



מתודולוגיה לייחוס עלות רכישה, – PPA Purchase Price Allocation

מאת: רועי פולניצר

מבוא

קביעת שווי הוגן במסגרת ייחוס עלויות רכישה (PPA - Purchase Price Allocation) הינה תהליך המתרחש בכל פעם שחברה רוכשת חברה אחרת, כפי שנידון בתקן חשבונאות ישראלי מספר 20 (מתוקן), בתקן דיווח כספי בינלאומי IFRS3 ובתקן חשבונאות אמריקאי ASC805 (לשעבר SFAS141).

כללי

הערכת שוויים ההוגן של נכסים בלתי מוחשיים וייחוס עודף עלות הרכישה בגינם, מבוססת בעיקר על כללים והנחיות שנקבעו על פי תקן הדיווח הבינלאומי מספר 3 המתוקן "צירופי עסקים" IFRS 3(R) Business Combinations (להלן "התקן"). כמו כן, מקובל להיעזר בנעזרנו ב-AICPA Practice Aid, אשר שפורסם בנושא.

מידת שווי מקצועית הינה תהליך הנוגע לאמידת ההכנסות וההוצאות העתידיות על פני ציר הזמן והבנת המשמעויות הכלכליות של היישומים המסחריים הצפויים מהנכסים המוערכים. הערכת השווי מנסה לשקלל, ככל שניתן, גם את השפעתם האפשרית של גורמים אקסוגניים ואנדוגניים לחברה כאחד, על תוחלות תזרימי המזומנים מהנכסים המוערכים, הן באמצעות עריכת תחזיות תזרימי מזומנים והן באמצעות שיעורי ההיוון המשקפים, בין היתר, את מידת אי הוודאות הגלומה בתחזיות. בהערכת השווי לנכסים השונים וייחוס עודף העלות שנוצר ברכישה יש להתחשב גם בתוכניות ההנהלה השונות.

לשם הערכת שיעורי התשואה הראויים לנכסים בלתי מוחשיים שונים, יש לבדוק את שיעור מחיר ההון המשוקלל (WACC - Weighted Average Cost of Capital). מחיר ההון המשוקלל של החברה המשמש בחישוב, הינו ממוצע משוקלל של מקורות המימון לפעילות החברה אשר נקבע כדלקמן:

$$WACC = K_e \cdot E / (E + D) + K_d (1 - T) \cdot D / (E + D)$$



כאשר :

- D - הינו שווי החוב, אשר מונח כמשקף בקירוב את עלותו הפנקסנית בספרי החברה.
- Ke - הינו שיעור התשואה על ההון העצמי ארוך הטווח הראוי לחברה, כפי שיקבע להלן.
- Kd - הינו מחיר החוב הנורמטיבי ארוך הטווח הראוי לחברה, אשר יאמד על בסיס ניתוח תוספת הסיכון של החברה מעל שיעור הריבית חסרת הסיכון (כפי שתקבע להלן), אשר תיאמד כמרווח בשיעור מסוים.
- T - הינו שיעור המס הסטטוטורי השולי הנורמטיבי ארוך הטווח החל על החברה.
- D/(E+D) - יחס המנוף הפיננסי הנורמטיבי ארוך הטווח, המשקף את תמהיל מקורות ההון של החברה, הראוי לחברה הדומה במאפייניה לפעילות המוערכת, בין היתר ביחס ל- Benchmark ענפי וכן על פי מחקר בדבר יחסי המינוף הפיננסי של המלומד Aswath Damodaran בעבור הענף שבו פועלת החברה, נכון למועד ההערכה.

שיעור התשואה על ההון העצמי (Ke) הינו שיעור ההיוון הנדרש על ידי בעלי המניות אשר נקבע באמצעות שימוש במודל ה- Modified CAPM (Capital Asset Pricing Model) כדלקמן :

$$\text{Modified CAPM: } Ke = Rf + \beta_l * (Rm - Rf) + Rs$$

כאשר :

Rf – הינו שיעור ריבית ריאלית חסרת סיכון. כאומדן לשיעור זה יש לבחון את שיעור התשואה לפדיון של איגרות חוב צמודות מדד של מדינת ישראל לטווח לפדיון ארוך ככל האפשר, נכון למועד ההערכה.

(Rm - Rf) – הינו רכיב פרמיית הסיכון בשוק. כאומדן לשיעור זה יש לבחון את פרמיית הסיכון הנורמטיבית הראויה לשוק הישראלי הנקובה במחקר בדבר פרמיות הסיכון בשוקי ההון של המלומד Aswath Damodaran בעבור השוק הישראלי, נכון למועד ההערכה.

