



מתודולוגיה למיסוי בין לאומי – מחירי

העברה בתנאי At Arm's Length

מאת: רועי פולניצר

1. מתודולוגית זיהוי הנכסים

א. עסקאות בינלאומיות בין צדדים קשורים

(1) כללי

בהתאם לסעיף 85 א' לפקודת מס הכנסה, בעסקה בין לאומית שבה מתקיימים בין הצדדים - לעסקה יחסים מיוחדים שבשלהם נקבע מחיר לנכס, לזכות, לשירות או לאשראי, או שנקבעו תנאים אחרים לעסקה, באופן שהופקו ממנה פחות רווחים מאשר היו מופקים בנסיבות העניין, אילו נקבעו המחיר או התנאים בין צדדים שאין ביניהם יחסים מיוחדים, תדווח העסקה בהתאם לתנאי השוק ותחויב במס בהתאם.

ביולי 2010 פרסמה רשות המיסים בישראל נייר עמדה בדבר השלכות מס במקרה של שינוי מבנה עסקי בחברות בעלות מפעל בתחומי הטכנולוגיה. נייר עמדה זה מהווה הבהרה כיצד סעיף 85 א' בא לידי ביטוי במקרה של העברת קניינה הרוחני של חברה ישראלית אל מחוץ לישראל, באופן שבו הרווחים הנובעים מקניין זה יוסטו לחברה תושבת מדינה אחרת.

עקרונות אלו הינם מקבילים לעקרונות המופיעים בקווי ההנחיה אשר נקבעו ע"י הארגון לשיתוף פעולה כלכלי, ה-OECD, לעניין מחירי העברה ("קווי ההנחיה של ה-OECD") בהתאם לפרקים I – III בקווי ההנחיה של ה-OECD, יש לבחון עסקה בין חברות קשורות בינלאומיות בהתאם לעקרון "אורך הזרוע" (At Arm's Length).

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."



שיעור זה או קירובים לו, נשקלים על ידינו, כבדיקת סבירות לשיעורי התמלוגים הראויים לנכסים שונים, בהתחשב בין היתר בשיעורים המקובלים (אשר מותנים, בין היתר, בהימצאותן 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").

(2) עקרון אורך הזרוע (At Arm's Length)

העיקרון הקובע בבחינת מחירי העברה, הן על פי המתודולוגיה אשר נקבעה בקווי ההנחיה של ה-OECD, והן בהתאם להוראות פקודת מס הכנסה, הינו עקרון "אורך הזרוע".

עיקרון זה קובע כי יש לבחון את העסקה בהתאם לשווי הוגן אשר היה נקבע בעסקה דומה, בה הצדדים לעסקה הינם עצמאיים, פועלים על בסיס שווה ואינם מושפעים מהקשר בין החברות.

עיקרון זה מופיע בפרקים I – III בקווי ההנחיה של ה-OECD, בנושא מחירי העברה:

"1.1 This Chapter provides a background discussion of the arm's length principle, which is the international transfer pricing standard that OECD member countries have agreed, should be used for tax purposes by MNE groups and tax administrations... ... 1.3 When transfer pricing does not reflect market forces and the arm's length principle, the tax liabilities of the associated enterprises and the tax revenues of the host countries could be distorted.

Therefore, OECD member countries have agreed that for tax purposes the profits of associated enterprises may be adjusted as necessary to correct any such distortions and thereby ensure that the arm's length principle is satisfied."

ובסעיף 85 א' לפקודת מס הכנסה:

85א. "א) בעסקה בין לאומית שבה מתקיימים בין הצדדים לעסקה יחסים מיוחדים - שבשלהם נקבע מחיר לנכס, לזכות, לשירות או לאשראי, או שנקבעו תנאים אחרים לעסקה, באופן שהופקו ממנה פחות רווחים מאשר היו מופקים בנסיבות הענין, אילו נקבעו המחיר או התנאים בין צדדים שאין ביניהם יחסים מיוחדים (להלן תנאי השוק), תדווח העסקה בהתאם - לתנאי השוק ותחוייב במס בהתאם."



