

החלופות להפיכת חברה ציבורית לפרטית: ניתוח משפטי וממצאים אמפיריים

מאת

ברק ירקוני*, בני לאוטרבך**, יבגני מוגרמן***

תקציר

בעשרים השנים האחרונות ביקשו חברות ציבוריות רבות בישראל לחזור להיות חברות פרטיות ולמחוק את מניותיהן מהמסחר בבורסה. כיוון שחברות ישראליות רבות נשלטות בידי קבוצות שליטה, הפיכת חברה ציבורית לפרטית כרוכה בדרך כלל ברכישתם של בעלי השליטה את כל המניות המוחזקות בידי הציבור. למרות הקושי הרב וניגודי האינטרסים החמורים בעסקה זו של חילוט המיעוט, חוק החברות ובתי המשפט בישראל מאפשרים שלוש חלופות משפטיות שונות לביצועה: הצעת רכש מלאה, מיזוג משולש הופכי והסדר בבית המשפט.

במחקר זה המחברים עומדים על ההבדלים המשמעותיים שבין שלוש החלופות המשפטיות השונות, ומציגים את ההתלבטות של בתי המשפט בישראל, בארצות הברית ובאנגליה בסוגיית החופש לעיצוב עסקאות לחילוט המיעוט. המחברים סבורים, כי הדין בישראל ביקש בעניין זה לחקות את דיני החברות בדלאוור ולהידמות להם. אולם בפועל, בשל שינויים בדין האמריקני, הדין הישראלי אוחז כיום בתפיסה משפטית פורמלית שונה ורחוקה מהדין האמריקני העדכני.

* הפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב; חוקר-אורח הקתדרה לממשל תאגידי בישראל ע"ש משפחת ריימונד אקרמן, אוניברסיטת בר-אילן.

** ראש הקתדרה ע"ש משפחת ריימונד אקרמן לממשל תאגידי בישראל, בית הספר למנהל עסקים, אוניברסיטת בר-אילן, וחבר מחקר ב-European Corporate Governance Institute (ECGI).

*** בית הספר למנהל עסקים, אוניברסיטת בר-אילן.
על הערות מועילות אנו מודים למערכת עיוני משפט, לשני השופטים ולאסף חמדני ולשרון חנס. כמו כן, אנו מודים לקתדרה ע"ש משפחת ריימונד אקרמן לממשל תאגידי בישראל על תמיכתה הכספית במחקר.

דיון משמעותי בסוגיית החופש לעיצוב עסקאות לחילוט המיעוט מצריך גם בחינה של התוצאות בפועל של המסלולים השונים. לכן ערכו המחברים ניתוח אמפירי מקיף, ראשון מסוגו, הבוחן 349 הצעות לחילוט המיעוט בישראל בשנים 2000-2019. הממצאים מעידים על העדפה מובהקת של בעלי השליטה למסלול הצעת הרכש המלאה, על כך שהצעות רכש מלאות מניבות תמורה נמוכה יותר לבעלי מניות המיעוט לעומת עסקאות מיזוג וכן על כך שסיכוייהן של הצעות רכש מלאות להתקבל נמוכים יותר מאשר סיכוייהן של הצעות המיזוג.

לבסוף, מסקנת המחברים העולה מהמחקר היא כי יש צורך לשכלל את מנגנון הצעת הרכש המלאה. ברוח התאוריה המשפטית העכשווית בארצות הברית, המחברים ממליצים לצמצם את ההבדלים שבין הצעת רכש מלאה למיזוגי חילוט.

- מבוא..... 3
- א. שלושה מסלולים שונים לרכישת כל מניות המיעוט..... 8
1. הצעת רכש מלאה..... 10
- (א) שיעור הרוב הנדרש..... 11
- (ב) פיקוח ובקרה מצד בית המשפט..... 12
2. מיזוג..... 13
- (א) מיזוג משולש הופכי..... 14
- (ב) אישור המיזוג במנגנוני החברה ומשא ומתן של הוועדה המיוחדת..... 15
- (ג) שיעור הרוב הנדרש..... 15
- (ד) פיקוח ובקרה של בית המשפט..... 16
3. הסדר בבית המשפט..... 17
- (א) אישור, פיקוח ובקרה של בית המשפט..... 18
- (ב) שיעור הרוב הנדרש..... 19
- (ג) חלוקה לאספות סוג..... 20
- (ד) התערבות בית המשפט בגובה התמורה..... 22
- (ה) סיכום..... 23
- ב. הבחירה בין האלטרנטיבות לרכישת מניות המיעוט – ניתוח משפטי..... 24
1. הדין האמריקני המסורתי: Independent Legal Significance..... 25
2. הפסיקה החדשה בארצות הברית: צמצום משמעותי בדוקטרינת ILS..... 26
3. הגישה האחידה בארצות הברית לחילוט מניות המיעוט..... 30
- (א) שני מסלולי רכישה ורמות שונות של ביקורת שיפוטית..... 30
- (ב) הגישה האחידה להסדרי החילוט..... 32
- (ג) תיקוני חקיקה לאיחוד הדינים: DGCL §251(h)..... 33
4. עמדת המשפט האנגלי..... 34
5. ישראל: החופש לעיצוב הסדרי הרכישה..... 36
- (א) האם מיזוג משולש הופכי יכול להיות תחליף להצעת רכש מלאה?..... 37
- (ב) האם הסדר בבית המשפט יכול להיות תחליף להצעת רכש מלאה?..... 38
6. מחקרים אמפיריים בשוקי הון זרים..... 41
- (א) ארצות הברית..... 41
- (ב) אנגליה..... 42
- ג. החלופות לרכישת מניות המיעוט – מחקר אמפירי..... 43

43	1. תיאור המחקר האמפירי.....
43	(א) המדגם.....
44	(ב) המתודולוגיה.....
45	2. הבחירה בין מסלולי הרכישה.....
45	(א) העדפה כללית להצעות רכש.....
47	(ב) ירידה במספר ההצעות לרכישת מניות המיעוט בעשור השני.....
48	(ג) ירידה בשיעורן היחסי של הצעות הרכש.....
49	3. שיעורי האחזקות של בעל השליטה.....
51	4. גודלן של החברות.....
52	5. שיעורי השלמת העסקה.....
54	6. פרמיית המחיר המוצעת לבעלי מניות.....
56	(א) שיעורי הפרמיה בעשורים השונים.....
60	(ב) האפשרות של הצעות רכש אופורטוניסטיות.....
62	סיכום והצעות לאסדרה.....

מבוא

במרבית החברות הציבוריות בישראל ישנם בעל שליטה¹ או דבוקת שליטה המחזיקים במרב המניות.² מעת לעת בעלי שליטה מבקשים לרכוש את כל יתרת המניות המוחזקות בידי הציבור, במטרה להפוך את החברה הציבורית שבשליטתם לחברה

¹ לעניין משמעות המושג "שליטה", ראו ס' 1 ו- 268 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות" או "החוק"); יוסף גרוס מושג ה"שליטה" והשלכותיו (2003); יוסף גרוס "הניתן לשלוט על מושג ה'שליטה'?" תאגידים א(4) 27 (2004); יוסף גרוס "השלכות תאגידיות הנובעות מקיום שליטה" מאזני משפט ד 639 (2005).

² כ- 87% מהחברות הציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל אביב הן חברות בעלות גרעין שליטה. ראו אנטרופי ממשל תאגידי ממשל תאגידי מאוון בחברות ללא גרעין שליטה 5 (נייר עמדה, אנטרופי, מרץ 2019) bit.ly/3V5MviZ. במחקר שנערך לשנים 1999-2011 (החופפות לשנים הנבחנו במחקר זה), בעל שליטה בישראל החזיק בממוצע 75% ממניות החברה הציבורית. ראו Meni Abudy & Beni Lauterbach, *Changes in Controlling Shareholders' Holdings: Do They Entail Financial Tunneling?*, 18 ADVANCES IN FIN. ECON. 47 (2015). לפי נתוני הסקירה השנתית של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, שיעור אחזקות הציבור הממוצע בישראל בשנת 2021 היה 61%. ברם, כיוון שנתון זה כולל גם את אחזקות הציבור בחברות ללא גרעין שליטה, שיעור אחזקות בעלי השליטה הוא גבוה מ- 39%. ראו הבורסה לניירות ערך בתל אביב סקירה שנתית 2021 (15.12.2021)

info.tase.co.il/Heb/Lists/gen_res/0133_annual_review/2021_annualreview_heb.pdf
ראו גם מורן אופיר "פרמיית השליטה בעסקאות מיזוג מסוג going private" משפט ועסקים כ 541, 544-545 (2017).

פרטית בבעלותם המלאה. עסקה זו לרכישה של כל מניות המיעוט מכונה גם "חילוט מניות" – "freeze-out" או "going private".³ רכישת מניות הציבור יכולה לנבוע ממניעים עסקיים לגיטימיים. הפיכת החברה לפרטית עשויה להוביל לחיסכון בהוצאות ובעלויות הנדרשות לניהול החברה כחברה ציבורית.⁴ רכישת מניות מידי הציבור אף עשויה לאפשר לבעל השליטה לנהל את החברה בהתאם לחזונו העסקי, ללא צורך בפיקוח או בתלות באינטרסים של בעלי מניות אחרים.⁵ מנגד, רכישת מלוא המניות עלולה לנבוע ממניעים אחרים, לגיטימיים פחות: בעל השליטה עלול לנצל את יתרון המידע שיש לו⁶ על מנת לרכוש את מניות הציבור במחיר נמוך מדי.⁷ בשנים האחרונות, ובמקביל למגמה עולמית בנושא, אפשר להבחין בפעילות גוברת של בעלי שליטה לבצע עסקאות לרכישה "החוצה" של מניות המיעוט.⁸

ישנן כמה בעיות חוקיות ופרקטיות בדרך לרכישת כל מניות הציבור ומחיקת החברה מהבורסה. ראשית, בישראל חוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות" או

³ בשפה האנגלית הסדר זה מכונה בשמות רבים כגון take-outs או freeze-outs. ראו Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 YALE L.J. 2 (2005) (להלן: Subramanian, *Fixing Freezeouts*). במאמר זה בחרנו לכנות עסקה זו בשם "חילוט המיעוט". ראו גם עידו באום, טל וינטרויב ודנה מנחם-ינאי "חופש העיצוב" במבחן המעשה: עסקאות Going Private בישראל מפרספקטיבת עורכי הדין" **ספר יורם דנציגר** 99 (לימור זר-גוטמן ועידו באום עורכים) (2019).

⁴ גם כאשר אחזקות הציבור הן בשיעור מועט ואף זניח, החברה מחויבת להמשיך ולפעול כחברה ציבורית ולשאת בעלויות ובהוצאות ניכרות. ראו למשל שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הפוכי ורכישה בחוק החברות" **הפרקליט** מז 104, 115 (2003).

⁵ Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L.J. 560 (2016).

⁶ הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה" **תאגידים** ו(3) 56 (2009).

⁷ חשש זה מבוסס גם על ראיות אמפיריות. ראו אייל יניב, בני לאוטרבך, מנחם (מני) עבודי ואורן קאפה "שינויים באחזקות בעלי השליטה – עוד דרך להשגת טובות הנאה פרטיות?" **רבעון לכלכלה** 1/4, 59 (2012).

⁸ בספרות הוצעו כמה סיבות אפשריות לכך ששיעור העסקאות לרכישת מניות המיעוט הולך וגובר: (1) העלייה בריכוזיות המשק האמריקני המקשה על המשק קיומן של חברות ציבוריות קטנות (המשמשות מטרות נוחות להשתלטות עוינת); (2) הגברת הרגולציה והעלייה בשיעור ההוצאות הנדרשות מחברות ציבוריות; (3) התפתחות אמצעי מימון חדשים חוץ-בנקאיים וחוץ-בורסאיים כגון קרנות השקעה והלוואה פרטיות המתאימות במיוחד לחברות קטנות. ראו למשל: Xiaohui Gao, Jay R. Ritter & Zhongyan Zhu, *Where Have all the IPOs Gone?*, 48(6) J. FIN. QUANT. ANAL. 1663 (2013); Kathleen M. Kahle & René M. Stulz, *Is the US Public Corporation in Trouble?*, 31(3) J. ECON. PERSPECTIVES 67 (2017); Craig Doidge, K. Kahle, A. Karolyi & R. Stulz, *Eclipse of the Public Corporation or Eclipse of the Public Markets?*, 30(1) J. APPLIED. CORP. FIN. 8 (2018).

"החוק") אינו מאפשר לבעל שליטה לרכוש מעל 90% ממניות החברה הציבורית.⁹ בעל שליטה המבקש להוסיף ולרכוש מניות מעבר לשיעור זה חייב לרכוש את כל יתרת המניות שבידי הציבור ביחד וברכישה אחת קבוצתית. שנית, דיני ניירות ערך עלולים לראות ברכישה סדרתית של מניות הצעת רכש הכפופה לדיני ניירות ערך.¹⁰ שלישית, גם אילו היה אפשר לרכוש את המניות מידי הציבור בעסקאות נפרדות, מבחינה פרקטית קרוב לוודאי שבעל שליטה לעולם לא יצליח לרכוש כך את מלוא מניות הציבור, שהרי מניות של חברה ציבורית מוחזקות בידי ציבור רחב ומפוזר מאוד של בעלי מניות שונים ומגוונים: לעיתים זהות בעלי המניות אינה ידועה או שיש קושי לאתרם; לעיתים בעלי המניות פשוט מסרבים למכור את מניותיהם, או מנסים לפעול באופן אסטרטגי ו"לסחוט" מבעל השליטה סכומים גבוהים בתמורה להסכמתם.¹¹ השגת הסכמה "פה אחד" של מאה אחוז מבעלי המניות מהציבור לרכישת כל מניותיהם היא בפועל בלתי-אפשרית, ולפיכך עלולה לסכל ולהכשיל עסקאות טובות רבות.¹² המסקנה מכך היא, שעסקת "going-private" לרכישת כל מניות הציבור ולהפיכת חברה ציבורית לפרטית אינה יכולה להתבצע לפי כללי המסחר הרגילים של רצון חופשי ושל הסכמה חופשית ומלאה מצד כל הצדדים. על מנת לבצע עסקה זו נדרשת רכישה כפויה של מניות המיעוט. כלומר, בתנאים מסוימים דיני החברות מאפשרים לבעל השליטה לרכוש בכפייה את כל יתרת המניות המוחזקות בידי הציבור, ובכלל זה מידי בעלי מניות אשר מסרבים ומתנגדים לרכישה זו. לשם כך נדרשת כמובן הסכמה בחוק – יצירת הסדר חוקי או מסלול משפטי המאפשר לבעל השליטה אשר עמד בתנאים מסוימים לרכוש את כל יתרת המניות המוחזקות בידי הציבור, ובכלל זה מידי בעלי מניות שלא הסכימו לכך.¹³

⁹ ראו ס' 336 לחוק. לכך יש להוסיף גם את דרישות ההון ואת הוראות השימור של הבורסה עצמה. ראו מדריך לחברות – עדכון מס' 43 של הבורסה לניירות ערך בתל אביב "הפסקות מסחר וכללי השימור – הנחיות על פי החלק הרביעי לתקנון" (29.7.2020). https://info.tase.co.il/Heb/TASERulesandRegulations/Lists/RegulationRes/810_Comp.anies/274685.pdf. לעניין זה נציין, כי מחיקת החברה מהבורסה או העברתה לרשימת השימור יכולה לשמש אמצעי לחץ על בעלי מניות המיעוט לשם הורדת מחיר מניותיהם ברכישה עתידית. ראו למשל ת"צ (מחוזי ת"א) 7477-10-11 **גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ** (נבו 24.2.2016).

¹⁰ ראו תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000; ת"א (מחוזי ת"א) 201117/98 **לוינשטיין נ' אדגר השקעות ופיתוח בע"מ** (תקדין 9.2.1999); אמיר וסרמן ומוטי ימין **תאגידים וניירות ערך** 772-769 (2006).

¹¹ זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" **משפטים** לב 381, 407 (2002).

¹² זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני-חברות: מדיקטטורה לדמוקרטיה" **משפטים** כג 109 (1994) (להלן: גושן "הצבעה אסטרטגית").

¹³ Elliott J. Weiss, *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective*, 56 N.Y.U. L. Rev. 624 (1981).

חוק החברות בישראל אכן קובע הסדר חוקי ומסלול משפטי לביצוע רכישה שכזאת. יתרה מכך, חוק החברות בישראל מקנה למעשה לבעלי שליטה שלושה מסלולים משפטיים שונים ואלטרנטיביים לביצוע עסקה זו: הגשת הצעת רכש מלאה, עריכת הסכם מיזוג ועריכת הסדר בבית המשפט.¹⁴ שימוש בכל אחד משלושת ההסדרים המשפטיים החלופיים הללו מאפשר לבעל השליטה להשיג את מבוקשו – רכישה של כל המניות שבידי הציבור והפיכת החברה הציבורית לפרטית.

בשנים האחרונות מתחולל ויכוח משפטי עז בספרות המחקרית ובין כותלי בית המשפט בנושא החופש לעיצוב עסקאות מיזוג ורכישה, ובפרט בשאלת המסלולים החלופיים לרכישת מניות המיעוט והפיכת חברה ציבורית לפרטית.¹⁵ ההבדלים הניכרים בסוג ההגנה המשפטית המוענקת לבעלי מניות המיעוט בכל אחד ממסלולי הרכישה השונים מעוררים עד היום קשיים, ספקות ומחלוקות משפטיות. כך למשל, לא ברור אם בכל אחד ממסלולי הרכישה ההגנה המשפטית המוענקת לבעלי מניות המיעוט היא ברמה נאותה ודומה, וככל שישנם הבדלים ברמת ההגנה המשפטית בין מסלולי הרכישה השונים – אם ראוי, מטעמים אחרים, להעניק לבעל השליטה את הזכות לבחור במסלול משפטי שיהיה נוח עבורו ונוח פחות לציבור בעלי המניות.

ההבדלים הניכרים בין מסלולי הרכישה השונים מעוררים אף שאלות כלכליות חשובות, אשר עד היום וטרם מחקרנו זה נותרו ללא מענה אמפירי. כך בין היתר נותרו הסוגיות הבאות פתוחות: עד היום לא הובהרו הנסיבות השונות שבהן מסלול רכישה אחד הועדף על פני אחר, מהם שיעורי ההצלחה ושיעורי השלמת העסקאות בכל אחד ממסלולי הרכישה השונים ובייחוד מהם שיעורי הפרמיה (המחיר לבעלי המניות) תחת כל אחד ממסלולי הרכישה. מבחינה תאורטית, אם הפרמיה הממוצעת בשלושת מסלולי הרכישה היא דומה, ישנם ככל הנראה איזונים נאותים בין המסלולים השונים. אולם אם ישנו פער משמעותי בפרמיות בין המסלולים השונים, אזי אמידת הפרמיות המשולמות במסלולים השונים תאפשר לאתר את מסלולי הרכישה אשר מיטיבים עם בעלי שליטה ואשר מנקודת הראות של הגנת המיעוט מחייבים תיקון.

במאמר זה אנו בוחנים את ההשלכות של החופש של בעלי שליטה בישראל לבחור את ההסדר המשפטי הנוח עבורם לרכישת מניות המיעוט מבחינה משפטית ואמפירית. הפרק הראשון מתאר את שלושת מסלולי הרכישה השונים ומשווה ביניהם. מסקנתנו

¹⁴ ישנה טכניקה נוספת העשויה להיות קשורה לענייננו, והיא מכירת מלוא או עיקר נכסי החברה לבעל השליטה. בשיטה זו בעל השליטה רוכש רק את צד הנכסים של החברה. עסקאות למכירת מלוא הנכסים הן בדרך כלל עסקאות מורכבות יחסית, ומאפיינות חברות קטנות הנמצאות בסוף דרכן הכלכלית, דהיינו קרובות יותר לעסקאות פירוק. לכן עסקאות אלו אינן בנות-השוואה ליתר השיטות לחילוט המיעוט, והן אינן נסקרות פה.

