

הזדמנויות לעסקאות בשוק משתנה: כך תערכו נכון למיזוגים ורכישות בחברות ציבוריות

יש להניח שגם בהמשך שנת 2022 תמשך מגמת המיזוגים והרכישות ואף תגבר לנוכח ההאטה בגיוסי הון וחיוב. מהם השיקולים בביצוע עסקאות וכיצד להיערך נכון לביצוע עסקאות בתנאי שוק משתנה?

עו"ד ורד"ח אסתר קורן



עו"ד ורד"ח אסתר קורן | צילום: נמרוד קפלנטו

הינה מנגנון הגנה לצמצום חשיפה.

08 מצגים / שיפויים – חשוב להבטיח את השיפוי בגין הפרת מצגים בערכביות / פקדון נא-מנות. קביעת פיצוי מוסכם למקרה של הפרת ההסכם, כסעד יחיד או נוסף על סעדים אחרים, תורמת לוודאות ביצוע העסקה.

09 מימון והוכחת יכולת – הוכחת יכולת של הקונה והכרת מקורות המימון שלו הינם קריטיים להבטחת ביצוע העסקה, במיוחד בשוק בו קיים קושי בהשגת מימון ובגיוסים. לדוגמה, בעסקת אגד דרשנו במועד החתימה פיקדון כספי של 15% מהיקף העסקה, מצגים מתאימים וערבות חברת אם להתחייבות הישות הרוכשת.

10 הסדרת פעילות החברה בתקופה שבין חתימה להשלמה וקביעת האישורים הנדרשים להשלמה – על מנת להגביר את הוודאות לסגירת העסקה מומלץ להבטיח התנהלות במהלך העסקים הרגיל של חברת המטרה ומניעת "זליגת" ערך, וכן לקבוע במדויק מהם האישורים וההסכמות הנדרשים להשלמה שרק בהעדרם ניתן יהיה שלא להיטלים את העסקה.

11 רכישת "שליטה" וחברות ללא גרעין שליטה – יש להניח שנראה יותר ויותר עסקאות מסוג זה. עסקאות אלו מעלות שאלה בדבר האינטרס של דירקטוריון חברת המטרה בקידום עסקה במסגרתה תועבר השליטה לגורם מסוים, תוך "ויתור" על עצי מאותו וכוחו. במקרה של רכישת מניות בבורסה יש להיות ערים לדרישה לביצוע הצעת רכש מיוחדת כדי לחצות רף החזקה של 25% או 45% (אם אין גורם אחר שמחזיק ברף החזקות זה) על מנת להחזיק ב"דבוקת שליטה".

12 עסקאות בעלי שליטה – בנוסף לפרוצדורות הנדרשות במיזוג, קיימת דרישה לרוב מיוחד והלך

מימון על-ידי רוכש וחלוקת דיבידנד מחברת המטרה לאחר העסקה זכתה לפסיקה ענפה (לדוגמה, פס"ד ורדניקוב) ובמצב שבו הרוכש נמצא במצוקה כלכלית ובצורך משמעותי לדיבידנד כדי לעמוד בהתחייבויותיו, עשוי לחול כלל ההגנות המוגבר באישור העסקה.

04 בדיקת נאותות – אין להמעיט מחשיבות הבדיקה של הפעילות הנרכשת. מחדלים בבדיקת נאותות עלולים להביא לכישלון העסקה (לדוגמה, פרשת רכישת רימסה על-ידי טבע).

05 הערכות שווי – ברכישות על-ידי חברות ציבוריות הערכת השווי גם מקנה הגנה לדירקטוריים בביטוס מחיר הרכישה ופרסומה נדרש במסגרת מסמכי זימון האסיפה.

06 התאמות מחיר ו-Earnouts – התאמות המחיר באות לגשר על פערי הזמן, חוסר המידע המדויק והמלא במועד החתימה ושינויים בפעילות החברה הנרכשת. ההתאמות כוללות התאמות "הון חוזר", התאמות בגין שינויים בחוב או במזומן על בסיס דוחות כספיים מעודכנים למועד ההשלמה של העסקה וכן התאמות מחיר בשל שינויי שווי כתר-צאה משינויי שוק, ממצאי די-דיליג'נס או שינויים בפעילות הנרכשת בין החתימה להשלמה. מנגנוני Earnouts משמשים במקום בו קיים פער בין הצדדים ביחס למחיר הרכישה ומאפשרים לצד המוכר ליהנות מתוספת מסוימת לתמורה, במקרה שהחברה לאחר מכירתה, הגיעה לאבני דרך או להיקף ביצור עים שנקבעו מראש.

