

התחשבות באירועים עוקבים (למועד הערכת השווי) בהערכת שווי של עסק ובכימות נזקים מסחריים



האקטואר רועי פולניצר מנסח כלל מנחה לשימוש במידע שהיה קיים במועד הערכת השווי וחרג לכלל הגורס כי רק אם התממש סיכון מערכת, יש להתחשב באירועים עוקבים

מונחים בהערכת השווי

המילון הבינלאומי למונחים בתחום הערכת השווי של עסקים מגדיר את המונחים הבאים:

- אירוע עוקב (Event Subsequent) מוגדר כ- "אירוע המתרחש לאחר מועד הערכת השווי".
- מועד הערכת השווי (Valuation Date) המכונה גם המועד הקובע (Effective Date): כ- "נקודת זמן ספציפית שחות הדעת של מעריך השווי נכונה לה".
- מועד הדוח (Report Date) כ- "מועד כתיבת דוח הערכת השווי".

- בתחום הניקין מבחינים בין 3 מועדים: מועד הפגיעה / המועד הקובע.
- מועד חוות הדעת / מועד ההיוון.
- מועד פסק הדין.

במסגרת הליכי לטיגציה מסחרית, מטרתם של פיצויי ניקין הינה להשיב את מצבו של הניזוק לקדמותו, טרם הפגיעה.

מצב 1: הערכת שווי בתנאי סיכון שיטתי

המידע שמשמש לביצוע הערכת שווי של עסק בתנאי סיכון שיטתי חייב להיות אך ורק המידע שהיה קיים במועד הערכת השווי.

סיכון שיטתי (Systematic Risk), סיכון סיסטמטי) מוגדר כחשיפה לתנועות שוק כלליות, לשיטתי, תנאי שוק נורמליים. לפיכך, בעת הערכת שווי של עסק בתנאי שוק נורמליים, מעריך השווי אינו רשאי להתחשב בחישוביו באירועים עוקבים (למועד הערכת השווי). על מנת לחזק תובנה זו ראוי לצטט מהסטנדרטים בתחום "הערכות השווי" (Business Valuation Standards) אשר פורסמו על ידי המכון המעריכי שווי בארה"ב (The Institute of Business Appraisers) ב- 25 באוקטובר 2001:

"...1.20 Eligibility of Data. An appraisal shall be based upon what a reasonably informed person would have knowledge of as a certain date. This shall be known as the appraisal's "date of valuation" or "effective date" (...) Information unavailable or unknown on the date of valuation must not influence the appraiser or contribute to the concluding opinion of value."

חיזוק נוסף לכך ניתן לקבל מפסקאות "הגבלת האחריות" המופיעות בפרק "הצהרה אודות תנאים מגבילים" (בענה

המקצועית Disclaimer) כמעט בכל הערכת שווי בישראל:

"...הערכה כלכלית זו אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים, תוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע קיים והינה רלוונטית למועד עריכתה בלבד (...)

(...) בשל אי הוודאות העסקית הכרוכה בניסיון להעריך את שווייה של החברה וריבוי הפרמטרים האקסוגניים והאנדוגניים לה כאחד, העשויים להשפיע על תוצאות פעולות בעתיד ושוויים של נכסיה, נטו בפועל, אין כל ערובה או בטחון כי תוצאות המודלים וההערכות אותם נקטנו בעבודתנו יתקיימו בפועל ומטרתם לשקף את הידע הקיים, ככל שידוע, במועד הערכת שווי זו."

מצב 2: הערכת שווי לאחר התממשות סיכון מערכתי

במקרים שבהם בין מועד הערכת השווי לבין מועד הדוח התממש סיכון מערכתי אשר במועד הערכת השווי לא היה עליו מידע או שלא ניתן היה לצפותו מראש, יש להשתמש בכל המידע הרלוונטי שקיים במועד הדוח.

סיכון מערכתי (Systemic Risk) מוגדר כחשיפה לזעזוע פתאומי שיפגע בצורה של גל בכל המשק. קיימים מקרים של התממשות סיכונים מערכתיים, הנגזרים מגורמים שהם אקסוגניים לעסק, שאין לו שליטה בהם – באקטור יכולת לנהל או לצמצם אותם. עם סיכונים אלה נמנים מגיפה עולמית (קורונה), מלחמה (לבנון השנייה), פעולת טרור (אסון מגדלי התאומים), נזקי טבע (הצונאמי בתאילנד) קריסה כלכלית של מדינה (בריה"מ) או לחילופין של גוף פיננסי (ליהמן ברדרס).

