

## قرارات

### الهيئة العامة للرقابة المالية

قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٥٠ لسنة ٢٠٢٣

بتاريخ ٢٦/٧/٢٠٢٣

بتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧

بشأن إصدار المعايير المصرية للتقييم المالى للمنشآت

### مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية

بعد الاطلاع على قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢  
ولائحته التنفيذية ؛

وعلى القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية  
غير المصرفية ؛

وعلى قانون تنظيم وتنمية استخدام التكنولوجيا المالية فى الأنشطة المالية  
غير المصرفية الصادر بالقانون رقم ٥ لسنة ٢٠٢٢ ؛

وعلى قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ بشأن إصدار المعايير  
المصرية للتقييم المالى للمنشآت ؛

وبعد موافقة مجلس إدارة الهيئة بجلسته المنعقدة بتاريخ ٢٦/٧/٢٠٢٣ ؛

**قرر :**

( المادة الأولى )

يُضاف تعريف جديد «الشركات الناشئة» إلى التعريفات الواردة بالجزء الخاص  
بـ (مقدمة ونطاق التطبيق/ ٣- مفاهيم وتعريفات) المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة  
رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه، نصه الآتى :

٥- **الشركات الناشئة** : هى شركات ذات تاريخ تشغيلى قصير وغالبًا ما تكون  
حديثّة الإنشاء وفى طور النمو والبحث عن الأسواق ، وبعضها يعتمد على التكنولوجيا  
لابتكار أشياء جديدة ، وتبدأ فى كثير من الأحيان برأس مال منخفض وتكاليف مرتفعة  
مع مرحلة الإنشاء ، وتواجه تحديات عديدة فى بداياتها للحصول على التمويل اللازم  
لتنمية حجم عملياتها وتوسعة وجودها فى السوق .

وتظهر الحاجة إلى تقييم الشركات الناشئة من أجل زيادة رؤوس الأموال حسب مرحلة النمو التى تمر بها الشركة ، حيث يحتاج المستثمرون الرئيسيون سواء الحاليون أو المرتقبون لتقييم استثماراتهم فى ضوء اختلاف العائد والمخاطر حسب كل مرحلة من مراحل نمو الشركة الناشئة .

#### ( المادة الثانية )

تُضاف حالة جديدة إلى نهاية الحالات الواردة بنطاق تطبيق معايير التقييم المالى الواردة بالجزء الخاص بـ (مقدمة ونطاق التطبيق / ٢- نطاق التطبيق وفقاً للتشريعات المصرية المنظمة لسوق المال) المرفقة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه ، نصها الآتى :

تسرى معايير التقييم المالى على كافة الحالات التى يتطلب فيها قانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية أو قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية إجراء عملية تقييم للشركات أو الأوراق المالية أو غيرها من الأصول التى تتخذ شكل منشأة أو مشروع ، وبصفة خاصة فى الحالات التالية :

.....

حالات تنفيذ عمليات نقل ملكية الأسهم أو الحصص أو زيادات رؤوس الأموال أو إصدار أدوات التمويل القابلة للتحويل إلى أسهم فى الشركات الناشئة وفقاً لاتفاقيات المساهمين بالشركات الناشئة ، وذلك فى حالة قيام الشركات والجهات التى تمارس نشاط رأس مال المخاطر بالاستثمار فى الشركات الناشئة من خلال أدوات التمويل القابلة للتحويل إلى ملكية أسهم (Convertible Instruments) .

#### ( المادة الثالثة )

تستبدل عبارة «مناهج وأساليب التقييم المالى المتعارف عليها للشركات ذات التاريخ والتى زولت النشاط» بعبارة «مناهج وأساليب التقييم المالى المتعارف عليها» الواردة بالبند «٢» من المعيار (سادساً : معيار مناهج وأساليب التقييم المالى) المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه .

