

## ליווי עסקאות וייעוץ

## על מיזוגים ומומחים



רו"ח סיגל אדניה קפון

על רקע שנת שיא של מיזוגי ענק בעולם, רו"ח סיגל אדניה קפון, שותפה ומובילה קבוצת ה-M&A ומנהלת תחום Transaction services בפירמת Deloitte, מדברת על תנופת העסקאות העולמיות, על חשיבות בדיקת הנאותות ועל תפקידם של מומחים המלווים עסקאות רכישה | אסף צור

על-פי רויטרס, בשנת 2015 נרשם מספר שיא של עסקאות מיזוג גדולות, בשווי של יותר מחמישה טריליון דולר. ההיקף הכולל של עסקאות המיזוג הוא השני בגובהו בהיסטוריה. רק בנובמבר האחרון לדוגמה, הגישה חברת Canadian Pacific Railway הצעת רכישה לחברת Norfolk Southern בגובה של 28.4 מיליארד דולר. מדובר בעסקה הגדולה ביותר שביצעה חברה קנדית בארה"ב מאז ומעולם, כמי-דה ותתממש.

"יש עלייה שאנחנו רואים אותה גם בישראל", אומרת סיגל אדניה קפון, שותפה בפירמת הייעוץ וראיית החשבון Deloitte. "החציון הראשון של שנת 2015 היה החזק ביותר מאז המשבר של 2008 מבחינת העסקות. אין ספק שמגה עסקאות כמו תנובה ו-FUNDTECH מהווים תרומה משמעותית

את הבדיקות הנכונות בהיקף הנדרש, לחבר את הבדיקות גם למנגנון המחיר ולא פחות חשוב לט"פ כ"יום שאחרי", שהרי העסקה לא נגמרת עם חתימה הסכם הרכישה".

## מהו תהליך הרכישה בפועל?

"בדרך כלל, בשלבים הראשונים, כשחברה מזהה מטרה לרכישה, בהנחה שיש אישור מהצד השני, מתנהלות שיחות ראשוניות על מבנה ומ"ח, שמבוססים על מצגים בסיסיים שמציג המוכר ומהווים אינדיקציה ראשונית לשווי החברה, אך בשלב הזה המחיר לא מחייב. הרבה פעמים רק אחרי לחיצת הידיים וחתימת מזכר כוונות, מתחילה בפועל הבדיקה. אני טוענת שהליווי צריך להתחיל בשלבים ראשוניים יותר על מנת שיעי-לותו תגבר, אפילו עוד כטרם נחתם מזכר כוונות - בו מצהירים על המחיר שמוכנים לשלם, על אף,

שכאמור מותנה בבדיקה, וכן נרשמים עקרונות ותנאים נוספים רלוונטיים לעסקה כמו תקופת בדיקה, בלעדיות וכיוצ"ב. אז מתחילים בדיקות מסוגים שונים: בדיקת השוק, החברה, בדיקה מי-סויית, כלכלית, בדיקת HR, ומערכות מידע בחב"ר. כמוכן שהיקף הבדיקה תלוי במהות הרוכש, מטרת הרכישה והעסק הנמכר. אחרי הבדיקה, בהנחה שאין deal breakers, מתחיל שלב המ-שא ומתן על תנאי העסקה ומתחילים בניסוח ה-SPA (Sales And Purchase Agreement), שזה כבר המסמך המחייב שכולל מחיר, תנאים, מצ"גים ושיפויים. אחרי החתימה של ה-SPA יש עוד שלב שעובר בין החתימה לסגירת העסקה, במידה וצריך אישור רגולטור או תנאים מתלים אחרים. לאחר הרכישה מתחיל שלב האינטגרציה של הרו-כש עם הנרכש".

בסיסים ולא בדוקים שהתקבלו מהחברה הנמכרת. מה שאומר שאם באתי לבדיקה וגיליתי שהרווח המייצג של החברה שונה בפועל מזה שהוצג אני אבקש התאמת מחיר. בנוסף, בודקים את היקף החוב של החברה, רמות הון חוזר, את התזרים, את התחזיות ונתונים נוספים שישפיעו על הרכישה. לכל פרמטר כזה יש השפעה ישירה על שווי החב-רה ומחיר העסקה.

"המטרה השנייה של בדיקת נאותות, היא לא-תר השיפות שיש בעסק, בין אם השיפות כספיות שלא רשומות בדו"חות של החברה, חשיפות מס-חריות שמבטאות למשל, תלות גדולה בלקוח או בספק, חשיפות רגולטוריות וכדומה. חשוב להד-גיש, שבדיקה נכונה אינה מתייחסת רק לנתונים כספיים שהוצגו ואינה מתייחסת רק לדוחות הכס-פיים של החברה ולמוצג בהם.