¹⁵ ראו למשל חנס וידלין, לעיל ה"ש 4; אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401 (2008) (להלן: חמדני וחנס "חופש העיצוב"); באום, וינטרויב ומנחם-ינאי, לעיל ה"ש 3. ראו גם את האסמכתאות המפורטות בפרק א ו- ב להלן, שבהן נסקרות ספרות המחקר שבנושא בעולם.

היא, כי אכן ישנם הבדלים משפטיים ניכרים בסוג ובעוצמת ההגנה המשפטית שלה וזכים בעלי מניות המיעוט במסלולי הרכישה השונים.

הפרק השני סוקר את עמדת הדין בישראל, בארצות הברית ובאנגליה בנוגע לשאלת היכולת של בעל השליטה לבחור מבין מסלולי רכישה שונים. מחקרנו חושף, כי בתי המשפט בארצות הברית הגיבו לקושי שהתעורר עקב קיומם של מסלולי רכישה חלופיים זה לצד זה באמצעות אימוץ גישה אחידה לחילוט המיעוט. גישה זו משווה למעשה את הדין המהותי אשר חל בכל מסלולי הרכישה השונים. ואולם ישראל ואנגליה לא הגיבו באופן דומה, והשאירו על כנה את האפשרות לבחירת מסלול החילוט בידי בעלי השליטה.

הפרק השלישי בוחן את השימוש המעשי במסלולי הרכישה ותוצאותיו על בסיס מדגם גדול של 349 ניסיונות להפיכת חברה ציבורית לפרטית בשני העשורים האחרונים בישראל. את המידע על אודות ניסיונות אלו אספנו ממערכת "מאיה" של הבורסה לניירות ערך. מחקר אמפירי זה הוביל לכמה ממצאים חשובים. ראשית, מצאנו העדפה ברורה מצד בעלי שליטה בישראל למסלול של הצעת רכש מלאה על פני החלופות האחרות של מיזוג משולש הופכי או הסדר בבית משפט. שנית, מצאנו כי בעלי שליטה מעדיפים לבחור בעסקת מיזוג או הסדר בבית המשפט כאשר שיעור אחזקותיהם בחברת המטרה הוא נמוך יחסית וכאשר חברת המטרה היא חברה גדולה ומרובת נכסים. שלישית, מצאנו כי סיכויי השלמת העסקה היו גבוהים יותר בצורה ניכרת במסלול המיזוג או ההסדר בבית המשפט. באשר לפרמיות ששולמו לציבור בעלי המניות, מצאנו כי במסלולי המיזוג וההסדר בבית המשפט בעלי המניות קיבלו פרמיה ממוצעת גבוהה יחסית של 40% מעל מחיר המניה ערב העסקה, לעומת פרמיה ממוצעת של 24% בלבד ששולמה לבעלי המניות הניצעים בהצעת רכש מלאה.

הממצאים הללו מעלים את ההשערה כי ייתכן ששיעור לא-מבוטל מהצעות הרכש המלאות הן הצעות אופורטוניסטיות, כלומר הצעות שבהן בעל השליטה מנסה לרכוש את מניות הציבור במחיר נמוך יחסית. נראה שהקלות היחסית שבפרסום הצעת רכש מלאה מפתה בעלי שליטה להציע לעיתים הצעות רכש שאינן הוגנות. גם מצאנו על אודות שיעור הדחייה הגבוה יותר של הצעות רכש מלאות תומך בהשערה שישנן הצעות אופורטוניסטיות שהציבור מזהה ודוחה את חלקן. עם זאת מצאנו הבדלים ניכרים בין שני העשורים שבמדגמנו: בעשור הראשון, כלומר בשנים 2000-2009, שיעורי הפרמיה ששולמו לבעלי המניות היו 43% (במיזוגים והסדרי בתי משפט) ו-23% (בהצעות רכש), פער של 20%. בעשור השני, בשנים 2010-2019, הצטמצם פער זה בשיעור ניכר, ושיעורי הפרמיה הממוצעת עמדו על 32.5% (במיזוגים והסדרי בתי משפט) ו-25% (בהצעות רכש). צמצום הפער עשוי להצביע על למידה מצד השוק ושכלולו.

במסגרת ניתוח הפרמיות ניסינו לאתר הצעות רכש מלאות החשודות כאופורטוניסטיות. לטעמנו, הצעות רכש אופורטוניסטיות, כלומר הצעות בסגנון

"שיטת מצליח", מרוכזות ברובן בתת-המדגם של הצעות רכש שבהן לא הייתה הודעה על מחיר מוסכם במשא ומתן עם מחזיקי מניות גדולים שאינם מקרב דבוקת השליטה, או שלא היה עדכון (דהיינו העלאה) של מחיר ההצעה לפני מועד ההיענות הסופי לה. הודעה על מחיר מוסכם או עדכון של מחיר ההצעה מצביעים על קבלת משוב מהניצעים ועל מחיר הוגן יחסית. מצאנו כי בהצעות רכש החשודות כאופורטוניסטיות הפרמיה הממוצעת ששולמה לבעלי מניות המיעוט הייתה נמוכה יותר באופן מובהק, הן בעשור הראשון והן בעשור השני של המדגם.

רק הסיכום מסכם את הלקחים, וממליץ על כמה כיוונים אפשריים לתיקון החוק בעתיד. ממצאינו מעלים את החשש, כי רמת ההגנה המשפטית המוענקת לבעלי המניות בהצעת רכש מלאה היא חלשה בהשוואה לשאר מסלולי הרכישה. עם זאת אנו סבורים כי בשוק ההון הישראלי הקטן יחסית, שבו למרבית החברות הציבוריות יש בעלי שליטה, יש מקום למסלול משפטי זול ומהיר כדוגמת הצעת הרכש המלאה, המאפשר מחיקה מהמסחר של חברות שאינן מתאימות ואינן מפיקות תועלת מהמסחר בבורסה. לפיכך, מסקנתנו המאוזנת היא שיש להגביר את רמת ההגנה המשפטית המוענקת לבעלי המניות בהצעת הרכש המלאה, אך אין לאמץ את הגישה האמריקנית של האחדת התהליכים.

מבחינה מעשית אנו מעלים שלוש חלופות אפשריות לתיקון מנגנון הצעת הרכש המלאה: (א) חיוב בצירוף חוות דעת מומחה או חוות דעת הוגנות (fairness opinion) עצמאית ובלתי-תלויה למפרט הצעת הרכש; (ב) חיוב בניהול משא ומתן מהיר ומוגבל בזמן בין בעל השליטה לבין נציגי ועדה מיוחדת של דירקטורים חיצוניים ובלתי-תלויים לפני מתן הצעת הרכש המלאה; (ג) החמרה מסוימת בכללי סעד הערכה וביטול סעיף 328(ג) לחוק החברות. לבסוף, ההכבדות המוצעות במנגנון הצעת הרכש המלאה מאפשרות לטעמנו הקלה מסוימת: אנו מציעים לאפשר קבלת הצעת רכש מלאה לאחר שתושג הסכמה של 90% מכלל בעלי המניות, בתנאי שהושג רוב מקרב המיעוט. הצעות אלה באשר למנגנון הראוי של הצעת הרכש המלאה מחייבות דיון מקיף ומעמיק בקהילה המשפטית והעסקית, ואנו מקווים שמאמר זה ישמש לו נקודת התחלה.

א. שלושה מסלולים שונים לרכישת כל מניות המיעוט

בפרק זה אנו נראה, כי ניתן לבצע בישראל עסקת going-private לרכישת כל מניות המיעוט והפיכת החברה לפרטית באמצעות שלושה מסלולים או שלוש טכניקות משפטיות שונות: הצעת רכש מלאה, מיוג משולש הופכי והסדר בבית המשפט. אנו נציג את שלושת המסלולים הללו ונצביע על ההבדלים המשפטיים המשמעותיים ביניהם. אולם תחילה נסקור את שיקולי המדיניות העיקריים באסדרה משפטית ראויה של עסקאות אלו.

התכלית הראשונה של חוק החברות היא לאפשר את ביצוען של עסקאות going-private לחילוט מניות המיעוט ומכירתן בכפייה. ללא הסדר משפטי מיוחד, בעל שליטה היה נאלץ לנסות ולרכוש את כל מניות החברה מכל אחד מבעלי המניות הרבים של החברה. דרישה קניינית זו לקבלת הסכמה "פה אחד" מכל אחד ואחת מבעלי המניות מכשילה ומסכלת כל אפשרות מעשית להפיכת חברה ציבורית לפרטית. לכן, התכלית הראשונה של חוק החברות באסדרת עסקאות אלו היא להתגבר על הדרישה המסורתית לקבלת הסכמה פרטנית מכל בעלי המניות, ובמקומה להסתפק במנגנון הסכמה קולקטיבי מצד רוב כלשהו של בעלי המניות. דוגמה לכך היא קבלת הסכמה של 50% מבעלי מניות המיעוט (מיזוג) או קבלת הסכמה של מעל 95% מכלל בעלי המניות החברה (הצעת רכש מלאה).¹⁶

התכלית השנייה של חוק החברות היא לוודא כי המחיר שבעלי המניות מהציבור יקבלו בתמורה למניותיהם שחולטו ונמכרו בכפייה הוא מחיר ראוי והוגן.¹⁷ תכלית זו באה לידי ביטוי, לדוגמה, בדרישה לניהול משא ומתן מצד ועדה מיוחדת (במיזוג) או באמצעות הענקת זכות לבעלי המניות לתבוע "סעד הערכה" (בהצעת רכש מלאה).¹⁸ התכלית השלישית של חוק החברות היא לנסות ולהקטין עלויות ואת הוצאות העסקה הכרוכות בהליך אישור העסקה על מנת לאפשר ולעודד שוק חופשי לביצוע עסקאות.

16 ראו את הדיון שלהלן על אודות שיעורי הרוב הנדרשים לאישור העסקאות.
 17 ראו ס' 321(ב) לחוק החברות: "הצעת המיזוג הוגנת וסבירה, בשים לב [...] והתמורה שהוצעה לבעלי המניות"; וכן ס' 338(א) לחוק החברות: "בעבור המניות [...] יש לשלם את השווי ההוגן". חשוב לציין כי חוק החברות עצמו אינו מגדיר מהו אותו שווי הוגן. ראו ע"א 10406/06 **עצמון נ' בנק הפועלים**, פס' 48 לפסק דינו של השופט דנציגר (נבו) 28.12.2009, וכן רע"א 779/06 **קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממז** (נבו) 28.8.2012 (להלן: עניין **קיטאל**). לכן פסיקת בתי המשפט נדרשה להעניק תוכן ומשמעות למונח זה: לעניין עסקאות מיזוג – העמדה המקובלת בספרות המחקר ובפסיקת בתי המשפט היא כי התכלית הרצויה היא מחיר שנקבע ב"עסקת שוק", כלומר מחיר שהוסכם בהליך של משא ומתן אמיתי בין קונה מרצון למוכר מרצון (ראו את הדיון להלן בפרק 2.א); לעניין הצעות רכש מלאות – פסיקת בתי המשפט קבעה כי בעלי המניות זכאים לשווי הוגן בהתאם לחוות דעת מימונית הנערכת לפי שיטת DCF (ראו את פסקי הדין בעניין **עצמון וקיטאל** שהוזכרו בהערה זו לעיל). עם זאת בשנים האחרונות נשמעת בפסיקת בתי המשפט טענה נוספת, שלפיה ניתן להסתפק בשווי הוגן כפי שהוא נקבע בהליך של משא ומתן שנערך בין בעל השליטה לבין משקיע מוסדי או ניצע גדול בעל זכות וטו על קבלת הצעת הרכש. ראו עידו באום וכוכב גילר "חזקת הניצע המתוחכם" **משפטים** מז 637 (2018).

18 ראו הדיון להלן בסעיף 1.א.

1. הצעת רכש מלאה

הצעת רכש מלאה היא לכאורה המסלול המרכזי או הטכניקה העיקרית בחוק החברות¹⁹ לרכישת מניות המיעוט. להסדר המשפטי של הצעת הרכש המלאה יש למעשה שלושה פנים: פן אחד הוא האיסור על בעל השליטה להחזיק מניות בשיעור העולה על 90%. איסור זה נועד להגן על בעלי מניות המיעוט מפני מצב שבו יהפכו למיעוט זניח בחברה ציבורית.²⁰ הפן השני הוא ההסדר המשפטי לרכישה של כל מניות המיעוט (כולל רכישה כפויה) באמצעות מנגנון הצעת הרכש המלאה.²¹ הפן השלישי הוא הזכות ל"סעד הערכה", הזכות של בעלי מניות מיעוט (כיום רק בעלי מניות שלא נענו להצעת הרכש) לפנות אל בית המשפט בתביעה כספית לקבלת שווי הוגן עבור מניותיהם שנרכשו בכפייה.²²

על פי מנגנון הצעת הרכש המלאה, בעל השליטה²³ (או החברה עצמה²⁴) מפרסם הצעת רכש לרכישת כל מניות החברה המוחזקות בידי הציבור.²⁵ הליך הצעת הרכש כפוף הן להוראות חוק החברות והן לדיני ניירות ערך.²⁶ כך, בין היתר, נדרש מציע הצעת הרכש לצרף להצעת הרכש המלאה מפרט ערוך כדין. אין בדין חובה לצרף

¹⁹ לפי נוסח לשון ס' 336 לחוק אפשר להבין כי הצעת רכש מלאה היא המסלול היחיד לביצוע רכישה כפויה של מניות המיעוט: "לא ירכוש אדם מניות של חברה ציבורית [...] כך שלאחר הרכישה תהיה לו החזקה של למעלה מתשעים אחוזים ממניות החברה הציבורית [...] אלא בדרך של [...] הצעת רכש מלאה". ברם, פסיקת בתי המשפט הגיעה למסקנה פרשנית אחרת, שלפיה ניתן לרכוש את כל מניות החברה הציבורית במגוון דרכים. ראו את הדיון להלן בפרק ב.

²⁰ ס' 336 ו-340 לחוק.

²¹ ס' 337 ו-339 לחוק.

²² ס' 338 לחוק.

²³ בעל השליטה רשאי להגיש את הצעת הרכש המלאה יחד עם כמה בעלי מניות ובעלי עניין נוספים. ראו החלטה 5-102 של רשות ניירות ערך "התקשרות של מספר אנשים לצורך ביצוע הצעת רכש מלאה" (מרץ 2005).

²⁴ הצעת רכש כאמור מכונה הצעת רכש עצמית. ראו גם תק' 19 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש); ע"א 3136/14 כבירי שמיע נ' אי.די.בי. חברה לפיתוח בע"מ (נבו 28.1.2016). לדעתנו, כאשר מדובר בהצעת רכש מלאה, אין הבדל משמעותי בין הצעת רכש מטעם בעל השליטה לבין הצעת רכש מטעם החברה שבה הוא שולט. מבחינת בעלי המניות הניצעים, התוצאה בשני המקרים היא זהה.

²⁵ מבחינה פורמלית, הצעת הרכש המלאה צריכה להיות מופנית אל כלל בעלי המניות בחברה, ובעל השליטה נדרש לרכוש את כל מניות החברה. ואולם בפועל בעל השליטה אינו מבקש לרכוש את כל מניות החברה, שכן הרוב הגדול של מניות החברה כבר נמצא בידי חברות שבשליטתו, בידי מי מטעמו או בידי החברה או בידי חברות בנות שבשליטתה. לכן בפועל הצעת הרכש המלאה מופנית רק כלפי יתרת בעלי המניות מן הציבור, והצעת הרכש מבקשת לרכוש רק את המניות המוחזקות בידיהם.

²⁶ ראו תקנות ניירות ערך (הצעת רכש).

ולהגיש לבעלי המניות הניצעים חוות דעת כלכלית באשר להוגנות התמורה²⁷, ואולם בתי המשפט ממליצים לצרף חוות דעת שכזו.²⁸

(א) שיעור הרוב הנדרש

לאחר שהצעת הרכש המלאה מתפרסמת, בעלי המניות מן הציבור צריכים להחליט אם לשלוח הודעת קיבול וכך להיענות בחיוב להצעה, או להימנע מכך. על מנת שהצעת הרכש המלאה תתקבל, חוק החברות דורש שרוב מקרב בעלי מניות המיעוט ייענה בחיוב להצעה וכן ששיעור המניות שבעליהן לא נענו להצעה יהיה נמוך מ- 5.5%²⁹. כלומר, נדרש שבעלי מניות המחזיקים מעל 95% מכלל מניות החברה (כולל בעל השליטה) ייענו להצעת הרכש המלאה.

נעיר שלוש הערות חשובות לעניין שיעור הרוב הדרוש לקבלת הצעת רכש מלאה. הערה ראשונה היא שהסף של 95% כולל גם את אחזקות בעל השליטה עצמו. לכן, אם בעלי מניות המיעוט מחזיקים בשיעור של $x\%$ ממניות החברה הציבורית ערב הצעת הרכש, אזי שיעור הרוב הנדרש מקרב המיעוט לצורך הצלחת הצעת הרכש המלאה הוא $\frac{x-5}{x}$ לפחות. כך למשל, אם בעל שליטה מחזיק ב- 75% ממניות החברה ערב הצעת הרכש והוא מעוניין לרכוש את כל יתרת המניות, אזי על מנת שהצעת הרכש המלאה מטעמו תתקבל נדרש כי $\frac{25-5}{25} = 80\%$ מקרב בעלי מניות המיעוט ייענו לה בחיוב. שיעור רוב שכזה הוא שיעור מיוחס וגבוה משמעותית משיעורי הרוב הנדרשים במסלולי הרכישה האחרים.

הערה שנייה לעניין שיעור הרוב הנדרש היא כי בדרך כלל מקובל לספור את שיעור הרוב בהצבעה לפי שיעור רוב יחסי (plurality), כלומר למנות את שיעור המצביעים מקרב בעלי המניות שהצביעו בפועל. ברם, חוק החברות דורש שיעור היענות מקרב כלל בעלי המניות בחברה (majority), לרבות בעלי מניות אשר לא "הצביעו" בכלל.³⁰ כלומר, כל בעל מניות פסיבי שנמנע מכל פעולה ולא שלח הודעת קיבול מכל סיבה שהיא נחשב כמתנגד להצעה. ההערה השלישית היא, כי סעיף 337(א) לחוק החברות מוסיף ודורש כי להצעת הרכש המלאה ייענו לפחות רוב מקרב בעלי מניות המיעוט

²⁷ אם המציע בחר מיוזמתו לצרף חוות דעת כאמור, עליה להיות ערוכה בהתאם לתקנות. ראו תק' 16 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש).

²⁸ ראו ת"צ (מחוזי ת"א) 36604-02-10 **מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ** (נבו 21.12.2015). כמו כן, ראו עניין **כבירי שמיע**, לעיל ה"ש 24, שם בית המשפט העליון קבע כי לעניין הצעת רכש מלאה עצמית, חובה על החברה להכין הערכת שווי כאמור ולהסתמך עליה.

²⁹ ראו ס' 337(א) לחוק.

³⁰ ראו שם.

