

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 5 לינואר 2017

נושא המפגש: "כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון הנפקת 'שלנו גרופ'"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון ינואר כולל נספחים.

אורחים שנכחו בדיון: עו"ד אשר סופן ועו"ד יעל וויס (מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך), יבגני אוסטרובסקי (סגן הכלכלן הראשי, רשות ניירות ערך), איציק בן מנחם (סמנכ"ל מחקר, כלל ביטוח), שמוליק וינשטיין (מנהל תחום, חטיבת תכנון וכלכלה, רשות המיסים), עמיחי בומבך (מנהל מח' מחקר אגף השקעות, מנורה מבטחים), יגאל טולדנו (שותף מנהל BDO Consulting Group), עתליה לביד (BDO), דני ירדני (סמנכ"ל השקעות, אלטשולר שחר, לא נכח בדיון אבל הוסיף את התייחסותו), בן נובו שלם (ראש מחלקת מחקר, אפסילון).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, גיל מור, דן אלנתן, צור פניגשטיין, נדב עובד, עמנואל אבנר, דגנית דניאל, ואדים פרוטנוי, אהוד בר, טל מופקדי, נדב שטיינברג, אלי אלעל, דוד רביע, מיכה ארד, עינת שפרלינג, עידן בן נחום, גיא טביביאן, לילי איילון, דב ספיר, רקפת רמיגולסקי, רם לוי, אסף סגל, דני ויטאן, גידי שלום בנדור, יהודה בן אסייאג, כפיר קלדרון, שרון חנס, אלון גלזר, מאיר סלייטר, מנחם שוורץ, משה גונסקי, אברמי וול.

צוות מקצועי: לידור רוזנצוויג, יעל סלטון, דניאל גרף ויהונתן סמוכה.

שלומי שוב

שלום לכולם, אנחנו הולכים לעסוק היום בנושא שהוא ממש בליבה של הפורום הזה ועוד בבית הספר ליזמות. בפורום שווי הוגן אנחנו אוהבים להסתכל על שווי הוגן במובן הרחב, אך היום אנחנו נכנסים ממש לתוך הליבה שלו ורוצים לדבר על הערכות השווי של חברות הסטארטאפ וגם כל זה על

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רקע Case Study פנטסטי, שבו באה חברה כזאת וניסתה ממש להנפיק, כל אחד לוקח את זה מהכיוון שלו – לטוב ולרע, של סיפור הנפקת "שלנו". אני חושב שכל הגורמים המעורבים, שיש להם עניין בנושא נמצאים כאן ויהיה מעניין מאד לשמוע את ההתפתחות של הדיון הזה. אחרי דברי הפתיחה נשמע מצגת של יגאל טולדנו מ-BDO שהכין את הערכת השווי.

בכלל, לפני שמתחילים להתעסק בהערכות שווי כאלה, עולה לדעתי שאלה מקדמית, עד כמה באמת חברות סטארטאפ צריכות להגיע לבורסה? יש מגמה של הרשות לניע ושל הבורסה לעודד חברות מסוימות, כמו למשל בתחום הביומד, להיסחר בבורסה ויש פה שאלה האם באמת זה נכון, בתכלס החברות הללו הן כרטיסי הגרלה מבחינת הציבור והשאלה כמה זה נכון ללכת לציבור ולגייס כסף בשביל השקעות ברמות סיכון וסיכוי כה גבוהות שאין לו באמת יכולת וכלים לתמחר אותם – מה שהופך אותם לכרטיסי הגרלה.

צריך גם להתחיל בזה שגם בלי קשר להנפקה של "שלנו", בחשבונאות אין לנו ברירה אלא לאמוד את השווי ההוגן של סטארטאפים, אם זה השקעה המניית שאינה מקנה השפעה המהותית וכן גם באופציות לעובדים לצורך רישום הוצאות שכר בגין השווי ההוגן שלהן ומן הסתם צריך לצורך כך את השווי ההוגן של של נכס הבסיס שהוא המניות עצמן. ובכלל, בדוחות כספיים של קרנות הון סיכון גם לפי ה-U.S GAAP גם לפי ה-IFRS כל ההשקעות נמדדות לפי שווי הוגן, גם השקעות שמקנות השפעה מהותית וצפונה גם שליטה (ישויות השקעה). כלומר, לא רק השקעות שהן נכס פיננסי מתחת להשפעה מהותית. המשמעות היא שלפי החשבונאות היום, נרצה או לא נרצה מדידה לפי שווי הוגן נדרשת והמגמה של החשבונאות, אם מסתכלים על החשבונאות המודרנית, התפישה שלה שאתה יכול למדוד שווי הוגן, התפישה היא שכמעט כל דבר אפשר למדוד את השווי ההוגן שלו. יש לנו את IAS 39, בנושא מכשירים פיננסיים שעכשיו הולך להיות מוחלף ב-IFRS 9. השקעה במניות לפי IAS 39 נדרשת להימדד לפי שווי הוגן, ויש בו משפט שאומר שבמקרים נדירים לא ניתן לאמוד באופן מהימן שווי הוגן ולכן המדידה תהיה לפי העלות. ב-IFRS 9 שמחליף אותו אפילו הורידו את המשפט הזה. כלומר כל השקעה במניות שהיא נכס פיננסי נדרשת להימדד לפי שווי הוגן. ב-IFRS 13 יש אפשרות לגבי מכשירים הוניים להשתמש בעלות היסטורית רק כשהיא מהווה קירוב לשווי ההוגן. זאת אומרת בתפישה של החשבונאות המודרנית היא שכל דבר כמעט ניתן למדידה לפי שווי הוגן.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כשאנחנו מסתכלים על השווי ההוגן של סטארט-אפים, אז כמובן שהשווי ההוגן צריך להימדד לפי ההיררכיה החשבונאית המקובלת שנותנת העדפה לנתונים האובייקטיביים (נתונים חיצוניים) – קרי לפי הגיוסים האחרונים, כמובן שכלל שהגיוס הוא גיוס חיצוני, משמעותי ונותן באמת אינדיקציה וככל שפער הזמן שחלף הוא פער זמן לא גדול. התייחסנו גם בחומר הרקע לנייר של ה AICPA בנושא הזה, הוא גם מדבר על זה שבשלב ראשוניים של הסטארטאפ שעדיין אין גיוסים ועדיין משתמשים בכסף פנימי של המשפחה, החברים וכו' ועוד לא עשינו גיוסים חיצוניים, הוא מדבר על זה שבמצבים כאלו מחוסר ברירה, צריך להשתמש בעלות של שחלף. זאת אומרת, נקודת המוצא היא העלויות שהושקעו, הם הבנצ'מרק הטוב ביותר שיש כרגע לשווי ההוגן. כמובן שלתפישה הזו של עלות השחלוף יש חסרונות. אמנם נקודת המוצא שלה היא שהסכום שהושקע הוא האומדן הכי טוב לשווי ההוגן, אבל כמובן שיש פה כמה סכנות, נושא של התיישנות טכנולוגית, יכול להיות שהשקענו בחברה וכרגע מתרחשים כל מיני שינויים וגם בכלל תמיד צריך לבדוק את הקשר שלה לתזרימי המזומנים העתידיים. יש פה רגישות מאוד גדולה, שהרי היא לא בהכרח שהיא מתאימה לתזרים המזומנים ולשינויים שקורים. אך למרות שיש לה לא מעט חסרונות, מצד שני, אני חושב שהיא לא מילה גסה. אם אנחנו מסתכלים ב IFRS 13 שהוא התקן החשבונאי המרכזי בעולם שעוסק בשווי הוגן בחשבונאות, הוא מדבר על 3 שיטות של הערכות שווי להגיע לשווי ההוגן שאחת מהן היא שיטת עלות השחלוף, לצד שיטת ההכנסות (DCF) ושיטת מחירי השוואה.

הנייר האחרון של הרשות שגם אותו צרפנו, נשמע קצת מתנגד לעלות השחלוף, אבל צריך גם להיזהר באיך שאנחנו מפרשים את הניירות של הרשות כי ניירות של הרשות. הניירות האלה הרבה פעמים לוקחים מקרה מסוים וייחודי שלא בהכרח ניתן לבנות ממנו הקשה כללית. זה גם העניין לדעתי בנייר הזה שבו מדברים על איזו קרן הון סיכון שהשתמשה בעלות השחלוף לגבי אפליקציה מסוימת ולמרות שחלף הרבה זמן והאפליקציה כבר התגלתה כבר ככושלת מבחינה טכנולוגית. אז יכול להיות שהיה שם איזשהו יישום לקוי שאולי לא צריך להסיק מזה מסקנה שהיא מסקנה רחבה.

אני בכלל חושב שבמצבים מסוימים עלות השחלוף היא סוג של פתרון. אני אפילו הייתי לוקח את זה קדימה ואני חושב שהחשבונאות של מחקר ופיתוח שרושמת את כל העלויות האלו כהוצאה מתוך תפיסה שאין נכס צריכה לעבור רוויזיה, יש הגיון לצאת מהנחה שהעלות שהושקעה היא נכס, כמובן שזה נכס מאוד רגיש שצריך לבדוק את ירידת ערך שלו כל תאריך מאזן. כלומר, צריך לבדוק עד כמה באמת העלות הזאת מייצגת באמת הטבות כלכליות עתידיות, אבל אני חושב שזה מצב שהוא עדיף

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

וייצור רלוונטיות הרבה יותר גדולה בדוחות כספיים של חברות שיש להם פרויקטי מו"פ בכלל ושל סטראטאפים בפרט. המצב היום שבו ההון העצמי של סטארט-אפים הוא בהגדרה אפסי, מוביל לכך שהמאזן שלהם לא נותן שום ערך אינפורמטיבי, הרי הכל נרשם מיד כהוצאה. אגב אותו דבר צריך להיות לדעתי גם בקידוחי גז ונפט, למרות שכבר כיום הם מקבלים חשבונאות משל עצמם ומכירים בנכס (שיטת המאמצים המוצלחים). בסל הכל מו"פ מאד דומה לקידוחי גז ונפט, בשני המקרים מדובר בסוג של כרטיס הגרלה. אני אפילו אני חושב שיצא לי לראות הערכת שווי של אלי אלעל, שעשתה שימוש בעלות השחלוף, כאומדן הטוב ביותר לשווי הוגן של קידוח בשלבים ההתחלתיים שלו.

בכל מקרה, שיטת השחלוף לא יכולה לפתור את כל המצבים ויש לו הרבה חסרונות ואנחנו צריכים להתמודד גם עם השאלה של הערכת השווי - איך באמת מבצעים הערכת שווי במצב כזה? הקושי הגדול בהערכת השווי הזאת זה באמת החוסר בפרספקטיבה גם מבחינת הפרספקטיבה ההיסטורית שהרי אין לנו מטבע הדברים היסטוריה נתונים של החברה (כפי שמקובל במודל ה- DCF הקלאסי) ואך גם אין לנו מטבע הדברים פרספקטיבת השוואה – שהרי כמעט הגדרתית אין לסטארטאפ חברות דומות - בגלל זה הוא סטאטאפ. כלומר, גם אין לך בנצ'מרק של חברות דומות וגם אין לך נתוני עבר של החברה עצמה מן הסתם כי עוד לא מייצרת הכנסות, והקושי הזה מערער את כל התחום של הערכות השווי.

לא סתם הגיעו לפה בלי שהכרחנו אף אחד כמעט כל מערכי השווי הרציניים שיש פה בארץ ומשח עוד מעט לשמוע אותם. יש פה באמת ערעור של היסודות הכי בסיסיים של הערכות השווי, החל משאלות של מהו בכלל תפקידו של מעריך שווי וכלה בשאלה האם בכלל ניתן לבצע הערכת שווי? האם המתודולוגיות המסורתיות של הערכות שווי בכלל תקפות כאן? האם מעריך השווי הוא רק מישהו שעושה קלקולציה של נתונים ולוקח הנחות ותחזיות ורק מציב אותם בתוך נוסחה או שהוא הולך ועושה מחקר שוק ונכנס לנעליים של קרן הון סיכון שלא השקיעה, כי אם היא הייתה משקיעה אז מן הסתם היה לנו את הבנצ'מרק של המחיר שלה. האם עכשיו מעריך השווי נכנס לתוך עולם שלם של מחקרי שוק, בין אם מדובר בשיווק ובי אם מדובר בטכנולוגיה, אולי הוא צריך להשתמש בכל מיני מומחים מהסוג הזה שמכירים את כל הפתרונות הקיימים כדי לדעת איך לבצע את ההערכה. אנחנו יודעים שבפרקטיקה של הערכות השווי, זה לא סוד, מערכי שווי נוקטים בגישה זהירה, זאת אומרת, כשהם לא בודקים את הנתונים, את ההנחות לתחזיות הם מוסיפים איזשהו דיסקליימר (disclaimer) שבא ואומר "לא בדקנו את הנתונים והתחזיות", כשהם בודקים, הם לא אומרים את זה. זאת אומרת כשאתה רואה הערכת שווי שבה זה לא נאמר, כנראה שמעריך השווי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בדק את זה. כיום אין איזושהו היררכיה בין סוגים של הערכות שווי והתחום כלל לא מוסדר, כך שכל עובדה כמעט יכולה להיקרא "הערכת שווי". כלומר גם ההערכה הזאת וגם ההערכה הזאת נקראות הערכות שווי, יש פה גם סוגיה שהיא מאוד מבלבלת את הציבור, הציבור לא יודע בדיוק לעשות הבחנה בין סוגים שונים של הערכות שווי.

כשאנחנו מדברים על הנושא המתודולוגי, אז בכלל הנושא הזה מחבר אותנו לנושא שהוא יותר רחב, של חברות הכלכלה החדשה שלא בהכרח ניתן להלביש עליהן את המודל המסורתי של ה-DCF. אנחנו מדברים על חברות כמו WhatsApp ו-Snapchat שהן לא בדיוק מייצרות לנו מודל עסקי סדור שאתה יכול לשבץ אותו ככה בקלות בתוך ה-DCF. ראינו את המכירה של Waze, ביותר ממיליארד דולר כאשר ההכנסות שלה הן הכנסות נמוכות, היא מפסידה והיא צופה להפסיד ולמעשה הרציונל כאן הוא בכלל לא תזרימים עתידיים אלא כנראה מבוסס על מספר המשתמשים, זה מה שמחזיר אותנו עכשיו להערכת שווי של "שלנו" שנקבה בשווי של 177 מיליון דולר לפני הכסף. לפחות חצי מההערכה הזאת חתר להתבסס על הנחות ותחזיות ולא לפי הגיוס אחרון שבוצע שנה קודם לכן. כלומר, חלק נכבד מהשווי שם נבע מאפליקציות מבוססות משתמשים והוא בוסס על מספר משתמשים, לפי מפתח של יוזר.

מומחים בתעשיית האפליקציות הסבירו לי שהנושא הזה הוא מאוד מורכב, זאת אומרת שאתה לא יכול בהכרח לעשות הקשה בין יוזרים באפליקציות שונות, המיקום הגיאוגרפי מאוד משפיע, תכיפות השימוש ולא בהכרח ההורדה משפיע. ומעבר לכך - לגזור מתוך אפליקציות שהצליחו לאפליקציה ממוצעת זה גם משהו שהוא לכאורה מאד בעייתי, ופה בדיוק אנחנו נשמע את יגאל (יגאל טולדנו, BDO).

