

הערכת שווי תמורה מותנית בעסקאות מיזוגים ורכישות

מאת : נתנאל חסון ורועי פולניצר

עסקאות מיזוג ורכישה (M&A) הן עסקאות מגוונות אשר ניתן לבצען במספר רב של אופנים ואפיונים, תוך הסתייעות במספר רב של מנגנונים משפטיים מורכבים. אחת הסוגיות המרכזיות אשר נידונות בין הצדדים הינה אופי התמורה. לעיתים מסכימים הצדדים על דחייה והתניה של חלק מהתמורה כפונקציה של הגעת הפעילות הנרכשת ליעדים עסקיים עתידיים. מנגנונים של תמורה מותנית (Earn Out) השכיחים בשנים האחרונות, מדגישים את החשיבות בהגעה להסכמה על יעדים הניתנים לכימות אובייקטיבי ומדיד וזאת על מנת לנסות ולצמצם מחלוקות עתידיות.

א. מבוא

בבואנו לגבש מתווה מיטבי של עסקת מיזוג ורכישה (M&A), קיימים שיקולים רבים המשפיעים על החלטה בדבר מתווה העסקה ועל מנגנוניה המשפטיים. קצרה היריעה מלפרט את מכלול השיקולים המשפטיים, המיסויים, התזרימיים, הארגוניים ועוד, הנשקלים בעת החלטה על אופי העסקה, המבנה התאגידי שלה ועל המנגנונים העסקיים המגולמים בה אשר מטרתם למקסם את התועלות של הצדדים המעורבים.

מן הסתם, אחת הסוגיות המשמעותיות בעסקה נוגעת לאופי התמורה, ולצורות בה היא משולמת (וזאת בנפרד משאלת סך התשלום).

בתמצית נציין כי קיימים שלושה מתווים עיקריים לביצוע העסקה: (1) עסקה לרכישת מניות במסגרתה הגורם הרוכש קונה מניות של התאגיד הנרכש; (2) עסקה לרכישת פעילות ("עסקת נכסים") במסגרתה הגורם הרוכש קונה פעילות מסחרית, לרבות נכסים, מאת התאגיד המוכר; ו- (3) עסקת מיזוג (רגיל או הופכי) במסגרתה התאגיד הנרכש נבלע בתוך התאגיד הרוכש ולמעשה חדל מלהתקיים תוך שפעילותו מוטמעת בתוך הפעילות של התאגיד הרוכש. בכל אחד מהמתווים, ניתן לבצע תשלום בין במזומן ובין במניות של התאגיד הרוכש, וכמובן שניתן לשלב בין שתי צורות התשלום.

סוגיה נוספת הנוגעת לתמורה ולאופן תשלומה הינה יישום מנגנון של תמורה מותנית (Earn Out), לפיו חלק מהתמורה ישולם למוכר בכפוף לעמידתה של הפעילות הנרכשת ביעדים עסקיים מוסכמים.

ב. Earn Out - השיקולים ביישום המנגנון

לכאורה, שיקולי הרוכש ביישום מנגנון של תמורה מותנית ברורים ואף טריוויאליים. הרוכש תמיד יעדיף לדחות חלק מהתמורה, ולהתנות אותה בהגעה ליעדים עסקיים תוך פרק זמן

מוגדר. פעמים רבות במסגרת בדיקות נאותות שעורך הרוכש, הוא מגלה משתנים מגוונים, היכולים להשפיע באופן דרמטי על התוצאות העסקיות של הפעילות הנרכשת: גורמים מתחרים, קניין רוחני קריטי להמשך הפעילות הנרכשת, בלאי של נכסים משמעותיים, חשיבותם של עובדים בכירים וכיו"ב. בסיטואציות כאלו, הרוכש יחפש דרכים להפחית סיכון על מנת לוודא כי התמורה אותה הוא משלם המבוססת על תוצאות העבר, תהיה משתלמת לרוכש גם על בסיס התוצאות העסקיות העתידיות בתקופה שלאחר סגירת העסקה.

יתרון משמעותי נוסף לרוכש בדחיית התשלום הוא יתרון תזרימי-מימוני. מן הסתם, עדיף לרוכש לדחות חלק מתשלומי התמורה ולפרוס אותם על פני שנים אחדות. הדבר מקטין את עלות המימון הראשוני הנדרש לביצוע העסקה, ואף מאפשר לממן חלק משתלומי התמורה על ידי ההון החוזר מהפעילות הנרכשת.

