לא נכון ולא הוגן לצורך איזון משאבים עקב גירושין להעריך שווי חברת הזנק המצויה בשלב מוקדם!!!!!

דוד בכר, CFV, CLU, CFP קובע שאין מקום להערכת שווי במקרים כמו המקרה של חברת הזנק שעתידה לוט בערפל. לדעתו לא מומלץ להעריך שווי חברה שמצויה בגירעון במסגרת איזון משאבים עקב גירושין ועל כן עדיפה חלוקה בעין.

השבוע התייעץ איתי חבר שמונה מטעם בית משפט לענייני משפחה כמומחה כלכלי לאיזון נכסי בני זוג עקב הליך גירושין. במסגרת המינוי, נדרש החבר להעריך את מניות הבעל בחברת הזנק. מאחר ופירסמתי מספר כתבות ומאמרים על הערכות שווי חברות הזנק, ביקש החבר להתייעץ איתי בנושא.

מדובר בזוג שנישא באוגוסט 2010 והתגרש בינואר 2022. הבעל שותף בחברת הזנק בתחום הביומד. הקולגה שאל אותי מה עליו לעשות, אז ביקשתי תחילה לקבל לידיי את ההסכם להקמת המיזם המשותף מינואר 2019. על פי הדוחות הכספיים ל-31.12.2020 : החברה החלה את פעילותה ב-1.1.2020. החברה מפתחת מכשור רפואי מסוים ובעת הקמתה היא גייסה כספים תמורת מניות באמצעות חממה.

על פי דוח למס הכנסה לשנת 2021, הבעל מחזיק ב- 25% בבעלות על הון מניות החברה. הבעל לא קיבל בשנה זו שכר מהחברה. לדברי הבעל בשנת 2022 החברה פעלה לרישום פטנט בארה"ב ובאירופה למכשיר שפיתחה. בנוסף גייסה כספים ממשקיע פרטי (לדברי הבעל גויסו 100 אלף דולר) שהיו נחוצים לקבלת אישור מהמדען הראשי למימון נוסף לשנה שלישית של פעילות החברה. לדבריו הבעל בעקבות כך ירד שיעור החזקתו במניות החברה ל- 20%. נכון למועד הקרע לחברה ישנן התחייבויות וגירעון בהון שנצברו עקב עלויות המחקר והפיתוח.

ביומד

אומר מראש, מניסיוני בתחום הביומד לא כל הצלחה בניסוי משמעותה מכירות במיליוני דולרים ומאידך לא כל כישלון ברישום פטנט מביא להשבתת החברה. כמנכ"ל לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל נפגשתי לשיחה עם שלושה קולגות שלי שפעם אחת מעריכים שווי של חברות ביומד ופעם שניה מתמנים ע"י בתי משפט ובתי דין כמעריכי שווי מוסמכים.

אז האם ניתן בכלל להעריך שווי בחברות ביומד? השורה התחתונה היא שהמספרים הסופיים בהערכות השווי, השווי שננקב, אלה יותר מטעים ממועילים.

אחד הקולגות שלי, סיפר שהוא מבצע את הערכותיו בביומד כמו בכל תחום אחר. הוא כופל את ההכנסות הצפויות מכל מוצר שהחברה מפתחת ביחס היוון להיום. יחס ההיוון מביא בחשבון גם את הדיסקאונט עבור העובדה שההכנסה אמורה להגיע אי שם בעתיד, וגם את הדיסקאונט הנובע מהסיכון שההכנסה לא תגיע בכלל. כלומר, על המכפיל הזה מועמס כל הסיכון של חברת הביומד. יחס ההיוון נקבע על ידי מעריך השווי בהתבסס על נתונים היסטוריים של חברות דומות. אותו קולגה מציין כי יש לו מאגר של הערכות שווי, שעליהן הוא מבסס את יחסי ההיוון שלו.

נסביר כי הערכת שווי בנויה מתחזיות של תזרימי מזומנים מהוונים ומשיעור ההיוון. העובדה שמדובר בתחזיות בלבד באה לידי ביטוי בשיעור ההיוון, שמשקף את הסיכון שהתחזית לא תממש. המספרים שמופיעים במודל, כמו המכירות למשל, צריכים להציג את התוחלת של כל המצבים האפשריים, ולא את ההערכה הטובה ביותר של מעריך השווי. יש נוסחה ברורה לחישוב שיעור היוון, ועל מעריך השווי להסביר על פיה כיצד הוא קבע את שיעור ההיוון. כמובן שככל שלחברה יש פחות היסטוריה, התחזיות לגביה יהיו יותר תנודתיות, ולכן מעריך השווי נדרש להצמיד לה שיעור היוון גבוה יותר.

קולגה אחרת שלי ציינה כי ישנם חוקרים אקדמיים שעוסקים בתיעוד יחסי היוון היסטוריים ואף הוסיפה כי כדי לשפר את הערכת השווי, מעריך השווי יכול להציג הערכת שווי לגבי כמה תרחישים - למשל חיובי, שלילי ובינוני - והמספר הסופי הוא התוחלת ההסתברותית של כולם. חשוב לציין שהערכת שווי נכונה ליום כתיבתה בלבד.

