

# הערכות שווי של חברות הזנק (Startup) ממצאים מתוך סקירות שנערכו על ידי סגל רשות ניירות ערך

## מחלקה מקצועית - אוגוסט 2016

תקני הדיווח הכספי הבינלאומיים (IFRS) כמו גם חובות הדיווח המוטלות על התאגידים המדווחים עשויים לחייב הכנה של הערכות שווי, לרבות הערכות שווי המתייחסות למדידת נכסים והתחייבויות ב-"חברות הזנק" (Startup), קרי, תאגידים המאופיינים בפעילות מחקר או פיתוח משמעותית של מוצרים או שירותים חדשניים. לעיתים קרובות, תאגידים 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, טכנולוגיה ואינטרנט.

מטבע הדברים, הערכות שווי של חברות הזנק עשויות לחייב שימוש בהנחות הכרוכות בחוסר ודאות משמעותי, וכפועל יוצא, בטווח רחב של תוצאות אפשריות. דבר המעצים את החשיבות שבהקפדה על שימוש עקבי במודלים נאותים, תוך עמידה בכללי חשבונאות מקובלים, שימוש בהנחות מבוססות וסבירות וגילוי נאות (לרבות גילוי בדבר מבחני רגישות).

סגל רשות ניירות ערך (להלן "**סגל הרשות**" או "**הסגל**") 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; סקירה של מידת הביסוס והסבירות של ההנחות המרכזיות; סקירת נאותות הגילוי הקשור להערכת השווי; וכן, כאשר רלוונטי, סקירה של עמידה בכללי חשבונאות מקובלים.

ביום 16 באוגוסט 2016 פרסם סגל הרשות פרסום אשר כותרתו "הערכות שווי של חברות הזנק (Startup) ממצאים מתוך סקירות שנערכו על ידי סגל רשות ניירות ערך" (להלן - "**דוח הממצאים**") אשר כולל סקירה של חלק מן הממצאים שעלו מסקירות הסגל. דוח הממצאים כולל התייחסות לשלושה סוגי ממצאים (ממצאים הנוגעים למתודולוגיית הערכת השווי; ממצאים הנוגעים להנחות שבבסיס הערכת השווי; וממצאים הנוגעים לנאותות הגילוי לגבי השווי שנקבע).

## להלן סקירה של עיקרי דוח הממצאים:

### ממצאים הנוגעים למתודולוגיית הערכת השווי

#### קביעת שווי על סמך מזכרי הבנות

במקרה אחד תאגיד מדווח החזיק בהשקעה בחברת הזנק הפועלת בתחום ציוד הבדיקה, ואשר היו לה הכנסות ממכירות בכל אחת מהשנים 2012-2014. בשנת 2014 סבלה חברת ההזנק מירידה חדה במכירותיה בעקבות הקטנת המכירות ללקוח מסוים. לצורך אמידת שוויה 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 חולץ מן העסקה ופוצל לסוגי ההון השונים הקיימים בחברה באמצעות טכניקת תמחור אופציות (OPM). מבחינה של מזכר הבנות האמור עלה כי המשקיע המיועד הוא למעשה הלקוח העיקרי של חברת ההזנק, וכי בנוסף להנפקת המניות, החברה הייתה אמורה להתחייב להשקיע חלק מתמורת ההשקעה במחקר ופיתוח למוצרים ייעודיים ללקוח, עליהם נהוג לשלם בנפרד. עוד עלה כי המועד שנקבע לחתימה על ההסכם הסופי חלף וכי עד אוגוסט 2015 טרם נחתם ההסכם ההשקעה הסופי.

בנסיבות האמורות סגל הרשות הודיע לתאגיד כי הוא לא יוכל להמשיך ולבסס את השווי ההוגן של חברת ההזנק על סמך מזכר הבנות וזאת 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 ייחוס חלק התמורה להשקעה עצמה;
- קיומו של מידע המאפשר לבצע הערכת שווי גם באמצעות דרכים אחרות (דוגמת הכנסות ממכירות).

באופן כללי, לעמדת הסגל מידת ההסתמכות של תאגיד על הסכם מקדמי דוגמת 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 (דהיינו, היעדר מסוימות מספקת), לבדיקות נוספות מצד הרוכש, לשינויים או ביטולים וכדומה.