אני אסיים בקוריוז של בהערכת השווי של "שלנו": סה"כ הערכת השווי הזו, השימוש בה, החשבונאי היה לצורך חישוב של אופציות לעובדים בשווי של 10 מיליון דולר, אני חושב שאין משמעות יותר גדולה למונח "הזנב מכשכש בכלב" מהמקרה הזה, הרי בשביל להעריך את העשרה מיליון דולר היה צריך להעריך את שווי המנייה, עכשיו, ממה שאני מבין ותקנו אותי אם אני טועה, ה-10 מיליון דולר האלו לא היו אמורים לחייב את "שלנו" לצרף לטיוטת התשקיף, אתם יודעים, יש הערכות שווי שהן הערכות שווי מצורפות שהן הערכות שווי מהותיות מאוד וכו'. לא היו אמורים לצרף אבל "שלנו", קברניטי "שלנו", "התנדבו" לצרף את הערכת השווי הזאת כדי לנופף, לשים לעצמם איזושהו בנצ'מרק לערך. אני חושב, שבסופו של יום, קברניטי ההנפקה הזאת, אני חושב שהם

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מתחרטים והלקח הכי גדול מבחינתם, זה בסופו של דבר הגיע להם כסוג של "בומרנג", יכול להיות שאם הם לא היו מנופפים כלכך בהערכת השווי הזאת, התוצאה הייתה אחרת.

דני ירדני

בדקנו את האפליקציות המרכזיות של החברה וניסינו לתת הסתברות להתממשות מכירת האפליקציות והתוצאה שהגענו אליה לא התקרבה לשווי המבוקש. מעבר לכך, ההיגיון אומר שאם חברת הזנק מגיעה ישר לשוק ללא מעורבות של קרנות הון סיכון צריך להיות יותר חשדניים מכיוון שהתהליך המסורתי של חברות מהסוג הזה אמור כן לעבור דרך קרנות הון סיכון שאמנם לוקחות חלק ניכר מהשווי אבל מהוות עוד אסמכתא לגבי הייתכנות של הרעיון.

אמיר ברנע

השאלה היא כזו: מאז שנת 1973 אנו אמונים על מודל האופציות, ולדעתי המודל מקנה הבנה למרכיבי שווי של חברות הזנק, השקעה בחברת הזנק אקוויולנטית לרכישת אופציה: אתה (שלומי שוב) אמרת הגרלה, אפשר להעריך הגרלה, יש הסתברויות, תוצאות ידועות, אפשר להעריך כמה אני מוכן לשלם תמורת השתתפות בהגרלה. העובדה שזו הגרלה, כשהתוצאה נקבעת בזריקת מטבע או על פי איזשהו מכניזם שאין לך תלות בו, עדיין לא אומר שאי אפשר להעריך את השווי שלה. אבל האם נכון שמודל האופציות מוסיף איזשהו אינסייט (Insight) לשאלת הערכת שווי של חברת הזנק מבחינה זו שתראו, אני משקיע עכשיו ולכן גם העלות, היא שווי האופציה שמקנה זכות במקרה של הצלחה לבעלות על תזרים הכנסות שמוערך DCF. מודל האופציות מצדיק השקעה בזכות "לזכות". השאלה אם זה מוסיף איזשהי הבנה, למשל אם מציעים סטארטאפ שמרחב האפשרויות שלו הוא מאוד מצומצם, השווי של האופציה הזאת יהיה קטן יותר, דווקא ה Variability של ההכנסות מהסטארטאפ הם שיוצרות שווי לאופציה לאור מבנה ההכנסות. הלא סימטרי של סטארטאפ, בין כישלון להצלחה.

יגאל טולדנו - מצגת

בוקר טוב, כמה מילים על החברה, תיכף אסביר על כל התהליך.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

החברה נוסדה בשנת 2014 במודל יחסית חדשני של ארבעה פילארים מרכזיים, פילארים שהם לכאורה שונים אחד מהשני אבל יש ביניהם הרבה חוטים מקשרים, תיכף אנחנו נדבר גם על זה, על האתגרים של זה והיתרונות והחסרונות של זה בחברה.

החברה קמה מלכתחילה כחברת פורטפוליו של אפליקציות או יישומים מקוונים במגוון תחומים, באפליקציות מוזיקה או אפליקציות סלולריות בכלל, אפליקציות או יישומי מחשב שעוסקים במסחר אונליין, בבגדים, ביגוד גברים, נשים, ילדים, כל מיני סוגים, Artificial Intelligence (בינה מלאכותית) תוכנות לומדה מכל מיני סוגים ותחומים בעיקר בתחום הפנאי והלימוד העצמי ותוספי מזון ומסחר מקוון של תוספי מזון. אלה 4 הפילארים.

לכאורה, הם לא כל כך קרובים אחד לשני אבל מה שמאחד ביניהם הוא המרחב הקיברנטי שהם חיים בו, הם כולם חיים במרחב האונליין, לא בחנויות ולא בספרים ולא בסטימצקי ולא בדיסקים, הם כולם חיים בכלכלה החדשה ובעולם החדש.

בעלי המניות של החברה וחשוב לציין את זה כרגע במידה טיפה מורחבת מהערכות השווי הרגילות, בעלי המניות הם שניים עיקריים, בעל מניות אחד ממשפחת קובו, הון המשפחה מוערך בכ – 1.5 מיליארד דולר, בעל המניות האחר, רומן אברמוביץ', הונו מוערך בכ – 8.6 מיליארד דולר.

למה אני טורח לציין את זה? משום שהנושא הפיננסי (ההון המוערך של בעלי המניות) היה חשוב אבל הוא לא היה לב העניין, להבדיל מחברת סטארט אפ אחרת, הסטארטאפ הסטנדרטי שרעב לכסף, זה שחי ממש מהיד לפה בתקופות הראשונות שלו וכל הזמן הוא דואג איך ה – Burn Rate שלו לעומת הכסף שיש לו בקופה, כאן זה לא המצב.

לפי כמות הפעמים שהמילה IFRS נאמרה ולפי כמות החולצות בצבע תכלת, אני מניח שאף אחד לא יודע מי האנשים האלה (במצגת מוצגים בעלי המניות העיקריים ב"שלנו"), אנחנו לא יודעים, אתם לא מכירים את האנשים האלה, אבל בעולם התרבותי הבינ"ל העוסק באפליקציות ובמוזיקה, בעולם התוכן הרלוונטי של חברת הסטארטאפ הזאת, אלה הם ה"ביל גייטס" של התעשייה, אלה הם האנשים המובילים, ההון הכספי של כל אחד מהם מוערך במאות מיליוני דולרים, לכל אחד מהם עשרות מיליוני עוקבים בפייסבוק, אינסטגרם, כל אחד מהם הוא מוביל דעת קהל.

עכשיו, אנחנו מדברים על חברת סטארטאפ שעוסקת בתרבות הפנאי שמסתכלת על העולם הגלובלי, הרכב בעלי המניות הוא רלוונטי מאוד. נחזור להרכב הזה כשנדון באתגרים בהערכת השווי והאם הרכב בעלי המניות היה גם חרב פיפיות בתהליך ההנפקה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מטרת הערכת השווי הפורמלית, כמו ששלומי אמר, הייתה להעריך את האופציות. אבל הייתה גם מטרת משנה, רצו להעריך את השווי, רצו לגבות את תהליך ההנפקה, זה היה ידוע, אכן העבודה (הערכת השווי), בצורה פורמלית לא הייתה צריכה להיות מצורפת, עם זאת החתמים והחברה ביקשו לצרף אותה ואנחנו כמובן נעתרנו לזה.

מה היו האתגרים להערכת השווי הספציפית הזאת?

לא נדבר כרגע על אתגרים כלליים בהערכות שווי והערכות שווי עתידיות אלא נדבר על הערכת השווי הספציפית הזאת. קודם כל, הנפקה לראשונה, הנפקה לראשונה, בוא רק כדי שנראה באיזה עולם אנחנו חיים, אלה היקפי הגיוס של חברות הייטק ישראליות במיליוני דולרים, היקפי הגיוס הם בסביבות 4.5 – 5 מיליארד דולר גיוסים בשנה. ניתן לראות את כמות הגיוסים, מספר הטונזקציות של גיוסים הולכת וגדלה (בשקף מוצגות מספר העסקאות - כ 600 עסקאות).

עמנואל אבנר

אתה לא מתכוון הנפקות ציבוריות? זה לא IPO.

יגאל טולדנו

לא, לא, זה רק גיוסים.

עמנואל אבנר

אז למה אתה קורא לזה IPO?

יגאל טולדנו

לא זה לא IPO. זה רק הכותרת של השקף.

עכשיו בוא נדבר על ה - IPO, אלה IPO שנעשו ע"י חברות הייטק ישראליות בבורסות זרות, לא בישראל, אנחנו רואים מה המצב ב - 2016, יש הנפקה אחת, TrendIt, בבורסת AIM, הנפקה קטנטונת. זה מספר ההנפקות, עוד פעם, תזכרו מה כמות הגיוסים, 600 בערך, היקפי ה - IPO: 17,5,8,1.

אמיר ברנע

זה לא כולל קרנות הון סיכון?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יגאל טולדנו

לא, לא, זה רק גיוסים.

אמיר ברנע

גיוסים ישירות לחברות.

יגאל טולדנו

בדיוק, ופה אנחנו רואים עוד פעם את ההשוואה בין כמות הכסף בגיוסים לבין כמות הכסף ב – IPO. כמה הנפקות לראשונה היו לדעתכם, בתחומי הטכנולוגיה, בבורסה בתל אביב? לא בשנת 2016, בשנת 2015, 2014, כמה היו? אחת. עד לפני כמה חודשים המספר הזה גם היה אפס. וגם היא הנפקה קטנטונת. בורסת תל אביב, בישראל, אומת הסטארטאפ, הנפקה אחת. כלומר, למה שרטטתי את מפת המשחק? משום שהחלטת החברה והחתמים ללכת ל-IPO היא שאלה טקטית שהתבררה אגב כלא נכונה, והאתגר היה איך לקפוץ מהשלב שבו החברה הזו נמצאת ישר לזירת ה – IPO שגם בלי החברה הזאת ומשתניה האחרים, גם שם זירת ה – IPO מאוד מאוד יבשה. הייתה הנפקה אחת, 3 שנים.

עוד אתגר- אנחנו עוסקים בשוק תנודתי ובלתי צפוי. הבאתי כאן דוגמה אחת, דוגמה אחת מיני רבות, חברת "בילגארד". בספטמבר 2015 הייתה "הדבר החם הבא", עשתה גיוס ב-40 מיליון דולר, היו לה גיוסים קודמים בעוד כמה עשרות מיליוני דולרים, היא הוגדרה כ "סטארטאפ שמאיים על הבנקים", קראו לה "הכוכבת של שדרות רוטשילד" וכו' וכו'. כעבור שנה, השתנו הנסיבות, השתנו התנאים, החברה החליטה להיסגר, החברה שרכשה אותה שינתה כיוון. נתון נוסף שמראה את התנודתיות בשוק זה, הוא שהשחקנית הגדולה בתחום בו פעלה בילגארד (Lending Club) גם היא בתקופה של כמה חודשים חוותה תנודתיות בשווי שלה. הונפקה ב – 8.5 מיליארד דולר וכעבור כמה חודשים נסחרה בשווי של כ – 5 מיליארד דולר. זוהי תנודתיות שאנחנו כמעריכי שווי במגרש הסטנדרטי או "המסורתי", מכניס אותנו ל"סטריס", אנחנו לא יודעים, אם אין איזשהו גרף של עלייה מתונה אנחנו לא יודעים לאכול את הפעילות הזאת, אבל תחום הסטארטאפים, תחום הטכנולוגיה הוא תנודתי, מאוד, זה משהו שאנחנו חייבים לעכל, להפנים ובהתאם לעשות את השינוי התפיסתי בדבר איך להעריך שווי של חברות מסוג זה.

עוד אתגר זה שהחברה היא לא "One Track Minded". היא לא מפעל לייצור שקיות ולא חברה שעושה דבר אחד, וזה לא חברה שעושה סלולר, זה חברה שעושה כמה דברים, והכמה דברים הוא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גם אתגר מבחינת הערכת שווי והמתודולוגיה שדרושה בכל סיגמנט. אבל אנחנו גם ראינו בו יתרון, למעשה, יש בו לא מעט יתרונות. החוט המקשר בין 4 הסיגמנטים הוא היכולת והפלטפורמה השיווקית המצוינת ויכולת לייצר – User Interface המאוד מאוד טובה של החברה הזאת, ואנחנו חשבנו שבעזרת 2 הדברים האלה יהיה אפשר לייצר סינרגיה ותועלת בניהול סיכונים, סוג של באלאנס בין 4 הסיגמנטים האלה. לכן להבדיל מהערכת שווי מסורתית ששם פיזור תחומי פעילות היה מכניס את מעריך השווי לקצת סטריס, פה דווקא זה סוג של הדגיינג טבעי שהוא כולו בעולם התוכן.

עוד אתגר, האם ניתן לתת שווי לחברה שלא מפיקה הכנסות?

המון נכתב על זה והמון נאמר על זה, בכל שיחה ובכל דיון שהיה בנושא עלתה השאלה הזו. ובכן, 2 חברות (מהמצגת – TrendIt, Check Cap) אחת הנפיקה ב – 2015 והשנייה ב – 2016, TrendIt הנפיקה ב – Aim ו- Check Cap בנאסד"ק, שתיהן עם אפס הכנסות, אגב, לשם הגילי הנאות, שתיהן, גרף המנייה ירד לאחר ההנפקה, אבל הנה - מישהו קיבל אותם לזירה ויתכן שהן יניבו ערך בהמשך. בבורסה בתל אביב יש עוד כמה חברות שכולן עם אפס הכנסות. זה מכניס מעריכי שווי לסטריס ועל פניו ל"התנגשות" עם המתודולוגיה המסורתית של הערכות השווי, איך יכול להיות שווי עם אפס הכנסות?! בנוסף אנחנו נדון האם מעריכי שווי צריכים להשתתף במשחק הזה של הערכת שווי של סטארטאפים וחברות טכנולוגיה והאם יש להם כלים לעשות את זה? זאת אומרת, זה אתגר.

אתגר נוסף, עליו דיברנו קודם הוא בעלי המניות. במתודולוגיה הרגילה של הערכות שווי, הנהלת החברה והחוזק שלה, בעלי המניות וממשל התאגידי זה חשוב, זה לא חשוב כמו צבר ההזמנות שלה, כמו המוצר וכמו השוק, אבל זה חשוב. בחברות סטארטאפ וחברות טכנולוגיה, בעלי המניות והשדרה הניהולית הם הדבר. מי שמתעסק בטכנולוגיה יודע שמחפשים קודם כל את צוות האנשים בחברה ואחר כך בודקים את המודל העסקי ואח"כ בודקים את כל היתר, אבל קודם כל זה האנשים, כמה ציטוטים של venture Capital שאומרים מה הדבר הקריטי להצלחה, כולם אומרים אחד אחרי השני, צוות האנשים. פורבס עשה מאמר מעמיק על זה, כולם אומרים Excellent Management Team.