β_l – ה"ביתא" (הממונפת) משקפת את עוצמת התנודתיות בתשואת המניה ביחס לתנודתיות בתשואת תיק השוק והינה המדד ל"סיכון הסיסטמטי" של החברה. בחברה ציבורית מחושבת הביתא על פי גרסיות מול תשואת תיק השוק (בחישוב חודשי) כמשתנה מסביר, ביחס לשערי המניה בחמש השנים שקדמו למועד ההערכה. על פי נתונים אמפיריים שונים עולה כי β_l - מקדם הסיכון השיטתי (ה- Covariance) הממונף, נוטה להיות גבוה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של החברה עולה.



במידה ומניית החברה אינה נסחרת, על מנת לאמוד את ה- β_1 המשתמעת המסוימת של החברה (Specific Implied Beta) יש לבחון את הביתא הממונת הנורמטיבית הראויה לחברה הדומה במאפייניה לפעילות המוערכת, בין היתר ביחס ל- Benchmark ענפי וכן על פי מחקר בדבר אומדני הביתא של המלומד Aswath Damodaran בעבור הענף שבו פועלת החברה, נכון למועד ההערכה.

Rs – הינו שיעור תשואה נוסף, המיוחס למניית החברה ומשקף סיכון ספציפי, לרבות פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר סחירות ו/או נזילות. נתונים אמפיריים ומחקרים שונים מראים כי משקיעים בשוק ההון דורשים לרוב לקבל פרמיית סיכון נוספת בגין השקעה בחברות קטנות, המבטאות את אי הסחירות ו/או הנזילות של השקעתם.

יש לבחון את שיעור הדיסקאונט הראוי להון החברה על פי נתוני החברות המאוגדות במסגרת קטגוריית ה- SIC Code (Standard Industrial Classification) שאליו משתייכת החברה. שיעור זה יכול שיורכב משני פרמטרים: Size Premium (המשקף תוספת תשואה נדרשת לחברות סחירות בהתאם לגודל החברה) הנקוב במחקר שערכה חברת הערכות השווי והמימון התאגידי הגלובלית Duff & Phelps בדבר פרמיות סיכון הגודל בקרב חברות ציבוריות בארה"ב, בעבור קטגוריית הגודל המתאימה לחברה, נכון למועד ההערכה ומ- Specific Premium (המשקף תוספת תשואה נדרשת בהתאם לשיקול דעתו וניסיונו של מעריך השווי).

תהליך ייחוס עודף עלות הרכישה

כחלק מתהליך ייחוס עלות הרכישה יש למדוד ראשית את עלות צירוף העסקים במועד הרכישה בהתאם לשווייה ההוגן (לרבות מכשירים הוניים שהונפקו על ידי הרוכש) וכן עלויות המיחסות במישרין לעסקת הרכישה. בנוסף, במקרים בהם נקבע כי במסגרת עסקת הרכישה תשלם הרוכשת תמורה נוספת המותנית בהתרחשותם של אירועים עתידיים (להלן "תמורה מותנית"), תמורה זו תיכלל כחלק מסך תמורת הרכישה במועד הרכישה, רק אם קיימת הסתברות של מעל ל- 50% ("Probable") כי תמורה מותנית זו תשולם בעתיד וניתן למדוד את שווייה ההוגן באופן מהימן. עדכונים לתמורה המותנית כפי שנכללה בעלות צירוף העסקים יזקפו ליתרת המוניטין עד לתשלום בפועל.

בנוסף, כולל תהליך ייחוס עלות הרכישה את זיהוי וייחוס עודף העלות שנוצר במהלך הרכישה לנכסים מוחשיים, נטו, למועד הרכישה. שווי הנכסים המוחשיים המעוברים במסגרת הרכישה, למעט השקעות החברה בחברות מוחזקות, הינו על פי רוב מצג הנהלת החברה, אשר לא אינו נאמד על ידי מעריך השווי ועל כן רצוי שמעריך השווי לא יחוזה כל דעה בנוגע לו. לאחר התהליך האמור מתבצע זיהוי הנכסים הבלתי מוחשיים שנרכשו במועד הרכישה והערכת שווייה ההוגן. בהתאמה, יש לקבוע את אורך חיי הנכסים הבלתי מוחשיים האמורים. הפער שבין עודף עלות הרכישה לבין השווי ההוגן המצרפי מיוחס למוניטין כערך שאריתי (Residual Value).