העיקרון קובע כי בעסקה בין לאומית שבה מתקיימים בין הצדדים יחסים מיוחדים תדווח - העסקה בהתאם לתנאי השוק ותחויב במס בהתאם, כאילו נקבעו המחיר או תנאי העסקה בין צדדים שאין ביניהם יחסים מיוחדים. בהתאם יש לבחון האם תנאי העסקה הולמים עסקה בין צדדים בלתי תלויים, ובכלל זה: מחיר הנכס, הזכות לשירות או לאשראי, וכל תנאי אחר רלוונטי.

(3) שינוי מבנה עסקי

במקרה של שינוי מבנה עסקי (Business Restructuring) בין חברות קשורות, הדרך הנכונה ביותר על מנת לקבוע את מהות שינוי המבנה העסקי שבוצע ואתו העסקה שבוצעה, בהתאם למתווה שנקבע על ידי ה-OECD, הינה ביצוע בחינה מעמיקה של מהות הפונקציות, הנכסים והסיכונים שהועברו. כלומר יש לנתח את הפעילות לפני ואחרי שינוי המבנה העסקי על מנת לבחון את מאפייני הפעילות, ואת מיקומם של הפונקציות, הנכסים והסיכונים, וביניהם נכסים בלתי מוחשיים כגון: קשרי לקוחות, זיכיון וכו'. כל זאת, כאמור, תוך שימוש בעקרון "אורך הזרוע".

"9.9 The relevant question under Article 9 of the OECD Model Tax Convention and the arm's length principle is whether there are conditions made or imposed in a business restructuring that differ from the conditions that would be made between independent enterprises... ...9.68 In order to determine whether at arm's length the restructuring itself would give rise to a form of compensation, it is essential to understand the restructuring, including the changes that have taken place, how they have affected the functional analysis of the parties, what the business reasons for and the anticipated benefits from the restructuring were, and what options would have been realistically available to the parties".

(4) שינוי מבנה עסקי לאחר הרכישה

כאשר חברה נרכשה זמן קצר לפני שינוי מבנה עסקי, יש לבחון את מהות השינויים בין שינוי המבנה העסקי וביצוע העסקה. באופן עקרוני, במידה והמכירה בוצעה לצד בלתי תלוי, בתנאי "מוכר מרצון לקונה מרצון", מחיר המכירה רלוונטי מאחר והוא עונה לעיקרון "אורך הזרוע", ובתנאי שניתן לאפיין ולכמת את השינויים שהתרחשו ממועד הרכישה ועד ביצוע שינוי המבנה העסקי וליחס לשינויים אלו שווי הולם:



"9.147 There will also be cases where before-and-after comparisons can be made because the transactions prior to the restructuring were not controlled, for instance where the restructuring follows an acquisition, and where adjustments can reliably be made to account for the differences between the pre-restructuring uncontrolled transactions and the post-restructuring controlled transactions."

בהנחה ומקבלים את מחיר העסקה כמחיר "אורך הזרוע", הכרחי לזהות ולכמת את הפונקציות, הנכסים והסיכונים שאינם מועברים ולנכות את שווים משווי העסקה:

"9.54 In order to determine the arm's length compensation payable upon a restructuring to any restructured entity within an MNE group, as well as the member of the group that should bear such compensation, it is important to identify the transaction or transactions occurring between the restructured entity and one or more other members of the group. This analysis will typically include an identification of the functions, assets and risks before and after the restructuring. It may be important to perform an evaluation of the rights and obligations of the restructured entity under the pre-restructuring arrangement (including in relevant circumstances those existing under contract and commercial law) and of the manner and extent to which those rights and obligations change as a result of the restructuring".