אני מחזיר חזרה להרכב האנשים האלה (בעלי המניות), הרכב האנשים האלה בעולם התוכן הספציפי הזה הוא הרכב חזק, הוא הרכב שהשוק ב-IPO שהלך גם לסבב המוסדי לא ידע איך לאכול אותו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

גם בנייר של ה AICPA הם מדברים על זה שאחד הקריטריונים למתי אתה יכול להתחיל לעשות הערכת שווי זה באמת הגיבוש של קבוצת מנהלים – אבל הם צריכים לעבוד בחברה.

יגאל טולדנו

ב-DNA של החברה, גם בעלי המניות, גם צוות בעלי המניות נקרא לו הפסיבי, גם צוות ההנהלה שנבדק האם יש לו את היכולת להוציא לפועל את התכנית, אז רואים שמדובר באנשים שהם Controversial, שהם לא כמונו, אבל בתעשייה הזו הם האנשים המתאימים ביותר בכדי לעמוד בראש חברה מסוג זה.

עכשיו עוד אתגר לגבי ההנהלה, האם צוות ההנהלה הכל כך מוצלח באמת הוא ערובה להצלחה של החברה? אנחנו מכירים אדם שנחשב לאחד מאבות ההייטק הישראלי, דב מורן, המציא את הדיסק און קי, כולנו משתמשים.

בני גבאי

למי מבין האנשים שהצגת אתה משווה את דב מורן?

יגאל טולדנו

אני לא משווה שום דבר, אני רק מעלה דילמה לגבי הרכב בעלי מניות והנהלת חברה, כפקטור להצלחה ושואל האם זה מהווה גם ערובה להצלחה – והתשובה היא כמובן שלא. דוגמא משקפת של בעלי מניות, והסיכון והתנודתיות בעסק הזה, עשה דברים טובים (דב מורן), אין חולק על מיקומו בתעשיית ההייטק וגם הוא נאלץ לבטל הנפקה של מודו (Modu) שהקדימה את זמנה ומיזמים נוספים שלא הבשילו.

עכשיו בוא ניכנס למתודולוגיה של הערכות השווי ופה אני רוצה להתייחס למה ששלומי אמר, 3 הסגמנטים מבחינת מתודולוגיית הערכות השווי בעצם נגזרו מתוך ההיסטוריה, שווי האפליקציה המרכזית שבה היו סבבי גיוס, אז כמו שנאמר, ברגע שיש סבב גיוס ובמקרה שלנו, שני סבבי גיוס בטווח שהוא לא מאוד רחוק הם בהחלט רלוונטיים והם בהחלט נקודת עגינה סבירה וחזקה כדי להישען עליה מבחינת השווי. 52% מסך שווי הפעילות התבסס בעצם על השיטה הזאת, לקחנו את השווי של האפליקציה הספציפית הזאת (Music Messenger) לפי סבבי הגיוס הקודמים והערכנו אותה למועד הערכת השווי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

במועד הגיוס הושקע סכום מסוים, הסכום שהושקע גילם שווי למכפיל, שווי ליוזר, כלומר במועד הגיוס היה X כסף ו- Y יוזרים, כלומר הגיוס גילם מכפיל ליוזר. כעבור שנה היו הרבה יותר יוזרים, זה מדד מקובל בתעשייה הזאת לתת ערך ליוזר, עכשיו אם יש לי ציטוט מבחינת גיוס שנה קודם של כמה הגיוס גילם שווי ליוזר, אני יכול להכפיל את השווי ליוזר במספר היוזרים הנוכחי שלי. זה מה שדיברנו קודם, בתעשייה הזאת לא כל אפליקציה מייצרת כסף.

אמיר ברנע

במקום הכנסות ב – DCF אתה משתמש במספרי משתמשים?

יגאל טולדנו

לא, אתה לא מהווך, אתה עושה לפי הכמות משתמשים נכון להיום. זה מכפיל יוזרים.

שלומי שוב

בלי ערך נוכחי, אבל יש פה הנחת לינאריות, הרי זו נקודת מוצא בעייתית להניח שבגיוס המשקיעים לא הביאו בחשבון שיהיה גידול עתידי במספר היוזרים.

יגאל טולדנו

לגבי המחיר, לא רק שאני לא לוקח את המחיר למעלה, אני אפילו לא נשען על המחיר שהיה במועד הגיוס משום שבתעשייה הזאת כל שנה שעוברת, החידוש שבאפליקציה הולך ונשחק, אז המחיר שנלקח מגלם דיסקאונט המייצג את ערך הזמן שעבר, זאת אומרת מה ששולם על היוזר לפני שנה כפול מספר היוזרים של היום בניכוי שיעור דיסקאונט שאומר "עברה שנה", גדלתם. אבל לא פרצתם.

מבחינת המשקולות, 52% משווי הפעילות נעשה לפי שווי גיוס.

אמיר ברנע

סליחה, האם מה שקובע הוא מספר היוזרים או שיש לכלול מאפיינים שלהם? למשל, משתמש חוזר בהבחנה ממשמש ראשון?

יגאל טולדנו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כשאני אומר יוזר, אני מתכוון ליוזר, לא משתמש אקטיבי עם המאפיינים שלו, אלא יוזר, אחד שהוריד את האפליקציה וזהו. יכול להיות אחד שהוריד והלך הביתה ויכול להיות אחד שהוריד ומשתמש בזה בצורה קבועה.

אמיר ברנע

יש מיון של זה?

יגאל טולדנו

לא, אין מיון של זה, גם בחברות ההשוואה אין מיון של זה, גם חברות ההשוואה מתייחסות ליוזר, למספר היוזרים ולא למאפיינים של המשתמשים שלהם.

כפיר קלדרון

כלומר מספר היוזרים רק גדל בהגדרה, כי כל אחד שהוריד ו"הלך הביתה" הוא עדיין נכלל בקטגוריה.

יגאל טולדנו

אלא אם כן הוא ביטל.

כפיר קלדרון

כלומר אלא אם הוא ביטל.

יגאל טולדנו

אם הוא ביטל את ההורדה אז הוא לא רשום כיוזר.

מה שאמיר שואל, לשנינו יש ווייז, אני קם בבוקר גם אם אני נוסע למשרד, ויודע את הדרך, אני מדליק אותו, אני משתמש בו, אני בודק, אני משתמש פעיל מאוד, אתה הורדת אותו לפני שנה ולא משתמש בו בכלל. שנינו נחשבים יוזרים, אין פה איפיון של עומק השימוש.

שלומי שוב

יגאל, אני לא חושב שזה נכון להגיד ש-52% זה גישת השקעה כי יש פה מספיק אומדנים, רק במה שהסברת לנו עכשיו שמלמדים על זה שזה לא בדיוק לקחת גיוס ולעשות לו ערך משולש.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יגאל טולדנו

עכשיו, סיגמנט נוסף, זה אפליקציות שלא נעשה לגביהם גיוס ספציפי אבל פה השתמשנו בשיטת המכפיל כמו שהסברתי קודם, נשאלת השאלה מאיפה לקחנו את המכפיל אם לא היה גיוס? אז לקחנו את המכפיל מיישומים אחרים שתיכף אנחנו נבין. פה, שווי הפעילות בשיטה הזו גילם כ-26% משווי הפעילות הכללי (מוצרים מבוססי משתמשים). הסגמנט השלישי שהוא בכל מיני תחומים (מוצרים מבוססי הכנסות), זה אפליקציות ושירותים מקוונים, שם אנחנו קצת יותר בקומפורט זון, השיטה שנקטה פה היא DCF, DCF כמובן מאוד מאתגר בהבנת השוק, הבנת הגודל שלו, המגמות שלו, מה תחזיות החברה, איזה פילטרים אנחנו עושים על תחזיות החברה. השווי של מוצרים מבוססי הכנסות תרם כ-22% מסך שווי הפעילות.

אמיר ברנע

אז אין לך עוגן של נתוני עבר.

יגאל טולדנו

לא.

אמיר ברנע

אז זה הכל עתידי.

יגאל טולדנו

תחזיות זה דבר מסובך בייחוד לגבי העתיד.

בני גבאי

בתקשורת דווח שרוב האפליקציות שהצגת היו רק כותרת ותו לא, ולא עמדה מאחוריהם אפליקציה ובוודאי שלא הורדות.

יגאל טולדנו

כל מה שניתן לו שווי, זה דברים שהפיתוח שלהם הסתיים למועד הערכת השווי, לא היו הכנסות אבל הפיתוח הסתיים. פה (בשירותים מקוונים) אין יוזרים, כל מי שקונה ב ebay, באונליין, אמזון, כל הקניות המקוונות, אין יוזרים, יש פלטפורמה לקנייה אונליין. קונים דברים כאלה ואחרים. אין יוזרים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אשר סופן

אבל הישומים האלה עוד לא עבדו, זה מאוד באוויר מה שנקרא.

יגאל טולדנו

עכשיו, הסגמנט הזה היווה 22% מסך שווי הפעילות. לעניין שווי מבוססי הכנסות.

דני ויטאן

יגאל, מה היו הפערים בין הסגמנטים, בין 3 הענפים שצינת, מה היו הפערים בשוויים?

יגאל טולדנו

פערים בין מי למה?

דני ויטאן

צינת שבעצם היה שווי לפי יוזרים, היה שווי לפי מכפיל אחר ושווי לפי DCF של אפליקציות מסוימות, היה פער גדול בין השוויים בכל אחד מהענפים?

יגאל טולדנו

זה לא 3 שיטות לאותו דבר, כל סיגמנט ננקט בשיטה שונה. כל סיגמנט ושיטת ההערכה שאנחנו ראינו אותה כמתאימה.

רם לוי

כשהייתה עסקה במרץ 2015 האם אז לא היו תכניות עבודה ומידע לגבי כוונות החברה לפתח יישומים נוספים אותם אתה מעריך היום?

אתה מייחס את כל השווי ששולם בעסקה רק ליוזרים ויכול להיות שבזמן שהייתה עסקה היה כבר מידע זמין והשווי שנקבע בעסקה כבר גילם חלק מהפוטנציאל של היישומים האחרים. אז איפה זה בא לידי ביטוי בהערכת השווי שביצעתם?

יגאל טולדנו

הגיוס נעשה רק על זה (המוצר הספציפי – Music Messenger)

רם לוי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אז אני שואל, זה היה המוצר האקטיבי והמוביל או היו מוצרים נוספים?

אשר סופר

כשהיה סבב גיוס הוא היה המוצר היחיד.

רם לוי

האם לא היו תכניות לגבי פיתוחים אחרים? איך ייתכן שחברה בתשעה חודשים מפתחת כל כך הרבה יישומים מאפס?

שלומי שוב

זו שאלה.

יגאל טולדנו

אני אתן תשובה, הגיוס נעשה על האפליקציה היחידה Music Messenger. הייתה התבססות על שווי הגיוס השני עם אקסטרפולציה של מספר היוזרים וערך הזמן שעבר ממועד הגיוס ועד היום. כל היתר זה לפי השיטות שצינתי.

אמיר ברנע

יש כאן בעיה. קח את האלמנט של מספר המשתמשים שיגאל כולל בגיוס פר משתמש ואחר כך שינה את מספר המשתמשים. האם יש דוקומנטציה בחברות שנסחרות בבורסה שיש להן שווי שוק, שמוכיחה קשר בין כמות המשתמשים לבין שווי השוק? מה הבסיס האמפירי המתודולוגי בתיאוריה שיווקית, זה הרי נראה די מכני, לקחת את סכום הגיוס אולי סכום הגיוס לא מתייחס למשתמשים, אולי מתייחס למשהו אחר, אנחנו לא יודעים את הקשר הסיבתי. מהיכן ההצדקה לטענה שאם מספר היוזרים יוכפל אז השווי יוכפל, מי אמר שבכלל יש קשר בין מספר משתמשים לבין שווי פלטפורמה כמו אמזון?

יגאל טולדנו

אז ראשית, מכפיל שווי ליוזר הוא מכפיל מקובל בתחום הזה, הוא פרמטר מקובל כמו שבתעשייה כל מעריך שווי יודע שמכפיל 7 על ה-Ebitda זה בסדר וקצת יקר ומכפיל 10-12 על הרווח הנקי זה סביר. יש פרמטרים מקובלים בכל תעשייה ואלו הפרמטרים המקובלים בתעשייה הזאת. אנחנו צריכים להבין את זה, זה לא בקומפורט זון שלנו כמערכי שווי, אבל אנחנו צריכים להבין את זה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עסקאות מבוצעות לפי מכפילי יוזרים, לפי שווי מיוזרים, יותר מזה, יש גם פרמטרים בצד ההוצאות של כמה עולה לרכוש יוזר, מבחינה שיווקית, כמה צריך להשקיע, עלות רכישת יוזר (User Acquisition), כמה צריך להשקיע בהוצאות השיווקיות כדי להגביר או להאט את הזרם.

אמיר ברנע

יגאל, למיטב ידיעתי דווקא העמקה של אפיון המשתמשים ולא מספרם בלבד תנבא שווי!

יגאל טולדנו

הלוואי שלינקדין וווייז היו נותנים לי להעמיק בדאטה בייס שלהם. זה לא כל כך אפשרי.

שלומי שוב

אבל שם כנראה נמצא העניין. שרמת המורכבות, ההתייחסות ליוזר כמשהו גנרי, כמשהו לינארי. היא לא פשוטה.

גידי שלום בנדור

יש פרמיה עצומה למי שמוביל שוק. ווייבר לעומת וואטסאפ או סקייפ. הפרמיה ששולמה זה אחד לשבע פר יוזר. על וואטסאפ שולם פי 7 לעומת מה ששולם על יוזר של ווייבר. מאוד קשה למדוד את זה רק במונחים של השוואה למספר חברות בודד.

יגאל טולדנו

אני מסכים גם עם עניין הפרמיה ותיכף נראה איך התייחסנו אליה, ואני מסכים גם עם עניין "אם היה אפשר להעמיק בערך היוזר".

שלומי, מה שאני אומר שבחוק המספרים הגדולים, אם אתה בסוף משווה את מספר היוזרים ללא העמקה. אז ההתפלגות אמורה להיות פחות או יותר זהה בין משתמשים רשומים ומשתמשים כבדים.

שלומי שוב

יש פה פער כל כך עמוק שגם חוק המספרים הגדולים לא מטפל בו לדעתי.

יגאל טולדנו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אגב הפרמיה ומה ששאלת, אלה עסקאות ואלה מובילי שוק (וואטס אפ וכדומה), אני לא משווה את האפליקציות לשמות שמופיעים פה. אני רוצה להראות לך, יש התייחסות לעניין הזה של שווי ליוזר, ופה זה יוזרים כמו שאני פירשתי, ללא העמקה משום שאין לנו את המידע, אנחנו רואים שחלק זה IPO וחלק נרכשה ע"י שחקן גדול אחר, משום שגם אם אתה לא מצליח לייצר מוניטיזציה ליוזר הזה, הרוכש או הגוף המתמזג כן יודע לייצר מזה ערך ונותן ערך למספר היוזרים שאתה צובר. עכשיו יש פה כמובן, תנודתיות (של הערך ליוזר) מאוד גדולה, מאות דולרים ועשרות דולרים, כמובן נובע מהערך שהרוכש נותן ליוזר. רק כדי שנשים אצבע על המספרים, השווי ליוזר שנגזר מסבב הגיוס השני הוא 14 דולר ליוזר, העסקאות הדומות מבחינת הגודל ומבחינת המאפיינים הביא 24 דולר ליוזר, הממוצע לכ- 26 דולר ליוזר והמינימאלי לכ- 9 דולר ליוזר.