על כן, בדרך כלל לא ניתן לבסס את השווי ההוגן של השקעה על סמך מזכרי הבנות לבדם ובדרך כלל יש צורך במתן חלופה נוספת לשווי תוך שימוש בטכניקת הערכה מקובלת. גורמים אשר יש לקחת בחשבון יכולים לכלול, בין היתר:

- מידת המחויבות של הצדדים לחתימה על הסכם מכירה או השקעה מחייב, ולביצועו הסופי של ההסכם (ההסתברות להשגת הסכם סופי בתנאים המקוריים של מזכר הבנות), לוחות הזמנים שנותרו עד לחתימה על הסכם סופי, היקף הבדיקות שבוצעו, מידת המסוימות של התנאים המוזכרים במזכר הבנות וכיוצא באלה;
- האם היו ניסיונות קודמים לביצוע פעולה דומה אשר כשלו, משך הזמן שבו מתנהל או התנהל המו"מ להשקעה, חלוף הזמן מאז נחתם מזכר הבנות וכיוצא באלה;
- שינויים בנכס או בשוק בתקופה שמאז חתימת מזכר הבנות וכיוצא באלה;
- המידה שבה שווי הפריט הרלוונטי ניתן לחילוץ מתוך מזכר הבנות (לדוגמה, היבט זה עשוי להיות רלוונטי במקרים בהם מזכר הבנות מתייחס לרכיבים נוספים);
- המידה שבה ניתן להעריך את השווי ההוגן באופן מהימן בדרך אחרת.

## 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 השקעה אלו ואף אם בתקופה האמורה לא היו סבבי השקעה, בתקופה כה ארוכה אפשרי שהתרחשו אירועים בסביבה העסקית הרלוונטית לחברה המושקעת (כגון התפתחויות טכנולוגיות, שינויי ריבית, שינויי מחיר, התפתחויות גולטריות, 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.

לעמדת הסגל, ככלל, השווי שנקבע במסגרת **סבבי השקעה עדכניים** מהווה את הראיה הטובה ביותר לשוויה ההוגן של ההשקעה. עם זאת, קיימות נסיבות בהן ניתן יהיה לאמוד את השווי שלא על סמך סבב ההשקעה (או, שלא רק על סמך הסבב).

בין השיקולים שישמשו בקביעה זו ניתן למנות:

- האם סבב ההשקעה בוצע פרו-ראטה וכל המשקיעים השתתפו בו (כך שערכו אינה מהווה בהכרח אינדיקציה לשווי ההשקעה);
- פרק הזמן שחלף מאז הסבב;
- האם התרחשו מאז קיומו של סיבוב ההשקעה שינויים מהותיים בתאגיד או בסביבה העסקית בה הוא פועל, לרבות שינויים טכנולוגיים, מאקרו כלכליים, גולטריות, או אחרים;
- האם סבב ההשקעה נעשה בתנאים שלא אפשרו חשיפה מספקת של חברת הזנק למשקיעים פוטנציאליים, ובכלל זה האם התקיימו קשיים פיננסיים משמעותיים של חברת הזנק 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.

## 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 ההחזקה הפיננסית בחברה לצורך הדוחות הכספיים, תקן דיווח כספי בינלאומי 13 (IFRS 13) אינו מאפשר לסטות מהשווי המצוטט למעט בהתקיים נסיבות מצומצמות. על כן, על מנת לסטות מהמחיר המצוטט נדרש כי יתקיימו הנסיבות המאפשרות סטייה כאמור בסעיף 69 לתקן (כגון קיומה של חסימה על המניות), או, לחלופין, נדרש להראות כי המסחר בנייר הערך אינו עולה לכדי "שוק פעיל" (המוגדר בתקן כשוק 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 הזנק ולהיקפי המסחר במנייתה. להלן מספר מקרים שצוינו בדוח הממצאים בהקשר זה:

- 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".
- תאגיד מדווח בחר שלא להסתמך על מחיר מצוטט של נייר ערך של חברת הזנק לצורך אמידת שוויה, וזאת עקב היקפי מסחר זניחים בנייר (שהסתכמו בכל השנה שקדמה למדידה על עשרות אלפי שקלים במצטבר, ועל סכום של עשרות עד מאות שקלים וכ- 0.001% משווי החברה ליום) ופערים ניכרים בין ה-Bid ל-Ask. סגל הרשות לא מצא לנכון להתערב בעמדת החברה לפיה המסחר במניה אינו מהווה "שוק פעיל".

