

מעריך השווי

פרסומים מקצועיים של
שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים

אופציות בחברת סטארט-אפ: מי זכאי להשבחה העתידית?

האקטואר חעי פולניצר

3 בפברואר 2026



אופציות בחברת סטארט-אפ: מי זכאי להשבחה העתידית?

מאמר חדש מנתח את אחת הסוגיות המורכבות באיזון המשאבים, ומסביר מדוע יש להבחין בין אופציות שכבר הבשילו לבין אלו שהבשלתן תלויה בהמשך עבודתו של בן הזוג לאחר הקרע, ומציף שאלה ששווה לעיתים הרבה מאוד כסף: האם נכון לחלוק גם נכס שבמועד הקרע עדיין אינו אלא זכות מותנית? < האקטואר רועי פולניצר

כך לחלק ממשכורות פברואר, מרץ ודצמבר. הוא יהיה זכאי לכל משכורת עתידית רק לאחר שיעבוד בתקופה שבגינה היא משולמת. באותה מידה, העבודה בחודשים הראשונים שלאחר הענקת האופציות אינה מקנה לעובד רסס מכל המנות העתידיות.

מועד ההענקה לבדו אינו קובע למי שייכת כל מנה. יש לברר מהי התמורה שבעבורה היא ניתנה. אם מנה מסוימת הוענקה בעבור עבודה שכבר בוצעה בתקופת החיים המשותפים, אפשר לראות בה תגמול נדחה בגין העבר. לעומת זאת, אם הבשלתה תלויה בשירות שיעניק העובד לאחר הקרע, היא דומה יותר לחלק שכר עתידי מאשר לנכס שהושלם בתקופת הנישואין. כאשר השירות ניתן לאחר מועד הקרע, איני רואה הצדקה לחייב את העובד לחלוק את תמורתו עם בן זוגו לשעבר.

האם לזכות מותנית אין שום ערך?

כאן חשוב להבחין בין שתי שאלות שונות: האם לאופציות שטרם הבשילו יש ערך כלכלי, והאם הן נכס בראיזון לפי דיני המשפחה.

לאופציות שטרם הבשילו עשוי להיות ערך כלכלי. אני מזה כעשרים שנה מעריך שווי של נכסים מורכבים, לרבות חבילות אופציות לעובדים ולבכירים בחברות רבות, לצורכי דיווח כספי, לצורכי מס, לצורכי עסקאות ולצרכים משפטיים. ניתן להביא בחשבון את הסיכוי שהעובד ימשיך לעבוד, יעזוב, יפטר, יאבד את כושר עבודתו או לא ישלים תנאים אחרים שנקבעו בתוכנית. במובן זה ניתן לתמחר גם זכות מותנית.

אולם היכולת להעריך שווי אינה הופכת כל

זכות מותנית לנכס בראיזון. אופציה שטרם הבשילה עשויה להיות בעלת שווי לצורך תביעה בדיני עבודה, אך עדיין לא להיות נכס קנייני של העובד במועד הקרע. מי שמתעלם מן ההבחנה הזאת מערבב בין תמחור כלכלי לבין סיווג משפטי. לכן אין להסיק מן השווי לבדו על עצם השינוי. < המשך בעמוד הבא

לקבוע את שיעור ההעברה לבן הזוג האחר. החשבון הזה נכון מבחינה אריתמטית – חשבון של כיתה ד' – אך אין לו בסיס כלכלי או חוזי. אם העובד יתפטר מרצון או יפטר לאחר אותה חצי שנה, הוא לא יקבל מחצית מן המנה הראשונה, רבע מן השנייה או שמינית מן הרביעית. הוא יקבל אפס. כל המנות שטרם הבשילו יחולטו (forfeited), כלומר, יבוטלו והעובד יאבד את זכאותו לקבלן.

אופציה לעובד (ESO) אינה מבשילה בכל יום בעוד שבריר אחוז. היא מבשילה בבת אחת, במועד מסוים, אם העובד עמד בכל התנאים שנקבעו בתוכנית. יום לפני מועד ההבשלה הזכות טרם התגבשה; ביום ההבשלה היא מתגבשת במלואה. אין חצי היריון, ואין חצי אופציה שהבשילה.