### ( المادة الرابعة )

تضاف فقرة جديدة تالية للفقرة الرابعة من المعيار (سادسًا : معيار مناهج وأساليب التقييم المالى / ١- مقدمة) المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه ، نصها الآتى :

**(سادسًا : معيار مناهج وأساليب التقييم المالى / ١- مقدمة - فقرة تالية للفقرة الرابعة) :**

ويلزم عند التقييم المالى للشركات الناشئة مراعاة القيام بتحليل أولى لكل من العوامل المادية وغير المادية لكل حالة، لاختلاف الأهمية النسبية لكل عامل منها باختلاف القطاعات التى تنتمى إليها الشركة محل التقييم، كما يلزم دراسة أثر تلك العوامل على الشركة محل التقييم وكذلك على قدرة الشركة على تحقيق الأرباح المرتقبة مستقبلاً .

### ( المادة الخامسة )

يُضاف بند جديد برقم «٣» إلى نهاية المعيار (سادسًا : معيار مناهج وأساليب التقييم المالى) المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه ، نصه الآتى :

**(٣) مناهج وأساليب التقييم المالى للشركات الناشئة (مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات) :**  
**طريقة رأس مال المخاطر :**

تستخدم هذه الطريقة لتقييم الشركات الناشئة فى مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد ، وتقوم على أساس افتراض عدة عوامل منها ؛ قيمة الشركة عند التخارج بعد عدة سنوات، وتحديد العائد المتوقع على الاستثمار (معامل تكلفة رأس مال المخاطر) ، وكذا حساب نسبة المستثمر عند التخارج ، ثم تحديد النسبة التى سيحصل عليها بمراعاة التخفيض المتوقع لحصته فى ضوء ما تسفر عنه زيادة رؤوس الأموال المستقبلية ، ويتوصل من خلال ذلك إلى تقييم ما بعد زيادة رأس المال أو التمويل المتحصل عليه ، ثم يخصم مبلغ الاستثمار المحصل فى الزيادة الأولى للوصول إلى تقييم ما قبل الاستثمار .

ويندرج تحت هذه الطريقة عدة أساليب للتقييم ، ومنها على سبيل المثال :

- الطريقة الأساسية لرأس المال المخاطر (Standard VC) .
- الطريقة المعدلة لرأس المال المخاطر (Modified VC) .

وتخضع الشركات المشار إليها (بعد تحقيق الإيراد - تحقيق المبيعات) إلى معايير التقييم المالى المعمول بها فى شأن الشركات ذات التاريخ والتي زاولت النشاط .

#### ( المادة السادسة )

يستبدل بنص الفقرة الأولى من الملحق «أ» : مناهج وأساليب التقييم المختلفة المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه ، نصه الآتى :

(الملحق "أ" مناهج وأساليب التقييم المختلفة / الفقرة الأولى) :

يتم اختيار مناهج وأساليب التقييم المناسبة لعملية التقييم وفقاً للأسس الواردة ضمن (معياري مناهج وأساليب التقييم) المنصوص عليها بهذه المعايير، ووفقاً لمفهوم عملية التقييم يمكن تقسيم مناهج تقييم المنشآت الأكثر استخداماً إلى :

١ - مناهج الشركات ذات التاريخ والتي زاولت النشاط :

أولاً - منهج الدخل .

ثانياً - منهج السوق .

ثالثاً - منهج الأصول .

رابعاً - تجميع الأجزاء المكونة للمنشأة .

٢ - مناهج تقييم الشركات الناشئة (مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات) :

طريقة رأس المال المخاطر .

#### ( المادة السابعة )

يُضاف منهج جديد بعنوان (خامساً : منهج تقييم الشركات الناشئة «مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات» إلى نهاية (الملحق «أ» : مناهج وأساليب التقييم المختلفة) المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١) لسنة ٢٠١٧ المشار إليه ، نصه الآتى :

**خامساً - منهج تقييم الشركات الناشئة (مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات) :**  
يستخلص هذا المنهج قيمة المنشأة محل التقييم من القيمة المتوقعة للشركة فى تاريخ التخرج المخطط للمستثمر (Exit Value) اعتماداً على العائد المتوقع على الاستثمار (معامل تكلفة رأس المال) .

