



## הערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים: מודל הרווחים העודפים וחיובים תורמים

מעריך השווי המוערך **האקטואר רועי פולניצר** סוקר את מודל הרווחים העודפים (MPEEM) וחיובים תורמים (CAC).

### תורמים

**מגבלות ואתגרים ביישום**  
לצד יתרונותיו, המודל כרוך גם באתגרים. יישומם של מורכב דורש תחזיות מפורטות, זיהוי מדויק של נכסים תורמים וקביעת שיעורי תשואה סבירים. המודל רגיש להנחות בדבר אורך החיים הכלכלי של הנכס, קצב הצמיחה ושיעורי החיוון, וקיימת סכנה ל"ספירה כפולה" (Double Counting) של ערך אם לא מבוצעת הבחנה ברורה בין נכסים חופפים. לפיכך, יישום המודל מחייב ניסיון מקצועי ושיקול דעת אקטוארי.

**שילוב עם מודלים ושיטות נוספות**  
בפרקטיקה, מודל הרווחים העודפים משולב לעיתים קרובות עם שיטות הערכה נוספות, כגון מודל הפטר מתמלוגים (Relief from Royalty), מודל הפרמיה העודפת (With and Without Method), גישת העלות וגישת השוק, לצורך בדיקות סבירות וחיוון מהימנות התוצאה. שילוב זה מאפשר גיבוש טווח שווי סביר והצגת מסקנות מאוזנות.

**סיכום**  
העיקרון של מודל הרווחים העודפים (MPEEM - Multi-Period Excess Earnings) הוא לבודד את התזרים הנקי המיוחס לנכס הבלתי מוחשי המוערך. מודל היוון זרמי המזומנים (DCF - Discounted Cash Flow) היא הבסיס ליישום מודל זה. השווי ההוגן של נכס בלתי מוחשי הוא לערך הנוכחי של תזרימי מצטברים לאחר המס במזומן (רווחים עודפים) אשר מיוחסים אך ורק לנכס הבלתי מוחשי על פני יתרת אורך החיים השימושיים שלו. מדידת השווי הוגנת של נכס בלתי מוחשי מתחילה באומדן הרווח הנקי הצפוי של קבוצת נכסים מסוימת. לאחר מכן מנוכים חיובים תורמים בגין נכסים (Contributory charges) או דמי שכירות כלכליים (economic rents) מתתזרים לאחר מס של קבוצת הנכסים וזאת כדי להשיג הרווח עודף (excess earnings) השיורי המיוחס לנכס הבלתי מוחשי המוערך. מודל הרווחים העודפים מתאימים לאמידת שווי של נכסים בלתי מוחשיים, כגון: קשרי לקוחות, חוזים עם לקוחות וספקים, צבר הזמנות ונכס טכנולוגיה. מודל הרווחים העודפים הוא אחד הכלים המתקדמים והמדויקים ביותר להערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים מהותיים. באמצעות בידוד הרווחים העודפים וייחוסם לנכס המוערך, תוך ניכוי התשואות ההוגנות על יתר הנכסים, המודל מספק מסגרת כלכלית עקבית, שקופה וניתנת להגנה מקצועית. עבור מעריכי שווי, שליטה במודל הרווחים העודפים מהווה תנאי הכרחי לביצוע הערכות שווי נכסים בלתי מוחשיים ברמה הגבוהה ביותר, במיוחד בסביבה שבה נכסים IP ממשיכים לתפוס מקום מרכזי ביצירת הערך הכלכלי.

**הכותב הוא כלכלן, מייסד ונשיא לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), מחבר הספר "המדריך למעריכי שווי תאגידים", בר-סמך בהערכות שווי, בעל מקצוע מוערך בתחומי הערכות השווי השונים, מקים איגוד מעריכי שווי מקצועי מוכר ובעל מוניטין אשר קיבל מינוי מסגן ראש הממשלה ומשר המשפטים (בהסכמת מ"מ נשיאת בית המשפט העליון) לכהן כחבר בוועדה לבחירת כלכלנים (מעריכי שווי) מטעם בתי המשפט בתפקיד נציג איגוד הערכות שווי מוכר בישראל ומינוי מהנהלת בתי המשפט לתפקיד מומחה מטעם בתי המשפט בתחום המומחיות לכלכלה (הערכות שווי).**

הנכסים התורמים לפעילות, ולהצמיד לכל אחד מהם שיעור תשואה נדרש. נכסים תורמים נפוצים כוללים:

- הון חוזר – בעל סיכון נמוך יחסית ותשואה נדרשת נמוכה
  - רכוש קבוע – נושא סיכון תפעולי ושחיקה פיזית
  - נכסים בלתי מוחשיים תומכים – כגון תוכנות פנימיות, פטנטים משניים או הסכמים
  - לעיתים גם הון אנושי, כאשר תרומתו ניתנת לבידוד
- קביעת שיעורי התשואה מתבצעת בהתאם להיררכיית הסיכון-תשואה של הנכסים, ולעיתים באמצעות מסגרת שיעור התשואה המשוקלל על הנכסים (WARA-Weighted Average Return on Assets) (on Assets) המבטיחה עקביות בין תשואות הנכסים לבין מחיר ההון המשוקלל של הפירמה (WACC).