נטולי עניין אישי בהצעת הרכש. ואולם סעיף 337(א) לחוק מאפשר לעקוף דרישה זו לרוב מקרב המיעוט אם שיעור בעלי המניות שלא נענה להצעה נמוך מ- 2.2%.³¹

(ב) פיקוח ובקרה מצד בית המשפט

הצעת רכש מלאה המוצעת מטעם בעל שליטה אינה מערבת באופן פורמלי את החברה עצמה. לחברי הדירקטוריון אין תפקיד מוגדר בה, והם אינם נדרשים לחוות את דעתם³² בעניינה.³³ המשמעות המשפטית של הבחנה זו היא שחברי הדירקטוריון אינם כפופים לחובות אמון, והפיקוח והבקרה השיפוטית על הצעות רכש מלאות נעשים רק לאחר קבלת העסקה ובאמצעות הגשת תביעה לסעד הערכה בלבד.³⁴ לאחר קבלת הצעת הרכש המלאה בעל השליטה רוכש את כל מניות החברה המוחזקות בידי הציבור, לרבות מידי בעלי מניות שלא נענו להצעה,³⁵ והחברה הציבורית הופכת לפרטית.³⁶ חוק החברות קובע, כי בעקבות רכישת המניות הכפויה לבעלי המניות מן הציבור יש זכות לפנות לבית המשפט בתביעה ל"סעד הערכה" (appraisal right) לקבלת השווי ההוגן של מניותיהם.³⁷ בעבר וטרם תיקון מס' 16 לחוק החברות³⁸ היה אפשר להגיש תביעות לסעד הערכה בשם כל בעלי המניות מהציבור, לרבות בעלי מניות שנענו בחיוב להצעת הרכש. מצב זה עורר ביקורת.³⁹ כיום סעיף

³¹ הן דרישת הרוב מקרב המיעוט והן החריג לה נראות כדרישות מיותרות, כיוון שאם לפני הצעת הרכש המלאה בעל השליטה החזיק פחות מ- 90% ממניות החברה, אזי הגעה לרף אחזקות של 95% הנדרש להשלמת הצעת הרכש ממילא מבטיחה שלהצעה נענה רוב מקרב המיעוט ומאפשרת התעלמות משיעור התנגדות של עד 5%. יש להניח כי הדרישה הנוספת לרוב מקרב המיעוט נועדה למצב שבעל השליטה השיג שליטה ישירה או עקיפה על יותר מ- 90% ממניות החברה, ומקרב בעלי המניות הניצעים ישנם גם בעלי עניין אישי בהצעת הרכש המלאה.

³² השוו' לס' 329 לחוק, שם המחוקק דורש את חוות דעת הדירקטוריון באשר להצעת רכש מיוחדת.

³³ יש מי שסוברים כי לחברי הדירקטוריון יש זכות ואולי אף חובה להיות מעורבים בהליך הצעת רכש מלאה, אולם לנוכח שתיקת המחוקק הפרקטיקה המקובלת היא שחברי הדירקטוריון נותרים פסיביים. ראו גם אסף חמדני "מיזוג והצעת רכש מלאה לאור תיקון מס' 3 לחוק החברות" **תאגידים** ב(3) 110, 128-122 (2005); חמדני וחנס "חופש העיצוב", לעיל ה"ש 15, בעמ' 409; אהרוני-ברק וחמדני, לעיל ה"ש 6, בעמ' 70-71.

³⁴ עניין **כבירי שמיע**, לעיל ה"ש 24, בפס' 48-55 לפסק דינו של השופט עמית.

³⁵ סיפה לס' 337(א) לחוק.

³⁶ ס' 339 לחוק.

³⁷ ס' 338 לחוק. ראו גם את הדין לעיל בה"ש 17.

³⁸ חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 390. ראו דברי הסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010, ה"ח 566, 581 (להלן: דברי הסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12)). ליוזמה מוקדמת יותר לתיקון זה, ראו דברי הסבר להצעת חוק החברות (תיקון), התשס"ב-2002, ה"ח 638, 652.

³⁹ ראו את עניין **עצמון**, לעיל ה"ש 17, בפס' 42 לפסק הדין ואת הפניות שם.

338(ג) לחוק מאפשר למציע לקבוע במפרט הצעת הרכש המלאה כי ניצע שנענה בחיוב להצעת הרכש לא יוכל עוד להגיש תביעה לסעד הערכה,⁴⁰ וזו אכן הפרקטיקה המשפטית המקובלת כיום. כלומר, תביעות לסעד הערכה המוגשות כיום מוגשות בדרך של בקשה לאישור תביעה ייצוגית בשם קבוצת בעלי המניות שלא נענו להצעה, קבוצה קטנה יחסית המונה פחות מ- 5% מבעלי המניות בחברה.

2. מיזוג

דרך מרכזית נוספת לרכישת מניות המיעוט היא באמצעות טכניקת המיזוג, המוסדרת בפרק הראשון לחלק השמיני לחוק החברות. עסקת המיזוג מברצעת בין שתי חברות מתמזגות, האחת מוגדרת כחברה "קולטת" והשנייה כחברת "יעד". שתי החברות המתמזגות חותמות על הסכם למיזוג, הכפוף לאישור הדירקטוריון ולאישור האספה הכללית בכל אחת מהחברות המתמזגות.⁴¹ להסכם המיזוג יש שני פנים – פן נכסי ופן הוני.⁴² הפן הנכסי משמעותו שכל הנכסים, הזכויות וההתחייבויות של חברת היעד יועברו אל החברה הקולטת,⁴³ וחברת היעד תתחיל ותימחק מרישומי רשם החברות.⁴⁴ הפן ההוני של הסכם המיזוג הוא האפשרות לבצע רה-ארגון במבנה ההון בכל אחת מהחברות המתמזגות, כפי שנקבע בתנאי ההסכם.

המונח "מיזוג" הוא מונח משפטי גמיש ורב-גוני.⁴⁵ באמצעות הסכם המיזוג ניתן לממש ולבצע כמעט כל תוצאה עסקית או כל שינוי מבוקש במבנה ההון של החברה.⁴⁶ למעשה ישנה גישה משפטית שלפיה עסקת מיזוג היא כל פעולה, עסקה, רה-ארגון או כל הסדר אחר אשר החברה מחליטה להכריז עליו כעל "מיזוג" ומבקשת להחיל עליו

⁴⁰ בכפוף לכך כי המציע אומנם פרסם כראוי מידע מלא בנוגע להצעה. ראו ס' 338(ד) לחוק.
⁴¹ ס' 314 לחוק.

⁴² ראו חנס וידלין, לעיל ה"ש 4, בעמ' 107; חמדני, לעיל ה"ש 33, בעמ' 112. ברם, לעמדת חמדני המחוקק בתיקון מס' 3 לחוק החברות זנח את הפן הנכסי של עסקת המיזוג ובהר להתמקד רק בפן ההוני של עסקה זו. ראו שם, בעמ' 113.

⁴³ ראו את הגדרת המיזוג להלן בה"ש 45.

⁴⁴ ראו ס' 323 לחוק.

⁴⁵ ס' 1 לחוק החברות מגדיר עסקת מיזוג כך: "מיזוג", לענין החלק השמיני – העברה של כלל הנכסים והחייבים, לרבות חיובים מותנים, עתידיים, ידועים ובלתי ידועים, של חברת יעד לחברה קולטת, אשר כתוצאה ממנה מתחלפת חברת היעד, בהתאם לסעיף 323." ברם, כאמור להלן, נראה כי הגדרה זו בחוק החברות כלל אינה ממצה. השוו גם להגדרת "מיזוג" בס' 103 לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש] ולהגדרת "מיזוג חברות" בס' 1 לחוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988.

⁴⁶ למעשה אף אין כל צורך בשתי חברות מתמזגות, ובפועל מספיקה חברה אחת לביצוע מיזוג ורה-ארגון; החברה הנוספת מוקמת רק לצורכי עריכת הסדר המיזוג ומתחלפת בסופו.

את הוראות המיזוג.⁴⁷ עם השנים הפך הסדר המיזוג לכלי מרכזי לחילוט ולרכישה החוצה של מניות המיעוט בחברה ציבורית, והדרך המרכזית לעשות זאת היא באמצעות מיזוג משולש הופכי (reverse-triangular merger).

(א) מיזוג משולש הופכי

במיזוג "רגיל" שתי החברות מתמזגות לכדי מאגר נכסים אחד, נכסי חברת היעד (המטרה) מועברים אל מאגר הנכסים של החברה הקולטת (הרוכשת), וחברת היעד מתחסלת ונעלמת מן העולם. ואולם לרוב בעלת השליטה מבקשת שלא למזג את חברת המטרה אל מאגר הנכסים שלה, אלא להותיר את חברת המטרה הנרכשת כחברה פרטית נפרדת. על מנת לבצע רכישה שכזו ניתן לבצע מיזוג משולש (triangular merger). בהסדר של מיזוג משולש בעלת השליטה אינה מבצעת את המיזוג בעצמה, אלא באמצעות חברת-בת שבבעלותה המלאה.⁴⁸ בעלת השליטה מקימה בדרך כלל חברת-בת חדשה, וחברת-הבת היא שמתמזגת עם חברת המטרה. בעקבות המיזוג המשולש נכסי חברת המטרה מועברים אל חברת-הבת החדשה. בעלת השליטה זוכה בבעלות מלאה על נכסים אלו, אשר נותרים נפרדים מהרוכשת עצמה.

חסרונו של הליך המיזוג הרגיל הוא שהאישיות המשפטית של חברת המטרה נעלמת מן העולם. ברם, בדרך כלל בעלת השליטה מעוניינת להמשיך ולשמור על האישיות המשפטית של חברת המטרה, כלומר לרכוש את חברת המטרה באמצעות מיזוג, אך לא להביא בדרך זו למחיקת חברת המטרה. לשם כך אפשר להשתמש בהסדר של מיזוג משולש "הופכי".⁴⁹ במהלך המיזוג המשולש ההופכי בעלת השליטה מקימה חברת-בת ייעודית לצורכי העסקה בלבד; בעלת השליטה מעבירה את התמורה בעסקה לקופה של חברת-הבת הייעודית, וחברת-הבת הייעודית מתקשרת בהסכם מיזוג הופכי עם החברה הציבורית. בעקבות המיזוג ההופכי חברת-הבת הייעודית מתחסלת, ובעלי המניות בחברה הציבורית מאבדים את מניותיהם ומקבלים במקומן את התמורה שבהסכם. בעלת השליטה הופכת לבעלת כל המניות של החברה הציבורית. הסדר המיזוג המשולש ההופכי מאפשר לבעלת השליטה לרכוש את כל מניות הציבור בחברת

⁴⁷ זאת הגישה בבתי המשפט של דלאוור. ראו את הדיון בדוקטרינת "משמעות משפטית עצמאית" להלן בפרק ב.

⁴⁸ בדרך כלל ערב המיזוג הרוכשת מקימה ורושמת חברה חדשה, ריקה מנכסים ומפעילות, רק לצורך ביצוע הליך מיזוג המשולש ההופכי. חייה של חברה "ייעודית" זו קצרים: היא מוקמת ומיד לאחר מכן מתמזגת במיזוג הפוך ונעלמת מן העולם. התכלית היחידה שלה היא למלא צורך טכני ופורמלי לחלוטין, לשמש חברת יעד במיזוג משולש הופכי.

⁴⁹ ה"פ (מחוזי ת"א) 786/07 שני נ' מלם מערכות בע"מ (נבו 21.10.2007). ראו גם: חנס וידלין, לעיל ה"ש 4; חגית בלייברג ואסף לויין "ביצוע עסקת מיזוג הופכי באמצעות כללי המיזוג הסטטוטורי" תאגידים ד(3) 67 (2007).

המטרה ולהפוך אותה לחברה-בת בבעלותה המלאה, ללא צורת במיזוג של ממש של החברה הציבורית.

(ב) אישור המיזוג במנגנוני החברה ומשא ומתן של הוועדה המיוחדת

סעיפים 314-316 לחוק קובעים כי הסכם המיזוג יאושר בידי דירקטוריון החברה. סעיף 278 לחוק מוסיף וקובע, כי בעת ההצבעה בדירקטוריון דירקטור אשר יש לו עניין אישי בעסקה חייב להימנע מלהשתתף בהצבעה. עולה מכך כי על בעל השליטה עצמו, כמו גם על דירקטורים אחרים בעלי עניין אישי⁵⁰ בעסקה, להימנע מלהשתתף בהצבעה בדירקטוריון בעת אישור המיזוג.

זאת ועוד, מעבר לדרישות סעיפי החוק שלעיל, בעניין **מכתשים-אגן תעשיות**,⁵¹ המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב הציעה, כי במיזוג עם בעל השליטה החברה תנהל הליך של משא ומתן מול בעל השליטה באמצעות ועדה מיוחדת של דירקטורים עצמאיים ובתל-תלויים בבעל השליטה (special committee).⁵² לאחר החלטה זו תוקן חוק החברות בעניין זה והוסף סעיף 117(ב) לחוק, המחייב את ועדת הביקורת לקיים הליך תחרותי לעסקאות חריגות.⁵³

(ג) שיעור הרוב הנדרש

על פי חוק החברות, במיזוג שבו המניות של חברה מתמזגת אחת מוחזקות בידי החברה המתמזגת האחרת או בידי בעל השליטה בה – המיזוג כפוף גם לאישור רוב מקרב המיעוט.⁵⁴ כמו כן, אם בעל השליטה בשתי החברות המתמזגות הוא זהה, אזי המיזוג כפוף לאישור המיעוט בכל אחת מהחברות המתמזגות.⁵⁵ לבסוף, החוק קובע

⁵⁰ על פי הפסיקה, על מנת לקבוע את קיומו של "ענין אישי" בית המשפט נדרש לקבוע אם אצל דירקטור מסוים ישנה "זיקה עודפת מהותית" היוצרת חשש ממשי להטיית שיקול הדעת המקצועי. ראו ע"פ 3891/04 **עדר השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל**, פ"ד ס(1) 294 (2005).

⁵¹ ת"צ (מחוזי ת"א) 11-11-26809-01 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (נבו 15.5.2011).

⁵² שם. ראו גם אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית" **משפט ועסקים** ט 75 (2008) (להלן: חמדני וחנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה"); אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" **משפטים** מז 761 (2018) (להלן: חמדני וחנס "הגינות מלאה! עיון נוסף").

⁵³ תיקון 22 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, שנקבע במסגרת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013.

⁵⁴ ראו ס' 320(ג) לחוק. סעיף זה אף מגדיר לענייננו בעל שליטה כ"אדם המחזיק בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מסוג כלשהו של אמצעי שליטה בחברה המתמזגת האחרת".

⁵⁵ ראו ס' 320(ד) לחוק.

שעל עסקת מיזוג המהווה עסקה חריגה עם בעל השליטה בה⁵⁶ יחולו גם כללי "עסקאות בעלי עניין"⁵⁷, כלומר דרישה ל"אישור משולש" ובפרט לאישור רוב מקרב המיעוט.⁵⁸ לענייננו, כיוון שעסקת מיזוג משולש הופכי לחילוט מניות המיעוט היא עסקת מיזוג חריגה בין חברה לבין בעל השליטה בה, עסקה זו כפופה לאישור רוב מקרב המיעוט הן לפי כללי המיזוג והן לפי כללי עסקאות בעלי עניין. עם זאת יש להעיר, כי החוק מאפשר לבית המשפט לותר על דרישה זו לקבלת רוב מקרב המיעוט ולאשר מיזוג עם בעל השליטה ברוב רגיל בלבד, אם בית המשפט שוכנע כי התמורה שהתקבלה במיזוג היא אומנם הוגנת וסבירה.⁵⁹

(ד) פיקוח ובקרה של בית המשפט

הסכם המיזוג מהווה עסקה של החברה ונדרש להיות מאושר בידי דירקטוריון החברה. חברי דירקטוריון אשר אישרו את הסכם המיזוג מול בעל השליטה יהיו חשופים לתביעה ולביקורת שיפוטית בגין אישור עסקה בניגוד אינטרסים.⁶⁰ בעלי מניות מן הציבור רשאים לפנות לבית המשפט בטענה כי עסקת המיזוג נעשתה תוך הפרת חובות אמון מצד נושאי משרה או מצד בעל השליטה.⁶¹ כיוון שעסקת המיזוג עם בעל השליטה היא עסקה בניגוד אינטרסים, אזי נושאי המשרה כפופים לסטנדרט ביקורת שיפוטית מחמיר מסוג "הגינות מלאה".⁶² תביעה נגד אישור המיזוג מוגשת בדרך כלל במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית מטעם קבוצת כל בעלי המניות בחברה, לרבות בעלי מניות שתמכו בעסקה,⁶³ כך שהיקפן הכספי של תביעות אלו הוא גדול מאוד.

⁵⁶ כהגדרת מונח זה לפי ס' 270(4) לחוק.

⁵⁷ ראו ס' 320(1) לחוק.

⁵⁸ ראו ס' 275 לחוק.

⁵⁹ ראו ס' 321 לחוק. עם זאת לשון סעיף זה קובעת, כי בית המשפט רשאי להתעלם מדרישת רוב המיעוט כאשר מדובר במיזוג לפי ס' 320(ג) לחוק. ברם, לא ברור מסעיף זה אם בית המשפט רשאי לפטור את החברה מהדרישה לרוב המיעוט גם כאשר מדובר במיזוג לפי סעיפים אחרים, כגון מיזוג לפי ס' 320(ד) לחוק. כמו כן, לענייננו לא ברור אם בית המשפט רשאי לפטור את החברה מהדרישה ל"אישור משולש" בעסקת מיזוג חריגה עם בעל השליטה בה, כלומר עסקת מיזוג הנערכת לפי ס' 320(ו) ו-275 לחוק. למקרה דומה, ראו ת"א (מחוזי ת"א) 59159-05-15 **בנק לאומי נ' שומר** (נבו 6.10.2015).

⁶⁰ ראו חמדני וחנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה", לעיל ה"ש 52; חמדני וחנס "הגינות מלאה! עיון נוסף", לעיל ה"ש 52.

⁶¹ נושאי המשרה כפופים לחובות אמון מסוג זהירות ואמונים (ס' 252-257 לחוק), ואילו בעל השליטה כפוף לחובות אמון מסוג הגינות (ס' 193 לחוק). ראו והשוו עמיר ליכט **דיני אמתאות – חובות האמון בתאגיד וברדין הכללי** (2013).

⁶² ראו לעיל ה"ש 52.

⁶³ ראו ת"צ (מחוזי ת"א) 40404-03-16 **עצמון נ' אסם השקעות בע"מ** (נבו 4.8.2020) (להלן: עניין אסם במחוזי).

על מנת לרכך או אף להדוף את הביקורת השיפוטית המחמירה כלפי הסכם המיזוג, פסיקת בתי המשפט דורשת את הקמתה של ועדה מיוחדת לניהול משא ומתן מול בעל השליטה. לאחר שהחברות בישראל החלו למלא אחר דרישה נוספת זו, התעוררה בעניין זה שאלה משפטית: האם לאחר שהחברה מילאה אחר כל הוראות החוק ("האישור המשולש") וכן אחר הוראות הפסיקה והקימה ועדה מיוחדת לניהול משא ומתן מול בעל השליטה בית המשפט יעניק לחברה חסינות מפני התערבות שיפוטית (כלל "שיקול הדעת העסקי"), או שמא ימשיך וישמור על זכותו לבקר ולפקח על עסקאות בעלי עניין בחברה?

