

# תגמול מחפש אבן דרך

בעסקאות רבות נקבע חלק משמעותי מן המחיר על פי עמידת החברה הנרכשת באבני דרך. לצורך חישוב התגמול המותנה, ניתן לבצע הערכת שווי המבוססת על תמחור אופציות < אולי אלעל, יונתן בר

**ב**חודש פברואר 2011 ניצב דיר-קטוריון חברת Aventis-Sanofi, ענקית הפארמה הצרפתית, בפני בעיה לא די בכך שהחברה הציעה לחברת הביור-מד Genzyme הצעת רכש המייצגת פרמיה גבוהה על מחירה בשוק, בסכום כולל שטרם נראה כמותו במגזר הביור-מד, אלא שדירקטוריון גנזיים דחה את ההצעה ודרש מחיר גבוה יותר, בטענה שבתוך כמה שנים החברה תציג הכנסות גבוהות בצורה משמעותית.<sup>1</sup>

הבנקים שליוו את העסקה – גולדמן-זאקס, ג'יי.פי מורגן צ'ייס וקרדיט סוויס – נדרשו למצוא פתרון יצירתי שיגשר על פערי הציפיות בין המוכרים לקונים, והציעו את מנגנון התגמול המותנה (earn out). זהו תשלום שישולם למוכרים בעתיד, אם החברה תעמוד באבני דרך שהוגדרו בעת הרכישה. לבסוף, נחתמה העסקה בסך 20 מיליארד דולר, ובנוסף ניתן תגמול מותנה המסתכם ב-3.6 מיליארד דולר.

לצד הפוטנציאל והתמריצים הקיימים בתשלומים המותנים, יש לזכור, כי חלקם כלל אינם יוצאים לפועל, מכיוון שחברות המטרה אינן עומדות ביעדים שהוגדרו. המוכרים, אשר התעקשו על שווי חברה גבוה, מגלים לעיתים, כי הנחות הצמיחה הגבוהות שניתנו עומדות בעוכריהם.

לדוגמא: כאשר חברת דיסני רכשה את קלאב פינגוויין, אתר אינטרנט שנתפס כמוביל בתחומו בהפרש ניכר ממתחרייו ובעל בסיס לקוחות רחב מאוד, הציגו המוכרים הנחות צמיחה גבוהות מאוד אשר שיקפו לאתר שווי של 700 מיליון דולר. דיסני



רו"ח אולי אלעל, יונתן בר,  
חברת שווי הוגן מקבוצת EBC

הפעילות העסקית נחלק לרוב לשניים: תשלום ראשוני במעמד חתימת העסקה, ותשלום או תשלומי המשך המותנים בביצועים מוסכמים מראש של העסק הנרכש.

בכדי לקבוע את הרף הראוי למדידת תוצאותיה העסקיות של החברה בו יחל תשלום ה־earn out, נוהגים לרוב להשתמש בהערכות שווי היסטוריות או נתוני תחזיות שניתנו על ידי המוכר. מעבר לכך, תקופת התשלום חייבת להיות מוגדרת (לרוב לטווח של עד חמש שנים). זוהי דרך מיטבית לפתרון מחלוקות בין

מול המותנה מסווג כהתחייבות, נוצר מצב שבו אם חברת המטרה עומדת ביעדיה, ההתחייבות גדלה ונרשמת הוצאה נוספת בדוח רווח והפסד. מנגד, אם היעדים לא הושגו, נמחקת ההתחייבות ותקיים הכרה ברווח.