ويجب عند استخدام تلك الطريقة فى تقييم الشركات الناشئة مراعاة أربعة عناصر

رئيسية تتمثل فيما يلى :

**١- قيمة التخرج : (Exit Valuation)**

هى القيمة المستقبلية والمتوقعة للشركة الناشئة وقت التخرج سواء عن طريق طرح أسهم الشركة الناشئة بالبورصة أو عن طريق بيعها إلى أحد المستثمرين الاستراتيجيين ضمن صفقة استحواذ ، ويتم تحديد قيمة التخرج (Exit Valuation) عن طريق أى من المنهجين : منهج الدخل (Income Approach) أو منهج السوق (Market Approach) والواردين بهذه المعايير .

**٢- مضاعف الاستثمار المستهدف (Target Multiple of Money-M) :**

يتم تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف عن طريق إحدى الطريقتين الآتيتين :

١ - بشكل مباشر (مضاعف استثمار يبلغ xx مرات بنهاية فترة الاستثمار) .

٢ - عن طريق حساب العائد المستهدف عند التخرج (Target Return at Exit)

وذلك على النحو الآتى :

أولاً - يتم حساب القيمة المتوقعة عند التخرج = قيمة التخرج \* احتمالية نجاح الشركة (P)

$$\text{Expected Value of Exit} = \text{Exit Valuation} * P$$

P= probability of Success

ويتم وضع احتمالية النجاح وفقاً لما يتضمنه الاستثمار فى الشركات الناشئة من مخاطرة، حيث يتم أخذ الاستثمارات الناجحة فقط فى الاعتبار عند حساب العائد المتوقع .

ثانياً - حساب القيمة المخصومة عند التخرج = القيمة المتوقعة عند التخرج \*

$$(1) / (1 + \text{معامل تكلفة رأس المال المستخدم فى الشركة الناشئة}) .$$

معامل تكلفة رأس المال هو العائد الذى يطلبه المستثمرون أو أصحاب رؤوس الأموال بالسوق فى مقابل المساهمة بها فى تمويل الاستثمار والذى غالباً ما يكون أعلى من معدل خصم المنشآت ذات الأداء التاريخى .

$$\text{Present Discounted Value at Exit Expected Value of Exit} / (1+Rvc)^T$$

و  $P / (1+Rvc)^T$  يمثل معامل الخصم الفعال للقيمة عند التخارج .

ثالثاً - حساب مضاعف الاستثمار المستهدف (M) = (١+معامل تكلفة رأس المال)<sup>٨</sup> عدد السنوات / احتمالية نجاح الشركة (P) .

رابعاً - تحويل مضاعف الاستثمار المستهدف الى عائد سنوى مستهدف

(Target Return) وذلك من خلال  $1/M$  .

### ٣- نسبة الاحتفاظ (Retention Percentage) :

حيث ينطوى الاستثمار فى الشركات الناشئة على تدفقات نقدية سالبة خلال الفترة الأولى من عمر الاستثمار فى الشركة، مما يستلزم سعى الشركة الناشئة نحو إصدار أدوات مالية كأسهم أو (Convertible Notes) للحصول على تمويل بخلاف الإصدارات الأولى ، مما ينتج عنه تقليل نسب مساهمة مساهمى الإصدارات الأولى ، وعليه فإن نسبة الاحتفاظ تشير إلى نسبة الأسهم التى احتفظ بها المساهم الأصلى بعد إصدار شرائح أخرى من زيادات رؤوس الأموال .