בארצות הברית קבע בית המשפט העליון של מדינת דלאוור בהלכת MFW⁶⁴, כי עסקת מיזוג-חילוט בין החברה לבין בעל השליטה אשר הוכפפה מראש למנגנון ההגנה הכפול של אישור רוב המיעוט וגם לניהול משא ומתן בידי ועדה מיוחדת תזכה להגנת כלל שיקול הדעת העסקי. בישראל קבע פסק הדין של בית המשפט העליון בפרשת **אלוביץ**⁶⁵, כי ננקודת מוצא בית המשפט אינו מתערב בעסקאות שאושרו על פי המנגנון הקבוע בחוק. לאחר שעסקה צלחה את מנגנוני האישור הקבועים בחוק, ההנחה המקדמית והלכאורית בעניינה היא כי הפוטנציאל המזיק של ניגוד העניינים נוטרל. החוק אומנם מותיר בידי בית המשפט סמכות מהותית להתערב בעסקה אשר אושרה כחוק אם היא בניגוד לטובת החברה, אולם בית המשפט ישתמש בסמכותו זו במקרים חריגים בלבד ובמשורה, ונטל הוכחה כבד מוטל על התובע.⁶⁶ מאוחר יותר, בפרשת מיזוג **אסם**⁶⁷ קבעה השופטת רות רונן כי אם המיזוג אושר כדין הן בידי ועדה מיוחדת והן בידי רוב מיועד של בעלי מניות המיעוט, בית המשפט לא יתערב בשיקול דעת החברה וידחה את תביעת בעלי המניות. עמדה זו אף אושרה לאחרונה בידי בית המשפט העליון.⁶⁸

3. הסדר בבית המשפט

מסלול נוסף ונפוץ בשוק הישראלי לביצוע עסקאות מיזוג ורכישה הוא עריכת הסדר בבית המשפט לפי סעיפים 350 ו-351 לחוק החברות. במקורו נועד ההסדר שבסעיף

⁶⁴ Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014). ראו גם את הדיון בפרק השני להלן.

⁶⁵ ע"א 7735/14 אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ (נבו) 28.12.2016.

⁶⁶ שם, בפס' 85-86 לפסק דינו של השופט עמית. ראו גם דנ"א 1380/17 ורדניקוב נ' אלוביץ (נבו) 30.8.2017.

⁶⁷ עניין אסם במחוזי, לעיל ה"ש 63.

⁶⁸ ע"א 8762/20 עצמון נ' אסם השקעות בע"מ (נבו) 9.12.2021.

350 לחוק בעיקר לביצוע הסדרי חוב והליכי הבראה בחברות אשר נקלעו לקשיים.⁶⁹ סעיף 351 לחוק מאפשר להגיש לבית המשפט בקשה לאישור הסדר לפי סעיף 350 לחוק גם לצורך שינוי מבנה, מיזוג או העברת נכסים בין חברות. בעבר וטרם חקיקת חוק החברות היה ההסדר בבית המשפט⁷⁰ האמצעי המשפטי העיקרי לביצוע הסדרי מיזוג ורכישה.⁷¹ עד היום ההסדר בבית המשפט הוא הסדר נפוץ,⁷² המשמש "הסדר סל"⁷³ שבאמצעותו ניתן לבצע כמעט כל סוג של עסקת מיזוג או רכישה, לרבות רכישה כפויה⁷⁴ של מניות המיעוט מבעלי מניות המתנגדים לכך.⁷⁵

(א) אישור, פיקוח ובקרה של בית המשפט

עסקה המבוצעת באמצעות הסדר בבית המשפט זוכה לליווי, לפיקוח ולבקרה של בית המשפט. מתכונת ההסדר בבית המשפט היא, בשלב ראשון, פנייה אל בית המשפט בבקשה כי יורה על כינוס אספת בעלי מניות (או אספות סוג⁷⁶) לצורך אישור מתווה העסקה. אם בית המשפט מחליט לאשר את הבקשה,⁷⁷ אספת בעלי המניות (או אספות

⁶⁹ ס' 350-351 לחוק מצויים בפרק השלישי לחלק התשיעי לחוק החברות, פרק אשר עד לחקיקת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018 (להלן: חוק חדלות פירעון) עסק בהסדרי פשרה והבראה בחברות.

⁷⁰ לפי ס' 233 ו-234 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983, אשר להם היה נוסח דומה.

⁷¹ ראו דברי הסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2, 122; חמדני וחנס "חופש העיצוב", לעיל ה"ש 15, בעמ' 423.

⁷² ראו להלן את ממצאי פרק ג. ראו גם חגית בלייברג ורותם ידלין "מיזוג לפי סעיפים 351-350 לחוק החברות (בעקבות פסק-הדין בעניין מלם מערכות בע"מ)" **תאגידיים** (1) 29 (2008); חגית בלייברג ואסף לוין "סעיף 350 לחוק החברות – מחשבות באשר להוראות הכלליות; השימוש בהוראות סעיפים 350-351 לחוק כחלופה יעילה למנגנוני העסקאות המובנים בחוק" **תאגידיים** ח(3) 82 (2011) (להלן: בלייברג ולוין "סעיף 350 לחוק החברות").

⁷³ בש"א (מחוזי ת"א) 109717/98 **ממקו תוכנה בע"מ נ' רשם החברות** (נבו 4.3.1999); בש"א (מחוזי ת"א) 4139/01 **קבוצת כרמל השקעות בע"מ נ' הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ** (נבו 25.6.2001).

⁷⁴ ראו יחיאל בהט "כפייה על קבוצה מתנגדת בהסדר על-פי סעיף 233 לפקודת החברות" **עיוני משפט** יז 445 (1992) (להלן: בהט "כפייה על קבוצה מתנגדת בהסדר").

⁷⁵ יש לציין, כי בעבר הובעה בפסיקת בתי המשפט המחוזיים מעת לעת הסתייגות מהשימוש במסלול ההסדר בבית המשפט לביצוע רכישה החוצה של מניות המיעוט. אנו דנים בכך להלן בפרק ב.

⁷⁶ ראו להלן בפרק א.3.ג).

⁷⁷ סמכות בית המשפט לכינוס אספות היא סמכות שבשיקול דעת. ראו למשל פש"ר (מחוזי ת"א) 2146/01 **אלישרא מערכות אלקטרוניות נ' הפניקס הישראלי חברה לביטוח**, פס"ג (תקדין 11.4.2002): "סמכותו של בית המשפט לכנס אספה של בעלי-מניות לצורך אישור ההסדר על ידי החברה היא סמכות שבשיקול-דעת ואין זו סמכות שבחובה".

הסוג) מתכנסת לאישור ההסדר המוצע ברוב הנדרש בחוק. לאחר אישור ההסדר באספת בעלי המניות מוגשת בקשה נוספת לבית המשפט לצורך אישור ההסדר עצמו, ובית המשפט רשאי אז לאשר את ההסדר, לדחותו או להורות על תיקונו. לבית המשפט יש למעשה שתי הזדמנויות שונות לפקח על תנאי העסקה ולבקרים – בשלב הדיון בבקשה לכינוס אספות ובשלב הדיון בבקשה לאישור ההסדר עצמו.

(ב) שיעור הרוב הנדרש

לפי סעיף 350(ט) לחוק, אספת בעלי מניות (או אספת סוג) נדרשת לאשר את ההסדר המוצע גם ב"רוב מספרי" פשוט של 50% מקרב מספר בעלי המניות המשתתפים באספה, וגם ב"רוב אחזקות" מיוחס של 75% מקרב אחזקות בעלי המניות המשתתפים באספה. שיעור רוב כפול ומיוחד שכזה הוא יוצא דופן. הדרישה לרוב מספרי של הנוכחים בהצבעה נדמית כדרישה אנכרוניסטית.⁷⁸ הדרישה לרוב מיוחס (75%) מקרב זכויות ההצבעה בחברה חורגת מהדרישה המקובלת לרוב רגיל ופשוט הנהוגה בדיני החברות בכלל⁷⁹ ובדיני מיוזגים ורכישות בפרט.⁸⁰ יש להניח כי הסיבה לדרישת רוב מיוחדת זו מקורה בהוראות דומות בדיני חדלות הפירעון.⁸¹ יש לציין, כי במקרים אחרים שבהם המחוקק דורש אישור מיוחד של המיעוט לעסקה נקבעה גם מעין "פסקת התגברות" או מנגנון כפייה (cramdown), המאפשר בנסיבות מסוימות לבית המשפט לאשר עסקה ברוב פשוט ורגיל בלבד, תוך ויתור על הדרישה לקבלת תמיכת רוב מקרב המיעוט. מנגנון התגברות שכזה קיים בהסדר

⁷⁸ ראו למשל חמדני וחנס "חופש העיצוב", לעיל ה"ש 15, בעמ' 424; דוד האן דיני חדלות פירעון 704 (מהדורה ראשונה 2009). עוד נציין, כי בטיוטת תזכיר החוק לתיקון חוק החברות (תיקון – הבראת חברות), התש"ע-2010 משרד המשפטים יזם את ביטול את דרישת הרוב המספרי והותיר על כנה רק את דרישת הרוב המיוחס של שיעורי האחזקה. ואולם יוזמה זו לא התקבלה בסופו של דבר והושמטה מנוסח הצעת החוק. יתרה מכך, דרישת הרוב המספרי אף אומצה לאחרונה במסגרת ס' 85 לחוק חדלות פירעון. ראו גם את דברי ההסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו-2016, ה"ח 652: "הדרישה לרוב מקרב המצביעים נועדה למנוע מנושה או מכמה נושים בעלי היקף נשייה משמעותי להחליט באופן בלעדי על תוצאות האסיפה".

⁷⁹ חוק החברות החדש אימץ את הגישה העקרונית שלפיה ענייני החברה יוסדרו באמצעות כלל החלטת של רוב רגיל (50%) ולא תחת כלל החלטת של רוב מיוחס (75%). ראו אוריאל פרוקצ'יה דיני חברות חדשים בישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה 314-313 (1989); האן, לעיל ה"ש 78, בעמ' 704-705; גושן "הצבעה אסטרטגית", לעיל ה"ש 12.

⁸⁰ השוו למשל לס' 320 לחוק לעניין הסדר מיוזג, או לס' 331(ב) לחוק לעניין הסדר הצעת רכש מיוחדת.

⁸¹ השוו לס' 85 לחוק חדלות פירעון.

המיוזג⁸² ובחוק חדלות פירעון, העוסק בהסדרים דומים.⁸³ ואולם ההסדר בבית המשפט לפי סעיפים 350 ו-351 לחוק אינו כולל מנגנון דומה להתגברות על רוב מקרב המיעוט המתנגד להסדר.⁸⁴

(ג) חלוקה לאסמות סוג

כאשר מוגשת לבית המשפט בקשה לכינוס אספת בעלי מניות, סעיף 350(א) לחוק קובע כי בית המשפט רשאי להורות על כינוס אספה אחת או כמה אספות סוג נפרדות לכל סוג של בעלי מניות או נושים. תכליתו של סעיף זה היא לעגן בחוק את "מבחן האינטרסים" שנקבע בפסיקת בית המשפט.⁸⁵ המבחן שנקבע בחוק לזיהוי קבוצת בעלי מניות כ"סוג" נפרד של בעלי המניות הוא מבחן מעט עמום,⁸⁶ כך שבפועל מלאכת החלוקה לאספות סוג היא מלאכה השמורה לשיקול הדעת של בית המשפט. לצורך פרשנות המונח "סוג" שבחוק החברות אפשר להיעזר בפסיקה ובספרות המשפטית העוסקת ב"עניין אישי",⁸⁷ שכן מדובר למעשה במונח משפטי דומה.

⁸² ס' 321 לחוק החברות.

⁸³ ס' 87 לחוק חדלות פירעון.

⁸⁴ לאחרונה הוסיף המחוקק מנגנון כפייה שכזה באשר לרכישות המבוצעות באמצעות הסדר בבית המשפט שתכליתן היא "לקפל שכבה" לצורך עמידה ביעדי החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות. ראו את ס' 25(1) ו-25(1) לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013, שקובעים כי עסקה שכזאת אינה נדרשת כדי לעמוד בדרישות המחמירות של ס' 350(ט) לחוק החברות, ובמקום זאת נדרש: (א) אישור דירקטוריון החברה באשר להוגנות ההסדר; (ב) ש-50% מבעלי המניות הם נטולי עניין אישי, קרי, שרוב המיעוט אישר את ההסדר; (ג) שבית המשפט אישר את הוגנות ההסדר על יסוד הערכת שווי מקצועית.

⁸⁵ ראו ע"א 70/92 כלל תעשיות בע"מ נ' לאומי-פיא, חברה לניהול קרנות נאמנות בע"מ, פס' 16-21 לפסק הדין (נבו 29.3.1993): "מהו המבחן הראוי לסיווג אסיפות בעלי מניות כאשר דנים בהסדר לפי סעיף 233 לפקודה [...] המיון צריך להיות כזה, אשר יפריד את קבוצות האינטרסים השונות וימנע מצבים של ניגודי אינטרסים בתוך כל קבוצה [...] אין להכריע על-פי מבחן טכני כדוגמת מבחן הזכויות המוקנות לסוג המניות שבידי החברים, אלא על-פי ראייה כוללת, לרבות מבחן האינטרסים שלהם". ראו גם את הצעת חוק החברות (תיקון מס' 17) (הבראת חברות), התשע"א-2011, ה"ח 630, 631 (להלן: הצעת חוק החברות (תיקון מס' 17)). ראו גם האן, לעיל ה"ש 78, בעמ' 694-702.

⁸⁶ ס' 350(א) לחוק מגדיר מהו סוג בעלי מניות: "לעניין זה, 'סוג' – קבוצת נושים או בעלי מניות שלהם עניין משותף בנוגע להסדר או לפשרה, המובחן באופן מהותי מעניינם של שאר הנושים או בעלי המניות ואשר מצדיק קיום אסיפה נפרדת".

⁸⁷ ראו למשל, ברק ירקוני ואיתי פייגנבאום "חזקות ל'עניין אישי' גלוי" תאגידים י (3) 224 (2013).

החלטת בית המשפט לכנס כמה אספות סוג גוררת את החובה לאשר את ההסדר המוצע ברוב מיוחד בכל אחת ואחת מאספות הסוג.⁸⁸ עולה מכך שהחלוקה לאספות סוג מעניקה לכל קבוצה – ואף לכל מיעוט משמעותי המחזיק ב- 25% מהמניות של כל קבוצת סוג שכזו – זכות וטו על גורל העסקה. לכן, החלוקה לאספות סוג עלולה לסבך, לייקר ואף להכשיל עסקאות רכישה יעילות.⁸⁹ החשש מפני הכשלת העסקה בשל חלוקה לאספות סוג הוא שיקול נכבד ומשמעותי בהחלטת בית המשפט להימנע מהחלוקה לאספות סוג או לצמצמה במידת האפשר.⁹⁰

לענייננו, כאשר בעל השליטה מבקש לרכוש "החוצה" את מניות המיעוט בעסקת going-private, בית המשפט נוהג לכנס אספות סוג נפרדות לבעלי השליטה ולבעלי מניות נטולי עניין אישי, קרי המיעוט.⁹¹ עולה מכך שעסקה כאמור מחייבת אישור של 75% מהמיעוט.⁹²

⁸⁸ הרישה לס' 350(ט) לחוק. ראו גם בהט "כפייה על קבוצה מתנגדת בהסדר", לעיל ה"ש 74, בעמ' 449-450; האן, לעיל ה"ש 78, בעמ' 707.

⁸⁹ ראו למשל הצעת חוק החברות (תיקון מס' 17), לעיל ה"ש 85, בעמ' 647, וכן את פסקי הדין הנזכרים להלן בה"ש 90.

⁹⁰ ע"א 332/88 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' כונס נכסים של כוכב השומרון בע"מ**, פ"ד מד(1) 254, 261 (1990); עניין **כלל תעשיות**, לעיל ה"ש 85; ע"א 3225/99 **שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת חברה קבלנית לבניין בע"מ**, פ"ד נג(5) 97, 114-115 (1999); עניין **קבוצת כרמל השקעות**, לעיל ה"ש 73; פש"ר (מחוזי ת"א) 1551/02 **עצמה קופת תגמולים לעצמאיים בע"מ נ' בהט** (נבו 27.7.2003).

⁹¹ לפי עמדת רשות ניירות ערך וכפי שאף עולה מכמה החלטות של בתי משפט, ניתן לאמץ אפשרות נוספת ולפיה תכונס רק אספת בעלי מניות אחת, אולם באספה זו יידרש אישור ההסדר גם בניכוי קולותיהם של בעלי המניות שיש להם עניין אישי בעסקה, כלומר בניכוי קולו של בעל השליטה. ראו את עניין **כבירי שמיע**, לעיל ה"ש 24, בפס' 34, שם הבהיר בית המשפט העליון כי רשות ניירות ערך לא ראתה צורך שהליך הסדר בבית המשפט יאושר גם בהתאם לכללי "עסקאות בעלי עניין" שבחוק החברות, כל עוד בעל השליטה אינו משתתף ואינו מצביע באספה. מבחינה מהותית, מנגנון יציר פסיקה שכזה זהה לדרישת המחוקק לכינוס אספות סוג נפרדות, שכן בשתי הדרכים גם יחד נדרש אישור של 75% מהמיעוט. לדיון דומה בשאלת הצורך באישור נוסף של העסקה כ"עסקת בעלי עניין" לאחר שהתקבל אישור בית המשפט, ראו גם את הדיון בפרשת **ישרש** במסגרת תנ"ג (מחוזי ת"א) 52117-02-12 **בש נ' רסולי** (נבו 28.1.2013).

⁹² מעניין לציין כי לעמדתם של אסף חמדני ושרון חנס, אין לכנס אסיפות סוג נפרדות עבור בעלי מניות מיעוט, שכן כך העסקה תוכפף להסכמה של רוב מיוחס של 75% מקרב בעלי מניות המיעוט, שיעור תמיכה שלדעתם הוא גבוה מדי. לפי הצעתם, על בית המשפט לשאוב השראה מסעיף הרוב הנדרש במיזוג, ולכן על בית המשפט להפעיל את שיקול דעתו ולהתנות את אישור הסדר הפשרה בקבלת רוב רגיל ופשוט מקרב בעלי מניות המיעוט, ובנסיבות המתאימות אף ללא אישור המיעוט. לעמדתם, מעורבות פעילה של בית המשפט תבטיח את הולמות התמורה בהסדר. ראו חמדני וחנס "חופש העיצוב", לעיל ה"ש 15, בעמ' 426-427. ואולם כיום, ובייחוד לאחר תיקון ס' 350(18) לחוק, יהיה קשה לבית המשפט לקבל את עמדתם ולהצדיק סירוב לכנס אספות סוג נפרדות, בפרט בעסקאות לרכישה כפויה של מניות המיעוט בידי בעל השליטה.

(ד) התערבות בית המשפט בגובה התמורה

מעט לעת נטענת טענה כי גם כאשר העסקה מבוצעת באמצעות הסדר בבית המשפט, בעלי המניות מן הציבור זכאים לסעד הערכה. לעמדתה של אירית חביב-סגל, סמכות בית המשפט להתערב בתנאי ההסדר לפי סעיף 351(א)(5) לחוק היא מעין סעד הערכה.⁹³ בעניין **ממקו תוכנה** הורה בית המשפט, כי בעלי מניות שלא הסכימו להסדר יוכלו לפנות לבית המשפט תוך שלושה חודשים בטענה באשר לגובה שיעור יחס ההמרה שקיבלו בהסדר,⁹⁴ פתרון דומה מאוד לסעד הערכה המצוי כיום בחוק. לאחרונה קבע בית המשפט בעניין **תמדא**, כי כאשר מדובר בהסדר מטעם החברה עצמה, בית המשפט יבחן בקפידה את הוגנות המחיר המוצע לבעלי המניות.⁹⁵ נראה כי במהלך אישור ההסדר בפני בית המשפט, אכן יש לבית המשפט סמכות שבשיקול דעת לבחון את הוגנות התמורה המוענקת לבעלי מניות המיעוט, הגם שלנוכח אישור ההסדר ברוב של 75% מקרב בעלי מניות המיעוט הוא אינו שש לעשות כן.⁹⁶ מובן שלאחר שבית המשפט אישר את ההסדר לביצוע העסקה, אי-אפשר עוד לתקוף את חוקיות העסקה בטענה כי המחיר שהוצע בה נמוך מדי.

