

הערכות שווי של חברות הזנק ואחרות ממצאים מתוך סקירות סגל רשות ניירות ערך

חוזר חשבונאות ושוק ההון

27 בספטמבר 2016

בחודש אוגוסט 2016 פרסם סגל רשות ניירות ערך ממצאים מתוך סקירות שערך בנושא הערכות שווי של חברות הזנק (Startup). אף כי דוח הממצאים מתייחס לסקירת הערכות שווי של חברות הזנק, הממצאים ועמדת סגל הרשות רלוונטיים לכל סוגי התאגידים. דוח הממצאים כולל התייחסות לשלושה נושאים, כדלהלן: ממצאים הנוגעים למתודולוגיית הערכות השווי; ממצאים הנוגעים להנחות שבבסיס הערכות השווי; וממצאים הנוגעים לנאותות הגילוי לגבי השווי שנקבע.

בהתאם לתקינה הבינלאומית (IFRS) וחובות דיווח המוטלות על תאגידים מדווחים, תאגידים נדרשים לבצע הערכת שווי (לרבות חוות דעת כלכליות אחרות) של נכסים, התחייבויות ועסקים. הערכת שווי מטבע הדברים כרוכה באומדנים משמעותיים, לרבות אמידת התוצאות הצפויות של הפעילות או הנכס, שיעור ההיוון המתאים, שיעורי רווחיות, סטיות תקן וכדומה. אומדנים אלה ואחרים כרוכים באי וודאות מוגברת בחברות הזנק, לאור אופי ומהות פעילותן. חברות הזנק מאופיינות בוותק פעילות נמוך, בהיעדר מכירות או במכירות בהיקף מצומצם ביחס לתכנון העתידי, בהפסדים תפעוליים שוטפים וכן בצורך מתמשך בגיוס מקורות כספיים למימון פעילותן השוטפת.

ביום 16 באוגוסט 2016 פרסם סגל רשות ניירות ערך (להלן: "סגל הרשות" או "הסגל") ממצאים מתוך סקירות שערך בנוגע להערכות שווי של חברות הזנק (להלן: "דוח הממצאים"). דוח הממצאים כולל התייחסות לשלושה נושאים עיקריים, כדלהלן: ממצאים הנוגעים למתודולוגיית הערכת השווי; ממצאים הנוגעים להנחות שבבסיס הערכת השווי; ממצאים הנוגעים לנאותות הגילוי לגבי השווי שנקבע.

להלן עיקרי דוח הממצאים:

1. ממצאים הנוגעים למתודולוגיית הערכת השווי

א. קביעת שווי על סמך מזכר הבנות

מזכר הבנות (Term sheet), המכונה גם הסכם עקרונות, הוא מסמך אשר מסדיר, לרוב באופן ראשוני בלבד, את הזכויות והחובות של הצדדים המתקשרים ובמידה מסויימת את התנאים לביצוע העסקה. באופן כללי, עמדת הסגל היא, כי מידת ההסתמכות של תאגיד על מזכר הבנות צריכה להיקבע בשים לב לנסיבות הספציפיות ולאחר הפעלת שיקול דעת. כך לדוגמה, יש לשים לב לזמן שעבר ממועד חתימת המזכר, לתנאים מתלים מהותיים במזכר ההבנות, לרכיבים נוספים הגלומים במזכר ההבנות וכדומה.

בהתאם לסגל הרשות, על פי רוב, לא ניתן לבסס על סמך מזכר הבנות בלבד שווי ההוגן ויש צורך בשימוש בטכניקה מקובלת נוספת להערכת השווי ההוגן. גורמים אשר יש לקחת בחשבון בעת בחינת מידת ההסתמכות על מסמך ההבנות כוללים, בין היתר:

- מידת המחויבות של הצדדים לחתימה על הסכם מחייב ולביצועו הסופי של ההסכם (בתנאים המקוריים של מזכר ההבנות), לוחות הזמנים שנותרו עד לחתימה על הסכם סופי, היקף הבדיקות שבוצעו, וכדומה;
- ניסיונות קודמים אם היו בקשר עם הסכם דומה אשר לא הבשילו, משך הזמן שבו מתנהל המו"מ, וחלוף הזמן מאז נחתם מזכר ההבנות;
- שינויים בנכס או בשוק בתקופה שמאז חתימת מזכר ההבנות;
- אפשרות חילוץ שווי מהימן לרכיב, כאשר מזכר ההבנות מתייחס לרכיבים נוספים.
- המידה שבה ניתן להעריך את שווי הנכס באופן מהימן בדרך אחרת.

