



## רשות החברות הממשלתיות

ירושלים  
י"א באב התשע"ט  
13 באוגוסט 2019  
רח. 2019-8058

### ניתוח סיכונים בעניין עסקת רכישת אירונאוטיקס ע"י רפאל - עמדת רשות החברות

#### רקע

חברת רפאל מערכות לחימה מתקדמות בע"מ ("החברה" או "רפאל") פנתה לרשות החברות הממשלתיות ("הרשות") לשם מתן אישור וקיזום החלטת ממשלה לרכישת חברת אירונאוטיקס, חברה ציבורית ישראלית העוסקת בפיתוח ובייצור מערכות מודיעין צבאי בעיקר באמצעות מל"טים. מכתב זה מציג את השתלשלות העסקה, את הסיכונים שמגולמים לתפיסתנו בעסקה, ובכלל זה, גובה התמורה, מתווה העסקה והסיכונים המשפטיים, והמענה שניתן להם בתהליך. לבסוף, תוצג מסקנת הרשות לאור הפרטים שהוצגו.

#### תיאור השתלשלות העסקה

בשנים האחרונות ביצעה רפאל מספר ניסיונות לרכוש את אירונאוטיקס, [REDACTED] בשנת 2017 אירונאוטיקס הונפקה כחברה ציבורית בשווי של כמיליארד ש"ח. רפאל המשיכה בניסיונותיה לרכוש את החברה גם בשנים שלאחר הנפקתה. בשנה החולפת, ולאחר הפתיחה בחקירה הפלילית, בזמן שאירונאוטיקס נסחרת בשווי של כ-440 מלש"ח בבורסה, גיבשה רפאל מתווה עסקה בשותפות (50/50) עם איש העסקים אביחי סטולרו ("סטולרו") במבנה פיננסי מורכב (אשר יתואר בהרחבה בהמשך). הצעת הרכש הראשונה שנדחתה על ידי דירקטוריון אירונאוטיקס עמדה על כ-430 מיליון ש"ח. לאחר שהצעת הרכש הפכה לציבורית, [REDACTED] לאחר מכן, רפאל הגישה הצעה לרכישת אירונאוטיקס ב-850 מיליון ₪ במתכונת של חברה מעורבת עם שותף פרטי שיחזיק ב-50% מהחברה במודל של מיזוג הופכי משולש. עסקה זו אושרה בדירקטוריון רפאל ובאסיפה הכללית של אירונאוטיקס.<sup>2</sup> החברה פנתה לרשות ולמשרד הביטחון על מנת לאשר את העסקה ולקדם בהתאם החלטת ממשלה לאישור רכישת אירונאוטיקס בשתי חלופות – רכישה בסך של עד 425 מלש"ח (יחד עם סטולרו) או רכישה מלאה של אירונאוטיקס בסך 850 מלש"ח.

#### תיאור הסיכונים המגולמים בעסקה והמענה שניתן להם

##### 1. גובה התמורה-

כחלק מהמסקנות של התהליך היא כי יש לגבש מדיניות בעניין תחרות עסקית בין חברות ממשלתיות אשר מובילה לתוצאות שליליות לבעלים.

<sup>2</sup> פרוטוקול הדירקטוריון בו אושרה העסקה הוא מסמך חסוי פנימי ששותף עם רשות החברות ומשרד הביטחון.

בניין 23 המגדל, קומה 8, הגן הטכנולוגי מלחה, ירושלים 9695102,

פקס: 02-5695310

טל': 02-5421500

שער הממשלה: www.gov.il



כתובתנו באינטרנט: www.gca.gov.il

כמתואר, המחיר שהציעה רפאל עלה בחודשים האחרונים (החל מ-430 מיליוני ש"ח ועד 850 מיליוני ש"ח).<sup>3</sup>

