

## מבוא למימון לאקטוארים

צורות ארגוניות של ישויות עסקיות ומקורות המימון

### צורות ארגוניות של ישויות עסקיות ומקורות המימון

- כפי שצוין בשיעור הקודם, נקודת ההתייחסות המרכזית של מקצוע המימון הנה בעיקר **חברה מסחרית ציבורית**
- ✓ **חברה בע"מ מהווה נקודת מוצא** נוחה המאפשרת גישה שיטתית לנושאים חיוניים במימון ישויות עסקיות אחרות
- ✓ בשיעור הזה נכיר **בצורות ארגוניות נוספות** של ישויות עסקיות ונתייחס ליתרונותיהן וחסרונותיהן היחסיים
- ✓ כמו כן נדון **בהבדלים שבין חברות ציבוריות ופרטיות**
- ללא הקשר לצורתה הארגונית הספציפית של ישות עסקית, הפעלת עסק מחייבת קביעת **מקורות המימון**
- ✓ נדון **בדרכים עיקריות של מימון** לטווח זמן קצר ובינוני (בהמשך נרחיב לטווח ארוך בעיקר בהקשר לחברה בע"מ)

### מבנה השיעור

- בהתאם למטרות שהוגדרו, פרקי השיעור העיקריים הנם:
  1. **צורות ארגוניות של ישויות עסקיות**; הפרק יתייחס ל-
    - ✓ בעלות יחיד - sole proprietorship (sole trader)
    - ✓ שותפות - partnership
    - ✓ **חברה בעירבון מוגבל** (בע"מ) - limited company
    - ✓ שותפות בע"מ - limited liability partnership
  2. הצורות הנסקרות לא ממצות את כל הצורות הקיימות במדינות שונות אך מספקות ידע בסיסי הניתן להרחבה **יתרונות וחסרונות יחסיים של חברות בעירבון מוגבל**
  3. **סוגים עיקריים של מקורות מימון** (זמניים לכל הישויות)
  - ✓ נתייחס למימון לטווח קצר ובינוני (ארוך יסקר בהמשך)

### ישויות עסקיות: בעלות היחיד

- **בעלות היחיד** (sole proprietorship/trader) הנה צורת התארגנות עסקית המהווה עסק שמנוהל ע"י בעלי (בעלי העסק הנו פרט יחיד אשר יכול גם להעסיק עובדים)
- ✓ מאפיין חשוב של בעלות יחיד הוא **עירבון בלתי מוגבל**: כל **רכושו האישי** של בעל העסק, כולל חשבון בנק, בית, נכסיו וכו', עומד לרשות בעלי החוב במקרה של אי פירעון במועד
- לבעל העסק שמוגדר בבעלות היחיד **זכות לעשות כרצונו** בכל הקשור לבעלות (למשל להוריש) ולהכנסות (למשוך) העסק וניהולו השוטף (לשכור/לפטור עובדים עפ"י הסכם)
- ✓ יתרונה היחסי של צורת התארגנות זאת הנו **בקלות של הקמת העסק**: בעיקרון נדרשת רק ההחלטה העצמאית, עם מיעוט דרישות רשמיות (כגון מילוי טופס החזר מס)

### ישויות עסקיות: בעלות היחיד

- מלבד לקלות ההקמה, לבעלות היחיד **יתרונות נוספים**:
  - ✓ **פטור ממס החברות**: המס המוטל על עסק היחיד הנו מס הכנסה אישי בלבד, לכן רווחי העסק ממוסים פעם אחת בלבד (תשלומי הדיבידנד בחברה בע"מ ממוסים פעמיים)
  - ✓ **רגולציה ודרישות מסדירות מינימאליות** (אם בכלל)
- לצד היתרונות, לעסק בבעלות יחיד גם **שורת חסרונות**:
  - ✓ חסרון אחד כבר הוזכר לעיל: **עירבון בעלים בלתי מוגבל**
  - ✓ חסרון לא זניח נוסף: **הקושי בגיוס משאבים** (הלוואות)
  - ✓ לבסוף, שורת חסרונות משניים כגון הקושי בניהול עסק ע"י אדם אחד, חוסר מקצועיות חלקי בלתי נמנע, התלות במצב הבריאותי ואורך חייו (המוגבל) של אדם אחד וכו'.