⁹³ אירית חביב-סגל דיני חברות – לאחר חוק החברות החדש כרך ב 409 (2004).

⁹⁴ עניין **ממקו תוכנה**, לעיל ה"ש 73.

⁹⁵ ת"א (מחוזי ת"א) 65628-12-19 **תמדא בע"מ נ' ממונה על חדלות פירעון מחוז תל אביב** (נבו 16.2.2020).

⁹⁶ דרך חלופית ומעניינת להתמודד עם ביקורת של בעלי מניות המתנגדים להסדר היא לאפשר לאותם מתנגדים להמשיך ולהישאר כבעלי מניות מיעוט בחברה הפרטית של בעל השליטה. בית המשפט קבע, כי מתן אפשרות זו לאותם מתנגדים שומטת את הקרקע מתחת לאותן התנגדויות ומובילה לדחייתן. ראו לדוגמה פר"ק (מחוזי ת"א) 1664-04-14 **אירו-סאט השקעות בע"מ נ' חסון** (נבו 7.8.2014); פר"ק (מחוזי ת"א) 69557-07-17 **בר-סול בע"מ נ' כונס נכסים רשמי תל אביב** (נבו 30.1.2018). קשה להסכים לעמדה זו של בית המשפט, כיוון שזכויות בעלי המניות המתנגדים לעסקה צפויות להיפגע גם אם יישארו בחברה, בין היתר משום שהם יהפכו לבעלי מניות מיעוט זניח בחברה פרטית לא-סחירה, ללא גישה למידע. ראו איתי פייגנבאום וברק ירקוני "הצעה שלא ניתן לקבל או לסרב לה – מכירה כפויה של מניות באמצעות סעיף 350 לחוק החברות" (נבו 2014).

(ה) סיכום

את הסקירה המשפטית שהובאה כאן ניתן לתמצת בצורה כללית בלוח שלהלן:

לוח 1: השוואה סכמתית בין שלושת מסלולי רכישת מניות המיעוט

התערבות בית המשפט לאחר העסקה	התערבות בית המשפט לפני העסקה	משא ומתן באמצעות ועדה מיוחדת	אישור דירקטוריון	שיעור הרוב מקרב בעלי מניות המיעוט	שיעור הרוב מקרב בעלי המניות הדרוש	ההסדר המשפטי	
מחיר: סעד הערכה	-	-	-	$\frac{x-5}{x}$	95%	הצעת רכש מלאה	1)
-	v	-	-	75%	75%	הסדר בבית משפט	2)
הליך: הערכת תפקוד ועדה מיוחדת	-	v	v	50%	50%	מיוזג	3)

* X הוא אחוז המניות שבידי הציבור ערב הצעת הרכש המלאה

כפי שאפשר להבחין, אף שהשימוש בכל אחד משלושת המסלולים המשפטיים שלעיל מוביל לאותה תוצאה – בעלות מלאה של בעל השליטה על כל מניות החברה הציבורית והפיכתה לחברה פרטית – ישנם בכל זאת הבדלים ניכרים בין כל אחד מהמסלולים המשפטיים. כך למשל, רק בחלק ממסלולי הרכישה נדרש אישור הדירקטוריון לעסקה, ולכן רק בחלק ממסלולי הרכישה חברי הדירקטוריון כפופים לחובות אמון אישיות וחשופים לביקורת שיפוטית מחמירה. בשאר מסלולי הרכישה חברי הדירקטוריון יהיו פטורים מחבות אישית. דוגמה בולטת נוספת היא שיעור בעלי המניות הנדרשים להסכים לעסקה לצורך אישורה. כפי שאפשר להיווכח, שיעור הרוב מקרב המיעוט, הנדרש לאישור העסקה, משתנה שינוי ניכר בין שלושת מסלולי הרכישה.

מגוון המסלולים להפיכת חברה ציבורית לפרטית מעורר את השאלות הבאות: האם יש תועלת בכל המנגנונים השונים האלה? כיצד ומתי משתמשים בכל אחד ממסלולי הרכישה? והאם השימוש במסלולי הרכישה השונים מוביל לתוצאות דומות עבור ציבור בעלי מניות המיעוט? בפרקים הבאים נערוך דיון משפטי בנושאים אלה ונחקור אותם אמפירית.

ב. הבחירה בין האלטרנטיבות לרכישת מניות המיעוט – ניתוח משפטי

שאלת היסוד המשפטית אשר נבחן בפרק זה היא אם בעל השליטה רשאי לעצב ולבחור בעצמו את ההסדר המשפטי שבאמצעותו הוא ירכוש את מניות המיעוט. בפרק זה נסקור בקצרה את האופן השונה שבו המשפט הישראלי, האמריקני והאנגלי בחרו להתמודד עם שאלה זו.⁹⁷ כפי שניזכר, אף שהדין הישראלי ביקש ככל הנראה לחקות ולאמץ את הדין האמריקני בסוגיה זו, הדין הישראלי הקיים מצוי כיום במקום שונה מהדין האמריקני.

כפי שנראה להלן, דיני החברות הישראליים אימצו את גישת החופש לעיצוב עסקאות רכישה. גישה זו מבוססת על דוקטרינה אמריקנית קלאסית בשם Independent Legal Significance ("משמעות משפטית עצמאית"), שפותחה במדינת דלאוור ושרדוגלת ב"כבוד הדדי" בין ההסדרים המשפטיים השונים בדיני החברות. כלומר, כל אחד ממסלולי הפעולה הקיימים בחוק הוא מסלול משפטי עצמאי ונפרד, ובית המשפט יכבד הפרדה זו ולא ייבא הוראת חוק שמקורה במסלול אחד ויישם אותה על פעולה או על עסקה של חברה הננקטת לפי מסלול אחר.

ברם, ניתוח קפדני של החוק ושל הפסיקה האמריקניים מגלה שהגישה המשפטית הערכנית בדלאוור ככל הנראה התרחקה מהגישה המסורתית של חופש לעיצוב עסקאות. ראשית, הדוקטרינה המסורתית של Independent Legal Significance צומצמה צמצום ניכר, עד שכיום מתעורר ספק אם הלכה זו עדיין חלה בדלאוור. שנית וחשוב יותר לענייננו, החוק והפסיקה בדלאוור פיתחו ואימצו בשנים האחרונות גישה משפטית שונה בסוגיית עסקאות "going private" – "גישה אחידה" (unified approach) עבור כל הסדרי חילוט המיעוט.⁹⁸ כלומר, לפי דיני החברות בדלאוור, ארצות הברית, בעל השליטה עדיין יכול לבחור את המסלול המשפטי לביצוע העסקה ובית המשפט יכבד בחירה זו, אולם בחירה זו היא כיום פורמלית כמעט ובעלת חשיבות שולית בלבד,

⁹⁷ לניתוח מהותי בדבר הדין הראוי בסוגיה זו, ראו ברק ירקוני לקראת תאוריה אחידה לדיני מיזוגים ורכישות (חיבור לשם קבלת תואר "דוקטור למשפטים", אוניברסיטת תל-אביב, 2018).

⁹⁸ ראו את הדיון להלן בפרק ב.3.

שכן הדין המשפטי המהותי בכל אחת מהאלטרנטיבות השונות הפך למעשה לאחיד ולזהה.

טענתנו במאמר זה היא, כי למרות הניסיון הישראלי לעקוב אחר הגישה האמריקנית הליברלית בסוגיה זו ולאמצה, הרי בפועל ישראל וארצות הברית מציגות כיום שתי עמדות משפטיות שונות מאוד בסוגיית האלטרנטיבות המשפטיות לרכישת מניות המיעוט. נתחיל בסקירת הדין הקיים אצלנו בישראל, ומשם נמשיך בסקירת השינוי המשמעותי שחל בעשור האחרון בסוגיה זו בדין האמריקני.

1. הדין האמריקני המסורתי : Independent Legal Significance

נקודת המוצא של הדיון המשפטי בסוגיה זו היא הדוקטרינה האמריקנית הקלאסית של "משמעות משפטית עצמאית" – Independent Legal Significance (להלן: דוקטרינת ILS). דוקטרינה זו הייתה אבן יסוד בדיני החברות בארצות הברית ובעיקר במדינת דלאוור.⁹⁹

דוקטרינת ILS גורסת כי המסלולים המשפטיים הקבועים בחוקי החברות הם מסלולים עצמאיים ונפרדים זה מזה. לכל הסדר בחוק יש משמעות משפטית עצמאית ונפרדת, וכל הסדר מעניק סמכות חוקית עצמאית לפעולתה של החברה. לפיכך, עסקה או פעולה של החברה המבוצעת בהתאם להוראת סעיף או הסדר מסוים בחוק לא תיבחן ולא תוכפף להוראותיו של סעיף או של הסדר אחר בחוק, גם אם הסעיף או ההסדר האחר חל על אותה סיטואציה בדיוק.¹⁰⁰ כלומר, אם ישנם שני הסדרי חוק שבהם ניתן להשתמש על מנת להגיע לתוצאה מסוימת, החברה רשאית לבחור בכל אחד מהם לפי שיקול דעתה. על העסקה או על הפעולה יחולו רק הוראות הדין של אותו הסדר שנבחר, ובית המשפט לא יבחן את פעולת החברה לפי הוראותיו של הסדר אחר. במילים אחרות, אם מסלול משפטי אחד מתיר פעולה מסוימת אך מסלול משפטי אחר אוסר את אותה פעולה ממש (או מכפיף פעולה זו לתנאים נוספים), החברה רשאית לבחור ולבצע

⁹⁹ Warner Communications Inc. v. Chris-Craft Indus., 583 A.2d 962, 970 (Del. Ch. 1989), *aff'd*, 567 A.2d 419 (Del. 1989) ("Our bed rock doctrine of independent legal significance"); R. FRANKLIN BALOTTI & JESSE A. FINKELSTEIN, BALOTTI AND FINKELSTEIN'S DELAWARE LAW OF CORPORATION AND BUSINESS ORGANIZATIONS §9.4 – "The Doctrine of Independent Legal Significance" (2013) ("This doctrine is now a well established principle of Delaware law")

¹⁰⁰ Hariton v. Arco Electronics., Inc., 182 A.2d 22, 26 (Del. Ch. 1962), *aff'd*, 188 A.2d 123 (Del. 1963) ("the various sections of the Delaware Corporation Law conferring authority for corporate action are independent of each other and that a given result may be accomplished by proceeding under one section .which is not possible, or is even .forbidden under another")

את הפעולה על פי המסלול המשפטי הראשון והמקל יותר, ובית המשפט יכבד בחירה זו ולא יכפיף את החברה להוראות חוק מפורשות שנקבעו במסלול משפטי אחר.¹⁰¹ דוקטרינת ILS יושמה במקרים רבים. כך למשל, בית משפט הצ'נסלורי בדלאוור קבע כי כאשר חברה מבצעת עסקה שתוצאתה זהה לגמרי למיזוג – כך למשל, כאשר החברה מוכרת את כל נכסיה בתמורה להקצאת מניות¹⁰² – בית המשפט לא יצהיר על העסקה כמיזוג ולא יחיל על הצדדים את דיני המיזוג. במקרים נוספים נקבע על סמך דוקטרינת ILS, כי מיזוג-חילוט בתמורה למזומן אינו פירוק¹⁰³ וכי מיזוג משולש הופכי אינו המחאת זכויות בחברה.¹⁰⁴

2. הפסיקה החדשה בארצות הברית: צמצום משמעותי בדוקטרינת ILS

אף שדוקטרינת ILS מבוססת היטב בדיני התאגידיים של מדינת דלאוור ונשענת על פסיקה רבה וארוכת שנים, בשנים האחרונות נראה כי בתי המשפט בדלאוור נוטים יותר ויותר לצמצם את השימוש בדוקטרינה זו ולכרסם בתוקפה המשפטי המחייב. במהלך

¹⁰¹ D. Gordon Smith, *Independent Legal Significance, Good Faith, and the Interpretation of Venture Capital Contracts*, 40 WILLAMETTE L. REV. 825 (2004); William W. Bratton, *Gaming Delaware*, 40 WILLAMETTE L. REV. 853 (2004); C. Stephen Bigler & Blake Rohrbacher, *Form or Substance? The Past, Present, and Future of the Doctrine of Independent Legal Significance*, 63 BUS. LAW. 11 (2007)

¹⁰² כך למשל עניין *Hariton*, לעיל ה"ש 100. שם מכרה חברת Arco Electronics (להלן: ארקו) את כל נכסיה והתחייבויותיה לחברת Loral (להלן: לוראל) תמורת הקצאת מניות בלוראל. בשלב הבא הכריזה ארקו על פירוק, וחילקה כדיבידנד בעין את הנכס היחיד שעוד נותר לה, מניות לוראל, לבעלי המניות שלה. בסופו של דבר איבדו בעלי המניות של ארקו את מניותיהם ובמקומן קיבלו מניות של חברת לוראל, אשר החזיקה במאגר הנכסים המאוחד של שתי החברות – כלומר תוצאה סופית הוזהר למיזוג. אף שתוצאת המהלך העסקי הייתה זהה לחלוטין למיזוג (לפי ס' 251 לחוק החברות בדלאוור), העסקה תוכננה ובוצעה באמצעות ההסדר למכירת כלל נכסי החברה (לפי סעיף 271 לחוק זה), ככל הנראה על מנת למנוע מבעלי המניות בארקו את הזכות ל"סעד הערכה" שהיה מגיע להם במיזוג. הרינגטון, בעל מניות בארקו, הגיש תביעה לבית המשפט בטענה כי בפועל ביצעה החברה מיזוג – מיזוג "דה-פקטו" – ולכן הוא זכאי לסעד הערכה. בית המשפט העליון של דלאוור קבע כי העסקה שביצעה היא עסקה חוקית ותקפה, שכן היא בוצעה בהתאם לכל הוראות ההסדר למכירת כלל הנכסים (בס' 271), ואי-אפשר להחיל על העסקה את הוראות המיזוג (שבס' 251). ההסדר למכירת הנכסים הוא הסדר משפטי עצמאי ונפרד מהסדר המיזוג, ובין ההסדרים השונים יש "כבוד הדדי". מתכנני עסקאות רכישה יכולים לפנות בכל אחד מההסדרים השונים על מנת להשיג את התוצאה המבוקשת. בעניין דומה בפרשת *Orzeck v. Englehart*, 41 Del. Ch. 361, 195 A.2d 375 (Del. 1963), דוקטרינת ILS יושמה לצורך הקביעה כי רכישת כל המניות של חברת יעד בתמורה להקצאת מניות בחברה הקולטת אינה מיזוג.

¹⁰³ *Rothschild Int'l Corp. v. Liggett Group, Inc.*, 474 A.2d 133, 135 (Del. 1984)

¹⁰⁴ *Meso Scale Diagnostics, LLC v. Roche Diagnostics GmbH*, 62 A.3d 62 (Del.Ch. 2013)

השנים האחרונות בתי המשפט של דלאוור נוטים להימנע מליישם את דוקטרינת ILS, ובמקומה מעדיפים ליישם גישה אחרת, המעדיפה את מהות העסקה על פני צורתה. בתי המשפט בדלאוור נוטים כעת – יותר מבעבר – להיעתר לבקשות התובעים ולבחון עסקאות על פי מהותן והשפעתן הכלכלית על הצדדים השונים.

הכרסום בכוחה של דוקטרינת ILS היה נרחב. בין היתר קבעו בתי המשפט כך: כי דוקטרינת ILS אינה חלה כאשר בית המשפט הציג סלורי מסתמך על דיני היושר ומפעיל ביקורת שיפוטית בגין הפרות חובות אמון;¹⁰⁵ כי יש להבחין בין הוראת החוק הקובעת את קצה גבול הסמכות של חברה לבין הוראת חוק הקובעת את אופן הפעלת הסמכות של החברה;¹⁰⁶ כי אין תחולה לדוקטרינת ILS כאשר מבוצעת "עסקה בשלבים" (step

¹⁰⁵ בית המשפט הציג סלורי בדלאוור הוא בית משפט של יושר (court of equity), ואחד מעקרונות הפסיקה החשובים בבית משפט זה הוא העיקרון שלפיו פעולה של חברה, גם אם נעשתה בסמכות וכחוק, עדיין חשופה לביקורת שיפוטית וכפופה לחובות אמון, הגינות ויושר. ראו למשל: Leo E. Strine, Jr., *If Corporate Action is Lawful, Presumably: There Are Circumstances in Which it is Equitable to Take That Action: The Implicit Corollary to the Rule of Schnell v. Chris-Craft*, 60 BUS. LAW. 877, 904 (2005). לענייננו, בית המשפט הציג סלורי בדלאוור אומנם לא ביטל פורמלית את דוקטרינת ILS, אולם הבהיר כי פעולות החברה, גם אם נעשו בסמכות חוקית, עדיין כפופות לביקורת שיפוטית ולעמידה בחובות אמון ויושר. בפסק הדין בעניין SICPA Holding S.A. v. Optical Coating Lab., C.A. No. 15129, 1997 WL 10263 (Del. Ch. Jan. 6, 1997), השופט ויליאם אלן, הגדיר מחדש את גבולותיה של דוקטרינת ILS: כאשר עסקה, אשר אילו בוצעה במסלול משפטי מסוים הייתה מחויבת באישור בעלי המניות, מבוצעת בדרך חלופית אשר אינה מחייבת את אישור בעלי המניות, אזי דוקטרינת ILS קובעת שאין להסיק מכך בהכרח שהעסקה בטלה. ואולם ציגסלור אלן הוסיף והבהיר, שאין להסיק מכך שהעסקה תקפה. דוקטרינת ILS חלה רק לעניין שאלת קיומה של סמכות חוקית מצד החברה. דוקטרינת ILS אינה חלה לעניין שאלת הבחינה של חובות האמון והיושר של הצדדים, והעובדה שהחברה העדיפה לבצע עסקה בדרך אלטרנטיבית וקונוונציונלית פחות – יש לה חשיבות משפטית. כאשר החברה בוחרת לפעול בדרך הפוגעת בבעלי המניות והמיטיבה בצורה לא הוגנת עם הדירקטוריון או עם בעלי השליטה, העסקה תהיה כפופה גם לביקורת שיפוטית מחמירה בגין הפרת חובות אמון או הגינות.

¹⁰⁶ בפרשת Winston v. Mandor, 710 A.2d 835, 841 (Del. Ch. 1997), appeal dismissed, 713 A.2d 932 (Del 1998) (unpublished table decision) דחה בית המשפט הציג סלורי את טענת החברה לדוקטרינת ILS, וציין שתי בעיות בנוגע לדוקטרינה זו: ראשית, דוקטרינה זו אינה חלה כאשר הוראת חוק אחת מגדירה את קצה גבול הסמכות של חברה, והוראת חוק אחרת קובעת את אופן הפעלתה של סמכות זו. החברה אינה רשאית לטעון כי היא בוחרת לפעול על פי הוראת החוק הראשונה בלבד. שנית, בית המשפט פסק כי שרשור של כמה פעולות או עסקאות יחד חורג מגבולות דוקטרינת ILS, ובית המשפט של דלאוור חזר והצהיר על כך גם בפסק הדין הבאים.

