

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש ינואר 2017

“כיצד מתמחרים רעיון? הערכות שווי של חברות סטארט-אפ על רקע ניסיון הנפקת
‘שלנו גרופ’”

רקע

בשנים האחרונות אנו עדים לצורך בהערכות שווי של חברות הזנק, בין היתר לאור שימוש הולך וגובר בשווי הוגן בדוחות הכספיים. מדידת שווי הוגן של השקעות בחברות הזנק נדרשת לצרכים חשבונאיים ומיסויים, לרבות מנקודת הראות של חברת ההזנק עצמה ככל שמדובר בתשלום מבוסס מניות. יש לציין כי בהתאם ל- IFRS וגם ל- USGAAP הדוחות הכספיים של קרנות הון סיכון מבוססים על מדידת השווי הוגן של השקעותיהן. מדידת שווי הוגן כאמור, נדרשת גם לצורך טיפול בהשקעה במניות שהיא בגדר נכס פיננסי ולכן נמדדת על פי השווי ההוגן שלה. כמו כן, מדידה כזו יכולה להידרש לצורך הערכת שווי של מכשירים מעורבים או של נגזרים משובצים כגון בהלוואות המירות או מחויבות להנפקת מספר משתנה של מניות (למשל, מניות בכורה המירות למספר משתנה של מניות רגילות). כמו כן, היריעה מתרחבת גם להערכות שווי של תמורה מותנית להן מאפיינים דומים להערכת שווי של חברה. בהקשר זה יש לציין, כי בעוד IAS 39 הכיר בכך שבמקרים נדירים אין יכולת לאמוד שווי הוגן של השקעה במניות, הרי שלפי IFRS 9 שמחליף אותו אין כלל עוד אפשרות כזו.

מטבע הדברים, קביעת שווי כאמור נדרשת בראיה של משקיעים גם מחוץ לגבולות של הדרישות החשבונאיות. הדברים נכונים במיוחד לגבי ישראל שהינה מדינה אשר מאופיינית בחדשנות טכנולוגית ועל כן מספר חברות הסטארט אפ הפועלות בה גדול מאד.

הבעייתיות בהערכת שווי של חברות בשלבים ראשוניים הינה כפולה: מצד אחד לחברות אלו בדרך כלל אין רווחים ואף הכנסות או שאלו לא משמעותיים, מצד שני הפוטנציאל הגלום בחלק מחברות אלו הינו רב ואנו עדים לצמיחה מהירה של חברות שכאלו ואף לרכישות בסכומים משמעותיים. ניתן אף לומר כי הקושי המרכזי בהערכות שווי של חברות הזנק הוא החוסר בפרספקטיבה: פנימית (אין היסטוריה מספקת של החברה ולעיתים גם אין תכניות עבודה סדורות) וחיצונית (העדר חברות דומות).

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

מורכבות נוספת בהערכת שווי של חברות אלו הינה במבנה ההון שלהן המורכב מערב רב של מכשירים הוניים שונים ומורכבים: הלוואות המירות, מניות בכורה צוברות והמירות למניות רגילות, כתבי אופציה למניות שונות וכן מנגנוני אנטי דילול מורכבים ומנגנוני המרה אוטומטית (בעיקר של ההלוואות ההמירות) תלויי אבני דרך. כתוצאה משכבות ההון השונות, ללא תלות במדידה של שווי פעילות (EV) החברה, לא פעם נדרשים מעריכי השווי לאמץ מודלים אלטרנטיביים לאמידת השווי ההוגן של השייר (מניות רגילות ו/או הזכויות המונפקות). עם זאת, מדובר במורכבות שניתנת לפתרון באמצעות מודלים מימוניים.

מעבר לנאמר לעיל, בעולם ההי טק אנו עדים לחברות רבות המפתחות פלטפורמות חנימיות או משקיעות מאמצים רבים בטכנולוגיות ייחודיות אשר בעלות ערך רב ונמכרות או נסחרות בסכומים גבוהים מאד ועדיין עובדות במודלים עסקיים אשר אינם מאפשרים לאלו לייצר רווחים או הכנסות משמעותיים גם בתקופות עתידיות.