הכפלת מחיר העסקה בתוך חודשים ספורים עוררה תהיות על הכדאיות שבעסקה במחיר הנוכחי והאם היא לא משקפת תמחור יתר. סוגיה זו, בצירוף העובדה כי מדובר בתמורה גבוהה יחסית לעסקאות רכש חברות שביצעה רפאל בשנים האחרונות, הובילו את הרשות ואת משרד הביטחון להתקשר עם חברת שווי הוגן על מנת שזו תבצע עבודה כלכלית שתכלול חוות דעת לבחינת ההוגנות והסבירות הכלכלית של תמורת העסקה (Fairness Opinion).<sup>5</sup>

שווי הוגן התבקשו בעבודתם לאמוד את שווי אירונאוטיקס stand alone, את שווי הסינרגיות של אירונאוטיקס כתוצאה מהמיזוג עם רפאל (מהן נהנים רפאל וסטולרו בחלוקה שווה) ואת שווי הסינרגיות של רפאל כתוצאה מהמיזוג עם אירונאוטיקס. מסקנות העבודה הכלכלית הן כי השווי של אירונאוטיקס במצב הקיים נאמד בכ-490 מלש"ח (לפי גישת 'היוון תזרים מזומנים'), סינרגיות אירונאוטיקס נאמדו בכ-407 מלש"ח, וסינרגיות רפאל נאמדו בכ-370 ₪. כלומר, סך צפי תועלות כלכליות מצטבר לרפאל מהעסקה של כ-1.3 מיליארד ₪. הוזה אומר, על אף הכפלת המחיר על פני מספר חודשים, נמצא כי תמורת העסקה סבירה והוגנת מבחינה כלכלית ונמוכה מהתועלות שרואה רפאל לנגד עיניה ומבחינת חלוקת התועלות בין הרוכשים לקונים ובין הרוכשים לבין עצמם.<sup>6</sup> בהקשר זה, יצוין כי שווי הוגן בחנו את ההוגנות וסבירות העסקה בכמה שיטות, שהובילו כולן למסקנה זהה. לפי 'גישת השוק', נמצא כי הצעת הרכישה על סך 430 מלש"ח מצד רפאל וסטולרו הכניסה את דירקטוריון אירונאוטיקס לתהליך שבסופו, לאחר התמחרות בהליך תחרותי סביר בין מספר גורמים שונים, נקבע תג המחיר של העסקה.

## 2. מתווה העסקה מול סטולרו-

בד בבד עם קבלת החלטה בהנהלת רפאל להתחיל אקטיבית בפעילות לרכישת אירונאוטיקס, החלה

<sup>3</sup> ר' נספח א'- שקף 'השינוי בשווי מניית אירונאוטיקס מהנפקתה ועד להצעת המחיר ע"ס 850 מלש"ח מרפאל'.

<sup>4</sup> ר' נספח ב' - עבודה כלכלית שווי הוגן.

<sup>5</sup> ר' נספח ב' - עבודה כלכלית שווי הוגן.

<sup>6</sup> יצוין כי מסקנה זו תואמת גם את הערכת השווי שבוצעה עבור רפאל ע"י שנסכרו כמערך שווי מטעמה. עבודה זו היא מסמך חסוי פנימי ששותף עם רשות החברות ומשרד הביטחון.

בניין 23 המגדל, קומה 8, הגן הטכנולוגי מלחה, ירושלים 9695102,  
טל': 02-5421500, פקס: 02-5695310

שער הממשלה : www.gov.il

gov

כתובתנו באינטרנט: www.gca.gov.il

רפאל באיתור שותף מתאים לרכישה זו, כך שכל צד יחזיק ב- 50% ממניות אירונאוטיקס. סטולרו  
אותר ע"י החברה והוא חלק מהמו"מ מול אירונאוטיקס,

[Redacted text block]

