



הערכת שווי מניות לצרכי גירושין: מניות של חברה ציבורית לעומת מניות של חברה פרטית

עו"ד ענבר דור סוקרת בכתבה זו את 3 השיטות המקובלות להערכה כלכלית של שווי מניה, על יתרונותיהן וחסרונותיהן.

הערכת שווי מניות הינה חלק אינטגרלי מהליך איוון המשאבים בין בני זוג עקב גירושין, ולו בשל העובדה שהמניות מהווה חלק ממסת הנכסים לחלוקה של בני הזוג. ממש כפי שמידת המגורים היא רכוש משותף כך גם מניות הרשומות על שם מבני הזוג הינן רכוש משותף שיש לתת עליו את הדעת בהליך הגירושין. לשון אחר, על מנת שניתן יהיה לאזן בין כלל המשאבים (המורשיים והבלתי מורשיים כאחד) של בני הזוג, בהתאם לעיקרון איוון המשאבים הנובע מחוק יחסי ממוון - יש צורך לאמוד את שוויין של מניות. למה צריך לאמוד? כי מדובר במספר שאיננו ידוע בוודאות לאיש בעולם ועל כן יש לצורך לחזות/לנבא/לשערך אותו באמצעות מודל מתמטי-סטטיסטי מקובל.

מניות של חברה ציבורית

ברגיל, לחברות ציבוריות (כאלה שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה) יש רק סוג אחד של מניות: מניות רגילות (Ordinary Shares). מאחר ולחברות ציבוריות יש רק סוג אחד של מניות והואיל ומניותיהן נסחרות בבורסה, הרי שבמסגרת איוון משאבים אין צורך לבצע הערכת שווי למניה של חברה ציבורית, היות ומניה זו הינה נכס סחיר שיש לו מחיר מצוטט בשוק פעיל אשר עליו ניתן להסתמך כאומדן לשווי.

מניות של חברה פרטית

לחלק מהחברות הפרטיות (כאלה שמניותיהן אינן רשומות למסחר בבורסה) יש מבנה הון המורכב מסוג אחד או יותר של מניות בכורה (Preferred Stocks) בנוסף למניות הרגילות. מאחר ומניותיהן של חברות פרטיות אינן נסחרות בבורסה, הרי שבמסגרת איוון משאבים יש צורך לבצע הערכת שווי למניה של חברה פרטית, היות ומניה זו הינה נכס בלתי סחיר שאין לו מחיר מצוטט בשוק פעיל שעליו ניתן להסתמך כאומדן לשווי.

כיצד מעריכים שווי של מניות בחברה פרטית?

באפריל 2004, פרסם ה-AICPA (לשכת רואי החשבון בארה"ב) מודיק לאנשי השטח (Practice Aid), הבל- "המדריך" בנושא הערכת שווי של נירות ערך של חברה פרטית. למרות שמדריך זה איננו תקן ולא אושר רשמית ע"י רשות המיסים בישראל, מעריכי שווי של מכשירים פיננסיים בארץ ורשות ניירות ערך בישראל מתבססים עליו לצורך הערכת שווי מניות של חברה פרטית.

בחברה פרטית, על מנת לבצע הערכת שווי למניה של החברה יש תחילה לבצע הערכת שווי כלכלית להון העצמי של החברה ולאחר מכן להקצות את השווי המתקבל לסוגי המניות השונות של החברה. רוצה לומר - בעוד שעל מנת להעריך את שווייה של מניה של חברה ציבורית יש לקחת את שווי החברה המתקבל מהערכת השווי הכלכלית של ההון העצמי של החברה ולחלקו במספר המניות הנפרעות של החברה (מאחר ויש לה רק סוג אחד של מניות), הרי שעל מנת להעריך את שווייה של מניה של חברה פרטית יש לקחת את שווי החברה המתקבל מהערכת השווי הכלכלית של ההון העצמי של החברה ולהקצותו (לפצלו) לסוגי רכיבי ההון (המכשירים ההוניים) השונים שהנפיקה החברה. במאמר זה אتناר את 3 השיטות הכלכליות המקובלות לפיצול רכיבי הון ולהערכת שווי מניה רגילה של חברה פרטית, על פי המדריך.

1. שיטת שקלול התרחישים של מצבי הטבע האפשריים (PWERM)

שיטת שקלול התרחישים של מצבי הטבע האפשריים (Probability-Weighted PWERM- Expected Return Method) השווי של מניה רגילה בחברה פרטית מוערך על בסיס ניתוח של מספר תרחישים עתידיים אפשריים של החברה המוערכת, כאשר התרחישים העתידיים האפשריים של חברה הינם: הנפקה בבורסה (IPO), קנייה או מיזוג

(Sale/Merger), פירוק (Liquidation) והמשך פעילות החברה המוערכת כחברה פרטית (Private). עבור כל תרחיש יש לקבוע את המשתנים החזויים הבאים:

- מועד התרחשות עתידית.
- ההסתברות להתרחשות.
- שווי החברה במועד ההתרחשות.

