

רואה החשבון

גיליון #69
אדריב' תשפ"ב
מארס 2022



קורונה ארוכה בעסקים

כיצד משפיעה המגיפה על עסקאות מיזוג ורכישה, ומהו המנגנון היכול לנטרל השפעות אלו

< משה גנות > "המקצוע והחשבונאות", עמוד 060

לא בבוקר בהיר אחד > שינוי מפתיע בעמדת רשות המיסים בנוגע למס שבח ליורש תושב חוץ

< מאורי עמפלי, דנה הלך, "מיסים ומעשים", עמוד 030

תמימי מול שועלי > מלכודת מס בלתי נעימה במתן הלוואה לנהנה בנאמנות בינלאומית

< אייל סנדן, "מיסים ומעשים", עמוד 038

קורונה ארוכה גם בעסקים

אפקט הקורונה בהערכת שווי חברות בעסקאות M&A והארכת תקופת ה־Earn-Out כדרך להתאים את המחיר < משה גנות

כשים פוטנציאליים בבואם להעריך את שווי הפעילות שברצונם לרכוש על סמך מכפי לים מבוססי תוצאות (כגון מכפילי הכנסות, מכפילי EBITDA וכיוצא בזה, בהתייחס לתוצאות השנה או השנתיים האחרונות) לשם קביעת מחיר היעד בעסקה. במסגרת זו, על הרוכשים לבחון את תוצאותיה הפיננסיות העדכניות של חברת המטרה בשנים האחרונות (הכוללות גם את תקופת הקורונה), אשר מתאפיינות לא פעם ברמת תנודתיות גבוהה, בניסיון לפענח האם תוצאות אלו יכולות להיחשב כתוצאות אינדיקטיביות לצורך הפעלת המכפיל וחישוב השווי. גדר הדילמה, אם כן, הוא האם תוצאותיה המשופרות של חברת המטרה בתקופת הקורונה מייצגות הכנסות חוזרות הצפויות להימשך אף לאחר חלוף אפקט הקורונה (דהיינו, האם מדובר למעשה בקפיצת מדרגה בתוצאות החברה המשקפת את השגרה החדשה); או שמא הן כוללות מרכיבים חד־פעמיים הנובעים מביקושים חולפים ו"ביצועי יתר" שאינם צפויים בהכרח לחזור על עצמם בעתיד, ומשכך יש "לנרמל" את תוצאות החברה ולבצע התאמת קורונה לתקופה רגילה.

מה יקרה אחרי המגיפה

דומה, כי דילמת תמחור זו, הקיימת במקרים רבים אצל צד רוכש בעסקאות M&A, התעצמה מאוד בתקופת הקורונה והביאה במקרים לא מעטים לגידול ב"פער ציפיות המחיר" שבין הרוכשים למוכרים. במצבים אלו, בהם קיימת אי ודאות גבוהה יחסית של הרוכש

המפורסמות היא, כי מגיפת הקורונה תרמה לעלייתו מחדש של הדיון בסוגיית "שינוי מהותי לרעה" בעסקאות מיזוג ורכישה (M&A). שאלת המפתח הנבחנת במצבים אלו היא האם חל שינוי לרעה במצבה העסקי והפיננסי של החברה, האם שינוי זה נופל לגדר אחד מן החריגים הכלליים שנקבעו בהסכם הרכישה והאם הוא אכן "שינוי מהותי לרעה" על פי המבחנים שהותוו בפסיקה לאורך השנים.

אולם, לצד האפקט השלילי של משבר הקורונה והשפעתו הפוטנציאלית על שאלת ההשלמה ("קלוזינג") של עסקאות M&A אשר סוכמו ונחתמו, הרי שעסקאות אלו עשויות להיות מושפעות עוד בשלב המוקדם לחתימה דווקא מ"אפקט עסקי חיובי" שנוצר בתקופת משבר הקורונה. אפקט כזה עלול לייצר לרוכשים ומוכרים כאחד אתגרים לא פשוטים, בעת שהצדדים מנסים להגיע להסכמות מסחריות בדבר שווי החברה או הפעילות הנרכשת.

