



"שווי עסק לעולם מורכב מ- ANAV מוניטין, כאשר למוניטין אישי אין שווי כי הוא איננו נכס בר-העברה ולכן הוא אינו נכס בר-איזון"

מעריך השווי **רועי פולניצר** מסביר מדוע שווי מוניטין, מדוע מוניטין אישי שווה לאפס ומדוע דיסקאונט איש מפתח איננו שם נרדף למוניטין אישי

בחודש האחרון אני שומע הרבה מאוד דברים לא נכונים בכל הקשור לשווי עסק ושווי מוניטין לצרכי גירושין. בכתבה זו אנסה לעשות סדר בנשיה הזו הנקראת הערכת שווי עסק ושווי מוניטין לצרכי גירושין ושלא לצרכי גירושין.

מה הכוונה ב"שווי עסק"?

נשאלת השאלה, למה מתכוונים כשאומרים "שווי עסק"? האם הכוונה היא ל"שווי חברה" או שמא ל"שווי פעילות"? ברגיל, מעריכי שווי מימון תאגידי מבצעים הערכות שווי של פרויקטים, חברות ופעילויות. המונח "שווי עסק" אינו קיים בטרמולוגיה המקצועית של תחום הערכות השווי, הואיל ותחום זה נגזר מתחום המימון התאגידי העוסק דווקא בתאגידים המאוגדים בחברות בע"מ. לדעתי, "שווי עסק" הוא למעשה: האקוויולנט ל"שווי חברה" כאשר נשוא הערכת השווי איננו חברה בע"מ (כגון: עסק מורשה/פטור, שותפות, עמותה וכיוצא באלה). לפיכך, אם כבר נעשה שימוש במונח "שווי עסק" הרי שהכוונה היא דווקא ל"שווי חברה" (קרי, לשווי ההון העצמי או לשווי האקוויטי) ולא ל"שווי פעילות" (קרי, לשווי התפעולי או שווי הפירמה).

למה אין דבר כזה שווי חברה?

דבר נוסף שחשוב להבהיר הוא שלמרות שמעריכי שווי קובעים ברגיל שווי לחברות, הרי שאין במציאות דבר כזה שווי חברה. מדוע? הואיל והחברה כשלעצמה איננה "מטבע עובר לסוחר", אלא רק הזכויות שהחברה הנפיקה. עורכי דין ובעלי מקצוע רבים טועים באומרים "שווי חברה", הואיל והם אינם מבינים שלעולם אין מסחר בחברה עצמה (חברות ציבוריות אינן נסחרות בבורסה אלא מניותיהן). חברות פרטיות אינן נמכרות אלא מניותיהן). לפיכך, כאשר מעריכים "שווי חברה", מבחינה כלכלית-מימונית נכון יותר לקרוא לשווי המתקבל שווי סך ההון העצמי של החברה כ"מקשה אחת" (כי מדובר בסך הצברם של מכשירי ההון השונים של החברה) ולא "שווי חברה".

מהו שווי חברה?

אני מגדיר **שווי חברה (MV - Market Value)** כ-: "השווי (הכלכלי) של סך ההון העצמי של החברה (אשר יכול לכלול בנוסף למניות הרגילות גם ריבוי שכבות של מניות מועדפות, הלוואות המיירות, כתבי אופציות למניות רגילות לעובדים בתוכנית ESOP, כתבי אופציה מסוג Warrants למניות רגילות ולמניות בכורה שהונפקו למשקיעים וכן הסכמי SAFE)".

מהו שווי פעילות?

אני מגדיר **שווי פעילות (EV - Enterprise Value)** כ-: "סך הצברם של שווי החברה כמגודר לעל והשווי המאזני של ההתחייבויות הפיננסיות של החברה (החוב הפיננסי שלה לבנקים ולבעלי אגרות חוב) בניכוי השווי המאזני של הנכסים הפיננסיים של החברה (יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות ניליות)".

מהו שווי עסק?

אני מגדיר **שווי עסק (Business Value)** כ-: "שקל האפקטיבי לשווי חברה (בין אם שוא הערכת השווי היא חברה בע"מ ובין אם לאו). "שווי עסק" מורכב מ- 2 קומפוננטות: **השווי הנכסי הנקי המתואם של העסק (ANAV - Adjusted Net Asset Value; 1-2)** ו- **השווי העסק (Goodwill)**.