בהתבסס על המשתנים החזויים ושיעור ההיוון הנדרש על ידי בעלי המניות של החברה המוערכת יש לאמוד, עבור כל אחד מהתרחישים לעיל, את השווי האקטוארי הנוכחי של החברה המוערכת נכון למועד הקרע. בנוסף, עבור כל תרחיש יש לחשב את הערך הנוכחי השווי (שווי החברה השארית שיוקצה לכלל המניות לאחר חלוקת ה-L.P. לבעלי מניות הבכורה) בהתבסס על ה-L.P. (Liquidity Preference, קדימויות הנזילות היחסיות), כלומר, סכום ההעדפה בעת אירוע הנזלה, להלן "L.P.") ושלושת משתני התרחיש לעיל, כאשר אירוע הנזלה יכול להיות רכישה/מיזוג או פירוק החברה.

סכימת הערכים הללו תנב את השווי השווי השווי המשוקלל של החברה המוערכת, כאשר על מנת לנזור את שווי המניה הרגילה יש לחלק את השווי השווי המשוקלל בסך מניות החברה המוערכת (בהנחת דילול מלא). **היתרונות המרכזיים של שיטת שקלול התרחישים של מצבי הטבע האפשריים** מתבטאים ברעיון שעומד בבסיסה וכן בכך שהיא צופה פני עתיד. **חסרונות המרכזיים של שיטת שקלול התרחישים של מצבי הטבע האפשריים** טמונים בשימוש הרחב בהנחות עתידיות אשר הינן קשות לעיתים לביסוס אובייקטיבי.

2. שיטת השווי השוטף (CVM)

שיטת השווי השוטף (CVM- Current Value Method) מבוססת על אמדת השווי השוטף (קרי, הנוכחי) של החברה (באחת מהשיטות המקובלות- DCF, מכפיל או ANAV) והקצאתו לשכבות מניות הבכורה לפי הגובה מבין ה-L.P. של השכבה או שוויה בהנחת הגרמה למניות רגילות. יתרת השווי (אם קיימת) תוקצה למניות הרגילות וממנה ניתן יהיה לחלץ את השווי של המניה הרגילה.

היתרון המרכזי של שיטת השווי השוטף הוא שאמידת השווי והקצאתו נעשים בשלב אחד, מה שהופך אותה לקלה להבנה ופשוטה יחסית ליישום. **חסרונות המרכזיים של שיטת השווי השוטף** מתבטא בכך שהיא מבוססת על השווי הנוכחי ומתעלמת מהאפשרויות ששווי החברה עשוי לעלות או לרדת בתקופה שבין מועד הקרע לבין המועד שבו בעלי המניות הרגילות יזכו לקבל את חלקם.

השימוש בשיטה זו מתאים בשני מקרים ייחודיים: I. החברה המוערכת עומדת לפני התרחשותו של אירוע הנזלה, כמוגר לעיל; II. החברה המוערכת מצויה בשלב כה מוקדם בחייה כדי שלא נוצר עדיין כל שווי משמעותי למניות הרגילות שלה בהשוואה ל-L.P. של מניות הבכורה.

3. שיטת המחרת האופציות (OPM)

על פי שיטה המחרת האופציות (OPM- Option Pricing Method) כל שכבה של מניות מוערכת משל היתה אופציות רכש (CALL) על החברה (הסבר מהלך על אופציות רכש חורג ממסגרת מאמר זה. הסבר נרחב על אופציות רכש ניתן למצוא במאמרי מיום ה-1 באפריל 2024 שכתרתו: "ערוץ לגירושין: אופציות רכש (CALL) נעים להכר!". עוד אעיר כי נכס הבסיס של "האופציות" התיאורטיות הללו הינו שווי החברה המוערכת (בהשוואה לאופציות רגילות שבין נכס הבסיס הוא שווי המניה עצמה) ואילו מחיר המימוש שלהן מבוסס על ה-L.P. (במועד ההנזלה) של השכבות השונות. להסבר נוסף בנושא, ראו מאמרי מיום ה-1 במאי 2024 שכתרתו: "כל מניה היא אופציה, אבל לא כל אופציה היא בהכרח מניה!".