ב. פרמטרים לבחינה

OECD -ה הנחיות ה- (1)

בהתאם להנחיות ה-OECD, בכדי לבחון האם שינוי מבנה עסקי בוצע כעסקה בלתי תלויה בן קונה מרצון למוכר מרצון בלתי תלויים (arm's length), יש לבחון את שינוי המבנה העסקי על בסיס ניתוח הקריטריונים העיקריים הבאים: ניתוח של הפונקציות המבוצעות, הנכסים בהם משתמשים, הסיכונים שהצדדים נוטלים, ניתוח התנאים החוזיים, הנסיבות הכלכליות ואסטרטגיות העסקיות:



"The determination of whether the conditions made or imposed in a business restructuring transaction are arm's length will generally be informed by a comparability analysis, and in particular by an examination of the functions performed, assets used and risks assumed by the parties, as well as of the contractual terms, economic circumstances and business strategies"

בפרק 1 של מסמך קווי ההנחיה מפורטות ההנחיות לבחינה בכל אחד מהקריטריונים :

◀ **מאפייני הנכס** - ניתוח והגדרת הנכסים שהועברו. במסגרת זו יש להתייחס לנכסים מוחשיים ומאפייניהם. במקרה של נכסים בלתי מוחשיים, יש להתייחס לאופי העסקה, לסוג הנכס ולתועלות הצפויות משימוש בנכס.

◀ **ניתוח הפונקציות והסיכונים**

(I) **ניתוח הפונקציות הפועלות** - יש לבצע ניתוח של הפונקציות הקיימות לפני ההעברה והפונקציות המועברות. זיהוי הפעילות המהותית מבחינה כלכלית, מיהו הצד שנושא באחריות, בחובות ובזכויות. חשוב לציין כי ניתוח המבנה הארגוני הינו כלי עזר חשוב לצורך הניתוח הפונקציונאלי אך זיהוי הפונקציות תלוי באחריות והסיכונים שלוקח כל צד.

(II) **בחינת הסיכונים** - יש לבצע ניתוח של הסיכונים השונים, מיהו הצד בעסקה הנושא בסיכונים השונים, סיכוני ההשקעה ברכוש קבוע ובמו"פ, סיכונים פיננסיים, סיכוני אשראי, סיכוני שוק וכו'. חייבים להתקיים קשרי גומלין בין הסיכון שנלקח לתשואה שתידרש על ידי לוקח הסיכון.

(III) **תנאים חוזיים** - יש לבצע ניתוח של התנאים החוזיים בין הצדדים. חוזה העסקה אמור להגדיר מהן הפונקציות המועברות ומהן הפונקציות אשר אינן מועברות. חשוב לציין, כפי שכתוב במפורש בקווי ההנחיה, הניתוח החוזי אינו עומד בפני עצמו, אלא תומך בניתוח הפונקציונאלי לעיל. כמו כן, בקווי ההנחיה מכיר ה-OECD שבפרקטיקה, החוזים הרלוונטיים לרוב לא יהיו זמינים. במקרים אלו וכן במקרים בהם התנאי החוזי לא נאכף, מנחה ה-OECD לבחון את התנהלות החברות וללמוד מכך מהם תנאי האמיניים של העסקה.



(IV) **נסיבות כלכליות** - יש לבצע בחינה לזיהוי הנסיבות והמאפיינים הכלכליים ובכלל זה השוק הרלוונטי, המיקום הגיאוגרפי של הפעילות, גודל השוק, היקף התחרות, המיצוב התחרותי בשוק הפעילות (קונים ומוכרים), זמינות תחליפים, היצע וביקוש, כוח קנייה, השפעות רגולציה ממשלתית על הפעילות, מבנה העלויות, לקוחות קצה, עיתוי העסקה, השלב במחזור העסקי, עונתיות ועוד. מטרת הניתוח של הנסיבות הכלכליות, הינה לבחון האם השינויים בתנאי השוק מקשים על ביצוע ההשוואה בין מצבה של החברה לפני שינוי המבנה העסקי ואחריו.

(V) **אסטרטגיה עסקית** - הדגש בקווי ההנחיה הוא על בחינת התועלות שצפויות מההלך. בהתאם יש לבחון מהו האינטרס העסקי בביצוע שינוי המבנה העסקי. זיהוי האינטרס מסייע בזיהוי הנכסים שהועברו שכן חברה לא תבצע מהלך שינוי מבנה עסקי הכולל העברת נכסים (מוחשיים ובלתי מוחשיים) במידה ומהלך שכזה נוגד את האינטרס העסקי שלה. בניתוח זה יש לבחון מה האינטרס והתועלות לצדדים השונים לביצוע השינויים ומהן החלופות הרלוונטיות מנקודת מבטה שלחברה בלתי תלויה.



