

הערכת שווי חברות סטארט-אפ (Start-up): שיטת סבב הגיוס האחרון / מאמר מס' 1 בסדרה

מאת: דוד בכר ורועי פולניצר

למען גילוי נאות הכותבים הינם מעריכי שווי מוסמכים המספקים שירותי הערכות שווי וייעוץ כלכלי של תאגידים, ונכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים, לצרכי עסקאות ודוחות כספיים וחברי הנהלת לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל *Israel Association of Valuators and Financial Actuaries*. הערכות השווי של חברות הסטארט-אפ שמבצעים הכותבים משמשים בין היתר למטרות כגון: אמידת השווי ההוגן או שווי השימוש של החזקות של תאגיד מדווח בחברות הסטארט-אפ, לחילופין בפעילות הסטארט-אפ או בנכסים בלתי מוחשיים הקשורים לפעילות הסטארט-אפ לצורך הכנת הדוחות הכספיים; אמידת התחייבות בדוחות הכספיים שערך נגזר או קשור לפעילות הסטארט-אפ, כגון התחייבויות למדען ראשי; קביעת התמורה או בדיקת סבירותה בעת אישור עסקה להכנסת פעילות הסטארט-אפ לתוך תאגיד מדווח; וקביעת השווי ההוגן של תשלום מבוסס מניות.

במאמר זה נציג את שיטת סבב הגיוס האחרון להערכת שווי חברת סטארט-אפ.

א. כללי

חברות סטארט-אפ (Start-up) הן תאגידים המאופיינים בפעילות מחקר או פיתוח משמעותית של מוצרים או שירותים חדשניים. לעיתים קרובות, תאגידים כאמור מאופיינים בוותק פעילות נמוך, בהיעדר מכירות או במכירות בהיקף מצומצם ביחס לתכנון העתידי, בהפסדים תפעוליים וכן בצורך מתמשך בגיוס מקורות כספיים למימון פעילות המחקר והפיתוח.

באיפיון קבוצת "חברות סטארט-אפ" ניתן למנות כדוגמא חברות הזנק בתחום מדעי החיים (כגון פיתוח תרופות או ציוד רפואי) וכן חברות סטארט-אפ בתחום הטכנולוגיה והאינטרנט.

אחד המונחים החשובים ביותר בתחום הסטארט-אפ הוא "Liquidation Preferences", דהיינו, סדר הקדימות בעת חלוקת התמורה בין בעלי המניות השונים של חברת הסטארט-אפ במקרה של EXIT שאינו IPO (הנפקה ראשונה לציבור). נסביר כי בתחום הון הסיכון מקובל כי למשקיעים המשתתפים בגיוס הון מאוחר, מוקנות זכויות עדיפות על פני המניות שהוקצו בגיוסים מוקדמים. כלומר, המשקיעים מנסים להקטין את הסיכון הגלום בהשקעות בחברות סטארט-אפ באמצעות שורה של הגנות. כך, המשקיעים מקבלים זכות קדימה בקבלת תקבולים בעת פרוק הסטארט-אפ (במקרה של כישלון), או במקרה של הצלחה בה נמכר הסטארט-אפ לחברה אחרת. במקרים אלה, בעלי מניות הבכורה מקבלים לכל הפחות את סכום השקעתם בתוספת ריבית מסוימת (המבטיחה למשקיעים אלו תשואה מינימלית על השקעתם בחברה). לאחר תשלום זכויות היתר למשקיעים, במידה ונותרים תקבולים נוספים לחלוקה, מתחלקים כל בעלי המניות ביתרה באופן יחסי. דהיינו, הזכויות העודפות המוקנות למניות הבכורה, באות על חשבון בעלי המניות המחזיקים במניות

נחותות. בדרך כלל, מוענקות למייסדים מניות רגילות (Ordinary בישראל ו- Common בארה"ב) לחברת החממה (במידה ופעילות חברת הסטארט-אפ החלה במסגרת זו) ולקרנות ההון סיכון שהשקיעו ראשוניים בחברות מניות מסוג A ובמקרים בהם החברה ביצעה סבבי גיוס נוספים, מונפקות בכל סבב גיוס סוג אחר (ולעיתים עדיף) של מניות בכורה. כך במרבית המקרים, התנאים העודפים המוקנים למניות בכורה B לדוגמא (שהונפקו בסבב גיוס מאוחר יותר) עולים על אלה שניתנו למניות בכורה A (שהונפקו בגיוס קודם).