בעבודת ייחוס עודף עלות הרכישה יש לפעול תחת הנחת "Market Participant" הנדרשת בתקינה. קרי, יש להעריך את ה"שווי ההוגן" על בסיס שיקולים שהיו ננקטים על ידי רוכשים פוטנציאליים אחרים, הפעילים בשוק בו פועלות החברות ולא על בסיס שיקולים המיוחדים לרוכש בלבד ("Specific Buyer Considerations"). כאמור, הנחה זו עקבית עם הנחיות התקן בנושא.

גישות להערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים

ככלל, קיימות מספר רב של גישות להערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים. מטבע הדברים, לכל גישה יתרונות וחסרונות ויש לנקוט בה בהתאם למידת ישימותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציית ההערכה ומטרתה. שיטות ההערכה השונות מבוססות על אחת משלוש הגישות הכלכליות הגנריות הבאות:

1. גישת ההכנסות

גישה זו נפוצה מאד ונחשבת כמבוססת ביותר, הן מבחינה כלכלית - תיאורטית והן מבחינה מימונית - פרקטית. גישה זו מנתחת ומודדת את התוחלת המהוונת של התמורה הכלכלית התזרימית העתידית (DCF) הצפויה לנבוע מהנכס המוערך. זרמי מזומנים חזויים אלה מהוונים למועד ההערכה על פי שיעור היוון המותאם, בין היתר, למידת הסיכון הגלומה בתחזיות על פני אופק ההיוון. בהערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים על בסיס גישה זו נהוג להשתמש בשיטות הבאות, הנגזרות מהגישה הכלכלית האמורה:

א) "פטור מתמלוגים" ("Relief from Royalty")

על פי שיטה זו מוערך שווי של נכס בלתי מוחשי, על פי היוון תשלומי "התמלוגים הראויים", שהיה בעל הנכס נדרש לשלם לצורך השימוש בנכס לולא היה בבעלותו. שיטה זו משמשת בעיקר להערכת שוויים של נכסים בלתי מוחשיים הרשומים באופן משפטי על שם החברה כגון: מותגים, סימני מסחר, שמות אתרי אינטרנט, מאגרי מידע, פטנטים וכיו"ב.

בהקשר זה, ראוי לצטט מפסק הדין "Ciba-Geigy Corp vs. Commissioner" של בית המשפט האמריקאי למיסים אשר קבע:

"A standard widely recognized in the licensing literature is that the licensor and the licensee share the net profit in ratio of 25 percent and 75 percent, respectively."



מומלץ אם כן כי שיעור זה או קירובים לו, ישקלו כבדיקת סבירות לשיעורי התמלוגים הראויים לנכסים שונים, בהתחשב בין היתר בשיעורים המקובלים (אשר מותנים, בין היתר, בהמצאותן של עסקאות Benchmark מתאימות) ולאחר שקילת פרמטרים נוספים, לרבות מידת תלות החברה בנכס המוערך, פונקציית הרווחיות בחברה, מידת תמהיל פיזור הסיכון בין בעלי הזכויות הרעיוניות השונים ומידת תרומת הנכס המוערך לפעילות הנרכשת ולרווחיותה (ביחד להלן "משתני ההחלטה").

"היוון רווחים עודפים" ("Excess Earnings") (ב)

על פי שיטה זו מוערך שווי הנכס הבלתי מוחשי לפי היוון "הרווחים העודפים" העתידיים המיוחסים לנכס. "רווחים עודפים" מוגדרים כהפרש שבין הרווחים התפעוליים הצפויים מהנכס נשוא ההערכה ובין התשואה ההוגנת על השווי ההוגן של הנכסים התורמים ומשתתפים בפעילות המוערכת ("Contributory Assets"). התשואה ההוגנת על הנכסים נאמדה על בסיס הנחיות ה-AICPA Practice Aid בנושא.

נכסים תורמים אלה כוללים הן נכסים מוחשיים, כגון הון חוזר ורכוש קבוע והן נכסים בלתי מוחשיים כגון מותגים, הסכמים, חוזים והון אנושי מיומן. שיטה זו משמשת לרוב להערכת שוויים של נכסים בלתי מוחשיים מהותיים בעלי זיקה הדוקה לפעילות הנרכשת.

2. גישת השוק

גישה זו אומדת את שווי של הנכס הבלתי מוחשי, נשוא ההערכה, ביחס לנכס בלתי מוחשי "דומה" במאפייניו וביישומיו, על בסיס ניתוח עסקות דומות ככל שניתן בין "קונה מרצון" ו-"מוכר מרצון", בתחומים קרובים ככל שניתן לנכס המוערך. אין הכוונה בהכרח לנכס דומה מבחינה טכנולוגית או שיווקית, כי אם לנכס אשר האפליקציות המסחריות האפשריות הנגזרות ממנו דומות או פונות לשווקים דומים. לעיתים, גם לאחר מחקר מקיף, מידע כזה חסר או אינו מדויק דיו. כתוצאה מכך גישה זו אינה ישימה לעיתים קרובות ועשויה לשמש לרוב כאמת מידה כללית והשוואתית בלבד לתוצאות ההערכה בשיטות אחרות.