2. מתודולוגית הערכת השווי

א. מתודולוגיית ה-OECD

על פי ה-OECD כאשר מושא ההעברה הינו עסק חי, יש לבחון את הפעילות המועברת כעסק חי בכללותו ולא לפי רכיביו מאחר ובמקרים רבים השווי של מכלול של פעילויות המועברות אינו דומה לשווי המצרפי של כל אחת מהפעילויות בנפרד וחישוב כזה עלול לעוות את הערכת השווי:

"9.93 Business restructurings sometimes involve the transfer of an ongoing concern, i.e. a functioning, economically integrated business unit. The transfer of an ongoing concern in this context means the transfer of assets, bundled with the ability to perform certain functions and bear certain risks. Such functions, assets and risks may include, among other things: tangible and intangible property; liabilities associated with holding certain assets and performing certain functions, such as R&D and manufacturing; the capacity to carry on the activities that the transferor carried on before the transfer; and any resource, capabilities, and rights. The valuation of a transfer of an ongoing concern should reflect all the valuable elements that would be remunerated between independent parties in comparable circumstances. For example, in the case of a business restructuring that involves the transfer of a business unit that includes, among other things, research facilities staffed with an experienced research team, the valuation of such ongoing concern should reflect, among other things, the value of the facility and the value (if any) of the workforce in place that would be agreed upon at arm's length.

9.94 The determination of the arm's length compensation for a transfer of an ongoing concern does not necessarily amount to the sum of the separate valuations of each separate element that comprises the aggregate transfer. In particular, if the transfer of an ongoing concern comprises multiple contemporaneous transfers of interrelated assets, risks, or functions, valuation of those transfers on an aggregate basis may be necessary to achieve the most reliable measure of the arm's length price for the ongoing concern. Valuation methods that are used, in acquisition deals, between independent parties may prove useful to valuing the transfer of an ongoing concern between associated enterprises.



9.95 An example is the case where a manufacturing activity that used to be performed by M1, one entity of the MNE group, is re-located to another entity, M2 (e.g. to benefit from location savings). Assume M1 transfers to M2 its machinery and equipment, inventories, patents, manufacturing processes and know-how, and key contracts with suppliers and clients. Assume that several employees of M1 are relocated to M2 in order to assist M2 in the start of the manufacturing activity so relocated. Assume such a transfer would be regarded as a transfer of an ongoing concern, should it take place between independent parties. In order to determine the arm's length remuneration, if any, of such a transfer between associated enterprises, it should be compared with a transfer of an ongoing concern between independent parties rather than with a transfer of isolated assets."

לפיכך, יש לבחון את מושא ההעברה כמכלול וכהגדרתה של "מכירה" בסעיף 88 לפקודת המס, ולא כהעברה של נכסים בלתי מוחשיים נפרדים. על מנת להגיע למחיר אורך הזרוע עבור הפעילות המועברת יש לנסות להעריך את המחיר אותו הייתה החברה מבקשת בגין מכירת הפונקציות, הנכסים והסיכונים לחברה דומה לרוכשת/מתחרה של הרוכשת, בלתי קשורה, בעסקה תיאורטית של קונה מרצון ומוכר מרצון לצד בלתי קשור, אילו הייתה מבצעת אותה בנקודת זמן בודדת במקום לאורך תקופה.