שכבת המניות הרגילות נחשבת כאופציות רכש (CALL) תיאורטית על שווי החברה המוערכת עם מחיר מימוש השווה לסכום ה-L.P. (במועד ההנזלה). מכאן, כי למניות הרגילות יהיה שווי רק במידה ושווי החברה במועד ההנזלה יהיה גבוה יותר מסכום ה-L.P. לאמור - אם במועד ההנזלה שווי החברה יהיה נמוך יותר או שווה לסכום ה-L.P. אזי למניות הרגילות לא יהיה שווי, בעוד שאם במועד ההנזלה שווי החברה יהיה גבוה יותר מסכום ה-L.P. או אז למניות הרגילות כן יהיה שווי. זה משהו שחשוב להבין, שלמניות רגילות בחברה פרטית יש שווי שיווי (Residual Value, שווי שארית) בלבד.

כל הרעיון של השיטה הוא ששכל ששווי החברה עולה מעל סך ה-L.P. כך שווי הבעלות על החברה עולה - זהו מצב שדומה במאפייניו להתנהגות של אופציות רכש (CALL). כל מניה (אלא שכאן האופציה היא החברה כולה ולא על מניה בודדת). יתרונה של שיטת המחרת האופציות הוא שהיא השיטה העדיפה לחישוב שווי מניה רגילה לאור ההתחשבות בתנאים של כל שכבת מניות בעת אירוע הנזלה ושימוש מצומצם בהנחות עתידיות. יחד עם זאת, היא מוגבלת ליישום במקרים בהם נערך גיוס בסמוך למועד הקרע וכן היא עשויה להיות קשה ליישום במקרים מורכבים.

מאחר שמדובר בשיחה הנפוצה ביותר להערכת שווי מניה של חברה פרטית בחוות דעת אקטואריות לצורך איוון משאבים בין בני זוג עקב הליך גירושין, אני רוצה לנסות ולהסביר פעם נוספת את השיטה רק במילים אחרות. השיטה בוחנת למעשה כל סדרת מניות כאופציות רכש (CALL) היפותטית על כל או חלק משווי החברה. לשם כך השיטה משתמשת במודלים להערכת שווי אופציות.

היתרון המרכזי של שיטת המחרת האופציות הוא שהיא לוקחת בחשבון את השפעת התנאים הנלווים למניות הבכורה עבור טווח של תאריכים ושוויים שונים של אירועי אקזיט. **חסרונות של שיטת המחרת האופציות** מתבטאים בכך שהיא מורכבת ליישום ובעלת רגישות להנחות מרכזיות. **שיטה זו מתאימה לחברות שעדיין בתחילת דרכן העומדות בפני טווח רחב של תרחישים עתידיים החל מתרחיש האופטימי ביותר של הצלחה בסיום הפיתוח של המוצר ומכירות בעשרות מיליוני דולרים, לעומת תרחיש פסימי של כשלון במכירות המוצר וכן כל טווח האפשרויות שביניהם.**

לסיכום

הערכת שווי של מניות בחברה פרטית שונה בתכלית מהערכת שווי חברה, בכך שהיא מורכבת ומסובכת שבעתיים מהראשונה. הסיבה לכך היא שהערכת שווי של מניות, בהיותן זכויות חוזיות, מחייבת קריאה של הסכמי ההשקעה בחברה, טבלת ההון של החברה, תקנון החברה, מסמכי ההתאגדות שלה (AOA) ותוכנית האופציות שלה לצורך כימותן. חשוב להבין שכשעו"ד למשפחה שולח מתגרש לרכוש הערכת שווי למניה של חברה פרטית - עליו להגיד לו לרכוש 2 עבודות: (1) הערכת שווי החברה; (2) פיצול רכיבי ההון של החברה (קרי, הערכת שווי של מניות החברה). במקרים שבהם מדובר בחברה פרטית בעלת מבנה הון המורכב מריבוי שכבות של מכשירים הוניים (כגון: מניות בכורה, כתבי אופציה על מניות בכורה, מניות רגילות, כתבי אופציה על מניות רגילות, כתבי אופציות למניות רגילות לעובדים במסגרת תוכנית ESOP, הלואות המיורת, הסכמי SAFE ושאר מרעין בישין), הרי שאך טבעי ובורש שעבודת פיצול רכיבי ההון של החברה תעלה יותר מהערכת שווי החברה עצמה. **השורה תחתונה, כאשר מתגרש צריך הערכת שווי של מניות של חברה פרטית נכון למועד הקרע, עליו לקנות 2 עבודות ולא אחת. מדידת במידע איזוטרי שמעט מאוד עורכי דין מודעים לו!!**

לפרטים נוספים ולקבלת ייעוץ, ליווי וייצוג בהליכי גירושין המערבים סכסוכי חלוקת רכוש הפולטים מניות של חברה, הנכם מוזמנים לפנות אליי בטלפון 058-488282.