### ישויות עסקיות: השותפות

- **השותפות** (partnership) הנה צורת התארגנות עסקית המהווה עסק שמנוהל ע"י יותר מאדם אחד (שוב, הבעלים יכולים להעסיק עובדים, אולם יש יותר מבעל חברה אחד)
- ✓ השותפות נוצרת כאשר שניים או יותר שותפים, יתכן אך לא בהכרח בעלי אותו מקצוע, **מחליטים לנהל עסק ביחד**
- ✓ השותפים **לא חייבים ליטול חלק שווה בניהול העסק**; חלקם יכולים רק לספק משאבים מבלי ליטול חלק פעיל
- המאפיין החשוב של שותפות הוא **עירבון בלתי מוגבל של כל השותפים**, בדומה לעירבון בלתי מוגבל של עסק היחיד
- ✓ חשוב לציין **שכל שותף בנפרד נושא במלוא האחריות** כלפי בעלי החוב, עד לסך גובה רכושו האישי; לכן תנאי הכרחי לניהול עסק השותפות הוא **אמון הדדי** בין כל השותפים

### ישויות עסקיות: השותפות

- השותפות היא התארגנות מורכבת יותר מעסק היחיד, ודורשת הגדרת זכויות וחובות של השותפים בהסכם השותפות (המגדיר גם תפקידים, חלוקת רווחים, וכד')
- עם זאת, לשותפות יתרונות דומים לאלו של עסק היחיד:
- ✓ הקמת עסק זולה ופשוטה ורגולציה לא מטרידה במיוחד
- ✓ פטור ממס החברות: כל שותף ישלם מס הכנסה בלבד
- גם חסרונות דומים (לפחות בחלקם) לאלו של עסק היחיד
- ✓ עירבון בלתי מוגבל (הכרוך כאן בצורך באמון הדדי)
- ✓ הקושי בגיוס משאבים (מחוץ למקורות האישיים)
- ✓ הקושי בהעברת בעלות (החלפת שותף באדם אחר עלולה להיות לא פשוטה, לאור חשיבותה של זהות השותפים)

### ישויות עסקיות: החברה בע"מ

- חברה בעירבון מוגבל (בע"מ - ltd - limited company) הנה צורת התארגנות עסקית המהווה עסק שהוא ישות משפטית נפרדת מבעליו (separate legal entity)
- ✓ עפ"י הגדרה, חברה בע"מ מהווה ישות משפטית שיכולה לסחור ברכוש, לחתום על חוזים, ולעמוד לדין על עבירות
- חברות בע"מ בד"כ נוצרות כתוצאה מהנפקה של מניות, כאשר בעלי המניות מוגדרים גם בעלי החברה, עם אחוז הבעלות בהתאם לכמות המניות היחסית בידי אותו הפרט
- ✓ אחוז הבעלות בא לידי ביטוי בין השאר בזכויות ההצבעה במועצת מנהלים (שיעור 1), אשר תפקידה למנות הנהלת החברה, הכוללת מנהלי ביצוע (executive directors)

### ישויות עסקיות: החברה בע"מ

- מועצת מנהלים ומנהלי הביצוע מנהלים את החברה עבור בעליה, עפ"י מדיניות ואסטרטגיה שנקבעות ע"י המועצה
- ✓ לכן, בעלי החברה (בעלי המניות) מעורבים בניהול החברה רק בצורה עקיפה, באמצעות ההצבעה במועצת המנהלים
- ✓ הערה: הנ"ל מתייחס בעיקר לחברות ציבוריות ופחות לחברות פרטיות (ההבדל בין השתיים מוסבר בהמשך)
- שימו לב כי הנהלת החברה מחליטה בין השאר גם לגבי חלוקת הרווחים לבעלי החברה (ניגוד עניינים, שיעור 1)
- ✓ ברגע שהוחלט על חלוקת רווחים (דיבידנד), התשלומים נקבעים אוטומטית בהתאם לכמות המניות בידי הבעלים
- ✓ באפשרות הנהלה להחליט שלא לחלק רווחים או לחלק רק חלקם כדיבידנד ולהשקיע את השאר מחדש בחברה

### ישויות עסקיות: החברה בע"מ

- לחברה בע"מ (המכונה גם corporation) שורת יתרונות וחסרונות המבדילים בינה לבין עסק היחיד והשותפות
- יתרונותיה העיקריים של חברה בע"מ כוללים בין היתר:
- ✓ עירבון מוגבל: אחריותם של הבעלים מוגבלת להשקעתם המלאה במניות החברה (הרכוש האישי מחוץ לתמונה)
- ✓ העברת בעלות פשוטה (מכירת מניות בשוק ההון הפתוח)
- ✓ ניהול מקצועי, חלוקת תפקידים, אורך חיים בלתי מוגבל
- ✓ בנוסף וגם כתוצאה מהנ"ל, קלות יחסית בגיוס משאבים
- חסרונותיה העיקריים של חברה בע"מ כוללים:
- ✓ הקושי והעלות של פתיחת העסק ורגולציה כבדה וקפדנית
- ✓ חובת תשלום מס החברות, הגורמת למיסוי רווחים כפול

