



# מי מכיר ומי יודע – סימני דרך למקצוע הערכות השווי בישראל

בכתבה זו [האקטואר רועי פולניצ'ר](#) יבצע סקירה של מקצוע הערכות השווי בישראל.

מספיק. אני למדתי בתואר הראשון שלי בכלכלה 10 קורסים במימון. וזה לפני ה-3 קורסים במימון שלקחתי במסגרת לימודי תואר שני בכלכלה וה-14 קורסים במימון שלקחתי בתואר השני שלי במנהל עסקים.....

לאחר מכן, חשוב שמעריך השווי יהיה **בעל ידע טוב בכלכלה** (קרי, חשוב שתהיה לו הבנה עסקית מקיפה כזו שגם תאפשר לו להבין את הסביבה העסקית והמציאות הכלכלית וגם לבנות מודלים כלכליים), **בעל הבנה בסטטיסטיקה** (כי המודלים הם ברובם מודלים מתמטיים-סטטיסטיים ואמידת האומדנים האמפיריים לפרמטרים של המודלים היא אמידה סטטיסטית), **בעל ידע נרחב ביישומי מחשב** (קרי, פעם אחת ברמה של יישומי אופיס ובמיוחד באקסל ופעם שניה ביישומי מחשב במימון שזה לדעת ליישם שיטות כמותיות במימון בתוכנת אקסל וכיצד לבנות פתרונות ממוחשבים מבוססי אקסל ו-VBA) **ובעל ניסיון בביצוע מחקרים** (קרי, הוא צריך להיות פעם אחת בעל יכולת אנליטית גבוהה לטובת ביצוע מחקרים כלכליים סטטיסטיים ופעם שניה בעל יכולת לימוד עצמאית – כי ביצוע מחקרים פירושו למידה עצמאית).

בהמשך, רצוי שמעריך השווי **יבין בחשבונאות** (במיוחד אם הוא עושה הערכות שווי לצרכי דיווח כספי), **במיסים** (במיוחד אם הוא עושה הערכות שווי לצרכי מס), **בדיני הערכות שווי** (במיוחד אם הוא עושה הערכות שווי לצרכים משפטיים), **בניתוח ניירות ערך** (במיוחד אם הוא עושה הערכות שווי לצרכי השקעה ו/או לצרכי דיווח כספי) **ובתכנון אסטרטגי** (במיוחד אם הוא עושה הערכות שווי בתהליכי מיזוגים ורכישות ו/או עסקאות).

ולבסוף, הכרחי שמעריך השווי יהיה **בעל יכולת הבעה בכתב ובעל פה ברמה גבוהה** (כי פעם אחת הוא צריך לדעת לכתוב מסמך של 20-30 עמודים ברמה גבוהה ופעם שניה הוא צריך לדעת להסביר דברים מורכבים ללקוחות שאינם מדברים את שפת המקצוע) **ובעל היגיון בריא** (קרי, בעל הבחנה מעולה בין עיקר לטפל).

## לסיכום

לא כל כלכלן הוא מעריך שווי ובוודאי ובוודאי שרישיון רואה חשבון לא מהווה ראייה למומחיות כלשהי במימון בכלל ובהערכות שווי בפרט. אנקדוטה קלה, לפני 4 שנים הכנסתי קרוב משפחה שלי, עו"ד במקצועו, בעל תואר ראשון ושני במשפטים לעבוד כמעריך שווי במחלקה הכלכלית של אחד ממשרדי ה-BIG4 כמעריך שווי ללא תואר רלוונטי ומבלי שאפילו ניתנה לו הכשרה לכך באותו משרד. פשוט אמרו לו, תעשה הערכת שווי לחברה XXXX ותנסה ללמד את עצמך לבד באמצעות יוטיוב.

ועל כך בדיוק אמר לי קולגה לפני שנים: **"בישראל כמו בישראל ורק בישראל, בסופו של יום, מי שונה לך את ההשקעות ומי שנותב לך את הערכת השווי זה ה-XXXXX שסיים במכללת XXXXX"**.

הלקוח מגדיר כאן הלכה למעשה למעריך השווי את גישת הערכת השווי (גישת ההכנסות, לחילופין גישת השוק או לחילופין חילופין גישת הנכס), את שיטת הערכת השווי (FCFF או FCFE, לחילופין מכפיל הכנסות או מכפיל EBITDA), או לחילופין NAV או ANAV את הנחות היסוד ואת התחזיות ומעריך השווי מבצע רק את החישובים.

הווה אומר- מדובר כאן למעשה בתחשיב סובייקטיבי של אומדן שווי. במסגרת תחשיב השווי כמוגדר לעיל, מעריך השווי מגבש שווי מחושב (שהוא תוצאת תחשיב השווי) והוא עשוי להיות מובע בין כשווי בודד או בין כטווח של שוויים.

