

לכבוד:

עו"ד אלי דניאל

רו"ח יפעת פלקון

רו"ח משה גדנסקי

מחלקת תאגידיים

רשות ניירות ערך

רחוב כנפי נשרים 22

ירושלים

נכבדיי,

הנידון: הטיפול החשבונאי בהלוואת נון-ריקורס אשר כור תעשיות בע"מ קיבלה במסגרת עסקת המיזוג של מכתשים אגן

בקליפת אגוז, ובמבט על, עניינה של פנייה זו בשאלה האם הלוואת נון ריקורס המובטחת כולה רק בנכס משועבד מכילה נגזר משובץ הטעון הפרדה ומדידה עוקבת לפי שווי הוגן או שמא ההלוואה, בשל מאפייניה הייחודיים, טעונה בעת ההכרה לראשונה מדידה לפי שווי הוגן (הנמוך מערכה הנקוב) ומדידה עוקבת לפי ריבית אפקטיבית.

יודגש, ביום ההכרה לראשונה שתי החלופות מובילות, למעשה, לאותה תוצאה בפן המדידה, אך השפעתן על דוחות עתידיים עשויה להיות שונה.

בהעדר קביעה מפורשת בתקני החשבונאות הבינלאומיים באשר למצב דברים ייחודי זה, עמדת החברה הינה ששתי חלופות הטיפול הינן בהלימה עם תקני חשבונאות בינלאומיים. עם זאת, בראיית החברה, החלופה המודדת את ההלוואה לפי שווייה ההוגן ואינה מפרידה נגזר משובץ, הטעון הערכות שווי תקופתיות, התלויות בנתוניה של חברה פרטית, שמניותיה אינן נסחרות – עדיפה, ומשרתת טוב יותר את המשתמש בדוחות כור.

1. תאור העובדות

1.1 ביום 8 בינואר 2011 נחתם הסכם בין מכתשים אגן תעשיות בע"מ ("מכתשים אגן"), כור תעשיות בע"מ ("כור" או "החברה") ו-מ.א.ג.מ החזקות כימיה בע"מ, חברה בת בבעלות מלאה של כור (להלן יחד "תאגידי כור"), China National Agrochemical Corporation ("CC") תאגיד סיני מקבוצת ChemChina Corporation ("ChemChina"); וחברה פרטית בבעלות מלאה (בעקיפין) של CC

אשר הוקמה בישראל לצורך ההתקשרות בהסכם המיזוג ("החברה הייעודית") (להלן "הסכם המיזוג" ו"הצדדים להסכם המיזוג", בהתאמה), לביצוע עסקת מיזוג במסגרתה יירכשו כל החזקות הציבור במכתשים אגן וכן ירכשו כ-7% ממניות מכתשים אגן המוחזקות על ידי תאגידי כור, מכתשים אגן תהפוך לחברה פרטית בבעלות משותפת של CC (בשיעור 60%) ותאגידי כור (בשיעור של 40%), והחברה הייעודית תתמזג עם ולתוך מכתשים אגן בדרך של מיזוג משולש הופכי ותחוסל. קבוצת ChemChina הינה קבוצה סינית גדולה בשליטת ממשלת סין, העוסקת בתחומי הכימיה והאגרו כימיה. מניות מכתשים אגן תירכשנה במחיר שישקף שווי חברה למכתשים אגן של 2.4 מיליארד דולר ארצות הברית (בחישוב לפי החזקה אפקטיבית שאינה כוללת מניות המוחזקות על-ידי מכתשים אגן וחברה בת שלה). ביום 17 באוקטובר 2011 בוצעה השלמת העסקה וניתנה תעודת המיזוג.

1.2

כחלק מעסקת המיזוג, הועמדה לתאגידי כור (לשם הנוחות, יחד - "כור") הלוואה בסך 960 מיליון דולר ארה"ב ("קרן הלוואה") על-ידי CC באמצעות Export and Import Bank of China ("הבנק") (המשקפים 40% משווי מכתשים אגן כפי שנקבע בעסקה – 2.4 מיליארד דולר).

כספי הלוואה יהיו ניתנים לשימוש לכל מטרה חוקית. קרן הלוואה תיפרע בתום 7 שנים ממועד השלמת המיזוג. קרן הלוואה נושאת ריבית שנתית שאינה גבוהה מהריבית על המימון שנטלה CC לצורך תשלום התמורה במיזוג (CC מצהירים שהריבית הינה LIBOR לשישה חודשים +4.5%), ובכל מקרה אינה עולה על Libor (ל-6 חודשים) + 4.5% לשנה. הריבית תתקבע לכל שני רבעונים רצופים מראש. ביחס ל-4 השנים הראשונות של הלוואה, הריבית לא תשולם אלא תצטרף לקרן הלוואה בתום כל 3 חודשים ותיפרע עם קרן הלוואה בסוף השנה השביעית. החל מתום 4 שנים להלוואה, תשולם הריבית באופן שוטף במזומן מדי סוף כל תקופת ריבית (תקופת הריבית היא כל 3 חודשים במועדים קבועים).

