

**הרמ**

אפשטיין  
רוזנבלום  
מעוז  
עורכי דין

# תהליך המיזוג והרכישה

נמרוד רוזנבלום, שותף  
אפשטיין רוזנבלום מעוז, עורכי דין

## בפעם שעברה...

- למה מתכוונים כשמדברים על מיזוגים ורכישות?
  - רכישת נכסים, מוניטין ופעילות (עסקת מכירת פעילות אינטרנט ומוניטין)
  - רכישת מניות:
    - חברה פרטית
    - חברה ציבורית
  - מניות מיעוט
  - "דבוקת שליטה"
  - שליטה מלאה
  - שליטה מוחלטת
  - מיזוג משפטי מלא
  - פשרה או הסדר לפי סעיפים 350 ו- 351 לחוק החברות

## מהו תהליך המיזוג והרכישה?

- הסכמה עקרונית
- מזכר הבנות (term sheet)
- בדיקות נאותות (משפטיות, חשבונאיות, ארגוניות)
- מו"מ וניסוח הסכם הרכישה:
  - מהות המכר
  - מחיר, תנאי תשלום ומנגנוני התאמה
  - תנאים מתלים
  - טכניקה (סגירה)
  - ההתחייבויות לפני הסגירה (pre-closing undertakings)
  - מצגי המוכר והרוכש (representations and warranties)
  - גילוי כנגד מצגים
  - התחייבויות לאחר הסגירה (covenants)
  - שיפוי (indemnification)
  - חלוקת אחריות
  - בטחונות וערבבויות
  - מיסוי, ביטוח, דיני עבודה, הודעות, פרסומים, סודיות, עלויות, המחאת זכויות, העברת חבויות, שינוי ההסכם, זכויות צדדים שלישיים, דין חל, סמכות שיפוט...
- חתימה
- עמידה בתנאים מתלים
- סגירה

## מהו תהליך המיזוג והרכישה? (המשך)

- התהליך משקף למעשה את השאלות הבאות:
  - מה אני קונה?
  - איך אני קונה?
  - אילו סיכונים אני לוקח ואילו הצד השני לוקח?
  - מה משאירים פתוח?

# מה אני קונה?

1. הסכמה עקרונית ומזכר הבנות

2. Due diligence

# מה אני קונה?

## 1. הסכמה עקרונית

- מזכר הבנות
- המטרה לאפשר "שדה משחק", לא לעכב את ההליך
- חשוב להסכים לגבי סודיות, אי תחרות, בלעדיות, עלויות ודרכי יציאה
- תוקף משפטי מחייב?
- הסכמה על עיקרון של תום לב? (חשוב בעסקאות הבינלאומיות)
- מזכר ההבנות הוא מסמך חשוב, אך אין להפריז בחשיבותו כי בכל מקרה לא ניתן לאלץ את הצד השני לחתום על ההסכם הסופי

## מה אני קונה? (המשך)

### 2. Due diligence

- המטרה העיקרית – להבין מה אנחנו בעצם קונים
- הבעיה – לא תמיד ברור מה מחפשים... ("תחפש עד שתמצא, ואז כבר תדע שמצאת...")
- לכן: רשימות, הסברים, ליווי צמוד וכיו"ב

## מה אני קונה? (המשך)

### 2. Due diligence (המשך)

– השאלות העיקריות שיש לשאול מראש:

- מהיכרותנו עם החברה והשוק, מהם הנושאים בהם נרצה להתמקד? (חברת קידוחי נפט מול חברת שירותי כוח אדם)
- עד לאיזה עומק אנחנו באמת רוצים לחפור? (טיב טעם וישר)
- איזה תוצר אנחנו רוצים? דו"ח מלא? דו"ח exceptions only? אישור בע"פ?

