



## רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים [www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

יחידת הכלכלן הראשי

י"ב אב תשע"ו  
16 אוגוסט 2016

### הערכות שווי של חברות הזנק (Startup):

#### ממצאים מתוך סקירות שנערכו על ידי סגל רשות ניירות ערך

##### רקע

תקני הדיווח הכספי הבינלאומיים (IFRS's) כמו גם חובות הדיווח המוטלות על התאגידיים המדווחים עשויים לחייב הכנה של הערכות שווי (לרבות חוות דעת כלכליות אחריות), לרבות הערכות שווי המתייחסות למדידת נכסים והתחייבויות ב-"חברות הזנק". לעניין מסמך זה, המונח "חברת הזנק" (Startup company) מתייחס לתאגידיים המאופיינים בפעילות מחקר או פיתוח משמעותית של מוצרים או שירותים חדשניים. לעיתים קרובות, תאגידיים כאמור מאופיינים בוותק פעילות נמוך, בהיעדר מכירות או במכירות בהיקף מצומצם ביחס לתכנון העתידי, בהפסדים תפעוליים וכן בצורך מתמשך בגיוס מקורות כספיים למימון פעילות המחקר והפיתוח. באיפיון קבוצת "חברות הזנק" ניתן למנות כדוגמא חברות הזנק בתחום מדעי החיים (כגון פיתוח תרופות או ציוד רפואי) וכן חברות הזנק בתחום הטכנולוגיה והאינטרנט. הערכות שווי לצורך דיווח של חברות הזנק עשויות לשמש, בין היתר, למטרות כגון: אמידת השווי ההוגן או שווי השימוש של החזקות של תאגיד מדווח בחברות הזנק, בפעילות הזנק או בנכסים בלתי מוחשיים הקשורים לפעילות הזנק לצורך הכנת הדוחות הכספיים; אמידת התחייבות בדוחות הכספיים שערכן נגזר או קשור לפעילות ההזנק, כגון התחייבויות למדען ראשי; קביעת התמורה או בדיקת סבירותה בעת אישור עסקה להכנסת פעילות הזנק לתוך תאגיד מדווח; וכן - קביעת השווי ההוגן של תשלום מבוסס מניות.

מטבע הדברים, הערכות שווי של חברות הזנק עשויות לחייב שימוש בהנחות הכרוכות בחוסר ודאות משמעותי, ומכאן גם שהן עשויות להצביע על טווח רחב של תוצאות אפשריות. דבר זה מעצים את החשיבות שבהקפדה על שימוש עקבי במודלים נאותים, תוך עמידה בכללי חשבונאות מקובלים (כאשר רלוונטי), שימוש בהנחות מבוססות וסבירות ומתן גילוי נאות ובכלל זה מתן מבחני רגישות בעלי משמעות.

סגל רשות ניירות ערך (להלן - "סגל הרשות") סוקר כחלק משגרת עבודתו את נאותות הערכות השווי המשמשות לצרכי דיווח, תוך מתן דגש לסבירות ההנחות בבסיס ההערכות ובתוך כך, הערכות שווי של חברות הזנק. סקירות כאמור עשויות לכלול, בין היתר: סקירה של נאותות ועקביות המודל בו נעשה שימוש<sup>1</sup>; סקירה של מידת הביסוס והסבירות של ההנחות המרכזיות; סקירת נאותות הגילוי הקשור להערכת השווי<sup>2</sup>; וכן, כאשר רלוונטי, סקירה של עמידה בכללי חשבונאות מקובלים.

סגל הרשות מצא לנכון לשתף את הציבור בחלק מן המצאים באמצעות פרסום דוח זה.

### **נייר זה מתייחס לשלושה סוגי ממצאים:**

- 1. ממצאים הנוגעים למתודולוגיית הערכת השווי;**
- 2. ממצאים הנוגעים להנחות שבבסיס הערכת השווי;**
- 3. ממצאים הנוגעים לנאותות הגילוי לגבי השווי שנקבע.**

---

<sup>1</sup> לעניין עקביות המודל בו נעשה שימוש, ראה גם סעיף 65 לתקן דיווח כספי בינלאומי 13 (להלן - IFRS 13), על פיו: "...טכניקות הערכה ששימשו למדידת שווי הוגן ייושמו בעקביות..."

<sup>2</sup> לרבות, כאשר רלוונטי, הגילוי הנדרש בהתאם לתקנה 8 בבהתאם לתוספת השלישית לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן - "תקנות דוחות תקופתיים ומיידיים").