במסגרת תהליך בחינת העסקה דרשה הרשות מרפאל לבצע התאמות במנגנון האופציות מול  
סטולרו על מנת להוריד את שווי הכלכלי בעסקה. לאחר דין ודברים של רפאל מול סטולרו הוסכם  
על ביטול [Redacted] למימוש האופציה במצב של עליית שווי החברה. יצוין כי במקרה בו שווי  
החברה יעלה ורפאל תחליט על מימוש האופציה מצידה מדובר בחיסכון עלות מימוש של [Redacted]  
עוד סיכמה הרשות עם רפאל כי האחרונה תעדכן את הרשות לגבי רצונה במימוש  
אופציה, עוד טרם 180 היום להם היא מחויבת מול השותף, לצורך גיבוש עמדת הרשות בנושא. [Redacted]

יובהר כי ככל שאופציות אלו תתממשנה, תהפוך אירונאוטיקס לחברה בת ממשלתית על כל

<sup>8</sup> הערכת [Redacted] לעניין שווי האופציה היא מסמך חסוי פנימי אשר שותף עם רשות החברות ומשרד הביטחון.  
בניין 23 המגדל, קומה 8, הגן הטכנולוגי מלחה, ירושלים 9695102,  
טל': 02-5421500, פקס: 02-5695310

המשתמע מכך. ברי כי הסכמתה של רפאל למבנה עסקה הכולל אופציות מעין אלו נובע מרצונה להימנע מהפיכת אירונאוטיקס לחברה בת ממשלתית בעת רכישתה, ועל כן היא איתרה את סטולרו כמשקיע המספק אפקטיבית מעין חוב פיננסי עם מרכיב upside במקרה של הצלחה.

[REDACTED]

עוד בהקשר זה, יצוין כי במסגרת הליך בדיקת העסקה העלתה הרשות תהיות בדבר התאמתו של סטולרו כשותף אסטרטגי לרפאל ברכישת אירונאוטיקס. ונבחן ההליך התחרותי שביצעה רפאל לבחירת השותף<sup>10</sup>.

3. אי זכייה במכרז משהב"ט-

לחברה הסכם שת"פ עם אירונאוטיקס (שנחתם עוד טרם עסקת הרכישה) לטובת התמודדות במכרז משמעותי [REDACTED] רכישת אירונאוטיקס עשויה לשפר את סיכויי הזכייה של רפאל במכרז, אך לטענת החברה היא לא השיקול היחיד ברכישת אירונאוטיקס. מול רפאל מתמודדת במכרז תעשייה ביטחונית גדולה, כך שקיים סיכוי שרפאל לא תזכה במכרז.

[REDACTED]

4. סיכונים משפטיים-

א. חקירה פלילית- כנגד אירונאוטיקס התנהלה חקירה פלילית ע"י יח' להב 433 במשטרת ישראל בשיתוף המלמ"ב בחשד להפרה של רישיון שיווק להדגמה שניתן לה ע"י אפ"י. חומרי החקירה הועברו לפרקליטות, אשר הודיעה על כתב אישום בכפוף לשימוע נגד אירונאוטיקס ונושאי

<sup>10</sup> פירוט על התהליך התחרותי מופיע בין היתר בדברי ההסבר, ומבוסס על ישיבות ומסמכים שהועברו על ידי רפאל לרשות.

<sup>11</sup> ר' נספח ג'- הצעת המחליטים (פירוט לעניין ניצול היתרונות הסינרגטיים מופיע בדברי ההסבר להחלטה).

בניין 23 המגדל, קומה 8, הגן הטכנולוגי מלחה, ירושלים 9695102, פקס: 02-5695310, טל': 02-5421500

משרה בה. לפי מיטב ידיעתנו חלק מהשימועים התקיימו ומשהב"ט הודיע על השעייתם של מנכ"ל, סמנכ"ל שיווק ועובד נוסף ממחלקת השיווק מאירונאוטיקס ממרשם הייצוא הביטחוני. באירוע זה טמון סיכון משפטי שכן, ככל שיוגש כתב אישום, נושאי המשרה באירונאוטיקס עלולים להיות מורשעים בעבירה של קבלת דבר במרמה בנסיבות מחמירות או שיורשעו בעבירות לפי חוק הפיקוח, והרשעתם עלולה להגיע לכדי הרשעה כנגד אירונאוטיקס, כך שתהיה לכך השפעה על מהלך עסקיה של רפאל כרוכשת (בישראל ובארה"ב בפרט).