(transaction);¹⁰⁷ כמו כן צומצמה תחולתה של דוקטרינה זו כאשר מדובר בדין זר¹⁰⁸ או בפרשנות חוזה.¹⁰⁹ זאת ועוד, בשנים האחרונות ישנה נכונות הולכת וגוברת מצד בתי המשפט להוציא תחת ידם הכרעות שיפוטית אשר מתעלמות ואף סוטות לחלוטין מדוקטרינת ILS, ובמקומה מעדיפים לבחון את עסקאות הרכישה על פי מהותן ולא לפי צורתן. כך, בעניין Hollinger בחן בית המשפט עסקת רכישה שבוצעה באמצעות חברת-בת וקבע כי בפועל ומבחינה מהותית מדובר ברכישה שביצעה החברה האם.¹¹⁰ בעניין LAMPERS העוסק בפרשת מיוזג הענק של CVS/Caremark קבע בית המשפט, שדיכידנד

¹⁰⁷ *Noddings Inv. Group, Inc. v. Capstar Commc'ns*, 1999 WL 182568 (Del. Ch. Mar. 24, 1999), *aff'd*, 741 A.2d 16 (Del. 1999) (unpublished table decision), צמצם בית המשפט בדלאוור עוד יותר את תחולתה של דוקטרינת ILS בכך שאימץ לראשונה את דוקטרינת "עסקה בשלבים" (step transaction). לפי דוקטרינה זו, אף שלטענת החברה היא מבצעת שורה של עסקאות נפרדות ולכן הן מותרות, בית המשפט רשאי להכריז כי העסקאות הנפרדות הללו היו למעשה חלק מעסקה מהותית אחת אשר נעשתה בשלבים, ולכן יש להחיל על החברה הוראות דין נוספות שמקורן במסלול משפטי אחר. ראו גם: *Gatz v. Ponsoldt*, 925 A.2d 1265 (Del. 2007).

¹⁰⁸ בהמשך לעניין *Noddings*, לעיל ה"ש 107, פנו הנתבעים אל בית המשפט הצ'נסלורי בבקשה לדיון חוזר (reargument) על ההחלטה בבית המשפט הצ'נסלורי, בין היתר בטענה כי ההחלטה סתרה את הדוקטרינה של "משמעות משפטית עצמאית". בהחלטת בית המשפט הצ'נסלורי לדחות את הבקשה לטיעון מחודש העיר בית המשפט שתי הערות המצמצמות את היקפה של דוקטרינת ILS. ההערה הראשונה היא, כי ניתן להשתמש בדוקטרינת ILS רק כאשר מדובר בחברה הרשומה בדלאוור וחוק מדינת דלאוור הוא החוק המקומי החל על המקרה הנדון. היות ששם הדין שחל על החברה היה דין מדינת ניו יורק, סירב בית המשפט של דלאוור להחיל על החברה את הדוקטרינה של "משמעות משפטית עצמאית". ראו *Noddings Inv. Group, Inc. v. Capstar Commc'ns*, Inc. WL 350494 (Del.Ch. 1999).

¹⁰⁹ קביעה נוספת של בית המשפט בדלאוור בבקשה לדיון חוזר בעניין *Noddings*, שם, היא הקביעה כי דוקטרינת ILS אינה חלה על שאלות של פרשנות חוזה. רבות מהמחלוקות בדיני התאגידים ובדיני מיוזגים ורכישות מבוססות על שאלות של פרשנות סעיפי חוזה – פרשנות של הסכמי בעלי מניות, כתבי אופציות או סעיפים שונים במסמכי ההתאגדות של החברה. מהחלטת בית המשפט בעניין *Noddings* עולה, כי בכל אותם מקרים דוקטרינת ILS ככל הנראה לא תחול. אך השוו *Fletcher Int'l, Ltd. v. ION Geophysical Corp.*, 2011 WL 1167088 (Del.Ch.Mar.29, 2011); D. Gordon Smith, *Independent Legal Significance, Good Faith, and the Interpretation of Venture Capital Contracts*, 40 WILLAMETTE L. REV. 825 (2004).

¹¹⁰ *Hollinger Inc. v. Hollinger Int'l, Inc.*, 858 A.2d 342 (Del. Ch.2004), *appeal refused*, 871 A.2d 1128 (Del. 2004) (unpublished table decision).

שחולק ערב המיזוג הוא למעשה ומבחינה מהותית חלק מהתמורה במיזוג.¹¹¹ לאחרונה חזר ואישר בית המשפט העליון בדלאוור הלכה זו בקביעה דומה.¹¹² שורת פסקי הדין הללו ובייחוד החלטות בית המשפט בעניין LAMPERS ו-Gatz¹¹³ גררו סערה ביקורתית ואי-ודאות רבה בנוגע לתחולתה של דוקטרינת ILS. מלומדים כגון Gordon Smith,¹¹⁴ Stephen Bainbridge¹¹⁵ ו-Ronald Gilson ו-Jason Black,¹¹⁶ ולצידם גם שורה של פרקליטים נודעים¹¹⁷ הביעו ספקות כבדים בשאלה אם דוקטרינת ILS עדיין חלה בדלאוור, ודנו בשאלה אם בית המשפט הצ'נסלורי עדיין מיישם דוקטרינה זו.

- La. Mun. Police Empls. Ret. Sys. v. Crawford, 918 A.2d 1172 (Del. Ch.2007), *review* 111
Express Scripts, Inc. v. Crawford, No. 113, ; (LAMPERS להלן: עניין LAMPERS) refused sub nom
2007, 2007 WL 707550 (Del. Mar. 9, 2007) (unpublished table decision)
In re GGP Stockholder Litigation, 2022 WL 2815820 (Del. July 19, 2022) 112
- ראו את עניין Gatz, לעיל ה"ש 107. פסק הדין עוסק בהבחנה בין תביעה נגזרת לתביעה 113
ישירה, ואינו דן במישרין בדוקטרינת ILS. עם זאת פסק הדין נתפס כמנחית מכה קשה
לדוקטרינת ILS, שכן במסגרתו בית המשפט בדלאוור בחן מהותית שורה של עסקאות
שביצעה חברה, והכריז עליהן שהן כולן מקשה אחת ומהוות עסקה אחת. ראו
Edward M. McNally, *Supreme Court Explains* : וכן ראו: Bainbridge
Its Rossette Decision, DELAWARE BUSINESS LITIGATION REPORT (April. 16 2007),
[https://www.morrisjames.com/blogs-Delaware-Business-Litigation-Report,supreme-](https://www.morrisjames.com/blogs-Delaware-Business-Litigation-Report,supreme-court-explains-its-rossette-decision)
[court-explains-its-rossette-decision](https://www.morrisjames.com/blogs-Delaware-Business-Litigation-Report,supreme-court-explains-its-rossette-decision)
- Gordon Smith, *Independent Legal Significance*, THE CONGLOMERATE BLOG: 114
BUSINESS, LAW, ECONOMICS & SOCIETY (Mar. 6, 2007),
http://www.theconglomerate.org/2007/03/independent_leg.html
- לפי עמדת Bainbridge, אין שום קריטריון או יכולת לחזות מתי בתי המשפט בדלאוור 115
יעדיפו "מהות על פני צורה" ומתי לא. בעיה זו מרגיזה מאוד, שכן היא פוגעת בוודאות
המשפטית של הפרקטיקה העסקית. ראו: Stephen Bainbridge, *Gatz v. Ponsoldt and*
Equity Versus Equal Dignity, PROFESSORBAINBRIDGE.COM - STEPHEN BAINBRIDGE'S
JOURNAL OF LAW, POLITICS, AND CULTURE (Aug. 21, 2013),
[http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2007/04/gatz-v-](http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2007/04/gatz-v-ponsoldt-and-equity-versus-equal-dignity.html)
[ponsoldt-and-equity-versus-equal-dignity.html](http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2007/04/gatz-v-ponsoldt-and-equity-versus-equal-dignity.html)
- Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* 116
.682 (2nd ed. 1995)
- Edward D. Herlihy, Eric M. Roth, Craig M. Wasserman & Ross A. Fieldston, *In re* 117
Caremark – The Takeover Chronicles, WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, (Mar. 23,
2007),
[https://corp.gov.law.harvard.edu/wp-](https://corp.gov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2007/03/20070325%20WLRK%20Caremark%20Memorandum.pdf)
[content/uploads/2007/03/20070325%20WLRK%20Caremark%20Memorandum.pdf](https://corp.gov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2007/03/20070325%20WLRK%20Caremark%20Memorandum.pdf) ("'
'Independent Legal Significance' is not so certain in Delaware, at least not in the court
of chancery"); John F. Grossbauer, Michael K. Reilly & Roxanne L. Houtman,
Delaware Court of Chancery Delays Vote on CVS/Caremark Merger, INSIGHTS: THE
CORPORATE AND SECURITIES LAW ADVISOR (Feb. 26, 2007),
[https://corp.gov.law.harvard.edu/wp-](https://corp.gov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2007/02/Caremark%20Summary.pdf)
[content/uploads/2007/02/Caremark%20Summary.pdf](https://corp.gov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2007/02/Caremark%20Summary.pdf).; C. Stephen Bigler & Blake
Rohrbacher, *Form or Substance? The Past, Present, and Future of the Doctrine of*
Independent Legal Significance, 63 BUS. LAW. 1, 1 (2007)

במקביל לכרוסום בהיקף דוקטרינת ILS, החוק והפסיקה של בתי המשפט במדינת דלאוור החלו לערוך שינויים ניכרים בדיני המיזוגים והרכישות עצמם, שינויים אשר מטשטשים ומעלימים את ההבדלים המשפטיים בין מסלולי הרכישה השונים.¹¹⁸ לענייננו, בנוגע לעסקאות לרכישה כפויה של מניות המיעוט פיתחה דלאוור והציגה גישה משפטית חדשה לגמרי: "גישה אחידה" עבור כלל המסלולים לרכישת מניות המיעוט. בעקבות גישה אחידה זו איבדה דוקטרינת ILS האמריקנית חלק ניכר מחשיבותה, שכן כאשר מסלולי הרכישה הופכים לדומים מאוד זה לזה מבחינה משפטית, ליכולת העיצוב והבחירה בין המסלולים השונים יש חשיבות משפטית פחותה בהרבה.

3. הגישה האחידה בארצות הברית לחילוט מניות המיעוט

בפרק זה נציג את התפתחות הדין המשפטי בדלאוור בסוגיה של עסקאות חילוט מניות המיעוט: מעבר משיטה של שני הסדרים משפטיים עצמאיים ושונים זה מזה אל גישה מאוחדת (unified approach), המצמצמת מאוד את ההבדלים שבין ההסדרים לחילוט מניות המיעוט.

(א) שני מסלולי רכישה ורמות שונות של ביקורת שיפוטית

עד לשנת 2014 היו שני מסלולים משפטיים עיקריים נפוצים בארצות הברית לביצוע חילוט של מניות המיעוט: מיזוג סטטוטורי (statutory merger) והצעת רכש דו-שלבית (two-tier tender offer). עסקת מיזוג-חילוט (freeze-out merger) בארצות הברית אינה מוסדרת באופן שונה מעסקת המיזוג הרגילה.¹¹⁹ כלומר, בעל השליטה רשאי לכאורה לבצע ולכפות את המיזוג ברוב רגיל של כלל בעלי המניות, ובנסיבות מסוימות לבעלי המניות תהיה זכות לסעד הערכה בלבד.¹²⁰ בתי המשפט בדלאוור הם אשר פיתחו, שיכללו ועיצבו במהלך השנים את ההסדר המשפטי לעסקאות מיזוג-חילוט. פסיקת בתי המשפט בדלאוור קבעה כי לנוכח ניגוד האינטרסים המובנה בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט, עסקאות למיזוג-חילוט יוכפפו לביקורת שיפוטית מחמירה ומוגברת מסוג "הגינות מלאה" (entire fairness).¹²¹ בעניין Weinberger קבע בית המשפט העליון בדלאוור, כי הכפפת המיזוג לאישור של רוב מקרב המיעוט (majority of the minority) תוביל להעברת נטל ההוכחה בעניין קיומה או היעדרה של "הגינות מלאה"

¹¹⁸ ראו להלן פרק ב.3.

¹¹⁹ לשלבים ההיסטוריים בהתפתחות דיני המיזוג-חילוט בארצות הברית, ראו: Elliott J. Weiss, The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective, 56 N.Y.U. L. Rev. 624 (1981).

¹²⁰ Del. Code Ann. tit. 8, § 262 (2001).

¹²¹ Sterling v. Mayflower Hotel Corp., 93 A.2d 107 (Del. 1952).

אל כתפיהם של בעלי המניות התובעים.¹²² בעניין Kahn הבהיר בית המשפט העליון בדלאוור, כי אם עסקת הרכישה מוכפפת לאישור רוב מקרב המיעוט או למשא ומתן מטעם ועדה מיוחדת (special committee), אזי נטל ההוכחה בעניין "הגינות מלאה" עובר אל כתפי התובעים.¹²³

מסלול משפטי נוסף לביצוע עסקאות לחילוט מניות המיעוט בארצות הברית, אשר הפך לנפוץ החל משנות התשעים, הוא הצעת רכש דו-שלבית – two-tier tender offer. במסלול זה בשלב הראשון בעל השליטה מגיש הצעת רכש מטעמו לרכישה 90% ממניות החברה. בשלב השני, אם הצעת הרכש צלחה, חוק החברות במדינת דלאוור מאפשר לבעל שליטה המחזיק ב- 90% ממניות החברה הציבורית לבצע רכישה כפויה של כל יתרת מניות החברה בהליך מזורז המכונה "מיזוג מקוצר" (short-form merger).¹²⁴ כל אשר נדרש מבעל השליטה הוא הודעה חד-צדדית בכתב לחברה בדבר כוונת בעל השליטה לבצע רכישה כפויה, ללא צורך במשא ומתן, באספה או בהצבעה, וזכותם היחידה של בעלי המניות היא לסעד הערכה.¹²⁵

תחילה הייתה אי-ודאות משפטית בשאלה אם רכישת מניות המיעוט באמצעות הצעת רכש כפופה גם היא לחובת "הגינות מלאה".¹²⁶ בעניין Siliconix הבהיר בית המשפט הצ'נסלורי, כי השלב הראשון בעסקה, הצעת הרכש מטעם בעל השליטה, אינה עסקה בניגוד אינטרסים ואינה כפופה ל"הגינות מלאה".¹²⁷ סמוך לאחר מכן, בפסק הדין בעניין Glassman, הוסיף והבהיר בית המשפט העליון בדלאוור כי גם השלב השני בעסקה, המיזוג המקוצר וכפיית הרכישה על יתר בעלי המניות, אינו כפוף לביקורת שיפוטית ולחובת "הגינות מלאה", וכי הסעד המשפטי היחיד שלו זכאים בעלי המניות הוא סעד הערכה.¹²⁸ שני פסקי הדין, Siliconix ו-Glassman, הבהירו כי המסלול המשפטי החליפי של הצעת רכש דו-שלבית נהנה מחסינות שיפוטית ומהגנת כלל "שיקול הדעת העסקי".¹²⁹

¹²² Weinberger v. Uop, inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

¹²³ Kahn v. Lynch Communication Systems, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

¹²⁴ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 253 (2001).

¹²⁵ Glassman v. Unocal Exploration Corp. 777 A.2d 242 (Del. 2001).

¹²⁶ בעניין Solomon v. Pathe Communicaions, 672 A.2d 35 (Del. 1996) הבהיר בית המשפט העליון בדלאוור, כי הצעת רכש מטעם בעל השליטה היא עסקה שבין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט, כלומר היא איננה עסקה בניגוד עניינים, ולפיכך אינה כפופה לחובת "הגינות מלאה". אולם בשעתו עדיין לא היה ברור דיו אם הלכה זו תקפה גם באשר להצעת רכש המוגשת במסגרת הצעת רכש דו-שלבית וכשלב ראשון לחילוט המניות. ראו Subramanian, Fixing Freezeouts, לעיל ה"ש 3, בעמ' 9-18.

¹²⁷ In re Siliconix Inc. S'holders Litig, No. Civ. A. 18700, 2001 WL 716787 (Del. Ch. June 19, 2001).

¹²⁸ Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A.2d 242 (Del. 2001).

¹²⁹ ראו Subramanian, Fixing Freezeouts, לעיל ה"ש 3. להרחבה על אודות כלל שיקול הדעת העסקי, ראו שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" עיוני משפט לא(2) 313 (2009).

לסיכום, הפסיקה במדינת דלאוור הצמיחה למעשה שני סטנדרטים שונים מאוד לביקורת שיפוטית על עסקאות לחילוט מניות המיעוט: כאשר העסקה מבוצעת בדרך של הצעות רכש – חל הכלל המקל של "שיקול דעת עסקי"; כאשר אותה עסקה בדיוק מבוצעת בדרך של מיזוג – חל הכלל המחמיר של "הגינות מלאה". השוני בין שני ענפי הפסיקה יצר היעדר קוהרנטיות של החוק: שני סטנדרטים שונים בתכלית של ביקורת שיפוטית חלים על שני הסדרים שהם זהים מבחינה פונקציונלית.¹³⁰ עיוות משפטי זה יצר גם עיוות כלכלי, שכן מחקר אמפירי בסוגיה זו הראה כי התקבול לציבור בעלי המניות היה נמוך משמעותית בהצעות רכש הכפופות לכלל המקל של "שיקול הדעת העסקי", לעומת התקבול בעסקאות מיזוג תחת כלל האחריות המחמיר של "הגינות מלאה".¹³¹

(ב) הגישה האחידה להסדרי החילוט

השונות בטיפול המשפטי בנוגע לשתי האלטרנטיבות לרכישת מניות המיעוט עוררה ביקורת עזה בספרות האקדמית בארצות הברית. שם הצביעו על העיוות המשפטי שנוצר בסוגיה זו, ואף הציעו דרכים שונות כדי לאחד בין הדינים השונים.¹³² בהחלטות מפורסמות של בית המשפט הצ'נסלורי בדלאוור בעניין *Pure Resources*¹³³ ובעניין *Cox Communications*¹³⁴ רמזו הצ'נסלור סטריין על הצורך בגישה מאוחדת עבור כלל ההסדרים המשפטיים לרכישת מניות המיעוט. בעניין *CNX Gas*¹³⁵ החמיר בית המשפט הצ'נסלורי באשר להצעות הרכש, וקבע כי הצעת רכש אשר לא תוכפף מראש הן למשא ומתן של ועדה מיוחדת והן לאישור רוב מקרב המיעוט של בעלי המניות, תוכפף לביקורת שיפוטית מחמירה של "הגינות מלאה".

באופן מסודר ומקיף יותר, בעניין *MFV*, הקלו בית המשפט הצ'נסלורי¹³⁶ ואחריו בית המשפט העליון בדלאוור¹³⁷ באשר לעסקאות המיזוג, וקבעו כי מיזוג המאושר הן בידי ועדה מיוחדת והן בידי רוב מקרב המיעוט יזכה לביקורת שיפוטית מקילה ולהגנת "שיקול דעת עסקי". לעמדת בית המשפט, שני המנגנונים יחד משלימים זה את זה ויחד יוצרים מכשיר "טיהור" (cleansing device) לניגוד העניינים בעסקה. השופט סטריין אף

¹³⁰ ראו Subramanian, *Fixing Freezeouts*, לעיל ה"ש 3, בעמ' 21.

¹³¹ Guhan Subramanian, *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence*, 36 J. Legal Stud. 1, 26 (2007) (להלן: Subramanian, *Post-Siliconix Freeze-Outs*).

¹³² Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. Pa. L. Rev. 785 (2003) Subramanian, *Fixing Freezeouts*; לעיל ה"ש 3.

