



מעריך שווי של עסק? בדוק בטרם תעריך!

מאת: רו"ח ליטל נאור

חברות ועסקים בשליטה פרטית, נתונים למניפולציות מסוגים שונים, הן בדיווחים לגבי הנכסים וההתחייבויות והן לגבי תוצאותיהם העסקיות. אך לא רק! תופעות שליליות אלו עשויות להיכלל גם במסגרת דווחי חברות ציבוריות, הן בדוחותיהם הכספיים והן כחלק מהמצגים לצורך הנפקות, מיזוגים ורכישות מצד מנהלי החברה ו/או גורמים בעלי עניין.

השפעת המניפולציות על תוצאות הערכות השווי הינן מהותיות ועשויות להביא לתוצאות שאינן משקפות את שווי האמיתי של החברות המוערכות.

באחת מסצנות המופת בסרט "מכונת הכסף" (The Big Short), מוצגת נקודת ההתפכחות של משקיעים ספקולנטיים בניירות הערך שאיגדו את סיכוני האשראי בהלוואות סאב-פריים. בסצנה המדוברת יורדים הברוקרים, מהמשרדים הנהנתניים במנהטן אל הכרך ובוחנים בעצמם את יכולת החזר של הלווים, אשר הופיעו בנייר הערך אשר גיבה את המשכנתאות, ומגיעים לידי מסקנה כי יכולת החזר המוצגת בניירות ושיעורי הכשל (Default) אינה משקפת נאמנה את המציאות ורחוק מכך.

חשוב להבחין בין המונחים "הערכה" ו"בדיקה", משהראשונה משקפת הסתכלות סובייקטיבית ואילו השנייה מחייבת הסתכלות "אובייקטיבית".

בחודש ספטמבר 2016 הודיעה שלנו גרופ על ביטול ההנפקה ופיטורי שני שלישים מהעובדים. זאת לאחר שביקשה לגייס 95 מיליון שקל בבורסה לפי שווי של 177 מיליון דולר, על אף שעד למועד זה, בהתאם לדיווחים בעיתונות הכתובה, לא ייצרה הכנסות וחלק מהאפליקציות שלה טרם הושקו. אם מנתחים את הערכת השווי שבוצעה לחברה, ניתן לראות כי הינה מתבססת על נתונים שהציגה החברה של כמות המשתמשים באפליקציות החברה. בפועל, התברר כי לחברה, לכאורה, אין 11 מיליון משתמשים, והנתון מתייחס אפוא לכמות הפעמים שהאפליקציות הורדו.

משהערכת השווי התבססה ברובה על נתון זה, הרי שנדרש היה לבצע בדיקה אובייקטיבית של הנתונים המוצגים על ידי החברה. התבססות על הנתונים שסיפקה החברה מבלי לבחון אותם הובילה, לכאורה, לעיוות התוצאות וזאת עוד בטרם נלקחו בחשבון אפשרויות להטות את הנתון בהינתן שבמדינות מסוימות בעולם ניתן לרכוש "בנקים של הורדות". לפיכך, במקרה זה, היה צורך לבחון שווי החברה בשיטות אלטרנטיביות, על מנת לבחון את מהמנות הנתונים ואף במידת הצורך לנטרל נתונים שהועברו ממוקומים גיאוגרפים מועדים.



על פי סקירות הנערכות מידי שנה, על ידי ה- PCAOB, עולה כי הכשלים המרכזיים בהערכות שווי נובעים מליקויים בביצוע הבדיקות המבססות ובהערכת הסיכונים. שני פרמטרים אלו מתייחסים לבדיקות האובייקטיביות של נתונים ופרמטרים המוצגים על ידי החברה.

Deficiency	2011	2012	2013	2014
Risk assessment	21.5%	41.2%	45.0%	48.0%
Failure to test	33.8%	18.8%	19.0%	25.0%
PFI assumptions	4.6%	17.5%	15.0%	17.0%
Pricing	26.2%	16.3%	13.0%	8.0%
Disclosures	13.8%	6.2%	8.0%	2.0%

ככלל, קיימת חשיבות רבה לבדיקת נאותות הדיווחים של החברה קודם לבחירת השיטה לצורך ביצוע הערכת השווי. משנקבעה השיטה, יש לשים דגש על הבדיקות הנוספות הנדרשות.