הצד התיאורטי של הערכות השווי הוסדר בשנים האחרונות על ידי ה IFRS - במסגרת תקן נפרד (IFRS13), לאור כניסת השווי ההוגן כבסיס מדידה משמעותי בדו"חות הכספיים, גם אם עדיין לא העיקרי. התקן מכיר בשלוש גישות להערכות שווי - גישת ההכנסות שבאה לידי ביטוי בשיטת DCF הנפוצה, גישת ההשוואה - שוק (מכפילים ו/או שווי מגיוס), וגישת העלות. המטרה היא לבחור את הגישה שמביאה לשימוש הרב ביותר בנתונים חיצוניים אובייקטיביים, ולמזער את השימוש באומדנים לא נצפים ולא ניתנים לאימות.

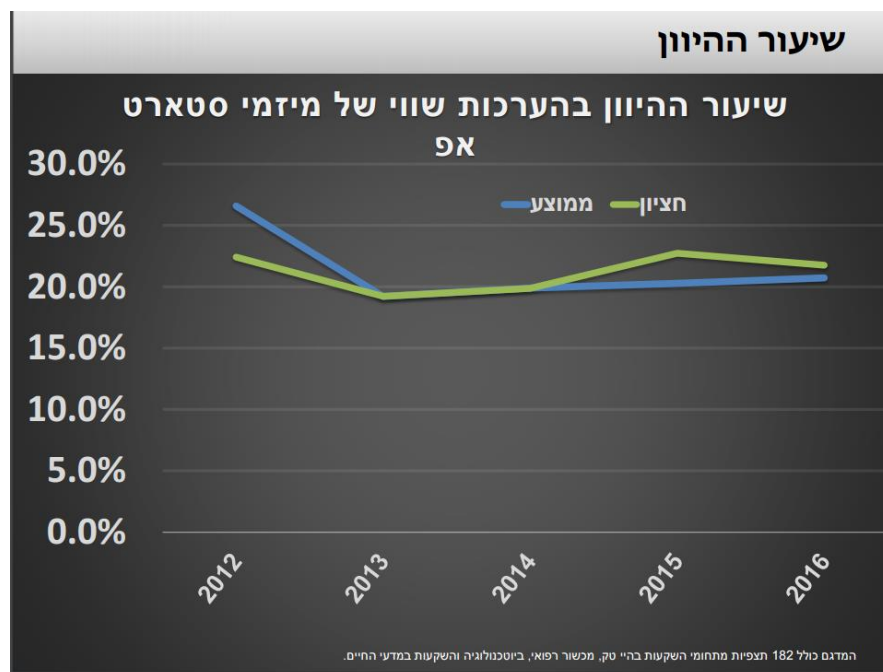
כך, המתודולוגיה המתאימה להערכת שווי של עסקים בשלבים מוקדמים של הפעילות לא בהכרח תואמת את המתודולוגיות שמקובלות בעסקים בשלים (בדרך כלל DCF). בהתאם לפרקטיקה המקובלת בהערכות שווי, ועל בסיס מדריך של לשכת רואי החשבון האמריקאית (AICPA) בעניין, בשלבים הראשונים של חיי סטארטאפ, שאין בו עדיין הכנסות, הערכת השווי צריכה להתבסס על גיוסים אחרונים - ככל שהגיוס הוא מגוף חיצוני, היקפו משמעותי ופער הזמן למועד ההערכה הוא סביר. אם מדובר בשלב ראשוני מאוד, שבו עדיין לא התבצע גיוס כאמור, הרי שבאין ברירה - אומדן השווי הטוב ביותר יהיה על בסיס גישת העלות (שיחלוף). כלומר, במצב כזה הקושי באמידת השווי ההוגן הוא כה רב, עד שעלויות המו"פ שהוצאו על ידי היזמים - ככל שהן קרובות למועד ההערכה - הן האומדן הטוב ביותר שיש לשווי ההוגן. בהקשר זה יש לציין כי בנייר שפרסמה הרשות באוגוסט

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

2016 מצוין במפורש שלעמדתה: "פרט לנסיבות מיוחדות וחריגות השימוש במתודולוגיית "העלות האלטרנטיבית" בתחום חברות ההזנק בכלל (ובמקרה הספציפי בפרט) הינו בלתי נאות.¹"

להלן נתונים על שיעור ההיוון בהערכות שווי של מיזמי סטארט אפ (לקוח מתוך מצגת של רוי"ח יבגני אוסטרובסקי בכנס השמיני של רשות ניירות ערך - ראה נספח א'):