مثال : خلال الإصدارات الأولى لتمويل الشركة استحوذ مستثمر (أ) على (٥) مليون سهم من إجمالى (٢٠) مليون سهم من أسهم الشركة الناشئة بنسبة (٢٥٪) ، وخلال الشريحة الثانية من التمويل تم زيادة رأس مال الشركة وأسهمها ليبلغ (٢٥) مليون سهم ، لتقل نسبة مساهمة المساهم (أ) من (٢٥٪) طبقاً للشريحة الأولى إلى (٢٠٪) طبقاً للشريحتين الأولى والثانية ليصبح معدل الاحتفاظ بالأسهم (Retention Percentage) = نسبة المساهمة الجديدة / نسبة المساهمة الحالية = (٢٠٪) / (٢٥٪) = (٨٠٪) مما يعنى أنه بعد شريحتين من زيادة رأس المال احتفظ المستثمر بنسبة (٨٠٪) من مساهمته المبدئية خلال المرحلة الأولى بالشركة ، (وإثر ذلك يتم حساب قيمة الاستثمار فى حدود كل من قيمة الاستثمار ما قبل الشريحة الثانية وما بعدها) .

٤- **توصية الاستثمار (Investment Recommendation) :**

يجب أن يتم مقارنة قيمة الاستثمار فى الشركة الناشئة خلال المرحلة الأولى بالقيمة الحالية عند التخرج أخذًا فى الاعتبار معدل الاحتفاظ بالأسهم ونسبة المساهمة الحالية كالاتى :

إجمالى تقييم الشركة = (القيمة المتوقعة المخصومة عند التخرج) \*  
(نسبة الاحتفاظ / مضاعف الاستثمار المستهدف) (M) .

**ويوجد منهجان لطريقة رؤوس أموال المخاطر كما يلى :**

١- الطريقة الأساسية لرأس المال المخاطر (Standard VC) :

يعد استخدام تلك الطريقة مناسبًا عند تقييم الشركات ذات التاريخ التشغيلى القصير وغالبًا ما تكون حديثة الإنشاء وفى طور النمو والبحث عن الأسواق وفى طور تحقيق تدفقات نقدية سالبة .

ويتم التقييم بالطريقة الأساسية لرأس المال المخاطر (Standard VC) على أساس الخطوات الآتية :

١- تحديد مبلغ الاستثمار المراد ضخه فى الشركة .

٢- تقدير قيمة التخرج (Exit Valuation) ويتم تحديد تلك القيمة عن طريق أى من المنهجين : منهج الدخل (Income Approach) أو منهج السوق (Market Approach) .  
٣- تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف (M Target Multiple of Money) ، وكذا إلى العائد السنوى المستهدف (1/M) .

٤- تقدير نسبة الاحتفاظ (Retention Percentage) المطلوبة لتحقيق تخرج ناجح (Successful Exit) بعد الأخذ فى الحسبان التخفيض المتوقع لحصة المستثمر خلال الجولات الاستثمارية المستقبلية .

٥ - تقدير التقييم الإجمالى للشركة الناشئة، والذى يمثل القيمة المتوقعة المخصومة عند التخرج) \* نسبة الاحتفاظ / مضاعف الاستثمار المستهدف) (M) .

٦ - تحديد نسبة الملكية المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage) .

٧- تقدير التقييم الجزئى = (Partial Valuation) إجمالى تقييم الشركة \*  
النسبة المقترحة للمستثمر (percentage proposed) .

- ٨ - إصدار توصية الاستثمار (Investment Recommendation) .  
ولا تعد تلك الطريقة مناسبة لتقييم الشركات ذات التاريخ التشغيلى والتي تحقق أرباح، وتحقق تدفقات نقدية حرة موجبة .
- ٢ - الطريقة المعدلة لرأس المال المخاطر (Modified VC) :  
وتختلف طريقة رأس مال المخاطر المعدلة (Modified VC) عن الطريقة التقليدية من حيث التقدير الصريح لأتعاب الإدارة (management fees) والفوائد المحملة (Carried Interest) التي تفترض الطريقة التقليدية تضمينه بمضاعف الاستثمار (M) ، ويعد استخدام الطريقة المعدلة لرأس المال المخاطر Modified VC مناسباً عند تقييم الاستثمارات فى الشركات الناشئة ورأس المال المخاطر والتي تكون عادة فى حيازة صناديق الملكية الخاصة من خلال الأدوات المالية والاستثمارات الأخرى فى هذه الصناديق .  
وتتبع فيها الخطوات التالية :
- ١- تحديد مبلغ الاستثمار المراد ضخه فى الشركة .
  - ٢- تقدير قيمة التخارج (Exit Valuation) .
  - ٣- تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف (M Target Multiple of Money) .
  - ٤- تقدير نسبة الاحتفاظ بالأسهم (Retention Percentage) المطلوبة لتحقيق تخارج ناجح (Successful Exit) .
  - ٥- تقدير التقييم الإجمالى للشركة الناشئة .
  - ٦- تحديد نسبة الملكية المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage) .
  - ٧- تقدير التقييم الجزئى = (Partial Valuation)  
إجمالى تقييم الشركة \* النسبة المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage) .  
وهنا يتم تقسيم التقييم الجزئى إلى عنصرين :
- (أ) التقييم الخاص بنصيب الشريك المتضامن (General Partner) .  
(ب) التقييم الخاص بالشريك المحدود (Limited partner)، وهو الشريك المساهم فى رأس مال الشركة والذي لا يكون مسؤولاً عن التزامات الشركة إلا بمقدار حصته فى الشركة أو ما التزم بدفعه للشركة .