ב. התבססות על סבבי השקעה שבוצעו בפועל

IFRS 13 קובע כי מדידת שווי הוגן תבוצע תוך שימוש בטכניקות הערכה מתאימות בהתאם לנסיבות, אשר לגביהן קיימים נתונים מספקים לשם מדידת שווי הוגן, תוך מקסום השימוש בנתונים נצפים ומזעור, ככל שניתן, של שימוש בנתונים שאינם נצפים. בהתאם לאמור, שימוש במחיר מצוטט בשוק פעיל או בעסקה מהותית בנכס מהווה את הראיה הטובה ביותר לשווי הוגן.

יחד עם זאת, טרם הסתמכות על סבב השקעה יש לבחון, בין היתר:

- האם סבב השקעה בוצע פרו-ראטה וכל המשקיעים השתתפו בו, ומכאן, שישנה אדישות באשר לשווי שנקבע ויש צורך להשתמש בטכניקה נוספת;

- מהו פרק הזמן שחלף מאז סבב ההשקעה האחרון ;
- אירועים מהותיים שהתרחשו בתאגיד או בסביבתו העסקית מאז סיבוב ההשקעה ;
- האם תנאי סבב ההשקעה אפשרו חשיפה מספקת של חברת ההזנק למשקיעים פוטנציאליים, האם התקיימו קשיים פיננסיים משמעותיים ומה פרק הזמן שחלף במהלכו חיפשה החברה משקיעים ;
- מה היקף סבב ההשקעה (במידה והיקף ההשקעה זניח ייתכן שלא ניתן להתבסס עליה לצורך אמידת שווי הוגן).
- האם קיימים סבבי השקעה עדכניים יותר.

ג. קיומו של "שוק פעיל" (Active market)

IFRS 13 קובע למעשה מידרג לאמידת שווי הוגן כאשר מחיר מצוטט בשוק פעיל הינו בראש המידרג. IFRS 13 אינו מאפשר לסטות ממחיר מצוטט בשוק פעיל, בכפוף ליחידת המדידה.¹ סטייה ממחיר מצוטט תתבצע רק בנסיבות המאפשרות (כגון, חסימה על המניות) או במידה והמסחר במניה לא עולה לכדי "שוק פעיל". בהתאם לתקן 13, שוק פעיל הינו "שוק שבו עסקאות של הנכס או של ההתחייבות מתרחשות בתדירות מספיקה ובנפח מספיק כדי לספק מידע לגבי תמחור על בסיס מתמשך". להלן מספר דוגמאות מדוח הממצאים לבחינת שוק פעיל:

- במקרה מסוים תאגיד סטה ממחיר שוק מצוטט (מחיר בורסה) במדידת שווי תשלום מבוסס מניות ורכיבים נוספים. במקרה האמור, התאגיד יצא מרשימת השימור לפני המועדים הרלוונטיים למדידה ומחזור המסחר הכולל בשנה שנסתיימה במועד ההענקה הסתכם לסך של עשרות מיליוני שקלים. במקרה זה, לא התקבלה עמדת התאגיד לפיה לא מתקיים "שוק פעיל".
- במקרה אחר, תאגיד לא הסתמך על מחיר מצוטט עקב היקפי מסחר זניחים שהסתכמו לסך של עשרות אלפי שקלים בכל השנה שקדמה למדידה, ועל עשרות עד מאות שקלים ביום. כמו כן, היו פערים ניכרים בין ה-Bid ל-Ask. במקרה זה, סגל הרשות לא מצא לנכון להתערב בהחלטת החברה לפיה המסחר במניה אינו מהווה "שוק פעיל".

¹ לעניין זה ראה גם עמדת סגל הרשות בנושא יחידת המדידה של השקעה נסחרות בחברות בהן קיימת שליטה, השפעה מהותית או שליטה משותפת, במסגרת תשובת סגל הרשות (המעודכנת) מיום 23 במארס 2016, כחלק מתשובה לבקשה להנחיה מקדמית בעניין השלכות חוק הריכוזיות.