ככל שיהיה חיוב בניכוי מס במקור בישראל בגין תשלומי הריבית, תישא כור בתשלומים אלה ותגלם את המס גילום מלא; בנוסף, כור התחייבה לשפות את CC בגין מיסי עסקים שתחויב בהם CC בהתאם לדין בסין בגין תשלומי ריבית כאמור (ככל שלא יחול פטור בגין מיסים אלה) עד לשיעור של 5% (לפני תוספת גילום, 5.5% לאחר הגילום). יצוין כי תשלום מס העסקים בסין מחויב גם בתקופה בה הריבית נצברת (היינו ב-4 השנים הראשונות).

הלוואה הינה נון-ריקורס לכור, והיא מובטחת בשעבוד מדרגה ראשונה לטובת הבנק על מניות מכתשים אגן שמחזיקה כור מיד לאחר השלמת המיזוג ("המניות המשועבדות"). מימוש השעבוד על המניות המשועבדות יהיה הסעד היחיד שיעמוד לבנק ול-CC לצורך פירעון הלוואה והבטחת ההתחייבויות על-פי הלוואה, למעט במקרים חריגים מסוימים. השעבוד חל גם על דיבידנדים וחלוקות אחרות שיתקבלו בגין המניות המשועבדות, למעט על עודפי דיבידנדים שהוגדרו כדיבידנדים וחלוקות אחרות שיחולקו בגין המניות המשועבדות בשנה קלנדרית העולים על הריבית שנצברה ולא שולמה או שתיצבר באותה שנה (לרבות הריבית שתצורף לקרן). הדיבידנדים

וחלוקות אחרות (למעט עודפי הדיבידנדים) יופקדו בחשבון בשליטת הבנק וישמשו לצורך ביצוע פירעון מוקדם של ההלוואה.

לכור ניתנה הזכות, החל מתום שנה מהעמדת ההלוואה, לבצע פירעון מוקדם של ההלוואה, כולה או חלקה, בין במזומן (ואז ישוחרר חלק יחסי מהמניות המשועבדות בהתאם לחלק היחסי של ההלוואה שנפרע) ובין בדרך של העברת המניות המשועבדות (בהתאם לחלק היחסי של ההלוואה שנפרע בפירעון מוקדם) ל-CC או לבנק.

זכויות ההצבעה בגין המניות המשועבדות הן של כור, למעט במקרה של "אירוע הפרה" (ראה להלן), שאז הבנק יהיה זכאי לזכויות ההצבעה מכוח המניות המשועבדות. כור זכאית להעביר את המניות המשועבדות (כפוף למגבלות שבהסכם בין בעלי המניות), כולן או חלקן, ובלבד שבמקרה של העברה לצד שלישי לא קשור התמורה שתקבל תשמש תחילה לפירעון החלק היחסי של ההלוואה (בהתאם למספר המניות המשועבדות המועברות).

"אירוע הפרה" הינו אי תשלום של קרן ההלוואה או הריבית; פירוק או חדלות פירעון של כור, הקפאת הליכים או הסדרי נושים, או פתיחת הליכי פירוק, חדלות פרעון, הקפאת הליכים או הסדרי נושים שלא בוטלו תוך תקופה שנקבעה; הצהרה מהותית לא נכונה או הפרה של תנאי מהותי של הסכם ההלוואה; אם ביצוע התחייבויות כור על פי הסכם ההלוואה יהפוך ללא חוקי. במקרה של אירוע הפרה יהא הבנק רשאי להעמיד את ההלוואה לפירעון מיידי, וכן לממש את השעבוד אלא אם כור פרעה את ההלוואה בתוך 5 ימי עסקים ממועד העמדתה לפירעון מיידי. ככלל (למעט במקרים חריגים) אין תקופת ריפוי לאירועי הפרה. הסכם ההלוואה לא כולל קובננטים של כור או התניות לגבי יחס בטוחה לחוב, למעט איסורים הנוגעים למניות עצמן (כגון - איסור על שעבוד נוסף, העברה של המניות המשועבדות שלא בהתאם להוראות ההסכם וכדו').

1.3 במסגרת דוח זימון של מכתשים אגן לאסיפה כללית של בעליה מניותיה (אשר פורסם ביום 20 בינואר 2011 ועודכן ביום 31 ביולי 2011), ובו פירוט עיקרי עסקת המיזוג, פורסמה חוות הדעת של משרד פרופי יצחק סוארי, שעניינה הוגנות תמורת המיזוג לציבור בעלי המניות של מכתשים אגן והערכת השווי הכלכלי של ההטבה בגין מאפייני ההלוואה. על פי חוות הדעת האמורה ההטבה הגלומה בהלוואת הנון-ריקורס הוערכה בסכום שבין 160-185 מיליון דולר. שווי ההטבה האמורה, בהתאמות חשבונאיות וכלכליות מתחייבות שההערכה לגביהן היא שבמצטבר הן תהיינה לא מהותיות, ישמש גם לצרכי רישום חשבונאי והוא ייקבע סופית בסמוך לאחר מועד השלמת העסקה.

