

דירקטור בחברת סטארט-אפ? שוקל להעניק אופציות לעובד אמריקאי? אתה חייב להכיר

את תקן ה- 409A!

מאת: רועי פולניצר

א. כללי

מאמר זה מאורגן בצורה של שאלות אשר לעתים קרובות נשאלות על ידי דירקטוריונים של חברות פרטיות, בבואם לקבוע את שווייה ההוגן של מנייתם הרגילה, לצורך קביעת מחיר המימוש של האופציות למניות רגילות (ESOs) אשר יוענקו לעובדיהם האמריקאיים לפי הגדרת שווי של "שווי שוק הוגן", הן על פי תקן חשבונאות אמריקאי ASC 820 (להלן "ASC 820") והן בהתאם לדרישות תקן ה- 409A של ה- IRS (רשות המסים בארה"ב) לקוד המס בארה"ב (להלן "התקן").

התקן, על פי רוב, מתייחס לסוגיות הקשורות לתגמול נדחה בדגש על קביעה האם התגמול מבוסס המניות שהתקבל הינו אכן נדחה ולפיכך איננו חייב במס שוטף כי אם בקנסות מאוחרים. במילים אחרות, התקן קשור לשאלה האם מחיר המימוש של אופציות למניות רגילות, שהוענקו לעובד אמריקאי, נקבע מתחת לשווייה ההוגן של מנייתה הרגילה של החברה או אם לאו. במידה ושווייה הפנימי של ההטבה שקיבל אותו עובד אמריקאי גבוה מאפס (קרי, מחיר המימוש של האופציה שהוענקה לו נמוך משווייה ההוגן של מנייתה הרגילה של החברה), הרי שלא ניתן יותר לטפל בהטבה האמורה כתגמול נדחה הואיל ולא ניתן עובד ישנו כעת רווח מיידי בגובה ההפרש שבין שווייה ההוגן של מנייתה הרגילה של החברה ומחיר המימוש.

קביעת מחיר המימוש של אופציות למניות רגילות על בסיס שווייה ההוגן של מנייתה הרגילה של החברה איננו עניין של מה בכך. במרבית המקרים, לחברות פרטיות שצריכות להעריך את שווייה ההוגן של מניותיהן הרגילות ישנו מבנה הון מורכב הכולל בנוסף למניות הרגילות גם סדרה אחת יותר של מניות בכורה. לצורך הערכת שווייה ההוגן של מניה רגילה בחברה פרטית, על מעריך השווי לקבוע תחילה את שווי סך הונה העצמי של החברה ולאחר מכן לפצלו לרכיבי ההון השונים של החברה, כגון: סדרות שונות של מניות בכורה, מניות רגילות, כתבי אופציה (Warrants) ואופציות למניות רגילות שהוענקו לעובדים (ESOs). ה- AICPA (לשכת רואי חשבון בארה"ב) גיבש קווים מנחים לביצוע תהליך הקצאה זה בהתבסס על מידול זכויות מותנות.

ב. מתי נדרשת על פי התקן הערכת שווי?

תשובה: כאשר חברה מעניקה לעובד אמריקאי אופציה למניה רגילה שלה, על מחיר המימוש של אותה אופציות להיות שווה לשווייה ההוגן של מנייתה הרגילה של החברה, נכון למועד הענקת האופציה.

ג. במידה ומבנה הון של חברה מורכב ממניות בכורה ומניות רגילות, האם קביעת שווייה ההוגן של המניה הרגילה כ- 10% ממחיר ההנפקה של מניית הבכורה עומדת בדרישות התקן?

תשובה: לא. טרם פרסום התקן חברות פרטיות שהיו בשלבי התפתחות תפעולית מוקדמים נהגו לבסס את שוויין ההוגן של מניותיהן הרגילות כ- 10% ממחירי ההנפקה של מניות הבכורה שלהן. ההיגיון שעמד מאחורי פרקטיקה זו היה שאם החברה תונזל/תפורק, הרי שמרבית, אם לא כל, התמורות תלכנה לבעלי מניות הבכורה ומה שישאר, ככל שישאר, יילך לבעלי המניות הרגילות. לפיכך, המניות הרגילות הינן בעלות ערך אך ורק בעת אירוע הנזלה עתידי, כאשר נכון למועד הערכת השווי אותו אירוע נתון לרמה גבוהה של אי ודאות. במידה וההסתברות לקרות אותו אירוע הנזלה הינה נמוכה למדי, הרי שערכו הנוכחי של התזרים הצפוי למניות הרגילות במועד הערכת השווי הינו אפס.

