



הערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים: עקרונות העומדים מאחורי עבודות ייחוס עודף עלות (PPA)

מעריך השווי המוערך [האקטואר רועי פולניצר](#) סוקר את העקרונות העומדים מאחורי עבודות ייחוס עודף עלות.

מבוא

עבודות ייחוס עודף עלות (PPA - Purchase Price Allocation) הן תהליכים (Fair Values) ולא על ערכים בספרים (Book Values). לפיכך, נכסים והתחייבויות נמדדים לפי ערכם ההוגן, גם כאשר קיים פער מהותי בינם לבין הערכים החשבונאיים. עקרון זה מדגיש כי מטרת עבודות ייחוס עודף עלות, איננה "יישור קו" חשבונאי, אלא שיקוף נאמן של המציאות הכלכלית במועד הרכישה.

עלות הוא הדרישה לזהות ולהפריד נכסים בלתי מוחשיים מזוהים מהמוניטין. נכס ייחשב מזוהה אם מתקיים לפחות אחד מהנכסים:

- ניתן להפרידה ומכירה בנפרד; או
- נובע מזכויות חוזיות או משפטיות

עקרון זה מוביל לזיהוי נכסים בלתי מוחשיים כגון: קשרי לקוחות, טכנולוגיה מפותחת מותגים, שמות מסחריים, פטנטים וזכויות שימוש.

עבודות ייחוס עודף עלות (PPA - Purchase Price Allocation, הקצאת מחיר הרכישה) מהוות שלב מרכזי ובלתי נפרד מטיפול חשבונאי וכלכלי בעסקאות מיזוג ורכישה. מטרתן העיקרית של עבודות אלה היא פירוק שווי העסקה הכולל למרכיביו הכלכליים, באמצעות ייחוס השווי לנכסים ולהתחייבויות המזוהים שנרכשו, בהתאם לשוויים ההוגן, והקצאת היתרה לנכס שאריתי - המוניטין. מעבר להיתרן דרישה חשבונאית לפי תקן חשבונאות ישראלי מספר 20, תקן דיווח כספי בינלאומי IFRS 3R ותקן חשבונאות אמריקאי ASC 805, עבודות ייחוס עודף עלות נשענות על עקרונות כלכליים ואקטואריים עמוקים, אשר נועדו לשקף בצורה נאמנה את מקורות יצירת הערך בעסקה, את רמות הסיכון השונות של הנכסים, ואת חלוקת התשואות בין מרכיבי הפעילות. מאמר זה סוקר את העקרונות המרכזיים העומדים בבסיס עבודות ייחוס עודף עלות ומציג את ההיגיון הכלכלי שמאחוריהן.

עקרון ההתאמה בין מבנה העסקה למהות הכלכלית

בעבודות ייחוס עודף עלות יש לבחון את מבנה העסקה בפועל, לרבות מנגנוני Earn-Out, תמורה מותנית והתחייבויות תלויות, ולהתאים את ייחוס השווי למהות הכלכלית האמיתית של העסקה ולא רק למבנה המשפטי שלה. מרכיבים מותנים בתמורה עשויים לשקף סיכון עתיד או ציפיות לצמיחה, ולכן יש לנתח האם הם מייצגים נכס, התחייבות או רכיב שאריתי המשפיע על המוניטין.

עקרון השארית כמנגנון איזון ולא כמקור ערך עצמאי

המוניטין, כנכס שאריתי, אינו מוערך באופן ישיר ואינו מהווה מנוע ערך עצמאי. הוא משקף את הערך שנותר לאחר ייחוס שווי לכל הנכסים והתחייבויות המזוהים, ומשמש מנגנון איזון כלכלי. עיקרון זה מחייב זהירות יתרה, שכן מוניטין גבוה מדי עשוי להעיד על זיהוי חסר של נכסים או על הנחות אופטימיות יתר על המידה.

עקרון זיהוי נכסים בלתי מוחשיים לפי תרומתם הכלכלית

לא כל נכס בלתי מוחשי יזוהה במסגרת עבודת ייחוס עודף עלות, אלא רק נכסים אשר תרומתם הכלכלית ניתנת לבידוד ולהערכה מהימנה. תהליך הזיהוי נשען על ניתוח תרומתם של הנכסים ליצירת תזרימי מזומנים, ולא על קיומם הפורמלי בלבד. עקרון זה מחייב הבחנה בין נכסים מהותיים לבין נכסים תומכים או זניחים, אשר תרומתם כבר מגולמת בפעילות הכוללת.

עקרון ההיררכיה של סיכון ותשואה

עבודות ייחוס עודף עלות נשענות על ההבנה כי נכסים שונים מגלמים רמות שונות של סיכון, ובהתאם גם דורשים תשואות שונות. לפיכך, תהליך ייחוס עודף עלות העלות מחייב מיפוי של היררכיית הנכסים, קביעת שיעורי תשואה נדרשים לכל נכס והקצאת תזרימים ותשואות בהתאם. עיקרון זה בא לידי ביטוי במודלים כגון WARA ובשיטות להערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים כמו רווחים עודפים (MPEEM) והפטר מתמלוגים (Relief from Royalty).