למעשה, הביטוי "תקופת הבשלה" עלול להטעות. קיימת תקופה שקודמת למועד ההבשלה, שבמהלכה העובד נדרש להמשיך לעבוד ולעמוד בתנאים, וקיים מועד הבשלה שבו נולדת הזכאות. חלוף הזמן הוא תנאי להבשלה, אבל הוא אינו ההבשלה עצמה.

המנות אין נצברות במקביל

כלל הזמן מניח למעשה שכל מנות האופציות מתחילות להבשיל במקביל כבר במועד ההענקה. גם הנחה זו אינה משקפת את המהות הכלכלית של התוכנית. כל מנה היא זכות עצמאית, בעלת מועד הבשלה ותנאים משלה.

מעסיק שמעניק לעובד ארבע מנות שנתיות אינו מתכוון לשלם לו ארבעה מענקים הנצברים במקביל. הוא מבקש לתגמל אותו על שירותים שיינתנו בכל אחת מארבע השנים. המנה הראשונה מותנית בהשלמת תקופת השירות הראשונה; המנה השנייה מותנית בהמשך העבודה בתקופה נוספת; וכך גם המנות השלישית והרביעית.

אפשר להשוות זאת למשכורות עתידיות. עובד שעבד חצי מחודש ינואר אינו זכאי בשל

אופציות בחברת סטארט-אפ עשויות להיות

שוות מעט מאוד היום והון של ממש מחר. ביום הענקתן החברה עדיין צעירה, מניותיה אינן נסחרות, מחיר המימוש עשוי להיות גבוה משווי המניה, או שגם מחיר המימוש וגם מחיר המניה מתומחרים בסנטים בודדים, והאפשרות לאקזיט נראית רחוקה. כעבור מספר שנים עשויה החברה להימכר או לצאת להנפקה (IPO), והאופציות שהצטיירו בתחילה כהבטחה עמומה הופכות לפתע למיליוני שקלים.

כאשר מועד הקרע נופל בין מועד הענקת האופציות לבין מועד האקזיט, מתעוררת שאלה ששווה לעיתים הרבה מאוד כסף: האם בן הזוג האחר זכאי להשתתף גם ברווח שנוצר לאחר הפרידה? ובפרט, מה דינן של אופציות שבמועד הקרע טרם הבשילו?

הנטייה הטבעית היא לקחת את כל מנות האופציות (Tranches) שהוענקו בתקופת הנישואין, לחשב לגבי כל מנה איזה חלק מן הזמן שבין ההענקה להבשלה חלף עד מועד הקרע ולחלק בהתאם. שיטה זו מכונה "כלל הזמן" (Time Rule), היא נראית פשוטה, שוויונית ואפילו מדעית. אלא שלדעתי היא מבוססת על הנחה כלכלית שגויה: שאופציות לעובדים מבשילות בהדרגה ובצורה לינארית.

אין חצי אופציה שהבשילה

נניח שלעובד הוענקו 40,000 אופציות בארבע מנות שוות. המנה הראשונה תבשיל בתום השנה הראשונה, המנה השנייה בתום השנה השנייה, המנה השלישית בתום השנה השלישית והמנה הרביעית בתום השנה הרביעית. עוד נניח שמועד הקרע חל חצי שנה לאחר מועד ההענקה.

לפי כלל הזמן, העובד כבר צבר מחצית מן המנה הראשונה, רבע מן המנה השנייה, שישית מן המנה השלישית ושמינית מן המנה הרביעית. לאחר מכן מוכפל חלקה של כל מנה ביחס השיתוף המתאים לנכס וב-50%, כדי



ההתחשבות למועד המימוש נתפסה כחלופה הקרובה ביותר לחלוקה בעין וכדרך המאפשרת לשני בני הזוג להשתתף בסיכון ובסיכוי הגלומים בזכות שכבר נוצרה.

ומה קבע השופט מני מזוז?

בקשת רשות ערעור על פסק הדין המחוזי נדונה בבית המשפט העליון לפני השופט מני מזוז בבע"מ 7482/18. הבקשה נדחתה משום שהקביעה בפסק הדין היו עובדתיות ופרטניות ולא התעוררה שאלה משפטית עקרונית החורגת מעניינם של הצדדים.