1.4 יצוין בהקשר זה כי בהמשך לתביעה שהוגשה בינואר 2011 ולהחלטת הביניים של בית המשפט המחוזי מחודש מאי 2011, לפיה החברה אינה זכאית לתמורה עודפת בשל ההטבה שבהלוואת הנון-ריקורס אשר החברה אמורה לקבל כחלק מהעסקה, וכי יש לחלק את שוויה של אותה הטבה בין כל בעלי המניות של מכתשים אגן, ביום 20 ביוני 2011, נחתם הסכם פשרה בין הצדדים במסגרתו נקבע, בין השאר, כי בכפוף להתקיימות התנאים כקבוע בהסכם הפשרה, תשלם כור לכל חברי הקבוצה שיחזיקו

במועד השלמת המיזוג מניות רגילות של מכתשים-אגן סכום כולל של 45 מיליון דולר ארה"ב (בהתאמות הקבועות בהסכם). בנוסף, תשלם כור גמול לתובע הייצוגי בסך של 1,350 אלף דולר ארה"ב, בתוספת מע"מ, אלא אם התובע לא יהיה חייב במע"מ, ושכר טרחה לבאי כוחו של התובע הינה בסך של 2,250 אלפי דולר ארה"ב בתוספת מע"מ.

2. הסוגיות החשבונאיות

במסגרת פנייה זו, נבקש להציג בפני סגל הרשות את חלופות הטיפול החשבונאי האפשריות בהלוואת הנון-ריקורס, לרבות ההכרה והמדידה לראשונה וכן המדידה העוקבת אשר החברה רואה לפנייה ואת הטיפול המועדף על ידה. יובהר כי אין בכוונתינו לדון במסגרת פנייה זו במודל הכלכלי שבבסיס המדידה ובחישובים הכלכליים אשר ישמשו לצורך הרישום החשבונאי כאמור.

3. הדיון החשבונאי

בטרם נרחיב בדיון החשבונאי, יש לציין כי הסוגיה העולה מן העסקה הינה סבוכה ומורכבת. ככלל, לא נקבע בתקני החשבונאות הבינלאומיים (להלן-תקני חשבונאות) באילו נסיבות והאם ביטחון שהועמד להחזר הלוואה יטופל כבטוחה ובאילו נסיבות כרכיב אחר הדורש הפרדה של נגזר משובץ. לפיכך ולאור חוסר ההכרעה בתקינה, אנו סבורים כי ניתן לנתח את הלוואת הנון-ריקורס שקיבלה כור במסגרת העסקה תחת שתי האפשרויות, כפי שיפורט להלן.

כמתואר לעיל, CC צפויה לגרום להעמדת הלוואה נון-ריקורס לכור בסך של 960 מיליון דולר (המשקפים 40% משווי מכתשים אגן כפי שנקבע בעסקה – 2.4 מיליארד דולר), אשר תהיה מובטחת רק במניות של מכתשים אגן שיוחזקו על-ידי כור ותהיה ניתנת לפירעון במזומן או באמצעות מניות אלה. לעניין ההלוואה כפי שתואר לעיל, הלוואת הנון-ריקורס ניתנת על מלוא שווי המניות כפי שנגזר משווי מכתשים אגן בעסקה, כך שיחס שווי הבטוחה לחוב במועד הקצאת ההלוואה עומד על 100%.

הטיפול החשבונאי בהלוואות מסוג נון-ריקורס **אינו מוסדר מפורשות**, תוך ייחוד הוראות טיפול ספציפיות, במסגרת תקן חשבונאות בינלאומי 39, **מכשירים פיננסיים: הכרה ומדידה** (להלן: IAS 39), **ובפרקטיקה, למיטב הבנתנו, הלוואות מסוג נון-ריקורס בדרך כלל מטופלות כמכשירי חוב רגילים ללא הפרדת נגזרים משובצים הגלומים בהלוואות מסוג זה.**

על אף האמור לעיל, בהתחשב בכך שהלוואת הנון-ריקורס תתקבל כחלק מעסקת המיזוג ולא במסגרת עסקה נפרדת ולאור המאפיינים הלא שכיחים שלה, בחנו את החלופות האפשריות לטיפול בהלוואה בהתבסס על מאפייני העסקה, תקני חשבונאות וכן הפרקטיקה המקובלת עבור הלוואות נון-ריקורס.

חלופות לטיפול בהלוואת הנון-ריקורס

מניתוח מכלול העובדות והנסיבות, כפי שיפורט בהמשך, נראה כי קיימות שתי חלופות לפיהן ניתן לטפל בהלוואת הנון-ריקורס כדלקמן:

א. החלופה המועדפת על כור: כמכשיר חוב אחד אשר יוכר לראשונה בשווי הוגן ובתקופות עוקבות בעלות מופחתת, לפי שיטת הריבית האפקטיבית.