**הגדרת תגמולים מותנים**

תגמולים מותנים הם התחייבויות חוזיות, הקובעות, כי מוכר הפעילות העסקית יהא זכאי לפיצוי עתידי המבוסס על כך שהחברה הנמכרת תעמוד ביעדים מסוימים הניתנים לכימות פיננסי. התשלום עבור

הסכימה לביצוע העסקה בשני חלקים: 350 מיליון דולר במועד הרכישה וסכום זהה כתגמול מותנה הכפוף לעמידה בתחזיות הצמיחה. למעשה שילמה דיסני בפועל רק מחצית ממה שביקשו היזמים, מכיוון שהחברה מעולם לא עמדה ביעדים שנקבעו.<sup>2</sup>

**נתוני עסקאות**

אנליזה שביצעה מחלקת המיזוגים והרכישה בנק ג'יי.פי מורגן צ'ייס מציגה עלייה מתמדת בתדירות השימוש בתגמולים מותנים ביחס לסך העסקאות ובשוויים של תגמולים אלה כאחוז מסך העסקה (ראו תרשים 1).<sup>3</sup>

ניתן לראות שהחל מ־2007, תחילת המשבר הפיננסי בארה"ב, חלה עלייה חדה בביצוע עסקאות תגמול מותנה, בעיקר בעקבות עליית רמת האי־ודאות בשווקים ובמגזרים השונים. משנת 2001, מגזר הבריאות (פארמה, ביו־מד וכדומה) הניב את המספר הרב ביותר של עסקאות מסוג זה (166 עסקאות בסכום של 100 מיליון דולר ומעלה במוצע לעסקה, הכוללות תגמול מותנה), בעיקר בשל האי־ודאות הגבוהה הקיימת בשלבי פיתוח המוצרים בתחום.

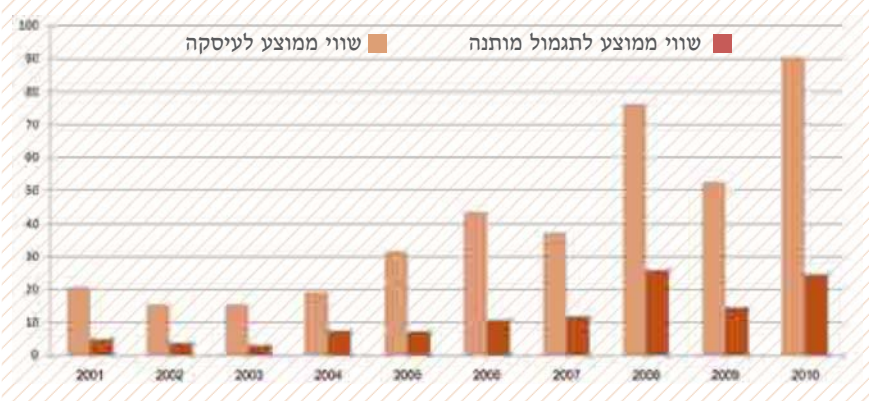
על פי סקר שביצע בשנת 2010 בנק ההשקעות Houlihan Lokey, המתמחה במיזוגים ורכישות, 19% מכלל עסקאות ה־M&A כללו תגמולים מותנים בסכום ממוצע של 18% מכלל העסקה. ניתן להניח באופן סביר, כי המצב בארץ אינו שונה באופן מהותי מהעולם, בהתחשב במבנה האי־ודאות הנרחב בשווקים.