### ישויות עסקיות: החברה בע"מ

- הערה לגבי עלותן המלאה של המניות: במידה והמניות נרכשו בתשלום אחד, הבעלים לא יידרשו לשלם דבר בעת פשיטת רגל; אחרת יידרשו להשלים את שאר התשלומים
- בהקשר לפשיטת הרגל במקרה של חוסר יכולת פירעון: לבעלי החברה בע"מ זכות שיורית (residual claim) לנכסי החברה; להלן נקודות נבחרות על פשיטת רגל:
- ✓ במקרה הזה נכסי החברה נמכרים ע"מ להחזיר חובות
- ✓ בעלי החוב (אג"ח ומלווים) מקבלים את חלקם ראשונים
- ✓ בעלי מניות בכורה (נני"ע היברידי) באים אחרי בעלי החוב
- ✓ בעלי מניות רגילות הם אחרונים ומקבלים את מה שנשאר עד לשלב הזה (ככלל, לא נשאר דבר ולא כל החובות כוסו)

### ישויות עסקיות: החברה בע"מ

- הבהרה בדבר טרמינולוגיה של פשיטת הרגל: דיונים רבים בנושא קשיים החמורים אליהם עלולה להיקלע החברה מתייחסים, לעתים ללא הבחנה ברורה, למונחים הבאים:
- ✓ חוסר יכולת פירעון (default או insolvency)
- ✓ פשיטת רגל (bankruptcy)
- חשוב לזכור כי המונחים קשורים אך אינם שקולים:
- ✓ חוסר יכולת פירעון הנו המצב שבו החברה אינה מסוגלת לעמוד בהתחייבויותיה כלפי הנושים (כגון החזר הלואה)
- ✓ פשיטת רגל מהווה תהליך משפטי (שיכול להיות מופעל בעקבות חוסר יכולת הפירעון) שבמסגרתו החברה זוכה להגנה משפטית והתהליך נועד למזער נזקים לכל הצדדים

### ישויות עסקיות: החברה בע"מ

- לאור העירובן המוגבל ובהקשר לפשיטת הרגל וניגודי עניינים אפשריים, ברור מדוע **החברות בע"מ נתונות לרגולציה כבדה** שנועדה להגן על ציבור המשקיעים
- בעת הקמתה חייבת החברה בע"מ להגיש מסמך יסוד – **תזכיר התאגדות** (memorandum of association) המפרט את שמה, מטרותיה, צורת אחריות הבעלים, ועוד
- ✓ החברה בע"מ חייבת להגיש גם **מסמכי משנה** המפרטים כללי ניהול פנימיים, חוקי הצבעה, חלוקת הרווחים, ועוד
- ✓ החברה בע"מ תגיש **דו"חות תקופתיים לביקורת** (audit)
- ✓ נציין כי במקרה של התנהלות לא הולמת של בעלי החברה בע"מ **בית המשפט רשאי לבטל את סעיף העירובן המוגבל**

13

### ישויות עסקיות: נקודות השוואה

- **השוואה בין צורות ארגוניות** שנסקרו קודם, נציין כי:
  - ✓ בד"כ רק לעסקים **קטנים מאוד** יתרון אמיתי בהגדרה כעסק בבעלות היחיד, בעיקר כאשר אין כל יתרון לגודל
  - ✓ בד"כ רק **תנאים מיוחדים** (לא בהכרח נדירים) מצדיקים הגדרת עסק כשותפות, עם כל הבעייתיות של גיוס ההון
- במקרים רבים **החברה בע"מ היא הצורה האופטימאלית**:
  1. **עירבון מוגבל מוריד את הסיכון** ובכך מעלה ערך החברה
  2. **העברת בעלות פשוטה** מגבירה נזילות ומעלה ערך החברה
  3. **זמינות משאבים** מעודדת ניצול יעיל של פוטנציאל צמיחה
- הגורמים הנ"ל תורמים לכך שחברה בע"מ מהווה צורה **נפוצה ופופולארית**; אולם קיימות גם צורות היברידיות

14

### ישויות עסקיות: השותפות בע"מ

- **השותפות בע"מ** (llp - limited liability partnership) הנה צורת התארגנות עסקית המהווה **עסק שמנוהל ע"י פרטים שהם הבעלים, אך מהווה ישות משפטית נפרדת**
- ✓ שותפות בע"מ **דומה לשותפות רגילה** שאינה מנוהלת ע"י עובדים שכירים אלא ע"י הבעלים, ואינה מנפיקה מניות
- ✓ מאידך השותפות בע"מ **דומה לחברה בע"מ** שגם מהווה ישות משפטית נפרדת ואחריות הבעלים בה הנה מוגבלת
- השותפות בע"מ הנה התארגנות עסקית חדשה יחסית, שנועדה לענות על צרכים **מיוחדים של המשקיעים** תוך שילוב המאפיינים של התארגנויות עסקיות מסורתיות
- ✓ יתרון חשוב בשותפות בע"מ הנו **הפטור ממס החברות**