ב. החלופה הנתפסת על ידי כור כנחותה: כמכשיר מעורב המשלב שני מכשירים פיננסיים, הלוואה בתנאים עסקיים סטנדרטיים, אשר תוכר לראשונה כערך שאריתי ובתקופות עוקבות בעלות מופחתת, ואופציית מכר, אשר תופרד מהחוזה המארח בהתאם לשווייה ההוגן ותימדד בשווי הוגן דרך רווח והפסד בתקופות עוקבות.

א. גישה ראשונה – הלוואת הנון ריקורס תטופל כמכשיר אחד ותימדד לראשונה לפי שווי הוגן

בהתאם לגישה זאת, נדרש להסתכל על העסקה באותו אופן שבו העסקה סוכמה לבסוף בין הצדדים לה, דהיינו כמכשיר חוב אחד.

כפי שיוסבר להלן, לא קיימת התייחסות מפורשת בתקינה הנוכחית להלוואות מסוג נון-ריקורס. משכך, לא ניתן למצוא בתקנים החשבונאיים הבינלאומיים כאמור, בפרשנויות ובדוגמאות ליישום תקנים אלו דרישה להפרדת נגזרים משובצים בהלוואות נון-ריקורס.

ככלל, ניתן לטעון כי כל הלוואה מסוג נון-ריקורס, ללא קשר ליחס בין הבטוחה לחוב, כוללת מכשיר משולב הכולל חוזה מארח אשר הינו הלוואה בתנאים רגילים (הלוואה מסוג ריקורס או הלוואה מסוג נון-ריקורס עם בטוחות מוצקות יותר) ואופציית מכר. עם זאת, בפרקטיקה וכמקובל, לא מפרידים נגזרים משובצים הגלומים בהלוואות מסוג זה.

נגזר משובץ מוגדר בסעיף 10 ל-39 IAS כרכיב של מכשיר מעורב (משולב) שכולל גם חוזה מארח לא-נגזר – כתוצאה מכך חלק מתזרימי המזומנים של המכשיר המשולב משתנים באופן דומה לנגזר העומד בפני עצמו.

סעיף 11 ל-39 IAS דורש ש"נגזר משובץ יופרד מהחוזה המארח ויטופל כנגזר אם ורק אם:

1. המאפיינים והסיכונים הכלכליים של הנגזר המשובץ אינם קשורים באופן הדוק (Closely related) למאפיינים ולסיכויים הכלכליים של החוזה המארח (ראה סעיפים 30 ו-33א לנספח א);

2. מכשיר נפרד עם אותם תנאים כמו הנגזר המשובץ היה מקיים את ההגדרה של הנגזר;

3. המכשיר המעורב (משולב) אינו נמדד בשווי הוגן, כאשר שינויים בשווי הוגן מוכרים ברווח והפסד (כלומר, נגזר שמשוּבץ בנכס פיננסי או בהתחייבות פיננסית בשווי הוגן דרך רווח והפסד, אינו מופרד)."

הרציונל לדרישת ההפרדה של נגזר משובץ הינו להבטיח שכל הסיכונים הגלומים במכשיר פיננסי אחד יטופלו בצורה נאותה ולהביא לתוצאה חשבונאית זהה בין אם העסקה בוצעה בדרך של מכשיר משולב ובין אם העסקה בוצעה בשני מכשירים נפרדים.

כך ניתן לראות במדריך של PWC, Manual Accounting IFRS 2010, להלן:

“5.9 The rationale for the above requirements is to ensure that all the underlying risks in an instrument are properly accounted for, which would not

otherwise be apparent from the accounting. For instance, a debt host contract may contain an embedded derivative that exposes the contract to risks that are non-interest related. **If there were no requirement to separate the non-interest related exposure from the host debt instrument, entities would be able to achieve an accounting result different from the accounting result that it would have achieved if it had issued two separate contracts with the same combined economic effect.** Therefore, separations of the embedded derivative not only ensures that the accounting faithfully represents the contract's underlying nature and its exposure to various risks, but **also achieves consistency in accounting with freestanding derivatives. However, measuring an embedded derivative separately from its host contract requires judgment, and sometimes such measurements may be difficult.** Therefore, practical expedient IAS 39 provides that an embedded derivative need not be separated if it is regarded as closely related to its host contract.”

(ההדגשות אינן במקור)

לאחר שזוהה נגזר משובץ, על החברה לבחון באם המאפיינים והסיכונים הכלכליים של הנגזר המשובץ אינם קשורים באופן הדוק (Closely related) למאפיינים ולסיכויים הכלכליים של החוזה המארח. בדרך כלל, הפרמטר העיקרי בבחינה האם קיים קשר הדוק בין המכשירים הינו הסיכון שלהם.