מהו ANAV?

אני מגדיר **ANAV** כ-: "השווי הנכסי הנקי המתואם (הכלכלי) של ההון העצמי של העסק". ה-ANAV מחושב כהפרש בין שווי (כלכלי) של הנכסים ושווי (כלכלי) של ההתחייבויות, בהנחה שהעסק הוא עסק חי, כאשר שווי כלכלי הוא שווי בעסקה בין קונה ומוכר ברצון ללא לחץ על אחד הצדדים לביצוע מהיר של העסקה.

מהו מוניטין?

אני מגדיר **מוניטין (Goodwill)** כ-: "יכולת של עסק לייצר "רווחים עודפים" לאורך זמן באופן מובהק סטטיסטי, כאשר "רווחים עודפים" פירושה ההפרש שבין הרווחים התפעוליים הצפויים מהעסק המוערך לבין התשואה ההוגנת על ההון החוזר והרכוש הקבוע של העסק". המוניטין מחושב כהפרש שבין **השווי (הכלכלי) של ההון העצמי (ה-ANPV - Adjusted Net Present Value)** לבין השווי (המאזני) של ההון העצמי (ה-ANAV).

מהו ANPV?

אני מגדיר **ANPV** כ-: "כשווי הכלכלי של ההון העצמי של העסק הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (המוניטין) בעסק". ה-ANPV מחושב כערך הנוכחי של זרמי המזומנים הצפויים לנבוע מהפעילות (EV), לאחר היוזם למועד הערכת השווי באמצעות שיעור היוון מותאם לסיכון, בניכוי החוב הפיננסי ברוטו של העסק, שאותו נסמן באות D (Debt), חוב פיננסי של העסק לבנקים ולבעלי אגרות חוב בספרי העסק) ובתוספת המזומן של העסק, שאותו נסמן באות C (Cash), יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות ניליות של העסק בספרי העסק). בשיטת ה-ANPV יש לערוך תחזית לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות של העסק, השקעותיו ברכוש קבוע ובהון חוזר, הערכת פוטנציאל הצמיחה שלו, הערכת סביבת הסיכון שבו הוא פועל, והערכת שווי העסק בתום תקופת התחזית (Exit Value).

ממה מורכב המוניטין?

מוניטין מחושב כערך השייר (שווי שיורי, שווי שארית) של השווי הכלכלי של העסק (ANPV) לאחר ניכוי השווי המאזני של העסק (ANAV). במכלול מצבי האפשריים, מוניטין יכול להיות מורכב ממוניטין עסקי (Entity Goodwill) בלבד, לחילופין ממוניטין אישי (Personal Goodwill) בלבד, או לחילופין חילופין מקומבינציה של שניהם.

מהו מוניטין עסקי?

אני מגדיר **מוניטין עסקי (Entity Goodwill)** כ-: "יכולת של עסק להניב תורמי מזומנים חיוביים (Inflows) לאורך זמן באופן מובהק סטטיסטי, ללא כל תלות באדם מסוים". דוגמאות למוניטין עסקי בעסק יכולות להיות קיומו של נכס בלתי מוחשי כגון: "קשרי לקוחות" (רטיינרים) / לקוחות חוזרים), סימן מסחרי/מותג, הסכם סצפיני עם הטבה, זיכיון, פטנט, טכנולוגיה ועוד. מוניטין עסקי בעסק הוא נכס עביר (Transferable) ועל כן יש לו שווי. לצרכי גירושין, מדובר בנכס בר-איזון.

מהו מוניטין אישי?

אני מגדיר **מוניטין אישי (Personal Goodwill)** על דרך השלילה כ-: "היעדר היכולת של עסק להניב תורמי מזומנים חיוביים (Inflows) לאורך זמן באופן מובהק סטטיסטי, ללא כל תלות באדם מסוים". דוגמה למוניטין אישי יכול להיות כאשר מדובר בעסק של נותן שירותים יחיד, לחילופין אן קיים בעסק נכס בלתי מוחשי מסוג "הסכם אי תחרות" מלוג עובד בעסק, או לחילופין חילופין אם כל

כל לקוחות העסק הינם לקוחות מזדמנים שאינם חוזרים. מוניטין אישי הוא נכס לא עביר (Untransferable) ועל כן אין לו שווי. לצרכי גירושין, מדובר בנכס שאיננו בר-איזון.