אנחנו בחרנו ללכת ל-9 דולר ליוזר. עכשיו אתם מכירים את זה שבהערכות השווי רושמים באוטומט "מטעמי שמרנות." זה לא שמרני, אנחנו לא כותבים בהערכת השווי שהיא שמרנית אנחנו לא מתחבאים מאחורי השמרנות כאיזושהי אצטלה. זו הערכת שווי שפונה לעולם העסקי, זו לא הערכת שווי דפנסיבית של impairment או דרישה חשבונאית כזו או אחרת.

למה בכל זאת נלקח 9 (דולר ליוזר)?

משום שאנחנו לא יודעים להעריך את סיכויי ההסתברות לאקזיט, אין דבר כזה, אין לנו את היכולת, לא ספציפית במקרה הזה ולטעמי ברוב המקרים בחברות טכנולוגיה ואנחנו עושים המון חברות טכנולוגיה, אין יכולת לחזות הסתברות לאקזיט ולכן לקחנו את המספר הנמוך ביותר שמצאנו בקבוצת ההשוואה. אמרנו תשמעו אין לנו, אנחנו לא יכולים לקחת את הממוצע ולהגיד הסתברות 30%, אין לנו יכולת להסביר 30%.

אלי אלעל

כשאתה אומר ש"אין לך יכולת להסביר" אתה אומר למעשה שכל המצבים השונים אפשריים בהתפלגות שווה מאפס ועד מאה, ואז התוחלת ההסתברות להתרחשות היא 50% ולא 100%. כשאתה אומר "אין לי מה לעשות ולכן הנחתי מספר נמוך", אתה למעשה מניח 100% על מספר נמוך. למעשה אתה אמור לקחת תוחלת של השווים (שהם לא בהכרח סימטריים ומתפלגים סביב האמצע) בכל המצבים האפשריים, וזה לא בהכרח יצא כמו שאמרת: 100% של המספר הנמוך.

יגאל טולדנו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

זה 100% של המספר הנמוך, את המספר 9 אנחנו הרגשנו איתנו בנח מהשוואת העסקאות ממה שהבנו בשוק וגם נראה אחר כך באיזשהם אינדיקציות שהיו אחרי התהליך. האינדיקציה של העסקה שעשתה החברה (מכירת BlindSpot ו-Mr. C) שנעשתה אחרי שהחליטו לגנוז את תהליך ההנפקה, שיקפה 13 דולר בממוצע.

בצד המתודולוגי בקומפורט זון של מעריכי שווי, ב-DCF, בצד של המוצרים מבוססי הכנסות אז כמובן מה שצריך לעשות זה לקבל את תחזיות החברה, לבסס אותם ולראות האם יש יכולת לממש אותם, מה סיכויי ההצלחה בפיתוח (כגון: בעלי המניות ושדרת הניהול בחברה, 30 מתכנתים מקצועיים ובעלי ניסיון, 30 אנשי שיווק, שימוש בפלטפורמות חברתיות ועוד), לראות מה סבירות הפרמטרים שהמודלים לקחו (מבין הפרמטרים שנבחנו הם מספר ממוצע של עסקאות, עלות ממוצעת לעסקה, מחיר למשתמש User Acquisition, מחירי שוק, שיעורי רווחיות גולמית ותפעולית ועוד), לראות מה באמת גודל השוק, לראות אם החברה פועלת בשווקים שבהם יש ביזנס הולך וגדל.

השווקים שבהם פועלת החברה נמצאים שווקים עצומים של עשרות מיליארדי דולרים, נמצאים שם שחקנים רבים וגדולים והם רוצים להשתלב בזה בממד הציבורי. שוק המסחר האלקטרוני זה ברור, אני לא ארחיב, גם שוק הבינה המלאכותית וגם שוק תוספי המזון, כל אחד מהשווקים האלה הם שוק שמגלגל עשרות מיליארדים.

ובסוף, אין כמו לקנח באיזה DCF ובאיזה שיעור היותו בפורום מעריכי שווי, שיעור ההיוון שנלקח בסגמנט היה 24% מהניסיון שלנו, כמו שאמרתי אנחנו עושים הערכות שווי ללא מעט סטארטאפים לכל מיני מטרות, 24% משקף את רמת הסיכון שאנחנו מצאנו לנכון להשתמש בו, גם רואים שמקבוצת מדגם של 180 חברות, גם הרשות לני"ע מצאה ששיעור ההיוון לחברות סטארטאפ הוא איפשהו סביב ה-20%, 22%.

אמיר ברנע

ככל שתעלה את ה-WACC יצטרכו החברות להעלות את התחזית כדי שיקבע שווי מספק?

יגאל טולדנו

אף מעריך שווי, כל החבורה המכובדת הזאת, לא לוקח את תחזיות ההנהלה ככתבם וכלשונם. אין חיה כזאת. אני מניח שכמה מחבריי במשרדים הגדולים וגם לא במשרדים הגדולים, מעריכי שווי, לא ממהרים לקחת עבודות של הערכות שווי טכנולוגיות ובטח לא כאלה שיש בהם חשיפה ציבורית.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני רוצה למקד 3 נקודות לדיון שהן אולי חורגות מעולם מתודולוגיית הערכת השווי ופורום שווי הוגן :

- האם מעריכי שווי מסוגלים להעריך חברות סטארטאפ בתחום הטכנולוגיה? בעיני התשובה היא ודאית, התשובה היא כן, ואסור לנו להסיר את ידינו מאזור הקשה המסוכן והלא מוכר, אנחנו לא יכולים לחכות עד ש Venture Capital ישקיע כסף ויגיד לנו מה השווי, אנחנו קצת מוותרים לעצמנו בעניין הזה.
- אני חושב שהערכות השווי של סטארטאפים וחברות טכנולוגיה הן יותר מסוכנות מהערכות השווי הרגילות, זה לא חכמה, אין בעיה להעריך שווי של נדל"ן מניב, כל מחשבון פיננסי יודע לעשות את זה. אני חושב שהפורום הזה צריך לדון בשאלה :
האם נכון להסיר את ידינו בגלל אלמנט הסיכון מהערכות שווי של סטארטאפים בענף הטכנולוגיה? אצלנו לפחות התשובה היא ודאית, אנחנו לא חוששים מהתחום הזה. נהפוך הוא.
- האם חוסר הנכונות של מעריכי השווי והדפנסיבה שהשוק נכנס כאשר בא מיזם טכנולוגי לשוק הציבורי, האם היא לא גורמת לזה שההשקעה בטכנולוגיה והשקעה בחברות האלה לא תהיה בידי הציבור, לציבור לא תהיה גישה אליו בכלל, עם כל אלמנט הסיכון והיא תהיה רק בידי מעטים, אנג'לים, קרנות הון סיכון. האם זה תואם את תפישת העולם שלנו? מדינת טכנולוגיה, מדינת סטארטאפים, ואף לא אחד מגיע למימד הציבורי? נכון צריך לעשות את כל מנגנוני ההגנה והמוסדיים והפנסיות וכל הדיבורים היפים. אבל בסוף תעשיית הטכנולוגיה לא מקבלת מימון ציבורי, והציבור לא מקבל את ההזדמנות להשתתף בשוק הטכנולוגי.
- האם אנחנו בשמרנות עלולים לגרום לזה שמקומם של מיזמי טכנולוגיה לא יהיה בישראל?

שלומי שוב

צור (צור פניגשטיין), כראש המחלקה הכלכלית של PWC נשמח לשמוע את דעתך. יגאל אמר שחלק מהמשרדים הגדולים לא רוצים לעשות הערכות שווי כאלה.

צור פניגשטיין

אני אתייחס כרגע לצד המקצועי בלבד. מבחינה מקצועית אפשר לבצע הערכת שווי של סטארטאפ. כמובן, ככל שהסטארטאפ, המיזם, נמצא בשלב יותר מוקדם ויש לו פחות היסטוריה, ויש פחות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כלים לביצוע הערכת השווי, כמו תחזיות, או תכנית עסקית, או אפילו מודל עסקי, זה יותר מסובך. באופן עקרוני אפשר לעשות הערכת שווי. כשאני אומר שאפשר לעשות הערכת שווי, אני מתכוון שמבחינה מתודולוגית, ניתן ליישם אחת מתוך 3 הגישות הידועות והגישה הנוספת שאמיר הזכיר. יש את גישת השחלוף – פחות נפוצה, גישת השוק – מאוד נפוצה בתחום וגישת ההכנסות, או שיטת ה-DCF. באופן עקרוני, אולי נתחיל בזה, שצריך לשרש איזה מיסטיפיקציה בנוגע לשיטת ה-DCF (שהיא כביכול המובילה) - - אם יש נתונים שקשורים לגישת השוק שהם רלוונטיים זה תמיד הכי טוב, כמו למשל נתונים אודות עסקאות קרובות, או אם הייתה עסקה במניות של החברה או בעסקים מאוד מאוד דומים, אולי זה הדבר הראשון שצריך לעשות.

אמיר ברנע

זה לא הערכת שווי, זה ליקוט אינפורמציה.. כמו שמאי ששואל שכנים כמה שווה דירה בבניין.

שלומי שוב

זה בסדר גמור, בהיררכיית שווי הוגן צריך להעדיף נתוני שוק.

צור פניגשטיין

זה אפילו מעבר להיררכיה, כי הערכת שווי מטרתה להגיע לשווי שוק הוגן או שווי הוגן, תלוי.

אמיר ברנע

אני מסכים אבל בהנפקות IPO כשהחברה מוציאה תשקיף וכוללת את החלק העסקי של החברה שרשות ני"ע קבעה את המתכונת שלו ע"פ הדוח של 2004, מה שנאמר לנו פה שצריך לעדכן את זה ולבנות את זה מחדש לסוג החברות של הכלכלה החדשה. למשל, אם מסכים יגאל (יגאל טולדנו) שהשאלה לא כמה לקוחות, אלא ניתן להעשיר את הערכת השווי ואם אתה מקבלים פרמטרים נוספים שקשורים למשתמשים. אתה (יגאל טולדנו) תסכים איתי, שהערכת השווי היתה מתעשרת לו הינה בידך העמקה של המשתמשים, מי המשתמשים, הגיל שלהם, השימוש החוזר, כל הדברים האלה... למה המידע הזה לא מסופק קודם?

אשר סופן

זה מסופק, הערה כללית על העניין הזה, בשנים האחרונות אנו עדים ליותר ויותר הנפקות שהמבנה ה"ברנעי" לא רלוונטי עבורן. זו בהחלט אחת מההנפקות האלה, ואנחנו בפירוש עוברים למגמה של

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גילוי "טיילור מייד" ב-IPO, כמעט ואין רלוונטיות לספקים, לחומרי גלם, אין רלוונטיות לסיכונים איכות סביבה ולהמון גילויים בדוח הברנע.

בנפט וגז - שם זה כבר מוסדר. זה כבר בתקנות.

חברות מהסוג הזה שגם הן לא דומות אחת לשנייה, אין חברת סטארטאפ שדומה לאחת אחרת שהנפיקה חודש לפני.

יעל ווייס

לגבי החברה מה שחשוב להבין כן היה את הגילוי הזה, אני מניחה שמה שיגאל התכוון שאין נתוני השוואה לגבי חברות אחרות כאלה ולכן זה בעיה גם אם יש לך נתונים לגבי החברה אתה לא יכול להשוות לאקזיטים שהיו.

שלומי שוב

זה הקושי.

טל מופקדי

אני רוצה להגיד מילה וחצי על ההצגה פה. באיזשהו מובן, עשינו קצת עוול ליגאל (יגאל טולדנו) לפחות מה שאני שומע פה מהרקע.

יגאל טולדנו

אני מסכים.

טל מופקדי

אנחנו יושבים פה רואים מצגת על הערכת שווי שבדיעבד אנחנו יודעים שלא צלחה ואנחנו אומרים "וואו איזה דבר זה, איזה מוזר זה ואיזה הנחות היו שם?" אני חושב שקודם כל כפורום, בטח בפורום המקצועי הזה, אנחנו צריכים קודם כל לדבר על האם אפשר לקבוע שווי? התשובה היא כן, המחיר הוא גבוה משקל וקטן מ-15 טריליון דולר, עכשיו בוא נקבע אותו רק. השאלה היא איך קובעים את השווי? אנחנו צריכים לדבר על המתודולוגיה הנכונה, ואז לדבר על הפרמטרים. בהקשר להערה שעלתה: האם אפשר לקבוע שווי למשהו שלא ייצר הכנסות ורווחים עד היום? התשובה היא שוב כן. מה השווי? השווי הוא מאוד מאוד רועש הוא מאוד מאוד אי וודאי וללא ספק אפשר להתווכח על המודל וההנחות בו. אני חושב שהדיון התחיל בצורה נכונה, אז שאלנו האם צריך

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

להשתמש במודל האופציות או האם צריך להשתמש במודל המכפילים (שהוא נתון מאוד מאוד רועש, זה ידוע בספרות עוד משנות ה-80), או לחילופין, האם להשתמש בנתונים של DCF שגם כן נתון להמון הנחות.

עוד דבר אחד שחשוב להגיד במיוחד בהקשר של חברות סטארטאפ: כיוון שיש הרבה אי וודאות לגבי השווי, אף פעם הערכת השווי לא תהיה "נכונה", כי אם הערכת השווי בוצעה נכון, היא בוצעה על התוחלת, ואם אני אעשה הערכת שווי הגרלה להטלת מטבע שתניב 0 או 100 בהסתברות חצי חצי, התוחלת תהיה 50, אבל אף פעם הריאליזציה לא תהיה 50 ותמיד תהיה תלונה בדיעבד שהערכת השווי שלי שגויה. אז אני חושב שאנחנו צריכים קצת יותר למקד את הדיון ולבחון האם משהו במודל לא נכון או בפרמטרים שבהם השתמשו.

אשר סופן

אני הייתי בצוות הבודק של התשקיף הזה, כמה מילים על התשקיף, קצת אינסייט. קודם כל נתחיל, אני חושב שאני אחד הבודדים, חוץ מיעל, שלא כלכלן לא חשבונאי, אין לי שום השכלה בתחום הזה, עורך דין. דווקא מהמקום הזה אני אתחיל, כהדיוט שלא מכיר את המתודות ולא בקיא בניואנסים שמבחינים ביניהם, כל מספר היה נראה לי. באותה מידה אפשר היה לנקוב שווי מיליארד דולר וזה היה רלוונטי או שווי של 50 מיליון דולר וזה היה רלוונטי. אני זוכר גם השתמשתי בביטוי, אני עורך דין, מהעולמות שלי פעם אמר מישו "הכל שפיט" ואני שאלתי את עצמי "הכל עריך?" אז הוא אמר שהכל כנראה אפשר להעריך שווי אבל השאלה אם צריך. מה התכלית של הדבר הזה? המלצת הצוות הייתה לא לצרף את הערכת השווי ונדחינו בנימוס ע"י החברה שהחליטה כן. היום אנחנו לא מונעים מחברה מלצרף הערכות שווי, חברה יכולה וולונטרית לצרף הערכת שווי.