מתוך המדריך של PWC, Manual Accounting IFRS 2010, להלן:

“Interpretation of “closely related”

- 5.11 **Once an embedded derivative is identified, it is necessary to consider whether its economic characteristics and risks** (that is, the factors that cause the derivative to fluctuate in value) **are closely related to the economic characteristics and risks of the host contract.** IAS does not provide a definition of "closely related". Instead, the application guidance to the standard provides examples of situations where the embedded derivative is, or is not, closely related to the host contract. Those examples have an underlying theme. **They tend to focus attention on the question of whether the underlying economic characteristics and risks of an embedded derivative** (that is, the factors that cause a derivative to fluctuate in value) **behave in a manner similar to the host contract's economic characteristics and risks.**
- 5.12 **In general, a key determinant in the closely related assessment process is likely to be risk. Risk in a derivative is determined by the underlying such as interest rate, foreign exchange, prices etc. and by any leverage in the formula**

for determining settlement. An embedded derivative such as a cap or floor on the interest rate (interest rate risk) that bears a close economic relationship to its host debt contract would be considered closely related. Conversely, when a derivative that is embedded in a debt instrument embodies an equity instrument's economic characteristics (for example, the derivative has a rate of return that is tied to the DAX 30 index), the economic characteristics of the derivative (equity-price risk) and host contract (interest rate risk) are different. In this situation, the embodied derivative would not be considered closely related to the host contract."

(ההדגשות אינן במקור)

IAS 39 אינו קובע מפורשות מהו קשר הדוק (Closely related), אולם במסגרת סעיפי הנחיות היישום (סעיפים 33-27 AG), קיימת רשימה של מקרים בהם נדרש להפריד נגזר משובץ ומקרים בהם לא נדרש להפריד נגזר משובץ וזאת בהתבסס על ניתוח הקשר בין החוזה המארח לבין הנגזר. מאחר שבסעיפים אלו של התקן אין התייחסות להלוואות נון-ריקורס, ניתן לטעון כי לא נדרש להפריד נגזר משובץ במקרה הנדון.

ראו גם התייחסות מתוך המדריך של Deloitte iGAAP, Guide to IFRS Reporting :

"Condition (a) is the most difficult of the three bifurcations criteria to assess because there is no definition of "closely related". Rather than define "closely related", the appendix to IAS 39 provides two illustrative lists one of examples of embedded derivatives that are closely related to their host, and the other of examples of embedded derivatives that are not closely related to their hosts.

When an embedded derivative is not included in one of these two lists, a significant degree of judgment will be required and conclusions may need to be drawn by analogy to the specific examples given. Ultimately, the conclusion reached should be consistent with the underlying principle that an embedded derivative should be separated from its host contract when its economic characteristics and risks differ from those of the host contract."

מן האמור לעיל, עולה כי בבואנו לבחון האם נדרש להפריד נגזר משובץ והאם הנגזר המשובץ קשור באופן הדוק לחוזה המארח, מסקנת הישות צריכה להישאר עקבית עם עיקרון העל של התקן לפיו נגזר משובץ יופרד רק אם המאפיינים והסיכונים הכלכליים של הנגזר המשובץ הינם שונים מאלו של החוזה המארח. בהיות כור חברת החזקות, שעיקר נכסיה הם השקעותיה, יכולת פירעון האשראי של החברה נמדדת, בין היתר, על פי שווי השקעותיה. על כן לא ניתן להפריד בין סיכון האשראי של החברה לבין שווי השקעותיה ולפיכך, ניתן לטעון שלא ניתן להפריד בין הסיכונים הכלכליים של אופציית המכר (שווי מניות מכתשים אגן) לבין סיכון האשראי של כור. חיזוק לטיעון האמור ניתן לראות בהסכם ההלוואה עם בנק הפועלים, אשר העמיד לחברה הלוואה בתנאי Full recourse, שאחת מאמות המידה העיקריות בו הייתה דרישה ליחס מינימאלי בין שווי מניות מכתשים אגן בתוספת השקעות סחירות אחרות לא משועבדות לבין החוב הפיננסי נטו של החברה (לפני תיקונה בשנת 2010). בהינתן שכל ההשקעה בקרדיט סוויס משועבדת היום לטובת בנקים, בתנאים אלו צד ג'

אשר היה מעניק הלוואה היה רואה לנגד עיניו בעיקר את ההשקעה במכתשים אגן שהינה ההשקעה הלא משועבדת המשמעותית ביותר של החברה. מכאן שלא ניתן להפריד בין סיכון האשראי של כור לבין שווי השוק של מניות מכתשים אגן.

יתרה מכך, מוסכמה חשבונאית מקובלת הינה שלא ליישם חשבונאות סינתטית אלא במקום בו הדבר נדרש במפורש. לפיכך, במקרה דנן, מאחר ואין דרישה מפורשת תחת כללי החשבונאות להפריד מההלוואה נגזר משובץ וליצור באופן סינתטי שני מכשירים, כמתואר להלן, אין לבצע הפרדה מלאכותית זו.