חשוב לציין כי גם למוכר יכול להיות יתרון בעצם התניית חלק מהתמורה בביצועים עתידיים, וזאת במקרים בהם המוכר צופה כי ביצועי הפעילות הנמכרת צפויים להשתפר. במסגרת המו"מ, למוכר יהיה קל יותר לשכנע את הרוכש לשקף את השיפור בביצועי הפעילות הנרכשת ולדרוש תמורה גבוהה יותר, ובלבד שהדבר יהיה מותנה בהשגת היעדים בפועל. במקרים בהם המוכר (ומי מטעמו) ממשיך לכהן פרסונאלית בתפקידים בכירים בחברה לאחר השלמת העסקה, הדבר יקל עליו להמשיך ולכוון את החברה הנרכשת לכיוון השגתם של אותם יעדים עסקיים.

ג. החשיבות בהגדרת מדויקת של היעדים

חשיבות עצומה קיימת בהגדרת מדויקת של היעדים העסקיים המהווים תנאי לתשלום התמורה העתידית. היעדים עצמם יכולים להיות מגוונים, לדוגמא: סך הכנסות, סך רווח תפעולי, נתח שוק, השלמה מוצלחת של עסקה משמעותית, הגעה למספר משתמשים וכיו"ב.

במעמד גיבוש העסקה, על הצדדים לשאוף להסכימה ולניסוח מנגנונים אובייקטיביים מדידים אשר בעתיד, יאפשרו לצדדים להבין באופן ברור, ופשוט יחסית, האם היעד אכן הושג אם לאו.

סוגיות משנה אשר נבחנות בהקשר של היעדים העסקיים הינן האם ההגעה אל היעד הינה חד פעמית, או לאורך זמן?; האם קיים גורם מקצועי חיצוני אשר צריך לאשר את ההגעה ליעד, לדוגמא ביחס לנתחי שוק (חברת נילסן וכיו"ב)?; האם החברה יכולה לשלם כסף לצורך ההגעה ליעד, או שמא עליה להגיע אליו באופן אורגני, לדוגמא: במקרה של מספר משתמשים כיעד? ועוד ועוד.

זאת ועוד, פעמים רבות הצדדים מסכימים מראש על גורם מקצועי אובייקטיבי אשר בעתיד יהיה אמון על ההחלטה האם החברה אכן עמדה ביעד אם לאו, וזאת על מנת לנסות ולחסוך לצדדים את המחלוקות בעתיד סביב סוגיה זו. יתרה מזאת, לעיתים הגורם האובייקטיבי כאמור גם מקבל לידי בנאמנות את סך התמורה המותנית, ולפי הכרעתו בסוגיית ההגעה ליעד הוא מעביר אותה לצד הרלבנטי.

אחד המנגנונים השכיחים הינו תמורה מותנית מבוססת EBITDA.

ד. דוגמא לקביעת תמורה מותנית מבוססת EBITDA

1. פרטי הדוגמא

ב- 12 בינואר 2016 רכשה חברת המ-לט (ישראל-קנדה) בע"מ (אשר עוסקת בפיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מחברים, ברזים ושסתומים למערכות פיקוח ובקרה תעשייתית) (להלן "הרוכשת") את מלוא המניות של חברת Jiangsu Xinghe Valves .Co., Ltd (חברה סינית פרטית הפועלת בתחום התעשייה התהליכית ומייצרת בעיקר ברזים ומחברים לחברות הפועלות בסין בתחום האנרגיה הגרעינית, נפט וגז ותחומי תעשייה נוספים) (להלן "הנרכשת") מידי Xinghe Group (להלן "המוכרת"). התחום שבו פועלת XV חופף לחלק מתחומי פעילות של המלט ומוצריה הינם מוצרים משלימים ו/או תואמים למוצרי המ-לט. גם הרוכשת וגם הנרכשת צופים כי העסקה תוכל להרחיב את היקף הפעילות העסקית וערוצי המסחר שלהן.

על פי הסכם הרכישה שהושלם ואושר סופית ביום ה- 5 באפריל 2016 עולה כי תמורת הרכישה מורכבת מתמורה קבועה וידועה של 15,015 אלפי דולר במזומן בתוספת תמורה המותנית בביצועי החברה בשנים הקרובות שאיננה קבועה וידועה.

כעת נחשב את שווי התמורה המותנית בעסקה.