**חשבונאות**

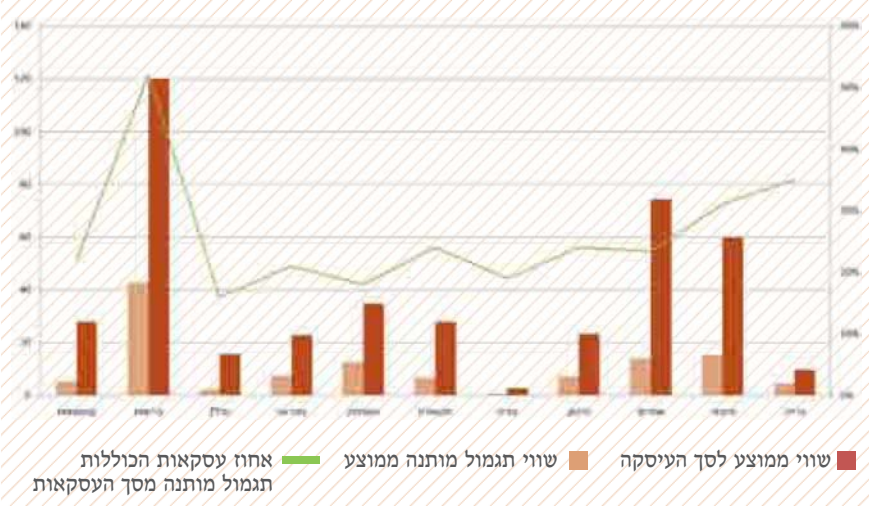
על פי IFRS 3R, נקבעה ההתייחסות לאופן הטיפול החשבונאי בתמורה מותנית המתווספת לתמורת הרכישה. התקן קובע, כי על הצד הרוכש לסווג את התמורה המותנית כמכשיר הוני, או לחילופין להכיר בהתחייבות במועד צירוף העסקים. על פי גישה זו, נדרשת הכרה בהתחייבות גם אם התשלום אינו צפוי, כאשר בחישוב השווי ההוגן יש להביא בחשבון את ההסתברויות לביצוע התשלום.

כמו כן, המדידה הראשונה, כמו גם העריכת, יבוצעו לפי השווי ההוגן. כאשר התג

**תרשים 1: העסקה והתגמול המותנה**



**תרשים 2: התפלגות ענפית**



הביצועים יעברו את הרף, יהיה המוכר זכאי להשתתף בשיעור משתנה או קבוע נוסף בגין העמידה ביעדים. תרשים 4 מציג אילוסטרציה גרפית לשלוש אפשרויות לתשלום earn out.

באפשרות א' ניתן לראות, כי משנחצה הרף שהוגדר כ-K, מתקבל תשלום פרופורציונאלי הזהה במהותו לאופציית רכש (call) אירופית עם מחיר מימוש K. באפשרות ב' מוצג מצב שבו, בעת חציית הרף, מתקבל תשלום קבוע, בדומה לאופציה בינארית, כאשר מתקבל תשלום קבוע כאשר המנייה חוצה את מחיר המימוש. באפשרות ג', התשלום הפרופורציונאלי מוגבל ברף עליון שהוגדר כ-U, בדומה לאסטרטגיית מרווח עולה (רכישת אופציית רכש במחיר מימוש K ומכירת אופציית רכש במחיר מימוש U). כאמור, מבנה עסקאות מסוג זה הוא גמיש ביותר. לכן ניתן ליצור מגוון נרחב של עסקאות, כאשר המכנה המשותף לרוב הוא שהמוכר משתתף (זכאי לתשלום) במקרה של התפתחויות חיוביות. מצב זה יוגדר כמצב א-סימטרי, ושוויון יימדד כאופציית vanilla מסוג call.

ייתכן מצב ששני הצדדים יקבעו מבנה סימטרי, בו הרוכש יהיה זכאי להחזר כספי אם תוצאות החברה יירדו מתחת לרף מסוים שנקבע, וניתן למדל גם עסקאות מסוג זה. בפועל עסקאות כאלה נדירות, מאחר שלרוב למוכר יש השפעה מוגבלת על תוצאותיה העסקיות של הפעילות לאחר שנרכשה. מודל בלאק אנד שולס מתייחס למחירי מניות, אשר מגלמים את ציפיות העתיד, בעוד שנתונים פיננסיים הנלקחים בעת תמחור התגמול המותנה אינם צופים פני עתיד. על כן, יש לכיילם בהתאם, בכדי שיתאימו לגישת הניטרליות לסיכון.

**שיטת החישוב**

חישוב השווי של התגמול יבוצע בדוגמאות להלן באמצעות נוסחאות למודל בלאק אנד שולס, לאחר כילול הפרמטרים הנדרשים לשם החישוב הם: מחיר המימוש (לאמור: הרף שנקבע עבור ביצועי החברה), שיעור הריבית חסרת הסיכון, משך הזמן במהלכו יימדדו הנתונים (זמן פקיעה) ותנודתיות נכס הבסיס (סטיית התקן).