- במקרה דומה, במסגרת פנייה מקדמית 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 כן התקיים מסחר, המחזורים היו נמוכים מאוד ועמדו על מאות שקלים ועד מתחת ל 2,000 ש"ח. כמו כן, שיעור החזקות הציבור בנייר היה נמוך מאוד, ואף ניתן היה להזגים 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".

#### טכניקת DCF - שיעור ההיוון בעת שימוש בעצי החלטה

בהערכת שווי בשיטת היוון תזרימי מזומנים, בדרך כלל תזרימי המזומנים התוחלתיים מהוונים למועד ההערכה תוך שימוש בשיעור היוון המותאם לסיכון וזאת על בסיס תרחיש יחיד או תוך שקלול של מספר תרחישים על בסיס הסתברויות לקיום אירועים שונים (כגון: הסתברות להצלחה או לכישלון בקשר לניסוי או לפיתוח מסוים; הסתברות להשגת הסכם למסחר 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. השימוש בשיעור היוון חסר סיכון אפשרי כאשר הסתברויות בהן נעשה שימוש לחישוב התזרים מפצות על עובדת היותו בלתי ודאי, ומהוות הסתברויות "נייטרליות לסיכון" (risk neutral). כך לדוגמה סעיפים 23-30ב ל- IFRS 13 מבהירים 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, כאמור לעיל, כאשר ההסתברויות הינן נייטרליות לסיכון או כאשר מלוא הסיכון הינו ספציפי וניתן לפיזור (קרי, הביתא של ההשקעה הינו אפס), יחד עם זאת, לעמדת סגל הרשות, מצבים שבהם מלוא הסיכון ניתן לפיזור אינם צפויים להיות נפוצים.

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. בנסיבות בהן התבצעו התאמות נמצא כי הן לא היו עקביות. כמו כן, לעמדת סגל הרשות, בנסיבות המקרה, נראה היה שקשה יותר לבסס את ההתאמות שנבחרו מאשר לבסס שיעור היוון שאינו נייטרלי לסיכון. לפיכך, במקרה כאמור, לעמדת הסגל, עלה הצורך בבחינה מחודשת של המתודולוגיה בה נעשה שימוש.

#### שימוש בטכניקת עלות השחלוף

במקרה מסוים, קרן הון סיכון העריכה את שווי החזקתה בחברת מטרה אשר פיתחה אפליקציה זמינה להורדה באמצעות גישת "עלות השחלוף" (או "העלות האלטרנטיבית"). לפי גישה זו, 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). עם זאת, 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 קרן הון הסיכון, חברת המטרה מצויה בתחילת דרכה ולפיכך לא ניתן לבסס תחזית הכנסות מהימנה וכמו כן לא התבצע בה סבב גיוס לאחרונה ומשכך, לא קיימת שיטת הערכה מתאימה יותר להערכת שווייה של חברת המטרה מאשר שיטת העלות האלטרנטיבית.

לעמדת סגל הרשות, פרט לנסיבות מיוחדות וחריגות השימוש במתודולוגיית "העלות האלטרנטיבית" בתחום חברות ההזנק בכלל (ובמקרה הספציפי בפרט) הינו בלתי נאות. לעמדת סגל הרשות, 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). לעלות שהושקעה בפיתוח עד לנקודת זמן מסוימת צפוי להיות קשר נמוך עם שווייה של חברת ההזנק.

כדוגמה ניתן לציין מקרה בו שיטת העלות האלטרנטיבית כפחות רלוונטית בנסיבות בהן הטכנולוגיה שהושקעה בפיתוחה התגלתה ככושלת או ככזו שלא תניב תשואה כלכלית סבירה ביחס להשקעה.