**שלב יישום מודל הרווחים העודפים**  
יישום המודל מתבצע במספר שלבים שיטתיים. תחילה נבנית תחזית רווחים או תזרימי מזומנים עתידיים של הפעילות הרלוונטית, לרוב לאחר מס, לתקופה התואמת את אורך החיים הכלכלי של הנכס הבלתי מוחשי. לאחר מכן מזוהים הנכסים התורמים ונקבע שוויים ושיעורי התשואה הנדרשים בגינם. בשלב הבא מחושבים החיובים התורמים לכל תקופה, באמצעות הכפלת שווי כל נכס תורם בשיעור התשואה המתאים לו. סכום החיובים מנוכה מהרווחים הכוללים, והתוצאה היא הרווחים העודפים המיוחסים לנכס הבלתי מוחשי. רווחים אלה מהווים למועד ההערכה באמצעות שיעור היוון המשקף את הסיכון העצמאי של הנכס הבלתי מוחשי המוערך, ולא את הסיכון הכולל של הפירמה.

**נכסים בלתי מוחשיים המתאימים למודל**  
מודל הרווחים העודפים מתאים במיוחד להערכת שווי של נכסים בלתי מוחשיים המהווים מנועי ערך מרכזיים, כגון:

- קשרי לקוחות
  - טכנולוגיה מפותחת
  - פטנטים מהותיים
  - פלטפורמות תוכנה
  - ידע (Know-how) ייחודי
- במקרים אלה, קיימת זיקה הדוקה בין הנכס לבין הרווחיות הכוללת של הפעילות, וקשה להעריך את שווי באמצעות שיטות פשוטות יותר כגון מודל הפטר מתמלוגים (Relief from Royalty) או גישת העלות.

**יתרונות המודל**  
למודל הרווחים העודפים מספר יתרונות מהותיים. הוא מאפשר בידוד ישיר של תרומת הנכס הבלתי מוחשי, תוך הבטחת הקצאת תשואות הוגנת ליתר הנכסים. המודל מקובל על ידי רגולטורים, רואי חשבון ובתי משפט, ומשמש כלי מרכזי בעבודות ייחוס עודפי עלות (PPA) הן על פי התקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS) והן על פי התקינה החשבונאית האמריקאית (US GAAP). בנוסף, המודל מספק שקיפות מתודולוגית גבוהה ומאפשר ניתוח רגישות להשפעת הנחות שונות.

**מבוא**  
בעידן הכלכלה המודרנית, שבו חלק ניכר משווי החברות מיוחס לנכסים בלתי מוחשיים, עולה הצורך במודלים מתקדמים המסוגלים לבודד, לכמת ולהעריך את תרומתם הכלכלית של נכסים אלה. פטנטים, טכנולוגיות, קשרי לקוחות, תוכנה, מותגים וידע ארגוני מהווים לעיתים את מנועי הערך המרכזיים של פעילות עסקית, אך הערכת שוויים מציבה אתגרים ייחודיים. אחד המודלים המרכזיים והמקובלים ביותר להתמודדות עם אתגרים אלו הוא מודל הרווחים העודפים, הידוע בספרות המקצועית כ- Excess Method (Earnings, Method Multi-Period Excess Earnings) MPEEM. מודל זה מהווה יישום מתקדם של גישת ההכנסות, ומאפשר לייחס לנכס בלתי מוחשי מסוים, לאחר שנוכו התשואות ההוגנות המיוחסות לכל יתר הנכסים התורמים לפעילות. בכך, המודל מספק מסגרת כלכלית עקבית להערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים מהותיים, במיוחד בהקשרים של רכישות עסקיות, ייחוס עודף עלות (PPA), דיווחים חשבונאיים והליכים משפטיים.

**הרציונל הכלכלי של מודל הרווחים העודפים**  
נקודת המוצא של מודל הרווחים העודפים היא ההכרה בכך שפעילות עסקית עושה שימוש במערך של נכסים, שכל אחד מהם נושא רמת סיכון שונה וזכאי לתשואה הולמת. נכסים מוחשיים כגון הון חוזר ורכוש קבוע, ונכסים בלתי מוחשיים תומכים כגון תוכנות פנימיות או הסכמים חוזיים, אינם מהווים בדרך כלל את מנוע הערך המרכזי של העסק, אך בלעדית לא ניתן היה להפיק את הרווחים הכוללים. מנגד, נכס בלתי מוחשי מהותי – כמו למשל טכנולוגיה מפותחת או קשרי לקוחות – עשוי לייצר יתרון תחרותי המאפשר הפקת רווחים מעבר לרווחים הנורמטיביים. הרווחים העודפים מוגדרים, אפוא, כהפרש בין הרווחים הכלכליים הכוללים של הפעילות לבין סכום התשואות ההוגנות הנדרשות על כלל הנכסים התורמים. רווחים אלה מיוחסים לנכס הבלתי מוחשי המוערך, ומשקפים את תרומתו הייחודית ליצירת הערך הכלכלי.

### מהות החיובים התורמים (Contributory Asset Charges)

המרכיב המרכזי המבחין את מודל הרווחים העודפים ממודלים אחרים בגישת ההכנסות הוא מושג החיובים התורמים (CACs - Contributory Asset Charges). חיובים אלה מייצגים תשלומים רעיוניים, שאינם בהכרח תזרימי מזומנים בפועל, אך משקפים את התשואה הכלכלית ההוגנת הנדרשת על הנכסים התורמים לפעילות. לדוגמה, אם פעילות עסקית עושה שימוש בהון חוזר, ברכוש קבוע ובמערכות מידע, הרי שכל אחד מנכסים אלה זכאי לתשואה נורמטיבית בהתאם לרמת הסיכון שלו. חיובים תורמים אלה מנוכים מהרווחים הכוללים של הפעילות, כך שנותרים רק הרווחים העודפים שניתן לייחס לנכס הבלתי מוחשי המוערך.

**סוגי נכסים תורמים ושיעורי התשואה**  
במסגרת יישום המודל, יש לזהות ולכמת את כלל