במקרים שכאלה, מעריך השווי צריך להתחשב בחישוביו באירועים עוקבים (למועד הערכת השווי). פעם אחת מהסיבה שמקדמי הסיכון שהיו ידועים במועד בהערכת השווי לא תמחו נכון את הסיכון המערכתי שהתממש ופעם שנייה שנכון למועד הערכת השווי, העסק לא יכול היה לנהל את הסיכון המערכתי על ידי הפחתתו, גידורו, ביטולו וכיוצא באלה פעולות ניהול סיכונים.

רו"ח והאקטוארית ליטל נאור מעירה לי, שהגם שמדובר בסיכון מערכתי שהשפיע באופן שלילי על מרבית החברות במשק, הרי שיכולות להיות חברות שמצבן השתפר פלאים כתוצאה מהתממשות סיכון מערכתי שכזה. לדוגמה, חברה שמפתחת חיסונים לאחר פרוץ מגפת הקורונה. כלומר, ההתחשבות באירועים עוקבים (למועד הערכת השווי) צריכה להיות בין אם מצבה של החברה הורע כתוצאה מהתממשות הסיכון המערכתי ובין אם מצבה השתפר כתוצאה מכך. לשני הכיוונים, למרות שסיכון מערכתי משפיע, מעצם הגדרתו, על המשק כמכלול באופן שלילי. ולכן, גם אם

חברה מסוימת "קפצה" פלאים בשווייה כתוצאה מהתממשות סיכון מערכתי עוקב למועד הערכת השווי, יש להתחשב בעת הערכת שווייה באירוע זה, הואיל ומדובר באירועים המתרחשים אחת ל- 50 שנה או ל- 100 שנה.

מצב 3: כימות נזקים מסחריים

מאחר וכימות הנזקים מושתת על העיקרון שגובה פיצויי הניזוקין שייפסק לניזוק חייב להיות כזה שישביע את מצבו של הניזוק לקדמותו (טרם הפגיעה), ובתנאי שלא יפצה אותו פיצוי יתר או פיצוי חסר – הרי שבכימות נזקים מסחריים, מעריך השווי חייב להתחשב בחישוביו באירועים עוקבים (למועד הפגיעה).

נניח לדוגמה שלחברה מסוימת נגרם נזק מסחרי ב- 31.08.2019 (מועד הפגיעה) ובנוסף בספטמבר 2020 (שנה אחרי מועד הפגיעה) החברה פסקה מפעילותה העסקית כתוצאה מהקורונה. באוקטובר 2021 (מועד חוות הדעת) התבקש מעריך שווי לחשב את נזקי אובדן הרווחים של החברה בגין אותו נזק מסחרי שנגרם לה במועד הפגיעה. במצב שכזה, מעריך השווי חייב להתחשב באירועים עוקבים (למועד הפגיעה, קרי, השפעת הקורונה) על מנת להבטיח שהחברה לא תפוצה בפיצוי יתר, בהתאם לעיקרון השבת מצבה של החברה קדמותו. מאידך, אם אותו מעריך שווי היה מתבקש להעריך את שווי החברה נכון ל- 31.08.2019 (מועד הערכת השווי), למשל לצרכי דיווח חשבונאי-כספי על פי תקני החשבונאות הבינלאומיים (IFRS), הרי שהיה עליו להתעלם מאירועים עוקבים (למועד הערכת השווי). שונה הדין לגבי הערכת שווי לצרכי עסקה או לצרכים משפטיים, בהם מותר.

לסיכום

המידע שמשמש לביצוע הערכת שווי של עסק בתנאי סיכון שיטתי חייב להיות אך ורק המידע שהיה קיים במועד הערכת השווי.

במקרים שבהם בין מועד הערכת השווי לבין מועד הדוח התממש סיכון מערכתי אשר במועד הערכת השווי לא היה עליו מידע או שלא ניתן היה לצפותו מראש, יש להשתמש בכל המידע הרלוונטי שקיים במועד הדוח.

לאמור- כנגד הכלל המנוסח במשפט הראשון, גורס המשפט השני את היוצא מן הכלל, ולפיו רק אם התממש סיכון מערכתי, עניין הטעון הוכחה פוזיטיבית, יש להתחשב באירועים עוקבים (למועד הערכת השווי).

לעורכי הדין שינסו לעשות במאמר זה לטובת האינטרסים של לקוחותיהם אסביר זאת כך: הכלל מנוסח במשפט הראשון והוא מנחה על שימוש אך ורק במידע שהיה קיים במועד הערכת השווי, ואילו החרג המנוסח במשפט השני גורס כי רק אם התממש סיכון מערכתי (עניין המחייב הוכחה) יש להשתמש בכל המידע הרלוונטי שקיים במועד הדוח.