¹³³ *In re Pure Resources Inc. S'holders Litig.*, 808 A.2d 421 (Del.Ch. 2002).

¹³⁴ *In re Cox Communications, Inc. S'holders Litig.*, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005).

¹³⁵ *In re CNX Gas Corp. S'holders Litig.*, 2009 WL 2705147 (Del. Ch. July 5, 2010).

¹³⁶ *In re MFV S'holders Litig.*, 67 A.3d 496, 524-36 (Del. Ch. 2013).

¹³⁷ *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635 (Del. 2014).

הבהיר, כי לצורך יישום עקבי של הגישה האחידה יש ליישם סטנדרטים זהים גם בעסקאות חילוט המבוצעות באמצעות הצעות רכש.¹³⁸

(ג) תיקוני חקיקה לאיחוד הדינים: DGCL §251(h)

בתי המשפט בדלאוור הם אשר פיתחו את הגישה האחידה ואת הסטנדרט הזהה של ביקורת שיפוטית עבור כל סוגי העסקאות לרכישת מניות המיעוט. נוסף על פסיקת בתי המשפט בדלאוור, אפשר להראות כי המחוקק בדלאוור פעל אף הוא במטרה דומה – כדי ליצור אחידות והרמוניה בין דיני המיזוג והרכישה השונים.

דוגמה בולטת לכך היא סעיף 251(h) לחוק החברות של דלאוור,¹³⁹ אשר בשנת 2013 יצר מסלול רכישה חדש בדלאוור, המשלב את יתרונות המיזוג עם יתרונות הצעת הרכש. בארצות הברית נדרש לצורך הצלחתה של הצעת רכש דו-שלבית, כי שיעור בעלי המניות אשר יענה בחיוב על הצעת הרכש יעמוד על 90% מקרב כלל בעלי המניות בחברה. שיעור רוב זה הוא שונה משיעור של רוב פשוט מקרב המיעוט, שהוא הרוב המקובל בעסקאות מיזוג. על מנת לתקן זאת חוקק סעיף 251(h) לחוק החברות של דלאוור, הקובע כי אם הצעת רכש תוגש לפי סעיף זה ותזכה להיענות מקרב 50% מבעלי המניות הניצעים, אזי מיד לאחר מכן יהיה אפשר לבצע מיזוג מקוצר, כלומר להמשיך ולרכוש בכפייה גם את כל יתר המניות שבידי הציבור. בשנת 2014 תוקן סעיף זה על מנת לאפשר את השימוש במסלול רכישה חדש זה גם לבעלי שליטה במסגרת רכישת מניות המיעוט.¹⁴⁰ השימוש במסלול חדש זה הפך נפוץ ופופולרי,¹⁴¹ ובית MFW חל גם במסלול משפטי זה.¹⁴²

דוגמה נוספת היא הניסיון של חוקי החברות המדינתיים בארצות הברית ליצור עקביות ואחידות בעסקאות המזכות את בעלי מניות המיעוט בזכויות ההצבעה ובסעד הערכה. גם ה-American Bar Association Model, המציגה מודל מוצע לחוק החברות ה- Model

¹³⁸ עניין MFW, לעיל ה"ש 136.

¹³⁹ DEL. CODE ANN. tit. 8, § 251(h) (2001 & Supp. 2004).

¹⁴⁰ Abigail Pickering Bomba, *Delaware Legislature Clarifies Section 251(h) Second-Step Merger Provisions*, THE HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE (Aug. 1, 2014), <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/08/01/delaware-legislature-clarifies-section-251h-second-step-merger-provisions/>

¹⁴¹ Audra Boone, Brian Broughman, & Antonio J. Macias, *Shareholder Approval Thresholds in Acquisitions: Evidence from Tender Offers*, 53 J. CORP. FIN. 225 (2018) ("The vast majority (76%) of tender offers after the August 2013 rely on DGCL § 251(h)").

¹⁴² *In re Volcano Corp. Stockholder Litig.*, 143 A.3d 727 (Del. Ch. 2016), affirmed (Del. 9.2.2017).

Business Corporation Act (MBCA),¹⁴³ וגם ה- American Law Institute, המציע עקרונות מומלצים לממשל תאגידי,¹⁴⁴ מציעים כי זכויות הצבעה והזכות לסעד הערכה יוענקן לבעלי מניות המיעוט בכל סוגי עסקאות הרכישה. הענקת סט זה של זכויות בכל מסלול או אלטרנטיבה משפטית תסייע לפתור את בעיית התחלופיות שבין הסדרי הרכישה, ותמנע את הצורך בהתערבות בית המשפט. במדינות ארצות הברית המאמצות גישה זו לא תהיה לפיכך חשיבות לשאלה אם ליישם את הדוקטרינה של "משמעות משפטית עצמאית", שכן הדין המשפטי בכל אחד ממסלולי הרכישה יהיה זהה.¹⁴⁵ לסיכום, בתי המשפט והמחוקקים המדינתיים בארצות הברית החלו בשנים האחרונות להציע גישה חדשה לאסדרת עסקאות לרכישה כפויה של מניות המיעוט. מחד, דיני החברות בארצות הברית אומנם מתירים לבעלי שליטה לעצב ולבחור בעצמם את האלטרנטיבה המשפטית שלפיה תבוצע העסקה. מאידך, המשמעות המשפטית של בחירה זו הפכה לחסרת חשיבות כמעט, שכן דיני החברות בארצות הברית מבקשים לקבוע "גישה אחידה": דרישות חוק דומות וסטנדרט ביקורת שיפוטית דומה בכל המסלולים לביצוע עסקה זו.

4. עמדת המשפט האנגלי

הסוגיה של מסלולים שונים לרכישת מניות המיעוט למעשה אינה מתעוררת באיחוד האירופי. רוב מדינות האיחוד האירופי אינן מאפשרות תשלום במזומן בעסקאות מיזוג,¹⁴⁶ כך שלמעשה הדרך היחידה לביצוע עסקת going-private היא באמצעות מסלול הצעת רכש שלאחריה בעל השליטה רשאי לרכוש בכפייה ו"לדחוק" החוצה את שארית מניות המיעוט (squeeze-out right).¹⁴⁷ לעומת זאת, חוק החברות באנגליה מציע שני מסלולים משפטיים שונים ונפרדים לרכישה כפויה של מניות מיעוט. במסלול הראשון בעל השליטה מגיש הצעת רכש

The American Bar Association, Model Business Corporation Act (2016 Revision) § 143
13.02 (2017).

The American Law Institute, Principles of the Law, Corporate Governance: Analysis 144
and Recommendations (1994).

Barry M. Wertheimer, *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, 47 DUKE L.J. 613, 703 (1998); Sheila A. Bentzen, *The De Facto Merger Doctrine Revisited*, 62 DRAKE L. REV. 91, 100-101, 124-125 (2013) 145

Marco Ventoruzzo, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, 50 VA. J. INT'L L. 841 (2010); Tom Vos, *Baby, It's Cold Outside: A Comparative and Economic Analysis of Freeze-outs of Minority Shareholders*, 15 ECFR 148 (2018) 146

לתיאור מנגנון זה במדינות האיחוד האירופי השונות, ראו: 147
the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Region: Application of Directive
.2004/25/EC on Takeover Bids, COM (2012) 347 Final (June 28, 2012)

שבסופה, אם הוא מחזיק ב- 90% ממניות החברה, הוא רשאי לרכוש בכפייה ולדחוק "החוצה" את מניות המיעוט.¹⁴⁸ לצד מסלול זה, חוק החברות באנגליה מאפשר לחברה לבצע עסקת going-private גם באמצעות הסדר בבית המשפט (scheme of arrangements), הדומה מאוד להסדר בבית המשפט בישראל והמחייב אישור רוב של 75% מקרב בעלי המניות לעסקה.¹⁴⁹ במהלך השנים ההסדר בבית המשפט הפך למסלול הנפוץ ביותר באנגליה לביצוע עסקאות לחילוט המיעוט.¹⁵⁰

קיומם של שני מסלולים שונים אלו זה לצד זה עורר באנגליה שאלות וספקות משפטיים בדבר הלגיטימיות של הבחירה לבצע את עסקת ה-going-private במסלול חלופי ומקל יותר של הסדר בבית המשפט. שאלה נוספת שהתעוררה היא זו: מהו שיעור בעלי המניות הנדרש לאישור עסקה שכזו – האם שיעור הרוב הרגיל הנדרש בהסדרים בבית המשפט, כלומר 75% מבעלי מניות המיעוט, או שנדרש שיעור גבוה יותר של 90% מכלל בעלי המניות, כפי שנקבע במסלול "המקורי" של הצעת הרכש?¹⁵¹ במענה על שאלות אלו קבעו בתי המשפט באנגליה כי חברה רשאית לבחור את מסלול הרכישה שבו תבוצע העסקה, ובפרט לבחור לבצע את העסקה באמצעות הסדר בית משפט.¹⁵² כמו כן דחו בתי המשפט באנגליה את הטענה כי יש להעלות את שיעור הרוב הנדרש בהסדרי בתי משפט ל- 90%, בדומה להצעות רכש.¹⁵³ כפי שנראה להלן, בתי המשפט בישראל נקטו גישה דומה.

¹⁴⁸ Companies Act 2006, c. 46, § 979.

¹⁴⁹ שם, § 899(1).

¹⁵⁰ Hala Mohammed Alqobali, *The Selection and Consequences of Selling Processes in Takeovers: Evidence from the US and UK Takeover Markets* 18, 85 (Doctoral THE TAKEOVER PANEL, *Report and Accounts for The Year Ended 31 March 2021* (2021), https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2021/07/TOP.AR_2021.FINAL_.pdf; Jennifer Payne, *The Use of Schemes of Arrangement to Effect Takeovers: A Comparative Analysis* (Oxford. L. S., Research Paper No.51/2014, 2014), <https://ssrn.com/abstract=2480941> ("Schemes have become the structure of choice for recommended bids")

¹⁵¹ Jennifer Payne, *Schemes of Arrangement, Takeovers and Minority Shareholders Protection*, 11 J. CORP. L. STUD. 67, 98 (2011); JENNIFER PAYNE, *SCHEMES OF ARRANGEMENT: THEORY, STRUCTURE AND OPERATION* 139-148 (2014)

¹⁵² שם, בעמ' 144: "The approach of the English courts is that whether a company proceeds .by way of a scheme of arrangement or an offer is a matter of choice for that company"

¹⁵³ שם: "The courts have rejected the argument that where a scheme is used as an alternative to an offer the court should insist on a 90 per cent approval of the scheme by .shareholders"

5. ישראל: החופש לעיצוב הסדרי הרכישה

האם חוק החברות הישראלי מאפשר לבעל השליטה בחברה ציבורית לבחור את המסלול המשפטי שבו תבוצע עסקת going-private לרכישת מניות המיעוט? סעיף 336 לחוק החברות קובע, כי: "א(א) לא ירכוש אדם מניות של חברה ציבורית [...] כך שלאחר הרכישה תהיה לו החזקה של למעלה מתשעים אחוזים ממניות החברה [...] אלא בדרך של [...] הצעת רכש מלאה". בהתאם לנוסח זה היו מי שסברו בעבר, כי רכישה של כל מניות המיעוט ניתן לבצע רק באמצעות הצעת רכש מלאה.¹⁵⁴ אולם למרות אופן ניסוחו של סעיף 336 לחוק, נראה כי המשפט הישראלי אימץ בפועל גישה משפטית שונה, שלפיה בעלי השליטה רשאים לרכוש בכפייה את מניות המיעוט גם בדרכים שונות נוספות, שהן חליפיות למסלול הצעת הרכש המלאה. גישה זו מכונה "החופש לעיצוב עסקאות רכישה".¹⁵⁵

הספרות האקדמית בישראל מציגה עמדות מגוונות באשר לסוגיה של תחליפיות הסדרי הרכישה.¹⁵⁶ ידידיה שטרן טוען כי יש לקבוע בחוק רשימה סגורה של טכניקות רכישה מותרות, ולאסור על ביצוע עסקאות באמצעות פיתוח טכניקות נוספות.¹⁵⁷ באשר לטכניקות שכבר נקבעו בחוק, שטרן מתנגד לאסדרה אחידה של הסדרי הרכישה תחת נורמות כלליות,¹⁵⁸ אך מנגד קורא ליצירת שוויון מהותי בין התוצאות של הסדרי הרכישה בחוק על מנת למנוע יתרונות לא-הוגנים למתכנן העסקה. חביב-סגל טוענת כי במהלך השנים חל טשטוש בסיווג עסקאות הרכישה לקריטריונים משפטיים שונים, כך שכיום קשה להבחין ביניהן.¹⁵⁹ לכן, בית המשפט נדרש להפעיל שיקול דעת רחב וביקורת שיפוטית גמישה, ולהכריע בשאלת הלגיטימיות של השימוש במסלולי רכישה חלופיים בהתאם לנסיבות הספציפיות של כל מקרה.¹⁶⁰ ואולם נראה כי העמדה הרווחת כיום במשפט הישראלי היא עמדתם של שרון חנס, עמרי ידלין ואסף חמדני, שלפיה יש לאמץ את גישת החופש לעיצוב הסדרי הרכישה, כלומר לאפשר למתכנני העסקה

¹⁵⁴ ראו למשל יחיאל בהט "בעלי שליטה בחברות ציבוריות בהסדרי מיזוג, רכישה כפויה ושיקום" ספר זיכרון לחיים כהן, **קרית המשפט** ג 421, 423 (2003); ראו גם את עמדת רשות לניירות ערך בפש"ר (מחוזי ת"א) 3706/09 **חוק החברות, התשנ"ט-1999 נ' שטאנג בניה והנדסה בע"מ** (נבו 11.11.2009).

¹⁵⁵ חמדני וחנס "חופש העיצוב", לעיל ה"ש 15; באום, וינטרויב ומנחם-יאני, לעיל ה"ש 3, בעמ' 130.

¹⁵⁶ לסקירה רחבה על אודות העמדות השונות בדין הישראלי, כמו גם להצגת עמדתו של אחד מן המחברים ולפיה ראוי לקדם דין משפטי אחיד עבור כלל הסדרי המיזוג והרכישה, ראו ירקוני, לעיל ה"ש 97.

¹⁵⁷ ידידיה צ' שטרן **רכישת חברות** פרק 17-18 (1996).

¹⁵⁸ שם, בעמ' 222, 224.

¹⁵⁹ חביב סגל, לעיל ה"ש 93, בעמ' 397-425.

¹⁶⁰ שם, בעמ' 425.

לבחור את ההסדר המשפטי הנוח עבורם.¹⁶¹ לפי עמדתם, ניתן לעצב עסקאות רכישה במגוון דרכים חלופיות, ולכל הסדר איזונים ובלמים משלו.¹⁶² קיומם של כמה מסלולים משפטיים חלופיים זה לצד זה נועד לאפשר גמישות עסקית, כך שאם עסקה נתקלת במניעה או במחסום משפטי במסלול אחד, יש לאפשר לעקוף את המחסום ולבצע את העסקה באמצעות מסלול רכישה חלופי אחר. לטענתם, בכל מסלול משפטי הותקנו מנגנוני הגנה נפרדים ושונים, המגינים בצורה נאותה על בעלי המניות בחברה.¹⁶³

גם בתי המשפט בישראל דנו בסוגיה זו של תחליפיות הסדרי הרכישה, ובעיקר בנוגע לשתי שאלות משפטיות דומות. שאלה אחת היא, אם ניתן להשתמש במסלול של מיזוג משולש הופכי כתחליף להצעת רכש מלאה, והשאלה האחרת היא, אם ניתן להשתמש בהסדר בבית משפט כתחליף להצעת רכש מלאה. בשתי השאלות הללו הגישו בעלי מניות מיעוט התנגדויות לבית המשפט, וטענו בין היתר כי מבחינה מהותית בעל השליטה מבצע עסקה שהיא זהה לחלוטין להצעת רכש מלאה, ולכן הוראות החוק המחמירות בעניין הצעת רכש מלאה – כלומר דרישה לרוב מיוחס של 95% וזכות תביעה לסעד הערכה – צריכות לחול גם על עסקה זו.

(א) האם מיזוג משולש הופכי יכול להיות תחליף להצעת רכש מלאה?

סוגיית החופש לעיצוב עסקאות רכישה נידונה לעומקה לראשונה בישראל בעניין **מלם מערכות**.¹⁶⁴ בפרשה זו החזיקה חברת האם "תים", בעלת השליטה, ב-66% ממניות מלם מערכות. בעלת השליטה ביקשה לרכוש את כל יתרת מניות מלם מערכות שהוחזקו בידי הציבור ולהפוך את החברה לחברה פרטית בבעלותה המלאה. בעלת השליטה בחרה שלא להגיש הצעת רכש מלאה. יש לשער כי היא רצתה להימנע מהחובה להשיג היענות של למעלה מ-95% מקרב בעלי המניות מהציבור ומהחובה להעניק להם זכות תביעה לסעד הערכה. במקום זאת בחרה בעלת השליטה לבצע "מיזוג משולש הופכי", וכך היא זכתה גם להכפיף את העסקה לשיעור רוב נמוך יותר של 50% בלבד מקרב בעלי מניות מהציבור¹⁶⁵ וגם להימנע ממתן זכות תביעה לסעד הערכה. מנגד, המבקש, בעל מניות מיעוט,¹⁶⁶ טען בבית המשפט כי הדרך החוקית

¹⁶¹ חנס וידלין, לעיל ה"ש 4; חמדני וחנס "חופש העיצוב", לעיל ה"ש 15.

¹⁶² חנס וידלין, לעיל ה"ש 4, בעמ' 104.

¹⁶³ שם, בעמ' 128.

¹⁶⁴ עניין **מלם מערכות**, לעיל ה"ש 49.

¹⁶⁵ מעניין לציין, כי בנסיבות המקרה שם העסקה דווקא קיבלה אישור מקרב 95% מכלל בעלי המניות המצביעים ורוב של 75% מקרב בעלי המניות שאינם בעלי שליטה. לכן בנסיבות שם העסקה הייתה מאושרת אף אילו בוצעה באמצעות מסלול רכישה אחר.

¹⁶⁶ ראו עניין **מלם מערכות**, לעיל ה"ש 49. שם, המבקש, נפתלי שני, החזיק ב-2.4% ממניות מלם מערכות, אולם במקביל היה בעל השליטה בחברת מטריקס שהיא מתחרה עיקרית במלם מערכות. מלם מערכות טענה בבית המשפט כי התנגדות שני ל"מיזוג המשולש הופכי" נובעת למעשה מרצונו לפגוע בה ולסכל את הצלחתה.

היחידה לרכישה בכפייה של יתרת המניות של חברה ציבורית היא באמצעות הגשת הצעת רכש מלאה.¹⁶⁷ לטענת המבקש, הסדר של "מיזוג משולש הופכי" אינו קיים ואינו מוכר בחוק החברות הישראלי.

השופטת מיכל אגמון-גונן מבית המשפט המחוזי בתל-אביב דחתה את התביעה, וקבעה כך: "הכוונה הייתה להסדיר שתי דרכים עסקיות חליפיות לרכישת חברות. בחירה באחד המסלולים, גם אם בסופו התוצאה זהה, מייצרת את המסלול האחר [...] ניתן לסכם ולומר כי מיזוג והצעת רכש על פי פרק רכישת חברות בחוק החברות הם הליכים חליפיים כאשר כל פרק קובע הגנות משלו. מרגע שנבחרה דרך אחת, יחולו ההגנות הרלוונטיות לאותה עסקה והן בלבד."¹⁶⁸ ההחלטה בעניין **מלם מערכות** מאמצת מפורשות את גישת החופש לעיצוב עסקאות רכישה.

