

# קביעת שיעור הנכיון הראוי להיוון אובדן רווחים עתידיים בתביעות נזקים מסחריים



האקטואר רועי פולניצר מסביר כי לבחירת שיעור הנכיון המשמש להיוון אובדן רווחים עתידיים בתביעות נזקים מסחריים השפעה מהותית על גובה הנזק שייפסק לתובע

**ב**מקרים של הפרות חוזים מתרחשים נזקים מסחריים המביאים להגשת תביעות בגין אובדן רווחים עתידיים. אובדן רווחים עתידיים הוא נזק כלכלי הנגרם כתוצאה מהפרעה לעסק. נזקים מסחריים יכולים להיות תוצאה של מגוון גורמים לרבות הפרת חוזה, מעשים רשלניים, נזק פיזי לרכוש העסק ועוד.

שיעור תשואה מוגדר כשינוי בערך הממומש או החזוי של השקעה, המתבטא כאחוז מאותה השקעה, בעוד ששיעור נכיון מוגדר כשיעור תשואה המשמש על מנת להמיר סכום כספי מסוים לערך נוכחי. שיעורי הנכיון, המשמשים בחישובי אובדן רווחים עתידיים, נקבעים כרגיל על בסיס לאחר מס. על שיעור הנכיון לכלול הן את שיעור הריבית הריאלית חסרת הסיכון (על מנת לתת ביטוי לערך הזמן של הכסף) והן רכיבי פרמיות סיכון (על מנת לבטא את מכלול הסיכונים הפיננסיים והעסקיים המרכיבים בהשגת הרווחים האבודים העתידיים).

לבחירת שיעור הנכיון השפעה מהותית על הערך הנוכחי של אובדן הרווחים העתידיים ובכך על גובה הנזק שייפסק לתובע. הטבלה המצורפת מספקת דוגמא לעוצמת ההשפעה האמורה.

בעת קביעת שיעור הנכיון הראוי יש להתחשב גם במטרת פיצויי הנזיקין – השבת מצבו של התובע לקדמותו. דהיינו, על התובע לקבל לא יותר ולא פחות ממה שצריך על מנת להשיב את מצבו לקדמותו. אמנם מקובל שבתי המשפט פוסקים פיצויי נזיקין על מנת להשיב את מצבו של התובע לקדמותו, אך ייתכנו גם מצבים שבהם הנזק יהיה מוגבל בגובהו בחוק. במצבים אחרים החוק עשוי לאפשר לתובע אף לקבל יותר מאובדן הרווחים העתידיים, כמו במקרים ה"מרקנים" את הנתבע מרווחיו (עשיית עושר ולא במשפט).

## שלוש גישות

ישנה מעט הנחיה בספרות המקצועית ובפסיקה בנושא בחירת שיעור הנכיון הראוי להיוון אובדן הרווחים העתידיים. למרות זאת, מומחים פיננסיים קובעים את שיעור הנכיון הראוי להיוון אובדן רווחים העתידיים באמצעות אחת משלוש הגישות הבאות:

1. שימוש בתחזית מסוכנת של אובדן הרווחים העתידיים והיוונה בשיעור נכיון גבוה יותר (המביא בחשבון הן את הדיסקאונט עבור העובדה שהרווחים האבודים העתידיים אמורים היו להגיע אי שם בעתיד, והן את הדיסקאונט הנובע מהסיכון שהרווחים האבודים העתידיים לא

יגיעו בכלל).

2. שימוש תחזית פחות מסוכנת (שמרנית) של אובדן הרווחים העתידיים והיוונה בשיעור נכיון נמוך יותר.

3. שימוש בשיעור נכיון בהתבסס על האופן שבו ישקיע התובע את פיצויי הנזיקין והפעלת שיעור נכיון זה על תחזית "ודאית באופן סביר" של אובדן הרווחים העתידיים.

הגישה הראשונה והגישה השנייה לקביעת שיעור הנכיון מקבילות לאופן קביעת שיעור הנכיון במתודולוגיית היוון תזרימי המזומנים (DCF) המשמשת בהערכות שווי של עסקים, בעוד שהגישה השלישית מתמקדת בחזרו ההשקעה של התובע על כספי פיצויי הנזיקין.