מכאן שאין לקרוא את החלטת העליון כהלכה שלפיה כל אופציה שטרם הבשילה היא נכס משותף. המחוזי, וממילא גם בית המשפט העליון, לא בחנו לגופה את נכונות החלטתו של כלל הזמן על האופציות שטרם הבשילו. הסיבה לכך פשוטה: הבעל קיבל את הקביעה בדבר מספר האופציות המגיעות לאישה ולא ערער עליה.

ההחלטות מלמדות כי כאשר האופציות כבר הבשילו והמשך העבודה אינו תנאי לקיומן, אפשר לדחות את ההתחשבות למועד המימוש ולאפשר לבן הזוג האחר להשתתף בעליית הערך. הן אינן מכריעות בשאלה אחרת: האם יש לחלק אופציות שעצם התגבשותן תלויה בעבודה שיבצע העובד לאחר שהחיים המשותפים כבר הסתיימו.

ומה קורה כשהאקזיט מגיע לאחר

מועד הקרע?

נניח שבמועד הקרע כבר הבשילו לעובד 10,000 אופציות, ואילו 30,000 אופציות נוספות טרם הבשילו. שנתיים לאחר מכן החברה נמכרת ושווי המניה מזנק. האם בן הזוג האחר זכאי למחצית מכל הרווח שנוצר באקזיט? לדעתי, יש לבצע שתי הבחנות. ראשית, הדיון באיזון צריך להתחיל ב-10,000 האופציות שכבר הבשילו במועד הקרע. ביחס ל-30,000 האופציות הנוספות יש לבדוק מה היו התנאים להבשלתן. ככל שהן נוצרו כתוצאה מהמשך עבודתו של העובד לאחר הקרע, אין לראות בהן נכס פסיבי שרק המתין לאקזיט.

שנית, גם ביחס לאופציות שכבר הבשילו אין להניח באופן אוטומטי שכל עליית הערך עד האקזיט משותפת. יש לבדוק מה גרם להשכחה. << המשך בעמוד הבא

לצד חוות דעתו של פרופ' עמרי ידלון, שמונה כמומחה משפטי (ולא כמומחה בתחום המומחיות כלכלה או אקטואריה) מטעם בית המשפט.

פרופ' ידלון הציע להעניק לאישה מחצית מן האופציות שהבשילו במועד הקרע וחלק קטן יותר מן האופציות שטרם הבשילו באמצעות כלל הזמן. הוא גם הציע להעריך את שוויין במועד הקרע ולשלם לאישה את חלקה בלי להתנות את התשלום במימוש בפועל.

האישה חלקה על המסקנות וטענה כי יש לבחון את הנושא גם בראי דיני המשפחה. השופט פיתר התיר הגשת חוות דעת נוספות, בין היתר משום שסבר שבני הזוג עשויים להיות "שותפים לחלום" של חברת ההזנק וכי לדיני המשפחה עשויה להיות משמעות מיוחדת ביחס לנכס בלתי סחיר ובלתי מוחשי. זו הייתה החלטת ביניים דיונית, לא הלכה שקבעה כי כלל הזמן הוא הדרך הנכונה לחלוקת אופציות שטרם הבשילו.

בפסק הדין הסופי אומצה כמות האופציות שחושבה באמצעות כלל הזמן. אלא שכאשר הוגש הערעור לבית המשפט המחוזי, הבעל כבר לא חלק על מספר האופציות שנכללו באיזון. המחלוקת היחידה שנותרה בערעור הייתה אם יש לחשב את שווי האופציות במועד הקרע או במועד מימושן בפועל.

מה באמת קבע המחוזי?

בעמ"ש 17-09-19796 הדגיש בית המשפט המחוזי מרכזלוד כי רובן המוחלט של האופציות שנדונו באותו מקרה כבר הבשילו לפני מועד הקרע. גם אם הן ניתנו בעבור עבודה עתידית, העובד כבר השלים את תקופת השירות שנדרשה ממנו, והאופציות הפכו ניתנות למימוש.