חשוב ללמוד את החברה

קולגה אחר שלי מסביר כי הוא מקדיש חלק קטן יחסית למספרים וחלק ניכר ללימוד החברה. המלל ונתוני הרקע מאוד חשובים לדבריו, ולכן הוא בוחן קודם כל נתונים על גודל השוק וכמות ורמות החדירה של המתחרים ובוחן בעין אובייקטיבית עד כמה הנחות היסוד של החברה הן מבוססות. לדעתו, לפני שקובעים שווי יש לבדוק את צורת העבודה של הנהלת חברת הביומד, כדי לקבוע האם יש לה בכלל סיכוי להוציא לפועל את התוכניות שלה.

אז מה הבעיה של הערכות השווי

קולגה אחד אמר ש"טיב הערכת השווי הוא כטיב ההנחות שהונחו", ואיתו הסכימו יתר הקולגות. קולגה אחר הודה כי חלק נכבד מהנחות היסוד מקורן בהנהלה, ולכן היא בעצם זו ש'כותבת' את הערכת השווי. מעריך שווי טוב יבדוק את ההנהלה בכל המקומות האפשריים. עם זאת, לא לכל נתון אפשר לבצע בדיקה. מעריכי שווי מסוימים מציינים כי הסתמכו על הנחות היסוד של ההנהלה וזוהי אחת הרועות החולות של התחום. הואיל ומדובר בזריקת אחריות ברמה כזו שהאקסל בתחום הזה באמת סופג הכול, ואפשר לכתוב כל מה שרוצים. קולגה אחר אמר שהחיים לימדו אותנו שתמיד יש יותר צרות ממה שחושבים וכי לדעתו יש הערכת חסר חריפה של הבעיות שיכולות לקרות, וזה נכון בעיקר לחברת מכשור רפואי.

קולגה אחר אמר כי הערכת שווי על פי מודל היוון תזרימי המזומנים (DCF) בעייתית בכל תחום, אך בביומד היא כמעט לא רלוונטית. למשל, אם מעריך שווי יכין טבלת אקסל שלהכנסות צפויות לחברת מכשור רפואי ייתכן שיגלה שהיא לא תרוויח אף פעם, אבל רוב החברות בתחום הזה בכלל נרכשות לפני שהן מגיעות להכנסות. מה שצריך לדעת זה מי הרוכשות הפוטנציאליות, מה התיאבון שלהן לרכישות וכמה הן יכולות לשלם, וזה רחוק, מרחק רב, מרק להכין טבלת אקסל של הכנסות צפויות.

סיכום

סיכמתי את המפגש עם 3 הקולגות שלי בכך שהמספר שנקבע בהערכת השווי הוא בדיוק זה שאינו משקף את שווי החברה. הרי אם אני משכלל סיכוי להצליח עם סיכוי להיכשל ויוצא לי מספר, בסוף החברה תצליח או תיכשל, אין ממוצע. עבור חברות בשלב מוקדם מומלץ לשים דגש על פרמטרים איכותיים, כמו המדע ההנהלה והשוק. ומכאן התחלתי לגבש את מסקנתי בנושא.

לאחר לימוד ענף הביומד וחברות ההזנק בכלל, הסיכויים והסיכונים הכרוכים עימו ומצב החברה המוערכת כלשעצמה, מצאתי כי, כל הערכה שתיעשה לצורך איזון משאבים עקב גירושין של שווי החברה תהיה הערכה שגויה ועשויה לגרום לקיפוח משמעותי ביותר של אחד הצדדים.

הסבר: אישה ובעל אינם משקיעי הון סיכון שרוכשים מדי יום חברות שאין להן בכלל מכירות, רק בהסתמך על תחזיות. נסביר כי משקיעי הון סיכון עובדים על תחזיות, מה שאומר שהם מבינים שכשמישהו קונה נכס וכשמישהו מוכר אותו, הם עושים את זה על סמך התעתיד ולא על סמך העבר. אישה ובעל אינם משקיעים הרוכשים בכספם חברות בשוק הפיננסי, כאשר ההשקעה מצטרפת אצלם ל"פול" של השקעות וסיכונים. גורם העוסק באופן מקצועי בהשקעות, מנטרל חלק מהסיכונים עקב זה שהוא מצרף השקעה עם סיכון גבוה לסל של סיכונים. הבעל והאישה אינם משקיעים מסוג זה. לא הגיוני לחשוף אותם לאי וודאות כל כך גבוהה הקיימת במקרה שלפנינו.

במילים אחרות, אמרתי לחבר שאם הוא יקבע את שווי החברה כפי שמקובל בין קונה (משקיע) מרצון למוכר מרצון הרי שהוא יכלול בכך גורם סיכון מאוד גבוה שלדעתי האישית לא יהיה נכון להחילו על הצדדים. לפיכך, ייעצתי לאותו חבר שלא יהיה נכון ולא הוגן, כלפי בני הזוג, להעריך את שווי החברה במועד הקרע (בין היתר בשל היותה בגירעון) וכי בשלב זה הייתי מציע לו לקבוע: לאישה זכות למחצית המניות של הבעל בחברת ההזנק, וכי יש לערוך את ההערכה כשיהיה יותר ברור מה גורלה של ההמצאה והחברה. מניסיוני הייתי מציע לבדוק מחדש בעוד שנתיים, לכל המאוחר.