ה- IRS הסיק מכך כי יישום פרקטיקה זו לצורך הערכת שווייה ההוגן של מניה רגילה בחברה פרטית איננו ראוי משתי סיבות. הסיבה הראשונה קשורה למודל ההנזלה המשמש בפרקטיקה זו. תפיסת השווי (קרי, ההנחה לגבי מערך הנסיבות הסביר ביותר של העסקה אשר ניתן ליישמו על נשוא הערכת השווי; לדוגמה, ערך פנקסני, שווי עסק חי, שווי להנזלה ושווי שיחלוף) המשמשת בהערכות השווי לצורך יישום התקן איננה שווי להנזלה כי אם שווי עסק חי. הסיבה השנייה, אילו החברה הפרטית, נשוא הערכת השווי, הייתה "עסק חי" הרי שהיו לה הזדמנויות צמיחה משמעותיות, אשר ככל הנראה היו לה הואיל ומשקיעים מתוחכמים השקיעה בה בדרך של החלפת מזומן בתמורה לקבל מניות הבכורה שלה, ככל הנראה מתוך כוונה לנצל את ההזדמנויות הללו, הרי שחלק מההזדמנויות הללו תיצברנה למניות הרגילות. גם אם ההסתברות להגיע להזדמנויות הללו הינה מאוד קטנה הרי שההזדמנות כשלעצמה הינה מאוד משמעותית ולכן שווי המניות הרגילות איננו בהכרח מאוד קטן. דא עקא, בין אם כן ובין אם לא הרי, שזוהי כבר שאלה אמפירית אשר ניתן לענות עליה אך ורק באמצעות ביצוע הערכת שווי מהותית על ידי מעריך שווי מקצועי. בקיצור, הנחת מסגרת העבודה של מודל ההנזלה והשימוש בכלל ה- 10% אינם עומדים בדרישות התקן.

ד. האם התקן מקזז משהו את האופי מבוסס-התמריצים שיש למחיר נמוך של מניה רגילה ביחס למחיר ההנפקה האחרונה של מניית הבכורה?

תשובה: ככלל, האחוז של שווי סך הונה העצמי של החברה המוקצה למניות הרגילות יהיה הרבה יותר נמוך מאחוז הבעלות שלהן. הסיבה לכך נעוצה בעובדה שלמניות בכורה ישנן זכויות ההעדפה בעת הנזלה (Liquidation Preference) בגין השקעתן המקורית בחברה עם או בלי תמורה עתידית נוספת לפי חלקן היחסי, בהתאם לערך הנקוב. על פי רוב מניות בכורה ניתנות להמרה למניות רגילות ועל כן ניתן לראות בהן ככאלו הכוללות בחובן אופציית המרה, ועל כן מניות הבכורה קודמות למניות הרגילות בסדר הנשייה. למרות שבמרבית המקרים שווי המניה הרגילה יעלה על השווי שהיה מתקבל מיישום כלל ה- 10%, הרי שזהו עדיין מקרה נדיר שבו מחיר המימוש של האופציות למניות שהוענקו לעובדים הינו כה גבוה עד כדי כך שהעובדים יחוו שהעלות הדולרית של המימוש הינה עלות מונעת (Cost prohibitive). מנקודת ראות זו מטרת "התיישרות" האינטרסים של העובדים לאלו של ההנהלה, על ידי עידוד מימוש האופציות למניות שהוענקו לעובדים, עשויה שלא להיות מושפעת באופן מהותי מהתקן.

ה. כאשר מבצעים הערכת שווי לצורך יישום התקן, באלו גישות להערכת שווי מקובל להשתמש?

תשובה: טבלה 1 מציגה אלו שיטות הערכת שווי מתאימות לשלבי התפתחות עסקית של חברה פרטית. המלצתנו לקורא שאיננו מכיר את שלבי ההתפתחות העסקית של חברה פרטית כהגדרתם בטבלה שלהלן ללחוץ על הקישור ולקרוא את המאמר שבקישור: [פולניצר, ר' \(2016\), "זיהוי שלבי ההתפתחות התפעולית של חברה כמרכיב בהערכת שווי - FUNDER", "מגזין ניהול ההשקעות, הביטוח והפנסיה של ישראל, נובמבר.](#)