ד. טכניקת DCF - שיעור היוון בעת שימוש בעצי החלטה

הערכת שווי פעילות בהתאם לשיטת היוון תזרימי מזומנים (DCF) על פי רוב מביאה בחשבון את תזרימי המזומנים התוחלתיים הצפויים כשהם מהווים בשיעור היוון המתאים לסיכון של הפעילות. לעיתים תזרימי המזומנים התוחלתיים נאמדים על בסיס תרחיש יחיד (best estimate) ולעיתים תוך שקלול של מספר תרחישים על בסיס הסתברויות לקיומם של אירועים שונים בעתיד (כגון, הסתברות להצלחה או לכישלון של ניסוי מסוים, הסתברות לקבלת אישור רגולטרי וכדומה).

בנקודה זו מדגיש סגל הרשות, כי על אף שבשיטה זו (שיטת התרחישים) נלקחת אי ודאות עתידית בחשבון באמצעות מתן ההסתברות להתרחשותו של כל תרחיש, השימוש בתזרים מזומנים מהוון המתבסס על שקלול של תרחישים אינו מאפשר, בדרך כלל, שימוש בשיעור היוון חסר סיכון, שכן עדיין התזרים התוחלתי אינו מהווה בדרך כלל תזרים ודאי וחסר סיכון. כך לדוגמה, אי וודאות ביחס להסתברות של כל תרחיש, אי וודאות ביחס לתזרים המזומנים הצפוי בכל תרחיש ועוד. בהתאם, שימוש בשיעור היוון חסר סיכון אפשרי רק כאשר ההסתברויות ששימשו לחישוב התזרים מפצות על עובדת היותו בלתי ודאי, ומהוות הסתברויות "ניטרליות לסיכון". לדעתנו, נדירים המקרים בהם ניתן לאמוד באופן מהימן תזרים מזומנים ניטרלי לסיכון של פעילות עסקית.

ה. שימוש בטכניקת עלות השחלוף

בהתאם לגישת "עלות השחלוף" או "העלות האלטרנטיבית" שווי הוגן נמדד לפי היקף התשומות הנדרשות על מנת לפתח (או להקים) מוצר דומה.

לעמדת סגל הרשות, פרט לנסיבות מיוחדות וחריגות, השימוש בטכניקת "עלות השחלוף" בתחום חברות ההזנק אינו נאות. שכן, שוויין של חברות הזנק נגזר על פי רוב משקלול תרחישים (אופטימי ופסימי). לפיכך, לשיטת השחלוף קשר נמוך עם השווי ההוגן של החברה.

יצויין כי סעיף 9ב לתקן 13 (IFRS) קובע כי "...במקרים רבים שיטת עלות השחלוף השוטפת משמשת כדי למדוד את השווי ההוגן של נכסים מוחשיים שמשמשים בשילוב עם נכסים אחרים או עם נכסים אחרים והתחייבויות אחרות..."

2. ממצאים הנוגעים להנחות שבבסיס הערכת השווי

א. היעדר ביסוס מספק לתחזיות

הערכות שווי מתבססות על הנחות ואומדנים אשר עומדים בבסיס ההערכה. באופן כללי, סגל הרשות שם דגש רב על בחינת נאותות הביסוס של ההנחות המרכזיות בהערכת השווי. בהערכות שווי של חברות הזנק, חשיבות ביסוס ההנחות המרכזיות ששימשו להערכה מקבלת משנה תוקף, לאור אי הוודאות המשמעותית הכרוכה בהן. לדוגמה, הנחות בקשר עם סיכויי ההצלחה בפיתוח, אומדן גודל השוק הפוטנציאלי, נתח השוק, שיעור הצמיחה או החדירה, מחירי המכירה, שיעורי הרווחיות וכיו"ב. ביסוס להנחות יכול להיעשות בין היתר באמצעות מחקרי שוק, ביצוע השוואות, ביצוע בדיקות סבירות נוספות, מציאת דוגמאות או אנלוגיות וכיו"ב.