٨- تقدير التكلفة الخاصة بالشريك المحدود (Limited Partner Costs) وهى تمثل التكلفة الإجمالية للاستثمار للشريك المحدود (LPs) .

ويتم تقدير تكلفة الشريك المحدود (LP) = (رأس المال الملزم/ رأس المال الاستثماري) × قيمة الاستثمار .

$$LP \text{ Costs} = \text{Committed Capital} / \text{Investment Capital} * \text{Required Investment}$$

٩- تقدير النسبة الخاصة بنصيب الشريك المتضامن (General Partner-GP)

والتي تتمثل في :

نسبة الشريك المتضامن = الفوائد المحملة / إجمالي التوزيعات .

نسبة الفوائد المحملة \* (مضاعف القيمة الاستثمارية \* رأس المال الاستثماري

أو إجمالي رأس المال) / مضاعف القيمة الإجمالية \* رأس المال المستثمر) .

مضاعف القيمة الإجمالية هو (إجمالي التوزيعات / رأس المال المستثمر) .

$$GP \% = \text{Carry Percentage} * (\text{GVM} * \text{Investment Capital} - \text{Carry Basis}) / \text{GVM} * \text{Investment Capital}$$

Investment Capital

١٠- تقدير قيمة استثمار الشريك المحدود (LPs Valuation) .

= تقييم الشريك المحدود = (١-٪ الشريك المتضامن) \* التقييم الجزئى .

١١- تقديم توصية الاستثمار من خلال مقارنة تقييم قيمة استثمار الشريك

المحدود مقارنة بما تحمله من تكاليف .

**الاعتبارات العامة بتقييم الشركات الناشئة ما قبل مرحلة تحقيق الإيراد :**

يلزم عند التقييم المالى للشركات الناشئة بمرحلة ما قبل مرحلة تحقيق إيراد

مراعاة القيام بتحليل أولى لكل من العوامل المادية وغير المادية لكل حالة ، وذلك

لاختلاف الأهمية النسبية لكل عامل منها باختلاف القطاعات التى تنتمى إليها الشركة

محل التقييم ، ثم دراسة أثر تلك العوامل على الشركة محل التقييم وكذلك على قدرة

الشركة على تحقيق الأرباح المرتقبة مستقبلاً، وتتمثل تلك العوامل فيما يلى :

١ - غرض الشركة .

٢ - وضع الشركة الحالى .

٣- كفاءة الإدارة وخبرتها فى النشاط ومؤهلات فريق العمل .

- ٤- السوق الذى تعمل به الشركة والخصائص الفنية والمؤشرات الخاصة به .
- ٥- خصائص المنتج سواء سلعة أو خدمة .
- ٦- المميزات التنافسية للشركة .
- ٧- التكنولوجيا المستخدمة .
- ٨- مرحلة التمويل التى تمر بها الشركة .