טבלה 1: גישות להערכת שווי עבור שלבי התפתחות תפעולית שונים של חברה פרטית

גישת להערכת שווי	השלבים או הנסיבות שעבורם הגישה על פי רוב מתאימה או איננה מתאימה
גישת השוק	מידת ישימותה והיתכנותה של גישת השוק עולה ככל שהחברה מתקדמת לאורך שלבי הביניים של התפתחותה התפעולית ונכנסת לשלבי ההתפתחות התפעולית המאוחרים יותר (למשל, חברה שעוברת משלב 3 לשלב 6). לא סביר כי חברות דומות שלהן שוויים הוגנים הניתנים לקביעה בנקל תזוהינה במהלך השלבים המוקדמים יותר. השקעות של חברים, משפחה, או "מלאכים" במניות החברה, אשר לרוב מתבצעות במהלך השלבים המוקדמים יותר, אינן מהוות אינדיקציות מהימנות לשווייה ההוגן של החברה. על מעריך השווי לבחון את כל ההשקעות במניות החברה על מנת לנטרל שווי סינרגטי כאשר שעשוי להיות גלום בהשקעות הללו.
גישת ההכנסה	ברגיל, גישת ההכנסה ישימה עבור חברות המצויות בשלבי התפתחות תפעולית מאוחרים יותר (למשל, שלבים 3 עד 6) בניגוד לחברות המצויות בשלבי התפתחות תפעולית מוקדמים מאחר ובשלבים התפתחות תפעולית מאוחרים יותר ישנה סבירות גבוהה יותר לקיומה של היסטוריה פיננסית אשר על בסיסה ניתן לבנות תחזית לתוצאותיה העתידיות של החברה.
הגישה מבוססת-הנכסים	מבחינה היסטורית, הגישה מבוססת-הנכסים (באמצעות שיטת עלות השחלוף) ישימה בעיקר עבור חברות המצויות בשלב התפתחות תפעולית מספר 1 ולחלק מהחברות המצויות בשלב התפתחות תפעולית מספר 2. על פי רוב, הגישה מבוססת-הנכסים תישם באחת מהנסיבות הבאות: <ul style="list-style-type: none"> כאשר קיים בסיס מוגבל (אם בכלל) לשימוש בגישת ההכנסה או בגישת השוק. משמע, אין עסקאות שוק דומות, ולחברה אין כמעט כל היסטוריה פיננסית וכתוצאה מכך לא ניתן להשתמש בתוצאות העבר על מנת לבסס באופן סביר תחזית לתוצאותיה העתידיות של החברה. כאשר החברה טרם פיתחה מוצר, למרות שיכול להיות שהחברה כבר הגישה בקשה לפטנט. כאשר סכום קטן יחסית של מזומנים הושקע עד כה בחברה. השימוש בגישה מבוססת-הנכסים, על פי רוב, פחות מתאים לחברה שכבר יצרה נכסים בלתי מוחשיים משמעותיים ומוניטין פנימי. יצירתם של נכסים בלתי מוחשיים אלה לעתים קרובות מתחילה לצבור תאוצה בשלבי הביניים של של התפתחותה התפעולית של החברה וממשיכה להיבנות על פני שלבי ההתפתחות התפעולית המאוחרים יותר.

הערכות שווי לצורך יישום התקן מתבצעות בדרך כלל בשלושה שלבים: (1) חישוב שווי הפעילות נכון למועד הערכת השווי; (2) הפחתת החוב הפיננסי ברוטו (סך הצברם של יתרות חוב לתאגידים הבנקאים, לגופים פיננסיים, למחזיקי איגרות החוב הסחירות והבלתי סחירות של החברה והתחייבות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות) והוספת המזומן (סך הצברם של מזומנים, שווי מזומנים והשקעות פיננסיות נזילות לטווח קצר) לשווי הפעילות על מנת לקבל את שווי סך הונה העצמי של החברה; ו- (3) פיצול שווי סך הונה העצמי של החברה שהתקבל לכל אחד מרכיבי ההון של החברה. עבור מרבית החברות, הערכת שווי הפעילות מבוססת על גישת ההכנסה (בשיטת זרמי המזומנים המהוונים) ו/או שיטת ההשוואה לחברות ציבוריות דומות, כאשר על פי רוב מקובל להשתמש בשיטת מכפיל המכירות או בשיטת מכפיל הרווח התפעולי (במידה והרווח התפעולי של החברה הפרטית איננו שלילי). המודל המתאים ביותר לשימוש עבור חברות פרטיות המצויות בשלבים מאוד מוקדמים ושלחן מעט הכנסות, אם בכלל (למשל, חברות מוטות מו"פ וחברות ביוטכנולוגיה אשר הינן למעשה חברות המפתחות מוצרים חדשים על מנת לענות על ביקוש עתידי של שוק מסחרי גדול), עשוי להיות המודל המתמטי לפיצול רכיבי הון של חברה¹ אשר (המבוסס על המאמר של מרטון משנת 1974) ומבוססת על המתודולוגיה של מרטון (1973)². במקרה של חברות ביוטכנולוגיה, ישנן חברות רבות שהינן ציבוריות אך עדיין מפסידות כסף ואף צפויות להמשיך להפסיד כסף לא מעט זמן. לרבות מהחברות הללו ישנם עסקים מסחריים או שהן קרובות להיות בעלות עסקים מסחריים במקביל כמובן לפעילויות מוטות המו"פ שלהן. שימוש בחברות הללו בתור חברות דומות לצורכי הערכת השווי בדרך כלל יניב, על פי רוב, שווי פעילויות גבוהים מדי, היות ופרופיל הסיכון של החברות הללו איננו מתיישב עם פרופיל הסיכון הגבוה יותר של החברה המוערכת.

¹ ספרי הלימוד והמדריכים השונים לאנשי שטח אינם עושים חסד עם מפתח המודל שכן הם אינם קוראים לה בשמו של מפתח המודל. השם המקובל בשוק הנו "המודל לתמחור אופציות" או "המודל לתמחור זכויות מותנות"