15

### ישויות עסקיות: השותפות בע"מ

- **השותפות בע"מ** מגבילה את אחריות הבעלים ולכן נתונה ל**רגולציה כבדה יותר** מאשר שותפות רגילה, אולם פחות כבדה מזו של החברה בע"מ (מכיוון ואינה מנפיקה מניות)
- ✓ על השותפות בע"מ **אין חובת הגשה של תזכיר התאגדות** ומסמכי משנה; הנהלים יכולים להופיע בהסכם השותפים
- ✓ **במידה ואין הסכם**, תחול ברירת המחדל המוגדרת בחוק
- ✓ בדומה לחברה בע"מ, שותפות בע"מ חייבת ברישום אצל **רשם החברות** וכן בהגשת הסכם החתום ע"י לפחות שני פרטים המוגדרים **חברים (ולא שותפים)** בשותפות בע"מ
- ✓ שותפות בע"מ חייבת בהגשת **דו"חות שנתיים לביקורת**, אך בד"כ רק אם נפח פעילותה הכספית עובר רף מסוים

16

### ישויות עסקיות: השותפות בע"מ לעומת מוגבלת

- למניעת בלבול, חשוב לציין את ההבדל המהותי בין שתי הגדרות דומות לכאורה: **השותפות בע"מ ושותפות מוגבלת**
- ✓ **השותפות בע"מ** (limited liability partnership) הנה כפי שהוסבר התארגנות עם **עירבון מוגבל של כל הבעלים**
- ✓ **השותפות המוגבלת** (limited partnership) הנה צורת שותפות אחרת, שבה **עירבונם של חלק מהבעלים בלבד** הנו מוגבל, ולחלקם (לפחות לאחד) עירבון בלתי מוגבל
- ✓ במקרה של שותפות מוגבלת, עירבונם של חלק מהבעלים מוגבל אך בתמורה הם בד"כ **מוותרים על חלק מהשליטה** בעסק ו/או חותמים על **הסכם המגביל את חלקם ברווח**
- ✓ אנו נדלג על תיאור מפורט של השותפות המוגבלת, אך נציין כי כפי שניתן לראות היא מהווה צורת התארגנות **היברידית נוספת שמשלבת מאפיינים של צורות אחרות**

17

### ישויות עסקיות: יתרונות וחסרונות

- בהקשר לקבלת החלטות עסקיות (ראו שיעור 1): **אחת ההחלטות החשובות בהפעלת העסק היא צורתו הארגונית**
- מטרת ההחלטה במקרה זה היא הגדרת העסק כצורה ארגונית שתאפשר פעילות מתוכננת תוך ניצול יתרונות ומניעת חסרונות מיותרים (תחת חוקי מדינה ספציפית)
- ✓ לדוגמא, צורת התארגנות מיוחדת בארה"ב היא **s-corp**, הדומה לחברה שהיא בע"מ אבל גם **פטורה ממס החברות**, כמו עסק יחיד (צורה דומה בארץ מכונה "חברה שקופה")
- מתוך הצורות הבסיסיות שנסקרו עד כאן, בעלות היחיד היא הצורה הנפוצה ביותר במובן שיש הרבה יותר עסקים **בבעלות יחיד מעסקים שהם חברות בע"מ או שותפויות**
- עם זאת, מבחינת הנפח הכספי של פעילות עסקית, חברות בע"מ **חשובות הרבה מעבר לשותפויות והיחידים גם יחד**

18

### חברה בע"מ: חברות פרטיות וציבוריות

- עד כה התייחסנו לחברה בע"מ תוך הנחה שהיא חברה ציבורית; **סוג אחר של חברות בע"מ – חברה פרטית** (בלועזית ההבדל בין public ל- private company)
- **החברה הציבורית** חייבת להירשם כך אצל רשם החברות ובתזכיר התאגדות; חברה לא יכולה להירשם כציבורית אם **הון המניות המונפק** הראשוני אינו מגיע לרף מסוים
- ✓ ההגדרה אינה קשורה כלל להיותה של החברה בבעלות **ציבורית (ממשלתית) או פרטית**, ורובן בפועל הן פרטיות
- **חברה בע"מ שאינה נרשמה כציבורית מוגדרת כפרטית**
- ✓ חברות פרטיות בד"כ נמצאות בבעלות מספר פרטים קטן
- ✓ לחברה פרטית בע"מ **אין זכות להציע מניות לציבור**; לכן החברה שרוצה להיסחר בשוקים חייבת להיות ציבורית