טיפול הדורש הפרדה של שני מכשירים נפרדים כמפורט בגישה השנייה להלן, יצריך מהחברה להגדיר שני מכשירים סינטטיים ולטפל בשני המכשירים מכאן ואילך כשני מכשירים שונים ונפרדים. טיפול כזה ידרוש לקבוע בצורה סינטטית מכשיר חוב בעל מאפיינים רגילים ומנגד ליצור מכשיר נגזר כאשר תזרימי המזומנים של שני מכשירים אלו יחד יחקו את תזרים המזומנים של הלוואת הנון-ריקורס. במסגרת קביעת המכשירים הללו, החברה תידרש להגדיר הלוואה בתנאים רגילים מקובלים בצורה רעיונית. הגדרה זו תכלול, בין היתר, קביעה של הבטוחות העומדות כנגד אותה הלוואה, הריבית אשר תחול על ההלוואה האמורה ומועדי תשלום הריבית על ההלוואה. במקביל לקביעת ההלוואה, תיקבע אופציית מכר כאשר התזרים המשולב של האופציה ושל ההלוואה יחד יהיה שווה לתזרים הצפוי של הלוואת הנון-ריקורס. השרירותיות הגלומה בקביעת מכשירים אלו עלולה להשפיע בצורה מהותית על תוצאות החברה בעתיד ונותנת מצג בדוחותיה הכספיים של החברה למכשירים סינתטיים אשר עלולים להטעות את קוראי הדוחות הכספיים של החברה, או למצער להשפיע על מהימנותם של דוחות אלו. לפיכך הרציונל בהפרדת נגזר משובץ אינו מתקיים במקרה דנן.

מדדה לראשונה

סעיף 43 ל-39 IAS קובע כי כאשר התחייבות פיננסית מוכרת לראשונה, ישות תמדוד אותה בשווייה ההוגן. לכן, תחת גישה זו ובהתאם לדרישות המדידה של IAS 39, החברה תכיר בהלוואת הנון-ריקורס בהתאם לשווייה ההוגן, כאשר הפער בין המזומנים שיתקבלו לבין השווי ההוגן של ההלוואה ייזקף כרווח מהעסקה.

בחוות הדעת של משרד פרופי יצחק סוארי כאמור, הוערך השווי הכלכלי של ההטבה בגין מאפייני ההלוואה בסכום שבין 160-185 מיליון דולר (בממוצע 172.5 מיליון דולר) ולפיכך גוזר שווי כלכלי להלוואת הנון-ריקורס של 787.5 מיליון דולר (המשלים לסך תמורת ההלוואה – 960 מיליון דולר). יצוין כי נתונים אלו מבוססים על הערכת שווי שנערכה לטובת אישור העסקה ואינה מעודכנת למועד ההשלמה של העסקה. לצורך הרישום החשבונאי, החברה תקבל הערכת שווי מעודכנת למועד השלמת העסקה, אשר תכלול התאמות חשבונאיות וכלכליות, כל שיידרש, שההערכה לגביהן היא שבמצטבר הן תהיינה לא מהותיות.

מדידה עוקבת

בהתאם ל- IAS 39, ההלוואה תימדד לאחר ההכרה הראשונית בעלות מופחתת בהתאם לשיטת הריבית האפקטיבית. הריבית האפקטיבית בהלוואה תיקבע בהתאם לשווי הלוואת הנון-ריקורס ותשקף את תזרים ההלוואה בהתאם לתנאים החוזיים של ההלוואה.

ב. גישה שנייה – מכשיר מעורב הכולל מכשיר חוב ונגזר משובץ

כאמור בתיאור העובדות הלוואת הנון-ריקורס תהיה מובטחת במניות של מכתשים אגן שיוותרו בידי כור בלבד ותהיה ניתנת לפירעון במזומן או באמצעות מניות אלה, בהתאם לשיקול דעתה הבלעדי של כור. מאחר שפירעון ההלוואה ניתן לביצוע או בדרך של החזר ההלוואה והריביות הצבורות במזומן או באמצעות המניות של מכתשים אגן, הלוואת הנון-ריקורס דומה במהותה לקבלת הלוואה בתנאי שוק רגילים, בתנאי Full-recourse, עם קבלת אופציית מכר למכור את מניות מכתשים אגן במחיר קבוע.

כמו כן, ניתן לטעון כי מאחר שההלוואה מתקבלת כחלק מעסקת המיזוג, מדובר בהלוואה בתנאים שאינם רגילים, משמע אם כור הייתה מבקשת הלוואה מבנק באותו סכום ובתנאים דומים, לרבות יחס בטוחה לחוב של 100%, ספק אם בכלל הייתה ההלוואה מתקבלת. על כן נדרש לטפל במכשיר החוב כהלוואה סטנדרטית בתנאי Full-recourse ובנוסף להפריד את אופציית המכר המשובצת בחוזה ההלוואה כנגזר משובץ.