07 "MAC" ואפשרות לסיום העסקה – בעידן של שינויים תכופים בשווקים, הכללת אפשרות לרוכש של יציאה מהעסקה בגין שינויים משמעותיים לרעה (Material Adverse Change) שיחולו בין החתימה להשלמה של העסקה בנכס הנרכש,

במהלך שנת 2021 ובתחילת 2022 היינו עדים לעסקאות ענק ולדינאמיות רבה בשוק החברות הציבוריות הישראליות. כפי הנראה, גם בהמשך שנת 2022 תמשך מגמת המיזוגים והרכישות ואף תגבר לנוכח ההאטה בגיוסי הון וחיוב, וזאת תוך התאמות בשוויים של התאגידים, ביצוע עסקאות קטנות וממוקדות יותר, מעבר לעסקאות רבות יותר של רכישת נכסים על פני מניות, כדי לאפשר בחירה קפדנית יותר של הנכס הנרכש, התעניינות גוברת בביצוע מהלכים עסקיים בחברות ללא גרעין שליטה, שמספרן הולך וגדל, והמשך ביצוע עסקאות באופן בררני יותר. שתי עסקאות ענק שנחתמו והושלמו בתקופה האחרונה, בהן טיפל משרדנו היו עסקת מכירת 60% ממניות אגד על-ידי חברי אגד לקרן קיסטון, לפי שווי חברה של 4.7 מיליארד שקלים, בה ייצגנו את אגד; ועסקת רכישת 37% ממניות גבי ים על-ידי נכ"ס ונניין מאהרון פרנקל בתמורה ל-3.1 מיליארד שקלים, בה ייצגנו את נכסים ונניין.

תובנות העולות מהשטח והפסיקה

ניתוח שתי עסקאות אלה יכול ללמד על השיקולים בביצוע עסקאות בתנאי שוק משתנה. להלן רשימת נושאים להיערכות נכונה לביצוע עסקאות בתנאי שוק משתנה:

01 בחירת טכניקת הרכישה – תושפע בעיקר ממידת שיתוף הפעולה שיש עם דירקטוריון חברת המטרה ומהיכולת להשיג את הרוב הנדרש לאישור הפסיקה הכשירה את קיומם המקביל של מסלולי הרכישה השונים (הצעת רכש מלאה ומיזוג משולש הופכי) בשל חופש עיצוב העסקאות ומנגנוני האיוון והאישור הנדרשים בכל מסלול (לדוגמה, פסה"ד בעניין מיזוג מלם-תים).

02 הבחירה בין עסקת נכסים לעסקת מניות – עסקת נכסים מורכבת יותר, אך טומנת יתרון נות לרוכש באפשרות לבצע "Cherry Picking" של הנכסים בהם הוא מעוניין, תוך צמצום חשיפות בהימנעות מרכישת "ההיסטוריה" של החברה ויתרון מס בשיוך עלות הרכישה לנכסים הנרכשים לצורך הפחתתם (עלות רכישת מניות אינה ברת פחת).

03 מימון הרכישה – העמסת חוב על החברה הנרכשת (LBO – Leveraged Buyout) עשויה להיות "חלוקה" ודורשת קיומם של עודפים בחברה הקולטת בהיקף השווה לעודף ההתחייבויות הנרכשות, ובהיעדר עודפים – אישור בית משפט. נטילת

אישור מיוחד לפיו בעסקאות משמעותיות המשא ומתן ינוהל על-ידי ועדה בלתי תלויה (פס"ד בעניין כמצי"נה ואסם).

13 עסקה עם ריבוי מוכרים – לעסקה כזו (כ-1,300 מוכרים בעסקת אגד) קיימות מורכבויות רבות בהיבט המצגים והאישורים הנדרשים מכל מוכר, אפשרות החזרה למוכרים בתביעת שיפוי (בעסקת אגד זכות זו הוגבלה לסכומים שהושארו בנאמנות), וקביעת "סוכן תשלומים" לביצוע התשלומים למוכרים לפי חלקם.

14 "היום שאחרי" – בעסקה לרכישת שליטה קיימת חשיבות לקביעת הסדרי השותפות עם המיזוג שיקע ביום שלאחר העסקה. בעסקת אגד קבענו מנגנון של רוב מיוחד הכולל את החברים, לצורך קבלת החלטות רבות, והצבעה של החברים באסיפה מקדימה לפני כל אסיפה כללית על מנת לאפשר להם להגיע כ"כוח" אחד מול המשקיע.

15 חובות דירקטורים בעסקאות – בעסקאות מיזוג עם בעל השליטה, כלל שיקול הדעת העסקי שחל ככלל על החלטות הדירקטוריון יחולף בסטנדרט הביקורת של ההגנות המלאה ובחובת הדירקטורים להשיא את ערך החברה הנמכרת (על בסיס הלכת Revlon בארה"ב). קיימת היום נטייה גוברת ליישם הליך תחרותי בעסקאות (גם אם אין חובה לכך) במטרה למקסם את התמורה. בעסקת אגד קיימנו משא ומתן מקביל ואינטנסיבי עם חמישה מציעים, כולל קבלת הצעות והגעה למיזוג סמכים מפורטים ומלאים עם כל אחד מהם, באופן שאיפשר השוואה בין ההצעות וחתימה מהירה עם המציע שנבחר.

הכותבת היא ראש מחלקת חברות מיזוגים ורכישות ויו"ר הועדה האקזקטיבית במשרד גרוס ושות'

יש להניח שנראה יותר ויותר עסקאות של רכישת חברות ללא גרעין שליטה. במקרה של רכישת מניות בבורסה יש להיות ערים לדרישה לביצוע הצעת רכש מיוחדת כדי לחצות רף החזקה של 25% או 45% על מנת להחזיק ב'דבוקת שליטה'