[REDACTED]

[REDACTED], הסיכונים המרכזיים הטמונים בהרשעתה בישראל הינם סירוב לרשום אותה במרשם הייצוא הביטחוני, הגבלת רישיון השיווק הביטחוני שלה או התלייתו או ביטולו, הגבלה על יצירת קשר עם לקוחות וביצוע עסקאות והגבלה להשתתפות במכרזים.

באשר לסיכונים המרכזיים הטמונים בהרשעתה בארה"ב, באלו ניתן למנות שלילת רישיונות ייצוא קיימים או מניעה עתידית שלהם ואף השעה מרישום ע"י רשויות פיקוח הייצוא האמריקאי.

[REDACTED]

[REDACTED]

כמו כן, יצוין שבמסגרת העבודה הכלכלית לבחינת הוגנות וסבירות תמורת העסקה לטובת חישוב שיעור ההיוון המשוקלל (WACC) נלקחה בחשבון פרמיית סיכון ספציפי בגין מאפייני פעילות [REDACTED] הכוללת בתוכה את המרכיבים הנוגעים לחשיפות המשפטיות האפשריות הכרוכות בעסקה שהוערכו ע"י מעריך השווי בכ-3% מתוך הפרמיה.

[REDACTED]

ב. תביעה ייצוגית- נגד חברת אירונאוטיקס ונושאי המשרה בה עומדת תביעה ייצוגית מצד מחזיקי מניות אירונאוטיקס בעניינים של דיווח מטעה. לטענת התובע החברה לא דיווחה בזמן אמת לציבור המשקיעים, בהיותה חברה ציבורית, על החקירה הפלילית המתנהלת מולה (כמתואר בסעיף הקודם), ובכך גרמה להם להפסדים. סכום התביעה עומד על כ-404 מלש"ח.

[REDACTED]

<sup>12</sup> חוות הדעת המשפטית מהחברה היא מסמך חסוי פנימי אשר שותף עם רשות החברות ומשרד הביטחון. יצוין כי סיכונים משפטיים אלו באו לידי ביטוי גם ב-DID המשפטי שבוצע עבור רפאל ע"י משרד [REDACTED], שאף הוא מסמך חסוי פנימי אשר שותף עם הרשות ומשהב"ט.

בניין 23 המגדל, קומה 8, הגן הטכנולוגי מלחה, ירושלים 9695102,

פקס: 02-5695310

טל': 02-5421500,

ג. סיכוני ציות- לרפאל תרבות ומנגנוני ציות ברמות הגבוהות ביותר בעולם הביטחוני והיא מקפידה להחיל אותם גם על החברות הבנות שלה בשל הסיכון הכרוך בהפרת כללי ציות ובשרשור סנקציות אפשריות מחברות בנות לחברה האם. בהקשר זה אירונאוטיקס עלולה להוות סיכון עבור רפאל, הן בהתבסס על המפורט בסעיף א' והן בשל כך שאירונאוטיקס פועלת בעיקר במדינות Tier 3. בשל כך, נקבע בהסכם בעלי המניות בין רפאל לסטולרו כי יו"ר ועדת הציות של הדירקטוריון יהיה מטעם רפאל וכי ותהיה לו סמכות מכרעת במקרה של מחלוקת בין חברי הוועדה.