לכן המקרה שנדון במחוזי שונה מהמקרה שבו עוסק המאמר הנוכחי. המחוזי עסק בעיקר בזכויות שכבר הבשילו, לאחר שהעובד השלים את העבודה שנדרשה לקבלתן, ושלא היו עתידות להיעלם אם יעזוב את החברה. השאלה שנותרה הייתה מתי לחשב את שוויין של זכויות קיימות שאינן ניתנות להעברה.

המחוזי קבע כי השווי יחושב במועד המימוש בפועל. מאחר שלא ניתן היה להעביר לאישה את האופציות בעין, דחיית

השאלה המכרעת אינה אם לציפיה יש ערך, אלא מהו המקור שיוצר אותו. כאשר הזכות כבר התגבשה והעובד רק ממתין למימושה, לפקיעת מגבלה או לאירוע נזילות, לפנינו נכס קיים שמיומשו נדחה. כאשר עצם קבלת הזכות מחייבת את העובד להמשיך לעבוד לאחר הקרע, העבודה העתידית היא שתיצור אותה.

צד שלישי אינו יכול לרכוש מן העובד את האופציות שטרם הבשילו ולהמשיך לעבוד במקומו. כדי לקבלן צריך לקבל גם את העובד, את כישוריו, את שירותיו ואת נכונותו להישאר בחברה. במובן זה הזכות קשורה להונו האנושי ולמוניטין האישי שלו ואינה נכס פסיבי הממתין להבשלה מעצמו.

אופציות שהבשילו ואופציות שטרם הבשילו

מכאן ההבחנה שלדעתי צריכה לעמוד בבסיס האיזון. אופציות שהבשילו עד מועד הקרע הן זכויות שהתגבשו במהלך תקופת החיים המשותפים. כל עוד העובד מחזיק בהן והן לא חולטו, הן עשויות להיות נכס בראיזון, גם אם טרם מומשו, גם אם מניות החברה אינן נסחרות וגם אם האקזיט יתרחש רק בעתיד.

לעומתן, אופציות שטרם הבשילו במועד הקרע אינן חלק יחסי מנכס קיים. העובד טרם השלים את התנאי המזכה, והמשך עבודתו לאחר הקרע הוא שעשוי ליצור את הזכות. לפיכך, אין להעניק לבן הזוג האחר רסיס מכל מנה עתידית רק משום שחלק מתקופת הזמן שקדמה להבשלתה חל בתקופת הנישואין.

ההבחנה אינה בין אופציות "ששוות כסף" לבין אופציות "שאינן שוות כסף". ההבחנה היא בין זכות שכבר התגבשה לבין זכות שעצם קיומה תלוי בעבודה עתידית.

כיצד נולדה המחלוקת בפסיקה?

בתמ"ש 12-03-10339 הגדיר בית המשפט לענייני משפחה בראשון לציון בשנת 2016 את חלוקתן של אופציות שטרם מומשו ואף טרם הבשילו כסוגיה עקרונית וחדשנית שטרם נדונה בפסיקה. חשוב לדייק: באותו שלב בית המשפט לא הכריע בסוגיה לגופה. החלטתו של השופט נחשון פיתר מיום 18 בפברואר 2016 עסקה בבקשת האישה להגיש חוות דעת נוספת



הזכויות שהתגבשו בתקופת החיים המשותפים ואת עליית הערך השייכת להן. בן הזוג האחר זכאי לחלקו בנכס המשותף ולפירות הפאסיביים שצמחו ממנו, אך לא בהכרח לתמורה שנוצרה מכישוריו, משירותיו ומעבודתו של העובד לאחר שהשותפות הזוגית הסתיימה.

השאלה אינה אם האופציות עשויות להיות שוות הרבה כסף בעתיד. השאלה היא אם במועד הקרע כבר הייתה קיימת זכות שהכסף העתידי הוא פריה, או שהעבודה שלאחר הקרע היא שיצרה את הזכות עצמה. **ההבדל בין שתי האפשרויות עשוי להיות שווה מיליונים ממש.**

האקטואר פולניצר הוא הבעלים ומעריך השווי הראשי של פירמת הערכות שווי "שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים", המתמחה בהערכת שווי תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים. בנוסף, הוא מייסד ונשיא לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA).