לעמדת הסגל, ככל שהערכת השווי מניחה שינוי משמעותי יותר בעתיד ביחס לביצועים בהווה או שינויים חדים בין השנים הכלולות בתחזית, בדרך כלל יידרש ביסוס משמעותי יותר של ההנחות השונות. כמו כן, ביסוס משמעותי נדרש בדרך כלל גם כאשר קיימת היסטוריה של אי עמידה בתחזיות קודמות.

ב. הסתמכות על תחזיות ההנהלה

בהערכות שווי, לעיתים, מעריך השווי מסתמך על הנחות ותחזיות שחלקן מתקבלות מהנהלת התאגיד וחלקן נחזה או בוצע על ידי מעריך השווי. כך לדוגמא, במקרים מסוימים, תפקידו של מעריך השווי נוגע בעיקר לאמידת שיעור ההיוון הראוי, לבחירת מודל הערכת שווי ולביצוע התחשיב בפועל, בעוד שבמרבית ההנחות המתייחסות לתזרים התפעולי החוזי, כגון עלויות הפיתוח ומשך הזמן הנותר עד להשלמתו, סיכויי ההצלחה וגודל השוק הרלוונטי, מתקבלות מהנהלת התאגיד.

בהקשר זה מדגיש סגל הרשות, כי בהתאם לסעיף 4 לתוספת השלישית לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים, הערכת שווי שמצורפת לדוחות התקופתיים תכלול פרטים הנוגעים לשיטת עריכתה, לרבות, עובדות הנחות ותחזיות שעליהם הסתמך מעריך השווי. תקנת משנה 8(בד) לתקנות דוחות תקופתיים קובעת כי הערכת שווי שצורפה לדוחות התקופתיים תכלול את כל העניינים שפורטו בתוספת השלישית וכן כל פרט מהותי אחר החשוב למשקיע הסביר, ובמידה ולא ניתן הגילוי הנדרש האמור, על התאגיד להשלים פרטים אלו בדוח התקופתי.

כפועל יוצא מן ההוראות האמורות, כל ההנחות המהותיות שבבסיס הערכת השווי צריכות להיות מפורטות ומבוססות, בין אם על ידי מעריך השווי ובין אם על ידי התאגיד.

בנוסף, בהתאם לסעיף 4(ד) לתוספת השלישית, בקשר עם הנחות ותחזיות שהתקבלו מהנהלת התאגיד, על מעריך השווי לציין בהערכת השווי אם עשה שינויים מהותיים בהנחות ובתחזיות ויפרט את בדיקות הסבירות שביצע ביחס להנחות ולתחזיות אלה.

ג. העדר עקביות במדידת פריטים שונים

סגל הרשות נתקל במקרים בהם התקיים חוסר עקביות בהנחות שבהן נעשה שימוש לשימושים שונים. כך למשל, בשני מקרים התברר כי תאגידי ביססו את ערכם של נכסים מסוימים, אם לצורך הצגתם בדוח על המצב הכספי ואם לצורך בחינת ירידת ערך (כגון, פטנט), על תחזית לפיה צפויות הכנסות עתידיות ובאותה עת לצרכים אחרים (כגון, אמידת התחייבויות למדען הראשי), הניחו כי לא צפויות הכנסות כלשהן או שצפויות הכנסות שונות מאלה שהונחו לצורך מדידת הנכס בדוחות הכספיים. לעמדת הסגל, אין זה סביר כי ייווצר חוסר סימטריה כאמור.

3. ממצאים הנוגעים לנאותות הגילוי לגבי השווי שנקבע

א. גילוי בדבר פערים משמעותיים בין התחזיות לבין ההתממשות של אלה בפועל

תקנה 10(ב)8 לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים קובעת כי במסגרת דוח הדירקטוריון שנכלל בדוח התקופתי "יפורטו פערים משמעותיים, אם קיימים כאלה, בין ההנחות, האומדנים והתחזיות המהותיים שהונחו בבסיס הערכת השווי, לרבות חוות דעת מקצועית, שצורפה לדיווח בשלוש השנים שקדמו לתאריך הדוח, ובין התממשותם של אלה בפועל, תוך פירוט הסיבות להיווצרות פערים אלה והשפעתם על השווי שנקבע". סגל הרשות מצא כי במקרים רבים תאגידי מדווחים לא מצייתים לדרישות הגילוי לעיל.