גישת הנכס (שווי נכסי נקי NAV) – גישה המתבססת על מצבת הנכסים וההתחייבויות של חברה מוערכת ומהווה אינדיקציה ראשונית לשוויה של חברה או כאשר מדובר בחברה שעיקר הכנסותיה הינם מנדל"ן מניב. גישה זו הינה הגישה הנכונה ביותר להערכת שווי חברה, כאשר קיימים ספקות באשר ליכולתה להפיק תזרים מזומנים חיובי לכיסוי התחייבויותיה (חברה בסכנת חדלות פירעון).

הבסיס להערכת השווי בגישה זו הינו מאזן החברה ("שווי פנקסני"), ובשל כך נדרש לבצע פעולות שתכליתן לבחון מהימנות הנתונים המוצגים במסגרת דוחותיה הכספיים של החברה. כגון: בחינת רישום נאות של מלוא נכסי והתחייבויות החברה, בדיקת קיומם של נכסים מותנים או התחייבויות תלויות, שיתכן שקיבלו ביטוי מעוות בדוחות הכספיים.

כאשר נוקטים בגישה זו, יש לוודא כי שווי נכסי הנדל"ן של החברה מוערך על ידי שמאי מקרקעין מוסמך, אשר חוות דעתו תשקף, מעבר לתשואות הנתונות של הנכסים, את מלוא הפוטנציאל הגלום בנכסי החברה !

במקרה זה, קיימת חשיבות רבה, כי מבצע השמאות יהיה גורם מהימן ונטול ניגודי עניינים שכן לעיתים מדובר בחברות הפועלות או מחזיקות נכסים בחו"ל שם ההסמכה או העדר ההסמכה הינו חזות הכל.

תיאור מקרה : אגרות החוב של חברות ציבוריות שביצעו השקעות בתחום הנדל"ן והמקרקעין. חברות ציבוריות גייסו הון רב באמצעות אגרות חוב למימון השקעותיהן השונות בתחום הנדל"ן בחו"ל. עיקר ההנפקות בוצעו לגופים המוסדיים, וכך נבנתה לה כלכלה שלמה על גבם של המוסדיים. בשנים הראשונות שגשו ופרחו חברות אלה ועמדו בהצלחה בהחזרי התשלומים. עד מהרה, מצאו עצמן החברות בפיגורי תשלומים, חדלות פירעון והסדרי חוב שגילחו לא מעט מאגרות החוב.



הסיבות להצלחות הרבות שרשמו חברות הנדל"ן בהנפקות אגרות החוב ולפער בהערכות היו תמחור לקוי של סיכונים והערכה בעודף של פרויקטים ונכסים, אשר בחלקם התגלו כחסרי היתכנות.

קודם להנפקות אגרות החוב, בוצעו הערכות שווי על ידי מעריכי שווי נחשבים בארץ ובחול"ל, אשר על בסיסן נקבעו היקפי הגיוס.

עם תחילתו של המשבר הכללי העולמי בכלל ובמזרח אירופה בפרט התקשו החברות לעמוד בהתחייבויותיהן ואף הגיעו לחדלות פירעון.

בדיקה שבוצעה בדיעבד, לאיתור קיומם של אינדיקציות, של המצגים שהוצגו, המתייחסים לעסקאות רכישה ופיתוח נדל"ן במסגרת פרויקטי היוזמות, העלו חשדות, שבנוסף על השפעות משבר הסאב פריים, אשר הוביל למשבר הכלכלי העולמי, הערכות השווי שבוצעו לא נתנו ביטוי מלא למכלול הסיכונים שרבצו על החברות באותה העת, כך שניתן היה לזהות סממנים, בדוחות הכספיים, לכך, ששווי הנכסים, נמוך משמעותית מהשווי שנרשם בדוחות.

כמו גם חברות ציבוריות, גם בחברות פרטיות וקטנות, אותרו מקרים דומים.