מדובר בחברות ובענפים שהפעילות העסקית בהן הושפעה לחיוב באופן משמעותי בתקופת המגיפה ונהנתה מביקושי יתר למוצרים או שירותים (בראשם ענפי ההייטק ובמיוחד עבודה מרחוק ושירותים רפואיים), כאשר לעיתים אף מדובר בביצועים יוצאים מגדר הרגיל של חברות אלו לעומת תוצאותיהן העסקיות בעידן הפרה־קורונה.

מצב זה עשוי ליצור אתגר של ממש לרוכש

עו"ד משה גנות, משרד גרוס ושות' IGKH



הפתרון המוכר והמקובל ביותר לדיל-מות מסוג זה, הוא מנגנון התמורה המות-נית (Earn-Out), המשמש ככלי קלאסי בגי-שור על פערי ציפיות מחיר בין קונה ומוכר. הוא מאפשר לצדדים לקבוע, כי תשלום חלק מן מתמורת הרכישה (החלק העודף כביכול המבטא כאמור את פער הציפיות) יותנה בעמידת החברה הנרכשת באבני דרך או יעדים עתידיים פיננסיים, תפעוליים או אחרים המוגדרים בהסכם הרכישה.²

מן הראוי לציין בתמצית, כי מנג-נון Earn-Out אינו חף מקשיים ואתגרים (אשר את חלקם נסקור להלן) ועשוי להוביל לא פעם לחילוקי דעות בין הצדדים באשר לאופן חישוב העמידה של החברה ביע-דים ובהתאם סכום התמורה המותנית הנגזר מכך. בהקשר זה ידועה למשל אמרתו של בית המשפט במדינת דלאוור, לפיה "מנגנון earn-out ממיר לעיתים קרובות את חילוקי הדעות הנוכחיים על המחיר להתדיינות משפטית עתידית על התוצאות".³

על אף זאת, הניסיון מלמד, כי תדירות השימוש במנגנון זה גוברת בזמני משבר,

על הרוכשים לבחון את תוצאותיה הפיננסיות העדכניות של חברת המטרה בשנים האחרונות והכוללות גם את תקופת הקורונה, אשר מתאפיינות לא פעם ברמת תנודתיות גבוהה, בניסיון לפענח האם תוצאות אלו יכולות להיחשב כתוצאות אינדיקטיביות לצורך הפעלת המכפיל וחישוב השווי

המטרה נפגעה משמעותית בתקופת הקר-ונה, באופן שתוצאותיה במהלך תקופה זו אינן משקפות לדעת הצד המוכר את רמת הפעילות המייצגת שלה לטווח הארוך, ועל כן לגישתו ישנו צורך "לנרמל" אותן כלפי מעלה על מנת להתאימן לרמת התוצאות "הנכונה".

באשר ליכולת חברת המטרה לשמר בהצ-לחה לאורך זמן את תוצאותיה הנוכחיות, עשוי הרוכש להשתמש בלית ברירה במכפי-לים נמוכים יחסית, המשקפים גישה שמרנית יותר, בעת קביעת שווי החברה. הדבר יקשה כמובן על יכולת הצדדים להגיע להסכמה על מחיר העיסקה ובמקרים מסוימים אף עשוי להשפיע על מבנה העיסקה.

כך לדוגמא, אף אם הצדדים יצליחו לבסוף להגיע לשווי מוסכם של חברת המטרה, הרי שבמצב כזה הצד הרוכש עשוי להעדיף לצמצם את רמת הסיכון ולהימנע בשלב הראשוני מרכישה מלאה (100%) של החברה. הוא יעדיף לרכוש תחילה רק את גרעין השליטה בחברה לצד קבלת אופציית רכש (call option) לרכישת יתרת המניות הניתנת למימוש בשלב מאוחר יותר, על בסיס תוצאות החברה בעתיד.⁴

כן יצוין, כי פער ציפיות המחיר בין הר-וכשים למוכרים בתקופת הקורונה, עשוי להיווצר כמובן גם מנקודת ראות המוכר כתוצאה מ"ביצועי חסר" של החברה. זאת, בשעה שקיים מצב הפוך שבה פעילות חברת



דילמת תמחור זו, הקיימת במקרים רבים אצל צד רוכש בעסקאות M&A, התעצמה מאוד בתקופת הקורונה והביאה במקרים לא מעטים לאידול ב"פער ציפיות המחיר" שבין הרוכשים למוכרים. במצבים אלו, בהם קיימת אי ודאות גבוהה יחסית של הרוכש באשר ליכולת חברת המטרה לשמר בהצלחה לאורך זמן את תוצאותיה הנוכחיות, עשוי הרוכש להשתמש בלית ברירה במכפילים נמוכים יחסית

להביא בחשבון ביתר שאת בעת ניסוח ההסכם, מספר היבטים מהותיים אשר חשיב בותם גדלה באופן ניכר בהשוואה לזו של תקופות Earn-Out קצרות יחסית, ואשר יוצגו בתמצית להלן.

