



השקר הלבן של הקרנות הפרטיות

קרנות הפרייבט אקוויטי מתגאות בכך שהן מכות את השווקים. אבל מאחורי התוצאות האלה עומדים בעיקר משחקים בשיטת שערך הנכסים

משחקי שווי נן מנחות הקרנות הפרטיות את שווי נכסיהן

יחס ביצוע העסקה	יום השערות: אין שינוי ברווח	יום השערות: גידול של 25% ברווח	לאחר שנה: ברווח 90-7
EBITDA	100	125	90
פחות	-	-10	-10
רווח לאחר פחות	-	115	80
מסים	-	-23	-20
רווח נקי	-	68	60
תורים מזומנים	78	96	70
שווי חברה	-	969	875
התחייבויות פיננסיות	-	30	30
שווי חברה	670	939	845
גידול בשווי חברה לעומת יום הרכישה	-	40%	26%

(עקבי) הוא 2%, נקבל שווי חברה של 939 מיליון דולר - קפיצה של 40%. כלומר, מבחינה עסקית לא קרה כלום, אבל שינוי שיטת ההערכה הקפיץ את השווי בעשרות אחוזים. אגב, תחת אותן הנחות, אם ה-EBITDA היה גדל באותה שנה ל-125 מיליון דולר, שווי החברה שהיה מתקבל על בסיס אותן הנחות היה כ-1.2 מיליארד דולר - גידול של 75% בשווי החברה. תחת הנחות אגרסיביות יותר נמודל הערכת השווי אפשר גם להגיע לשוויים גבוהים יותר - והנה, גם איתנו יכולים להיות לרצע אישנים פיננסיים.

כמובן שמינוף השווי יכול לפ"עול גם בכיוון ההפוך, לטובת הקרנות כמובן, וזאת כאשר קיימת הרעה בתוצאות הכספיות. נניח שאותה חברה מציגה ירידה של 10 מיליון דולר ב-EBITDA (90 מ"ליון דולר). השווי שנקבל בשיטת היום תורים המומונים יהיה 845 מיליון דולר. כלומר, חלה הרעה בתוצאות הכספיות, אך השווי גבוה ב-26% לעומת יום הרכישה. הנותן הוא ורו"ח, שותף בינר ו-BDO זיו האפט ומנהל תחום מיזוגים ורכישות במשרד

נוע סביב 7. חברה שה-EBITDA שלה הוא כ-100 מיליון דולר וחוב פיננסי של 30 מיליון דולר, תוערך ביום הרכישה ב-630 מיליון דולר (7 כפול 100 בניכוי 30). עברה שנה, והקרן נדרשת לש"עקר את ההשקעה לצורך הרו"חות

על ההשקעה של 354%. על נכסי הקרן - שערכם הנוכחי נאמד כ-60 מיליון דולר - השיגה הקרן תשואה של 64% ("כלכלי סט", 20.7.2009). אם שאלתם את עצמכם כיצד מצליחים האשפים הפיננסיים בקרנות האלה לייצר תשואות פנומנליות כאלה במהירות שא, כנראה שאינכם מכירים את ה"כניקה של שערך שווי ההשקעות בקרנות. הרוגמאות בהמשך ימחישו את הבעייתיות הכרוכה בנושא שערך התשואות והשי"ויים בקרנות האלה.

הנקודה הבעייתית העיקרית בשערך שווי החברות והתשואות בקרנות היא כי מדובר בחברות פרטיות, והכללים לשערך שווי חברות הפרטיות לא גמישים ולא מוגדרים. קיים הבדל בין השווי של החברה ביום הקנייה לבין השערך שלה ברו"חות הכספיים. כך לדוגמה, קרן פרייבט אקוויטי ממוצעת תרכוש חברה תעשייתית סטנדרטית במכפיל EBITDA שי

שוק ההון כולו הוא ב-2009 תשואות מצוינות. אבל עדיין, כותרות החדשות האחרונות בעיתוני נות יוצרות תחושה כי בעולם של קרנות ההשקעה הפרטיות - שתוצאותיהן הסדורות מהעין הציבורית - החגיגות היתה פרושה במיוחד. הנה כמה דוגמאות. מרקספון: "מהרו"חות לרבעון הראשון של 2009 עולה כי הקרן השקיעה 530 מיליון דולר. שווי ההשקעות הוא 658 מיליון דולר - עלייה המשקפת תשואה של 24% (TheMarker, 13.7.2009).

פימי: "התשואה שלנו בפימי 1 גבוהה מ-40% נט קש או קש שנתני (על ההון העצמי ללא מינוף)"; "פימי 2 לא ממצעת יותר השקעות והתי"שואה המינימלית שלה תהיה 35%, אולי אפילו יותר" (מתוך ראיון עם ישי דודי, מייסד הקרן, 9.7.2009, MarkerWeek, פורטיסיומו: "סדרה קלאב הפי"רטיט סימה את 2008 עם הכנסות של 150 מיליון דולר ועם תשואה



עובדי רשות ני"ע זוכים לשכר הגבוה ביותר מבין גופי הפיקוח

כיום סך כל ההכנסות של הרשות יגיע ב-2010 ל-145 מיליון שקל, לעומת 137 מיליון ב-2009. ההכנסות נובעות, בין השאר, מאגרות התשקיף המוערכות ב-2010 ב-31 מיליון וזאת בשנתיות בהיקף של כ-95 מיליון שקל. הרשות ציגנה כי תקדיש ב-2010 משאבים רבים להגברת הפיקוח על הנאמנים לאג"ח, בין היתר באמצעות ביקורות ומעקב שוטף אחר פעילות הנאמנים.