האקטואר פולניצר מחזיק בהסמכות מעריך שווי מימון תאגידי (CFV, מומחה להערכת שווי חברות וקניין רוחני), מעריך שווי מימון כמותי (QFV, מומחה להערכת שווי אופציות וגזרים) ומומחה בינלאומי לניהול סיכונים פיננסיים מטעם GARP (ארה"ב). בנוסף, הוא חבר מלא (Fellow) הן באיגוד הישראלי לאקטוארים (F.A.I.L.A.) והן בלשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (F.I.L.A.V.F.A.).

האקטואר פולניצר מונה על ידי סגן ראש הממשלה ושר המשפטים לכהן כחבר בתפקיד נציג איגוד מקצועי רלוונטי הן בוועדה לבחירת אקטוארים לבתי המשפט והן בוועדה לבחירת כלכלנים לבתי המשפט לתקופה של שלוש שנים. בנוסף, הוא מחזיק במינוי לחמש שנים מטעם יחידת המומחים של הנהלת בתי המשפט לתפקיד מומחה מטעם בתי המשפט בישראל בתחומי המומחיות אקטואריה וכלכלה.

האקטואר פולניצר הוא מחבר הספרים "המדרוך למעריכי שווי תאגידים" ו-"המדרוך לאקטוארים של ביטוח חיים", ומחברם של למעלה מ-1,000 פרסומים אקדמיים ומקצועיים בתחומי הערכות השווי, האקטואריה, תמחור האופציות, ניהול הסיכונים וההנדסה הפיננסית.

עליית ערך שנבעה מתנאי השוק, מהתפתחות החברה או מפעילותם של גורמים אחרים היא השבחה פאסיבית של הזכות הקיימת. לעומתה, השבחה שנבעה מעבודתו האישית של העובד, מכישוריו, מפיתוח טכנולוגי שביצע או מצמיחת פעילות שאליה תרם לאחר הקרע היא השבחה אקטיבית שנוצרה לאחר תום החיים המשותפים.

יצד מפרידים בין השבחה משותפת להשבחה שנוצרה לאחר הקרע?

הבחנה זו קיבלה ביטוי בפסק דינה של השופטת רונית גורביץ' מספטמבר 2020 בתנ"ש 0266-01-66, שהובא בחוות דעת כלכלית-משפטית שהוגשה בתיק. באותו מקרה החזיק הבעל במניות בחברת סטארט-אפ בתחום הרפואי. במועד הקרע לא היה למניות שווי חיובי, אך כשנה וחודשיים לאחר מכן הן נמכרו בתמורה כספית נאה.

בית המשפט קבע כי 72% משווי החברה במועד האקזיט נבעו מהשבחה אקטיבית שנוצרה לאחר מועד הקרע, ורק 28% נבעו מהשבחה פאסיבית. מאחר שהאישיה הייתה זכאית למחצית מן ההשבחה הפאסיבית, חלקה בתמורת המכירה הועמד על 14% (50% כפול 28%). כלומר, מחלקה העקרוני, שעמד על 50% מהתמורה, הפחית בית המשפט 36 נקודות אחוז, המייצגות את מחצית ההשבחה האקטיבית, שהאישיה לא הייתה שותפה לה.

פסק דין זה ממחיש כי מועד האקזיט אינו הופך את מלוא התמורה לנכס משותף. גם במניות הקיימות במועד הקרע יש להפריד בין השבחה פאסיבית לבין השבחה אקטיבית שנוצרה מעבודת בן הזוג לאחריו. במקרה זה בית המשפט כימת את ההשבחה האקטיבית והעמידה על 72%. אולם מה עושים כאשר ברור שהייתה השבחה אקטיבית לאחר הקרע, אך אין נתונים המאפשרים לקבוע את שיעורה? לכך נועד פתרון פולניצר.

פתרון פולניצר כאשר אין נתונים מספיקים

כבר בהרצאה הראשונה בלימודי אקטואריה אני מלמד את הסטודנטים שכאשר מישוה בא ואומר שאין ביכולתו להסביר שיעור מסוים (או הסתברות מסוימת), ולכן הוא בוחר ב-50%, הוא למעשה מניח שכל השיעורים האפשריים שבין 0% ל-100% מפולגים באופן אחיד ורציף. בעגה האקטוארית אנו מכנים

הנחה זו "מרחב הסתברות אחיד". התוחלת של מרחב הסתברות זה היא 50%.