19

### חברה בע"מ: יתרונות

- ✓ מאכן ואילך בדיון בחברות בע"מ, כל עוד לא ציון אחרת, הכוונה היא **לחברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בשוק**
- כעת נחזור לחברה בע"מ ונפרט אודות יתרונותיה וחסרונותיה היחסיים **לעומת צורות אחרות ובכלל**
- אחד היתרונות העיקריים הוא **הקלות בגיוס המשאבים**, הנובעת בעיקר מעירבונם המוגבל של בעלי החברה בע"מ
- ✓ חברות רבות חשופות **לסיכון של צבירת חובות גדולים**, במיוחד חברות ביטוח, שאולי לא היו קיימות ללא 'בע"מ'
- ✓ חברות תעשייתיות זקוקות לנפחי הון גבוהים מאוד, מה שמחייב **שיתוף מספר גדול של אנשים**; פחות אנשים היו מוכנים לשאת בעירבון לא מוגבל בחברה שלא בשליטתם

20

### חברה בע"מ: חסרונות

- החסרונות של חברה בע"מ תלויים בבעלי עניין ספציפיים:
- 1. בעלי חוב: במקרה של חוסר יכולת פירעון (insolvency) **נכסי החברה בד"כ אינם מכסים את כל החובות**, ועירבון מוגבל שולל את האפשרות לגבות את החובות במלואם
- 2. בעלי החברה: הבעיה העיקרית היא **בעיית הסוכן** (שיעור 1); החברה נתונה לשליטת הנציגים בעלי עניינים משלהם
- 3. החברה כישות נפרדת: בעלי החברה הם משקיעים 'זרים' שאינם **משתתפים בניהול החברה** הפעיל ולעתים קרובות שואפים להפקת רווחים קצרי טווח תוך מסחר במניות
- ✦ לסיכום, צורת העסק של חברה בע"מ מאפשרת **ניצול יתרונות לגודל** תוך צמצום סיכונים, אך איננה נטולת חסרונות, והחלטת ההגדרה העסקית חייבת להתייחס **ליתרונות וחסרונות במקביל ובצורה אחראית ושקולה**

21

### צורות התאגדות בארץ

- הסוגים הנפוצים ביותר של התאגדות עסקית בארץ הנם:
- 1. **עסק היחיד** (עצמאי), כמוסבר לעיל; יכול להיות מוגדר כ**עוסק מורשה** (מחזור הכנסות גדול יחסית, העסק גובה מע"מ) או **עוסק פטור** (מחזור הכנסות נמוך, ללא מע"מ)
- 2. **שותפות**, כמוסבר לעיל; שניים או יותר שותפים (תיתכן מגבלת תקרה) שאין הפרדה משפטית בינם לבין העסק
- 3. **חברה בע"מ**, כמוסבר לעיל; החברה מהווה ישות משפטית נפרדת מבעליה, ולכן תביעה משפטית כנגד החברה בד"כ **אינה יכולה להיות מופנית כלפי בעליה**
- ✓ הסייג לנקודה האחרונה מהווים המקרים של התנהלות בעלים פסולה **בניגוד לחוק**; במקרים אלו בימ"ש מסיר את ההפרדה בין חברה לבעליה באמצעות **"הרמת מסך"**

22

### מקורות מימון: טווח בינוני

- כל צורת התארגנות עסקית זקוקה **למימון הפעילות השוטפת**; להלן נדון בנושא מקורות המימון לטווח קצר (לרוב פחות משנה) ולטווח בינוני (בד"כ בין שנה ל-5 שנים)
- ✓ נושא המימון לטווח ארוך (מעל 5 שנים) כרוך בנייתוח של **כלים פיננסיים** (מניות ואג"ח) בהם נעסוק בהמשך הקורס
- למימון לטווח הבינוני (שהוא בין שנה ל-5 שנים) קיימות שיטות שונות שמתוכן נדון **בדרכים הנפוצות הבאות**:
- ✓ שכר-מכר (hire-purchase)
- ✓ אשראי (credit)
- ✓ חכירה (leasing)
- ✓ הלוואה בנקאית (bank loan)

23

### מקורות מימון: טווח בינוני – שכר-מכר ואשראי

- **שכר-מכר** הנו הסכם שבמסגרתו הרכוש **נשכר** לתקופת זמן מוגדרת (במהלכה משולמים דמי שכירות) שבתומה **הרכוש נמכר לשוכר** (הבעלות מועברת עם תשלום אחרון)
- ✓ בד"כ תשלום דמי שכירות אחרון מהווה תשלום הרכישה
- ✓ **המשכיר יכול לדרוש החזרת רכוש במקרה של אי תשלום**
- ✓ שכר-מכר הנו שיטת מימון נוחה במקרים שבהם רכישת ציוד ישירה (רגילה) כרוכה ב**הוצאות מיידיות גבוהות**
- **הסכם אשראי** מאפשר רכישת ציוד שבמסגרתה הבעלות עוברת לקונה **באופן מיידי** והתמורה מחולקת לתשלומים קצובים המועברים למוכר לאורך תקופת זמן מוגדרת
- ✓ הבעלות עוברת לקונה בעת כריתת ההסכם, לכן המוכר **אינו יכול לדרוש החזרת הרכוש במקרה של אי תשלום**