הגישה השלישית, מציעה למעשה לבחון כיצד ניתן לצפות מהתובע "להשקיע" באופן סביר את כספי פיצויי הנזיקין בגין אובדן הרווחים העתידיים.

מהטבלה המצורפת עולה כי אם התובע מצפה להשקיע באופן סביר את כספי פיצויי הנזיקין שיקבל היום לפי שיעור נכיון של 10%, אזי הוא יקבל היום פיצויי נזיקין בגובה של 285,251 ₪ והוא ישקיע אותם מחדש בתשואה של 10% – על מנת לפצות על אובדן הרווחים העתידיים של 330,000 ₪ במהלך שלוש השנים הבאות.

כספי פיצויי נזיקין שיהוונו לפי שיעור נכיון של 5% אך יושקעו מחדש בשיעור תשואה של 10% (מצב המכונה אגיו) – יהוו פיצוי יתר. מאידך, כספי פיצויי נזיקין שיהוונו לפי שיעור נכיון של 20% אך יושקעו מחדש בשיעור תשואה של 10% (מצב המכונה דיסאגיו) – יהוו פיצוי חסר.

## אמות מידה השוואתיות

ככלל, קיימות מספר אמות מידה השוואתיות (Benchmarks) לשיעורי הנכיון הראויים לתביעות נזקים מסחריים:

- תשואה על השקעה שמרנית
- תשואה על סלי השקעה
- מחיר החוב הנורמטיבי של החברה
- מחיר ההון המשוקלל של החברה
- התשואה על ההון העצמי של החברה

- תשואה על השקעה הדומה לעסק שנהרס

מטבע הדברים, לכל אחת מאמות המידה לעיל יתרונות וחסרונות ויש לנקוט בה בהתאם למידת ישימותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציית ההערכה ומטרתה. לאמור – בחירת שיעור נכיון בכל תביעה ספציפית תלויה בעובדות ובעילות המשפטיות. כמו כן בעת קביעת שיעור הנכיון יש לתת את הדעת לשאלות כגון:

- האם התובע נפגע חלקית, הווה אומר, האם ביכולתו להשקיע מחדש את כספי פיצויי הנזיקין בחברה?
- במידה והתובע נפגע כליל, נשאלת השאלה האם ראוי להניח שהוא ישקיע את כספי פיצויי הנזיקין בהשקעה אחרת הדומה לעסק שנהרס?

## רווחים על בסיס לפני מס

בניגוד להערכת שווי של עסק, שבה שווי העסק, נקבע תוך שימוש בתזרימי מזומנים לאחר מס, המהוונים בשיעור נכיון לאחר מס, הרי שבכימות נזקים מסחריים, שווי אובדן הרווחים העתידיים, נקבע תוך שימוש ברווחים לפני מס, מהוונים בשיעור נכיון לאחר מס וזאת על מנת למנוע "כפל מס". "כפל המס" נובע מהעובדה שפיצויים נזקים מסחריים חייבים במס וכי על מימוש פסק הדין או על הסכם הפשרה שיושג יוטל מס – בין אם החישוב בוצע על בסיס לפני מס ובין אם יחושב על בסיס לאחר מס. על כן, יש לחשבו על בסיס לפני מס.

למעשה הפרקטיקה של כימות נזקים מסחריים מתנגשת עם התיאוריה המימונית הגורסת כי שוויו כלכלי, הנקבע תוך שימוש בתזרימי מזומנים לאחר מס, המהוונים בשיעור נכיון לאחר מס – חייב להיות שווה מטעמי היעדר ארביטראז' כמובן – לשווי הנקבע תוך שימוש בתזרימי לפני מס, מהוונים בשיעור נכיון לפני מס.

הכותב הינו הבעלים ומעריך השווי הראשי של פירמת הייעוץ "שווי פנימי" - מעריכי שווי בלתי תלויים ומכהן כיו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA).

## השפעת שיעורי הנכיון על אובדן הרווחים העתידיים (במוסכמת אמצע השנה)

שיעור הנכיון	הערך הנוכחי של 330,000 ₪ לפי שיעור נכיון של 5%	הערך הנוכחי של 330,000 ₪ לפי שיעור נכיון של 10%	הערך הנוכחי של 330,000 ₪ לפי שיעור נכיון של 20%
100,000 ₪ + 110,000 ₪ + 120,000 ₪	306,048 ₪	285,251 ₪	251,040 ₪