ב. קביעת שיטת הערכה

קביעת שווי אורך הזרוע חייבת להיקבע בהתאם לשיטה המתאימה ביותר לכך, בהתחשב במאפייני העסקה הספציפיים. קביעת השיטה הנבחרת הינה בעלת חשיבות גבוהה ביותר. בהתאם לתקנות מס הכנסה, עסקה בין לאומית תשווה לעסקאות דומות לפי אחת מהשיטות הבאות להלן ובהתאם להיררכיה הבאה:

1) שיטת השוואת המחיר ("CUP- Comparable Uncontrolled Price Method")

שיטת השוואת המחיר היא שיטה המשווה בין המחיר שנקבע בעסקה לבין המחיר שנקבע בעסקה דומה עם צדדים בלתי קשורים. שיטה זו הינה השיטה המועדפת על פי תקנות מס הכנסה 78. בהתאם לחוזר מס הכנסה מס' 3/2008 בנושא מחירי העברה, השיטה מחייבת זהות במאפייני ההשוואה, אולם ניתן להשתמש בשיטה זו גם כאשר ההבדלים מזעריים, ההבדלים זהו והשפעתם נוטרלה. שימוש בשיטה זו נעשה על פי רוב הן על בסיס עסקאות דומות שנעשו בשוק ומחירי שוק של חברות דומות, להלן "שיטת המכפילים" והן על בסיס עסקת הרכישה המקורית כעסקה דומה (מאחר ומדובר בעסקה דומה שהתבצעה בין צדדים בלתי תלויים).



יש לשים לב כי שימוש בשיטת המכפילים אינו עונה באופן מלא על הגדרת שיטת "השוואת המחיר" מאחר ומדובר במגוון עסקאות דומות המספקות אומדן לשווי ואין מדובר בעסקאות זהות. כיוון שכך, להערכתנו שיטה זו לעיתים פחות מהימנה משיטות אחרות (ראו פירוט בהמשך) לאומדן שווי אורך הזרוע ויש להשתמש בה כאינדיקציה בלבד.

(2) שיטת שיעור הרווחיות

שיטת שיעור הרווחיות משווה מדדי שיעור רווחיות בין העסקה הנידונה ועסקאות בודדות דומות או פעילות של גופים העסוקים בתחומים דומים. מדד הרווחיות יקבע בהתאם לנסיבות העניין, כך שהמדד וההשוואה יסקפו בצורה מיטבית את מאפייני העסקה. מדדי שיעור הרווחיות שנקבעו בתקנות הינם:

← **רווח בשיעור קבוע המתווסף לעלויות הישירות.**

← **רווח גולמי בשיעור קבוע מהמכירות.**

במידה ולא ניתן לקבוע את שיעור הרווח בשיטות דלעיל, מדד רווחיות אחר כולל יחס רווח תפעולי למכירות או יחס רווח לנכסים, להתחייבויות, להון או מדד רווחיות אחר המתאים ביותר בנסיבות העניין

(3) שיטת חלוקת הרווח ("Profit Split Method")

שיטת חלוקת הרווח מחלקת את הרווח או הפסד מהעסקה הקשורה על ידי הגדרת תרומתו של כל צד לעסקה, לרווח שנוצר. תרומה זו חייבת להיקבע, בין היתר, באופן אשר ישקף את הפונקציות אשר בוצעו, הסיכונים שנלקחו, המשאבים שהועסקו והעלויות ששולמו על ידי כל צד לעסקה. שיטה זו מתאימה לבחינת רווחיות בעסקאות בהן תרומתו של צד אחד שלובה בתרומתו של הצד השני, כלומר, הצדדים הקשורים פועלים כיחידה כלכלית אחת בעסקה של מיזם משותף. בהתאם להוראות לחוזר מס הכנסה מס' 3/2008 בנושא מחירי העברה, קיימות שתי שיטות מקובלות לחלוקת הרווח:

← **רווח בר השוואה** - מציאת אחוז הרווח של כל צד בעסקאות דומות, ויחוס הרווח התפעולי המאוחד של העסקה הבין לאומית באופן יחסי בין הצדדים הקשורים.

← **הרווח העודף** - ייחוס הרווח מתבצע בשני שלבים:

(I) ניתוח התשומות שמשקיעים הצדדים הקשורים בעסקה הבין לאומית, וזיהוי תשומות שגרתיות (תשומות הדומות לתשומות שמשקיעים צדדים שאינם קשורים בעסקאות מקבילות), וחלוקת הרווח המקובל בשוק בהתאם לתשומות שזוהו.