## 1. ממצאים הנוגעים למתודולוגיית הערכת השווי

### (א) קביעת שווי על סמך מזכרי הבנות

במקרה אחד תאגיד מדווח (בסעיף זה - "התאגיד") החזיק בהשקעה בחברת הזנק (בסעיף זה - "החברה", "חברת ההזנק"). חברת ההזנק פועלת בתחום ציוד הבדיקה, וקיימות לה הכנסות ממכירות בכל אחת שנים 2012-2014. בשנת 2014 סבלה חברת ההזנק מירידה חדה במכירותיה בעקבות הקטנת המכירות ללקוח מסוים (בסעיף זה - "הלקוח"). לצורך אמידת השווי ההוגן של ההשקעה בחברת ההזנק בדוחות הכספיים לשנת 2014 וכן בדוחות הרבעון הראשון לשנת 2015, התאגיד בחר להסתמך אך ורק על הערך שנקבע במסגרת מזכר הבנות להשקעה בחברת ההזנק מחודש נובמבר 2014. ערך החברה הכולל חולץ מן העסקה, וערך זה פוצל לסוגי ההון השונים בחברה במטרה לאמוד את השווי ההוגן של החזקות התאגיד בחברה, וזאת באמצעות טכניקת תמחור אופציות (OPM).<sup>3</sup> בחינה של תנאי מזכר הבנות העלתה כי המשקיע המיועד הוא למעשה הלקוח העיקרי של חברת ההזנק, וכי, בנוסף להנפקת המניות, אמורה הייתה להתחייב החברה להשקיע חלק מהכסף שנתקבל אצלה במחקר ופיתוח למוצרים ייעודיים ללקוח (NRE- non recurrent engineering) עליהם נהוג לשלם בנפרד. עוד עלה כי המועד שנקבע לחתימה על ההסכם הסופי חלף, וכי עד חודש אוגוסט 2015 טרם נחתם חוזה ההשקעה הסופי. זאת ועוד: בכוננת התאגיד היה להמשיך ולמדוד את שווי ההשקעה על בסיס מזכר הבנות גם בדוחות הכספיים לרבעון השני לשנת 2015, וזאת אף ללא תמיכה בשווי זה באמצעות טכניקה מקובלת. בנסיבות האמורות, סגל הרשות הודיע לתאגיד כי התאגיד לא יוכל להמשיך ולבסס את השווי ההוגן של חברת ההזנק על סמך מזכר הבנות החל מהדוחות לרבעון השני של שנת 2015. זאת, בשים לב לגורמים הבאים:

- חלוף הזמן מאז חתימת המזכר;
- מזכר הבנות כלל, מלבד ההשקעה בחברה, גם התחייבות למחקר ופיתוח ייעודי, מה שהקשה על בידוד השווי המיוחס להשקעה עצמה;
- קיומו של מידע המאפשר לבצע הערכת שווי גם באמצעות דרכים אחרות.

באופן כללי, לעמדת הסגל מידת ההסתמכות של התאגיד על מזכר הבנות צריכה להיקבע בשים לב לנסיבות הספציפיות ולאחר הפעלת שיקול דעת. אולם, בדרך כלל נדרש לבסס את השווי שנקבע או לתת משקל במסגרת השווי שנקבע, גם לשווי המתקבל באמצעות טכניקה מקובלת. הסיבות לכך הינן, בין היתר, כפיפותם של מזכרי הבנות במקרים רבים לתנאים בלתי מסוימים, לבדיקות נוספות מצד הרוכש, לשינויים או ביטולים וכדומה. על כן, בדרך כלל לא ניתן לבסס על סמך מזכרי הבנות **לבדם** את השווי ההוגן של ההשקעה ובדרך כלל יש צורך במתן חלופה נוספת לשווי תוך שימוש בטכניקת הערכה מקובלת. גורמים אשר יש לקחת בחשבון יכולים לכלול, בין היתר, את אלה:

- מידת המחויבות של הצדדים לחתימה על הסכם מכירה או השקעה מחייב, לפי העניין, ולביצועו הסופי של ההסכם (בתנאים המקוריים של מזכר הבנות), לוחות הזמנים

<sup>3</sup> Option Pricing Method.

- שנתרו עד לחתימה על הסכם סופי, היקף הבדיקות שבוצעו, מידת המסוימות של התנאים המוזכרים במזכר ההבנות וכיוצא באלה;<sup>4</sup>
- האם היו ניסיונות קודמים לביצוע פעולה דומה אשר כשלו, משך הזמן שבו מתנהל או התנהל המו"מ להשקעה, חלוף הזמן מאז נחתם מזכר ההבנות וכיוצא באלה;
  - שינויים בנכס או בשוק בתקופה שמאז חתימת מזכר ההבנות וכיוצא באלה;
  - המידה שבה שווי הפריט הרלוונטי ניתן לחילוף מתוך מזכר ההבנות (לדוגמא, עשוי להיות רלוונטי במקרים בהם מזכר ההבנות מתייחס לרכיבים נוספים);
  - המידה שבה ניתן להעריך את השווי באופן מהימן בדרך אחרת.