(לדוגמא: במקרה בו התגמול המותנה תלוי ומשתנה בתוצאות בדירות/מצטברות מדי מספר תקופות דיווח) ומגיע לתוצאות מוטות באופן מהותי מאוד.

הסיבה לכך היא, כי להסתברות לקבלת התגמול ישנה חשיבות רבה בביצוע התמ"חור. השימוש במודל תמחור האופציות, מעניק משקל נאות יותר לפרמטר סטיית התקן (התנודתיות) ומאפשר לקחת בחשבון הסתברויות שונות לקבלת התגמול המותנה.

**סוגי התגמולים המותנים**

ישנו מגוון אפשרויות כמעט אינסופי למבני עסקאות הכוללות תגמולים מותנים מסוג זה. לרוב, התשלום המותנה, תלוי לרוב בעמידה ביעדים תלויי זמן, שנקבעו בהסכם (לדוגמא: יעד הכנסות, EBIT או כמות מוצרים שנמכרו, אחוז החזרות, יעדי תזרים מזרמים). על פי רוב, אמת המידה על פיה ייקבע התשלום המותנה צריכה לעמוד בדרישות לאובייקטיביות, יכולת מדידה ודיוק.

בכדי לקבוע את שווי מרכיב תשלום המותנה, המוכר והקונה מגדירים מראש רף מסוים לביצועי הפעילות שימדדו. אם

המוכר לרוכש הנובעות מציפיות עתידיות שונות לפעילות הנמכרת/נרכשת, בתקופות המתאפיינות לרוב ברמת אי ודאות גבוהה. מטבע הדברים, ציפיות עתידיות שונות מובילות להערכות שווי שונות בין המוכר לקונה ועוללות להביא לביטול העסקה.

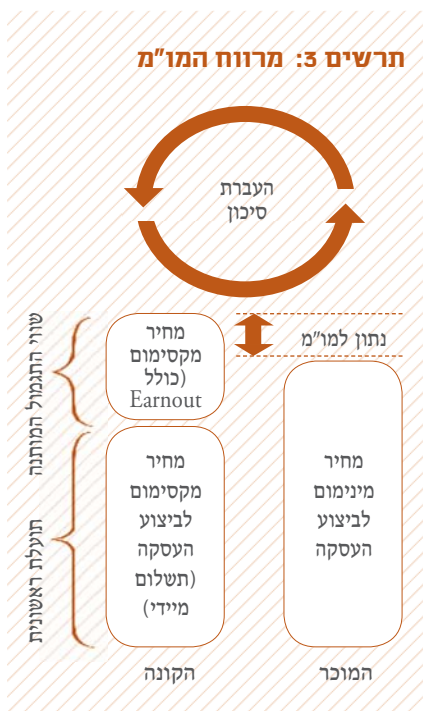
בחינת כדאיות העסקה תלויה בסכום התשלום הראשוני ועוד שווי אופציות ה-earn out. לכן, הערכת השווי של האופציה היא רכיב קריטי בבחינת הכדאיות, על מנת לוודא את קיומו של שטח מ"מ סביר, ועל מנת להימנע ממצב של תשלום יתר (מצד הקונה) או תקבול חסר (מצד המוכר), כפי שמודגם בתרשים 3.

בנוסף, הערכת שווי התגמול המותנה מתווספת ומובאת בחשבון במסגרת חישוב התמורה לצרכי ביצוע עבודת ייחוס עודף עלות (PPA) וחישוב שווי החברה המשתמע. בעקיפין, היא משפיעה על מכלול הנכסים הבלתי מוחשיים, לרבות המוניטין הגלום ונמדד ברישום העסקה.