במקביל לשני סטים של הנחיות מדידה (AICPA ו-IFRS) קיימת גם הנחיות/פרקטיקה המגיעה מעולם המס, בעיקר לפי רשויות המס בארה"ב והנחיות 409A. בין היתר, הנחיות עוסקות בשאלה מתי ראוי להשתמש בשווי הנגזר מהגיוס כאומדן לשווי הוגן של החברה ומתי יש לתעדף מודל הערכת שווי תאורטי, כאשר המסמך מתייחס גם לשיטת המכפילים. ההנחיות קובעות בין היתר, שעל מעריך השווי להביא בחשבון את זהות המשקיעים (פנימיים/חיצוניים), זמן (פער בין מועד הערכת השווי, קרי מועד הענקה החזוי ו/או מועד המדידה למועד הגיוס) וכן בסוג המכשיר שהונפק.

¹ הערכות שווי של חברות הזנק (Startup): ממצאים מתוך סקירות שנערכו על ידי סגל רשות ניירות ערך. **מצ"ב כנספח ב'.**

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

ניסיון הנפקת "שלנו" כמקרה בוחן

במסגרת ניסיון הנפקת חברת "שלנו" ביצעה חברת BDO הערכת שווי של החברה והאופציות בה. חברת "שלנו גרופ" עוסקת בפיתוח אפליקציות ונכון למועד הערכת השווי לא היו לה הכנסות כלל. הערכת שווי זו התבססה בעיקרה על בחינה של מספר המשתמשים אשר פועלים בחברה. בעקבות ביקורת תקשורתית על הנפקה זו שהגיוס בה התבסס לכאורה על הערכת השווי וביקורת מצד גופי ההשקעה הפוטנציאליים בדגש על השווי שבו התכוונה החברה לגייס ועל השווי הנגזר מהערכת השווי תומכת הגיוס, בספטמבר 2016 הודיעה החברה על ביטול ההנפקה ואף הודיעה על פיטורי כמחצית מעובדיה.

חשוב להדגיש שהערכת השווי במקרה של "שלנו גרופ" נדרשה אך ורק לצורך תמחור הוצאה במסגרת תשלום מבוסס מניות לעובדים. בכנס השנתי האחרון של רשות ניירות ערך נאמר במפורש כי במקרה זה רשות ניירות ערך הציעה לחברה שלא לצרף את הערכת השווי כיוון שלא היתה באמת רלבנטית למשקיעים. עם זאת, החברה בחרה והיא רשאית לעשות זאת, לצרפה מסיבות "שיווקיות".

מקרה הבוחן של "שלנו" חידד מאוד את השאלה, כיצד ניתן לשקף שווי חברת סטארט אפ מצד אחד ומצד שני לא להעניק ערך לחברות ללא ביסוס סביר וגיבוי המתודולוגיות וההערכות אשר נכללות לא פעם בהערכת שווי החברות השונות. את השאלה הזו יש לבחון בשני מישורים: הראשון, כיצד לבסס את תחזיות החברות הללו בצורה מהימנה והשני, האם המתודולוגיות המסורתיות (מכפיל, DCF ושווי נכסי) מספיקות לשם בחינת שווי חברות אלו ואילו מתודולוגיות לגיטימיות בענף זה.

כחלק מהפקת הלקחים של רשות ניירות ערך ממקרה "שלנו" – שבו הערכת השווי צורפה לדוחות הכספיים שנכללו בטיטוט התשקיף, שנערכה לצורך חישוב שווי הוגן של תשלום מבוסס מניות, פרסמה רשות ניירות ערך בחודש דצמבר 2016 הבהרה² שכללה בין היתר הקלות בדמות אי צירוף של הערכות שווי לתמחור השווי ההוגן של תשלום מבוסס מניות לעובדים ודומיהם – בפרט, כאשר מדובר בחברה פרטית שהרי אז הדבר מצריך אמידת שווי הוגן מלאה לפעילות כולה - "הזנב מכשכש

² הבהרה לעמדה משפטית מספר 105-23 בדבר פרמטרים לבחינת מהותיות הערכות שווי: שאלות ותשובות. **מצ"ב כנספח ג'.**

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בכלב”. עם זאת, גם אחרי ההבהרה, קיימת אפשרות לצירוף הערכת שווי וולונטרית כמו במקרה של “שלנו גרופ”. כמו כן, ההבהרה אינה מחריגה את כלל המקרים של צירוף הערכות שווי של סטארט אפים על אף הבעייתיות הנלווית להן. כך לדוגמה, במקרים של ירידת ערך מוניטין או קרן הון סיכון, הערכת השווי משפיעה על ה-NAV של החברה ואף משפיעה על יכולת חלוקת הדיבידנדים, לעיתים אפילו בחברה האם.