### **(ב) התבססות על סבבי השקעה שבוצעו בפועל**

- במקרה אחד נמצא כי תאגיד מדווח הותיר ללא שינוי את השווי ההוגן של השקעתו בחברה מושקעת במשך תקופה של כ-6 שנים, במהלכה נערכו 14 סבבי השקעה בחברה המושקעת, שבחלקם התאגיד אף בחר להשתתף. על אף עובדה זו, התאגיד המדווח לא בחן את השווי המשתקף מסבבי ההשקעה האמורים. לעמדת סגל הרשות, היה על התאגיד המדווח לבחון את השווי המשתקף מסבבי ההשקעה. זאת ועוד: אף אם בתקופה האמורה לא היו סבבי השקעה, בתקופה כה ארוכה בהחלט אפשרי היה שהתרחשו אירועים בסביבה העסקית הרלוונטית לחברה המושקעת (לדוגמא: התפתחויות טכנולוגיות, שינויי ריבית, שינויי מחיר, התפתחויות רגולטוריות, שינוי בשע"ח, שינוי בהעדפות צרכנים, מוצרים מתחרים וכיו"ב), אשר עשויים היו להשפיע מהותית על שוויה ועל כן היה צורך בביצוע הערכות שווי עדכניות.<sup>5, 6</sup>
- באופן כללי, לעמדת הסגל השווי שנקבע במסגרת סבבי השקעה עדכניים מהווה את הראיה הטובה ביותר לשוויה ההוגן של ההשקעה.<sup>7</sup> בהקשר זה, ראוי לציין כי סעיף 9 ל-IFRS13 מגדיר "שווי הוגן" כ- "המחיר שהיה מתקבל במכירת נכס... בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה...". סעיף 36 לתקן זה מוסיף וקובע כי "ישות תמקסם את השימוש בנתונים שניתנים לצפייה רלוונטיים ותמזער את השימוש בנתונים שאינם ניתנים לצפייה כדי לקיים את המטרה של מדידת שווי הוגן... בתנאי שוק נוכחיים."
- בשים לב לאמור לעיל, המקרים שבהם ניתן יהיה לאמוד את השווי שלא על סמך סבב ההשקעה (או, שלא רק על סמך הסבב) תלויים בעובדות ובנסיבות הספציפיות, בין היתר:
- האם סבב ההשקעה בוצע פרו-ראטה וכל המשקיעים השתתפו בו, כך שישנה אדישות באשר לשווי שנקבע במסגרתו ויש צורך להתבסס על טכניקה נוספת;
  - מהו פרק הזמן שחלף מאז הסבב;

<sup>4</sup> בהקשר דומה מעניין לציין גם את סעיף 47 ל-IFRS13 על פיו "המהות של הציטוט (לדוגמא אם הציטוט הוא מחיר אינדיקטיבי או הצעה מחייבת) יובא בחשבון בעת שקלול הראייה הניתנת להשגה, כאשר יותר משקל יינתן לציטוטים שסופקו על ידי צדדים שלישיים שמייצגים הצעות מחייבות."

<sup>5</sup> לעניין זה, ראה גם פנייה מקדמית [ותשובת סגל](#) מחודש ספטמבר 2015 בדבר "הטיפול החשבונאי בהחזקות חברת מטרה".

<sup>6</sup> בהקשר דומה, ראוי להפנות גם לסעיף B.5.4 ל-IFRS9 לרשימת הסמנים לכך שעלות ככל הנראה כבר אינה מייצגת את השווי ההוגן.

<sup>7</sup> בהקשר זה, ראה גם את הגדרת "עסקה רגילה" ב-IFRS13 וכן את סעיפים 433-442 לתקן אשר מלמדים על הנסיבות בהן עסקה יכולה שלא להיות עסקה רגילה. סעיף 442(ג) ל-IFRS13 קובע ברירת מחדל לפיה: "...אם לישות אין מידע מספיק כדי להגיע למסקנה אם עסקה היא רגילה, עליה להביא בחשבון את מחיר העסקה...". בנוסף, ראה גם [החלטת אכיפה חשבונאית 1-15](#) מחודש פברואר 2015, בנוגע ל-"שערוך נדל"ן להשקעה".

- האם התרחשו מאז קיומו של סיבוב ההשקעה שינויים מהותיים בתאגיד או בסביבה העסקית בה הוא פועל, לרבות שינויים טכנולוגיים, מאקרו כלכליים, רגולטוריים, או אחרים ;
- האם סבב ההשקעה נעשה בתנאים שלא אפשרו חשיפה מספקת של חברת ההזנק למשקיעים פוטנציאליים, ובכלל זה - האם התקיימו קשיים פיננסיים משמעותיים של חברת ההזנק ומהו פרק הזמן במהלכו היא חיפשה משקיעים בטרם סבב ההשקעה ;
- האם היקף סבב ההשקעה הינו זניח כך שלא ניתן ללמוד ממנו על שווי ההשקעה ויש צורך להתבסס על טכניקה נוספת ;
- האם קיימים סבבי השקעה עדכניים יותר.

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

חברות הזנק עשויות להיות רשומות למסחר בבורסה. כאשר מנייתה של חברת הזנק נסחרת בשוק פעיל, ויש צורך לאמוד את שווייה ההוגן של החחזקה הפיננסית בחברה לצורך הדוחות הכספיים, תקן IFRS13 אינו מאפשר לסטות מהשווי המצוטט (ראה סעיף 69 לתקן), בכפוף ליחידת המדידה.<sup>8</sup> על כן, על מנת להתנתק מהמחיר המצוטט נדרש כי יתקיימו הנסיבות המאפשרות סטייה כאמור בסעיף 79 לתקן (כגון קיומה של חסימה על המניות), או, לחלופין, נדרש להראות כי המסחר בנייר הערך אינו עולה לכדי "שוק פעיל". "שוק פעיל" מוגדר בתקן בתור "שוק שבו עסקאות של הנכס או של ההתחייבות מתרחשות בתדירות מספיקה ובנפח מספיק כדי לספק מידע לגבי תמחור על בסיס מתמשך".

