

# לא נכון ולא הוגן לצורך איזון משאבים עקב גירושין לקבוע שווי לחברת הזנק עם גירעון שטרם הפיקה הכנסות משמעותיות!!!



**דוד בכר, CFP, CLU, CFV** ממליץ לצורך איזון משאבים עקב גירושין שלא לקבוע שווי לחברת הזנק שאין לה מכירות במועד הקרע. הוא מציע לקבוע לבן הזוג שאינו מחזיק במניות החברה, זכות למחצית המניות של בן הזוג השני ולערוך את הערכת השווי כשיהיה יותר ברור מה גורלה של ההמצאה והחברה - לפחות שנתיים לאחר מועד הקרע, לכל המאוחר.

בהקשר זה, קולגה ג' אמר כי הגישה החלופית של קביעת שווי בהתבסס על מכפילי שווי של חברות דומות בשוק ההון או על עסקאות מיזוג ורכישה היא דרך בטוחה לבעיה.

גם הגישה של קביעת יחס היוון על פי הסטטיסטיקות ההיסטוריות של הענף לא מתאימה לדעתו של קולגה ג'. לטענתו, הביומד הוא תמיד בחזית הטכנולוגיה ולכן אין כל קשר בין הצלחה של תרופה בתחום הזה בעבר לבין סיכויי הצלחה של מולקולה חדשה לגמרי. לבסוף הוא אמר משפט יפה: "אם משקללים את ההסתברות להצלחה עם ההסתברות להיכשל הרי שמתקבל מספר כלשהו, אבל בסוף החברה תצליח או תיכשל, אין ממוצע".

## סיכום

המסקנה שאיתה יצאתי מהשיחות שקיימתי עם שלושת הקולגות שלי היא שספק רב אם השווי שנקבע בהערכת השווי הוא זה שמשקף את שווייה של חברת הזנק שטרם הפיקה הכנסות משמעותיות. לאחר לימוד ענף הביומד וחברות ההזנק בכלל, והסיכויים והסיכונים הכרוכים עימו ומצב החברה הנידונה, מצאתי לנכון להודיע לאותו חבר שלענייני דעתי, כי כל הערכה שהוא יעשה **לצורך איזון משאבים עקב גירושין** של שווי החברה תהיה הערכה שגויה ועשויה לגרום לקיפוח משמעותי ביותר של אחד הצדדים.

החבר המופתע ביקש שהסביר כיצד הגעתי למסקנה זו. אז הסברתי לו שאישה ובעל אינם משקיעי הון סיכון שרוכשים מדי יום חברות לעתיד. הסברתי לו שמשקיעי הון סיכון עובדים על תחזיות, מה שאומר שכאשר הם קונים מניות בחברות הזנק, הם עושים את זה על סמך העתיד ולא על סמך העבר או ההווה. אישה ובעל אינם משקיעי הון סיכון הרוכשים בכספים חברות בשוק הפיננסי, כאשר ההשקעה מצטרפת אצלם ל"פול" של השקעות וסיכונים. מושכלת יסוד בתכנון פיננסי היא שגורם העוסק באופן מקצועי בהשקעות, מנטרל חלק מהסיכונים עקב זה שהוא מצרף השקעה עם סיכון גבוה לסל של סיכונים. הבעל והאישה אינם משקיעים מסוג זה. לפיכך, לא הגיוני בעיניי לחשוף אותם לאי וודאות כל כך גבוהה הקיימת במקרה שלפנינו.

**במילים אחרות, אמרתי לאותו חבר שאם הוא יקבע את שווי החברה כפי שמקובל בין קונה (משקיע) מרוצה למרוץ הרי שהוא יכול בכך גורם סיכון מאוד גבוה שלדעתי האישית לא יהיה נכון להחילו על הצדדים. לכן, המלצתי לו שלא נכון ולא הוגן, כלפי בני הזוג, להעריך את שווי החברה במועד הקרע (בין היתר בשל היותה בגירעון) וכי בשלב זה הייתי מציע לקבוע לאישה זכות למחצית המניות של הבעל בחברת הזנק, וכי יש לערוך את ההערכה כשיהיה יותר ברור מה גורלה של ההמצאה והחברה. מניסיוני הייתי מציע לבדוק מחדש את החברה בעוד שנתיים, לכל המאוחר.**

קולגה ב' אמר שהוא מבצע לחברות הזנק בכלל ולחברות ביומד בפרט הערכת שווי באמצעות מודל היוון תזרימי המזומנים (DCF) המבוסס על תרחישים. כלומר, הוא מציג 3 תרחישים (אופטימי, פסימי וסביר) ומשקלל אותם כך שהשווי הסופי של החברה הוא התוחלת ההסתברותית של שלושת התרחישים.

קולגה ג' אמר לי שהוא דווקא מקדיש הרבה פחות זמן למודלים כמותיים ולמספרים והרבה יותר זמן ללימוד החברה והענף. לדעתו, נתוני הרקע אודות החברה והענף חשובים יותר מהכל, ועל כן הוא קודם כל בוחן נתונים על גודל השוק וכמויות ורמות החזירה של המתחרים ולאחר מכן הוא אף בוחן עד כמה מבוססות הנחות היסוד שהחברה מספקת לו לגבי עתידה. לדעתו, טרם מלאכת קביעת השווי יש לבדוק את צורת העבודה של הנהלת חברת הביומד, על מנת לקבוע האם בכלל יש לה סיכוי להוציא לפועל את תוכניתיה.