תימוכין לגישה זו ניתן להסיק מדיון שנערך ב- IASB לעניין תקן דיווח כספי 9 (אשר יחליף את IAS 39). להלן קטע ממסמך שפורסם בספטמבר 2010 של דיוני ה- IASB Staff בנושא "Non-recourse asset" לצורך קביעת הטיפול החשבונאי בהתאם ל- IFRS 9:

“Non-recourse assets

8. There is no ‘special’ guidance in IFRS 9 for non-recourse assets—that is, the general principles set out in IFRS 9 apply. Paragraphs B4.15–B4.17 reinforce that the focus should be on whether the contractual cash flows represent solely payments of principal and interest.

9. **IFRS 9 (paragraph B4.17) notes that the fact that an asset is non-recourse does not in itself preclude the asset from being measured at amortized cost. The fact that an asset is non-recourse should simply raise a red flag to alert the reporting entity that it needs to look closer at the financial instrument to make the judgement whether its contractual cash flows are solely payments of principal and interest. Specifically, the reporting entity would be required to understand the underlying asset(s) and link to the cash flows of the asset being classified to make such a determination.**

10. That guidance was included in IFRS 9 because the Board was concerned about cases where cash flows are described as ‘principal and interest’ but, economically, are not consistent with how those terms are used in IFRS 9.

11. Some constituents have interpreted the guidance in IFRS 9 to mean that many (or most) non-recourse assets would **not** qualify for amortized cost. For example, some have told us that they think non-recourse residential mortgages would rarely (or never) qualify for amortized cost.

12. The rationale underpinning that view seems to be that ultimately the debtor might default on its obligation and the creditor is exposed to credit risk.

13. We understand that the Board believed that many non-recourse assets will satisfy paragraph 4.2(b).

14. By discussing such assets in the application guidance, the Board did not intend to imply that an entity’s analysis of those assets would be any different (or stricter) than its analysis of other assets within the scope of IFRS 9. That is, the Board did not intend that the application of IFRS 9 should be changed as a result of the addition of the clarifying paragraphs referring to non-recourse arrangements. The Board simply sought to reinforce that the words being used to describe payments should not determine classification – rather the economic nature of those payments should satisfy the concept of principal and interest as set out in IFRS 9. For example, if a loan were made on a non-recourse basis to finance a toll road project, the fact that the loan is stated to pay interest and principal is not sufficient to satisfy paragraph 4.2(b) if the amount of interest is calculated to vary in proportion to the number of vehicles using the toll road. That conclusion should be reached even in the absence of paragraphs B4.15-B4.17.

15. We believe that the language used in IFRS 9 supports the preceding paragraph, although we also acknowledge that the drafting could be improved.”

(ההדגשות אינן במקור)

מתוך האמור לעיל, ניתן לראות כי עצם העובדה שהלוואה הועמדה בתנאי נון-ריקורס, בהתייחס ל- IFRS 9 אינה כשלעצמה קובעת את סיווגו של הנכס כנכס אשר יימדד בשווי הוגן דרך רווח והפסד, ויש לבחון האם לתזרים המזומנים החוזי יש מאפיינים של קרן וריבית בלבד. דהיינו, חברות נדרשות לבחון מהי המהות האמיתית של השקעתן במכשיר והאם יש למכשיר מאפיינים של מכשיר חוב. במקרה הנדון, שעניינו בהתחייבות ולא בנכס, הביטחון היחיד לפירעון ההלוואה הוא המניית שיוותרו בידיה של כור ויחס הבטוחה לחוב ביום ההקצאה הוא 100%. יחס בטוחה כאמור אינו יחס בטוחה מקובל בשוק ובעיקר כאשר הבטוחות הן מניות. באנלוגיה למסמך לעיל, הגם שזה עוסק בנכס שעה

שעניינו בהתחייבות, ניתן לטעון כי במהות אין המדובר במכשיר חוב רגיל, ולפיכך יש לראות בכך מכשיר משולב המורכב מחוזה מארח ונגזר משובץ.

הגם שתחת גישה זו אפשר כי מדובר במכשיר חוב ונגזר משובץ עולה השאלה האם נדרש להפריד את הנגזר המשובץ מהחוזה המארח (במקרה הזה להפריד את אופציית המכר מחוזה ההלוואה).

במקרה דנן, הפרמטר המרכזי שמשפיע על שווי אופציית המכר, הינו שווי מניית מכתשים אגן ואילו הפרמטרים המרכזיים שמשפיעים על מכשיר החוב הינם סיכון הריבית וסיכון האשראי של כור. על אף הניתוח שהוצג בגישה הראשונה במסגרת הדיון על הסיכונים הגלומים בשני המכשירים, לפיו לא ניתן להפריד בין סיכון האשראי של כור לבין שווי של מניות מכתשים אגן, יכולים אחרים לטעון כי אין זהות מוחלטת בין המאפיינים והסיכונים של אופציית המכר לבין סיכון האשראי של כור ולפיכך יש להפריד בין החוזה המארח (הלוואה רגילה) לבין הנגזר (אופציית המכר).