"המטרה השלישית היא, בעצם, לזהות את כל מנועי הצמיחה של החברה ולאפשר למשקיע היכרות מעמיקה עם מוקדי הרווח וההפסד בח-ברה, מה שמסייע גם לתכנן את היום למחרת. באמצעות הבדיקה הרוכש מבין את העסק, מבין האם אכן זו הכלה שחשב ביציאה לדרך וכמוכן יכול להתחיל להכין את תוכנית הפעולה קדימה. לתוצרים של ליווי העסקאות ובדיקות הנאותות השפעה ישירה על המחיר. אנו מנהלים משא ומתן עם התאמות מחיר לשיפויים, למצגים ולתנאי עס-קה לפי הבדיקות שביצענו".

## שילוב מומחים

לדברי אדניה קפון, קבוצת המיזוגים והרכי-שות ב-Deloitte - מלווה את הלקוח החל משלב החשיבה האסטרטגית, דרך הכנת חברה לעסקה (קונים ומוכרים), ביצוע בדיקות נאותות ועד תה-ליך ההטמעה ויישום המיזוג. הליווי כולל היכטים אסטרטגיים, מסחריים, כלכליים, מיסויים ועוד. זו קבוצה גדולה המורכבת ממומחי תוכן שונים.

מהי חשיבות שילוב מומחים מתחומי תוכן שו-נים בייעוץ עסקאות כאלו?

"שילוב מומחים מעולמות תוכן שונים כגון: מומחים אסטרטגיים, פיננסיים, כלכלנים, אנשי מס, מומחי אינטגרציה - ליווי מיזוגים וכו' מאפ-שר לתפור לכל עסקה את הצוות שמתאים לה ואת השירותים הספציפיים להם היא זקוקה. מעבר לכך, אנו גם משלבים מומחים למגזרים שונים כגון: טכנולוגיה, תעשייה, מוצרי צריכה וכדמ' - הדבר חשוב להצלחת העסקה כי זו הדרך להתאים לכל עסקה וחברה את היקף הליווי הרלבנטי ואת סו-גי הבדיקות הנדרשות, כדי לספק את הערך הנכון ולעמוד במטרות הבדיקה. לכל חברה ולכל ענף יש את המאפיינים והסיכונים שלו וחשוב שמי שמל-ווה יכיר את עולם התוכן הרלבנטי".



## הערכת שווי החברה מהן מטרות בדיקת הנאותות?

"המטרה הראשונה היא לאתגר את כל הפר-מטרים שקשורים להערכת שווי חברה. יש קשר ישיר בין בדיקת נאותות למחיר העסקה. בבדיקת הנאותות בודקים את כל הפרמטרים של החברה - את הרווחיות שלה, גם המדווחת וגם המייצגת (מוודאים שהרווחיות המדווחת תואמת לזו המייצגת בפועל). צריך להבין שברוב העסקאות, כשמחליטים על מחיר, לא עושים הערכת שווי מלאה וגם אם עושים היא מתבססת על מצגים

שכאמור, הוא לא מחייב וכפוף לבדיקה. אם הליווי מתחיל כשמזכר הכוונות עדיין לא נחתם וכבר בשלב הזה משלבים בדיקה ראשונית על הנתונים, ומתחילים לחשוב על מבנה העסקה הרלוונטי, אפשר לכלול במסגרת מזכר הכוונות מנגנוני מבנה עסקה ומנגנוני התאמות מחיר רלוונטיות לעסקה, שיעזרו אחר כך, בשלב הדיונים על סגירת העסקה. כשהדברים נקבעים מראש מובנים מראש זה קל יותר ופערי הציפיות בין מוכר לקונה קטנים יותר".

## מה קורה לאחר מכן?

"במזכר הכוונות מחליטים על מחיר לא מחייב

"שילוב מומחים מעולמות תוכן שונים כגון: מומחים אסטרטגיים, פיננסיים, כלכלנים, אנשי מס, מומחי אינטגרציה, ליווי מיזוגים וכו', מאפשר לתפור לכל עסקה את הצוות שמתאים לה ואת השירותים הספציפיים להם היא זקוקה"

תית להיקף, אך מעבר לזה אנחנו רואים המשך עניין ועלייה גוברת של משקיעים זרים שמגיעים להשקיע בחברות ישראליות. מעל 80% מהע-סקאות הן של משקיעים זרים, כאשר ההיי-טק הישראלי מהווה את מוקד המשיכה העיקרי".

מה צריך לעשות כדי שעסקת מיזוג משמעותית תצליח?

"לבחור את העסקה הנכונה ואחר כך לעשות אותה נכון. ראשית, יש לבחור את חברת המטרה הנכונה והרלוונטית, שעונה על מטרת הרכישה שהוחלט עליה, תוך התאמה למטרות האסטרט-גיות שהוצבו ביציאה לדרך. אחרי כן יש לעשות