שלומי שוב

בד"כ חברות שכבר נסחרות בשוק ההון לא מעוניינות, כולנו יודעים, לצרף.

אשר סופן

ב-IPO זה כמעט אוטומטי, חברה רוצה לנקוב שווי ולכן איזשהו בנצימרק ולכן מצרפות וזה בד"כ נעשה בדרך של הערכת שווי אופציות לעובדים, ככה זה נעשה בד"כ. אנחנו באמת המלצנו לחברה שלא לצרף, והחברה לא קיבלה את ההמלצה וזה בסדר.

לאחר מכן ההמלצה שלנו הייתה וזה כמעט, כולם הבינו שיש איזשהו "תפוח אדמה לוחט" וההמלצה שלנו הייתה לא להתערב בהערכת השווי. בדיונים פנימיים שהתקיימו ברשות היו שאמרו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

"מה זאת אומרת" בואו נביא מתודות מארה"ב, נראה מה דה-מודראן עושה וכו'ועדיין, המלצת הצוות המטפל הייתה לא להתערב, בעיקר מהטעם שאין לנו משהו יותר חכם להגיד. כל מה שאני אגיד, אני אוריד את שיעור ההיוון, אעלה אותו. בסופו של דבר חשבנו שהכי נכון לתת לשוק לשפוט את הערכת השווי כמות שהיא.

עמיחי בומבד

יש את מבחן הסבירות של הערכת השווי. כשקוראים את הערכת השווי שנעשתה על חברת "שלנו" רואים שקיימות הנחות שבמבחן המציאות לא מחזיקות מים מאחר שבסופו של דבר יש הערת עסק חי. נראה לי לא סביר להעניק לחברה שהוקמה רק לפני כשנתיים ושאינה בה כל חדשנות שווי של 700 מיליון ש"ח לפני הכסף. זה לא מידתי ולא סביר.

אשר סופן

אנחנו כן נגענו, בפירוש, בדברים שהם אקסוגניים להערכת השווי וזה בגילוי העוץ ובהערכת השווי גופא החלטנו שאנחנו לא מתערבים מכל מיני שיקולים בין היתר מהטעם שלא רצינו שייתפס כאילו נתנו חותמת כשרות, שהשוק ישפוט והשוק שפט.

יבגני אוסטרובסקי

קודם כל, כמה מילים כלליות. שלומי (שוב), תהית בהתחלה האם צריך לעודד הנפקות ראשונות (IPO) של חברות בתחום הטכנולוגי? הגישה של הרשות (לניירות ערך) כפי שבאה לידי ביטוי בוועדת המו"פ ובפרויקטים שבוצעו בעקבותיה היא שאנחנו מנסים לעודד את חברות המו"פ להתפתח בשוק המקומי ולהישאר בישראל תוך שימוש בבורסה (וזאת במקום ביצוע של אקסיט). לשם כך, קיים מודל לעידוד ההנפקות שנשען על 3 רגליים: על רגל של הטבות מס משמעותיות (בהוראת שעה עד אמצע 2019), על רגל של הקלות ב-IPO ועל מודל האנליזה של הבורסה. שלושת הרגליים כבר בתוקף. כך שזאת הגישה שלנו ואני חושב, כמו שאשר אמר, שבאופן כללי וספציפית בוודאי בתחום כמו הערכות שווי של סטארטאפים, הכלי המרכזי שיש לרשות ני"ע הוא כלי הגילוי. בהערכת השווי הזאת, התפקיד של רשות ניירות ערך הוא לא לתת ציון להנפקה או לקבוע את השווי, אלא השוק הוא צריך לקבל את החלטת ההשקעה. אנחנו צריכים לדאוג לגילוי נאות. המקרה הספציפי הזה, הגילוי הנאות כמובן נכלל. בפרט, יש דף מאוד בולט בתוך התסקיף שפירט את כל ההנחות הלא טריוויאליות שנעשה בהן שימוש, ובפרט הצפה של נקודות בולטות שצוינו פה, והתייחסויות אליהן, כגון: האפליקציות של החברה לא דומיננטיות באופן כמו אלו של ווייבר או ווייז שעליהן בוסס השווי; נלקחה הסתברות מלאה לביצוע האקסיט וכו'. יש אמירה של שאול אמסטרדמסקי,

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הקרדיט לא אליי, שיש אפליקציות של פנס לפלאפון שמדליקה את הפלאש, וכמות המשתמשים שלהן אולי אפילו עולה על כמות המשתמשים של האפליקציות האלה והשאלה היא מה השווי של הטכנולוגיה הזו. כמובן, הוצפו כל הנקודות המשמעותיות והיה דיון ציבורי בתשקיף הזה וכל אחד קיבל את החלטת ההשקעה, או אי ההשקעה, לפי תפיסתו. יכול להיות שאם היינו עושים את הדיון הזה לפני שהחברה גייסה בפועל לפי שווי של 70 מיליון לפני הכסף, שכל האמירות שנאמרו פה היו נותרות בעינין. יכול להיות שגם 90 מיליון אחרי הכסף נראה היה גבוה, אבל היה גיוס כזה. כשמישהו שם כסף על השולחן, זה גובר על הדעות.

עמיחי בומבד

אני חייב להגיד פה שבחברות הייטק השווי של הגיוס עלול להטעות, מדוע? וראיתי את זה הרבה פעמים, יש דילולים, זאת אומרת קובעים שווי של 90, אבל בפועל זה לא 90, יש אופציות שמדללות את כל השאר. למעשה, הגיוס האחרון עלול לדלל את כל השאר מאחר וקיימים סוגי מניות שונים כאשר הגיוס האחרון בדרך כלל הינו בעל עדיפות מובהקת על גיוסים קודמים.

אשר סופר

מילה אחרונה רק לעמוד על הקושי המרכזי שלנו היה גם בהיבט הגילוי וגם בהערכת השווי זה העובדה שהחברה וגם מעריכי השווי נתנו משקל יתר לציר מאוד מסוים וזה ציר כמות המשתמשים מבלי לתת את הדעת כמעט לאיכות המשתמשים.

כפיר קלדרון

יש לי שאלה בנושא הגילוי שאתם מדברים עליו, אני מייבא שיטת עבודה מה-NACVA (National Association of Certified Valuation Analyst) מהאיגוד האמריקאי, שמדבר שם, ואתה התחלת לדבר על זה שלומי על נושא של כן איזושהי היררכיה וכן שיהיה איזושהו גילוי של האם וכמה הערכת השווי מסוכנת. כמו שנאמר הבעיה בהערכת שווי חברות כמו אלו שאנו מדברים עליהן זה התנודתיות הגדולה בהערכות שווי ולא רק בתחומי ההייטק. חשוב לזכור שקורא הדוחות הרבה פעמים רואה את המספר הסופי ללא בחינה של ההנחות, ולמעשה מסתמך עליו בעיניים עצומות כי הוא לא מומחה. בשביל זה בדיוק יש את המומחה, השאלה אם נכון ליצור איזושהי סטנדרטיזציה שקיימת לצורך העניין ב-NACVA של "מה רמת התנודתיות ומה רמת הוודאות של ההנחות במסגרת הערכת השווי. מידע שכזה יאפשר לקורא לדעת עד כמה העבודה וודאית ומתי לקחת אותה בערבון מוגבל ולמעשה כהמלצה מדעתו של המומחה בלבד".

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

ברשותך כפיר, אני מתפרץ לדלת שאתה פתחת, קשה לי לקבל את מה שאתם (רשות ני"ע) אומרים כי מה אתם למעשה באים ואומרים לנו? יש איזושהי אסטרטגיה של רשות ני"ע או של לא יודע איך נקרא לזה, של המדינה, לעודד כניסה של חברות מהסוג הזה. אנחנו לא מסוגלים לתת איזושהו ציון, אפילו ציון 60, ציון עובר מינימלי למהימנות של הנתון הזה. לי יש קושי כחשבונאי לקבל את זה בהתאם למסגרת המושגית שלנו, ויושב פה דב ספיר, יו"ר המוסד לתקינה, שאני מניח שמסכים איתי. האם יכולים להיכנס נתונים שאנחנו לא יכולים להיות בטוחים ברמת סבירות, לא אמרתי בציון 100 ולא ב-90. אבל יש גם ציון 60 אחרי ערעור.

יבגני אוסטרובסקי

לגישתנו, וגם פרסמנו את זה לאחרונה (במסגרת שאלות ותשובות ל-SLB-105-23), הערכות שווי של תשלום מבוסס מניות לא נחשבות מהותיות מאוד לדוחות הכספיים וצירופן אינו נדרש. גם במקרה הזה, הובהר לחברה כי צירוף הערכת השווי אינו נדרש מבחינתנו.

לגבי מדיניות ההתערבות, מסביב לשולחן כאן יודעים, בוודאי לגבי הערכות שווי שהן משמעותיות לדוחות, בין אם זה נדל"ן להשקעה שזו הדוגמה הקלסית אבל לא היחידה, שאנחנו כמובן לפעמים כן נכנסים לעובי הקורה, בודקים ואף יכולים להתערב ממש בסבירות ההנחות או, במקרים חריגים מאוד, אף פוסלים. התערבות או פסילה של הערכת שווי היא כלי חריג, אפילו בעולמות מהימנים יחסית כמו נדל"ן. כשהמטרה של הערכת השווי היא מטרה יותר "שיווקית", נקרא לזה ככה, שנועדה במהות לצרכי גילוי, הדגש הוא ממילא על גילוי. אגב תיקון שלה, צריך להבין שהפחתת השווי בהערכת השווי הייתה בכלל משפרת את הדוחות הכספיים, היא הייתה מקטינה את ההוצאה בגין האופציות.

שלומי שוב

יבגני, אם זה נכון מה שאתה אומר, היה אסור בכלל לאפשר לו לצרף את זה לדוחות.

גיא טביביאן

רק לעניין הצירוף, אני לא בטוח שאני מסכים יבגני עם הגישה שהצירוף, הרי הנתון של מה התוצאה של הערכת השווי הוא נמצא דרך הדוחות הכספיים, דרך המידע, דרישות הגילוי מ IFRS2 ולכן השורה התחתונה של הערכת השווי נמצאת בדוחות הכספיים אז דווקא אם אנחנו חושבים שמדובר בהערכות שווי שהן יותר סובייקטיביות, התנודתיות של השווי יותר גבוהה, דווקא אני חושב שיש

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חשיבות לסוג הזה של הערכות השווי לצירוף, שיוכל קורא הדוחות, לאו דווקא הדוחות הכספיים, המשקיע יוכל לשפוט, הרי זו המטרה של הצירוף, ישראל היא אחת המדינות היחידות שיש בה דרישה לצירוף הערכות שווי והמטרה היא בעצם, אתה אומר לנו תמיד כלים, זה לא ששימו את רוני עמיחי ויבגני אוסטרובסקי שהם יחליטו, הם יהיו בסוף מעריכי השווי שיגידו "כן זה עובר, זה לא עובר." המטרה היא כמו שאתה (רו"ח יבגני אוסטרובסקי, רשות ני"ע) אומר, הכלים שלכם זה גילוי, אז האם זה לא נכון דווקא ללכת לגישה אחרת, ודווקא במקרים שדרך הערכות שווי של אופציות לעובדים או מכשירים פיננסיים או דברים כאלה דרך הדוחות הכספיים, בסוף הנתון יהיה וקורא הדוחות יוכל לראות את השורה התחתונה של הערכת השווי ובעצם לא תהיה לו את הערכת השווי עצמה, את העבודה, כדי לשפוט אותה?

יבגני אוסטרובסקי

אי הצירוף ייתן דגש נמוך יותר להערכות שווי מהסוג הזה. אבל שוב, אדגיש שאנחנו לא אוסרים את הצירוף. והיה פה צירוף וולונטרי במקרה הספציפי הזה. ראוי לציין שבארה"ב למשל, כמו שאמרת, אין צירוף, דרך אגב, שם למשל הגישה של ה- SEC, כפי שעולה מסיכומי השאלות העיקריות הנשאלות על ידם, מתמקדים דווקא בכיוון החשבונאי וההפוך, כלומר בהוצאה שנרשמת. למשל, אם חברה מסוימת רושמת הוצאה נמוכה על אופציות שהן תשלום מבוסס מניות, ומתכוונת להנפיק לפי שווי גבוה יותר, יוכלו להעיר לה "למה רשמתם הוצאה כל כך נמוכה?". הפעלת ההיגיון הזה במקרה הנוכחי היה מניב שאלה מסוג "למה אולי השווי הוא לא גבוה יותר".

שלומי שוב

בגלל זה אני דווקא אומר שדווקא הפתיחה של זה, דווקא כמספר זה מספר לא מהותי אבל הפתיחה של זה היא המסוכנת. הפתיחה של זה היא מסוכנת במיוחד כשזה נספח לדוחות כספיים, זה לא מידע. זה מידע שמקבל גושפנקה, תקשיבו אני לא חושב שאנחנו צריכים להיתמם פה. זה מידע שמקבל גושפנקה של רואה חשבון, יש פה רואה חשבון שחתם על הדוחות הכספיים האלה, זה מידע שמצורף לדוחות כספיים. אני חושב שכל שמה שאתם אומרים נכון, לאסור צירוף כזה במסגרת הדוחות. תצרפו את המידע הזה שלא במסגרת הדוחות.

עידן.

עידן בן נחום

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רק לגבי הגושפנקה של רואה חשבון, בוא ניקח את הדברים בפרופורציות, רואה חשבון לוקח את הדברים מבחינת שיקולי המהותיות שלו.

שלומי שוב

ברור.

עידן בן נחום

לא מדובר בגושפנקה בהכרח חד משמעית לעבודה ספציפית, מדובר פה בסופו של דבר בעבודה שבוצעה על אופציות לעובדים ואני מתאר לעצמי שר"ח המבקר שזה PWC בטח לקחו בחשבון את מחיר ההנפקה וכל מיני דברים כאלה. לא מדובר פה בזה שר"ח המבקרים ואני בא גם בתור אחד שמסייע גם לצוותי הביקורת במשרד שלי, לא מדובר בגושפנקה להערכת שווי לצורך משקיעים.

שלומי שוב

המשקיע אבל מקבל, הוא מניח שיש פה הערכת שווי חשבונאית, בואו, הערכות שווי חשבונאיות, ההתייחסות להערכות שווי חשבונאיות שמגיעות לדוחות הכספיים המבוקרים, ע"י ציבור המשקיעים, היא אחרת.

