

דעה < שיטת סבב הגיוס האחרון כאינדיקציה להערכת שווי חברות סטארט-אפ

בתחום ההון סיכון, מקובל כי למשקיעים המשתתפים בסבב גיוס הוא מאוחר, מוקנות זכויות עדיפות על פני המניות שהוקצו בסבבי גיוס קודמים. כלומר, המשקיעים מנסים להקטין את הסיכון הגלום בהשקעות בחברות סטארט-אפ באמצעות שורה של הגנות.



יוסי דקל

05/12/2017

כללי

בדרך כלל, שווי אחזקה בחברת סטארט-אפ, מוערך בהתחשב בשיעור האחזקה בדילול מלא, ובזכויות המוקנות למניות השונות בחברת הסטארט-אפ, בכלל, ובפרט ה- Liquidation Preferences הקובעות את סדר הקדימות בחלוקת התמורה בין בעלי המניות במקרה של EXIT שאינה הנפקה ציבורית (IPO).

התרחו חזון כ"ו, מקובל ל"לשקיעים השתתפים" שבבב גיוס חן מאחר, קנות זכויות עדיפות על פני המניות שהשקיעו במבצע קודמים. כלומר, השתתפים מנסים להקטין את היסכון הגדול בהשקעות בחברות סטארט-אפ, שבהם יש להשקיע שורה של הונות. כך, למשל, השקיעים מקבלים זכויות עדיפות בקבלת תשלומים על פירות השקעה סטארט-אפ (במקרה של שילוף), או במקרה של הליחוח בה הנכס הסטארט-אפ לחברה אחרת. במקרה, אכל, מניות הבורסה יכולות להפסיד את כל השקעת החברה, בה תרביה בתוספת רביית סמויות (המבטיחה להשקיעים את כל השואה מינימלית על השקעתם החברה, בה תרביה רביית 8% לשנה) מידוע ההשקעה ועל למדוע הליחוק.

לאחר תשלום זכויות היתר (Prerogatives) למשקיעים, במידה ומותרים תקבולים נוספים לחלוקה, על פי רוב, מתחלקים על בסיס המניות ביהודה יתן חלקם היחסי בהתאם לערך הנקוב של המניות המופשטות (Preferred Shares) בעליהן (מניות בורסה), הדייט, נעדרות העדפות המוקנות למניות הבורסה, באות על חשבון בעלי המניות המחזיקים במניות נחותות. בדרך כלל, מעוקלות למיידים מניות רגילות (Ordinary Shares) אשר חברת המניה (המנהל) שפועלת חברת הסט-אפ האלה במסגרת (וז'ולו לקרנות הנה) סיכין שהשקיעו ראשונות בחברה מוענקות מניות בבורסה מניה, ובמקרים בהם החברה ביצעה סבב גיוס נוספים, מנופקות בכל גיוס סוג אחר (ולעיתים עדיף) של מניות בבורסה. כך במרבית המקרים, התאגיד העדפים המוקנים למניות מניה מוסט מוסט (לדוגמה, שהשקיעו ביוס מאוחר יותר) עלולים, על אלו שניתנו למניות בבורסה מניות (שהמוקנים מוסט מוסט אלו קודם).

מנגנוני ההגנה הננקטים ע"י המשקיעים, 'וצרים פערים גדולים בין סוגי המניות השונים בחברות הסטארט אפ, דבר הפוגע בשוויון של המניות הרגילות בהשוואה לשווי מניות הבכורה.

גישות מקובלות להערכת שווי חברות

הערכת שווי, ובפרט הערכת שווי של חברה בשלביה הראשוניים כדוגמת חברת סטארט-אפ, אינה מדע מדויק. שלוש הגישות העיקריות להערכת שווי הינן: גישת השוק, גישת ההכנסות (DCF) וגישת מבוססת נכסים.

על פי רוב, חברות סטארט-אפ הינן בראשית דרכן, משמע, הן עוסקות בפיתוח המוצר בשלביו השונים והן טרם החלו במכירת המוצרים ולא בכמות מכירות שתהווה בסיס הכנסות מספק לשימוש בגישת ההכנסות.

כמו-כן הגישה המבוססת נכסים, כשמה כן היא, מבוססת על שווי נכסי העסק בינכיו ההתייביות, לפי שהם משתקפים במאזן. גישה זו מתאמה בעיקר לעסקים בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות נדל" והיא מתעלמת מפוטנציאל הרווחים הק"ם בעסק. מעבר לכך, ההנחות הרווחיים בספרים – על-מנת להשתמש בגישה זו – חבירות מוטאיראלטן ש"י לקבוע את שווי כלל הנכסים וההתייביות של החברה, כאשר חלק מנכסיהן אינם מוחשיים – וכל קשה למצוא ביטוי לנכסיהם. ההנחות.