מנגנוני ההגנה הננקטים ע"י המשקיעים, יוצרים פערים גדולים בין סוגי מניות שונים בחברות הסטארט-אפ, דבר הפוגע בשוויין של המניות הרגילות בהשוואה לשווי מניות הבכורה.

במאמר זה נציג את שיטת סבב הגיוס האחרון להערכת שווי חברת סטארט-אפ.

ב. שיטת סבב הגיוס האחרון

היררכיית השווי ההוגן כפי שמופיעה במסגרת התקינה החשבונאית קובעת, כי האינדיקציה הטובה ביותר לשווי הוגן הינה עסקה בין קונה מרצון למוכר מרצון. לכן על מעריך השווי לשקול להשתמש בשיטה זו אם ורק אם מתקיימים שלושת התנאים הבאים במצטבר:

- סבב הגיוס האחרון התרחש במהלך ששת החודשים שקדמו למועד הערכת השווי, ובלבד שבתקופת הביניים (קרי, התקופה שבין סבב הגיוס האחרון ומועד הערכת השווי) לא ארע אירוע משמעותי, המוגדר כאירוע חריג במהלך העסקים הרגיל של החברה, כגון: שינוי שלב הפיתוח בו נמצא המוצר, קבלת או דחייה של אישורים מגופים ממשלתיים, התחלת מכירות, שינוי פוטנציאל השוק, חתימה על או לחילופין ביטול הסכמים לשיתופי פעולה בפיתוח מוצרים ושיווקם ואו הסכמים וחוזים עם "שחקנים" גדולים בשוק, שינוי מהותי בהנהלת החברה, שינוי בתלות החברה במשקיע בודד וכן מצב המזומנים שבקופת החברה, מול קצב שריפת המזומנים של החברה, שינוי בסבירות לסבב גיוס ולבסוף הפיכתה מחברת סטארט-אפ לחברה בוגרת.
- בסבב הגיוס האחרון הונפקו מניות מסוג כלשהו ונקבע מחיר סופי למניות אלה (רגילות או בכורה). אם הגיוס היה בחוב סטרייט ו/או באופציות בלבד (לעובדים או למשקיעים) אין להתייחס לסיבוב כבסיס לשווי. לגבי חוב להמרה במניות הגישה המקובלת להתייחס למסלול ההמרה למניות כמסלול דומיננטי ולכן יש מחיר למניות וניתן להתייחס לסיבוב גיוס זה כאל בסיס להערכת שווי
- כתוצאה מסבב הגיוס האחרון הצטרפו לרשימת בעלי המניות של החברה בעלי מניות חדשים (עסקה בין קונה מרצון למוכר רצון).

בשיטת סבב הגיוס האחרון, מחושב כאמור שווי חברת הסטארט-אפ את נכון למועד סבב הגיוס תוך הסתמכות על סבב הגיוס האחרון. כיוון שבסבבי גיוס אלו על פי רוב מונפקות מניות בכורה הרי שעל מנת לחשב את שווי החברה על סמך ההשקעה בסבב הגיוס האחרון, יש לנכות את ערכן של מניות הבכורה שניתנו למשקיעים בסבב גיוס זה (כך שהיתרה הינה הערך ששולם עבור המניות הרגילות) ואת היתרה יש לחלק בשיעור המניות שהונפקו למשקיעים בסבב הגיוס הנ"ל, מתוך כלל מניות החברה. בכדי לקבל את שווי חברת הסטארט-אפ יש להוסיף שוויין ההוגן של זכויות היתר. השווי של חברת הסטארט-אפ מחושב בשיטה זו באמצעות מודל מרטון איטרטיבי (כפי שיפורט בהמשך) תוך השפעה הדדית בין שווי החברה ושווי זכויות היתר עד לקבלת שווי יחיד שבו שווי החברה ושווי זכויות היתר מתכנסים. במודל האיטרטיבי, יש להוסיף

לשווי החברה את סך מחירי המימוש של אופציות ה- ESOP (כפי שיוסבר בהמשך) ואת סך שווי הזכויות העודפות.