התנהלות החברה בתקופת המדידה

ככל שתקופת ה-Earn-Out ארוכה יותר, נדרשים הצדדים ביתר שאת להביא בחשבון היבטים ומגוון תרחישים פוטנציאליים שעשויים להתרחש במהלך תקופה זו ולהשיג פיע באופן מהותי על התחשיב שלה.

אחד מהיבטים משמעותיים אלו, המהווה תמיד אתגר בעת ניסוח מנגנוני ה-Earn-Out בהסכמי רכישה, נוגע לשאלת אופן ההתנהלות התפעולית והעסקית של החברה במהלך תקופת המדידה והשפעתה האפשרית על תוצאותיה בתקופה זו. היבט זה עשוי לייצר קונפליקט מובנה בין הקונה לבין הרוכש, אשר מידת השפעתו הולכת וגדלה ככל שתקופת ה-Earn-Out מתארכת. קונפליקט זה מתחדד בפרט בעסקאות מכירה של 100%, בהן הצד המוכר מתנתק לחלוטין מן החברה הנרכשת עם השלמת העסקה והחברה מנוהלת באופן בלעדי על ידי הצד הרוכש (אלא אם המוכר נותר במשרה ניהולית בחברה).

קונפליקט זה נובע מניגוד האינטרס

בנושא זה.

מנגנון ה-Earn-Out יכול לשמש ככלי אפקטיבי לצורך פתרון דילמת התמחור הכלכלי הנכון בעסקאות M&A, כולל אלו הנעשות בתקופת הקורונה. כל זאת, בהנחה שתקופת הבחינה שקובעים הצדדים היא ארוכה מספיק בנסיבות העניין. קביעת תקופת Earn-Out קצרה מדי עשויה שלא לפתור את הדילמה או לפתור אותה באופן חלקי בלבד, מאחר שחלק ניכר מתקופת המדידה עשוי עדיין לכלול ביצועי יתר/חסר "מוטי-קורונה" אשר אינם מייצגים בהכרח את ביצועי החברה בעתות שגרה.

אפקט הקורונה צפוי אפוא להביא במקרים רבים להארכת תקופת ה-Earn-Out, על מנת לוודא שהתוצאות הנמדדות אכן משקפות באופן נכון ומהימן ככל הניתן ביצור הארכה זו יכולה להביא לכך שתקופת ה-Earn-Out, אשר נעו בעבר לרוב בין שנה לשנתיים, עשויות כיום להיקבע לשלוש שנים ולעיתים אף יותר. החשש מ"אפקט זנב" של תקופת הקורונה עשוי גם במקרים מסוימים להביא את הצדדים לדון באפשרות לביצוע תחשיב Earn-Out על בסיס ממוצע משוקלל, שבו מוקצת משקולת שונה לכל אחת מן השנים הכלולות בתקופה, עם משקל גדול יותר לשנים המאוחרות והמרוחקות מן הקורונה. כך או כך, התארכות תקופת ה-Earn-Out הטיפוסית, צפויה לחייב את הצדדים

כאשר קיימות תנודתיות ואי-ודאות גבוהות יחסית בסביבה הפעילות העסקית, המקשה על הערכת שוויין של חברות וקביעת תמחור נכון לעסקאות. השימוש במנגנון זה נועד אפוא לגשר על פער השווי שבין המוכר לקונה (בין אם הוא נובע מביצועי יתר או מביצועי חסר של החברה בתקופה הקודמת לעסקה) באמצעות בחינת תוצאות החברה לאורך תקופה קצובה לאחר השלמת העסקה, בניסיון לאבחן באופן נכון ומהימן עד כמה שניתן ביצועים בני קיימא של החברה לטווח הארוך כאינדיקציה לשוויה ההוגן.