24

### מקורות מימון: טווח בינוני - חכירה

- **חכירה** (החכר) מהווה הסכם שבמסגרתו החוכר מקבל **רשות להשתמש ברכוש** למטרותיו, בתמורה לתשלומים קצובים מוגדרים מראש, **והבעלות אינה מחליפה ידיים**
- ✓ לעתים הסכם החכירה כולל **אופציית העברת הבעלות** בסוף, שהופכת אותו לדומה (אך לא שקול) לשכר-מכר
- ✓ לעומת שכר-מכר, הקנייה היא רק **אופציה**; כמו כן מחיר המימוש של האופציה בד"כ יסקף ערכו השיורי של הנכס
- ❖ קיימים שני סוגים של הסכמי חכירה: **תפעולי ומימוני**
- ✓ בהסכם התפעולי **משך החכירה נמוך** משמעותית מאורך המשווער של חיי הנכס ורוב ערך הנכס נשאר בידי בעליו
- ✓ בהסכם המימוני **משך החכירה דומה לאורך** המשווער של **חיי הנכס**, ולכן החוכר למעשה קונה את הנכס בתשלומים

25

### מקורות מימון: טווח בינוני - הלוואה בנקאית

- **הלוואה בנקאית** מהווה הסכם שבמסגרתו סכום מוגדר (גובה ההלוואה) מועבר מהבנק אל הלווה, אשר מתחייב לתשלומי קרן/ריבית קצובים עפ"י תנאים מוגדרים מראש
- ✓ בד"כ **כל נכסי הלווה משמשים כעירבון להלוואה**, אם כי לא תמיד הבנק דורש עירבון הולם (משבר אשראי 2007)
- ✓ יתכנו הסדרי תשלומים שונים כתלות בתנאים שונים, אך **לרוב תשלומי ריבית הם משתנים** כדי לצמצם סיכון הבנק
- ❖ קיימים סוגים של **הלוואות בנקאיות ייחודיות**, לדוגמא:
  - ✓ **שירותי מילווה** (loan facilities) מאפשרים משיכת הלוואה הדרגתית לפי הצורך (סוג של אוברדרפט)
  - ✓ **הלוואות סינדיקט** (syndicated loan) היא הלוואה משולבת ממספר בנקים שונים (של סכום גבוה במיוחד)

26

### מקורות מימון: טווח קצר

- ✓ **מימון לטווח קצר** (עד שנה אחת) נועד לענות על צרכי העסק הקשורים לפעילותו השוטפת; להלן נסקור:
  1. משיכת יתר בנקאית (bank overdraft)
  2. אשראי מסחרי (trade credit)
  3. נְכִיסָה (factoring)
  4. שטר חליפין (bill of exchange)
  5. נייר ערך מסחרי (commercial paper)
- שימו לב: רוב מקורות המימון לטווח בינוני שנסקרו לעיל וסוגים 1 - 3 של מקורות לטווח קצר לעיל, **אינם נסחרים** בשוק ההון; **שטרי חליפין ונייע מסחרי הם נייע סחירים**
- ✓ הערה: **הלוואות** בנקאיות (דוגמת משכנתאות) לעתים נסחרות בשוקי ההון (גם כאן ראו משבר אשראי 2007)

27

### מקורות מימון: טווח קצר - אוברדרפט ואשראי מסחרי

- **משיכת יתר בנקאית** (אוברדרפט) מהווה אפשרות של משיכת כספים מח-ן שוטף עד ליתרה (שלילית) מוגדרת בשונה מהלוואות, **הריבית משולמת רק על החלק השלילי** ואין תשלומי קרן מפורשים (כגון סגירת מינוס הדרגתית)
- ✓ **הריבית היא בד"כ משתנה** (ע"מ לצמצם את סיכוני הבנק) וגבוהה מזאת בהלוואות בנקאיות בעלות היקפים דומים
- **אשראי מסחרי** מהווה הסכם בין חברה לספק שבמסגרתו התשלום עבור השירותים או הסחורות נדחה בזמן מוגדר
- ✓ לרוב **הדחייה בתשלום אינה גוררת חיוב ריבית**, ולעתים אף היותור על הדחייה מזכה הקונה בהנחה (הנחת מזומן)
- ✓ מבחינתו של עסק, **אשראי מסחרי מהווה דרך מימון חינם** שכדאי לנצל עד תום, כל עוד זה לא פוגע ביחסים עם ספק