² קיימות שיטות רבות להערכת שווי נגזרים אשר כולן מתבססות על המתודולוגיה של מרטון (1973) המניחות רציפות או קירוב לרציפות. מספר מקרים פרטיים ידועים של מתודולוגיית מרטון הנם מודלים "סגורים" המשתמשים במתודולוגיה של מרטון לתמחור נגזרים כגון בלק אנד שולס (1973) והמודל הבינומי הסטנדרטי של קוקס, רוס ורובינשטיין (1979) שפותח למודל הלאטיס המקובל בקרב אנשי חשבונאות בארה"ב. ניתן ליישם את מתודולוגיית מרטון בתנאי רציפות להערכת חוב בכלל, ולפיצול רכיבי הון בפרט. הגישה הקלאסית להערכת חוב מהוונת תזרימים צפויים לפי לוח סילוקין מגדר לפי שיעור היוון מסוים (ריבית שוק נורמטיבית מייצגת ללווה). קיים קושי ניכר בהצדקת שיעור היוון כלשהו מה גם שערכו של החוב רגיש במיוחד לשיעור היוון זה. מרטון, במתודולוגיה שקנתה לה הגמוניה בתורת המימון ותחת הנחת RNVA מאפשר היוון דומה (לזה של הגישה הקלאסית) של התזרימים הצפויים ללא צורך בשימוש בשיעור היוון. תחת זו יש צורך באמידת סטיית התקן של שיעורי התשואה שאותה ניתן לבצע במדויק על סמך נתוני השוק (בניגוד לאמידת שיעור ההיוון). בגישה אינטואיטיבית, ההצדקה לגישתו של מרטון להערכת חוב רואה בהון עצמי מעין "אופציה" לשלם את החוב (קרן וריבית) במועדו או להעביר את המניות לבעל החוב (פשיטת רגל). כלומר, באותה מידה ששיעור ההיוון בגישה הקלאסית לוקח בחשבון את האפשרות לחדלות פירעון, הרי שהמודל של מרטון מפנים את ההסתברות לחדלות פירעון באופן מדויק יותר.

1. מהו הקשר בין שווי הפעילות לבין שווי מניות הבכורה והמניות רגילות?

תשובה: טבלה 2 שלהלן מציגה את הקשר שבין שווי הפעילות לבין שווי מניות הבכורה והמניות רגילות.

טבלה 2: הקשר בין שווי הפעילות לבין שווי מניות הבכורה והמניות רגילות

מונח	שיטות להערכת שווי	הערות
שווי הפעילות (EV)	שיטת זרמי המזומנים המהווים (DCF). את פרטי השיטה ניתן לראות בספרו של Damodaran שכותרתו Corporate Finance הוצאת Wiley.	תחזיות תזרימי מזומנים אשר התקבלו מהנהלת החברה; ה-WACC מחושב מנקודת ראותו של משתתף בשוק
	שיטת ההשוואה לחברות ציבוריות דומות, שיטת ההשוואה לעסקאות בחברות פרטיות דומות	
שווי השוק של החוב (MV of Debt)	מודל מרטון (1974) לתמחור חוב	
	תוספת הסיכון של החברה מעל שיעור הריבית חסרת הסיכון, כמרווח אשראי נורמטיבי ארוך טווח	
שווי ההון העצמי לפני התאמה בגין היעדר נדילות (DLOL)	EV - MV of Debt	
עלות אי הנדילות של שווי סך ההון העצמי (Put)	אופציית מכר על שווי ההון העצמי: כאשר משתמשים בשיטת ה-DCF או בשיטת ההשוואה לחברות ציבוריות דומות. נדרש דיסקאונט בגין היעדר נדילות. מאידך, כאשר שווי ההון העצמי מתבסס על שיטת ההשוואה לעסקאות בחברות פרטיות דומות הרי שאין כל צורך להתאימו להיעדר נדילות, אולם יש להתאימו לשווי מיעוט.	
שווי ההון העצמי למיעוט מותאם להיעדר נדילות	EV - MV of Debt - Put	
	↓	↓
שווי מניות בכורה המירוח, מניות רגילות, אופציות למניות שהוענקו לעובדים וכתבי אופציה	המודל לתמחור זכויות מותנת (CCM)	

היה וההון העצמי המוערך איננו נסחר בשוק נזיל, הרי ששווי חייב שיותאם להיעדר נזילות. במידה וקיימות מגבלות על העברה (קרי, ישנו איסור על מכירה באופן עקיף דרך מכירה בחסר או באמצעות אופציות), הרי שנדרש להוסיף גם דיסקאונט בגין היעדר סחירות (DLOM). גודלו של דיסקאונט זה תלוי בסוג והיקף המגבלות האמורות. הדרך הטובה ביותר למדידת דיסקאונט בגין היעדר נזילות (DLOL) הינה באמצעות המודל לתמחור אופציות כאשר עלות אי הנזילות הינו שווייה הכלכלי של אופציית מכר (PUT), הנמצאת "בכסף" (קרי, בעלת מחיר מימוש ושווי נכס בסיס זהים), על שווי ההון העצמי הנזיל. הגורמים האחרים שקובעים את שווי אופציית המכר האמורה הינם משך חיי האופציה עד למועד ההנזלה (להלן "הטווח למימוש") והתנודתיות. הטווח למימוש האופציה הינו פרק הזמן הצפוי שייקח למכור את נייר ערך של החברה בתנאי שוק נורמליים. לדוגמא, נגישות לשווקי פרייבט אקוויטי תביא לכך שפרק הזמן הצפוי למכירה יהיה קצר בהרבה מזה שהיה נדאש אילו אותה נגישות לא הייתה אפשרית.