לעמדת הסגל, ובהתאם לפרשנויות מקובלות, קיומו של שוק פעיל צריך להיבחן בשים לב לעובדות ולנסיבות הרלוונטיות לחברת ההזנק ולהיקפי המסחר במנייתה. להלן מובאים מספר מקרים בהקשר זה:

- במקרה מסוים, תאגיד מדווח סטה ממחיר מנייתו לצורך מדידת שווי תשלום מבוסס מניות ורכיבים נוספים. במקרה האמור, התאגיד יצא מרשימת השימור לפני המועדים הרלוונטיים למדידה, ומחזור המסחר הכולל בשנה שנסתיימה במועד ההענקה הסתכם בעשרות מיליוני שקלים. במקרה זה, סגל הרשות לא קיבל את עמדת התאגיד המדווח לפיה לא מתקיים "שוק פעיל".
- במקרה אחר, תאגיד מדווח בחר שלא להסתמך על המחיר המצוטט של נייר ערך של חברת הזנק לצורך אמידת שוויו, וזאת עקב היקפי המסחר הזניחים בנייר. במקרה האמור, מחזור המסחר בכל השנה שקדמה למדידה עמד על עשרות אלפי שקלים במצטבר, ועל סכום של עשרות עד מאות שקלים וכ-0.001% משווי החברה ליום; כמו כן, הפער שבין ה-Bid ל-Ask עמד על עשרות אחוזים ונייר הערך נמצא ברשימת השימור (שנה שנייה) של הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ. בנוסף, לא חל שינוי מהותי

<sup>8</sup> בהקשר זה, ראה גם את עמדת סגל הרשות בדבר יחידת המדידה של השקעה נסחרת בחברות בנות, עסקאות משותפות וחברות כלולות, במסגרת תשובת סגל הרשות (המעודכנת) מיום 23 במרץ 2016, כחלק מתשובה לבקשה להנחיה מקדמית בעניין השלכות חוק הריכוזיות, התשע"ד-2013.

בהיקפי המסחר בסמוך למועד המדידה. במקרה האמור, סגל הרשות לא מצא לנכון להתערב בעמדת החברה לפיה המסחר במניה אינו מהווה "שוק פעיל".

- במקרה דומה, במסגרת פנייה מקדמית<sup>9</sup> תאגיד מדווח ביקש לסטות מהמחיר המצוטט של אופציות על אגרות חוב וזאת לאור העובדה שבמרבית ימי המסחר כלל לא היה מסחר בנייר זה, ובימים בהם היה מסחר, המחזורים היו נמוכים מאוד ועמדו על מאות שקלים ועד מתחת ל-2000 ש. כמו כן, שיעור החזקות הציבור בנייר היה נמוך מאוד, ואף ניתן היה להדגים באופן אובייקטיבי יחסית כי המחיר בו נסחר היה בלתי כלכלי. סגל הרשות לא מצא לנכון להתערב בעמדת החברה לפיה המסחר בנייר הערך אינו מהווה "שוק פעיל".

#### **(ד) טכניקת DCF - שיעור ההיוון בעת שימוש בעצי החלטה**

הערכת שווי פעילות בשיטת היוון תזרים מזומנים (DCF) מביאה בדרך כלל בחשבון את תזרימי המזומנים התוחלתיים הצפויים (expected cash flows).<sup>10</sup> תזרימי המזומנים התוחלתיים מהוונים למועד ההערכה תוך שימוש בשיעור היוון המותאם לסיכון. לעיתים, תזרימי המזומנים התוחלתיים נאמדים על בסיס תרחיש יחיד (best estimate) ולעיתים התזרימים נאמדים תוך שקלול של מספר תרחישים, וזאת על בסיס הסתברויות לקיומם של אירועים עתידיים דיסקרטיים בדרך כלל (כגון: הסתברות להצלחה או לכישלון בקשר לניסוי או לפיתוח מסוים; הסתברות להשגת הסכס למסחור המוצר; הסתברות להשגת אישור רגולטורי; עיתוי ההשקה או החדירה לשווקים וכיוצא באלה).

סגל הרשות מבקש להדגיש כי על אף שבשיטה זו נלקחת אי ודאות עתידית בחשבון כבר דרך 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. חוסר הוודאות של התזרים התוחלתי נובע מכך שהתרחשותו של האירוע הרלוונטי (כגון הצלחה בניסוי רפואי) אינה וודאית. במסגרת המודלים לקביעת שווי הוגן קיימת הנחה בדבר שנאת סיכון ולפיכך התוחלת הנה אומדן יתר לשווי. בנוסף, בדרך כלל עדיין קיים מכלול של גורמים בלתי ודאיים בעלי השפעה על שווי ההשקעה בתרחיש זה (כגון עת מדובר בפיתוח תרופה, אותן אי ודאויות הקיימות לתזרים עתידי של חברה אשר יש בידה כבר תרופה מאושרת ומשווקת).