## השירותים המוצעים על ידי מעריך השווי

מעריך שווי מספק על פי רוב את השירותים הבאים:

1. חוות דעת כלכליות בנושא אומדן שווי
2. הערכת שווי של חברה (הון עצמי).
3. הערכות שווי של פעילות (הון מושקע).
4. הערכת שווי של נכסים בלתי מוחשיים.
5. הערכת שווי של אופציות או חוב.
6. ייעוץ בנוגע לשוויים.
7. גיבוש תנאים, לעיתים עבור מספר סוגים של משקיעים, כגון תוכניות לאופציות למניות לעובדים (ESOPs) או רכישות ממונפות (LBOs).
8. חוות דעת הוגנות (חוות דעת כלכלית לבחינה האם השווי הנקבע בהערכת שווי היצרנית או בעסקה הינו הוגן וסביר).
9. חוות דעת סולבנטיות (חוות דעת כלכלית לבחינת יכולת פירעון ואיתנות פיננסית של חברה).
10. סיוע במשא ומתן למכירת חברה, קנייתן או מיזוג בין חברות.
11. גישור/בוררות של הערכות שווי המצויות במחלוקת (בסכסוכים משפטיים ועסקיים).
12. סיוע לבעלי דין ולעורכי דין בנוגע להערכות שווי המצויות במחלוקת (בסכסוכים משפטיים ועסקיים).
13. חוות דעת מומחה לצרכים משפטיים (כגון: דיני משפחה, דיני עבודה, דיני נזיקין, דיני חברות, דיני בנקים, דיני ביטוח ועוד) לרבות מתן עדות בבית משפט (קרי, חקירה נגדית).

## הכישורים הנחוצים למעריך השווי

לטעמי למעריך שווי דרושים 12 כישורים שאותם אמנה על פי סדר חשיבותם, לדעתי.

ראשית, הדבר החשוב ביותר הוא שמעריך השווי יהיה **מומחה בתחום המימון** מאחר וזהו תחום הדעת האקדמי שממנו צומח מקצוע הערכות השווי. יש הרבה מאוד כלכלנים, רואי חשבון ובעלי תואר בניהול/מנהל עסקים שלמדו קורס מימון אחד ואפילו שניים והם פשוט לא יודעים לעשות 1+ ולהבין שכמעט כל קורס במימון שהם למדו באוניברסיטה או במכללה היה קורס בהערכות שווי. אז ברור שקורס אחד אינו

מדי שבוע שואלים אותי עורכי דין, סוכני ביטוח, יועצי מס, יועצי פנסיוניים ויועצי השקעות על הערכות השווי. אז מאחר וכנראה שהמקצוע איננו ברור מספיק לציבור, החלטתי להנגיש אותו לציבור באמצעות כתבה.

## מבנה השוק

שוק הערכות השווי מורכב בגדול משלושה סוגים של שחקנים. הסוג הראשון, והאיכותי ביותר, הוא פירמות (משרדים או חברות בע"מ) המתמחות בהערכות שווי. הסוג השני הוא מחלקות כלכליות בפירמות שעושות בעיקר דברים אחרים, כגון משרדי רואי חשבון, בנקים וחברות ייעוץ רב-תחומיות. הסוג השלישי הוא פרקטיקנים במשרה חלקית.

## תפקיד מעריך השווי

מערכי שווי על פי רוב ממלאים שני תפקידים. התפקיד הראשון נקרא "מעריך שווי בלתי תלוי" שפירושו ביצוע הערכות שווי אובייקטיביות ובלתי תלויות של זכויות כלכליות. התפקיד השני נקרא "מעריך שווי יועץ" שפירושו מתן ייעוץ בקביעת שווי שיועיל כמה שיותר לפוזיציה של הלקוח. בתפקיד האחרון ייתכן שמעריך השווי לא יערך חוות דעת כלכלית אובייקטיבית בנושא אומדן שווי (להלן: "הערכת שווי") כי אם חישוב סובייקטיבי (להלן: "תחשיב שווי").

לרוב, בהערכת שווי של זכויות כלכליות מובלעת ההנחה שמעריך השווי הוא אובייקטיבי (קרי, בתפקיד של "מעריך שווי בלתי תלוי"), דבר שנכון אלא אם כן סוכם בין הלקוח למעריך השווי שהאחרון ימלא תפקיד של "מעריך שווי יועץ" וגילוי נאות על כך ניתן לקרוא עבודתו של מעריך השווי במסגרת הדיסקליימר. דבר שמאוד חשוב לדעת הוא שבעת הערכת שווי של עסק, זכות בעלות עסק, נייר ערך או נכס בלתי מוחשי, מעריך שווי יכול להביע מסקנת שווי או שווי מחושב.

מה זה אומר? זה אומר שבתפקיד הראשון שהגדרתי לעיל, הלקוח מתקשר עם מעריך השווי על מנת שהאחרון יבצע עבורו הערכת שווי כמוגדר לעיל על ידי ביצוע של הנהלים המתאימים בעיניו של מעריך השווי בלבד והוא חופשי ליישם את הגישות, השיטות, ההנחות, התחזיות והחישובים בהערכת השווי שהם נאותים בעיניו בנסיבות העניין. הווה אומר- מדובר כאן למעשה בחוות דעת אובייקטיבית לגבי אומדן שווי.

במסגרת הערכת השווי כמוגדר לעיל, מעריך השווי מגבש מסקנת שווי (שהיא תוצאת הערכת השווי) והיא עשויה להיות מובעת כשווי בודד או לחילופין כטווח של שוויים. מאידך, בתפקיד השני שהגדרתי לעיל, הלקוח מתקשר על מנת שהאחרון יבצע עבורו תחשיב שווי כמוגדר לעיל על ידי ביצוע אך ורק של הנהלים שאותם הגדיר וקבע לו מראש הלקוח. למי שלא הבין למעשה