דרך אפשרית לבחון את שווי התגמולים המותנים באמצעות מודל המתמחר תשלום מים מותנים כאופציות, נידונה בכנס של American Society of Appraisers, שהתקיים בשיקגו בסוף 2011. דרך זו פותחה על מנת לאפשר למעריכי השווי כלים נוספים המותאמים לתנאים הכלכליים השוררים כיום. על פיה יש להתייחס לתשלומים המותנים כסוג של חוזה אופציונאלי המקיים מערכת payoff למחזיק האופציה (לרוב: המוכר), באמצעות מידול אופציה או מערכת אופציות.

במאמר קצר זה, נציג מודל בסיסי אפשרי לתמחור אופציות earn out הנשען על מודל בלאק אנד שולס. בשולי הדברים נציין, כי למצבי earn out מורכבים, יש להביא בחשבון שיטות מדידה מורכבות יותר, לרבות באמצעות שיטות סימולטיביות מרובות פרמטרים, אשר אף הן נידונו בהרחבה, אך חורגות מתחולת מאמר זה.

מבדיקותינו עולה, כי השימוש בשיטה פשטנית לתמחור תגמולים מותנים באמצעות תחזיות תזרימי המזומנים סטטיים מתעלם לרוב מהעובדה, כי התשלום אינו ליניארי (תגמול משתנה לפי מדרגות), אינו רציף (בינארי) ולעיתים הוא "תלוי מסלול"



ממדידת התמורה, הכוללת חישוב שווי לתשלומים מותנים אלו, באמצעות שימוש במודל DCF סטטי מהוון.

**הערות**

1. Daily Finance
2. אתר ניו יורק טיימס, 12.5.10.
3. J.P. Morgan Mergers Insight, 4.3.11

כנגזרת ממודל תזרימי מזומנים סטטי. בתר- שים 5 ניתן לראות שככל שעולה רמת התנודתיות, עולה הפער בין תוצאות השווי על פי שיטות האמידה השונות.

על פי תוצאות חישובינו, הפער בין התמורה (ובעקיפין, המוניטין ויתרת הנכסים הבלתי מוחשיים המוכרים במסגרת חישובי הקצאת עודפי עלות) המביאה בחשבון שווי הוגן של התשלומים המותנים, משוק ללי סיכון, באופן המשלב מודלים לתמחור אופציות, עשויה להיות שונה באופן מהותי

בעוד שאת שלושת הנתונים הראשוניים ניתן לרוב לחלק מפרטי העסקה, הרי שאת אומדן התנודתיות ניתן לחשב לרוב על בסיס נתוני העבר של הפעילות, כדוגמת נתונים מהדוחות הכספיים מהשנים האחרונות, או לחילופין בהתבסס על מספר רב יותר של תצפיות ממספר עסקים בעלי מאפיינים זהים. החישוב על פי מודל בלאק אנד שולס יבוצע כדלקמן:  $C = E^Q[X_T]N(D_1) - KN(D_2)$  כאשר:  $E^Q[X_T]$  כנכס הבסיס בזמן הפקיעה (הנתון הנמדד) מתואם לניטראל ליות לסיכון. K הוא מחיר המימוש, קרי: הרף שנקבע מבעוד מועד.  $N(D)$  מייצג את ההתפלגות הנורמאלית המצטברת עד לנקודה D. יודגש, כי חייבת להתקיים, עובר לחישוב, קליברציה סטטיסטית להתאמת מאפייני הסיכון, בין נתוני Real world, להנחת neutral-Risk.

ביצענו השוואה בין שווי של התשלום המותנה כאשר אנו מתייחסים לתג- מול זה כאל אופציה, עם השפעה ניכרת של סטיית התקן של נכס הבסיס כפרמטר הנמדד (והוא נתון בעל חשיבות רבה בתקור פות המאופיינות ברמת אי-ודאות גבוהה בשווקים) ומנגד, נמדד התשלום המותנה

**תרשים 4: אופציות לתשלומי earn out**



**תרשים 5: בין התנודתיות לשווי**