ביסוס תחזיות

ביום 16 באוגוסט 2016 פרסמה הרשות ממצאים באשר להערכות שווי של חברות הזנק. בבחינתם את נושא זה, גם הם מציינים כי “הערכות שווי של חברות הזנק עשויות לחייב שימוש בהנחות הכרוכות בחוסר ודאות משמעותי, ומכאן גם שהן עשויות להצביע על טווח רחב של תוצאות אפשריות”. הטווח המשמעותי של אפשרויות בהערכת שווי של חברות שכאלה יוצר בעיה באמינות ובהסתמכות על הערכות שווי. למעשה שווי גדול מדי מיתר את המשמעות של הערכות השווי וההסתמכות עליה. על כן, גם לדעת הרשות, יש להקדיש תשומת לב מיוחדת לבחינה של המודלים הנכונים בביצוע הערכות שווי ויש לפרט את בדיקות הסבירות שבוצעו על ידי מעריך השווי.

על פי ממצאי הרשות, נכון להיום ישנם מספר רב של מקרים בהם אין ביסוס מספיק להנחות כדוגמת שיעור הרווחיות החזויה העתידית של חברות אלו, חוסר בחינה של לוחות זמנים, התייחסות לפקיעת פטנטים וכדומה. בעקבות קשיים אלו ולשם הגברת האמינות של תחזיות מציעה הרשות ראשית גילוי של ההנחות והדרך לבססם על ידי מעריך השווי. יתרה מזאת הרשות מבקשת ביסוס משמעותי ככל שחברה לא עמדה בתחזיותיה ובהנחותיה. גם על פי המלצות איגוד מעריכי השווי האמריקאי NACVA, בהקשר של בתי משפט נראה כי ישנו צורך לבסס תחזיות ולהוכיח שאכן תחזיות החברה, הגיוניות ועומדות בקנה אחד עם נתוני שוק, תוצאות עבר וכדומה.

הקושי המרכזי העולה לאור התנודתיות הגדולה וחוסר ההתאמה המובנה של נתוני החברה לתוצאות העבר, כיצד יש לבסס את תחזיות חברות אלו ומהם הכלים לבחינה ביקורתית אשר קיימות בידי מעריכי השווי.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שימוש במתודולוגיות מסורתיות לבחינת שווי מיזמים

בחברות הי טק וסטארט אפ בפרט, ניתן לראות מקרים בהם השיטות המסורתיות להערכות שווי אינן מסבירות בצורה מלאה את מחיר המכירה או השווי בה נסחרת חברה. בעולמות אלו התוצאות הכספיות אינן בהכרח הפרמטר העיקרי אשר נבחן בעת רכישת החברה. עיוותים אלו יוצרים קושי בהערכת שווי החברות ומצריכים התחקות אחרי הלך הרוח של החברות המשקיעות בשווקים והרציונל לרכישות אלו.

מעבר לכך, החברות של הכלכלה החדשה – כמו למשל, Snapchat ו-WhatsApp, לא בהכרח מייצרות מודל עסקי סדור כפי שהורגלנו בכלכלה הישנה. ביטוי לכך ניתן לראות ברכישה של חברות אשר אין ואף לא צפויה להן רווחיות. לצורך המחשה, Waze, אשר נמכרה לפי שווי של יותר ממיליארד דולר, כאשר הכנסותיה היו נמוכות מאוד והיא היתה הפסדית בעתיד הנראה לעין. במקרים שכאלה יתכן כאשר אין בידיה הכנסות, אולם הרציונל ברכישתה הינו מספר המשתמשים הגדול והמידע הרב שנצבר במאגרי המידע של החברה על המשתמשים ואף ישנם מקרים להתאמת שווי החברה על פי מכפילים שונים.