תחת הגישה האמורה, על החברה להגדיר שני מכשירים סינטטיים המחקים יחד את תזרים המזומנים החזוי של המכשיר המשולב ולטפל בשני המכשירים לעיל מכאן ואילך כשני מכשירים שונים.

מדידה לראשונה

המדידה של נכסים והתחייבויות פיננסיים בהתאם ל- IAS 39 נעשית במועד ההכרה לראשונה בהתאם לשווים ההוגן.

בהתאם לסעיף 28א להנחיות ליישום תקן חשבונאות בינלאומי 39, נגזר משובץ המבוסס על אופציה מופרד מהחוזה המארח שלו על בסיס התנאים המוצהרים של מאפיין האופציה. הערך הראשוני בספרים של המכשיר המארח הוא הסכום שנותר לאחר הפרדת הנגזר המשובץ.

ולפיכך, בהתאם לגישה השנייה, החברה תכיר ברווח בגין הפער בין השווי ההוגן של הלוואת הנון-ריקורס לבין סכום המזומנים שיתקבלו במועד השלמת העסקה (המשקף את ההטבה הגלומה בהלוואה - 172.5 מיליון דולר, בכפוף לעדכון והתאמות, כמוסבר במדידה לראשונה של ההלוואה בגישה הראשונה) ותכיר באופציית מכר אשר תנאיה ייקבעו בצורה סינטטית והפער בין שווי האופציה האמורה לבין סך שווי הלוואת הנון-ריקורס ייזקף להלוואה הרגילה.

מדידה עוקבת

בהתאם ל- IAS 39, אופציית המכר תימדד בכל תאריך חתך בהתאם לשווייה ההוגן מול רווח והפסד וההלוואה תימדד בעלות מופחתת בהתאם לשיטת הריבית האפקטיבית. הריבית האפקטיבית של ההלוואה תקבע בהתאם לערך שייר שיוקצה להלוואה לאחר המדידה של האופציה בהתאם לתנאי ההלוואה כפי שיקבעו במסגרת בניית שני המכשירים הסינתטיים.

4. סיכום

התקינה החשבונאית הבינלאומית אינה כוללת התייחסות ספציפית לגבי הטיפול החשבונאי בהלוואות נון-ריקורס והפרשנויות לתקינה אף הן אינן מתייחסות למכשירים אלו בצורה ישירה. להבנתנו, בפרקטיקה, לא נהוג טיפול על דרך של נגזר משובץ בהלוואות כאלה. בהיעדר התייחסויות ספציפיות לנושא הנדון, בחינת הטיפול החשבונאי נעשה בדרך של אנלוגיה בלבד ועל פי הניתוח שהוצג לעיל, למיטב הבנתנו, לא ניתן להכריע בצורה חד משמעית האם רק גישה אחת אפשרית ועל כן אנו סבורים כי שתי הגישות לעיל הינן קבילות.

החברה מעדיפה לאמץ את הגישה הראשונה לפיה ההלוואה תטופל כמכשיר חוב אחד אשר יוכר לראשונה בשווי הוגן ובתקופות עוקבות בעלות מופחתת וזאת, בין היתר, מטעמיים פרקטיים שכן בהתאם לגישה השנייה, החברה תידרש למדוד את השווי ההוגן של האופציה בכל תקופת חתך. הערכת שווי כאמור דורשת אמצעים רבים שכן היא מחייבת גם ביצוע הערכת שווי של מניות מכתשים אגן אשר נכון למועד ההערכה יהיו מניות של חברה פרטית. כמו כן, מדידה של נגזר נפרד (אשר הוגדר בצורה סינטטית) בשווי הוגן דרך רווח והפסד עלולה ליצור תנודתיות משמעותית בתוצאות הפעילות של החברה בעתיד ואף לפגום בשימושיות ובמהימנות של הדוחות הכספיים.

נוכיר כי בהתאם לשתי הגישות האמורות, הרווח אותו תכיר החברה במועד השלמת העסקה הינו זהה וההבדלים בין שתי הגישות יקבלו ביטוי רק במדידה העוקבת של ההלוואה.

בהתאם לגישה הראשונה, החברה תכיר בהתחייבות בהתאם לשווייה ההוגן ובהתאם לכך תכיר ברווח, בנוסף לרווח שייוצר ממכירת המניות, בגובה ההטבה הגלומה בהלוואת הנון-ריקורס. לאור הסכם הפשרה שנחתם כמצויין בסעיף 1.4 לעיל לפיו החברה תשלם פיצוי כולל לבעלי המניות האחרים במכתשים אגן בסך של 49 מיליון דולר, סכום הפיצוי שישולם יקוזז מהרווח הכולל שיירשם בהשלמת העסקה.

בכבוד רב

כור תעשיות בע"מ