5. דחיית/ עיכוב/ היעדר תמורות מעסקאות [redacted] ההון החוזר של החברה כולל יתרות משמעותיות מול הלקוח [redacted] (בסך של כ-41.3 מיליון דולר נכון לספטמבר 2018, בהתאם ל-DD שביצעה [redacted]).<sup>14</sup> יתרה זו כוללת כ-31.2 מיליון דולר הכנסות לקבל, שטרם הופקה עבורן חשבונית שכן החברה לא הגיעה לאבני הדרך הנדרשות בפרויקטים בניגם נרשמו הכנסות אלו. לאור מוסר התשלומים הלקוי של לקוח זה, מועדי התשלום ארוכי הטווח מהיתרה הקיימת (מעל שנה) ובצירוף העובדה שחלק משמעותי מהיתרה לא מגובה בחשבוניות, ישנו חשש לאי יכולת של אירונאוטיקס לגבות את החוב, מה שיפגע משמעותית בהון החוזר של החברה וישפיע על המשך ההתקשרות שלה מול [redacted] כלקות עיקרי (אחראית לכ-30% ממחזור המכירות). אי הודאות באשר לפירעון יתרת הלקוחות וההכנסות לקבל הובאה בחשבון במסגרת פרמיית סיכון נוספת בשיעור ההיוון בהערכת השווי.<sup>15</sup>

6. מערכת היחסים בין הרוכשים-

[redacted] ברי כי שותפות בין חברה לאדם הפרטי היא אינה סימטרית ומאפשרת לחברה להקצות משאבים ותשומות ניהוליות רבות לעין ערוך מזה של אדם פרטי בהליך ה-PMI ובקידום השוטף של האינטרסים שלה בחברה הבת. אולם, [redacted] לא באה לידי ביטוי בהסכם בעלי המניות מול סטולרו, וכבעל 50% מאירונאוטיקס הוא זכאי לזכויות שוות לאלו של רפאל בדירקטוריון ובמנגנוני אישור העסקאות.

[redacted]

[redacted]

[redacted]

**מסקנת הרשות**

<sup>14</sup> מסמך חסוי פנימי ששותף עם הרשות ומשהבי"ט.

<sup>15</sup> פרמיית סיכון ספציפי כמוזכר בסעיף 4 לעיל וכמפורט בעמ' 46 בעבודה הכלכלית.

בניין 23 המגדל, קומה 8, הגן הטכנולוגי מלחה, ירושלים 9695102, טל': 02-5421500, פקס: 02-5695310

רכישת אירונאוטיקס על ידי רפאל, כאמור לעיל, מבוססת על תכנית עסקית, שאושרה ע"י דירקטוריון רפאל, אשר תאפשר לרפאל להתחרות בתחום המל"טים הקטנים באופן שיגדיל את היקפי הפעילות, יגדיל את התחרות בישראל בתחום ויאפשר לחברה לחדור לשווקים בחו"ל באמצעות הסינרגיה הקיימת בין מוצרי החברות. פעילות אירונאוטיקס משתלבת בליבת מספר תחומי פעילות ברפאל ומיזוג פעילותה בשרשרת הערך האנכית תייצר סינרגיה משמעותית במו"פ, ייצור, תפעול ושיווק. העסקה נבחנה על ידי רשות החברות בעבודת מטה מקיפה, והתמקדה בארבעת תחומים אלו. בשים לב לסיכונים שהוצגו במסמך זה ולמענה שניתן להם, לאור ההתאמות אשר בוצעו על ידי רפאל לדרישת הרשות ולאור מסקנת חברת שווי הוגן כי התמורה הכלכלית בעסקה נמצאת במתחם ההוגנות והסבירות הכלכלית, נחה דעת הרשות כי מדובר בעסקה ראויה והמלצתנו היא לאשר אותה על ידי הממשלה.

בכבוד רב,

יניב אדרי  
רכז תעשיות ביטחוניות  
רשות החברות הממשלתיות

בניין 23 המגדל, קומה 8, הגן הטכנולוגי מלחה, ירושלים 9695102,  
טל': 02-5421500, פקס: 02-5695310

שער הממשלה : [www.gov.il](http://www.gov.il)

gov\*

כתובתנו באינטרנט: [www.gca.gov.il](http://www.gca.gov.il)