דוגמא נוספת היא רכישה של חברה, כשכל הרציונל בה הוא על מנת להחזיק בטכנולוגיה ייחודית אשר יכולה לפגוע בחברה, באם תיפול לידי מתחריה. במקרה זה לא ניתן להשתמש בשיטת DCF, כיוון שזו אינה בוחנת את הרווח שיכל להיווצר לחברה נשוא הערכת השווי, אלא ישנו צורך לכמת את הנזק שהיה יכול להיווצר לחברה הרוכשת. יתרה מכך, בעקבות הערך הייחודי של חברה שכזו לרוכש, פעמים רבות ישלם עליה הרבה מעבר לערך חברה דומה בשוק. במקרה זה גם שיטות הערכת שווי באמצעות מכפיל אינה רלוונטית. חשוב להדגיש כי זוהי אינה בהכרח מדידת שווי הוגן. בהקשר זה, לצורך השווי ההוגן החשבונאי אין לבחון מה הערך של חברה ספציפית וסינרגיות ספציפיות של רוכש כלשהוא אלא מהן הסינרגיות שרואים משתתפי שוק (Market Participant).

נראה כי בבחינת עסקים בתחומים אלו, המאופיינים לעיתים במדיניות ברורה של מכירת החברה בשלב כזה או אחר, קשה לבחון את החברה על פי ביצועיה התפעוליים וערכה נובע מסינרגיות אשר נובעות ברכישתה, מנקודת המבט של רוכשים. הרוכשים לרוב מתאפיינים ביכולות פיננסיות

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

משמעותיות, וברגע שיש מוצר אשר חשוב להם מסיבה זו או אחרת הם פחות רגישים למחיר כמו לצורך ביכולות ספציפיות של החברה.

הספרות המקצועית עוסקת בהשלכות הכלכלה החדשה על מודלים להערכת שווי. חלק מהתייחסות זו רלבנטי להערכת שווי חברות הזנק. מוצגים מודלים בנויי תרחישים כתחליף למודל DCF. מוצגים אלמנטים רלבנטיים לשווי שאינם מתמצים בהכרה בתחזית תזרימית. למשל כמודלים שיווקיים מובלט השיקול המתמקד בזיהוי לקוחות יוצרי תזרים האם הם לקוחות מזדמנים או רכישות חוזרות. כלומר לאותו תזרים השלכות שווי שונות על פי זיהוי פרופיל הלקוחות. תחזיות הצמיחה ושווי הפלטפורמה נגזרות מאלמנטים אלה ולכן נדרש פירוטם כחלק מהערכת השווי.³

הבעייתיות הינה אף גדולה יותר והיא נובעת מכך שלעיתים החברה הנרכשת בשוק הינה בעלת ידע ייחודי או הינה מובילת השוק באותה קטגוריה. הייחודיות של חברות אלו אינה מאפשרת למצוא חברות השוואה אשר ניתן להשוות אותן אליהן. בנוסף, עקב הכוונת חברות אלו לגופים המובילים ובעלי האמצעים בשוק, אין קונים פוטנציאליים רבים למיזמים הנ"ל. בהתאם לכך, מעבר למחיר הרכישה, צריך לקחת בחשבון את הסיכויים שלא תתבצע מכירה כלל או שתתבצע לגופים קטנים יותר אשר ישלמו סכומים נמוכים יותר בעבור חברות אלו.

ישנה בעייתיות בבחינת חברות בצורה זו בהקשר של שווי סטארט אפים כי לעיתים, כאמור, הערך שמכונים לשלם בעדה אינו ערכה של חברה בפני עצמה. עקב טכנולוגיות כמו גם מודלים עסקיים ייחודיים של חברות בשוק ושווי הנובע מאינטרסים ספציפיים של רוכשים (כדוגמת רכישה על מנת למנוע ממתחרה או טכנולוגיה שמתאימה לחברה ספציפית), יש לבחון את האינטרס של חברות ספציפיות. יתכן כי הרוב המוחלט של ערך החברות במקרים אלו נובע מסינרגיות ספציפיות של רוכשים אלו ולא מסינרגיות של משתתף שוק. בהקשר זה, יש גם לבחון, כפי שהנושא נדון בפורום בעבר, האם במקרה זה “משתתף שוק” הוא יותר מקונה אחד (לפחות שניים, שלושה) בעלי הסינרגיה הגבוהה ביותר.