מודל מרטון הינו מודל מימוני מקובל, כאשר הלוגיקה העומדת בבסיסו הינה DCF בתנאי רציפות המאפשרת להשתמש בטיעון של B&S. כלומר, ניתן לראות במניית הבכורה אופציה אירופאית הנכתבת ע"י בעלי החוב. ערך ההמרה של האופציה הינו ערך הפדיון של החוב. ביום הפדיון, בידי בעלי המניות אופציה להמיר את החברה בתמורה לתשלום החוב. במידה וערך הנכסים נמוך מגובה ההחזר, יעדיפו בעלי המניות להשאיר את החברה בידי בעלי החוב ללא כל חבות אישית מצידם. במידה וערך החברה גבוה מערך החוב יעדיפו בעלי המניות לפרוע את החוב. למעשה מודל מרטון רואה במניית הבכורה ובמניה הרגילה מעין אופציית Call על שווי חברת הסטארט-אפ, כאשר "מחיר המימוש" הינו גובה הסכום שבעלי מניות הבכורה אמורים לקבל לפי ה- Liquidation preference.

כאמור, בראייה כלכלית מימונית, ניתן לראות במניות החברה כזכויות חוזיות המשקפות הלכה למעשה אופציות רכש (Call) לחברה, בעלות תנאים שונים, שהרי זכויותיהן של המניות הינן זכויות בעלות שווי שירי (Residual Value). מודל מרטון שייך לקבוצת טכניקות הערכת שווי באמצעות תמחור זכויות מותנות (Contingent Claims Valuation Methodologies) מועדף לרוב במצבים הכוללים מבנה הון מורכב, כגון ריבוי שכבות של מניות מועדפות (Preferred Stocks, מניות בכורה) ובתחזיות עסקיות בעלות שונות גבוהה. עיקר תיעדוף המודל מקורו בשימוש מצומצם בהנחות עתידיות ובחישוב ה- Implied Value של שווי מכשירי ההון השונים של החברה, כפי שנגזר ומתגלה ממחיר מניות הבכורה, כפי שגויסו בפועל.

על בסיס גזירת ה- Implied Value ובחינת הקשר הרפטיבי המשתמע בינו ובין מאפיינים פיננסיים, תפעוליים ואחרים של החברה, ניתן לגבש שווי אינדיקטיבי מקורב יציב אף לתקופות ביניים שבין סבב גיוס אחד למשנהו. במסגרת מודל מרטון, שוויו של נכס הבסיס של אופציות הרכש המשתמעות מהזכויות ההוניות השיריות הגלומות בהון החברה, כפי שגויסו במסגרת סבב הגיוס והינו שווי סך הונה העצמי של החברה בטרם חלוקתו היחסית בין שכבות בעלי זכויות ההון השונים, בעוד שמחיר המימוש מבוסס על הסדר קדימויות הנזילות היחסיות- Liquidation Preference בהתאם למועדי הנזילות השונים של שכבות המניות המועדפות.

לשם המחשה, פוזיציה של רכישת מניות בכורה A זהה לרכישת אופציית Call עם מחיר מימוש אפס, מכירת אופציית Call עם מחיר מימוש בהתאם ל- LP בגינת ורכישת אופציית Call עם מחיר מימוש יחסי (α) בהתאמה לערך הסף ממנו משתנות הזכויות לבעלי המניות (X_{change}), על פי הייצוג המתמטי כלהלן:

$$PV_A = Call(0) - Call(LP_A) + \alpha\% \cdot Call(X_{change})$$

על פי מודל מרטון 'פוזיציה מכשיר הון, אשר אינו משתתף בעת Liquidation לפי חלקו היחסי, זהה לרכישת אופציית Call עם מחיר מימוש בהתאם ל- LP הנגזר ממכשירי ההון העדיפים על פניו, ומכירת אופציית Call עם מחיר מימוש בהתאם ל- LP הנגזר ממכשירי ההון אלו וממכשיר ההון האמור. פוזיציה מכשיר הון, אשר

משתתף בעת Liquidation לפי חלקו היחסי, כוללת בנוסף אופציית Call עם מחיר מימוש יחסי בהתאמה ל-LP הנגזר מיתר מכשירי ההון העדיפים בחברה.

ג. דוגמא מס' 1 להערכת שווי חברת סטארט-אפ בשיטת סבב הגיוס האחרון

בסוף חודש מרץ 2019 השלימה חברת XXX סבב גיוס בסכום של 3.1 מיליון דולר מבעלי מניות קיימים וחדשים. במסגרת הגיוס המירה חברת חממה הלוואות המיירות בסך של כ- 225 אלף דולר (כולל הריבית שנצברה בשיעור של 8% לשנה). בתמורה, הוקצו לחברת החממה 4,067 מניות בכורה מסוג B של חברת XXX.