כך לדוגמה, חברה פרטית, שמרכז פעילותה היה באירופה, הציגה בדוחותיה הכספיים נכסי נדל"ן וקרקעות רבים בבעלותה, עם תכניות לבתי מלון ובניינים וצפי לא מבוטל של תזרימי מזומנים. ביקור פיזי באחד מהקרקות בבעלותה של החברה, לגביו הצהירה כי מיועד להקמת בית מלון מפואר, התגלתה כקרקע עתירת עצי אב היסטוריים, שהסבירות שהמדינה תתיר לכרותם, הינה בגדר המזערית. כמו כן, ביקור בבנייני המשרדים והמגורים שבבעלותה, העלה כי בניגוד להצהרות החברה בקשר לתפוסה כמעט מלאה, נותר חלק ניכר מהבניינים ללא אכלוס ולגבי החלק המאוכלס בלט היעדר קיומם של חוזים ארוכי טווח.

במקרה זה, לא היה די באישורים ואסמכתאות שסיפק בעל השליטה, אשר היו נתונים לספקולציות אישיות.

כך גם במקרה הפוך, כאשר לבעל השליטה קיימים מניעים להקטנת שווייה של החברה ו"העלמת" חלק מנכסיה.

גישת השוק – בהתאם לגישה זו, נעשה שימוש בנתונים של חברות ברות-השוואה לצורך קביעת "מכפיל" עבור החברה המוערכת. זמינות נתונייהן של חברות ציבוריות, והעסקאות המתבצעות על ידן, מאפשר לאתר את המדדים המתאימים באמצעותם ניתן יהיה להקיש על שווייה של החברה המוערכת.

כך למשל, יבחנו היחסים הפיננסיים והמקדמים של חברות ציבוריות בהשוואה לחברה המוערכת, תוך החלת פרמיות מתאימות בהתאם לגודל, השוק בו פועלת החברה והשליטה בה, לשם קבלת אומדן סביר של שווייה.



קיימת חשיבות רבה ליישום פרמיות מתאימות על נתוני חברות ברות-השוואה לשם התאמתם לנתוני החברה המוערכת.

כאשר נוקטים בגישה זו, יש לקחת בחשבון שיקולים נוספים שיתכן שנתנו משקלם בעת ביצוע העסקה. כגון: שיקולים אסטרטגיים, כלכליים ובירוקרטיים!

גישת המכפיל - מתבססת על נתוני מכפיליהן של חברות ברות-השוואה (ציבוריות נסחרות) לשם קבלת אומדן שווי הפעילות של החברה. גישה זו, מהווה אינדיקציה לבחינת תוצאות הערכת שווי בגישות השונות ואינה עומדת כשיטה בפני עצמה לקביעת שווי חברה.

תיאור מקרה: במסגרת בדיקה שבוצעה בהליך משפטי המתנהל בין בני זוג, נתבקשנו לבחון אינדיקציות לחוסר תום לב במסגרת המצגים שהוצגו לבת הזוג כחלק מהליך הגישור שהתקיים ושבסיומו נחתם הסכם גירושין.

מסקירת תיק רשם החברות של החברה עלו פרטים רבים באשר להנפקת והקצאת המניות בחברה, אשר אינם עמדו בקנה אחד עם המצגים שהוצגו. כמו כן, במהלך התקופה בה נוהל הגישור ועד לחתימת ההסכם בוצעו 4 פעולות בהון המניות וזוהות מנהליה של החברה.

ניתוח הדוחות הכספיים והשוואתם לדיווחים לרשם החברות העלו סתירות בדיווחי החברה. כך למשל, בוצעו מספר סבבים של גיוס הון בחברה בין היתר בהנפקת מניות אשר מסיבה שאינה ברורה לא קיבלו ביטוי במרשם המניות של החברה ברשם החברות. כמו כן הלוואה שנרשמה, לכאורה, בדוחות הכספיים כהלוואת בעלים, המבוססת על הסכם הלוואה ישן, הומרה בשנה לקדמה לפרידה למניות.

סבב גיוס השקעות נוסף, שבוצעה בעת האחרונה, נתן מושג על השווי המוערך על ידי החברה עצמה, אשר לא תאם את מחירי ההסכם.

כמו כן, חיפוש החברה ברשת האינטרנט, העלה כי החברה נכנסה להליך של מכירתה לתאגיד בחו"ל, המהווה חברה ציבורית נסחרת.

כל זאת ועוד, הוסתר מעינייה של בת הזוג במהלך הליך הגישור.