³ Valuing Subscription-based Businesses Using Publicly Disclosed Customer Data. מצ"ב כנספח ד'.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

כפועל יוצא, באם בוחנים שווי של חברה על פי משתתף שוק למעשה אין שיקוף של הערך הספציפי של החברות הללו. מצד שני, רמת הוודאות שלהן מכירת חברה לגורם ספציפי מוטלת בספק רב מאד וקשה ליצור אמינות או וודאות מספקת על מנת שקוראי חוות הדעת יתבססו עליהן בצורה אמינה. הפתרון לזה הוא במציאת פתרונות לגיוון רב של משקיעים באמצעות, כמו למשל, שקלול תרחישי מכירה לקבוצות משקיעים שונות.

לאור התנודתיות הגדולה מאד בשווקים אלו וחוסר הקשר, לפחות הישיר בין התוצאות הכספיות נשאלת השאלה האם המתודולוגיות המסורתיות מספיקות לשם בחינת שווי חברות אלו מצד אחד ומצד שני איך משקפים שווי נאות בצורה מבוססת לחברות אלו?

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שאלות לדיון

1. על רקע המודלים המקובלים לבחון שווי של חברות סטארט אפ, מה המשקל של מזכרי הבנות, סבבי השקעה, איך לבחון ערך של חברות אשר אין להן מודל עסקי של הפקת הכנסות? כיצד ניתן לשקף את הפוטנציאל ועדיין לשמור על אמינות התחזיות?
2. האם צריך להכיר בכך שלא ניתן לאמוד שווי הוגן של חברות סטארט-אפ במקרים מסוימים או בראיה רחבה יותר - האם ניתן להעריך כל דבר באמצעות מודל תאורטי כגון DCF?
3. מה הקריטריונים הראויים לבחירת מודל הערכת השווי לחברת הזנק. במילים אחרות האם יש סף איכותי / כמותי שרק לאחריו יצדיק שימוש במודל DCF? האם עמדת הרשות בעניין גישת העלות פירושה שלא ניתן באופן גורף להשתמש בגישה זו במקרים בהם השימוש בהערכה כפוף לחוק ניירות ערך ותקנותיו?
4. האם גישת התרחישים (הערכת שווי חברה לפי שקלול תרחישים רלוונטיים, כגון שווי במכירה לרוכש אסטרטגי, שווי בהנפקת IPO, שווי כחברה עצמאית לפי DCF והנחת פירוק/חיסול, עקבית עם היררכיית השווי ההוגן שנקבעה ב-IFRS 13 למרות שנפוצה בפרקטיקה? כמו כן, כיצד מתגברים על הקושי העיקרי בגישה זו - אמידת ההסתברויות לכל תרחיש וביקורת אומדנים אלה (מעבר למורכבות הגלומה בהערכת שווי של כל תרחיש)?
5. מה תפקיד מעריך השווי ומה אחריותו על תחזיות ההנהלה – כאשר יש הסתמכות מלאה האם נדרש לתת גילוי שמעריך השווי אימץ באופן מלא את תחזיות החברה? האם סקר אותן? האם לדעתו הם סבירות? מהן הדרכים להקפיד על שמירה על אמינות וביסוס של תחזיות בחברות אשר נמצאות בשלבי צמיחה? האם ובאיזה מידה על מעריך השווי להסתמך על מצגי הנהלת החברה? האם ניתן להשתמש במונח “הערכת שווי” בכל המקרים?
6. על רקע העדר הפיקוח על מעריכי השווי, מהו התפקיד של רואה החשבון?
7. מהם הלקחים שצריך להפיק מפרשת “שלנו” על רקע התנגדות השוק החרפה להערכת השווי? מהו המשקל שהמשקיעים צריכים לתת להערכות שווי כאלה?
8. המשמעות של דוחות כספיים בענף ההון סיכון והחשיבות של גילוי כאמצעי פתרון

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

9. בכלכלה החדשה (שווי פלטפורמה) כיצד נבנות הנחות הצפי וכיצד משתלבים בהם המודלים השיווקיים ואפיוני הלקוחות.

10. השפעות מודל האנליזה של הבורסה לחברות אלה.