3. גישת העלות

גישה זו מודדת את שווי של הנכס הבלתי מוחשי על בסיס עלות ייצורו או על בסיס "עלויות השחלוף" שלו עד למועד ההערכה. בגישה זו מודדים את עלויות פיתוח הנכס הבלתי מוחשי, תוך התייחסות לעלויות אותן הייתה מוציאה "חברה נורמטיבית" בפיתוח האמור, לו התחילה מבראשית, כגון באמצעות שיטת "תוחלת הנזק" (With and Without Method).



גישה זו מבוססת על עקרון כלכלי המניח כי משקיע רציונאלי לא ישלם על נכס יותר מהעלות (לרוב - ההיפותטית) הכרוכה בפיתוח עצמי על ידו, של נכס דומה אשר יספק תועלות כלכליות דומות. עקרון זה לא חל לרוב על נכס בלתי מוחשי ייחודי המוגן משפטית מפני העתקה, כגון פטנט או זכויות יוצרים (אם כי יש לשים לב לגבולות הטריטוריאליים של ההגנה האמורה), או בגין מצב בו "זמן ההגעה לשוק", לאמור ה-TTM של המוצר (ה-Time To Market) הנדרש קצר מאוד, בעוד שזמני הפיתוח של הנכס הבלתי מוחשי התחליפי הינם ארוכים, או כאשר אי הודאות בהצלחת הפיתוח העצמי גבוהה באופן חריג מהמקובל.

גישה זו אינה מכמתת לרוב את השפעתם של משתנים אקסוגניים חיצוניים לנכס הבלתי מוחשי (הקיימים בהווה או אפשריים בעתיד) כגון שינוי בטעמי הציבור או התפתחות מוצלחת של מוצר מתחרה, העלולים להשפיע בצורה משמעותית על שווי של הנכס המוערך. גישה זו גם אינה מביאה בחשבון באופן מלא את אי הודאות המובנית בבסיס תהליכי פיתוח או יצירה חדשניים, הנגרמת מהסיכון לכישלון הפיתוח או מאי-יכולת לעמוד במטרות העסקיות, אשר לשמן פותח או נוצר הנכס הבלתי מוחשי, או את אי הודאות הנובעת מהקושי לאמוד באופן מהימן את היתרונות הכלכליים העשויים לנבוע למחזיק הנכס כתוצאה מיישום מסחרי מוצלח.

גישה זו משמשת לצורך הערכת שווי כוח האדם המיומן בחברה. נכס זה מהווה על פי הכללים החשבונאיים חלק מהמוניטין, אולם אינו מוצג בנפרד. לשם הערכת שוויים של נכסים בלתי מוחשיים אחרים המוערכים באמצעות שיטת ה-Excess Earnings, נדרש להעריך את שווי כוח האדם המיומן בחברה בנפרד.

שווי הטבה בגין הפחתה מוכרת לצורך מס

שוויים ההוגן של הנכסים הבלתי מוחשיים, שהינם ברי פחת לצורך מס, צפוי לכלול את שווי הטבת המס הגלומה ברכישתם. התקנים החשבונאיים מחייבים את הכללתו של רכיב זה, גם בעסקת רכישת נכסים בלתי מוחשיים המבוצעת בדרך של רכישת מניות, אשר אינה מאפשרת בפועל את הפחתת הנכסים לצורך מס. על כן, לשווי הנכסים ברי הפחת לצורך מס, המתקבל בגישת ההכנסות או בגישת העלות, יש להוסיף את שווי הטבת המס המהוונת. אין להוסיף רכיב זה לאמידת השווי על פי גישת השוק, היות ומונח כי הוא מגולם בשווי השוק של הנכסים הדומים, מהם נגזר שווי הנכס נשוא ההערכה.



כך לדוגמא, יש לבחון את הפרדתם של קשרי לקוחות לא חוזיים, רשימת לקוחות ומנויים, מאגרי נתונים, צבר הזמנות, טכנולוגיה שאינה מעוגנת בפטנט וכיוצא בזה. לעומת זאת, על פי גילויי הדעת, כוח עבודה מיומן יחשב כחלק בלתי נפרד מהמוניטין, אף אם הוא בר הפרדה. בתהליך זיהוי הנכסים הבלתי מוחשיים אשר יש להכיר בנפרד מהמוניטין, יש לבחון בין היתר נכסים כאמור.