## מה אני קונה? (המשך)

### 2. Due diligence (המשך)

– נושאי "שביל החלב"

- איך החברה הנרכשת פועלת?
- מה עיקר ומה טפל בקשר עם פעילותה?
- מה קריטי להמשך הצלחתה?
- איך נערך לימים ולשבועות הראשונים שלאחר הרכישה?
- למרבה הצער, נושאים אלה זוכים להתעלמות במקרים רבים

## מה אני קונה? (המשך)

### 2. Due diligence (המשך)

#### – "החורים שחורים"

- על פי רוב עורכי דין אוהבים להתמקד בזה
- האם ישנם דברים שקריטי לשנות לפני הרכישה? (עסקאות בעלי עניין, לדוגמא: עסקה חברת נפט באזרבייג'אן)
- האם ישנם דברים שקריטי לשנות לאחר הרכישה? (ממשל תאגידי, מבנה הנהלה, חלוקת משאבים, ניהול חוזים)
- האם החשיפה מתקבלת על הדעת? מהם הסיכונים הספציפיים לחברה או הכלליים לענף, לאזור הגיאוגרפי, למדינה וכיו"ב?
- האם ישנו מידע מהותי שלא נמסר? (התחייבויות נסתרות, אי סדרים חשבונאיים, תביעות, עסקאות מהותיות)
- האם ישנן בעיות בקשר להעברת המניות/הנכסים (חוזים עם איסור על העברה, הלוואות עם איסור על העברת שליטה)

## מה אני קונה? (המשך)

### 2. Due diligence (המשך)

– הבעיות המרכזיות:

- בדרך כלל הבדיקות נעשות על ידי העובדים הזוטרים ביותר להם יש את הסיכוי הנמוך ביותר באמת להבין מה הם קוראים...
- סוגיות סודיות ואי תחרות לעומת גילוי מלא
- שאלות ספציפיות מול שאלות סל ("שאלות לעצלנים"):  
*"אנא העבירו במסגרת המסמכים המועברים את כל המסמכים והמידע הנוסף שרוכש סביר היה מבקש לראות על מנת להגיע להחלטה סבירה בנסיבות העניין בנוגע לרכישת מניות החברה..."*

# איך אני קונה?

## • הסכם הרכישה

- מחיר, תנאי תשלום ומנגנוני התאמה
- תנאים מתלים
  - לצמצם שרירותיות חד צדדית
  - בשנים האחרונות נושא ההגבלים העסקיים נעשה יותר ויותר חשוב
  - ברכישות ציבוריות – אישור בעלי מניות
- ההתחייבויות לפני הסגירה (pre-closing undertakings)
  - להמשיך באותה הדרך
  - לשתף ולהתייעץ
  - זכויות וטו מסוימות

## איך אני קונה? (המשך)

### • הסכם הרכישה (המשך)

– טכניקה (סגירה)

- כל עוד אין בעיות נראה מיותר
- הבעיות מתעוררות כאשר מתברר שהצד השני לא ישר, לא מסודר או חדל פירעון

– התחייבויות לאחר הסגירה (covenants)

- אי תחרות
  - זמינות
  - סודיות
- מיסוי, ביטוח, דיני עבודה, הודעות, פרסומים, סודיות, עלויות, המחאת זכויות, העברת חבויות, שינוי ההסכם, זכויות צדדים שלישיים, דין חל, סמכות שיפוט...

## חלוקת הסיכונים

1. מצגים (representations and warranties)

2. הגבלת האחריות

3. אופן ההתמודדות עם הסיכונים

4. פיצוי, שיפוי, ערבויות ובטחונות

# חלוקת הסיכונים (המשך)

## 1. המצגים

- היקף המצגים וטיבם תלוי בדיו דיליג'נס (פינג-פונג)
- האם המצגים צריכים להיות מותאמים **למיטב הידיעה או מוחלטים?** השאלה היא למעשה מי צריך לשאת בסיכון בגין:
  - דברים שהמוכר **יודע** (קיימת תביעה נגד החברה)
  - דברים שהמוכר לא יודע אך **אחרים** הקשורים אליו יודעים (קיימת תביעה שהועברה למחלקה המשפטית אך נתקעה שם)
  - דברים שהמוכר ואחרים מטעמו לא יודעים אך **היה עליהם לדעת** (קיימת תביעה אך המעטפה מביהמ"ש לא נפתחה)
  - **עובדות** להן המוכר לא מודע (הוגשה תביעה אך עדיין לא נשלחו המסמכים)
  - **מצב משפטי** לו המוכר לא מודע (התביעה נדחתה אך קיימת אפשרות להגיש ערעור)

# חלוקת הסיכונים (המשך)

## 1. המצגים (המשך)

- האם יינתנו מצגים ספציפיים בלבד או גם כלליים?  
"מעבר לאמור לעיל לא ידוע למוכר על עובדה או מידע כלשהו העשויים להיות מהותיים למשקיע סביר בנעלי הרוכש"...
- מצגים לעניין עובדות מהותיות בלבד? מהו מהותי? (3%-5% מהכנסות). חשוב מאוד להיות ברור!  
"לעניין הסכם זה "מהותי" ייחשב כל נסיבה או עובדה שעשויה להיות להן השפעה מהותית על נכסי החברה, רווחיה, פעילותה העסקית או יציבותה הפיננסית" (דוגמא רעה אך שכיחה...)