(II) הקצאת הרווח המאוחד העודף בין הצדדים בעסקה, בהתאם לתשומות הלא שגרתיות של כל צד בעסקה.



4) שיטות אחרות

במידה ולא ניתן להשתמש באחת השיטות שפורטו עד כה, ניתן להשתמש בכל שיטה אחרת המתאימה בנסיבות העניין לצורך השוואה בין העסקה הבינלאומית לעסקאות דומות. השימוש בשיטות האחרות יעשה רק לאחר שכל השיטות שצינו לעיל לא הניבו מידע מהימן או שאינן ישימות. דוגמא לשיטה אחרת הינה חישוב שווי הנכס המועבר באופן עצמאי על בסיס ההנחות והניתוח שעל בסיסו בוצעה הרכישה בפועל, להלן "שיטת ה-DCF".

ג. שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF)

שיטת הערכת השווי המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flows) לפיה, שווי הכלכלי של נכס נובע מתזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגינו. בשיטה זו ניתן להעריך את הפעילות העסקית כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (לרבות מוניטין), בין היתר באמצעות עריכת תחזיות לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הצמיחה והערכת סביבת הסיכון בה היא פועלת.

כאינדיקציה לסבירות הערכת השווי מומלץ לבחון את תוצאות העבודה על בסיס שיטת המכפיל. שיטת המכפיל ישימה לרוב לשם קבלת אומדן אינדיקטיבי לשווי המוערך, אך אינה מהווה לרוב שיטת אמידה מדויקת. יתרונה העיקרי של השיטה הינו פשטותה ומהירותה ביחס לשיטות אחרות. חסרונה העיקרי של השיטה הינו היעדר התחשבות אפשרית בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על אומדן השווי המסוים של הפעילות המוערכת, בשונה מפעילויות אחרות מתחום דומה, לרבות שוקי יעד שונים, שיעור צמיחה, שינוי בתמהילי ההכנסות, ההוצאות או מבני הון שונים.

לשם היוון תזרים המזומנים העתידי לכל תקופה החתך, יש לקבוע את מחיר ההון המשוקלל של החברה (WACC- Weighted Average Cost of Capital), דהיינו, הממוצע המשוקלל של כלל מקורות המימון של פעילות החברה אשר נקבע כדלקמן:

$$WACC = Ke * E / (E + D) + Kd (1 - T) * D / (E + D)$$



כאשר:

- D הינו שווי החוב, אשר מונח כמשקף בקירוב את עלותו הפנקסנית בספרי החברה.
- K_e הינו שיעור התשואה על ההון העצמי ארוך הטווח הראוי לחברה, כפי שיקבע להלן.
- K_d 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 (K_e) הינו שיעור ההיוון הנדרש על ידי בעלי המניות אשר נקבע באמצעות שימוש במודל ה- Modified CAPM (Capital Asset Pricing Model) כדלקמן:

$$\text{Modified CAPM: } K_e = R_f + \beta_l * (R_m - R_f) + R_s$$

כאשר:

R_f – 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.

$(R_m - R_f)$ – 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 הממונפת 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).

בהמשך להערכת שווי הפעילות על פי שיטת ה- DCF, מומלץ לבחון את שווי פעילותה של החברה על פי שיטת המכפיל. לשם כך, יש לבחון בצורה השוואתית חברות ציבוריות הדומות לחברה ככל האפשר במונחי פעילות והתואמות בקירוב להיקף החברה. מומלץ ביותר לבחון פרמטרים כמותיים של חברות המדגם כגון שווי שוק, EBITDA וסך מכירות.



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 היערכות לקראת מיזוגים, רכישות ותהליכי מכירה, לצרכי רשויות המס השונות, כחוות 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 בסטטיסטיקה ותהליכים סטוכסטיים **ביחידה ללימודי חוץ של אוניברסיטת אריאל**, מרצה בנגזרות וניהול סיכונים בפקולטה לניהול **במכללה האקדמית אחוה**, 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 **רווה-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 ובניהול תיקים בקורס הכנה פרטי לבחינות הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים בישראל.