להלן טבלת ה-Cap Table של חברת XXX ליום 31 במרץ 2019:

סוג המכשיר ההוני	ע.ג. (\$)
מניות בכורה מסוג B	48,983
מניות בכורה מסוג A	10,677
מניות רגילות	10,316
ESOP	10,632
סה"כ	80,608

הרכב המניות וכתבי האופציה השונים בחברת XXX ליום 31 במרץ 2019 הינו:

- בעלי מניות הבכורה מסוג A של החברה השקיעו סך של כ- 793,247 דולר בחברה בדצמבר 2015. בעת Liquidation, בעלי מניות בכורה אלו יקבלו את ה-Liquidation Preference (להלן "LP") בגינן, העומד על סך השקעתם בחברה בתוספת בתוספת ריבית שנתית בשיעור של 8% שתיצבר ממועד ההשקעה עד למועד ה-Liquidation.
- בעלי מניות הבכורה מסוג B של החברה השקיעו סך של כ- 3,079,140 דולר בחברה במרץ 2019. בעת Liquidation, בעלי מניות בכורה אלו יקבלו את ה-LP בגינן, העומד על סך השקעתם בחברה בתוספת בתוספת ריבית שנתית בשיעור של 8% שתיצבר ממועד ההשקעה עד למועד ה-Liquidation.
- סדרי הנשייה והפירעון (LP- Liquidation Preference) של חברת XXX הינם:
 - (I) מניות בכורה מסוג B
 - (II) מניות בכורה מסוג A
 - (III) מניות רגילות
- החברה העניקה 10,632 כתבי אופציות למניות רגילות לעובדיה בתוכנית ESOP. בחישובינו הנחנו שרק 5,316 מכתבי האופציות לעובדים ישתתפו באירוע ה-Liquidation.

שווי חברת XXX נאמד באמצעות מודל מרטון איטרטיבי בהתבסס על סך של 1,000,000 דולר שהתקבלו ממשקיע חדש עבור 13,605 מניות בכורה מסוג B. (27.8% ממניות בכורה מסוג B ו- 18.07% מסך המניות בדילול מלא).

להלן הפרמטרים ששימשו במודל מרטון האיטרטיבי :

מועד החישוב	מועד ה- Liquidation	שיעור הריבית חסרת הסיכון	סטיית התקן
31/03/2019	31/03/2022	2.21%	70.00%

להלן המשוואה אשר ממנה נגזר שווי חברת XXX :

$$1,000,000 = 27.8\% \cdot [C(0) - C(3,894,649)] + 18.07\% \cdot C(5,183,472)$$

שווי חברת XXX המשתמע ממודל מרטון האיטרטיבי, באופן אשר משקף את תוצאות סבב הגיוס האחרון של מניות בכורה מסוג B מסתכם ב- 4,695,361 דולר.

ד. דוגמא מס' 2 להערכת שווי חברת סטארט-אפ בשיטת סבב הגיוס האחרון

בסוף חודש מרץ 2019, גובש הסכם עקרונות בין חברת YYY לקבוצת משקיעים חדשים בהובלת קרן הון סיכון מסוימת בדבר השקעה של 6 מיליון דולר בתמורה להנפקת 1,219,273 מניות בכורה מסוג B. בנוסף, בעלי מניות קיימים בחברה המירו הלוואת גישור בסך 2 מיליון דולר למניות בכורה מסוג B בהנחה של 25% ממחיר ההנפקה המקורי. קרן ההון סיכון המירה הלוואה המירה בסך 250,000 דולר ל- 67,729 מניות בכורה מסוג B.

להלן טבלת ה- Cap Table של חברת YYY ליום 31 במרץ 2019 :

סוג המכשיר ההוני	ע.ג. (\$)
מניות בכורה מסוג B	1,761,107
מניות בכורה מסוג A2	1,112,882
מניות בכורה מסוג A1	388,960
מניות רגילות	577,854
ESOP	1,130,622
סה"כ	4,971,425

הרכב המניות וכתבי האופציה השונים בחברת YYY ליום 31 במרץ 2019 הינו :

- בעלי מניות הבכורה מסוג A1 של החברה השקיעו סך של כ- 583,440 דולר בחברה בדצמבר 2016. בעת Liquidation, בעלי מניות בכורה אלו יקבלו את ה- LP בגינן, העומד על סך השקעתם בחברה.
- בעלי מניות הבכורה מסוג A2 של החברה השקיעו סך של כ- 3,305,260 דולר בחברה בספטמבר 2017. בעת Liquidation, בעלי מניות בכורה אלו יקבלו את ה- LP בגינן, העומד על סך השקעתם בחברה.