התנודתיות הינה סטיית התקן של ההתפלגות הלוג נורמלית של התשואות השבועיות של המניה בהתאם לאורך חיי האופציה. על פי נתונים אמפיריים שונים עולה כי התנודתיות הממונפת, נוטה להיות גבוהה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של החברה עולה. מכיוון שמנייתה של חברה פרטית איננה נסחרת, יש להיעזר בנתוני מסחר של חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות בארץ ובחול, הפועלות בתחומים קרובים ככל שניתן לתחומי פעילות החברה המוערכת (להלן "חברות דומות"). הדרך הטובה ביותר לאמוד את התנודתיות של מניה שאיננה נסחרת הינה באמצעות החציון או הממוצע של סטיות התקן (השבועיות בחישוב שנת) הממונפות של תשואות מניותיהן של חברות ציבוריות דומות.

על מנת לאמוד את התנודתיות המשתמעת הממונפת מחדש (Re-levered Implied Volatility) של החברה באמצעות חברות דומות, אשר הינן בעלות מינוף פיננסי שונה, ראשית עלינו לתקן את סטיות התקן הממונפות (Levered volatility) של החברות הדומות לסטיות התקן הלא ממונפות (Unlevered Volatility). לאחר מכן יש לחשב את החציון או הממוצע של סטיות התקן הלא ממונפות. לבסוף יש למנף מחדש את החציון או את הממוצע שנבחר באמצעות היחס הנורמטיבי ארוך הטווח של החוב הפיננסי ברוטו (כמוגדר לעיל) משווי האקוויטי (D/E) הנגזר מיחס המנוף הפיננסי הנורמטיבי ארוך הטווח $(D/(D+E))$ אשר שימש לחישוב עלות ההון הממוצעת המשוקללת (WACC) של החברה. הדוגמא שלהלן מציגה את הקשר שבין שווי הפעילות, שווי השוק של החוב ושווי ההון העצמי המותאם להיעדר נזילות.

ז. האם השיטות שצוינו לעיל מתאימות כאשר סבב גיוס חדש מתבצע סמוך למועד הערכת השווי?

תשובה: IFRS 13 (להלן "תקן דיווח כספי בינלאומי מספר 13") קובע מדרג שווי. הנחיית תקן דיווח כספי בינלאומי מספר 13 מציינת כי הגורם העיקרי שקובע את השווי הינו עסקה בשווי ההוגן (קרי מכירה שאיננה בתנאי לחץ) שבוצעה לאחרונה בסמוך למועד הערכת השווי עבור נייר דומה או יישות דומה. אם סבב הגיוס הנידון הינו סבב גיוס שטוח ואין משקיעים חדשים, הרי שלמעשה מדובר ב"קריאה לכסף" (Capital Call) אשר איננה משקפת שווי הוגן.

ברגיל, "קריאה לכסף" מתבצעת כאשר החברה איננה עומדת באמות מידה כלליות והשוואתיות (ה- Benchmarks) שנקבעו לה והמשקיעים הקיימים מכניסים כסף חדש לחברה לפי מחיר העסקה האחרונה. אם משקיעים חדשים "מגיעים לשולחן", הרי שהסבירות היא שהם ירצו עסקה טובה יותר ועל כן עסקאות שכאלה, על פי רוב, אינן משקפות את שווי הוגן. לפיכך, על מעריך השווי להבין את העובדות והנסיבות שבבסיס העסקה על מנת לקבוע האם מדובר בעסקה המשקפת שווי הוגן או אם לאו. למרות האמור לעיל, השוויים המתקבלים ממודלים להערכת שווי או ממדדי שווי אחרים הינם תוצאות נחותות יותר בהשוואה לאלו הנגזרות מעסקאות בשווי ההוגן. במקרים שבהם רכישה או הנפקה ראשונה לציבור (IPO) הינה אירוע עתידי בהסתברות גבוהה, אולם העיתוי שלו בטוח הקצר איננו ודאי, הרי שמידע זה הינו הגורם העיקרי שקובע את השווי.

אם השווי נגזר מתרחיש IPO הרי שעל מעריך השווי להתאים את שווי ההון העצמי המחושב בגין היעדר נזילות. במקרה של רכישה, השווי צריך לשקף את השווי ההוגן של החברה מותאם להיעדר שליטה, היעדר סחירות ונזילות מאחר ולצורך יישום התקן על מעריך השווי לחשב את שווי ההון העצמי למיעוט המותאם להיעדר נזילות. סוגיות של אי נזילות, היעדר סחירות ושליטה הינן מורכבות ונתונות לויכוחים רבים. מחקר שפיט (Peer Reviewed) שפורסם טוען כי לא סביר שדיסקאונטים בגין היעדר נזילות וסחירות יעלו על 20%. חישובי דיסקאונטים בגין היעדר שליטה צפויים להיות אפילו מורכבים עוד יותר מאחר ואז נדרש מעריך השווי לחשב כמה משתתף בשוק יהיה מוכן לשלם עבור היכולת לשלוט בנכסי החברה. דרך אחת להתמודד עם סוגיה זו הינה חישוב שווייה הכלכלי של אופציית רכש (CALL) על שווי סך הונה העצמי של החברה. זהו השווי הנוסף שמשותף שוק מושכל יהיה מוכן לשלם על מנת להשיג שליטה על החברה. מחיר הרכישה הצפוי בניכוי פרמיית השליטה, שווי החוב והתחייבויות האחרות לזמן ארוך מניב למעשה את שווי המיעוט של הונה העצמי של החברה לפני התאמה בגין היעדר נזילות.