למעשה, השימוש בשיעור היוון חסר סיכון אפשרי כאשר ההסתברויות בהן נעשה שימוש לחישוב התזרים מפצות על עובדת היותו בלתי ודאי, ומהוות הסתברויות "נייטרליות לסיכון" (risk neutral) ולא הסתברויות "עולם אמיתי" (real world).<sup>11</sup> מסקנה דומה ניתן להסיק גם מהדיון

<sup>9</sup> ראה **פנייה מקדמית** בקשר עם הטיפול החשבונאי בכתבי אופציה מחודש פברואר 2012 **ותשובת סגל הרשות** לפנייה זו.

<sup>10</sup> בנושא זה, ראה גם את הדיון הקיים בספרו של דמודרן על הצורך בשילוב סיכונים לאי הישרדות החברה במסגרת תזרים המזומנים שבהערכת השווי:

Damodaran, Aswath. (2002). *Investment Valuation: 3<sup>rd</sup> Edition*. Wiley Finance. P.906

<sup>11</sup> בהקשר לכך, דמודרן מציין במאמרו, כי –

"...there are some analysts who believe that decision trees, by factoring in the possibility of good and bad outcomes, are already risk adjusted. In fact, they go on to make the claim that the right discount

המצוי במסגרת סעיפים 23-30 ל-IFRS13, לפיו על מנת לבצע שימוש בשיעור היוון חסר סיכון, יש לבצע התאמה לתזרים התוחלתי על מנת להפחיתו. הנסיבות בהן ניתן להשתמש בשיעור היוון חסר סיכון כוללות מצבים שבהם מלוא הסיכון הינו ספציפי וניתן לפיזור (קרי, הביתא של ההשקעה הינו אפס), או, כאמור לעיל, כאשר ההסתברויות הינן נייטרליות לסיכון. לעמדת סגל הרשות, מצבים שבהם מלוא הסיכון ניתן לפיזור אינם צפויים להיות נפוצים ולכן הם עשויים להצריך בחינה של התאגיד המדווח.<sup>12</sup>

לעמדת סגל הרשות, השיטה בה נעשה שימוש (התאמת התזרים או לקיחה בחשבון של פרמיה על שיעור ההיוון) תלויה בעובדות ובנסיבות הספציפיות, ושיטה זו צריכה להיות מיושמת בעקביות. בתוך כך, ראוי להדגיש כי סעיף 30 ל-IFRS13 מציין כי "...הבחירה בשיטה 1 או בשיטה 2 תהיה

תלויה ... במידה שבה נתונים מספיקים ניתנים להשגה ובשיקולי הדעת שיושמו."

סגל הרשות נתקל במקרים בהם בהערכות שווי שנערכו בטכניקת תזרים מזומנים מהוון נעשה שימוש בשיעור היוון חסר סיכון, ומנגד לא בוצעו התאמות מוגדרות לתזרים המזומנים על מנת להפכו לנייטרלי לסיכון. ההתאמות שבוצעו (ושנטען לגביהן כי היוו התאמה לתזרים נייטרלי לסיכון), לא היו עקביות ואף לא ניתן גילוי למשמעותן ולמטרתן במסגרת הערכת השווי, כך שלמעשה לא הייתה מתודולוגיה סדורה לקביעתן. בנוסף בנסיבות המקרה, נראה היה שקשה יותר לבסס את ההתאמות שנבחרו מאשר לבסס שיעור היוון שאינו נייטרלי לסיכון. במקרה כאמור, לעמדת הסגל, ישנו צורך בבחינה מחודשת של המתודולוגיה בה נעשה שימוש.

#### **ה) שימוש בטכניקת עלות השחלוף**

במקרה מסוים, קרן הון סיכון העריכה את שווי החזקתה בחברת מטרה באמצעות גישת "עלות השחלוף" (או "עלות אלטרנטיבית"). ברשות חברת המטרה קיימת למועד הערכת השווי אפליקציה זמינה להורדה. לפי שיטת עלות השחלוף, החברה מדדה את שווייה של חברת המטרה לפי העלויות שאותן הייתה מוציאה ישות אחרת בפיתוח טכנולוגיה מקבילה לזו של חברת המטרה (קרי - היקפי התשומות הנדרשות על מנת לפתח מוצר דומה). יצויין כי הערכת השווי לא כללה ביסוס כלשהו באשר להיקפי התשומות שהונחו, וכיצד חושבו, כמו גם היא לא התייחסה לעצם השאלה מדוע השימוש במתודולוגיית עלות השחלוף הינו נאות בנסיבות העניין.

לעמדת החברה, מאחר שחברת המטרה מצויה בתחילת דרכה (בכל הנוגע לפעילות הרלוונטית) והיא עדיין אינה מניבה הכנסות מהותיות מפעילות זו, לא ניתן לבנות עבורה תחזית הכנסות מהימנה (DCF). כמו כן, בשל העובדה שלא התרחש בחברת המטרה סבב גיוס לאחרונה, לא קיימת לעמדת הקרן שיטת הערכה מתאימה יותר להערכת שווייה מאשר שיטת העלות האלטרנטיבית.