עידן בן נחום

אבל קודם כל המשקיעים והסיבה, כמו שאתה אמרת שצינת, כמו שצינת את אחד מהמשתתפים פה שאמר שהוא בדק והגיעו למסקנה שהשווי לא מתאים. זה מה שאני הייתי מצפה ממשקיעים במיוחד המשקיעים המוסדיים והמשקיעים שהם הביעו את ההתעניינות. אני מצפה שמשקיעים כאלה קודם כל יהיה להם את הידע לבדוק את ההשקעה הזאת, עובדה שחלק החליטו שההשקעה לא מתאימה להם. מי שמשקיע, ציבור המוסדיים וכדומה, אני מצפה שלהם יהיה את הידע לבדוק את זה בלי קשר להערכת השווי שאני או יגאל (יגאל טולדנו, BDO) או צור (צור פינקלשטיין, PWC) עושים, שהם (המוסדיים) ידעו לבדוק את זה בעצמם.

שלומי שוב

אין בעיה, תיתן להם את הערכת השווי מחוץ לדוחות הכספיים. אציק בן מנחם, בוא נשמע את שוק ההון. איך אתה כמי שמקבל החלטות בנושאים האלו, איך אתה מתייחס לכל מה שאנחנו מדברים?

אציק בן מנחם

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

תראו, הנושא של סטארטאפים, אני חושב שהיה יותר בעבר, היה את הנושא של החברות של התרופות, שוק ההון, אני חושב שהשקיע בהמון חברות של תרופות ומאוד מעניין לראות אם בסופו של דבר, אם יצאה תוחלת חיובית מהסיפור הזה. אבל חלק מהדברים נעשו ביחד עם משקיעי עוגן כי אתה לוקח בחשבון נגיד שבמולקולות קשה לך לבצע הערכת שווי עצמאית וכשיש לידך מישהו כמו נגיד מורי ארקין שנכנס כמשקיע עוגן, אז נוצרה יותר נוחות לשוק ההון להשקיע בדברים האלה. אני חושב שההשקעה בסטארטאפ והערכת שווי של סטארטאפ היא מאוד מאוד מקצועית, אני חושב שבקרנות הון סיכון יושבים מומחים שזה מה שהם עושים כל היום, מתעדכנים במה קורה בעולם והם מתמחים בנישיות מסוימות, ואנחנו שאנחנו מתעסקים עם הרבה ענפים, ופתאום מגיעה איזו חברת סטארטאפ, אז לבוא ולהגיד שאנחנו נעשה את זה נכון. אני לא בטוח שזה נכון. ועוד פעם יכול להיות שהמוסדיים, גם אם הם לא ישקיעו דרך שוק ההון, הם משקיעים בקרנות הון סיכון ותומכים בתעשיית ההון סיכון, כל עוד יש קרנות הון סיכון שיש להן ביצועים טובים, וכדי שהם ישקיעו בחברות סטארטאפ צריך להיות איזשהו תהליך שהוא או איזה משקיע עוגן ששם כסף "חדש" שאתה מרגיש "אוקיי", מישהו בדק את זה. או שיש יותר יכולת פנימית לבדוק את זה שזה כרגע אני חושב שהיא לא נמצאת.

אלון גלזר

אני מסכים גם עם איציק לגבי התפקיד של שוק ההון, האם הוא אמור לקבל חברות כאלה? התשובה היא ממש לא, כלומר, שוק ההון צריך לקבל חברות יותר בוגרות עם יותר הכנסות והקרנות הן בדיוק הדבר בשביל זה. כלומר, ההשלכות זה גם להגן על "גברת כהן מחדרה" ובדיוק ייכנסו כאלה שלא יודעים כלום ולא יעזור איפה אתה שם את הערכת השווי. ולכן בעיניי שוק ההון עשה נכון שהוציא את החברה הזו. אני חושב שהרשות התנהגה מאוד בסדר. אין דרך לעשות איזשהו סטנדרט. אני חושב שזה מה שקרה, היה ניסיון, זה לא מתאים לשוק ההון ושוק ההון הוציא את הדבר הזה. זה עוד לא שם.

שלומי שוב

תגיד אלון, ל"עליהום" שעשתה התקשורת על ההנפקה, לדעתך הייתה תרומה לכך שהגופים המוסדיים לא קיבלו את הערכת השווי ולכן גם ההנפקה לא יצאה את הפועל?

אלון גלזר

בוודאות, דרך אגב אני חושב שזה אולי קצת בעיה, להיות "אמיץ" בשוק ההון, אין מקום! כלומר אתה רק יכול לחטוף. אתה לא יכול לעשות הערכת שווי ולהגיד חברה שווה 150% יותר, כי יחפשו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אותך. זה קצת בעייתי. אני כן חושב שיש מקום לעשות הערכות שווי שהן יותר "אמיצות", אבל לא בחברה כזאת, כי פה באמת זה מאוד בעייתי.

שלומי שוב

בשורה תחתונה מה שאתה אומר, שחברה כזו לא צריכה להגיע לבורסה נכון? זה מה שאתה אומר?

אלון גלזר

אני חושב שהיא לא צריכה להגיע לבורסה, ואם היא הגיעה לבורסה זה גם מחשיד. היא הייתה צריכה להגיע למקומות אחרים ואם היא לא הגיעה למקומות אחרים, אז הבורסה זה מפלט לא נכון.

אמיר ברנע

אבל איך אתה פותר את הבעיה? קרן הון סיכון כן יכולה להגיע לבורסה? הרי אלה אותן חברות במעטפת של מתווך.

שלומי שוב

בקרן יש מומחיות ויש פיזור סיכונים.

אלי אלעל

יש הרבה מאוד חברות מתחום ה-Bio, שמנפיקות, והן לא נופלות במובן הזה בדרגות אי הוודאות שלהן. אחת התפיסות הבסיסיות של הערכות שווי, זה להתייחס אליהן כסוג של "נרטיב" של תזרים ו"נרטיב" של סיכון. אחד מהתפקידים של מעריך השווי, מעבר לעובדה שבסוף היום הוא "רושם מספר" על ההערכה שלו, זה שהוא צריך לספר גם על התהליך שהוביל אל המספר שמשקף את דעתו. המעריך צריך לתת בתוך התהליך הזה את הגילוי הנאות, כפי שאומרים פה מהרשות ניירות ערך. ועליו להסביר כשצריך למה הוא בחר את הפרמטר הזה ולא האחר, ובמקרה של פרמטרים חשובים במיוחד, להוסיף במסגרת ניתוחי הרגישות מה היה קורה אילו היה מניח אחרת. הסיבה לכך חשובה מכיוון שזה מאפשר לקורא הדוחות להגיע לתוצאות אחרות מהמעריך אם ירצה. אמנם, בסופו של יום, הערכת השווי היא אך ורק שיקול דעתו המקצועי של המעריך, אבל, זה לא "פטור" לבוא ולהגיד "זו דעתי ואני יכול להגיד ככה סתם מה שאני רוצה". הערכת שווי צריכה להגיד למעשה: "זו דעתי המקצועית, אחרי שביצעתי תהליך מסודר, מובנה, מובהק ופה יש פרמטרים א', ב', ג', והגעתי למסקנה כך וכך, אחרי ששקלתי והחלטתי, ואם תחליטו אחרת, אז הנה התוצאות וניתוחי הרגישות שעשיתי ואתם יכולים להגיע למסקנות אחרות". למעשה מעריך השווי צריך לבוא ולהגיד "לשיקול

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דעתי המקצועית, לעניות דעתי, זה המספר וזה השווי, אבל חברים, בסופו של יום זו רק דעתי, בואו ראו מה עשיתי, מה הנחתי, ואם לא שכנעתי אתכם, אז הנה הפרמטרים שיאפשרו לכם לעשות אחרת ולהגיע למסקנות שלכם". כלומר התפישה היא יותר "אני לא רק "השף" שמגיש לכם את העוגה, אלא גם: הנה המרכיבים- אתם יכולים להרכיב את העוגה אחרת". לכן, אני חושב שעמדת הרשות בהקשר הזה היא נכונה, ואני חושב שיש אפילו מקום להרחיב עוד יותר את תפיסת הגילוי, כך שבסופו של דבר יהיה תהליך מוסדר ומובנה שבו גם אם הם מעריך השווי חושב שהשווי הוא X מיליונים, מעריך אחר או שחקן אחר יוכל לעקוב אחרי הנתבי שבו הוא הגיע לתוצאה, ולהגיע למשהו אחר.

אמיר ברנע

אבל אלי, אם מצרפים את זה, אז צריך בכל דיווח רבעוני להמשיך לעדכן את האינפורמציה שנמסרה.

אלי אלעל

בהחלט יכול להיות.

אמיר ברנע

ברגע שאתה מוציא אינפורמציה החוצה, חוץ-חשבונאית, מתוך המערכת של הערכת השווי, יהיה צורך לעדכן אותה בכל דיווח..

אלי אלעל

כשצריך, אז בוודאי.

שלומי שוב

יש כאן דרישת גילוי חשובה שלא מיושמת כמו שצריך. לגבי הערכות שווי שמשתמשים בהם לצירוף לדוחות כספיים שצריך לעדכן.

יבגני אוסטרובסקי

ישנה דרישות גילוי לסטיות מתחזיות מהערכת שווי מהותית מאוד שפורסמה. פעם בשנה צריך לתת גילוי לסטייה. בהקשר לכך, בנייר שפרסמנו על הערכות שווי של חברות סטרטאפים (צורף בחומרי הרקע לדיון) התייחסנו לכך באופן מפורש. עם זאת, גם אמרנו בנייר שצריך לראות את הדרישה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הזאת לניתוח הסטיות שהיו בין התחזית לבין התוצאות בפועל בחלוף הזמן, כתלות בסוג החברה ובנסיבות הסטייה. כך למשל, סביר להניח שבחברות סטארטאפ אף אחד לא מצפה מהחברה לעמוד בתחזיותיה באותה מידה שבה הוא מצפה מחברת נדלן מניב. אגב, לכן כנראה גם שיעור היוון הוא עשרים ומשהו אחוז (או אף 40% אם הוא מתייחס לתזרים מזומנים לא-תוחלתי). אף אחד לא מצפה ששלוש שנים אחרי מתן תחזיות חברה תתחיל להסביר למה רק בשנה השלישית היא סטתה (ופגעה שנתיים רצוף), אם זו חברת סטארטאפ. להיפך, כנראה שהמצב הוא טוב אם רק אחרי שלוש שנים היא סטתה. לעומת זאת, בחברות הרבה פחות וולאטיליות אנחנו נותנים לזה יותר דגש. הדבר הזה הוא גם מאוד מאוד תלוי בכיוון הסטיות. אם תמיד מחטיאים כלפי כיוון מסוים, נניח, החברה תמיד אופטימית ומפספסים, יש יותר צורך במתן המידע. ככל שהחברה היא יותר יציבה וקל יותר בוא נגיד לחזות את תוצאותיה, שם מטבע הדבר מצפים לגילוי יותר מקיף לגבי דרישת הגילוי.

שלומי שוב

זה מידע מאוד חשוב שאתם צריכים להקפיד עליו.

אלי אלעל

ככל שאי הוודאות גדולה יותר, כך רצוי שמידת הגילוי תהיה גדולה יותר, והדרך שבה אתה מציג את ההנחות של אי הוודאות צריכה להיות מפורטות יותר, קל וחומר בעולמות כמו הייטק וביו, שם אי הוודאות גדולה יותר.

דני ויטאן

קודם כל, לעניין החשבונאות, דרישה למדוד שוויים הוגנים היא דרישה שקיימת אם זה לגבי אופציות לעובדים אם זה בנושאים אחרים. אמנם, לא קראתי את הערכת השווי, לא מכיר אותה לפרטי פרטים, אך אני מבין את הטענות שהיו מסביב לשולחן לגבי הערכות שווי, בטח הערכת שווי מהסוג הזה של חברה שאין לה הכנסות עם מעט מאוד נתוני השוואה רלוונטיים. גם נתוני השוואה שהתייחסו אליהם הם לא בדיוק לגבי אותם סוגים של חברות ובאמת תפקיד מעריך השווי בעצם במקרים האלה, הוא לבצע הערכת שווי שהיא סבירה בנסיבות העניין בכלים שיש לו.

אמיר ברנע

תסביר לי דני, אתה אומר, מותנה שצריך להכניס נניח באופציות לעובדים, מה הבעיה? באופציות לעובדים ברור שמחיר ההנפקה הוא הקובע לא? אז יש לך ביטוי לדילול, אחרת אין לך ביטוי לדילול.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

אבל פה לא הייתה הנפקה.

אמיר ברנע

אני מדבר על IPO.

דני ויטאן

אם יש לך חברה שהמניות שלה נסחרות זה הרבה יותר פשוט, אבל אם אנחנו מדברים על חברה פרטית או חברה שהולכת ל-IPO ומלבד מודל התמחור של האופציות שזה צריך להניח סטיות תקן.

אמיר ברנע

אבל יש את מחיר ההנפקה.

דני ויטאן

הקושי העיקרי פה. הדוחות הכספיים שצורפו לתשקיף אם אני מבין נכון הם דוחות כספיים שהם טרום הנפקה. הקושי העיקרי כאן היה בהערכת שווי של נכס הבסיס.

אמיר ברנע

זאת אומרת אם היו מחלקים לאנשים במקום אופציות מניות חינם, זה הרי היינו הך.

שלומי שוב

מניות גם היינו מסתבכים. מזומן. אם קובו ואברמוביץ' שאמור להיות להם הרבה כסף למי מה שיגאל אמר היו שמים 10 מיליון דולר, היינו פותרים את כל הדיון הזה.

יעל ווייס

לא נכון, כי עדיין החברה הייתה יכולה לצרף, וזה חשוב בעיניי, עדיין החברה הייתה יכולה לצרף הערכת שווי.

שלומי שוב

לדוחות הכספיים?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יעל ווייס

לא לדוחות, לתשקיף. יבגני אמר שאם זה היה נתון מהותי לדוחות הכספיים ייתכן והבדיקה שלנו הייתה נעשית באופן אחר. בסופו של דבר, שהערכת השווי אמנם צורפה לדוחות הכספיים אבל אין חולק שההוצאה שנרשמה בגין האופציות היא לא מהותית, אנחנו (רשות ני"ע) בחרנו ללכת בנסיבות האלה לכיוון אחר ולשים את האזהרות מחוץ להערכת השווי, ואם מישהו יסתכל על הנייר הזה, הנייר דיבר על כל הבעיות שאתם העליתם.

דני ויטאן

אני מבין את הנימוק הכמותי, אבל עוד פעם אני שואל ונאמר כבר ע"י שלומי וגיא (גיא טביביאן, Deloitte), השאלה אם זאת הערכת שווי מהותית משיקולים איכותיים?

שלומי שוב

רשות ני"ע הוציאה עכשיו נייר לפני שבועיים שאומר משהו כמו: "אל תצרפו בבקשה הערכות שווי של אופציות לעובדים"

דני ויטאן

כן אני מבין, אבל אני שואל האם בנסיבות האלו, גם אם החברה לא הייתה דורשת לצרף ונניח שכל מה שהיה זה דוחות כספיים עם נתון לגבי שווי המניות, גם אז המשקיעים היו רואים את הנתון הזה, והמשקיעים שקוראים את הדוחות, גם אם החברה לא הייתה בוחרת לצרף, יכול להיות שהיו מסתמכים על הנתון הזה לעניין. אני לא בטוח בנושא אך יתכן שמשיקולים איכותיים ולא כמותיים שהערכת שווי כזאת יכולה הייתה להיות מהותית.