גישת זרמי המזומנים המהוונים (DCF) - הערכת שווי החברה מתבססת על אומדן שווי הפעילות של החברה. בהתאם לגישה זו, על פי נתוני ההיסטוריים של החברה, מגמות השוק, רמת הסיכון התפעולי והציפיות לעתיד, "בונים" תחזית של זרמי המזומנים הצפויים לנבוע לחברה מפעילותה. המרכיבים המשמשים לביצוע ההערכה כוללים את ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות, תוך התאמתם לתזרים על בסיס מזומן. לשווי המהוון של זרמי המזומנים הצפויים, יש להוסיף/להפחית את שווי הנכסים/ההתחייבויות העודפים של החברה (שאינם משמשים בהפקת ההכנסה).



תוצאות הערכת השווי בגישה זו כוללות הן את שוויים של הנכסים המוחשיים והן את שוויים של הנכסים הבלתי מוחשיים, לרבות מוניטין.

כאשר נוקטים בגישה זו, כמו גם בשיטות הקודמות, יש לקחת בחשבון כי לגורמים שונים קיימים אינטרסים להשפיע על שווייה של החברה, כגון: בעלי השליטה, בעלי עניין, בעלי תפקידים וכן להנהלת החברה, ולעיתים משבשים (לשני הצדדים) נתונים שבאינטרס.

תיאור מקרה: חברה שמקבלת שירותים מחברה קשורה (אחות), בין היתר שירותי משרד, מחברה בבעלות אחד הבעלים.

במקרה זה, קיימת השפעה מהותית לאופן והמחיר על פיהם נזקפות ההוצאות בדוחותיה של החברה על שווי החברה.

לפיכך, נדרש לבחון, האם תעריפי השירותים הניתנים על ידי החברה האחות תואמים את השירותים הניתנים על ידה או שמא מדובר בסוג של משיכת רווחים על ידי בעלי החברה.

ביקור במשרדי החברות (הממוקמים בכתובת זהה), העלה כי אכן ניתנים שירותים על ידי החברה האחות.

עם זאת, לא התקבלו הסברים מספקים לתשלומים כפולים שהוצאו על ידי 2 החברות בגין שירותים זהים. דהיינו, תשלומים לגביהם נטען כי השירותים מסופקים על ידי החברה האחות, אולם בפועל אותרו תשלומים לגורמים דומים גם בחברה.

מאחר שמעריך השווי צריך לשקף את שווייה ההוגן של החברה עבור מזמין העבודה, הרי שיש לתת ביטוי לפעולות ורישומים מניפולטיביים שבוצעו על נתוני ומצגי החברה.

תיאור מקרה: חברה בתחום השירותים אותם צורכים בעיקר תושבי חוץ. ענף הידוע בהיקף המזומנים הרחב הזורם בו ועימו ההכנסות שאינן מדווחות. נתבקשנו להעריך שווייה של חברה הפועלת למעלה מעשור בענף, ובעיקר מול תושבי חוץ.

כאשר ההכנסות נובעות בעיקר מתושבי חוץ קיימת בעייתיות רבה לאתר מלוא הכספים המתקבלים, כמו גם חשבונות בנק מחוץ לישראל.

גם במקרה זה, חיפוש נרחב ברשת האינטרנט, הביא למידע רב בקשר לשירותים הרבים שניתנו על ידי החברה, מעבר לים.

תיאור מקרה: חברה המייצרת ומשווקת תחליפי מזון. כאשר היקף העסקאות בחברה במזומן הינו בהיקף ניכר. משקיים קושי רב באיתור הכנסות שלא נכללו במעגל הדיווח, הרי שקיים צורך לעשות שימוש בשיטות אלטרנטיביות לאיתור סממנים ולקבלת אומדן של גובה אותן הכנסות.



במקרה כזה, מאחר שהחברה עשתה שימוש ניכר במערכת הפצה בשליחויות, לצורך קבלת אינדיקציות לקיומן של העסקאות שאינן מדווחות, נבחנו דוחות חברת השליחויות שטיפלה בשליחת המוצרים ללקוחות החברה. הבדיקה העלתה, כי היקף המשלוחים שבוצעו על ידי החברה, אינו עמד בקנה אחד עם היקף המכירות המדווחות ללקוחות החברה. תיאור מקרה : עסקים קטנים – פעילות גדולה.