מטבע הדברים, הערכות שווי של חברות הזנק מבוססות בדרך כלל על תחזיות שלהן טווח ערכים סבירים רחב ואף רחב מאוד. בהתאם, גדלים הסיכויים כי בהערכות שווי האמורות יתרחש פער משמעותי בין התחזיות שנחזו לתוצאות בפועל, פער אשר עשוי לחייב גילוי על פי התקנה המוזכרת לעיל.

לעמדת הסגל, תאגידי מדווחים נדרשים להפעיל שיקול דעת בבואם לקבוע מה הם "פערים משמעותיים" הדורשים גילוי והסבר כנדרש בתקנה, והכל בהתחשב בעובדות ובנסיבות הרלוונטיות. להלן דוגמאות של שיקולים אשר בדרך כלל צריכים להיבחן:

- משך הזמן שחלף ממועד הערכת השווי - סטיות בביצועים ביחס לתחזיות אשר התרחשו לאחר זמן קצר ממועד הערכת השווי (לדוגמה,

במשך השנה העוקבת), בדרך כלל נדרשות לקבל משקל מוגבר ביחס לסטיות אשר התרחשו לאחר משך זמן ארוך יותר;

- אופי הפערים - סטיות בביצועים ביחס לתחזיות לגבי הכנסות או הוצאות תפעוליות סטנדרטיות, שהן בליבת הפעילות של התאגיד ובעלות פוטנציאל השפעה לטווח ארוך על ביצועיו ולכן גם על שווי (כגון, סטיות משמעותיות בתחזיות עלויות מו"פ או בשיעורי רווחיות), בדרך כלל נדרשות לקבל משקל מוגבר ביחס לסטיות הנוגעות לפריטים שאינם צפויים להשפיע בטווח הארוך על השווי;
- הישנות סטיות בהערכות ובתחזיות - ככל שעולה מספר הערכות השווי שלגביהן מתרחשות סטיות משמעותיות בין התחזיות לתוצאות בפועל, כך נדרש התאגיד לתת משקל מוגבר לאותן סטיות (גם אם בתקופות קודמות אותן סטיות קיבלו משקל נמוך);
- כיוון הסטיות - ככל שסטיות רבות יותר בין החזוי לתוצאות בפועל הינן לכיוון אחד, כך נדרש התאגיד לתת משקל מוגבר לאותן סטיות;
- הסכום האבסולוטי - סטיות בתחזית לגבי סכומים קטנים או זניחים יקבלו בדרך כלל משקל נמוך.

ב. מבחני רגישות

סעיף 3(ג) לתוספת השלישית לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים קובע כי הערכת שווי שצורפה נדרשת לכלול ניתוחי רגישות בנוגע לשווי שנקבע בה, בהתאם להנחות המהותיות מאוד שנעשה בהן שימוש. בדרך כלל ניתוחי הרגישות מתייחסים לגורמים כמו שיעור ההיוון או שיעור הצמיחה. יחד עם זאת, סגל הרשות מבהיר, כי נדרש להפעיל שיקול דעת בהתאם לנסיבות על מנת לקבוע את הגורמים להם יבוצע ניתוח רגישות.

כך לדוגמה, בהערכת שווי בגישת היוון תזרים מזומנים בהן נקבע השווי כתלות בהסתברות להצלחה של פעולה כלשהי ראוי לשקול הכללת ניתוח רגישות להסתברות להצלחה.

אנו עומדים לרשותכם לכל מידע נוסף, ככל שיידרש.

בכבוד רב,

קנובל בלצר סוראיה ושות'

רואי חשבון

חוזר זה נועד למסירת מידע כללי בלבד. אין לראות בחומר המתפרסם בחוזר זה משום ייעוץ או חוות דעת כלשהיא. לפני נקיטת צעדים כלשהם אנו ממליצים על קבלת ייעוץ מקצועי.

הודעה זו נשלחה אליך מתפוצת הדואר של סוראיה ושות', רואי חשבון. אם אינך מעוניין לקבל הודעות נוספות מהתפוצה נא [לחץ כאן](#). לכל בעיה או שאלה נא לפנות ל- info@soraya.co.il. תודה.

קנובל בלצר סוראיה ושות'