יבגני אוסטרובסקי

עוד פעם, לגישתנו, בד"כ, הערכות השווי מהסוג הזה (תשלום מבוסס מניות) כמעט תמיד לא מהותיות מאוד, ולא מחייבות צירוף. כמובן, אנחנו לא יכולים לאסור גילוי מהחברה. צריך לזכור שכלי הצירוף של הערכת שווי הוא כלי שהוא חריג ביחס לעולם. כמו שמסתדרים בלי הצירוף בארה"ב גם אפשר להסתדר לגישתנו בלעדיו במקרים מסוימים (שהוזכרו בנייר שפרסמנו), כמו זה שלפנינו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משה גדנסקי

לגבי העניין הזה של הצירוף הוולונטרי האם המדיניות הזו נכונה גם לגבי תאגידים מדווחים בשוטף? זאת אומרת האם הרשות תקבל מקרים שהתאגיד במסגרת השוק המשני והדיווחים השוטפים שלו יפרסם דיווחים מיידים הכוללים הערכת שווי על מניות התאגיד? או שהמדיניות הזו יוחדה למקרה הספציפי ולנסיבות של הנפקה לראשונה של מניות חברת סטארטאפ?

יעל ווייס

שמעת את המילה לעודד? אנחנו דיברנו שאנחנו לא יכולים לאסור. עכשיו אם חברה, וכמובן כל חברה אחרת יכולה לעשות בכפוף לכללים של צירוף שקבועים.

משה גדנסקי

כלומר כל חברה יכולה לפרסם בכל יום נתון הערכת שווי ובלבד שהיא תערך לפי הכללים הקבועים בתקנות?

אשר סופן

כל חברה יכולה להוציא איזה דיווח שהיא רוצה אם הדיווח הוא וולונטרי והיא מסתכנת בכך שאולי היא מטעה. ואם היא מוכנה לשלם את המחיר.

משה גדנסקי

אבל אומרים שלא בודקים.

אשר סופן

מה זה לא בודקים. שוב, אם הדיווח הוא וולונטרי והוא בגדר מידע מטעה אז החברה חשופה.

אמיר ברנע

המושג מטעה הוא פונקציה של תביעה משפטית ואני לא יודע מה אחריות מעריך השווי פה לעבודה, נניח כזו, במסגרת תביעה.

יבגני אוסטרובסקי

אתה (משה גדנסקי) בעצם מדבר על מה שהייתי קורא לו אנליזה. עכשיו, יש איסור בחוק ייעוץ השקעות על מצב שבו חברה משלמת לאנליסט שהוא מסקר אותה, לא צריכה להיות זיקה ביניהם.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לכן, תחת הכיפה של אנליזה, זה לא אפשרי. מצב העולם האפשרי האחר הוא הערכת שווי, שבו כמובן החברה משלמת למעריך וזה לא כפוף לחוק ייעוץ. אגב, בדיוק למצב בו חברה רוצה סיקור בלתי תלוי, יש את מודל האנליזה של חברות מחקר ופיתוח. לפי הנתונים שגם הצגנו בכנס שלנו, זה גם מגדיל את הסחירות, וברמה המימונית זה יכול להגדיל את השווי כי הרבה פעמים השווי תלוי בהיקף הסחירות: סחירות מעלה את השווי אפילו אם אותה פעילות נשארת בבסיס. עכשיו, במצב שבו חברה בוחרת לעשות את זה שלא בדרך של אנליזה כמו המקרה התיאורטי שהזכרת וכמו המקרה שלפנינו, כמובן שהחובות שחלות על הערכת השווי, זה כל החובות מכח חוק ני"ע. זה כוללת קודם כל חובות של גילוי נאות, היעדר פרט מטעה. יש את כל התוספת השלישית (לתקנות ניירות ערך דוחות תקופתיים ומיידים). ישנו גילוי על היקף הבדיקות שביצע המעריך וכו' וכו'. אלה הן דרישות גילוי (ואחריות לחברה ולמעריך) שונים מאשר באנליזה. אז לחברה התיאורטית שאתה (משה גדנסקי) מדבר עליה, יש לה 2 חלופות תיאורטיות. חשוב לציין כי מודל האנליזה של הבורסה הוא כרגע לחברות מחקר ופיתוח (כמו שלנו גרופ), אבל אנחנו שוקלים ומסתכלים לאפשר את זה לחברות נוספות. אבל, יש חלופה כזאת לפחות ברמה הרעיונית, ויש חלופה של הערכת שווי עצמית. היא לא אסורה, אבל כמו שאמר (סופן) אמר, כל הדרישות חלות עליה, וגם אנחנו יכולים לבדוק שהיא לא מטעה את המשקיעים, שהיא כוללת את כל הגילוי הנדרש - ואם יש בה טעות (או הנחה) קיצונית אנחנו גם כמובן נתייחס לדבר הזה.

גידי שלום בנדור

אחד הדברים שאני שמתי לב, רק בכמה מההיבטים פה, תלוי גם בהקשר. נגיד אם זה אופציות ולכן אם השווי יותר גבוה זה רק יגדיל את ההוצאות ולכאורה אין בעיה, אבל בסופו של דבר אתה לא יודע לצורך מה ישתמשו בהערכת השווי שאתה עושה ויכול להיות שמבחינת האופציות זה בסדר שזה גבוה זה כאילו הצד השמרני אבל מהיבט אחר, בדוגמה הזאת, זה היה ברור מהו ההיבט האחר (גיוס כסף), אתה תקבל בדיוק את התוצאה ההפוכה (אגרסיבית ולא שמרנית) ולכן אתה צריך ללכת על משהו שאתה יכול להגן עליו מכל הכיוונים.

עמיחי בומבד

כשאני בוחן השקעה בחברות טכנולוגיה חשובים לי מספר דברים: דבר ראשון, משקיעים אחרים שהיו ויש פה שורה ארוכה של משקיעים, אני לא יודע עד כמה הם שמו כסף, לא כל כך עקבתי אבל

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

זה מאוד מאוד חשוב אם קרן נכנסת או לא תחת המגבלות שאמרתי על הגיוס וצריך לשים לב אם היה גיוס של 90 זה לא אוטומטית 90 זה יכול להיות גם 40 בכל מיני הנפקות שהשתתפנו. דבר שני, והוא לא פחות חשוב, אני מסתכל בטווח של 5 שנים או 10 שנים לאן החברה הזאת עשויה להגיע, ופה אחד הדברים שמאוד חשובים לי ולא ראיתי בהנפקה של "שלנו" זה שצריך להיות מוצר חדש ומהפכני, קחו למשל את גוגל יש לה טכנולוגיה שהפכה את השוק, מובילאיי שמנורה השקיעה בה הפכה את השוק. אפשר להגיד יש פה סיכון מאוד גדול, זה שינוי, זה משהו שהולך להיות משהו אחר, זה הולך לשנות את החיים שלנו, דברים שהם בינה מלאכותית, של משהו שהוא לא "Nice to have" אלא "Must have" זה משהו שהייתי נותן לו שווי גדול. במקרה של "שלנו" אין כאן מוצר מהפכני.

יגאל טולדנו

כל החברות הציבוריות בת"א הן משנות חיים?

עמיחי בומבד

בחברות ערך, בחברות צמיחה, לפי דעתי זה אחד הדברים החשובים ביותר שיש. כשאני מסתכל על בנק למשל, אני אעריך אותו אחרת, אני אחפש את היציבות.

אמיר ברנע

ככל שהחלום הוא יותר פנטזיה אז בעיניך הוא שווה יותר?

עמיחי בומבד

לא, זה מצוין שיש חלום אם באמת יש מוצר שיכול לשנות, שיש לו פוטנציאל מאוד מאוד גדול אז זה מעניין. כמוכן תחת שווי מסוים.

ופה אני רואה גם חברה, אם אני מסתכל על כל הפרמטרים בגדול, גם על הנזילות גם זה שאין לי כ"כ אינדיקטורים להשקעות של חיצוניים, גם זה שבעלי השליטה מוכרים את החברה, מנפיקים אותה שזה מדלל אותם, גם זה שאין פה, שיש פה סוג של אפליקציות שלא ברור כ"כ וגם זה שאין פה שום, יש אלפי אפליקציות כאלה.

יגאל טולדנו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני רוצה להתייחס, לאו דווקא למקרה הספציפי הזה, ולתשובות שנתתי. אני רק רוצה להסב את תשומת הלב, תראו אנחנו מחפשים את גוגל, אתה נותן לי את גוגל כדוגמה, הלוואי שהייתי שם את ידי על גוגל והייתי יודע שזה הגוגל הבא. ואתה מדבר איתי על טכנולוגיות שהן חדשניות, כאילו שאנחנו מזהים אותן בקלות, כאילו שאנחנו יודעים מתי צועד לפנינו הגוגל הבא אבל אנחנו לא תמיד יודעים, ואנחנו (הכוונה למעריכי השווי) נורא קפדניים ושמרניים מול יזמים טכנולוגיים, מילה לא על "שלנו", אני לא מדבר על "שלנו", אנחנו נורא קפדניים על יזמים טכנולוגיים ואנחנו מקבלים יחסית בשלוות נפש ובברכה אנשים שמביאים לנו נדל"ן מניב מאוקראינה בדלת האחורית של הבורסה, אבל זה בסדר, כי את זה אנחנו רואים. ופה יש לי מילה לגבי המוסדיים, המוסדיים יש להם חובת זהירות כפולה ומכופלת כי הם מנהלים את כספי המשקיעים, כספי הפנסיה וכו'. הבנתי!

אבל אנחנו חייבים לצאת מהשבלונה הזאת, ואולי גם הרשות לני"ע היא לא הכתובת משום שהרשות עשתה פה תהליך בגבולות הגזרה שאפשר את התהליך הזה לכל אורכו מבלי לנקוט בעמדה לגבי הערכת השווי משום שלא היה להם כלים לעשות את זה. אבל, אם זה המפקח על הביטוח או על שוק ההון, צריך לתת למוסדיים את הכלים בהנחה שיש להם את היכולת לעשות אנליזה ולהשקיע בחברות טכנולוגיה בכמות מסוימת או בנפח מסוים לעשות את זה משום שהפחד מפני תגובת הציבור או האנליזה המאוד מאוד שמרנית שאתם יושבים ומחכים על הר של כסף מחכים לאופציות השקעה, זה לא חכמה. זה גם לא חכמה רק לשבת ולחכות לסחורה שעובדת על מרווחי ריביות בין ארה"ב לבין ישראל. אני חושב שכל השוק צריך לעשות מידה מסוימת של חשבון נפש ולהגיד "האם אני, כגוף השקעה מוסדי, צריך לרכוש לעצמי כלים כדי שאוכל לפחות לבחון את חברות הטכנולוגיה האלו ולא לייצר רשת צפופה כזאת שרק חברה אחת נכנסת ברשת הזאת בשלוש שנים. אחת."

מאיר סלייטר

אני רוצה גם לחדד את מה שאלון גלזר אמר, ודרך אגב לגבי העבודה על "שלנו" אני אישית קראתי את כולה, עבודה יפה מאוד וטובה, שוב, אפשר לקבוע שווי, וקבעו פה שווי והשווי הזה הוא בסדר גמור, מה שקרה בסיפור הזה הוא לא עניין השווי אלא עניין העובדה שהם במצב הנוכחי של "שלנו" אין לה מקום בבורסה. אין לה מקום בבורסה. זה לא קשור לשווי בכלל. בגלל זה גם הייתה הנפקה אחת בשלוש שנים ובגלל זה גם לא יהיו עוד הרבה הנפקות. יש מצב שבו חברה "בשלה" להיות בבורסה וזה לא המצב שהיה של "שלנו", הרצון של הרשות ני"ע אולי כן לקדם את זה ולדחוף פנימה, צריך להבין, יש הרבה חברות, יש חברות שמתאימות לבורסה ויש חברות שלא, יש בבורסה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חברות שלא מתאימות כמו כל הסיפור הביומד, יש חברות ביומד שהגיעו לבורסה מוקדם מדי ומשקיעים הפסידו שם הרבה כסף ואז החברה קשה לה לבוא ולעשות גיוס נוסף, יש חברות שעדיין "לא בשלות". צריך לבוא בשלב שזה "בשל" והסיפור של "שלנו" הוא פשוט הגעה מוקדם מדי ואולי לא להגיע בכלל אבל זה לא משנה. המצב שבו היא ניגשה להנפקה בבורסה היה מוקדם מדי וזה לא קשור לשווי, יכול להיות שהשווי הוא בסדר גמור ויכול להיות שהוא יוכח בעתיד.

גיל מור

מבלי להתייחס לשאלה, אני חושב שלא כל דבר אפשר להעריך לו שווי בניגוד למה שחלק מהאנשים אמרו פה, בין שיש לו מספר בין אפס למיליארד, לא כל דבר אפשר להעריך לו שווי, ונכון שיש את המתודולוגיות הברורות שאפשר להכניס לאקסל ולשים מספרים ובסוף יצא שווי. אבל זה עדיין לא אומר זה הערכת שווי. זה אומר שלקחו מתודולוגיה ושמו קצת מספרים. בסופו של דבר, חברה שאין לה מודל הכנסות, לפעמים כשהם צריכים לעשות הערכת שווי כי החשבונאות כופה עליהם לעשות הערכת שווי אז באים וממציאים מודל הכנסות בשביל מעריך השווי, אומרים אין לנו מודל הכנסות עדיין, אנחנו לא יודעים איך נפיק הכנסות אבל חייבים לעשות הערכת שווי כי החשבונאות כופה, אז עכשיו נמציא איזה משהו בשביל מעריך השווי, מעריך השווי לוקח את זה ומהווה את זה ויוצא שווי. האם זה השווי של החברה? לא! האם המתודולוגיה נכונה? כן, האקסל מצוין ההיוון 22%, 40%. כל המספרים המעולים שכולם מכירים ע"פ כל מיני סטטיסטיקות אבל זה לא הערכת שווי, כי גם החברה לא חושבת שזה מודל ההכנסות שלה אבל עשו את זה לטובת הדברים האלה. אז חברה שאין לה מודל הכנסות אני לא רואה איך באמת עושים לה הערכת שווי בשלב כזה. יש חברות שהן בשלב כ"כ מקדמי ששוב אפשר לקחת כל מיני בנצ'מרקים וכו', אבל תמיד תזכרו שהבנצ'מרקים זה בנצ'מרק של הצלחה, כשלוקחים אפליקציה ולקחים מספר כזה ולוקחים אפליקציה אחרת שהצלחה, ועושים עכשיו את אותו מדד "זה הצליח" אבל יש עוד בערך 90% של אפליקציות שלא הצליחו, אז לקחת את ההצלחה ולעשות רק לפי ההצלחה אני לא בטוח שזה.