לפיכך, לצורך הערכת שווי חברות סטארט-אפ מקובל להשתמש בגישת השוק ובשיטות הנגזרות ממנה: שיטת ה-Venture Capital Approach (כפי שיפורט במאמר הבא) או שיטת סבב הגיוס אחרון, בהתאם למצב החברה ולמועד הגיוס כמובן.

שיטת סבב הגיוס האחרון

היררכיית השוויון ההוגן כפי שמופיעה במסגרת התקינה החשבונאית קובעת, כי האינדיקציה הטובה ביותר לשוויון הוגן הינה נסקקה בין קונה מוצרן למוכר מוצרן. שיטת סבב הגיוס האחרון, מתאימה להערכת שווי חברות סטארט-אפ אשר בהן לא חל שינוי משמעותי מאז מועד הגיוס האחרון. לאמור- עבור חברות סטארט-אפ אשר בהן לא בוצע סבב גיוס בשנה שקדמה למועד הערכת השוויון.

[illegible]

במודל האינטרטיבי, מעריך השווי מוסיף לערך החברה את סך מחירי המימוש של האופציות לעובדים (ESOP) (כפי שיוסבר במאמר הבא) ואת סך שווי הזכויות העודפות. את ערך הנוחם של השווי שנתגלה אומד מעריך השווי באמצעות תקופת ההנזלה שישוער הרבית חסרת הסיכון המתאימים למועד הערכת השווי. בכדי למצוא את השווי עבור סך בעלי התביעות על הונה של החברה נכון לתאריך הערכת השווי.

מיטב דש.

5520044

מיטב סקיי
[4D]

השקעות

80 41%

מקום 1
בזעזעזע
בזעזעזע
בזעזעזע 34-2
הזעזעזע
17.18-30.6.21

לפרטים <

מיטב דש.

5520044

**מיטב
סקיי
(45%)**

השקעות

80.41%

מקום 1
בת שוואה
בין גנוריה
36-18
החדשים
[1.7.18-30.6.21]

לפרטים >

המידע מוצג כפי שהוא. אין להסתמך עליו. המידע אינו מהווה המלצה או תחזית. המידע אינו מהווה חלק מהצעת מכירה או קנייה של ני"מ. המידע אינו מהווה חלק מהצעת מכירה או קנייה של ני"מ. המידע אינו מהווה חלק מהצעת מכירה או קנייה של ני"מ.

- שיטת סבב הגיוס האחרון מהווה איניקציה להערכת שווי חברות סטארט-אפ אשר בהן לא בוצע סבב גיוס בשנה האחרונה, בתנאי ששלושת התנאים הבאים מתקיימים במצטבר:
1. בסבב הגיוס האחרון נקבע מחיר למניות החברה (בכורה או רגילות) ולא לכתבי אופציות (Warrants);
 2. שיעורי האחזקה של בעלי המניות הקיימים טרם סבב הגיוס האחרון שונו בעקבות סבב הגיוס האחרון;
 3. בעקבות סבב הגיוס האחרון בעלי מניות חדשים הצטרפו לרשימת בעלי המניות של החברה.
- אקטואר מעריך שווי יוסי דקל, MBA, CLU (Isr.) חבר הנהלה ואחראי תחום הערכות שווי לצרכים משפטיים בלשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA).

המידע, הדעות והתחזיות המופרסמות באתר זה מסופקים כשרות לגולשים. אין לראות בהם המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או שיווק השקעות או ייעוץ השקעות ב. קרנות מאמנות, תעודות סל, קופות גמל, קרנות פנסיה, קרנות השתלמות או כל נייר ערך אחר או נדל"בין באופן כללי ובין תחשב בנתונים ובערכים המיוחדים של כל קורא – לרכישה ולא ביצוע השקעות ולא פעולות או עסקאות כלשהן. במידע עלולות ליפול טעויות ועשויים לחול בו שינויי שוק ושינויים אחרים. כמו כן עלולות להתגלות סטיית בין התחזיות המובאות בסקירה זו לתוצאות בפועל. לכותב עשוי להיות עניין אישי במאמר זה, לרבות החזקה ולא ביצוע עסקה עבור עצמו ולא עבור אחרים בניירת ערך ולא במוצרים פיננסיים אחרים המכורים במסמך זה. הכותב עשוי להימצא בניגוד עניינים. פאנדר אינה מתחייבת להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים כאמור, מראש או בדיעבד. פאנדר לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא למק או הפסד שיגרמו משימוש במאמר/ראיון זה, אם יגרמנו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש

אין לראות בכתבה המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או שיווק השקעות או ייעוץ השקעות