---

*rate to use estimating present value in decision trees is the riskfree rate... Barring a few exceptional circumstances, they are incorrect in their reasoning."*

*From: Aswath Damodaran, NYU. Probabilistic Approaches: Scenario Analysis, Decision Trees and Simulations. At: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/probabilistic.pdf>. [Accessed 01 February 16]*

<sup>12</sup> בדרך כלל, שווי ההשקעה נגזר ממכלול גורמים הכוללים גם גורמים ספציפיים ניתנים לפיזור (כגון הסתברות להצלחה בניסוי) אך גם גורמים שסביר להניח שמתואמים במידה מסוימת עם השוק, כגון הסתברות להשגת מימון, שווי הנכס לאחר הצלחה, שיעורי תשואה כלליים, גודל שוק, אינפלציה ועוד.

לעמדת סגל הרשות, פרט לנסיבות מיוחדות וחריגות השימוש במתודולוגיית "העלות האלטרנטיבית" בתחום חברות ההזנק בכלל (ובמקרה הספציפי בפרט) הינו בלתי נאות. שווין של חברות הזנק נגזר ברובם של המקרים משיקלול חלופה המניחה שווי אפסי או קרוב לכך עם חלופה המעריכה שווי גבוה (בין היתר גבוה דיו כך שיפצה על אי הוודאות הגבוהה). לפיכך, לעלות שהושקעה בפיתוח עד לנקודת זמן מסויימת (והחיסכון שינבע לרוכש הפיתוח באותה נקודת זמן) צפוי להיות קשר נמוך עם שווי חברת ההזנק.

מקרה פרטי בו שיטת עלות השחלוף עשויה להתגלות כשיטה פחות רלוונטית הוא כאשר קיים חשש כי למועד הערכת השווי כבר אין הצדקה כלכלית לביצוע ההשקעה כך שהשימוש בשיטה יניב ערך מופרז (לדוגמא – עלות שחלוף של פיתוח טכנולוגיה שהתגלתה בדיעבד ככושלת או עלות שחלוף של נכס נדל"ן שבמועד הערכת השווי כבר לא מניב תשואה כלכלית סבירה ביחס להשקעה בו).

בהקשר לטענות החברה, ראוי לציין כי תקן דיווח כספי בינלאומי 13 אומנם קובע כי גישת העלות האלטרנטיבית מהווה את אחת מהטכניקות האפשריות למדידת שווי הוגן<sup>13</sup>, וזאת משום שבבסיסה ההנחה שמשותפת שוק לא ישלם תמורת הנכס יותר מאשר העלות לרכישת או הקמת נכס בר השוואה, בתיאום פחת כלשהו. ואולם, התקן גם מציין בסעיף 61 כי "...ישות תשתמש בטכניקות הערכה שהן מתאימות לנסיבות ושקיימים עבורן מספיק נתונים שניתנים להשגה...". הווה אומר, כי עצם העובדה כי הטכניקה מוזכרת בתקן אינה הופכת אותה לטכניקה ראויה בכלל הנסיבות, אלא רק בהתקיימות של נסיבות מסוימות. ואכן, התקן עצמו מציין בסעיף 9 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..." [ההדגשות לא במקור]. התקן גם מציין כי בהערכת השווי בשיטה זו יובאו בחשבון התאמות בגין פחת, לרבות פחת פיזי אך גם פחת טכנולוגי או כלכלי. במקרה שלפנינו, הערכת השווי לא כללה התחשבות בפחת טכנולוגי או כלכלי או בגורמים אחרים, ונראה כי ביצוע התאמות כאמור היה מצריך אמידה של שווי בשיטת הערכה אחרת, ממילא.

מעניין לציין כי בסעיפים IE15-17 לתקן נכללה דוגמא להערכת שווי של תוכנה, ממנה משתמע כי כאשר מדובר על נכס ייחודי, שיטת העלות מתאימה פחות לאמידת שווי ההוגן ביחס לשיטות הערכה אחרות:

*"...Through its application of the cost approach, the entity determines that market participants would not be able to construct a substitute software assets of comparable utility. Some characteristics of the software asset are unique, having been developed using proprietary information, and cannot be readily replicated. The entity determines that the fair value of the software asset is CU15 million, as indicated by the income approach..."*

---

<sup>13</sup> ראה סעיפים B8 ו-B9 ל-IFRS 13.



## 2. ממצאים הנוגעים להנחות שבבסיס הערכת השווי

### (ו) היעדר ביסוס מספק של התחזיות

סגל הרשות נתקל במקרים בהם הערכות שווי לא כללו ביסוס מספק להנחות מרכזיות. כך לדוגמא, נמצאו הערכות שווי שלא ביססו כיצד נאמדה הרווחיות העתידית החזויה ממכירת המוצר ובכלל זה כמות המוצרים, מחיר המכירה או עלויות הייצור; הערכות שווי שצינו מחד כי המבנה התחרותי ישתנה לרעת החברה אך מאידך טענו כי לא תהיה לכך השפעה לרעה על החברה וזאת בלא לבסס הנחה זו; הערכות שווי שטענו כי לפקיעת פטנט צפויה על מוצר של החברה לא צפויה להיות השפעה לרעה על תוצאותיה בלא לבסס הנחה זו; וכן - הערכות שווי שעשו שימוש בתחזיות לגבי לוחות זמנים או רווחיות של מוצרים או פעילויות ללא ביסוס מספק, וזאת כאשר כבר קיימת היסטוריה של סטיות משמעותיות ביחס לאותן תחזיות.