## חלוקת הסיכונים (המשך)

### 2. הגבלת האחריות

- נושא שנוי במחלוקת
- ביסוד הוויכוח, מי נושא באחריות בגין:
  - אירועים שקדמו לחתימה (תביעות תלויות ועומדות)
  - אירועים בין החתימה לסגירה (מי הגורם המעכב את הסגירה? מהם יחסי הכוחות?)
  - אירועים שהתרחשו לאחר הסגירה אך מקורם בעובדות או בנסיבות שהתקיימו טרם החתימה (תביעות חדשות בגין אירועים ישנים):
    - המוכר ידע על הנסיבות או העובדות? (אם כן, סביר להניח שמדובר בהפרת מצגים)
    - המוכר אמור היה לדעת על הנסיבות או העובדות?

## חלוקת הסיכונים (המשך)

### 3. אופן ההתמודדות עם הסיכונים

- לא כל סיכון מצריך התמודדות זהה
- השאלות שצריכות להישאל הן:
  - מהי החשיפה?
  - מה הסבירות להתקיימות הסיכון?
  - כמה זמן תימשך החשיפה?

## חלוקת הסיכונים (המשך)

### 3. אופן ההתמודדות עם הסיכונים

- חשיפה וודאית ← הנחה במחיר? (רכישת חברת טבק)
- חשיפה לא וודאית המתקיימת לפרק זמן קצר ← כסף בנאמנות? (חבות מס בגין שומה סופית)
- חשיפה לא וודאית המתקיימת לפרק זמן בינוני ← התחייבות לפיצוי או לשיפוי? (תביעות פוטנציאליות)
- חשיפה לא וודאית המתקיימת לפרק זמן ארוך ← הנחה במחיר? השתתפות בביטוח? (בעלות בנכס מסוכן)
- כמובן מקום בו הסיכון לא משמעותי ניתן לוותר בתמורה להישגים אחרים

## חלוקת הסיכונים (המשך)

### • שיפוי, פיצוי, ערבויות ובטחונות

– שיפוי (indemnification) ופיצוי (compensation)

• צורך להוכיח נזק (פיצוי מול שיפוי)?

• שיפוי על פי דרישה או כנגד קבלות וכיו"ב?

• תיחום בזמן (בד"כ 12-36 חודשים או לעניין מס משך החשיפה עד לקבלת שומה סופית)

• תיחום בכסף

– גבול עליון (בדרך כלל סך התמורה)

– גבול תחתון (דה מינימיס, הגדרת המהותיות)

## חלוקת הסיכונים (המשך)

- שיפוי, פיצוי, ערבויות ובטחונות (המשך)

– בטחונות וערבויות

- כספים בנאמנות?
- ערבויות צד שלישי?
- שעבודים?

## מה משאירים פתוח?

- מה ניתן להשאיר פתוח ומה חשוב לסגור?
- שאלה של אחריות מקצועית?
- חשוב לדון בכל השאלות החשובות ולהיות מודע לסיכונים, אך אין חובה למצוא תשובה מוסכמת לכולן (ולפעמים לא ניתן).
- טיב טעם v ישכר

ERMA

אפשטיין  
רוזנבלום  
מעוז  
עורכי דין

נמרוד רוזנבלום, שותף  
אפשטיין רוזנבלום מעוז, עורכי דין  
מגדל מרכז ויצמן, רחוב ויצמן 14  
תל אביב 64239  
[rosenblum@erm-law.com](mailto:rosenblum@erm-law.com)  
[www.erm-law.com](http://www.erm-law.com)

**המידע במצגת הנו למטרות ידיעה כללית בלבד ואינו בגדר ייעוץ משפטי. אנו  
נשמח לעמוד לרשותכם בנוגע לכל שאלה או הבהרה.**