حيث يودى تحليل هذه العوامل ودراسة أثرها إلى الفهم الجيد والكامل لطبيعة ونشاط الشركة ، وكذلك إمكانية تقييم المخاطر المرتبطة ، أخذاً فى الاعتبار أن طبيعة تلك العوامل تختلف من صناعة إلى أخرى. وجدير بالذكر إن اختلاف مرحلة التمويل (financing stage) قد يودى إلى تغليب بعض العوامل من حيث الأهمية النسبية على العوامل الأخرى، هذا فضلاً عن أن بعض الشركات الناشئة قد تتأثر بعامل أو أكثر بدرجة أكبر من باقى العوامل وبالتالي يلزم أن يؤخذ ذلك فى الاعتبار عند التقييم .

#### ( المادة الثامنة )

يرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١ لسنة ٢٠١٧ المشار إليه، ملحق (ب) يتضمن أمثلة تطبيقية لمنهج تقييم الشركات الناشئة «مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات» .

#### ( المادة التاسعة )

ينشر هذا القرار فى الوقائع المصرية ، وعلى الموقع الالكترونى للهيئة والبورصة المصرية ، ويعمل به من اليوم التالى لتاريخ نشره بالوقائع المصرية .

رئيس مجلس إدارة

الهيئة العامة للرقابة المالية

**د/ محمد فريد صالح**

### ملحق رقم (ب)

#### أمثلة تطبيقية لمنهج تقييم الشركات الناشئة "مرحلة ما قبل تحقيق الإيراد - ما قبل المبيعات"

##### مثال أول تطبيقي :

شركة "أ.ب.ج" شركة ناشئة رأس مالها الحالى موزع على (١٠) مليون سهم  
أسمى عادى ويرغب أحد المستثمرين بالاستثمار المبدئى فى تلك الشركة كشرحية  
أولى بمبلغ (٦) مليون جنيه موزع على عدد (٥) مليون سهم ممتاز قابلة للتحويل  
لأسهم عادية ليصبح إجمالى عدد الأسهم بعد التحويل عدد (١٥) مليون سهم .  
يتوقع المستثمر احتمالية النجاح لشركة (أ ب ج) (P) بنسبة (٣٠٪) عند التخارج  
بعد (٥) سنوات (نهاية فترة الاستثمار) .

فما هى توصية الاستثمار (Investment Recommendation) ؟

لتقييم جدوى الاستثمار من عدمه يجب إتباع الخطوات التالية :

**الخطوة الأولى -** تحديد مبلغ الاستثمار المطلوب والبالغ (٦) مليون جنيه  
فى تلك الحالة .

**الخطوة الثانية -** تم افتراض قيمة التخارج (Exit Valuation) بمبلغ (٣٠٠) مليون  
جنيه باستخدام أى من الطريقتين (طريقة التدفقات النقدية المخصومة ، وطريقة  
المضاعفات) بافتراض طرح الشركة بالبورصة أو من خلال مستثمر استراتيجى .

**الخطوة الثالثة -** تقدير مضاعف الاستثمار المستهدف (M) بافتراض معامل

تكلفة رأس مال المخاطر RVC بنسبة (١٥٪) واحتمالية نجاح نسبة (٣٠٪) .

مضاعف الاستثمار المستهدف Target Multiple (M) = (١ + معامل تكلفة

رأس المال RVC) ^ عدد السنوات / احتمالية نجاح الشركة (P) .

$$= (١ + ٠,١٥) ^ ٥ / ٠,٣ = ٦,٧ \text{ مرة}$$

**الخطوة الرابعة -** افتراض نسبة احتفاظ (Retention Percentage) تبلغ (٥٠٪)

وذلك بالاعتماد على خبرات المستثمر (أ) من خلال تحليل عمليات تخارج مثيلة .

**الخطوة الخامسة -** تقدير التقييم الإجمالي للشركة = القيمة المتوقعة المخصوصة عند التخارج \* (نسبة الاحتفاظ/ مضاعف الاستثمار المستهدف) ٣٠٠ مليون \*  
 (٦,٧ / ٠,٥) = ٢٢٠,٣٩ مليون جنيه .