תשומות גדולים בין הגופים המפיקים, נכתב ברו"ח של אילן ביטון ממרכז המידע של הכנסת. "פערים אלה יכולים להעיד על חוסר יע"לוח ביצוע ברשויות הפיקוח הע"ניות (כמו אגף שוק ההון באוצר), או לחילופין על כוונה משאבים בר"שויות הפיקוח העשירות. סיבוכן בין כמות המשאבים להיקף פע"לות הפיקוח של המפקחים עשוי להגביר את יעילות הפיקוח" מהצעת תקציב הרשות עולה

מסודרג הכרוך בתוספת משימות. מהנתונים עולה כי עלות הש"כר החודשית הממוצעת ברשות היא הגבוהה ביותר לעומת יתר גופי הפיקוח בישראל, ומגיעה ל-32 אלף שקל לעובד. אחרים צועדים עובדי הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל, ובמקום האחרון נמ"צאים אגף עובדי שוק ההון באוצר, ששכרם נמוך ב-83% מזה של עמי"תיהם ברשות נידרות ערך. "הנתונים מלמדים על פערי

עלות השכר הממוצעת ברשות ני"ע: 32 אלף שקל לעובד. תקציב הרשות ב-2010 עלה ב-5% ל-143 מיליון שקל

מאת צבי זרחיה

ועדת הכספים איש"רה אמתול את תקציב"רשות ני"ע ל-2010 בהיקף של 143 מיליון שקל - עלייה של 5% לעומת 2009. עלות שברו של יו"ר הרשות, פרופ' זוהר גושן,

Givony
הזמנה להציע הצעות לרכישת חברת גבנוני
שיווק מוצרי עור (1998) בע"מ ח.פ. 512607300

מומנות בזה הצעות לרכישת החברה כוללות:
1. 100% מתוך המניות הרשום והמוספס של חברת גבנוני שיווק מוצרי עור (1998) בע"מ ח.פ. 512607300, וכן את סימן מסחר הרשום אשר בבעלות החברה סימן מסחר מספר 223790 מסוג 18.
2. את ההצעות יש להגיש במשרד הח"מ על גבי טופס הצעה המצוי במשרד הח"מ. בצירוף שיק בנקאי בגובה 10% מההצעה. עד ליום 1.3.2010 שעה 11:00.
3. על המצע להגיש הצעה גבוהה מסך של 50,000 ₪ בצירוף מע"מ כחוק.
4. המניות הנמכרות וסימן המסחר נמכרים במצבן המשפטי כפי שהיא ואחריות המצע היא לבדוק את המניות הממוצעות של החברה ואת סימן המסחר והזכויות ותחובות המגיעות מהאחזקה בהן.
5. את הח"מ מתחייב לקבל ההצעה הגבוהה ביותר או כל הצעה שהיא והח"מ שומר לעצמו הזכות לנהל מיזם עם המציעים או מי מהם ו/או לקיים תחרות בין המציעים ו/או מכירה חוזרת.
6. דיני המכרזים לא יחולו על מכירה זו.

עמוס טייב, עו"ד
טייב, טנא ושות' משרד עו"ד
ב"כ הבעלים
רח' הרבנות 42 ת"א 67770
טלפון: 03-6326686, פקס: 03-6326685

בנק
פנייה לקבלת הצעות לרכישת נכס:

"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (להלן "בזק") פונה בבקשה לקבלת הצעות לרכישת זכויותיה בנכסים הבאים:

כתובת הנכסים	גושים/חלקות	סה"כ שטח מגרש רשום	שטח בנוי לנכס
חורב 17, חיפה	2/10783	כ-1,200 מ"ר	כ-1,400 מ"ר
דרך יצחק רבין 45, גבעתיים	320/6164 (חלק)	כ-2,000 מ"ר	כ-2,500 מ"ר
שלמה המלך 6 קראון קריית אונו	238/6490	כ-2,376 מ"ר	כ-3,000 מ"ר

הנכס נמכר כמוצבו הקיים (as is) ובאחריות המציע ועל חשבונו לבדוק את טיב הנכס, מצבו המשפטי, הפיסי, התכנוני והשימושי המתורים בו.
את ההצעות יש להעביר לאגף בינוי ונכסים, חברת "בזק", בניין עזריאלי, דרך בגין 132, תל אביב (מגדל המשולש-כניסת בזק).
לקבלת מסמכי הגשת ההצעה בדואר אלקטרוני, לפרטים נוספים ולמתן הצעות ניתן לפנות אל גברת נטלי רפפורט בטל' 03-6267875 / או בפקס: 03-6117872 / או בדוא"ל: NataliRa@bezeq.co.il / או באתר http://nadlan.bezeq.co.il
"בזק" רשאית אך לא חייבת, לנהל מיזם עם המציעים (או מי מהם) שעל פיהם יקבע (אם בכלל) הזוכה, והכול על פי שיקול דעתה הבלעדי. "בזק" אינה מתחייבת לקבל את ההצעה הגבוהה ביותר או כל הצעה שהיא. את "בזק" יחייב אך ורק החוזה הסופי אשר ייחתם על ידה, אם ייחתם, אחרי קבלת כל האישורים של הגורמים המוסמכים לכך.
פנייה זו אינה מהווה מכרז ודיני המכרזים לא יחולו לגביה.

בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