ח. האם סבב גיוס מניות בכורה חדשות עומד בדרישות התקן בדבר סבב גיוס חדש לצורך הערכת שווי מניות רגילות של חברה?

תשובה: כאשר חברה מבצעת סבב גיוס חדש מכל סוג שהוא, לרבות גיוס חוב, הרי שסבב גיוס זה משפיע במישרין על שווי מניותיה הרגילות של החברה. כאשר חברות מנפיקות מניות בכורה, הרי שניתן להשתמש במחיר הגיוס שלהן הן לצורך קביעת שווי סך הונה העצמי של החברה המשתמע מאותו סבב הגיוס והן על מנת לפצל את שווי סך ההון העצמי לניירות הערך שהונפקו בעבר, לרבות בסבבי גיוס שונים של מניות בכורה ומניות רגילות.

ט. ה- AICPA מציע להשתמש במודל לתמחור זכויות מותנות (CCM) על מנת

לפצל את שווי סך הונה העצמי של החברה לרכיבי ההון השונים שלה. מדוע?

תשובה: הרעיון הבסיסי הוא כי שווייה ההוגן של מניה רגילה בחברה פרטית אמור לשקף הן את קיומן של הזדמנויות הצמיחה של החברה והן את ההסתברות לקרות אותן הזדמנויות, כאשר המודל לתמחור זכויות מותנות מאפשר זאת.

י. מהו המודל לתמחור זכויות מותנות (CCM)?

תשובה: המודל לתמחור זכויות מותנות מתייחס לשווי של כל אחד מרכיבי ההוניים של החברה כבעל תביעה על תזרימי המזומנים העתידיים החזויים של החברה. הבה ונניח, בהתבסס על מה שידוע לנו כיום, כי קיים מערך הסתברויות הקשור לאירועי הנזלה עתידיים ב"מחירי יציאה" שונים. נניח כי מבנה ההון של חברה פרטית כלשהי מורכב אך ורק ממניות בכורה המירות אשר אינן מחלקות דיבידנד וממניות רגילות שגם הן אינן מחלקות דיבידנד. בכל מחיר יציאה, הכספים המתקבלים על ידי בעלי המניות הרגילות שווים לשווי ההון העצמי בניכוי התמורות העתידיות לבעלי מניות הבכורה. התמורות העתידיות תשתנינה בהתאם לגודל זכויות ההעדפה בעת ההנזלה והמזומן שיכנס לחברה כתוצאה מהמרת מניות הבכורה. בעלי מניות הבכורה ימירו את מניותיהן אך רק בתנאי שמה שהם יקבלו יעלה על זכויות ההעדפה של מניות הבכורה בעת הנזלה. אם נכפיל כל אחת מההסתברויות הללו במחירי היציאה המתאימים להן וננכה מהמכפלה את החלוקה לבעלי מניות, מה שנקבל הוא החלוקה השירית לבעלי המניות הרגילות. לאחר מכן אם נהוון את התשלומים השיריים הללו בשיעור הריבית חסרת הסיכון ונסכום את התשלומים הצפויים לבעלי המניות – הרי שנקבל את שווי ההון של המניות הרגילות.

מטריצה זו, המכונה מטריצת התזרימים לבעלי המניות הרגילות שקולה, אפקטיבית מכל הבחינות הכלכליות המהותיות, לתזרים הצפוי מאופציה המוחזקת על ידי בעלי המניות הרגילות, כאשר נכס הבסיס של האופציה הינו שווי סך הונה העצמי של החברה ומחיר המימוש של האופציה שווה לזכויות ההעדפה בעת ההנזלה בניכוי שווי אופציית ההמרה של בעלי מניות הבכורה (קרי, השווי שעליו צריכים בעלי המניות הרגילות לוותר לבעלי מניות הבכורה כאשר האחרונים ממירים את מניותיהן). מחיר המימוש של אופציית ההמרה שווה למחיר ההנפקה של מניית הבכורה שממנו משתמע כי בעלי מניות הבכורה ימירו את מניותיהם למניות רגילות אך ורק אם שווי המניה הרגילה יהיה גבוה או שווה למחיר ההנפקה. לפיכך, מהמודל לתמחור זכויות מותנות משתמעים הקשרים הבאים (מימין לשמאל):

- א. שווי סך ההון העצמי – שווי אופציית הרכש = שווי זכויות ההעדפה בעת ההנזלה של מניות הבכורה
- ב. שווי המניות הרגילות = שווי אופציית רכש – שווי אופציית ההמרה של מניות הבכורה
- ג. שווי מניות הבכורה = שווי זכויות ההעדפה בעת ההנזלה + שווי אופציית ההמרה של מניות הבכורה
- ד. שווי ההון העצמי = שווי המניות הרגילות + שווי מניות הבכורה = שווי אופציית הרכש – שווי אופציית ההמרה של מניות הבכורה = שווי אופציית הרכש + שווי זכויות ההעדפה בעת ההנזלה + שווי אופציית ההמרה של מניות הבכורה = שווי אופציית הרכש + שווי זכויות ההעדפה בעת ההנזלה

בדוגמא שלהלן, מבנה ההון כולל שתי סדרות של מניות בכורה המירות בנוסף למניות רגילות ואופציות למניות שהוענקו בעבר לעובדים.

