יוצרות עקומת היצע למניות החברה. המחיר שבו ירכשו כל המניות הוא המחיר המינימלי שיאפשר לחברה לרכוש את כל כמות המניות שאותן היא ביקשה לרכוש.

במידה והיקף ההיענות להצעה עולה על כמות המניות שהחברה הודיעה שהיא מעוניינת לרכוש, בהצעת רכש במחיר קבוע תבוצע הרכישה מבעלי המניות על בסיס יחסי (החברה תרכוש מכל בעל מניות את כמות המניות שאותן התחייב לרכוש מוכפלת ביחס שבין כמות המניות שאותן בעל המניות התחייב לרכוש לבין סך כל המניות שניתנו לגביהן הודעות קיבול).

בהצעת רכש במכרז הולנדי נענים תחילה כל בעלי המניות שהתחייבו למכור את מניותיהם במחיר הנמוך מהמחיר שנקבע במכרז, לאחר מכן נענים בעלי המניות שהתחייבו למכור בדיוק במחיר שנקבע

בהצעת רכש במכרז הולנדי, נענים תחילה כל בעלי המניות שהתחייבו למכור את מניותיהם במחיר הנמוך מהמחיר שנקבע במכרז. לאחר מכן, נענים בעלי המניות שהתחייבו למכור בדיוק במחיר שנקבע במכרז על בסיס יחסי. בעלי המניות אשר ביקשו מחיר גבוה מהמחיר אשר נקבע במכרז

במכרז על בסיס יחסי, למעט במקרה שבו ניתן לרכוש מכולם מבלי לעבור את מכסת המניות שאותן החברה התחייבה לרכוש. בעלי המניות אשר ביקשו מחיר גבוה מהמחיר אשר נקבע במכרז אינם נענים.

3. רכישת מניות עצמית בעסקה פרטית מחוץ לבורסה - Privately Negotiated Repurchases

ברכישה בדרך זו החברה מתקשרת בהסכם עם אחד מבעלי המניות בחברה לצורך רכישת המניות. הכמות והמחיר בהסכם נקבעים במשא ומתן בין החברה לבין בעל המניות.

ברכישת מניות בדרך זו ניתן לבצע רכישה בכמות גדולה מבלי להזדקק להליך של הצעת רכש.

בחירת בעל המניות ממנו תתבצע הרכישה מתבצעת באופן שרירותי, בשונה מרכישה עצמית של מניות בהצעת רכש שבה החוק מחייב פנייה לכל מחזיקי ניירות ערך מהסוג הנרכש, וברכישה במסחר הרב–צדדי במהלך המסחר השוטף שבה לא ניתן לבחור את בעל המניות ממנו תתבצע הרכישה.

המניעים לביצוע רכישה עצמית של מניות:

1. רכישת מניות עצמית כאמצעי לחלוקת רווחים לבעלי המניות

רכישת מניות עצמית כמו חלוקת דיבידנד, הנה אחת מן האפשרויות להעברת רווחים מהחברה לבעלי המניות. רכישת מניות עצמית עשויה להיות עדיפה על חלוקת דיבידנד מכמה סיבות.

א. דיבידנד מייצג התחייבות קבועה לחלוקת מזומנים בעתיד, ואילו רכישה עצמית של מניות בשוק הפתוח נוטה יותר לשמש לחלוקת תזרימי מזומנים שהינם זמניים באופיים. לפיכך, רכישה עצמית של מניות בשוק הפתוח היא שיטת חלוקה גמישה יותר מחלוקת דיבידנד, מכיוון שאינה מייצגת מחויבות להמשך ביצוע החלוקה בעתיד.

ב. רכישת מניות עצמית כאמצעי לחלוקת דיבידנד אינה שוויונית. כאשר חברה מבצעת רכישה עצמית של מניות, היא אינה מחויבת לרכוש את כמות המניות שבה היא מעוניינת באופן שווה מכל בעלי המניות. אי–קיומה של חובה זו מאפשרת לחברה לקבל החלטה באופן שרירותי ממי תתבצע הרכישה של המניות.

2. רכישת מניות עצמית כאמצעי לאיתות על מצבה של החברה לבעלי מניותיה

רכישת מניות עצמית ממניע זה, מתבססת על ההנחה שאינפורמציה אסימטרית בין גורמים פנימיים בחברה לבין בעלי המניות בחברה, עשויה לגרום לכך שמחיר המניה של החברה יתומחר בחסר. אם הנהלת החברה סבורה שמחיר המניה מתומחר בחסר, החברה יכולה לבצע רכישה עצמית של מניותיה מתוך מטרה להעביר לשוק אינפורמציה חיובית באשר למצבה של החברה. נוסף לכך, העובדה שהמניה מתומחרת בחסר מאפשרת לחברה להפיק רווחי–יתר ביחס להשקעה בעלת סיכון זהה. ייתכן שהשוק יפרש פעולה זו כאינדיקציה לכך שהמניה מתומחרת בחסר, וכתגובה להודעה על רכישת מניות עצמית יגביר את הביקושים למניה ובכך יגרום לתגובה חיובית של מחיר המניה. אמינותו של האיתות גדלה במקרים שבהם בעלי העניין בחברה מתחייבים שלא למכור את מניותיהם במסגרת הרכישה. עליית שערי המניה בבורסה תשפר את סיכויי החברה לבצע הנפקות מניות בעתיד במחיר סביר.

3. רכישת מניות עצמית כאמצעי להכשלת ניסיונות השתלטות על החברה

כאשר הנהלת החברה מזהה איום להשתלטות על החברה מצד אחד או יותר מבעלי המניות, ההנהלה רוצה וגם יכולה למנוע ניסיון זה באמצעות רכישת המניות מהגורמים הללו, גם אם יידרש לכך מחיר הגבוה בהרבה ממחיר המניה בבורסה.

4. רכישת מניות עצמית כאמצעי לקידום אינטרסים אישיים של מנהלי החברה

כאשר מתקבלת בחברה החלטה לבצע רכישה עצמית של מניות בשוק הפתוח, הגוף אשר מופקד על ביצוע הרכישה, קביעת עיתוי ומחיר הרכישה הוא הנהלת החברה. כאשר מנהלי החברה מחזיקים במניות החברה או בניירות ערך המירים למניות החברה, עשויים מנהלי החברה לנצל את הסמכות אשר ניתנה להם לצורך הפקת רווחים מניירות הערך שלהם.

סיבות נוספות לרכישת מניות עצמית הן :

- שינוי מבנה ההון בחברה והגדלת המנוף. כאשר מנהלי החברה סבורים כי רמת המינוף של החברה נמוכה מהרמה האופטימלית, אחת מהדרכים למנף את החברה היא באמצעות רכישת מניות עצמית.
- רכישת מניות במסגרת תכנית לשיתוף העובדים בבעלות על החברה.
- רכישת מניות עצמית כאמצעי להשפעה על הרווח למניה.

כאשר הנהלת החברה מזהה איום להשתלטות על החברה מצד אחד או יותר מבעלי המניות, ההנהלה רוצה וגם יכולה למנוע ניסיון זה באמצעות רכישת המניות מהגורמים הללו, גם אם יידרש לכך מחיר הגבוה בהרבה ממחיר