מה ההבדל בין מוניטין אישי לבין דיסקאונט איש מפתח?

מוניטין אישי הוא מצב בינארי (0 או 1) המתאים לעסק, שבו אם "ננתק" את בעל העסק מהעסק, אז העסק יחדל מלתפקד (מדובר בהרס מיידית או איטי של העסק) וכפועל יוצא מכך לא יהיה שווי לעסק. מאידך, **דיסקאונט איש מפתח (Key Person Discount)** הוא מצב א-בינארי (רציף) המתאים לעסק עם "הנהלה רזה" (קרי, עם יותר ממנהל אחד), שבו אם "ננתק" את איש המפתח (מנהל או עובד ככוכב) מהעסק, אז העסק יחווה פגימה טמפורלית (קרי, אובדן הכנסות או ירידת ערך זמנית) אבל עדיין יהיה לעסק שווי. כאמור דיסקאונט איש מפתח מתאים לעסקים הגדולים יותר מעסק של בנאדם אחד.

מהו נכס לפי חוק יחסי ממון?

סעיף 5 לחוק יחסי ממון בין בני זוג, תשל"ג-1973 (להלן: "החוק") מדבר על איזון נכסים בין בני זוג, כאשר מילת המפתח היא "נכסים". כלומר, צריך להראות לבית המשפט/בית הדין שאכן קיים נכס, דהיינו, "נכס עובר לסוחר" שפירושו נכס שאחזנו במינים שניתן למכור אותו לצד ג' כלשהו. בעוד ש-ANAV ומוניטין עסקי הינם נכסים ברי איזון, הרי שמוניטין אישי איננו נכס בר-איזון. חשוב להבין שכאשר החוק מדבר על נכס, הוא מדבר על משהו שיעובד" ללא תלות באדם מסוים. למשל, כי אני בבעלותי דירה להשכרה - אז זהו נכס. למה? כי אני משכיר אותה למישהו והדירה עובדת לבד, מייצרת לי כסף. אז במונח הזה בדיק צריך גם להסתכל על העסק. כלומר, האם העסק יכול לעבוד לבד ללא בעל העסק, או אם לאו. לאמור- האם בעסק המוערך קיים מנגנון כזה שמישהו אחר יוכל לקחת אותו ולנהל אותו, ללא בעל העסק? כי אם כן, אז מדובר במוניטין עסקי, ואם לא, אז מדובר במוניטין אישי.

מקרה של סוכן ביטוח שעובד לבד

ניקה למשל סוכן ביטוח שעובד לבד (ללא מזכירה וללא עובדים) אבל יש לו תיקי ביטוח שמייצרים לו תזרים חודשי של עמלות נפרעים וחידושים. תיקי הביטוח הללו ניתנים להעברה לסוכן אחר, כי הם "מטבע עובר לסוחר" ולכן הם שווים כסף. כלומר, תיקי הביטוח הללו הם נכסים, בעוד שסוכן הביטוח שיושב עליהם הוא עצמו לא נכס, אלא מוניטין אישי.

שווי של עסק עם מוניטין אישי

במצב שבו כל המוניטין של עסק מסוים הוא מוניטין אישי (קרי, מצב שבו העסק איננו מסוגל לייצר תזרים מזומנים חיובי לאורך זמן באופן מובהק סטטיסטי, ללא כל תלות באדם מסוים), הרי ששווי העסק המוערך יהיה שווה רק ל-ANAV (כי אז למוניטין יש שווי אפס כי הוא מורכב כולו ממוניטין אישי אשר אינו בתורו נכס לא עביר ולכן הוא אינו נכס בר-איזון).

שווי של עסק עם מוניטין עסקי

במצב שבו כל המוניטין של עסק מסוים הוא מוניטין עסקי (קרי, מצב שבו העסק מייצר תזרים מזומנים חיובי לאורך זמן באופן מובהק סטטיסטי, ללא כל תלות באדם מסוים), הרי ששווי העסק המוערך יהיה שווה לסך הצברם של ה-ANAV והמוניטין (כי אז למוניטין יש שווי חיובי כי הוא מורכב כולו ממוניטין עסקי אשר הוא בתורו נכס עביר ולכן הוא נכס בר-איזון).