2. פרטי התמורה המותנית בעסקה

להלן פירוט תנאי התשלום הראשון בהתאם להסכם:

- הרוכשת תשלם למוכרת סך של 2 מיליון דולר אם יתמלאו אחד משני התנאים הבאים:

1. ה- EBITDA של הנרכשת לשנת 2016 יהיה גבוה מ- 25 מיליון יואן סיני
2. ה- EBITDA הממוצע של הנרכשת לכל השנים החל 1.2016 ועד למאוחר מבין 31.12.2017 ועד 31.12.2025 יהיה גבוה מ- 24 מיליון יואן סיני.

להלן פירוט תנאי התשלום השני בהתאם להסכם:

- הרוכשת תשלם למוכרת סך של 1.35 מיליון דולר בתנאי שבמהלך ארבעה רבעונים עוקבים כלשהם במהלך 2016-2017 ה- EBITDA של המצטבר של הנרכשת יהיה גבוה מ- 22 מיליון יואן סיני.

בכל מקרה סך התשלומים המותנים, לא יעלו יחדיו על סך של 3.35 מיליון דולר.

3. המתודולוגיה
 (א) מודל מונטה קרלו

לצורך אמידת שווי התמורה המותנית בעסקה נעשה שימוש בשיטת מונטה קרלו.

שיטת מונטה קרלו הינה שיטה אלגוריתמית לפתרון בעיות חישוביות באמצעות הרצת פרמטרים סטוכסטיים, במספר רב של מצבי עולם וביצוע חישובים על התרחישים השונים אשר התקבלו. שימוש בשיטה זו נהוג במקרים בהם אין אפשרות דטרמיניסטית למדל את מושא המחקר. במסגרת המודל הרצנו 150,000 סימולציות עבור כל אחד מתנאי התשלום. שווי התמורה המותנית של כל תנאי חושבה כמכפלת ההסתברות לעמידה בתנאי בתשלום הנומינלי שנקבע מהוון למועד ההערכה בשיעור הריבית חסרת הסיכון.

במהלך ביצוע התחשיבים, נעשה שימוש במספר נוסחאות מרכזיות, כמפורט להלן:
 נוסחה להתמרת סטיית התקן של מניות החברה לסטיית התקן של נכסי החברה:

$$\sigma_V^2 = w^2 \sigma_S^2 + (1-w)^2 \sigma_D^2 + 2w(1-w)\sigma_S \sigma_D \rho_{SD}$$

כאשר:

σ_V	סטיית התקן של נכסי החברה
w	משקל המניות (לפי שווי שוק) במבנה ההון של החברה
σ_S	סטיית התקן של מניות החברה
$(1-w)$	משקל החוב (לפי שווי שוק) במבנה ההון של החברה
σ_D	סטיית התקן של איגרות חוב החברה
ρ_{SD}	המתאם האמפירי בין שיעורי התשואה על מניות החברה ועל איגרות החוב

נוסחת עזר למידול ה- EBITDA במודל Monte Carlo:

$$EBITDA_{t+\Delta t} = EBITDA_t \cdot e^{\left[\left(r + R - \frac{\sigma_V^2}{2} \right) \Delta t + \sigma_V Z_i \sqrt{\Delta t} \right]}$$

כאשר:

$$Z_i \sim N(0,1)$$

כאשר:

$EBITDA_t$	ה- EBITDA הידוע כיום
r	שיעור הריבית חסרת הסיכון
R	התשואה הצפויה על נכסי החברה
σ_V	סטיית התקן של נכסי החברה
Δt	גודל כל תקופת זמן במודל (בדרך כלל זהו משך החיים מחולק במספר תקופות הזמן במודל)
Z_i	משתנה מקרי המפולג נורמלית סטנדרטית

נוסחת עזר לחישוב התשואה הצפויה על נכסי החברה במודל ה- CAPM:

$$R = r + \beta_V (R_M - r)$$

כאשר:

R	התשואה הצפויה על נכסי החברה
r	שיעור הריבית חסרת הסיכון
β_V	הביתא של נכסי החברה
$(R_M - r)$	רכיב פרמיית הסיכון בשוק ההון

4. הנחות העבודה (א) EBITDA

כאמור, ה- EBITDA שנלקחה לצרכי החישוב הינה ה- EBITDA בשנת 2015 אשר עמדה על 11,741 אלפי יואן.