28

### מקורות מימון: טווח קצר - נכיסה

- **נְכִיסָה** (factoring) מהווה דרך מימון טווח קצר **חילופית לאשראי מסחרי** (שיכול לגרום לבעיות אצל ספק השירות)
- נכיסה היא **העברת הזכות לגביית התשלומים הנדחים לגורם שלישי** (נוכס - factor), בתמורה לתשלום מיידי של חלק משווי החובות, כביטוי לריבית, עמלה וסיכון
- ✓ **בנכיסה ללא זכות חזרה** (non-recourse factoring), הנוכס נוטל אחריות לגביית חובות מלקוחותיו של הספק (לחץ מצד הנוכס עלול לפגוע ביחסים בין ספק ללקוחותיו)
- ✓ **בנכיסה עם זכות חזרה** (recourse factoring), הספק גובה את החובות מלקוחותיו ומעביר תקבולים לנוכס (במקרה זה אין כל מגע בין נוכס ללקוחותיו של הספק, אך הנוכס יגבה מהספק ריבית בשל חוסר שליטה בגבייה)

### מקורות מימון: טווח קצר - נכיסה

- **נכיסה ללא זכות חזרה** מאפשרת קבלת כספים מוקדמת, מספקת מגן כנגד חובות מסופקים, וחוסכת זמן ומאמץ
- ✓ החברה מקבלת **חשבונית** (invoice) מהספק, אשר שולח העתק החשבונית לנוכס, והנוכס משלם (חלק מהסכום) מיידי וכן נוטל אחריות לגביית החוב בהתאם לחשבונית
- **נכיסה עם זכות חזרה** מאפשרת קבלת כספים מוקדמת **בלבד**, בעוד האחריות לגביית החובות נשארת על הספק
- ✓ גם כאן הספק שולח חשבונית לחברה והעתק לנוכס, שמשלם (חלק מהסכום) מיידי; **אולם הספק חייב לגבות גם את החוב** בהתאם לחשבונית ולהעביר התקבול לנוכס
- **בנכיסה עם זכות חזרה**, סיכון האשראי נותר בצד הספק

30

### מקורות מימון: טווח קצר – שטרי חליפין

- שטר חליפין (bill of exchange) מהווה דרך מימון של טווח קצר, הדומה לאשראי אך שונה בהיבט טכני חשוב: במקרה האשראי, הספק ממציא לחברה חשבונית תשלום במקום זאת, הספק יכול לקבל מהחברה שטר חליפין המהווה התחייבות לתשלום החוב, החתומה ע"י החברה
- ✓ בשונה מחשבונית פשוטה, הספק יכול למכור את שטר החליפין החתום, ולכן שטר חליפין מהווה ני"ע סחיר (שימו לב לדמיון ולהבדל בין שטר חליפין לנכיסה)
- שטרי חליפין בד"כ מגובים ע"י בנק השקעות שמתחייב לכבד אותם אם החברה המנפיקה אינה מסוגלת לשלם
- ✓ על החברה לפנות לבנק השקעות מבעוד מועד ולהציג הוכחות לאמינותה ואיתנותה כדי להפיק שטרי חליפין

31

### מקורות מימון: טווח קצר – שטרי חליפין

- שטר חליפין ידוע גם כנייר נושא שני שמות (two-name paper), משום שנושא שם החברה ושם הבנק להשקעות לעתים, לבנקים אחדים זכות מתן גיבוי לשטרי חליפין "כשירים" (eligible) שניתנים למכירה לבנק המרכזי
- ✓ שטרי חליפין כשירים נחשבים לני"ע בטוחים ולכן מחירים יהיה קרוב למחיר אג"ח ממשלתית (ני"ע "חסר סיכון")
- ✓ שטרי חליפין שאינם כשירים יהיו בטוחים פחות ולכן מחירים יהיה נמוך יותר (כפיצוי בעבור הסיכון שבהם)
- כאמור, באופן כללי שטרי חליפין מהווים ני"ע סחיר שניתן למכירה לגורם שלישי כדרך מימון לטווח קצר
- ✓ ספק של שירותים או סחורות שקיבל בתמורה לשירותיו שטר חליפין, יכול למכור אותו ולא לחכות ליום הפירעון