להלן פרטי המשרד:

משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי מתמחה בביצוע הערכות שווי בלתי תלויות לתאגידים, פרויקטים, מגזרים, נכסים בלתי מוחשיים, מחירי העברה בין חברתיים, נכסים והתחייבויות המועברים בעסקאות עם בעלי עניין/שליטה ומבצע עבודות ייחוס עלויות רכישה (PPA) ותמחור מכשירי הון מורכבים, נגזרים משובצים, איגרות חוב להמרה ואופציות, ESOP ו-409A, יעוץ לחשבונאות גידור ובדיקות אפקטיביות (Effectiveness Tests), זכויות והתחייבויות מותנות, ערבויות, נזיקין ובטוחות. הערכות השווי ניתנות לצרכי אמידת השווי ההוגן, בין היתר בהתאמה לתקני חשבונאות ישראליים, בין לאומיים (IFRS) ואמריקאים (US GAAP) לצרכי הערכות לקראת מיזוגים, רכישות ותהליכי מכירה, לצרכי רשויות המס השונות, כחווה דעת לצרכים משפטיים ומטרות חשבונאיות ועסקיות אחרות. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, חברות ציבוריות ופרטיות בישראל, משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וגופים פיננסיים.

להלן פרטי המשרד:

משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי מתמחה בביצוע הערכות שווי בלתי תלויות לתאגידים, פרויקטים, מגזרים, נכסים בלתי מוחשיים, מחירי העברה בין חברתיים, נכסים והתחייבויות המועברים בעסקאות עם בעלי עניין/שליטה ומבצע עבודות ייחוס עלויות רכישה (PPA) ותמחור מכשירי הון מורכבים, נגזרים משובצים, איגרות חוב להמרה ואופציות, ESOP ו-409A, יעוץ לחשבונאות גידור ובדיקות אפקטיביות (Effectiveness Tests), זכויות והתחייבויות מותנות, ערבויות, נזיקין ובטוחות. הערכות השווי ניתנות לצרכי אמידת השווי ההוגן, בין היתר בהתאמה לתקני חשבונאות ישראליים, בין לאומיים (IFRS) ואמריקאים (US GAAP) לצרכי הערכות לקראת מיזוגים, רכישות ותהליכי מכירה, לצרכי רשויות המס השונות, כחווה דעת לצרכים משפטיים ומטרות חשבונאיות ועסקיות אחרות. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, חברות ציבוריות ופרטיות בישראל, משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וגופים פיננסיים.



להלן פרטי השכלת מעריך השווי מטעם שווי פנימי: מר רועי פולניצר:

בעל תואר MBA (בהצטיינות) במנהל עסקים, תואר BA (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון, מחזיק בהסמכה כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV), בהסמכה כמעריך שווי מימון כמותי (QFV), הסמכה כמודליסט פיננסי וכלכלי (FEM), הסמכה כאקטואר סיכוני שוק (MRA), הסמכה כאקטואר סיכוני אשראי (CRA), הסמכה כאקטואר סיכונים תפעוליים (ORA), הסמכה כאקטואר סיכוני השקעות (IRA), הסמכה כאקטואר סיכוני חיים (LRA) והסמכה כאקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) כולם מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), ובעל הסמכה בינלאומית כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) והסמכה כמנהל סיכונים מוסמך (CRM) מטעם האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM).

להלן פרטי ניסיונו המקצועי של מעריך השווי כאמור

בעלים של משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים. לשעבר מרצה בהערכת שווי תאגידים ומגזרים במט"י חיפה, מרצה בסטטסיטקה ותהליכים סטוכסטיים ביחידה ללימודי חוץ של אוניברסיטת אריאל, מרצה בנגזרות וניהול סיכונים בפקולטה לניהול במכללה האקדמית אחוזה, מרצה בניתוח דוחות כספיים והערכות שווי בבית הספר לכלכלה במכללה האקדמית אשקלון, עוזר מחקר בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית של ד"ר שילה ליפשיץ, ראש תחום הערכות השווי במשרד רואי החשבון רוה-רביד (כיום Russell Bedford ישראל), מנהל סיכונים וראש תחום שווי הוגן של חברת עגן יעוץ אקטוארי פיננסי ועסקי בע"מ, מנהל סיכונים ומודליסט ראשי של ועדת השקעות באוניברסיטת בן גוריון ומרצה בקורסים בתחום ניתוח ניירות ערך ומכשירים פיננסיים וניהול תיקים בקורס הכנה פרטי לבחינות הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים בישראל.