לא מעט פעמים נדרש להעריך שוויים של עסקים קטנים, החל מ"באסטה" בשוק, חנויות, בתי קפה ומסעדות, קליניקות, גני ילדים סוכנות ביטוח, סוכנות נסיעות ועוד.

במקרים אלו, ביצוע של תצפיות עשוי להביא למסקנות מהותיות בקשר להיקף פעילותם של אותם עסקים ואופן רישום ההכנסות על ידם.

כך לדוגמה, 3 תצפיות בשעות שונות של היום על עסק לממכר מזון מהיר יכול לתת אינדיקציות לכמות הלקוחות הפוקדים את המקום מידי יום.

ביצוע רכישה, לאיתורה במועד מאוחר יותר במערכת הנהלת החשבונות.

בדיקת יומן פעילות של עסקים בתחום הבריאות והטיפול יכול ליתן תמונה ברורה של היקף המטופלים.

פוליסות הביטוח של גן ילדים יביא לאיתור מספר הילדים האמיתי הרשום לגן.

קבלת דוחות מחברות הביטוח מספק יסוד מהימן להיקף התיקים המנוהלים על ידי הסוכן.

לכן, בבואנו להעריך שוויה של חברה, לא די בניתוח דוחותיה הכספיים של החברה, ובמקרים בהם לסעיפים מסוימים עשויה להיות השפעה מהותית על תוצאות הערכת השווי הרי שיש לשקול להעמיק הבדיקה מעבר לנתוני הדוחות הכספיים.

חשוב להדגיש כי הערכת השווי אינה ניתנת בחלל ריק, הבנת הצורך בהערכת השווי והשימושים העתידיים בה רלוונטיים והכרחיים על מנת לבחון את סוג והיקף הבדיקות הנוספות הנדרשות, אם בכלל. כך לדוגמה, במקרים של הנפקה לראשונה לציבור, הרי שבמרבית המקרים, קדם להנפקה תהליך הכנה שנמשך מספר שנים ועשוי היה ליצור נתונים ואף יחסים פיננסיים, שיתאמו לתבחינים הרצויים מצד מעריכי שווי, אנליסטים וכיוצ"ב, על מנת להציג ערך. ניתוח מקדים של הנסיבות שהובילו להזמנת הערכת השווי מהווה חלק הכרחי ומשמעותי בתכנון העבודה והבדיקות המבססות.

חשוב לציין כי אין מדובר רק בניסיונות מצד מזמין הערכת השווי ו/או בעלי העניין לקבל הערכה ביתר של שווי החברה, ולעיתים האינטרס של גורמים אלו עשוי להיות קבלת הערכה נמוכה לשוויה.



לסיכום, קיימת חשיבות רבה לביצוע בדיקות מבססות לנכסי החברה ששוויה מוערך:

בדיקת הנכסים הפיזיים של החברה

- ✓ קיימת חשיבות רבה לעריכת ביקור במקום ממנו פועלת החברה, משרדיה, מפעליה, נכסים בבעלותה. לעיתים, אף יש צורך בביצוע ביקורי "פתע", על מנת לוודא שמהלך הביקור לא "תוסרט" מראש.
- ✓ במהלך הביקור יש לבחון מראה המקום, לקבלת אינדיקציות של תקינות ושלמות הרכוש, מתקנים ומכונות.
- ✓ במידה שהחברה מנהלת מלאי מהותי, קיימת נחיצות להשתתפות במהלך ספירה שמבצעת החברה. במידה שלא ניתן, יש לקבל את אישורו של רואה החשבון המבקר של החברה, כי נכח בספירת המלאי האחרונה והיא בוצעה באופן ראוי. כמו כן, יש לבחון שמדובר במלאי חי ובעל ערך.
- ✓ נכסים שהבעלות עליהם לא רשומה במרשמים הסטטוטוריים - נכסי קניין רוחני – בחינת הבעלות, התאמת הרישומים אצל רשמי הפטנטים השונים, בדיקת קיומן של תביעות לגבי הזכויות בקניין וכד'.
- ✓ במידה שבבעלות החברה נכסי הנדל"ן וקרקעות – נדרש לבחון קיומם בעין, בעיקר כאשר אינם במדינת פועלה של החברה, התרשמות ממצבם, בחינה האם מאוכלסים בהתאם להצהרות החברה.
- ✓ לגבי מקרקעין – נדרש לקבל אסמכתאות ואישורים ליכולת מימושם.