**الخطوة السادسة -** حساب نسبة الملكية المقترحة للمستثمر (Proposed Percentage) :  
 عدد أسهم الشريحة الأولى للاستثمار / إجمالي عدد أسهم الشركة (أ ب ج) بعد تحويل الأسهم الممتازة .

$$= ٥ \text{ مليون سهم} / ١٥ \text{ مليون سهم} = ٣٣,٣٣\%$$

**الخطوة السابعة -** تقدير التقييم الجزئي = إجمالي تقييم الشركة \* نسبة الملكية المقترحة للمستثمر .

$$= ٢٢,٣٩ \text{ مليون جنيه} * ٣٣,٣٣\% = ٧,٤٦ \text{ مليون جنيه} .$$

**الخطوة الثامنة -** إصدار توصية الاستثمار (Investment Recommendation) .  
 حيث تجاوز التقييم الجزئي للشركة البالغ (٧,٤٦) مليون جنيه لمبلغ الاستثمار الأولى والبالغ (٦) مليون جنيه، يوصى بالاستثمار في الشركة (أ ب ج) .  
**مثال ثانى تطبيقي :**

استكمالاً للمثال الأول للاستثمار بشركة (أ ب ج) .

تم افتراض رأس مال مخصص للاستثمار يبلغ (١٠٠) مليون جنيه .

مصاريف سنوية تبلغ (٢٪) لمدة (١٠) سنوات لتبلغ إجمالي المصاريف مبلغ (٢٠) مليون جنيه .

رأس مال متاح للاستثمار يبلغ (٨٠) مليون جنيه .

**الخطوة التاسعة -** تقدير التكلفة الخاصة بالشريك المحدود (Limited Partner Cost) =

= رأس المال المخصص للاستثمار / رأس المال المتاح للاستثمار \*  
 قيمة الاستثمار المبدئي .

$$(١٠٠ \text{ مليون جنيه} / ٨٠ \text{ مليون جنيه}) * (٦ \text{ مليون جنيه} = ٧,٥) \text{ مليون جنيه} .$$

الخطوة العاشرة - تقدير النسبة الخاصة بنصيب الشريك المدير (General Partner - GP)

والتي تتمثل في :

نسبة الشريك المدير = الفوائد المحملة / إجمالي التوزيعات .  
= نسبة الفوائد المحملة \* (مضاعف القيمة الإجمالية \* رأس المال الاستثماري -  
رأس المال المخصص للاستثمار) / مضاعف القيمة الإجمالية \* رأس المال المستثمر

حساب نسبة الفوائد المحملة = إجمالي الفوائد السنوية / رأس المال المخصص  
للاستثمار (أو رأس المال متاح للاستثمار بحسب سياسة الصندوق) .

$$= (٢٠) \text{ مليون جنيه} / (١٠٠) \text{ مليون جنيه} .$$
$$= (٢٠\%)$$

افتراض معامل القيمة الإجمالية ب (٢,٥) مرة .

وعليه يمكن حساب نسبة الشريك المدير = (٠,٢) \* ((٢,٥) \* (٨٠) مليون جنيه -

$$(١٠٠) \text{ مليون جنيه}) / (٢,٥) * (٨٠) \text{ مليون جنيه} = (١٠\%) .$$

الخطوة الحادية عشرة - تقدير قيمة استثمار الشريك المحدود (LPs Valuation) :

$$= (١ - \%) \text{ نسبة الشريك المدير} * \text{التقييم الجزئي} .$$

$$= (١ - ٠,١) * (٧,٤٦) \text{ مليون جنيه} .$$

$$= (٦,٧١) \text{ مليون جنيه} .$$

الخطوة الثانية عشرة - إصدار توصية الاستثمار يتم بعد مقارنة قيمة استثمار

الشريك المحدود والبالغ ٦,٧١ مليون جنيه بتكلفة الاستثمار للشريك المحدود والبالغ

٧,٥ مليون ومن ثم فإن التكلفة تتجاوز قيمة الاستثمار وعليه يتعين رفض الاستثمار .