- בעלי מניות הבכורה מסוג B של החברה השקיעו סך של כ- 8,666,346 דולר בחברה במרץ 2019. בעת Liquidation, בעלי מניות בכורה אלו יקבלו את ה-LP בגינן, העומד על סך השקעתם בחברה.
 - סדרי הנשייה והפירעון (LP- Liquidation Preference) של חברת YYY הינם:
 - (I) מניות בכורה מסוג B, מניות בכורה מסוג A2 ומניות בכורה מסוג A1
 - (II) מניות רגילות
 - החברה העניקה 1,130,622 כתבי אופציות למניות רגילות לעובדיה בתוכנית ESOP. בחישובינו הנחנו שרק 565,311 מכתבי האופציות לעובדים ישתתפו באירוע ה-Liquidation.
- שווי חברת YYY נאמד באמצעות מודל מרטון איטרטיבי בהתבסס על סך של 6,000,000 דולר שהתקבלו ממשקיע חדש בתמורה למניות בכורה מסוג B. (47.8% מסך הזכויות של כלל מניות הבכורה ו- 27.7% מסך המניות בדילול מלא)
- להלן הפרמטרים ששימשו במודל מרטון האיטרטיבי:

מועד החישוב	מועד ה-Liquidation	שיעור הריבית חסרת הסיכון	סטיית התקן
31/03/2019	31/03/2022	2.21%	70.00%

להלן המשוואה אשר ממנה נגזר שווי חברת YYY:

$$6,000,000 = 47.8\% \cdot [C(0) - C(12,555,046)] + 27.7\% \cdot C(12,555,046)$$

שווי חברת YYY המשתמע ממודל מרטון האיטרטיבי, באופן אשר משקף את תוצאות סבב הגיוס האחרון של מניות בכורה מסוג B מסתכם ב- 16,273,116 דולר.

ה. דוגמא מס' 3 להערכת שווי חברת סטארט-אפ בשיטת סבב הגיוס האחרון

בסוף חודש מרץ 2019, גובש מסמך עקרונות בין חברת ZZZ לבין קרן הון סיכון מסוימת לפיו יגויס לחברת ZZZ סך של כ- 3 מיליון דולר בתמורה להנפקת 32,026,302 מניות בכורה מסוג B1 (המהוות 57.09% מכלל מניות חברת ZZZ).

להלן טבלת ה-Cap Table של חברת ZZZ ליום 31 במרץ 2019:

ע.ג. (\$)	סוג המכשיר ההוני
32,026,208	מניות בכורה מסוג B1
2,860,583	מניות בכורה מסוג B
268,041	מניות בכורה מסוג A
260,000	מניות רגילות
19,509,525	ESOP
10,929,308	Warrants
65,853,665	סה"כ

הרכב המניות וכתבי האופציה השונים בחברת ZZZ ליום 31 במרץ 2019 הינו:

- בעלי מניות הבכורה מסוג A של החברה השקיעו סך של כ- 899,948 דולר בחברה באפריל 2017. בעת Liquidation, בעלי מניות בכורה אלו יקבלו את ה-LP בגינן, העומד על סך השקעתם בחברה.
 - בעלי מניות הבכורה מסוג B של החברה השקיעו סך של כ- 300,000 דולר בחברה בנובמבר 2018. בעת Liquidation, בעלי מניות בכורה אלו יקבלו את ה-LP בגינן, העומד על סך השקעתם בחברה בתוספת בתוספת ריבית שנתית בשיעור של 8% שתיצבר ממועד ההשקעה עד למועד ה-Liquidation.
 - בעלי מניות הבכורה מסוג B1 של החברה השקיעו סך של כ- 3,004,987 דולר בחברה במרץ 2019. בעת Liquidation, בעלי מניות בכורה אלו יקבלו את ה-LP בגינן, העומד על סך השקעתם בחברה בתוספת בתוספת ריבית שנתית בשיעור של 8% שתיצבר ממועד ההשקעה עד למועד ה-Liquidation.
 - סדרי הנשייה והפירעון (LP- Liquidation Preference) של חברת ZZZ הינם:
 - (I) מניות בכורה מסוג B1
 - (II) מניות בכורה מסוג B
 - (III) מניות בכורה מסוג A
 - (IV) מניות רגילות
 - החברה העניקה 19,509,525 כתבי אופציות למניות רגילות לעובדיה בתוכנית ESOP. בחישובינו הנחנו שרק 9,754,762 מכתבי האופציות לעובדים ישתתפו באירוע ה-Liquidation.
 - לחברה ישנם 10,929,308 כתבי אופציה מסוג Warrants למניות בכורה מסוג B1. בחישובינו הנחנו כי האופציות ה-Warrants, אשר הוקצו במסגרת סבבי הגיוס, לא ישתתפו בחלוקת "הזכויות העודפות" בעת אירוע ה-Liquidation אך ישתתפו בחלוקת יתר התמורה (התמורה בניכוי הזכויות העודפות).
- שווי חברת ZZZ נאמד באמצעות מודל מרטון איטרטיבי בהתבסס על סך של 3,005,000 דולר שהתקבלו ממשקיע חדש עבור 32,026,208 מניות בכורה מסוג B1. (57.09% מסך המניות בדילול מלא)

להלן הפרמטרים ששימשו במודל מרטון האיטרטיבי:

מועד החישוב	מועד ה-Liquidation	שיעור הריבית חסרת הסיכון	סטיית התקן
31/03/2019	29/03/2024	2.23%	70.00%

להלן המשוואה אשר ממנה נגזר שווי חברת ZZZ:

$$3,005,000 = 100\% \cdot [C(0) - C(4,415,312)] + 57.09\% \cdot C(5,769,073)$$

שווי חברת ZZZ המשתמע ממודל מרטון האיטרטיבי, באופן אשר משקף את תוצאות סבב הגיוס האחרון של מניות בכורה מסוג BI מסתכם ב- 4,183,310 דולר.

ו. לסיכום

במאמר זה הצגנו את שיטת סבב הגיוס האחרון. שווי חברת הסטארט-אפ בשיטה זו מתבסס על המחיר בפועל של עסקאות דומות שבוצעו במניות החברה, בין קונה מרצון ומוכר מרצון ובסמיכות למועד הערכת השווי. במידה שנערך סבב גיוס בסמיכות למועד השווי, או במידה שבוצעה עסקת רכישה (בין קונה מרצון ומוכר מרצון), שווי העסקה מספק אינדיקציה חזקה לגבי שווייה. שווי חברת הסטארט-אפ בשיטה זאת מחושב באמצעות שימוש במודל מתמטי העושה שימוש מרבי בנתוני השוק (Market Input) ומבוססת מעט ככל שניתן על נתונים ספציפיים לישות. מודל מרטון האיטרטיבי הינה השיטה המועדפת ביותר כאשר מתקיימים שלושה תנאים במצטבר:

- סבב הגיוס האחרון התרחש במהלך ששת החודשים שקדמו למועד הערכת השווי, ובלבד שבתקופת הביניים (קרי, התקופה שבין סבב הגיוס האחרון ומועד הערכת השווי) לא ארע אירוע משמעותי, המוגדר כאירוע חריג במהלך העסקים הרגיל של החברה.
- בסבב הגיוס האחרון הונפקו מניות מסוג כלשהו ונקבע מחיר סופי למניות אלה (רגילות או בכורה).
- כתוצאה מסבב הגיוס האחרון הצטרפו לרשימת בעלי המניות של החברה בעלי מניות חדשים (עסקה בין קונה מרצון למוכר רצון).

מודל מרטון האיטרטיבי נחשב למדויק יותר ממודלים מקובלים אחרים, היות שהוא מבוסס בעיקר על חישובים אריתמטיים וממעט בהנחות ואומדנים. ההשקעה במניות בכורה דומה במהותה, (בעיקר באירוע Liquidation), להשקעה באופציות Call, כאשר נכס הבסיס הינו שווי חברת הסטארט-אפ.

המשך במאמר הבא...