## אז מהי הבעיה של הערכות השווי?

קולגה א' אמר לי משפט יפה "איכות הערכת השווי נמדדת על פי איכות הנחות העומדות בבסיסה". למשפט הזה הסכימו גם יתר הקולגות. קולגה א' אמר כי חלק נכבד מהנחות היסוד שבהערכות השווי מקורן בהנחה, ולכן היא זו שבעצם 'כותבת' את הערכת השווי. לדעתו, על מעריך השווי לבדוק את ההנחה בכל המקומות האפשריים, אך לא לכל נתון אפשר לבצע בדיקה.

קולגה ב' אמר שקיימים מערכי שווי שמסתמכים על הנחות היסוד של ההנהלה ללא כל בדיקה מצידם, וזוהי לדעתו הרעה החולה של התחום. קולגה ב' הוסיף כי מדובר בזריקת אחריות של מעריך השווי על הנהלת החברה וכי האקסל בתחום הזה סופג הכול, ולכן אפשר לכתוב כל מה שרוצים. עולה השאלה, ממה מורכבות הנחות היסוד של ההנהלה? האם ההנהלה מתנהלת כאופטימית סתרת תקנה או כגורם שקול המבסס את הערכותיו על הסכמי מסחור שנחתמו ושיושמו בעתיד, על צבר הזמנות וכיובד? ככל שהערכות ההנהלה מבוססות על אמונה בלבד, הרי שיהיה זה רק שגוי לבצע הערכת שווי לחברה שכזו.

קולגה ג' אמר שהיחיים לימדו אותו שתמיד יש יותר צרות ממה שחושבים וכי לדעתו יש הערכת חסר הריפה של הבעיות שיכולות לקרות, וזה נכון בעיקר לחברת מכשור רפואי. הוא הוסיף כי הערכת שווי על פי מודל ה-DCF בעייתית בכל תחום, אך בביומד היא כמעט לא רלוונטית. הוא נתן דוגמא יפה, שאם הוא ישב לחיך טבלת אקסל של ההכנסות הצפויות לחברת מכשור רפואי ייתכן שהוא יגלה שהחברה לא תרוויח לעולם, אבל הוא יודע שרוב החברות בתחום הזה נרכשות בכלל לפני שהן מגיעות להכנסות. ולכן לדעתו מה שצריך לדעת זה מה הרוכשות הפוטנציאליות, מה התיאבון שלהן לרכישות וכמה הן יכולות לשלם, וזה רחוק מלהכין אקסל של הכנסות.

השבוע התייעץ איתי חבר שקיבל מינוי מטעם בית משפט למשפחה כאקטואר לאיזון נכסי בני זוג עקב הליך גירושין. במסגרת המינוי, אותו חבר נדרש להעריך את מניות הבעל בחברת הזנק. מאחר ופירסמתי מספר כתבות ומאמרים על הערכות שווי חברות הזנק, ביקש אותו חבר להתייעץ עמי בנושא.

מדובר בזוג שנישא ב-2010 והתגרש בינואר 2022 (מועד הקרע). הבעל שותף בחברת הזנק בתחום הביומד. החברה החלה את פעילותה בתחילת 2020 והיא עוסקת בפיתוח מכשור רפואי מסוים. בעת הקמתה גייסה החברה כספים תמורת מניות באמצעות חממה.

עד למועד הקרע, הבעל החזיק ב-25% מהון המניות של החברה אך לא קיבל שטרם החלה באותה שנה החזקת הבעל במניות החברה ל-20%. לפעול לרישום פטנט בחו"ל למכשיר שפיתחה. בנוסף, החברה גייסה כספים ממ שקיע פרטי, לטובת קבלת אישור מהמדינה הראשי למימון נוסף לשנה נוספת של פעילות. בעקבות כך ירד שיעור החזקת הבעל במניות החברה ל-20%. נכון למועד הקרע לחברה ישנן התחייבויות וגירעון בהון שנצברו עקב עלויות המחקר והפיתוח של המכשור הרפואי.

## ביומד – סיכוי וסיכון

אומר מראש, ממה שידוע לי בתחום הביומד לא כל הצלחה בניסוי פירושה הכנסות של מיליוני דולרים ומצד שני לא כל אי-הצלחה ברישום פטנט פירושה קריסה של חברה. כאמרהי תחום התכנון הפיננסי שלשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) וכמי ששימש עד לאחרונה כמנכ"ל הלשכה, קיימתי שיחות טלפוניות עם שלושה קולגות שלי, שפעם אחת מעריכים שווי של חברות ביומד ופעם שניה מתמנים ע"י בתי משפט ובתי דין ככלכלנים וכאקטוארים מוסמכים, במטרה להבין האם לדעתם ניתן בכלל להעריך שווי חברות ביומד? השורה התחתונה שאני יצאתי איתה היא שהשוויים הנקובים בהערכות השווי יותר מטעים מאשר מועילים.

קולגה א', אמר שהוא מבצע הערכות שווי לחברות ביומד בדיוק באותו האופן שבו הוא מבצע הערכות שווי לחברות הזנק שאינן ביומד, כלומר, הוא כופל את ההכנסות הצפויות מכל מוצר שהחברה מפתחת ביחס היוון להיום. יחס ההיוון לוקח בחשבון הן את הניכיון בגין הסיכון שההכנסות אמורות להתקבל אי שם בעתיד, והן את הניכיון בגין הסיכון שההכנסות לא תגענה בכלל. כלומר, על המספר הקטן הזה מועמס כל הסיכון של חברת הביומד.

נסביר כי שיעור ההיוון נקבע על ידי מעריך השווי בהתבסס על נתונים היסטוריים של חברות דומות. הוא הוסיף כי יש לו מאגר של הערכות שווי קודמות, שעליהן הוא מבסס את יחסי ההיוון שלו וכי ישנם חוקרים אקדמיים העוסקים בתייעוד יחסי היוון היסטוריים.