מנגנון זה המאפשר לצד הרוכש לדחות תשלום חלק מסכום הרכישה למועד עתידי, ואף מאפשר לו במקרים המתאימים להשתמש ברווחים הנצברים בחברה הנרכשת לצורך מימון תשלום ה-Earn-Out במקום בהון עצמי או בחוב. יחד עם זאת, מורכבות הסוגיות הנלוות והפוטנציאל להיווצרות מחלוקת עתידית בין הצדדים באשר לאופן חישוב זכאותו של המוכר לתשלום ה-Earn-Out מחייבים את הצדדים להקדיש מחשבה מעמיקה לנקודות ולתרחישים הרלוונטיים בעת ניסוח ההסכם הרכישה, על מנת שמנגנון זה יקנה להם ככל הניתן ודאות ובהירות ובכך יצמצם את פוטנציאל החיכוך העתידי



במסגרת זו, אף צפויים הרוכש והקונה לדון בפרוטרוט בנושא הוצאות והכנסות חריגות או בעלות אופי חד-פעמי שאותן יש לנטרל בעת חישוב העמידה ביעד הרל-וונטי לצורך חישוב הזכאות ל-Earn-Out. כך לדוגמה, כאשר מדובר ברכישה בידי משקיע אסטרטגי, עשויה לעלות השאלה האם יש מקום לנטרל מתוצאות החברה הנרכשת במהלך תקופת ה-Earn-Out גידול בהכנסות או קיטון בהוצאות הנובעים במישור רין מן הסינרגיה הקיימת בין פעילות הרוכש לבין החברה הנרכשת. שאלה זו עולה ביתר שאת, ככל שתקופת ה-Earn-Out מתארכת והצדדים נעים קדימה על פני ציר הזמן ומתרחקים ממועד השלמת העסקה.

התאמות דרושות

היבט נוסף שחשיבותו גדלה ככל שתקופת ה-Earn-Out מתארכת, נוגע לאופן השפעתן של רכישות עתידיות אשר עשויות להתבצע על ידי החברה הנרכשת במהלך תקופת ה-Earn-Out (בין אם מדובר כחלק מתוכנית רכישות מתוכננת וסדורה של הרוכש ובין אם לאו) על אופן מדידת העמידה ביעדים המקוריים שנקבעו, בשים לב לפרמטר הפיננסי או התפעולי שנבחר על ידי הצדדים (כגון: הכנסות, רווח תפעולי, EBITDA וכיוצא בזה).

ככל שמדובר ברכישה מהותית המבוצעת

אפקט הקורונה צפוי אפוא להביא במקרים רבים להארכת תקופת ה-Earn-Out, על מנת לוודא שהתוצאות הנמדדות אכן משקפות באופן נכון ומהימן ככל הניתן ביצועים בני קיימא של החברה לטווח הארוך. הארכה זו יכולה להביא לכך שתקופות ה-Earn-Out, אשר נעו בעבר לרוב בין שנה לשנתיים, עשויות כיום להיקבע לשלוש שנים ולעיתים אף יותר

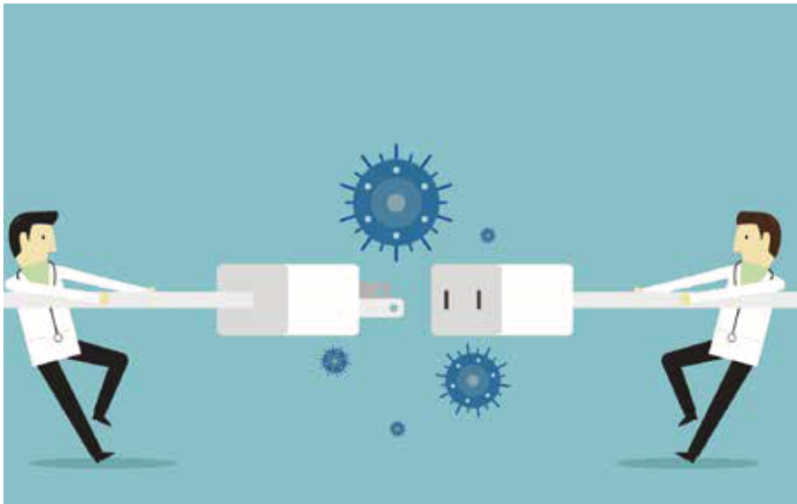
משמעותית בדיונים המתקיימים בין הרוכש למוכר על מנגנון ה-Earn-Out. מטרתם היא להגיע לפשרה המאזנת בין הצורך הבסיסי של הרוכש לשמור על גמישות אופרטיבית של החברה הנרכשת לבין הרצון של המוכר להבטיח שכל עוד לא הושלמה תקופת ה-Earn-Out, אופן ההתנהלות של החברה הנרכשת לא יסטה באופן משמעותי מזה שהתקיים קודם לביצוע העסקה ולצמצם את הסיכון למניפולציות מצד הרוכש.