מקרה לדוגמא של הקצאת שווי: המודל לתמחור זכויות מותנות

מועד הערכת השווי: 31 בדצמבר 2008

מבנה ההון

G	F	E	D	C	B	A	טור	שורה
שיעור ריבית חסרת סיכון	הטווח למימוש (בשנים)	סדר הקדימויות בעת הנזלה	יחס ההמרה	זכויות ההעדפה בעת הנזלה	מחיר המימוש	מספר המניות	שם המניה	
1.55%	5.00					1,354,528	מניות רגילות	1
1.55%	5.00	1	1:1	\$2,104,028	\$2.25	422,073	מניות בכורה מסוג A	2
1.55%	5.00	1	1:1	\$5,935,866	\$5.00	557,796	מניות בכורה מסוג B	3
1.55%	5.00				\$5.26	16,000	אופציות למניות שהוענקו לעובדים	4
				\$8,039,894		2,350,397	סה"כ	5
ריבית ממשלתית בהתאם לטווח המימוש	מקרה לדוגמא	מקרה לדוגמא	מקרה לדוגמא	מקרה לדוגמא	מקרה לדוגמא	מקרה לדוגמא	מקור	6

מחירי מימוש

החישוב (מימין לשמאל)	הרעיון	נקודת העצירה	מחיר המימוש	שורה
	מניות בכורה מסוג A - B תובעים את כל ההון העצמי	0	\$0	7
תא 2C + תא 3C	תזרים זכויות ההעדפה בעת הנזלה ל-A - B	1	\$8,039,894	8
תא 3C + תא 2B * סכום (1A עד 2A)	מימוש סדרת מניות בכורה מסוג A	2	\$9,933,218	9
תא 3B * סכום (1A עד 3A)	מימוש סדרת מניות בכורה מסוג B	3	\$11,671,985	10
תא 4B * סכום (1A עד 4A)	מימוש סדרת אופציות למניות שהוענקו לעובדים	4	\$12,363,088	11

מודלים של בלק אנד שולס

מקור	E	D	C	B	A	טור	שורה
	אופציות למניות שהוענקו לעובדים	מימוש סדרת מניות בכורה מסוג B	מימוש סדרת מניות בכורה מסוג A	אופציית רכש על המניות הרגילות	זכויות ההעדפה בעת הנזלה של מניות בכורה A - B	הרעיון	
	4	3	2	1	0	נקודות עצירה	1
	\$4,943,207	\$4,943,207	\$4,943,207	\$4,943,207	\$4,943,207	שווי ההון העצמי המותאם להיעדר נזילות	2
	\$12,363,088	\$11,671,985	\$9,933,218	\$8,039,894	\$0	מחיר המימוש	3
ריבית ממשלתית בהתאם לטווח המימוש	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	שיעור הריבית חסרת הסיכון	4
	0%	0%	0%	0%	0%	תשואת הדיבידנד	5
	48%	48%	48%	48%	48%	התנדויות	6
	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	הטווח למימוש (בשנים)	7
	\$921,212	\$984,021	\$1,172,103	\$1,442,539	\$4,943,207	שווי אופציית רכש	8
הפרש בין שווי אופציות רכש עוקבות	\$921,212	\$62,809	\$188,082	\$270,436	\$3,500,668	שווי בין אופציות רכש	9

הקצאת % הבעלות

שורה	שם המניה	הקצאת % השווי בכל אחת מנקודות העצירה
10	מניות רגילות	0%
11	מניות בכורה מסוג A	26%
12	מניות בכורה מסוג B	74%
13	אופציות למניות שהוענקו לעובדים	0%
14	סך הבעלות	100%
15	מקור	% השווי בהתבסס על זכויות ההעדפה בעת הנזלה של מניות בכורה A - B

הקצאת % הבעלות

שורה	שם המניה	הקצאת % השווי בכל אחת מנקודות העצירה
10	מניות רגילות	0%
11	מניות בכורה מסוג A	26%
12	מניות בכורה מסוג B	74%
13	אופציות למניות שהוענקו לעובדים	0%
14	סך הבעלות	100%
15	מקור	% השווי בהתבסס על זכויות ההעדפה בעת הנזלה של מניות בכורה A - B

הקצאת השווי

שורה	שם המניה	הקצאת שווי הבעלות בכל אחת מנקודות העצירה
16	מניות רגילות	\$0
17	מניות בכורה מסוג A	\$916,119
18	מניות בכורה מסוג B	\$2,584,548
19	אופציות למניות שהוענקו לעובדים, על בסיס הנחת המרה	\$0
20	סך השווי	\$4,943,207