בדיקת הנכסים הפיננסיים של החברה

- ✓ קבלת אישורים מבנקים וגופים פיננסיים אחרים, לקיומם של נכסיה הפיננסיים של החברה.
- ✓ בדיקות מדגמיות לאיתור פעולות חריגות בחשבונות הבנק, העברות לחשבונות בנק בחו"ל, העברות לבעלי שליטה ועוד.
- ✓ הפקת רישומי שעבודים וערבויות.
- ✓ הפקת תדפיס רישום בעלויות.
- ✓ חיפוש מיידעים ברשת האינטרנט לשם איתור תביעות תלויות ו/או בתהליך, בהם החברה מעורבת. וכן, קבלת אישורו של היועץ המשפטי של החברה בקשר להליכים המשפטיים המתנהלים על ידה.

בדיקת תוצאות פעילותה והתחזיות של החברה

- ✓ בחינה של תוצאותיה ההיסטוריות של החברה ובדיקת המתאם עם השוק.
- ✓ יצירת מספר תרחישים אפשריים לפרויקטים עתידיים – החל מהתרחיש האופטימי ביותר וכלה בתרחיש הפסימי ביותר.
- ✓ דרישת הסכמי התקשרות עם ספקים ולקוחות עיקריים.
- ✓ בחינת קיומם של חוזים מכבידים – חוזים שלחברה לא קיימת יכולת לבטלם בתקופה הקרובה, ובגינם נגרמות לה עלויות שלא ניתן להימנע מהן.
- ✓ בדיקת חוזים: שכירויות, לקוחות וספקים – השוואה כנגד תקבולים ותשלומים של החברה.



✓ בדיקת קיומם של סממנים למחנק אשראי.

בשל המחסור ברגולציה בתחום, הערכת שווי אובייקטיבית ואיכותית תחשב ככזו, משמעריך השווי לא התבסס באופן בלעדי על הנתונים הקיימים בדוחות הכספיים ובמערכות של החברה ונערכו בדיקות מבססות נוספות, בנקודות מהותיות, בעלות השפעה מכרעת על הערכת השווי או על נתונים העשויים להשפיע באופן מהותי על הערכת השווי (כמו הדוגמה של ההבדל בין משתמשים לבין הורדות).

אודות משרד שניידר, נאור ושות' – רואי חשבון:

שניידר, נאור ושות' – רואי חשבון הינו משרד המתמחה בתחום הביקורות המיוחדות - Forensic accounting וההתחשבים הפיננסיים. תחום התמחותו של המשרד מהווה פלטפורמה יעילה לשם איסוף וניתוח נתונים חשבונאיים וכלכליים, באופן שיהוו ראיה קבילה בהליכים משפטיים. בנוסף, למחלקה הכלכלית של המשרד ניסיון וידע בנושאי אקטואריה, הערכות שווי חברות ומיזמים וכן התמחות ייחודית בסיוע ותמיכה בתיקי גירושין, איזון משאבים והערכת מוניטין אישי והיא נחשבת למתקדמת ולמובילה בתחומה. על לקוחות המשרד נמנים משרדי רואי חשבון, משרדי עורכי דין, חברות פרטיות וציבוריות בארץ ובח"ל, מבקרים פנימיים ועוד.

להלן פרטים אודות רוי"ח ליטל נאור:

- שותפה במשרד שניידר, נאור ושות' – רואי חשבון. מתמחה בהערכות שווי, נכסים פיננסיים ופנסיונים.
- מחזיקה בתואר B.A מהמכללה למנהל במנהל עסקים עם התמחות בחשבונאות ורישיון ישראלי מספר 109782 לראיית חשבון.
- בעלת ניסיון של כמעט עשור בתחום הערכות השווי והביקורת החקירתית.
- חברת ועדת ביקורת ומבקרת פנימית בעמותות (2013-2016).
- לשעבר מנהלת תחום הערכות שווי משפחה וגירושין במשרד בר לב ושות' ורואי חשבון.