סים שעשוי להיווצר בתקופת ה-Earn-Out בין הרוכש למוכר. מחד, הצד הרוכש מעריך ניין באופן לגיטימי לממש באופן מיידי את השליטה שלו בחברה הנרכשת, ליהנות מגמישות אופרטיבית בה, לפעול למימוש סינרגיות ולבצע בה פעולות אינטגרציה והתייעלות במטרה להשביח אותה בטווח הארוך. עם זאת, במקרים רבים אפקט ההשכחה הנובע מפעולות אלו, צפוי לבוא לידי ביטוי ברובו רק לאחר תום תקופת המדידה של ה-Earn-Out, וזאת בעוד שפעולות אלו עשויות להשפיע לרעה על תוצאות החברה בטווח הזמן הקצר-בינוני (הכולל את תקופת ה-Earn-Out) ועל מידת העמידה ביעדים שנקבעו ובהתאם הן עשויות להקטין את סיכויי הצד המוכר לזכות בתשלום ה-Earn-Out המיוחל.

מאותה סיבה בדיוק, מעוניין ככלל הצד המוכר בשימור עד כמה שניתן של אופן הניהול העסקי של החברה במהלך תקופת המדידה של ה-Earn-Out כפי שזו נוהלה לפני השלמת העסקה, על מנת למקסם ככל הניתן את תוצאות החברה בתקופה זו במטרה לעמוד בפרמטרים וביעדים שנקבעו. קונפליקט זה בא לידי ביטוי בפרט אם הפרמטר שנבחר לשמש לצורך ה-Earn-Out הוא פרמטר כמותי של יעד "רווח נקי" או יעד EBITDA, בהשוואה למשל לפרמטר של יעד הכנסות.

כפועל יוצא, הצד המוכר (בפרט כאשר מדובר בעסקת מכירה מלאה) עשוי לבקש לכלול במסגרת הסכם הרכישה הוראות המטילות מגבלות מסוימות על אופן ניהול עסקי החברה על ידי הצד הרוכש בתקופת ה-Earn-Out כך שניהול זה לא יחרוג מהותית בהיבטים הרלוונטיים (לדוגמה: התנהלות ותנאי אשראי מול לקוחות וספקים, מדיניות גביית הכנסות, רמת ההוצאות ועיני תני הוצאתן, שימור נושאי משרה ועובדים ורמת התיגמול שלהם, שימור רמת הון חוזר הולמת, עמידה בדרישות רגולטוריות וחזיות וכו') מהאופן בו נוהלה החברה קודם להשלמת העסקה. התחייבות נוספת אותה צפוי לבקש הצד המוכר היא שלא לשנות במהלך תקופת ה-Earn-Out את כללי החשבונאות והמדיניות החשבונאית שנהגו בחברה עד למועד השלמת העסקה.

נקודות אלו זוכות לא פעם לתשומת לב



**על אף היתרונות הגלומים
במנגנון ה-Earn-Out ונחיצותו
ההולכת וגוברת בתקופת
הקורונה, השימוש בו כרוך לא
פעם בסוגיות מורכבות, בפרט
אם מדובר בתקופת מדידה
ארוכה יחסית. העדר תשומת
לב מספקת של הצדדים
לעיסקה, עלולה להביא
בפועל לתוצאות שונות
מהותית מן הצפוי מנקודת
ראות המוכרים או הרוכשים**

חשיבות רבה לניסוח זהיר וקפדני של הוראות ה-Earn-Out בהסכם הרכישה (בשיתוף עורכי הדין, רואי החשבון והיועצים הכלכליים של הצדדים) על מנת לצמצם ככל הניתן את הסיכוי למחלוקת עתידית בנוגע לאופן חישוב ה-Earn-Out, כמו גם באשר לאופן ניהול החברה על ידי הרוכש במהלך תקופת הביניים עד לתשלום ה-Earn-Out.