באופן כללי, סגל הרשות שם דגש רב על בחינת נאותות הביסוס של ההנחות המרכזיות העומדות בבסיס הערכת השווי השונות.<sup>14</sup> לגבי הערכות שווי של פעילויות הזנק, סגל הרשות רואה חשיבות רבה בביסוס ההנחות המרכזיות ששימשו להערכה, כגון סיכויי ההצלחה בפיתוח, אומדן גודל השוק הפוטנציאלי, נתח השוק, שיעור הצמיחה או החדירה, מחירי המכירה, שיעורי הרווחיות וכיוצא באלה. ביסוס כאמור יכול להיעשות לדוגמא באמצעות מחקרי שוק, ביצוע השוואות, ביצוע בדיקות סבירות נוספות, מציאת דוגמאות או אנלוגיות וכיוצא באלה. לעמדת הסגל, ככל שהערכת השווי מניחה שינוי משמעותי יותר בעתיד ביחס לביצועים בהווה או שינויים חדים בין השנים הכלולות בתחזית, כך בדרך כלל נדרש ביסוס משמעותי יותר של ההנחות השונות. בנוסף, ביסוס משמעותי נדרש בדרך כלל גם כאשר קיימת היסטוריה של אי עמידה במקרים רבים בתחזיות קודמות (ראה גם סעיף (ט) בהמשך).

### (ז) הסתמכות על תחזיות ההנהלה

בהערכות שווי בתחומים רבים, ובתחום חברות ההזנק בפרט, לעיתים מעריך השווי משתמש במסגרת הערכת השווי בהנחות ותחזיות שחלקן נסמך על הערכות שהתקבלו מאת הנהלת התאגיד המדווח וחלקן האחר נחזה או בוצע על ידי מעריך השווי. כך לדוגמא, במקרים מסוימים, תפקידו של מעריך השווי נוגע בעיקר לאמידת שיעור ההיוון הראוי, לבחירת מודל הערכת השווי ולביצוע התחשיב בפועל, בעוד שמרבית ההנחות המתייחסות לתזרים התפעולי החזוי, כגון עלויות הפיתוח ומשך הזמן הנותר עד להשלמתו, סיכויי ההצלחה וגודל השוק הרלוונטי – מתקבלות מההנהלה.

בהקשר לכך, סגל הרשות מבקש להדגיש כי בהתאם לסעיף 4 לתוספת השלישית לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים, "...הערכת השווי [שצורפה] תכלול פרטים הנוגעים לשיטת עריכתה, לרבות אלה: ... (ב) העובדות, ההנחות, החישובים והתחזיות שעליהם הסתמך מעריך השווי.....". תקנת משנה 8(ד) לתקנות דוחות תקופתיים קובעת כי "...הערכת שווי שצורפה לדוח התקופתי תכלול את כל העניינים שפורטו בתוספת השלישית וכן כל פרט מהותי אחר החשוב למשקיע סביר; לא כללה הערכת השווי את כל הפרטים האמורים, ישלים התאגיד פרטים אלה בדוח התקופתי...".

<sup>14</sup> בהקשר זה, ראה גם את [דוח ממצאי הביקורת](#) שבוצעה על ידי סגל רשות ניירות ערך לגבי "בחינות לירידת ערך מוניטין בתאגידים הפועלים בענף מוצרי החשמל הביתיים" מחודש ספטמבר 2015.

כפועל יוצא מן ההוראות האמורות, כל ההנחות המהותיות שבבסיס הערכת השווי צריכות להיות מפורטות ומבוססות אם על ידי המעריך או על ידי התאגיד בהתאם לאשר סוכם בין התאגיד להנהלה לגבי תפקידו של המעריך.

באשר להנחות והתחזיות שקיבל מעריך השווי מהתאגיד מבקש סגל הרשות להפנות לסעיף קטן (ד) של סעיף 4 לתוספת השלישית, אשר קובע את הפרטים הנוגעים לשיטת ההערכה להם יינתן גילוי:

"... (ד) הנחות ותחזיות שמסר התאגיד ושהערכת השווי מתבססת עליהן; מעריך השווי יציין בהערכת השווי אם עשה שינויים מהותיים בהנחות ובתחזיות האמורות לצורך הערכת השווי וכן יפרט את בדיקות הסבירות שביצע ביחס להנחות ולתחזיות אלה..."