לעומת זאת, כאשר אדם אומר: "אין לי יכולת להסביר את שיעור ההשבחה האקטיבית, ולכן הנחתי שיעור של 72%", הוא למעשה מייחס הסתברות של 100% לשיעור של 72%. אין זו הנחה ניטרלית, אלא בחירה בנקודה אחת בלבד מתוך אומגה, כלומר מרחב האפשרויות. בהיעדר שיטה פרמטרית או ראיות המאפשרות להעדיף שיעור מסוים על שיעור אחר, אין הצדקה להניח בוודאות שהשיעור הוא 72%, 62% או כל מספר אחר.

אותו עיקרון חל על ההשבחה שנוצרה לאחר הקרע. בקצה אחד מצוי תרחיש שבו שיעור ההשבחה האקטיבית הוא 0%, ולכן בן הזוג האחר זכאי למלוא חלקו בשווי החברה במועד האקזיט, כלומר ל-50%. בקצה השני מצוי תרחיש שבו שיעור ההשבחה האקטיבית הוא 100%, ולכן בן הזוג האחר אינו זכאי כלל להשבחה. כאשר כל השיעורים בטווח נלקחים בחשבון על פי מרחב הסתברות אחיד, שיעור ההשבחה האקטיבית התוחלת הוא 50%.

המשמעות אינה ש-50% הוא בהכרח השיעור שהתרחש במציאות. משמעותה היא שבהיעדר מידע עדיף, אין מייחסים הסתברות של 100% לשיעור שרירותי אחד. כאשר חלקו המרבי של בן הזוג האחר הוא 50% וחלקו המזערי הוא 0%, חלקו התוחלתי בתמורה עומד על 25%.

סיכום

איזון אופציות לעובדים מחייב שלוש הכרעות נפרדות. תחילה יש לקבוע אילו אופציות כבר הבשילו במועד הקרע ואילו טרם הבשילו. לאחר מכן יש לבחון מה הייתה מטרתה של כל מנה ומהם התנאים שהעובד נדרש להשלים כדי לקבלה. לבסוף, אם המימוש או האקזיט התרחשו לאחר מועד הקרע, יש להבחין בין השבחה פאסיבית של זכות שכבר התגבשה לבין השבחה אקטיבית שנוצרה מעבודתו של העובד לאחר הקרע.

כלל הזמן מספק תשובה חשבונאית פשוטה, אך הפשטות אינה מבטיחה שהזכות שחולקה אכן הייתה קיימת. הוא מחלק את הזמן שחלף, אף שהזכאות אינה מתגבשת בהדרגה. באופציות לעובדים אין חצי הבשלה: האופציה הבשילה או שטרם הבשילה.

אין לאזן את חלום האקזיט, אלא רק את

מעריך השווי

פרסומים מקצועיים של
שווי פנימי – מערכי שווי בלתי תלויים

שווי פנימי – מערכי שווי בלתי תלויים

שווי פנימי היא פירמת הערכות שווי, המתמחה בהערכות שווי מקצועיות ובלתי תלויות של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים לצורכי דיווח כספי, עסקאות, מיסוי והליכים משפטיים, באמצעות בניית מודלים ייחודיים, המתבססים על טכניקות נומריות מתקדמות.

שווי פנימי בעלת ניסיון רב בפיתוח, יישום ותיקוף מודלים כמותיים לצרכי הערכות שווי וניהול סיכונים.

שווי פנימי מסייעת ללקוחותיה לפתח וליישם מודלים מתקדמים הדורשים הבנה עמוקה בתהליכים סטוכסטיים, ידע בשיטות נומריות ושליטה ברמה גבוהה בכלים כגון Python, VBA ו-Excel.

שווי פנימי מייצעת לחברות בניתוחים כמותיים מתקדמים בתחומים של הנדסה פיננסית, יישום מודל מונטה-קרלו, תהליכים סטוכסטיים ופתרון בעיות כמותיות באמצעות שיטות נומריות מתקדמות.

תחומי פעילות

- הערכות שווי
- אקטואריה
- תמחור אופציות
- ניהול סיכונים
- הנדסה פיננסית