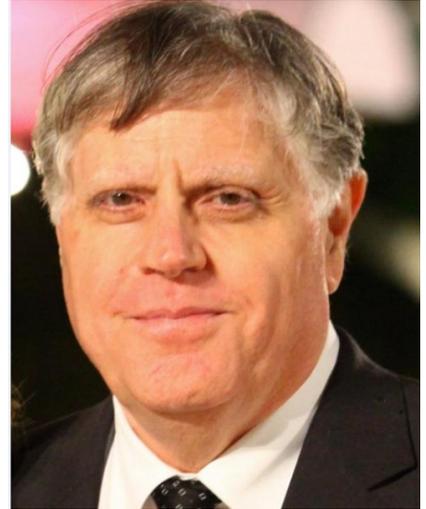
בעלים של שווי פנימי - מר רועי פולניצר, CFV, F.I.L.A.V.F.A., FRM

פרטי השכלה:

בעלים של פירמת הייעוץ שווי פנימי. מוסמך כאקטואר מלא (Fellow) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (F.I.L.A.V.F.A.) ומשמש כמנכ"ל הלשכה. מעריך שווי מימון תאגידי (CFV- Corporate Finance Valuator) מוסמך על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA- Israel Association of Valuators and Financial Actuaries) ומוסמך כמומחה לניהול סיכונים (CRM- Certified Risk Manager) על ידי האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM- Israeli Association of Risk Managers). מוסמך כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM- Financial Risk Manager) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP -Global Association of Risk Professionals). בעל תואר שני (בהצטיינות) במנהל עסקים, תואר ראשון (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן-גוריון בנגב בכלכלה עם התמחות במימון ודיפלומה בניהול סיכונים פיננסיים במתכונת FRM מאוניברסיטת אריאל בשומרון. למד בתוכנית ללימודי תעודה באקטואריה באוניברסיטת חיפה ועבר בהצלחה את הבחינות הסופיות של רשות ניירות ערך בישראל לרישיון מנהל תיקים.

פרטי ניסיון מקצועי:

בעשור האחרון, מר פולניצר ייעץ למשרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי, משרדי ביקורת חקירתית וחברות ציבוריות ופרטיות בארץ וחיווה את דעתו המקצועית באלפי עבודות הערכות שווי, חוות דעת אקטואריות, ניתוחי סיכונים, ייעוץ כלכלי ומידול פיננסי בתחומים שונים, בהיקף מצטבר של מיליארדי דולרים ארה"ב.



מנכ"ל אומדנות חשבונאים ויועצים (1969) בע"מ - מר דוד בכר, CFV, CFP, CLU

פרטי השכלה:

מנכ"ל אומדנות חשבונאים ויועצים (1969) בע"מ מוסמך כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV- Corporate Finance Valuator) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל ומשמש כאחראי תחום תכנון פיננסי בלשכה. מתכנן פיננסי מוסמך (CFP) על-ידי מועצת התקנים לתכנון פיננסי (FPSB), שמאי רכוש מוסמך ושמאי חקלאות מוסמך מטעם איגוד שמאי הביטוח בישראל. בעל הסמכת חתם מורשה בביטוח חיים (CLU) מטעם ה-American College והמכללה לביטוח בישראל ובעל רישיון סוכן ביטוח פנסיוני מטעם משרד האוצר. בוגר לימודי תעודה בקריאת דו"חות כספיים והערכת שווי חברות, דיני ביטוח, נזיקין ומיסים, חשבים ומנהלי כספים, דירקטורים ונושאי משרה בכירים בתאגידים ומשפט עסקי למנהלים מטעם אוניברסיטת תל-אביב; בוגר לימודי תעודה בסוגיות ביטוח נזיקין מטעם אוניברסיטת בר-אילן; בוגר לימודי תעודה במשפט כלכלי בהיבטים פליליים ואזרחיים, מטעם המכון להשתלמות של לשכת עורכי הדין בישראל; ובוגר לימודי תעודה בביקורת חשבונות מתקדמת מטעם המכון להשתלמות של לשכת רואי החשבון בישראל.

פרטי ניסיון מקצועי:

במהלך ארבעת העשורים האחרונים, מר בכר, היה מעורב באופן פעיל בביצוע מאות הערכות שווי וחוות דעת מומחה כלכליות לבתי משפט, בין המסתייעים: מבטחים, מבטחים (כולל "Lloyd's"), שמאים, חברת חשמל לישראל, צה"ל, פרקליטות המדינה, מס רכוש וקרן פיצויים. בעברו שימש מר בכר כיו"ר וועדת הביקורת של לשכת סוכני ביטוח בישראל.