כמו כן, אף שתקן IFRS 13 קובע כי גישת העלות האלטרנטיבית מהווה את אחת מהטכניקות האפשריות למדידת שווי הוגן, לצד זאת הוא קובע כי "ישות תשתמש בטכניקות הערכה שהן מתאימות לנסיבות ושקיימים עבורן מספיק נתונים שניתנים להשגה". עצם העובדה כי הטכניקה מוזכרת בתקן אינה הופכת אותה בהכרח לטכניקה ראויה בכלל הנסיבות, אלא רק בהתקיימות של נסיבות מסוימות. עוד יצוין כי 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..." (ההדגשה אינה המקור).

## ממצאים הנוגעים להנחות שבבסיס הערכת השווי

### 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 הערכות השווי השונות. 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 החזירה, 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, בדרך כלל יידרש ביסוס משמעותי יותר של ההנחות השונות. בנוסף, ביסוס משמעותי נדרש בדרך כלל גם כאשר קיימת היסטוריה של אי עמידה במקרים רבים בתחזיות קודמות.

### 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 המתמייחסות 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 ומיידים, "...הערכת השווי [שצורפה] תכלול פרטים הנוגעים לשיטת עריכתה, לרבות אלה: ... 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 הענינים 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...".

כפועל יוצא מן ההוראות האמורות, כל ההנחות המהותיות שבבסיס הערכת השווי צריכות להיות מפורטות ומבוססות בין אם נערכו על ידי המעריך או על ידי התאגיד בהתאם לאשר סוכם בין התאגיד להנהלה לגבי תפקידו של המעריך. עוד יוזכר כי בהתאם לסעיף קטן (ד) של סעיף 4 לתוספת השלישית, בין היתר, מעריך השווי נדרש לציין בהערכת השווי אם עשה שינויים מהותיים בהנחות ובתחזיות האמורות לצורך הערכת השווי וכן לפרט את בדיקות הסבירות שביצע ביחס להנחות ולתחזיות אלה.

## היעדר עקביות במדידת פריטים שונים

סגל הרשות נתקל במקרים בהם התקיים חוסר עקביות בהנחות בהן נעשה שימוש לשימושים שונים. כך למשל, תאגידים מסויימים ביססו את ערכם של נכסים מסויימים (כגון פטנט, נכס בלתי מוחשי אחר או יחידה הכוללת מוניטין) על תחזית לפיה צפויות הכנסות עתידיות ומנגד לצרכים אחרים (כגון אמידת התחייבויות למדען הראשי) הניחו כי לא צפויות הכנסות כלשהן, או שצפויות הכנסות שונות. לעמדת הסגל, בדרך כלל אין זה סביר כי תיווצר חוסר סימטריה כאמור.

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

### גילוי בדבר פערים משמעותיים בין התחזיות לבין ההתממשות 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, האמזנים 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..." (ההדגשה אינה במקור).

סגל הרשות מצא כי במקרים רבים תאגידים מדווחים לא מציינים לדרישת הגילוי האמורה, הן בקשר להערכות שווי של פעילויות הזנק והן בקשר להערכות שווי אחרות, אף במקרים שבהם הסטיות שבין התחזיות לבין התממשותן מגיעות (אף בתוך זמן קצר) לכדי סכומים משמעותיים מאוד לתאגיד המדווח (ואף לפערים של מאות אחוזים) לא ניתנו הסברים לפערים.

מטבע הדברים, הערכות שווי של פעילויות בתחומי ההזנק 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 רב יותר 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 ולהיפך.

### 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 לדוגמה בהערכות שווי העושות שימוש בטכניקת תמחור אופציות (OPM) ראוי לשקול הכללת ניתוח רגישות כגון בדבר התקופה שעד להנזלה הצפויה וכן סטיית התקן של נכסי הפעילות במהלך התקופה האמורה. כמו כן, בהערכות שווי בגישת היוון תזרים מזומנים בהן נקבע השווי כתלות **בהסתברות** להצלחה של פעולה כלשהי ראוי לשקול הכללת ניתוח רגישות להסתברות להצלחה.

**יובהר כי האמור לעיל מהווה סקירה תמציתית של דוח הממצאים ולפיכך אינו מהווה תחליף לקריאת נוסחו המלא ולבחינת מכלול השלכות הנגזרות מכוחו.**

**לקישור לדוח הממצאים כפי שפורסם על ידי סגל הרשות לחץ/י כאן.**

**בברכה,**

**המחלקה המקצועית**