(ב) סטיית התקן של נכסי החברה

לצורך אמידת תנודתיות התשואה של רווחיות הנרכשת, אמדנו את התנודתיות במונחים שנתיים בהתאם למדגם חברות דומות בתחום. להלן תחשיב סטיית התקן של חברות המדגם:

סטיות התקן של מניות החברה	משקל המניות במבנה ההון של חוב החברה	סטיות התקן של חוב החברה	משקל החוב המתאם האמפירי בין המניות לחוב	סטיות התקן של נכסי החברה	החברה
73.87%	65.00%	29.55%	35.00%	53.94%	ESSEN TECH CO
53.17%	81.00%	21.27%	19.00%	45.22%	MUELLER WATER-A
49.63%	65.00%	19.85%	35.00%	36.24%	ARITA PRIMA INDO
52.68%	97.00%	21.07%	3.00%	51.42%	ZHEJIANG IDC-A
48.43%	101.00%	19.37%	-1.00%	48.82%	HAMLET
				47.13%	ממוצע

לפיכך, סטיית התקן שנלקחה לצרכי החישוב הינה 47.13%.

(ג) שיעור הריבית חסרת הסיכון

לריבית השפעה חיובית על שווי האופציה הואיל ובעת קניית האופציה מקבלים למעשה זכות לרכוש את נכס הבסיס במועד מאוחר יותר ולשלם עבורו רק באותו מועד. כך שבמקום לשלם כבר היום, תהא בידינו האפשרות להפקיד את סכום הכסף ולקבל בעבורו ריבית. במקרה שלנו. שיעור הריבית הינו שיעור התשואה הנומינלית לפדיון של אג"ח ממשלתי סיני לתקופה של 15 שנים. לפיכך, שיעור הריבית חסרת הסיכון שנלקח לצרכי החישוב הינו 3.90%.

(ד) הביתא של נכסי החברה

כאומדו לביתא של נכסי החברה השתמשנו בביתא של המכירות. להלן תחשיב הביתא של המכירות של חברות המדגם:

הביתא של המכירות	החברה
2.735	ESSEN TECH CO
-1.482	MUELLER WATER-A
3.295	ARITA PRIMA INDO
0.787	ZHEJIANG IDC-A
0.915	HAMLET
1.25	ממוצע

לפיכך, הביתא שנלקחה לצרכי החישוב הינה 1.25.

ה) התשואה הצפויה על נכסי החברה

הטבלה הבאה מציגה את חישוב התשואה הצפויה על נכסי החברה:

פרמטר	ערך
שיעור הריבית חסרת הסיכון בסין	3.90%
הביתא של המכירות בחברות המדגם	1.25
רכיב פרמיית הסיכון בשוק ההון הסין	7.20%
התשואה הצפויה על נכסי החברה	12.9%

לפיכך, התשואה שנלקחה לצרכי החישוב הינה 12.9%.

5. ממצאים

הסתברות	ערך עתידי של תשלום	שיעור ההיוון	אופק ההיוון	שווי תמורה מותנית
תנאי 1	2,000	38.6%	772	527
תנאי 2	1,350	20.0%	270	255
סה"כ	3,350			782

סך התמורה המותנית מוערכת בכ- 782 מיליון דולר.



להלן פרטי השכלתו של מר נתנאל חסון

בעל תואר MBA במנהל עסקים עם התמחות במימון, בנקאות, שוק ההון והנדסה פיננסית מהאוניברסיטה העברית, תואר B.Sc במתמטיקה וכימיה מהטכניון, תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת ת"א, רישיון מנהל תיקים מטעם הרשות לניירות ערך ומחזיק בהסמכת מעריך שווי מימון תאגידי (CFV) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA).

להלן פרטי ניסיונו המקצועי של מר נתנאל חסון

בעל ניסיון אינטנסיבי של מעל לעשור שנים בתחום ההשקעות והמימון, הכולל כתיבת אנליזות חוב ואקוויטי למנהלי קרנות וניהול אקטיבי של נכסים בהיקף של 1.6 מיליארד שקלים חדשים. כיום, מנהל תחום האשראי של **קוגיטו קפיטל** בחברת מרצה בקורסים בניתוח דוחות כספיים ומימון **במכללה למנהל** ובקורסים בניתוח ניירות ערך ומכשירים פיננסיים, ניהול תיקים, סטטיסטיקה ומימון **באקדמיה לפיננסים של BDO זיו האפט** (לשעבר **מכללת מגדל שוקי הון**). לשעבר, מנהל הנוסטרן של **חברת הביטוח AIG ישראל**, ראש מחלקת המחקר של **קבוצת ההשקעות אינפיניטי**, סוחר בתעודות סל על אג"ח **בחברת קסם תעודות סל** ואנליסט חוב ואקוויטי במחלקת המחקר של **בית ההשקעות IBI**.



להלן פרטי שווי פנימי:

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 ישראלים, 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) כולן 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 תאגידיים 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 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 ובניהול תיקים בקורס הכנה פרטי לבחינות הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים בישראל.