



מודל הפרמיה העודפת (With and Without) לאמידת שווי נכסים בלתי מוחשיים

מעריך השווי המוערך **האקטואר רועי פולניצר** סוקר את מודל הפרמיה העודפת (W&WO) להערכת שווי קניין רוחני.

מבוא

הערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים היא תחום מורכב ודינמי, הנמצא בליבת עולם הערכות השווי, המיזוגים והרכישות והדיווח החשבונאי. נכסים כגון טכנולוגיות ייחודיות, פלטפורמות תוכנה, אלגוריתמים, דאטה, זכויות קניין רוחני ויכולות תפעוליות אינם מייצרים תזרימי מזומנים עצמאיים וברורים, אלא משתלבים בפעילות העסקית הכוללת. אחד המודלים המרכזיים לאמידת שוויים של נכסים לא מוחשיים הוא מודל הפרמיה העודפת (With and Without) המשתיך לגישת ההכנסות (Income Approach). מודל זה בוחן את תרומתו הכלכלית של הנכס הבלתי מוחשי המוערך באמצעות השוואה בין שני תרחישים: שווי פעילות החברה עם הנכס (With) לעומת שווי פעילות זהה בלי הנכס (Without), כאשר הפער בין השוויים בשני התרחישים משקף את השווי הכלכלי הנובע מהנכס הבלתי מוחשי.

הרציונל הכלכלי של המודל

מודל הפרמיה העודפת מבוסס על עיקרון כלכלי פשוט אך עוצמתי: שווי של נכס בלתי מוחשי שווה לערך הנוכחי של התרומה הכלכלית שהוא מוסיף לפעילות העסקית, מעבר למה שהיה מתקיים בהיעדרו. בתרחיש ה- With, החברה פועלת במצב הקיים, תוך שימוש בנכס הבלתי מוחשי המוערך. בתרחיש ה- Without, מניחים כי הנכס הבלתי מוחשי המוערך אינו קיים או אינו זמין לחברה, ועל כן הפעילות נאלצת להסתמך על חלופות נחותות, יקרות יותר או פחות יעילות. ההבדלים בין שני התרחישים יכולים לבוא לידי ביטוי בהכנסות נמוכות יותר, עלויות גבוהות יותר, שיעורי רווחיות מופחתים, קצב צמיחה איטי יותר או שילוב של גורמים אלו. הפער בתזרימי המזומנים בין התרחישים, לאחר התאמות מס והיוון מתאים, מהווה את שווי הנכס הבלתי מוחשי המוערך.

סוגי נכסים המתאימים למודל

המודל מתאים במיוחד לנכסים בלתי מוחשיים אשר:

- מהווים יתרון תחרותי מהותי
- קשים להפרדה באמצעות חיובים נורמטיביים (כמו במודל MPEEM)
- אינם נסחרים או נרשמים בהסכמי רישוי סטנדרטיים
- דוגמאות נפוצות כוללות:
 - טכנולוגיות ליבה ייחודיות
 - פלטפורמות תוכנה מורכבות
 - אלגוריתמים ומודלים אנליטיים
 - דאטה ייחודי
 - יכולות תפעוליות או תהליכיות מתקדמות במקרים רבים, מודל הפרמיה העודפת משמש כהשלמה או כחלופה למודל הרווחים העודפים או למודל הפטר מתמלוגים.

שילוב יישום המודל

1. הגדרת תרחיש ה- With

- בשלב הראשון נבנית תחזית פיננסית לפעילות החברה בהנחה כשהנכס הבלתי מוחשי המוערך קיים וזמין לשימוש. תחזית זו משקפת את מצב הפעילות בפועל, וכוללת הנחות לגבי:
 - הכנסות

- תזרים המזומנים ההפרשי השנתי לאחר מס: 2.31 מיליון ₪ לשנה (77% × 3 מיליון ₪ לשנה)
- מהיוון תזרים המזומנים ההפרשי השנתי לאחר מס לאופק היוון של 8 שנים בשיעור של 14% לשנה (ע"ב מוסכמת אמצע השנה) נקבל ששווי המותג הוא 11.44 מיליון ₪ לפני שווי הטבת המס בגין הפחתה לצרכי מס (בגובה של כ- 1.90 מיליון ₪).

יתרונות המודל

- לכידה ישירה של השווי הכלכלי- מדידת התרומה האמיתית של הנכס.
- גמישות גבוהה- מתאים לנכסים בלתי מוחשיים מורכבים וייחודיים.
- אינטואיטיביות עסקית- מבוסס על תרחישים ריאליים.
- הימנעות מחיובים רעיוניים- אין צורך בחיובים רעיוניים לנכסים תומכים (Contributory Assets).