32

### מקורות מימון: טווח קצר – ני"ע מסחריים

- נייר ערך מסחרי (commercial paper) מהווה סוג של לקיחת הלוואה לטווח קצר, המקובלת בחברות גדולות מבחינתה של החברה זהו תחליף לאובדרפט והלוואות
- ✓ ני"ע מסחרי מהווה התחייבות של החברה לשלם למציג המסמך סכום מוגדר מראש, לאחר תאריך מוגדר מראש
- ני"ע מסחרי מהווה למעשה סוג של איגרת חוב (כלי פיננסי שנלמד בהרחבה בהמשך): זהו מסמך שנמכר במחיר שמתחת ל- "ערכו הנקוב" (הסכום הרשום בו)
- ✓ קונה ני"ע מסחרי למעשה מלווה את המחיר המשולם
- ✓ ני"ע מסחרי מסוכן יותר מאג"ח ממשלתית ולכן מחירו נמוך ממחיר אג"ח ממשלתית דומה (והתשואה גבוהה יותר; ההפרש תלוי בסיכון ולכן בדרוג אשראי המנפיק)

33

### מקורות מימון: טווח קצר – ני"ע מסחריים

- נייר ערך מסחרי הנו ני"ע שנשחר בשוקי ההון הפתוחים שוק פעיל לני"ע מסחריים קיים במדינות רבות באירופה ובארה"ב (אם כי בד"כ לא בבורסות אלא מעבר לדלפק)
- ✓ לעומת שטרי החליפין, ני"ע מסחרי נושא שם אחד בלבד (single-name paper), והוא זה של החברה המנפיקה
- הנפקת ני"ע מסחריים כרוכה בעמידה בשורת דרישות מסדירות שנועדו להגן על המשקיעים: לדוגמא, החברה המנפיקה בד"כ חייבת להיות ציבורית עם מניות בבורסה
- ✓ ערך נקוב מינימאלי נקבע עפ"י דרישות הרשות לני"ע
- ✓ זמן לפדיון של ני"ע מסחריים בד"כ מגיע עד ל- 270 ימים (בארה"ב זהו הזמן המרבי שאינו מחייב רישום ב- SEC)

34

### סיכום

- לסיכום, בחלקו הראשון של השיעור סקרנו צורות עסקיות שונות; לא כל הצורות הארגוניות נסקרו כאן, אך חשוב: לדעת לזהות צורות ספציפיות עפ"י מאפיינים עיקריים
- ✓ לדעת לנתח יתרונות וחסרונות יחסיים של צורות שונות
- ✓ לדעת לנצל ידע של צורות ספציפיות לניתוח צורות אחרות, ייחודיות או פחות מוכרות (כגון הקיימות במדינות שונות)
- בחלקו השני של השיעור סקרנו מקורות עיקריים של מימון חברות לטווח קצר ובינוני; בהקשר הזה חשוב:
- ✓ לדעת לזהות מקורות ספציפיים עפ"י מאפיינים עיקריים
- ✓ לדעת לנתח יתרונות וחסרונות יחסיים של מקורות שונים
- ✓ לדעת לנצל ידע של מקורות עיקריים לניתוח של מקורות מימון חלופיים, כולל אלו הייחודיים למדינות ספציפיות

35

### בהמשך

- רצף הנושאים – עד כאן:
- ✓ סקרנו עקרונות מימון בסיסיים ויעדיה של חברה ציבורית
- ✓ סקרנו צורות נפוצות של ישויות עסקיות ומקורות מימון בשיעורים הקרובים:
- ✓ נתמקד בניתוח של חברה ציבורית, ללא הגבלת הכלליות
- ✓ נציג כלים פיננסיים עיקריים (מניות ואג"ח) המהווים גם מקורות המימון לטווח ארוך, וכן כלים פיננסיים נוספים
- ✓ בכך נסלול דרך להבנת אחד הנושאים הבסיסיים ביותר במימון – מימון חברה באמצעות הון זר לעומת הון עצמי
- ✓ מנושא זה נעבור לנושאים המעשיים הבעייתיים ביותר – נושא המינוף (מבנה ההון) ומחיר ההון המשוקלל, ומכאן לנושא של הערכת הפרויקטים וקבלת החלטות השקעה

36

## תכנית הקורס

✓ מבוא וסקירה רחבה של יסודות המימון

➤ **ישויות עסקיות שונות ומקורות המימון**

✓ כלים פיננסיים עיקריים (בסיסיים ונגזרים)

✓ הנפקת ני"ע למסחר ציבורי בבורסה

✓ ניתוח דו"חות ויחסים פיננסיים

✓ מחיר ההון המשוקלל של חברה

✓ מבנה ההון של חברה ומדיניות הדיבידנד

✓ הערכת פרויקטים וקבלת החלטות השקעה

❖ כל הנושאים קשורים קשר הדוק, כפי שהוסבר בשיעור 1;

**הבנת השיעורים הבאים מותנית בשליטה בחומר הקודם**