### **(ח) היעדר עקביות במדידת פריטים שונים**

סגל הרשות נתקל במקרים בהם התקיים חוסר עקביות בהנחות שבהן נעשה שימוש לשימושים שונים. כך למשל, בשני מקרים התברר כי תאגידים ביססו את ערכם של נכסים מסויימים אם לצורך הצגתם במאזן ואם לצורך בדיקת ירידת ערך (כגון פטנט, נכס בלתי מוחשי אחר או יחידה הכוללת מוניטין) על תחזית לפיה צפויות הכנסות עתידיות בה בשעה שלצרכים אחרים (כגון אמידת התחייבויות למדען הראשי) הניחו כי לא צפויות הכנסות כלשהן, או שצפויות הכנסות שונות מאלה שהונחו לצורך מדידת הנכס. לעמדת הסגל, בדרך כלל אין זה סביר כי ייווצר חוסר סימטריה כאמור.

### **3. ממצאים הנוגעים לנאותות הגילוי לגבי השווי שנקבע**

#### **(ט) גילוי בדבר פערים משמעותיים בין התחזיות לבין התממשות 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, האמדנים והתחזיות המהותיים שהונחו בבסיס הערכת שווי, 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 תאגידים מדווחים לא מצייתים לדרישת הגילוי האמורה, הן בקשר להערכות שווי של פעילויות הזנק והן בקשר להערכות שווי אחרות, אף במקרים שבהם הסטיות שבין התחזיות לבין התממשותן מגיעות (בתוך זמן קצר) לכדי סכומים משמעותיים מאוד לתאגיד המדווח (ואף לפערים של מאות אחוזים). כך, במקרה מסוים היחס בין הרווח התפעולי החזוי בהערכת שווי מהותית מאוד של פעילות מסוימת (מניבת הכנסות) לבין הרווח התפעולי בפועל (בשנה העוקבת למתן ההערכה) עמד על למעלה מ-400%, אולם התאגיד המדווח לא התייחס להסברים לכך.

מטבע הדברים, הערכות שווי של פעילויות בתחומי הזנק מבוססות בדרך כלל על תחזיות שלהן טווח ערכים סבירים רחב ולעיתים אף רחב מאוד. על כן, גדלים הסיכויים כי לגבי הערכות שווי כאמור יתרחש פער משמעותי בין התממשות התוצאות בפועל לבין התחזיות שנחזו, פער אשר עשוי לחייב גילוי על פי התקנה המוזכרת. לעמדת הסגל, תאגידים מדווחים נדרשים להפעיל שיקול דעת על מנת לקבוע מהם "פערים משמעותיים" הדורשים גילוי והסבר לעניין יישום

התקנה, והכל בשים לב לעובדות ולנסיבות הרלוונטיות. מבלי לגרוע מכלליות האמור, להלן רשימה של דוגמאות לשיקולים אשר בדרך כלל צריכים להיות מובאים בחשבון במסגרת זאת:

- משך הזמן שחלף ממועד הערכת השווי – סטיות בביצועים ביחס לתחזית אשר התרחשו לאחר זמן קצר ממועד הערכת השווי (לדוגמא, 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 פעילות התאגיד ובעלות פוטנציאל השפעה ארוך טווח על ביצועיו ולכן גם על שווי (כגון – סטיות משמעותיות בעלויות מחקר או פיתוח, סטיות בשיעורי רווחיות EBITDA וכיוצא באלה), בדרך כלל נדרשות לקבל משקל מוגבר ביחס לסטיות הנוגעות לפריטים אשר אינם צפויים להשפיע בטווח הארוך על שווי התאגיד, כגון סילוק תביעות חריגות מהעבר.
- הישנות סטיות בהערכות ובתחזיות – ככל שעולה מספר הערכות השווי (של הפעילות או הפריט) שלגביהן מתרחשות סטיות משמעותיות בביצועים ביחס לתחזיות, כך נדרש התאגיד לתת משקל מוגבר לאותן סטיות (וזאת אפילו אם בתקופות קודמות אותן סטיות קיבלו משקל נמוך).
- כיוון הסטיות – ככל שסטיות רבות יותר בין החזוי לנתונים בפועל הן לכיוון אחד כך נדרש התאגיד לתת משקל מוגבר לאותן סטיות.
- הסכום האבסולוטי – סטיות בתחזית לגבי סכומים קטנים או זניחים יקבלו בדרך כלל משקל נמוך.

#### **(י) 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. ניתוחי הרגישות מתייחסים בדרך כלל לגורמים כגון שיעור ההיוון או שיעור הצמיחה. עם זאת, סגל הרשות מבקש להדגיש כי נדרש להפעיל שיקול דעת בהתאם לנסיבות על מנת לקבוע את הגורמים להם יבוצע ניתוח הרגישות. כך למשל, סגל הרשות נתקל במקרים בהם הערכות שווי שבוצעו בגישת OPM לא כללו כלל ניתוחי רגישות, על אף שגישות כאמור כוללות לעיתים הנחות מהותיות מאוד כגון בדבר התקופה שעד להנזלה הצפויה, סטיית התקן של נכסי הפעילות במהלך התקופה האמורה וכד'. במקרים אחרים, הערכת השווי בגישת היוון תזרים מזומנים לא כללה ניתוח רגישות לשווי כתלות בהסתברות להצלחה של פעולה כלשהי, על אף שהסתברות כאמור השפיעה באופן מהותי מאוד על השווי.