מגבלות ואתגרים

- לצד יתרונותיו, למודל הפרמיה העודפת קיימות מגבלות מהותיות:
 - רגישות גבוהה להנחות בתרחיש ה- Without
 - קושי בהוכחת סבירות כלכלית של התרחיש החלופי
 - פוטנציאל להערכת יתר אם התרחיש ללא הנכס קיצוני מדי
 - מורכבות בביקורת רגולטורית או חשבונאית לפיכך, נדרש תיעוד מפורט, ניתוח תומך והשוואה למודלים חלופיים לצורך בקרת סבירות.

סיכום

- על פי מודל הפרמיה העודפת השווי של נכס בלתי מוחשי מוחשב על בסיס ההפרש בין שני מצבי עולם כדלקמן (With and Without):
 - הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים בתרחיש הבסיס, הכולל את הנכס הבלתי מוחשי המוערך.
 - הערך הנוכחי של תזרים המזומנים ללא הנכס הבלתי מוחשי המוערך.
- העיקרון הבסיסי עליו מושתת מודל זה הוא שהשווי של הנכס הוא ההפרש השוויים בין שווי העסק עם כל הנכסים שלו (לרבות הנכס המוערך) תחת הנחת On-Going לבין שווי העסק עם כל הנכסים שלו למעט הנכס הבלתי מוחשי המוערך נכון למועד ההערכה (כלומר, כאשר הנכס המוערך לא קיים ומשכך היעדרו של הנכס המוערך עתיד לפגוע ביכולת החברה להניב תזרימי מזומנים).

הכותב הוא כלכלן, מייסד ונשיא לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), מחבר הספר "המדריך למעריכי שווי תאגידיים", בר-סמכא 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 כלכלה (הערכות שווי).

2. הגדרת תרחיש ה- Without

זהו השלב הקריטי והמורכב ביותר במודל. בתרחיש זה נבחנת פעילות החברה בהיעדר הנכס הבלתי מוחשי המוערך, תוך הנחות סבירות מבחינה כלכלית. התרחיש אינו משקף "קריסה מוחלטת" של הפעילות, אלא מצב ריאלי שבו החברה נאלצת להסתמך על חלופות, כגון:

- טכנולוגיה נחותה
 - פתרונות צד ג' יקרים
 - תהליכים פחות יעילים
 - ירידה באטרקטיביות ללקוחות
- יש להימנע מהנחות קיצוניות או לא סבירות, ולהקפיד על עקביות כלכלית בין שני התרחישים.

3. קביעת אורך חי הנכס

אורך חי הנכס הבלתי מוחשי נקבע בהתאם לגורמים כגון:

- קצב התיישנות טכנולוגית
 - חסמי כניסה
 - קצב חיקוי תחרותי
 - מגבלות רגולטוריות או משפטיות
- בדרך כלל מדובר בנכסים בעלי אורכי חיים סופיים (Finite Life), אם כי במקרים חריגים ניתן לשקול אורך חיים לא סופיים או ערך שאריתי.

4. חישוב תזרימי המזומנים בכל תרחיש

לאחר בניית התחזיות, מחושבים תזרימי המזומנים החופשיים (FCF) בכל אחד מהתרחישים על בסיס לאחר מס. התזרימים צריכים להיות ברי השוואה ולשקף אך ורק את ההבדלים הנובעים מהנכס הבלתי מוחשי המוערך. את תזרימי המזומנים בכל תרחיש יש להוון לערכם הנוכחי באמצעות שיעור היוון המשקף את רמת הסיכון של הנכס. שיעור היוון זה עשוי להיות גבוה משיעור ההיוון של הפעילות הכוללת, מאחר והוא מתייחס לנכס ספציפי ולא לפרוטפוליו של נכסים.

5. חישוב הפרמיה העודפת

הפרמיה העודפת מתקבלת כהפרש בין הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים המהווים בתרחיש ה- With לבין הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים המהווים בתרחיש ה- Without. הפרש זה מייצג את התרומה הכלכלית הישירה של הנכס הבלתי מוחשי המוערך בכל תקופה.

דוגמה מספרית תמציתית

- נניח כי חברה בעלת מותג מסוים צפויה לייצר בתרחיש ה- With (עם המותג) תזרימי מזומנים חזויים שנתיים לפני מס בגובה של 28 מיליון ₪ לשנה.
- בתרחיש ה- Without (בלי המותג) החברה צפויה לייצר תזרימי מזומנים חזויים שנתיים לפני מס של בגובה של 25 מיליון ₪ לשנה. שיעור מס: 23%.
 - יתרת אורך חיים כלכלי: 8 שנים.
 - שיעור היוון: 14% (2% מעל ל- WACC)
 - תזרים המזומנים ההפרשי השנתי לפני מס: 3 מיליון ₪ לשנה (28 מיליון ₪ – 25 מיליון ₪)