שלומי שוב

אולי יש פה בעיה מתודולוגית. כמו שאמיר אמר

גיל מור

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לפעמים יש מצב וכל מעריכי השווי צריכים להסתכל במראה ולהגיד שיש מצבים שאי אפשר ברמת מהימנות טובה להעריך שווי של סטארטאפ כי זה מוקדם מדי, זה לא ברור עדיין מה ההכנסות וכו' וכו'. הבעיה היא שלפעמים החשבונאות כופה, אומרת "חייבים" אין כזה דבר שאי אפשר להעריך ואז עושים כל מיני דברים. אני חושב שהחשבונאות לפעמים צריכה ללכת צעד אחד אחורה ולהגיד "כן, יש דברים שאי אפשר להעריך אותם אופן מהימן בשלב מוקדם"

צור פניגשטיין

בהמשך לדברים של גיל, אני רוצה להשלים דברים שלא הספקתי לומר קודם. אני חושב שהבעיה העיקרית בהערכת שווי של סטארטאפ זה לא אי הוודאות, אלא היעדר מודל עסקי, אפילו לא מודל הכנסות. זה מה שמבחין בין 3 הקבוצות במצגת של BDO, ולכן סטארטאפים, אפילו מבטיחים, שאין להם מודל עסקי, קשה מאוד עד בלתי אפשרי להעריך. היה לי הכבוד להיפגש עם מעריכת השווי הראשית של גוגל, שנתנה הרצאה על חברת ווייז בכנס של PWC והיא הודתה שלמרות שבאופן עקרוני הם משתמשים ב-DCF את ווייז הם לא יכלו להעריך, כיוון שלווייז אין מודל עסקי, ולהם אין מודל עסקי לווייז, אז בעצם אין להם דרך להעריך את ווייז.

גיא טביביאן

הערה בקשר למה שגיל (גיל מור) אמר, מקרה מעניין שיבגני מכיר אותו טוב וגם פורסם, היה ודרך אגב אני מסכים שהחשבונאות במידה רבה אשמה בזה שהיא כופה את הערכות השווי האלה, גם לדוחות של ישויות, ישויות השקעה, קרנות הון סיכון גם לסטארטאפים עצמם אם זה לתשלום מבוסס מניות או לצרכים אחרים, אבל היה מקרה בדוחות של "תמיר פישמן הון סיכון", שבאה החברה וטענה על איזושהי חברת פורטפוליו, חברת סטארטאפ שהשקיעו בה שכבר לא היה פיתוח בכלל וכל מה שהיה שם זה איזושהו דיון משפטי מחלוקת משפטית עם טבע נדמה לי על איזה מולקולה. אז זה לא רק המורכבות של הערכת השווי של המולקולה אלא גם הערכת שווי להסתברות של מה יצא מהליך משפטי.

שלומי שוב

אני זוכר, זה היה שווי של תביעה נכון? היא הייתה התובעת והיה משהו.

גיא טביביאן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כן והחברה טענה שבעצם כל עוד היא בתחולה של IAS 39 ויש את החריג שציינת בהתחלה של IAS 39 והביאה גם דוגמאות של מקרים שבהם חברות בעולם יישמו את החריג הזה על אף ששוב, עמדת סגל הרשות הייתה הנה ב – IFRS 9 כבר אין את החריג הזה, חייבים ללכת לשווי הוגן, לדוגמה ב – IFRS 2, אפשר אולי ללכת לשווי שירותים אבל אין את החריג שלא ניתן לקבוע באופן מהימן את השווי. אני חושב שיש בנקים בעולם ה – IFRS שטיפלו ב"ויזה אירופה" יישמו את החריג הזה שלא ניתן לאמוד את השווי באופן מהימן ב – IAS 39, והעמדה של רשות ני"ע שנומקה וניתן לה ביטוי והיו סבבי גיוס, אתה יודע, אנשים בסוף, הכל היה סיבובים פנימיים אבל העמדה של רשות ני"ע הייתה אני חושב, תקן אותי יבגני אם אני טועה, הייתה גם בגלל הנושא של IFRS 9, שצריך. לא אוהבים להשתמש בחריג הזה ודווקא זה לא רק שהחשבונאות כופה, גם הרגולטור העדיף.

יבגני אוסטרובסקי

קודם כל, צריך להבין למה IFRS 9 ביטל את האפשרות להציג השקעות היסטוריות לפי עלות היסטורית. אם מוצגת השקעה לפי עלות היסטורית, ב – IAS 39, עדיין צריך לבדוק לה ירידת ערך. עכשיו, עולה השאלה, אם לא ניתן להעריך כמה ההשקעה שווה, איך ניתן אח"כ לבדוק האם חלה ירידת ערך – ולכן החריג בוטל. במקרה שציינת (גיא), ההשגה שלנו גם בכך שהיו בחברה המדובר, אני לא זוכר את מספר הסבבים המדויק, אבל יכול להיות ש-14 סבבים, תוך כדי התביעה, כדי לממן את התביעה. למען הסר ספק, הסבבים לא היו סימטריים, כלומר, אתה אומר שזה סבב פנימי אבל הסבבים לא היו סימטריים בין המשקיעים, זה לא היה שכל אחד שם פרו-ראטה (ולכן אפשר לגזור שווי במצבים מהסוג הזה).

גיא טביביאן

ועשו impairment גם.

יבגני אוסטרובסקי

לפי עמדתנו, גם תחת IAS 39, אם החברה מקבלת החלטה להשקיע, ניתן למדוד שווי. אגב זו לא רק הפרשנות שלנו. לדוגמא, אתה יכול להסתכל בספרים של הפירמות, לדעתי ב – KPMG, ישנה התייחסות לכך. אם החברה הייתה בין המשתתפים בסבבים הלא סימטריים, אם היא החליטה שהיא שמה כסף, אז שתואיל ותתכבד ותשתמש באותו מודל שהיא החליטה לפיו לשים ולממן את התביעה על מנת לבדוק או האם יש ירידת ערך בהשקעה או להעריך את השווי של ההשקעה, כי זאת

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

התפיסה. התפיסה של הרשות היא שחריג העלות (עד לביטולו הקרוב) מוגבל מאוד ובוודאי במצבים שהיו עסקאות, לא ניתן להשתמש בחריג הזה.

אשר סופן

שתי הערות מסיימות, באמת מציע לאמץ המלצה שקודם יבגני דיבר עליה וזה לתת קצת יותר קרדיט לשוק, לפני שאנחנו רצים לקבוע כללים כ"כ נוקשים. רצינו לקבוע כללים כ"כ נוקשים על כלל השוק, בקושי סנונית יש לנו כאן אפילו לא נוצה אין לנו פה. לפני שרצים לקבוע כללים. אם ניקח כדוגמה הנפקה מלפני 3 חודשים, הנפקה מאוד שקטה בלי רעש תקשורתי, 3 חודשים לפני, גם בשלב מאוד מאוד התחלתי וקבעו שם הערכת שווי שבסוף 25% משווי הערכת השווי היה בהנפקה, אז לא צריך להיזהר מהערכות שווי כ"כ. 4 שנים קודם לכן הייתה עוד הנפקה של חברה שהיום עושה חיל, גם בשלב מאוד מאוד התחלתי עם הערכות שווי וכו' שהיום עושה חיל בבורסה, ומקומה דווקא כן בשוק ההון, אז לא צריך להיבהל. גם לנו היו מחשבות, גם לנו כאבה הבטן, אבל על סמך מקרה אחד ללכת ולקבוע כללים, חשבנו אולי בעתיד להתנות צירוף הערכת שווי בשלב הזה אם הולכים לאנליזה של הבורסה ובמקביל מפרסמים את שתי העבודות.

אהוד בר

אני חושב שתפקיד קרנות ההון סיכון בסיטואציות בדיוק כמו של "שלנו" הוא מכריע ומאוד חשוב משום שלפי דעתי, חברות "רעיון" שהערכת השווי מבוססת בעצם על אמונה ברעיון, לא צריכות להגיע ישר לבורסה וצריכות קודם לעבור בקרנות שכאלו שמהוות כמסננת להיתכנות מימוש אותו רעיון.

הסיבה שקרנות ההון סיכון משמשות כמסננת היא שהמרחק של הכסף המושקע בחברות ההזנק לבין בעלי של אותו כסף הינו קטן בעולם קרנות ההון סיכון ואילו בבורסה אותו מרחק בין בעל הכסף לבין ההשקעה הינו רב. הכסף המושקע מנוהל על ידי גופים שלא מתייחסות לסיכון הגלום כפי שהאינדיבידואל היה מתייחס אליו.

אמיר ברנע

אני שמח יגאל, כי חששתי, אני ממשיך את הדברים של גיל (גיל מור) שהם מאוד חשובים, שלקחת נתון של שווי לקוח מחברות שהצליחו והפעלת על חברה כזו, בלי להתייחס למה שגיל אמר לפני רגע, לכל אותם כישלונות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יגאל טולדנו

אם אתה מסכם, אז צריך להיות לפחות במספרים הנכונים. נגזר השווי ליוזר לפי גיוס, נוכח ממנו אחוז מסוים, 20% והוכפל במספר היוזרים שיש היום. עכשיו אתה אומר, היה טוב יותר לנתח את איכות היוזרים, אני מסכים. בנוסף, בהערכת השווי של מוצרים מבוססי משתמשים, המספר הזה לא הושווה לאותן חברות מוצלחות שעשו אקזיט ב-500, 600 ו-2,000 דולר ליוזר, זה לא מה שנעשה, נלקח המספר הנמוך ביותר, ולמה זה נעשה ככה? משום שאם אתה תלמד אותי איך עושים הסתברות לאקזיט, אני הולך איתך. אם יהיה לנו מודל הסתברות לאקזיט אז לא היינו יושבים פה. היינו נמצאים במקום אחר.

אמיר ברנע

אקזיט זה הצלחה. זו מילה אחרת להצלחה.

יגאל טולדנו

אין מודל שיכול לחזות אקזיט בחברה טכנולוגית ולכן לקחנו שווי הנמוך ביותר שמצאנו נקודת עגינה לגביו, הנמוך ביותר.

ואדים פורטנוי

פרסום הערכות שווי שצירופן אינו מחויב על-פי דין עלול לגרום גם למשקיע מנוסה לחשוב שמדובר על חוות דעת כלכלית החייבת פרסום. לאמור חוות דעת שעברה את כל הבדיקות וההליכים האמורים לבחון אותה לעומק ושמטרתה אינה שיווקית. כשם שתוכן פרסומי חייב בסימון בכלי תקשורת, ראוי לרגולטור לבחון סימון מסוג זה של הערכות שווי שאינן חייבות בפרסום.

עצם הפרסום של מידע נוסף, על אף שאינו מחויב, הוא דבר רצוי מבחינת המשקיעים, ככל שישומן בהתאם. פרסום הערכת שווי עם הנחות מפורטות לגבי אופן הקביעה של שווי החברה יאפשר למשקיעים להתייחס לתמחור ההנפקה באופן ביקורתי יותר כפי שקרה במקרה של הנפקת "שלנו".

אברמי וול

נשמעת כאן הנחה שלכל הערכת שווי יש משקל כי היא נושאת אחריות משפטית על נותנה. בעל ההנחה הזו ניתן להקשות. ככל שמעריך שווי לא התרשל, קרי - נקט במתודולוגיה או הגיע

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

למסקנות ששום מעריך סביר לא יכול להסכים להן, הרי שאי אפשר להטיל עליו כל אחריות. ברמה העקרונית ומבלי להתייחס למקרה הספציפי, מנעד אפשרויות גדול מאד לפיו, מעריך שווי סביר יכול לחתום על הערכה בגובה 10 מ או 100 ברמת ודאות זהה, מספק לו הגנה מושלמת. זה קצת מזכיר את הכלל בפילוסופיה של המדע על (אי) תוקפו של טעון שלא ניתן להפריך אותו.

עינת שפרלינג

אין ספק שהערכת שווי של חברות בשלבי סטארט-אפ הינה מאתגרת מהרבה בחינות לעומת חברות בוגרות. יחד עם זאת, עדיין אנו נדרשים לבצע הערכות שווי לחברות כאלה לצרכים שונים.

אני לא מעוניינת להתייחס ספציפית למה שהוצג לנו כאן, אך מהעיסוק שלי היומיומי בחברות טכנולוגיה בתחומים שונים, ניכר כי קיימות סוגיות שונות בתחום הערכות השווי שחשוב להדגיש, למשל: ניתוח שווי עסקה ומה הוא מייצג? והאם ניתן להסתמך עליו מבלי להכיר את העסקה לעומק, את הפרמטרים ואת הרציונל? האם עסקאות שבוצעו ע"י משקיעים אסטרטגיים מהוות בנצימרק כמות שהוא? האם נכלל בתמחור העסקה ערך לסינרגיה או שמא רק לפעילות הנרכשת? והאם הרוכש האסטרטגי רואה לנגד עיניו את המודל העסקי שרואה הנרכש? האם השווי משקף אולי שווי ניכר לפוטנציאל העתידי או משקף מצב נוכחי בלבד? אלמנטים של שליטה מול מיעוט וכדומה. נושא נוסף, שהוא מאוד משמעותי בחברות טכנולוגיה הוא הבנת השלב ההתפתחותי של החברה, הייחודיות הטכנולוגית וכמובן הפתרון שהטכנולוגיה מביאה לקהל היעד שלה ומול כל אלו, איך מתמודדת הערכת השווי עם הסיכון והסיכוי הכרוך בהצלחת הפיתוח והחדירה לשוק וכתוצאה מכך, היכולת להגיע לשלב של מוניטיזציה של הנכס המוערך. לעיתים רבות "כללי האצבע" או בנצימרקים מהתעשייה מטילים את התוצאות באופן ניכר, אם לא ניתן לבצע ניתוח השוואתי מעמיק.

שלומי שוב

אני רוצה לסכם את הדיון. התחושה שלי היא שיתכן ובמצבי חוסר וודאות קיצוניים, שווי חברה אינו measurable ולכן מעריך שווי לא יהיה מסוגל לבצע הערכה. יש מצבים שאנחנו צריכים להכיר בהם שיש קושי לאמוד את השווי ההוגן שלהם וגם הרשות צריכה להיות מודעת לבטן רכה כזאת. צריך להיזהר פה ממצבים של היתממות, לתת למערכות לעבוד וכל אחד לגבות את שכר הטרחה שלו ושיש פה חשש אמיתי מלהגיע למצב של הטעיית הציבור. אני חושב שבעניין ניסיון ההנפקה של "שלנו" משתתפי הפורום היו תמימי דעים כי הבורסה לניירות ערך בתל אביב אינה מקום מתאים לגיוס הון לחברה מסוג זה. נציגי הגופים המוסדיים אף טענו כי חברת טכנולוגיה חייבת לעבור גיוס מקרנות הון סיכון - שזאת המומחיות שלהם בטרם תגיע לגיוס מהציבור הרחב באמצעות שוק

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ההון. שוק ההון לא "בשל" לניתוחים כאלה. קרנות הון הסיכון עצמן בהחלט מוזמנות להיכנס לבורסה.

יעל ווייס

שלומי, בטוח שהוא לא בשל, כי ההנפקה לא הצליחה.

שלומי שוב

במקרה הספציפי ברור, אבל אני אגיד לך מה התפקיד של הרשות, זה אמנם מקרה פרטני, אבל אני חושב שיכולה להיות בעיה כללית עם המגמה - יכול להיות שיש פה איזשהו עידוד, כמו שאמרתם, של חברות מהסוג הזה ע"י כל מיני הטבות וכו' לרבות הטבות מס, ויכול להיות שהעידוד הזה גם יוצר את הקושי הזה שאנחנו כולנו התמודדנו איתו היום.

תודה רבה לכולם.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il