עקרון ייחוס הרווחיות העודפת לנכסים מניבי ערך

במסגרת עבודות ייחוס עודף עלות, רווחיות עודפת (Excess Earnings) מיוחסת אך ורק לנכסים ליבה המהווים מנועי ערך מרכזיים. נכסים תורמים, כגון הון חוזר, רכוש קבוע או נכסים בלתי מוחשיים משניים, זכאים לתשואה הוגנת בלבד. עיקרון זה מונע ייחוס יתר של רווחיות לנכסים שאינם נושאים בסיכון הכלכלי המרכזי של הפעילות.

עקרון ה-Standalone Value

כל נכס במסגרת עבודת ייחוס עודף עלות מוערך על בסיס Standalone Value, כלומר, השווי הכלכלי שלו כחידה נפרדת (העומדת בפני עצמה), בהנחה שהוא מוחזק ומופעל על ידי משתתף שוק טיפוסי. עיקרון זה מונע ספירה כפולה (Dubble Counting) של השווי, ייחוס יתר של סינרגיות לנכסים מזוהים וטשטוש בין נכסים מזוהים לבין מוניטין.

עקרון ההימנעות מספירה כפולה של ערך

אחד הסיכונים המרכזיים בעבודות ייחוס עודף עלות הוא ספירה כפולה של ערך, בעיקר בנכסים בלתי מוחשיים בעלי חפיפה כלכלית (כגון מותג וקשרי לקוחות). לפיכך, יש לוודא כי כל מקור שווי מיוחס לנכס אחד בלבד, וכי תרומות חופפות נלקחות בחשבון פעם אחת בלבד במסגרת המודל הכלכלי.

עקרון השימוש במתודולוגיה מותאמת לכל סוג נכס

אין שיטת הערכת שווי אחת המתאימה לכל הנכסים הבלתי מוחשיים במסגרת עבודת ייחוס עודף עלות הבחירה בין שיטות כגון הפטר מתמלוגים, רווחים עודפים, פרמיה עודפת, שיטת העלות או שיטת שוק נעשית בהתאם לאופי הנכס הבלתי מוחשי, לרמת הבשלות שלו ולזמינות המידע. ישנם שיטה שאינה מותאמת למהות הנכס עלול להוביל לתוצאה כלכלית שאינה סבירה או שאינה ניתנת להגנה מקצועית.

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 המשפטיים (בהסכמת מ"מ נשיאת בית המשפט העליון) לכהן כחבר בוועדה לבחירת כלכלנים (מעריכי שווי) מטעם בתי המשפט בתפקיד נציג איגוד הערכות שווי מוכר בישראל ומיינו מהנהלת בתי המשפט לתפקיד מומחה מטעם בתי המשפט בתחום המומחיות כלכלה (הערכות שווי).

עקרון בדיקת סבירות באמצעות WARA

שיעור התשואה הממוצע המשוקלל על נכסי הפירמה (WARA) משמש ככלי בקרה מרכזי בעבודות ייחוס עודף עלות. התאמה בין WARA לבין מחיר ההון המשוקלל של הפירמה (WACC) מהווה אינדיקציה לכך שייחוס התשואות בין הנכסים בוצע באופן עקבי וללא ייחוס חסר או עודף של סיכון. סטייה בלתי מוסברת מצביעה על בעיה מבנית בהקצאת הערכים.

מהי עבודת ייחוס עודף עלות?

עבודת ייחוס עודף עלות (הקצאת מחיר הרכישה) היא תהליך המתרחש בכל פעם כאשר חברה רוכשת פעילות, אם במסגרת רכישת מניות או לחילופין במסגרת רכישת פעילות. במסגרת עבודת ייחוס עודף עלות יש לייחס את עלות הרכישה תחילה לנכסים ולהתחייבויות המוחשיים של הגוף הנרכש ולאחר מכן לנכסים והתחייבויות הלא מוחשיים של הגוף הנרכש לרבות המוניטין. ייחוס עודף עלות הרכישה לנכסים בלתי מוחשיים מבוצע בשלושה שלבים:

- זיהוי הנכס/ההתחייבות (Identification).
- תמחור הנכס/ההתחייבות (Fair Value).
- קביעת אורך החיים הכלכלי להפחתה (Useful lives) ושיטת ההפחתה המתאימה.

€m	€m	הקצאת מחיר הרכישה
260		מחיר הרכישה
	132.5	נכסים מוחשיים
	64.0	מותגים
	72.0	קשרי לקוחות
	26.0	מאגרי מידע
	3.0	צבר הזמנות
	297.5	סה"כ שווי הוגן נכסים מזוהים
	(85.0)	שווי הוגן התחייבויות פיננסיות
		סה"כ שווי הוגן של נכסים מזוהים (נטו)
(212.5)		מוניטין ברכישה
47.5		

מהות עבודת ייחוס עודף עלות

אבן היסוד של עבודת ייחוס עודף עלות היא עקרון השווי ההוגן, לפיו כל נכס והתחייבות נמדדים לפי המחיר שבו היו מוחלפים בין צדדים. בלתי תלויים, בעסקה רגילה, במועד הרכישה. עיקרון זה מחייב הערכה מנקודת מבט של משתתף שוק, התעלמות משיקולים סינרגטיים ייחודיים לרוכש ושימוש בהנחות שוק חלף הנחות סובייקטיביות.

עקרון הזיהוי וההפרדה (Identifiability)

אחד העקרונות המרכזיים בעבודות ייחוס עודף