הערות

1. אופציית רכש זו מלווה במקרים רבים גם באופציית מכר (put option) מקבילה, המוענקת למוכר ביחס ליתרת מניות החברה שבידו.
2. לעיתים מבוססים מנגנוני Earn-Out באופן מלא או חלקי על יעדים שאינם כמותיים. כך למשל בתחום מדעי החיים, מבוססים מנגנוני Earn-Out גם על יעדים איכותיים כגון אישור FDA, תחילת שלב המסחר של המוצר וכו', אולם מאמר זה אינו עוסק בהם.
3. Airborne Health, Inc. v. Squid Soap, LP, C.A. No. 4410-VCL
4. זאת, בשונה למשל ממיזוג משולש הופכי, בו החברה החדשה הנרכשת במסגרת המיזוג נשמרת כאישיות משפטית נפרדת והופכת לחברת-בת בבעלותה המלאה של החברה הרוכשת.

נויים המחויבים) גם במקרים שבהם החברה הנרכשת תמכור לצדדים שלישיים במהלך תקופת ה-Earn-Out חברות מוחזקות או פעילויות שלה. לאור מורכבותם של נושאים אלו, אף מומלץ לצרף להסכם הרכישה דוגמא לאופן תחשיב ה-Earn-Out, לרבות במקרים של רכישות או מכירות מהותיות.

כמו כן, עקב התארכות תקופת ה-Earn-Out על הצדדים יהיה להביא בחשבון ביתר שאת גם את הצורך לכלול בהסכם הרכישה הוראות אקסלרציה לביצוע תשלום מיידי של ה-Earn-Out במקרים של אירועים תאגידיים מהותיים בחיי החברה הנרכשת. מדובר למשל על שינוי שליטה, מכירה מלאה של מניותיה לצד ג', הנפקה לציבור, מכירה של חלק משמעותי מנכסי ופעילות החברה וכיוצא בזה, ולעיתים אף במקרי הפרה מהותית של התחייבויות הצד הרוכש במהלך תקופת ה-Earn-Out.

לסיכום: על אף היתרונות הגלומים במנגנון ה-Earn-Out ונחיצותו ההולכת וגוברת בתקופת הקורונה, השימוש בו כרוך לא פעם בסוגיות מורכבות, בפרט אם מדובר בתקופת מדידה ארוכה יחסית. העדר תשומת לב מספקת של הצדדים לעיסקה, עלול להביא בפועל לתוצאות שונות מהותית מן הצפוי מנקודת ראות המוכרים או הרוכשים, ובהתאם לכך ליצירת חיכוכים ואי הסכמות באשר לאופן יישום המנגנון. בשל כך, קיימת

על ידי החברה, הדבר יצריך ביצוע התאמות באופן יישום מנגנון ה-Earn-Out. לדוגמא, התאמה כזו יכולה להתבצע באמצעות נטרול תוצאות הפעילות הנרכשת בעת שתיבחן העמידה ביעדי ה-Earn-Out המקוריים. עם זאת, פתרון זה, שהוא ישים במקרים של רכישת חברה עשוי להתגלות כמורכב יותר בעסקאות של רכישת פעילות הנבלעת בתוך החברה או במיזוג מלא בו חברת המטרה מתמזגת לתוך החברה ומתחסלת.⁴

פתרון יישומי אחר הוא הסכמה על עדכון יעדי ה-Earn-Out על פי שיעור או נוסחה הנקבעים מראש, מאחר שיעדים מקוריים אלו אינם תואמים עוד את היקף הפעילות המורחב של החברה. לצורך כך, ייתכן שיהיה צורך להבחין בין הביצור עים המקוריים של הפעילות החדשה המצטרפת לחברה (אשר בגינם יהיה צורך לעדכן את יעדי ה-Earn-Out) לבין ביצועים עודפים שינבעו מן הצמיחה של הפעילות החדשה במסגרת החברה (אשר בגינם לא יבוצעו בהכרח התאמות ה-Earn-Out).

זאת עוד: גם כאן על הצדדים יהיה להתייחס למכלול של תרחישים אפשריים בהן עשויה להידרש התאמה נקודתית מוגדרת מראש, כגון במקרה של רכישת פעילות שאינה מייצרת עדיין רווחים כלשהם או שהיא בעלת EBITDA שלילי. הצורך בביצוע התאמות אלו חל כמובן (בשי-