הניתוח שלנו מתחיל עם שווי סך הונה העצמי של החברה אשר מוצג בטבלה 3. שווה זה מפוצל לרכיבי ההון השונים של החברה. לדוגמא, אם שווי ההון העצמי מייצג את סך כל התביעות של בעלי ההון השונים של החברה, הרי שההפרש שבין שווי סך הונה העצמי של החברה לבין אופציית הרכש עם מחיר מימוש השווה לזכויות ההעדפה בעת הנזלה של מניות בכורה מסוג A ו-B, שייך לבעלי מניות הבכורה מסוג A ו-B. אופציית הרכש האמורה נמצאת בידי בעלי המניות הרגילות. שווי אופציית הרכש שבבעלות בעלי המניות הרגילות בניכוי שווי אופציית ההמרה של מניות הבכורה מסוג A, מייצג את החלק של השווי המפוצל בין בעלי המניות הרגילות (76%) ובעלי מניות הבכורה מסוג A (24%). הדוגמא לעיל מראה כיצד מתחלקת "עוגת ההון העצמי".

הטבלה לעיל גם מציינת את מקורות השווי של כל אחד מרכיבי ההון השונים של החברה. מניות הבכורה מסוג B שואבות את מרבית שוויין מזכויות ההעדפה שלהן בעת הנזלה, בעוד שמניות הבכורה מסוג A שואבות חלק גדול יותר משוויין מהעובדה שהן ניתנות להמרה למניות רגילות כאשר שווי סך ההון העצמי עולה מספיק. מאידך, שוויין של המניות הרגילות נובע אך ורק מהזדמנויות הצמיחה של החברה.



פרטי משרד הערכות השווי: שווי פנימי

משרד הערכות השווי **שווי פנימי** מספק שירותי הערכות שווי של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים למטרות מס, עסקאות, דוחות כספיים ולצרכים משפטיים ומתמחה בביצוע ניתוחים כמותיים במכשירים פיננסיים ובמדידת סיכונים לצורכי יישום הוראות רגולטוריות, תקינה חשבונאית, פיתוח, יישום ותיקוף מודלים בתחומי הניהול הסיכונים ובנושאים נוספים.



רועי פולניצר

בעליו של "שווי פנימי" המתמחה בהערכות שווי בלתי תלויות. בעשור האחרון היה רועי אחראי על אלפי עבודות הערכות שווי של חברות שונות, ייחוס עודף עלות, ייעוץ כלכלי ומידול פיננסי אשר בוצעו עבור משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי, חברות פרטיות וציבוריות בישראל.

רועי נמנע על רשימת היועצים של רשות המסים בישראל הן בתחום הערכות שווי בנושא שינוי מבנה עסקי והן בתחום הערכות שווי בנושא נכסים בלתי מוחשיים בעסקאות מקרקעין. בנוסף, רועי נמנה על רשימת המומחים הכלכליים של מספר בתי משפט בישראל (שלום ומחוזיים כאחד) בתחומי הערכות השווי והאקטואריה הפיננסית והוא משמש כמנכ"ל ויו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA).

רועי הינו מרצה מבוקש בתחומי הערכות השווי והאקטואריה הפיננסית, המופיע בפני חברי הנהלה ודירקטורים והוא עמד בראש צוות המשימה שגיבשה את כללי האתיקה והסטנדרטים המקצועיים של IAVFA כמו גם בראש פורום הפרקטיקנים שקובע את גילויי הדעת של IAVFA. בעברו שימש רועי כמרצה בקורסים מתקדמים בניתוח דוחות כספיים והערכת שווי חברות במכללה האקדמית אשקלון ובמוסדות אקדמיים שונים.

רועי בעל תואר שני במנהל עסקים (התמחות במימון) ותואר ראשון בכלכלה (התמחות במימון) מאוניברסיטת בן-גוריון ועבר בהצלחה רבה את כל ששת בחינות הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים בישראל. כמו כן, רועי מוסמך כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV), כמעריך שווי מימון כמותי (QFV), כמודליסט פיננסי וכלכלי (FEM), כאקטואר סיכוני שוק (MRA), כאקטואר סיכוני אשראי (CRA), כאקטואר סיכונים תפעוליים (ORA), כאקטואר סיכוני השקעות (IRA), כאקטואר סיכוני חיים (LRA), וכאקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA), מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), כמנהל סיכונים מוסמך (CRM) מטעם האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM) וכמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP). רועי עבר בהצלחה רבה את שני מבחני ההסמכה הבינלאומית הכמותיים-אינטגרטיביים של GARP (EXAM PART I ו- EXAM PART II), כאשר בשניהם ציוניו דורגו באחוזון ה- 99 מבין 11,500 כלכלנים וסטטיסטיקאים שנבחנו ב- 90 מדינות ברחבי העולם

באותן הבחינות באותם המועדים. בנוסף, רועי בוגר קורסים מתקדמים במתמטיקה וסטטיסטיקה במסגרת לימודי תעודה באקטואריה באוניברסיטת חיפה ובוגר קורסים מתקדמים במתמטיקה ומימון לתואר שני בכלכלה באוניברסיטת בן-גוריון.