בית המשפט הישראלי מאפשר לפיכך לבעל השליטה לעקוף את הוראות החוק של הצעת הרכש המלאה באמצעות שימוש אלטרנטיבי בהסדר מיזוג משולש הופכי. עמדה זו אומצה גם בספרות האקדמית,¹⁶⁹ בידי הרשות לניירות ערך¹⁷⁰ ולאחרונה אף בידי בית המשפט העליון, אשר קבע כי "דרך אפשרית אחרת לעקוף את ההסדר של הצעת רכש מלאה היא באמצעות מיזוג."¹⁷¹ כיום נראה כי שאלה זו כבר אינה מתעוררת עוד.¹⁷²

(ב) האם הסדר בבית המשפט יכול להיות תחליף להצעת רכש מלאה?

סעיפים 350 ו-351 לחוק החברות קובעים במפורש כי ההסדר בבית המשפט הוא אכסניה משפטית לביצוע הסדר, רה-ארגון או עסקת מיזוג ורכישה.¹⁷³ היה אפשר להסיק מכך בנקל כי ההסדר בבית המשפט אכן יכול לשמש תחליף לרכישה כפויה של

¹⁶⁷ ראו את נוסח לשון ס' 336 לחוק החברות.

¹⁶⁸ עניין **מלם מערכות**, לעיל ה"ש 49, בפס' 4.

¹⁶⁹ ראו למשל וסרמן וימין, לעיל ה"ש 10, בעמ' 752-755; חנס וידלין, לעיל ה"ש 4; חביב סגל, לעיל ה"ש 93, בעמ' 479; חמדני וחנס "חופש העיצוב", לעיל ה"ש 15; באום, וינטרויב ומנחם-ינאי, לעיל ה"ש 3, בעמ' 130.

¹⁷⁰ ראו למשל רשות ניירות ערך "טיוטה להערות הציבור: תיקונים לתקנות ניירות ערך בנושאים: הצעות רכש, מיזוגים ועדכון דיווחים" (8.6.2010); וכן רשות ניירות ערך "תיקון תקנות ניירות ערך בעניין הצעות רכש, מיזוגים ועדכון דיווחים, נוסח להערות ציבור" (2014).

¹⁷¹ עניין **כבירי שמיע**, לעיל ה"ש 24, בפס' 24 לפסק דינו של השופט עמית.

¹⁷² ראו למשל את הדין שנערך לאחרונה בעניין **אסם במחוזי**, לעיל ה"ש 63, שם, למרות הניתוח המשפטי הארוך של השופטת רות רונן, סוגיה זו כלל לא התעוררה.

¹⁷³ ס' 351 לחוק מתיר מפורשות לבצע מיזוג באמצעות הסדר בית משפט. ראו גם את עניין **אלישרא מערכות אלקטרוניות**, לעיל ה"ש 77.

מניות המיעוט.¹⁷⁴ זוהי העמדה המקובלת בספרות האקדמית,¹⁷⁵ עמדת הרשות לניירות ערך¹⁷⁶ והעמדה המסורתית של פסיקת בתי המשפט.¹⁷⁷ ואולם בשנים האחרונות התעורר ספק משפטי מסוים בקרב חלק מבתי המשפט בשאלה אם ניתן להשתמש בהסדר בבית משפט כתחליף להצעת רכש מלאה, ובתי המשפט המחוזיים השונים התקשו לספק עמדה אחידה בעניין זה.¹⁷⁸ המקור לספק זה הוא החלטת השופט אורנשטיין מבית המשפט המחוזי בתל אביב בעניין **סלע קפיטל נדל"ן**.¹⁷⁹ בנסיבות המיוחדות מאוד של אותו מקרה¹⁸⁰ נקבע כי ברגיל אי-אפשר לבצע עסקאות מיוזג ורכישה באמצעות הסדר בבית המשפט, וכי בית המשפט יתיר לחברה לבצע עסקת מיוזג או רכישה בדרך של הסדר בבית המשפט רק אם יוכחו שני תנאים מצטברים: התנאי הראשון הוא שהשימוש באלטרנטיבה של הסדר בבית המשפט אינו

¹⁷⁴ אך מעניין לציין כי לפי נוסח הצעת חוק החברות המקורי משנת 1995, ההסדר בבית המשפט נועד לשמש אך ורק לצורך ביצוע עסקאות שלא נקבע להן הסדר מיוחד אחר בחוק החדש. ראו הצעת חוק החברות, לעיל ה"ש 71, בעמ' 123: "הוצעו הסדר או פשרה כאמור לשם מיוזג חברות, לא יחול האמור בסעיף 422, ויחולו ההוראות בדבר הצעת מיוזג שבחוק זה". כלומר, אין להשתמש בסעיפי ההסדר בבית המשפט לצורך ביצוע עסקאות מיוזג. בדברי ההסבר להצעת החוק אף הוסבר כי "סעיף זה בדין הקיים, הווה את האכסניה העיקרית לביצועם של שינויים אורגניים כגון מיוזג חברות. על פי ההצעה יבצעו שינויים אלו על פי הכללים הסטטוטוריים החדשים המתייחסים לרכישת חברות. ואולם דיני ההסדר והפשרה אינם מכוונים רק לסיטואציות מעין אלה ולכן אי אפשר היה לוותר עליהם גם בדין החדש". ראו שם, בעמ' 122. מכל מקום, נוסח זה של הצעת החוק לא התקבל בסופו של דבר בחוק החברות.

¹⁷⁵ ראו למשל, חמדני וחנס "חופש העיצוב", לעיל ה"ש 15; יחיאל בהט **חברות – החוק החדש והדין העשור השני** כרך ג 100, 138-139 (מהדורה שתיים עשרה 2011); צפורה כהן **בעלי מניות בחברה: זכויות תביעה ותרופות** כרך ב 301 (מהדורה שנייה 2008); בלייברג ולוין "סעיף 350 לחוק החברות", לעיל ה"ש 72.

¹⁷⁶ ראו את עמדות הרשות לניירות ערך, לעיל ה"ש 170, וכן את המסגרת של החלטות בית המשפט בעניין פר"ק 10-08-35560 (מחוזי ת"א) **סלע קפיטל נדל"ן בע"מ נ' בעלי המניות בחברה** (נבו 27.11.2010); פר"ק (מחוזי חי') 17-01-61472 **אמניס תרפיוטיקס בע"מ נ' כונס נכסים רשמי מחוז חיפה והצפון** (נבו 9.4.2017); ת"א (מחוזי ת"א) 34375-12-18 **גבאי מניבים ופיתוח בע"מ (כשמה הקודם אנגל משאבים ופיתוח בע"מ) נ' כונס הנכסים הרשמי מחלקת תאגידיים** (נבו 1.7.2019). השוו לעמדה קודמת ושונה של הרשות בעבר, במסגרת **עניין שטאנג**, לעיל ה"ש 154.

¹⁷⁷ ראו את עניין **מקמו תוכנה**, לעיל ה"ש 73; עניין **קבוצת כרמל השקעות**, לעיל ה"ש 73; **עניין שטאנג**, לעיל ה"ש 154.

¹⁷⁸ בית המשפט העליון עמד על הספקות ועל המחלוקת הקיימת בסוגיה זו בעניין **כבירי שמ"ע**, לעיל ה"ש 24, בפס' 34 לפסק הדין. עניין **סלע קפיטל נדל"ן**, לעיל ה"ש 176.

¹⁸⁰ שם. בעניין זה לא היה מדובר כלל בניסיון של בעל שליטה לרכוש בעלות מלאה במניות חברה ציבורית, אלא בניסיון להשתלטות עוינת על חברה ציבורית בדרך של הסדר בבית המשפט. אפשרות שכזו הייתה קיימת, כיוון שהחברה הציבורית שם הייתה קרן נדל"ן מסוג "ריט" (REIT) שמבנה האחזקות שלה היה מוגבל.

נובע מקושי של הרוכש לעמוד בדרישות החוק, כלומר שישנן נסיבות אמיתיות שבגינן אי-אפשר לבצע את העסקה באמצעות הסדר אחר; התנאי השני הוא שמדובר ברכישה "ידידותית", כלומר שדירקטוריון החברה הסכים או לכל הפחות אינו מתנגד להסדר המוצע. הלכת **סלע קפיטל נדל"ן** עוררה ביקורת רבה בספרות המקצועית,¹⁸¹ ואף השופט אורנשטין עצמו הביע הסתייגות מסוימת ממנה מאוחר יותר.¹⁸² למרות הביקורת הרבה שעוררה הלכה זו, חזרו עליה שופטי בית המשפט המחוזי בכמה הזדמנויות.¹⁸³

בשנים האחרונות נראה כי בתי המשפט החליטו לזנוח את הלכת **סלע קפיטל נדל"ן** והחלו לנקוט גישה משפטית חדשה ושונה, שלפיה אין מניעה עקרונית לבצע עסקת רכישה כפויה של המיעוט באמצעות הסדר בבית המשפט. ברם, לנוכח ניגוד האינטרסים החמור הקיים בעסקה זו, בית המשפט ינקוט משנה זהירות ויבחן את ההסדר המוצע תחת סטנדרט ביקורת מחמיר מהרגיל.¹⁸⁴ בעניין **תמדא** הסתייגה השופטת רות רונן מפורשות מהלכת **סלע קפיטל נדל"ן**, והבהירה כי כאשר בעלי המניות מקבלים החלטה מושכלת ובית המשפט בוחן את עסקת הרכישה בקפידה, לאור מידע מלא ותחת סטנדרט מחמיר של הגינות מלאה, אזי אין מניעה לאשר את ההסדר בבית המשפט ואין צורך להסביר מדוע נבחר מסלול משפטי זה דווקא.¹⁸⁵

¹⁸¹ ראו יוסף גרוס "האם נחסמה הדרך לרכישת שליטה בחברה באמצעות סעיף 350 לחוק" **תאגידים** ח(1) 62 (2011); אהוד אלפסי ולוני בכר "עיונות להצעת רכש עוינת: האם ראוי לאפשר לצד ג' להגיש בקשה לרכישת מלוא מניות חברה ציבורית סולבנטית באמצעות סעיף 350 לחוק החברות" **תאגידים** ח(2) 103 (2011).

¹⁸² במסגרת פרשת הקריסה של קונצרן אי.די.בי. הסתייג השופט אורנשטין קמעה מהלכת **סלע קפיטל נדל"ן**. לפי עמדתו המעודכנת, סוגיה משפטית זו טרם הוכרעה בבית המשפט העליון, לשון החוק למעשה תומכת בפרשנות שלפיה הסדר כפוי הוא אפשרי, ומכל מקום אין מניעה לכפות הסדר נושים על חברה בנסיבות שבהן ברור כי החברה מצויה בחדלות פירעון. ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 13-04-36681 **אי די בי חברה לפיתוח בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ**, פס"כ 6.6 לפסק הדין (נבו 9.6.2013); פר"ק (מחוזי ת"א) 13-06-11478 **אי.די.בי. חברה לאחזקות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי**, פס"כ 16 לפסק הדין (נבו 17.12.2013). לביקורת מצד השופטת ורדה אלשיך על החלטה זו, ראו גם פר"ק (מחוזי ת"א) 13-06-11478 **רוניק פז נבו נאמנויות נ' אי די בי חברה לאחזקות** (נבו 8.10.2013).

¹⁸³ בעניין פר"ק (מחוזי נצ') 10-12-393 **שמיר תעשיות אופטיקה בע"מ נ' רשם החברות**, (נבו 14.2.2011, 13.6.2011), החליט בית המשפט המחוזי בנצרת "לדלג" מעל המשוכה של הלכת **סלע קפיטל נדל"ן** והצהיר ללא הסבר או נימוק, כי ההסדר שלפניו עומד בתנאי הלכה זו. כך גם בעניין **גבאי מניבים ופיתוח**, לעיל ה"ש 176. אך השוו בעניין **אמינס תרפיוטיקס**, לעיל ה"ש 176, שם דחה בית המשפט את ההסדר המוצע לרכישת מניות המיעוט, בין היתר גם משום שלעמדת בית המשפט היה על בעל השליטה להגיש הצעת רכש מלאה לנוכח הלכת **סלע קפיטל נדל"ן**. ראו את עניין **סלע קפיטל נדל"ן**, לעיל ה"ש 176.

¹⁸⁴ ראו את עניין **חסון**, לעיל ה"ש 96, בפסק הדין של השופט ברנר; עניין **בר-סול**, לעיל ה"ש 96.

¹⁸⁵ שם.

לסיכום, דיני החברות בישראל אימצו את גישת החופש לעיצוב עסקאות רכישה, ובתי המשפט מאפשרים כיום לבעלי השליטה לבחור את המסלול המשפטי שבו תבוצע עסקת הרכישה מבין כמה אלטרנטיביות משפטיות השונות מאוד זו מזו. יש להניח כי הספרות האקדמית ובתי המשפט בישראל ביקשו לאמץ בעניין זה את הגישה המשפטית המסורתית של בתי המשפט בדלאוור.¹⁸⁶ ואולם, כפי שהראינו הגישה המשפטית של דלאוור בסוגיה זו התפתחה והתעדכנה, כך שכיום הגישה המאומצת בישראל שונה מהגישה המשפטית הנוהגת בדלאוור.

6. מחקרים אמפיריים בשוקי הון זרים

עד עתה סקרנו את מסלולי הרכישה השונים ואת המחלוקת המשפטית בשאלה אם בעל שליטה ראשי לעצב ולבחור את המסלול המשפטי הנוח ביותר עבורו. אלא שניתוח משפטי שכזה אינו שלם ללא בחינת התוצאות וההשלכות של מסלולי הרכישה השונים: בחינת הנסיבות שבהן הועדף מסלול אחד על פני אחר, בחינת סיכויי השלמת העסקה, ובעיקר בחינת שיעור הפרמיה שקיבלו בעלי המניות בכל אחד מהמסלולים.

(א) ארצות הברית

Guhan Subramanian בחן 76 עסקאות לחילוט המיעוט בארצות הברית מן השנים 2001-2005, לאחר פסקי הדין בעניין *Siliconix* ו-*Glassman* משנת 2001, אשר הבהירו כי עסקאות במסלול של הצעת רכש ייהנו מחסינות מפני ביקורת שיפוטית, וכי עסקאות במסלול המיזוג כפופות לביקורת שיפוטית מחמירה מסוג "הגינות מלאה".¹⁸⁷ Subramanian מראה, ששיעור הבחירה במסלול הצעות הרכש עלה עלייה ניכרת בעקבות פסק הדין בעניין *Siliconix*.¹⁸⁸ ההבדל בסטנדרט הביקורת השיפוטית בין שני המסלולים השפיע גם על המחיר ועל הפרמיה שבעלי המניות קיבלו בעסקה. Subramanian מצא שהתמורה לבעלי מניות המיעוט בהצעות רכש הייתה נמוכה ב- 10% מאשר במיזוגים,

¹⁸⁶ ראו חנס וידלין, לעיל ה"ש 4; חמדני וחנס "חופש העיצוב", לעיל ה"ש 15. ראו גם רועי שפירא "להיות כמו דלוור" עיוני משפט מד 683 (2021).

¹⁸⁷ Subramanian, *Post-Siliconix Freeze-Outs*, לעיל ה"ש 131.

¹⁸⁸ שם, בעמ' 10. סוברמניאן מוצא, כי לפני פסק הדין בעניין *Siliconix*, לעיל ה"ש 127, בוצעו 14% מעסקאות הרכישה באמצעות הצעת רכש, ואילו לאחר פסק הדין בעניין *Siliconix* עלה שיעור הצעות הרכש ל- 33%. רסטרו בוחר עסקאות מהשנים 1996-2005 ומוצא מידע דומה, ולפיו לפני פסק הדין בעניין *Siliconix* היו 20% מהעסקאות הצעות רכש, ואחריו היו אלו 35%. ראו גם *Fernán Restrepo, Do Different Standards of Judicial Review Affect the Gains of Minority Shareholders in Freeze-Out Transactions – A Re-examination of Siliconix*, 3 HARV. BUS. L. REV. 321, 341. (2013).

וכאשר נבדקו רק עסקאות שהושלמו התמורה לבעלי מניות בהצעות רכש הייתה נמוכה ממזוגים ב- 20%.¹⁸⁹

בעקבות מאמריו של Subramanian, אשר חשפו את הפער שנוצר בפרמיות בין שני המסלולים, החלו בתי המשפט בדלאוור בתהליך של אימוץ הגישה האחידה בעסקאות לרכישת המיעוט.¹⁹⁰ Guhan Subramanian ו- Fernán Restrepo ביצעו לפיכך מחקר נוסף.¹⁹¹ הם מראים כי לאחר שבית המשפט הציע לראשונה ליישם את הגישה האחידה ולבטל את הפער המשפטי בין מסלולי הרכישה,¹⁹² הפרמיה בהצעות רכש עלתה וייתכן שאף הפכה לגבוהה במעט מהפרמיה על מיזוגים,¹⁹³ בדומה למצב ששרר קודם לפסק הדין בעניין Siliconix.¹⁹⁴

(ב) אנגליה

במחקר שפורסם בשנת 2017 נבחנו 759 עסקאות לחילוט המיעוט באנגליה מן השנים 1995-2015, מתוכן 74% היו הצעות רכש ו- 26% הסדרי בית משפט.¹⁹⁵ מחקר זה מצא כי הסדר בבית המשפט הניב פרמיה של 9% פחות מהצעת רכש.¹⁹⁶ נתון זה יכול אולי להסביר את השיעור ההולך וגדל של הסדרי בית משפט לעומת הצעות רכש: בעבר בוצעו רוב עסקאות הרכישה באנגליה באמצעות הצעת רכש, אך כיום מגמה זו התהפכה ורוב ברור של העסקאות מתבצע באמצעות הסדר בבית המשפט.¹⁹⁷

¹⁸⁹ ראו גם שם, בעמ' 362.

¹⁹⁰ ראו לעיל פרק ב.3.

¹⁹¹ Fernán Restrepo & Guhan Subramanian, The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure & Outcomes: Evidence on the Unified Approach, 5 HARV. BUS. L. REV 205 (2015).

¹⁹² עניין Cox Communications, לעיל ה"ש 134.

¹⁹³ דיויד אופנברג וקריסטו פירינסקי מסבירים את הפרמיה הגבוהה יותר בהצעות רכש לעומת מיזוגים בין היתר בכך שהצעות רכש נסגרות בזמן קצר יותר ושיש לכך יתרון רב לרוכש. חברות מטרה יודעות זאת מראש, ולכן מצליחות "לסחוט" תמורת יתרון זה תוספת למחיר. אודרה בון, בריאן בראפמן ואנטוניו מסיאס מסבירים את הפרמיה העודפת בהצעות רכש בשיעור התמיכה הגבוה יותר הנדרש מבעלי המניות. ראו: David Offenberg & Christo Pirinsky, *How do Acquirers Choose Between Mergers and Tender Offers?*, 116(2) J. FIN. ECON. 331 (2015); Audra L. Boone, Brian J. Broughman & Antonio J. Macias, *Shareholder Decision Rights in Acquisitions: Evidence from Tender Offers* (IND. L. STUD. RSCH., Working Paper No.331, 2017), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2629424.

¹⁹⁴ ראו Subramanian, *Post-Siliconix Freeze-Outs*, לעיל ה"ש 131, בה"ש 9; Restrepo, לעיל ה"ש 188, בעמ' 342.

¹⁹⁵ ALQOBALI, לעיל ה"ש 150, בעמ' 111-115.

¹⁹⁶ ראו גם Hala Alqobali & Daniel Li, The Consequence of Takeover Methods: Schemes of Arrangement .vs. Takeover Offers, 10 INT. J. FIN. STUD. 69 (2022).

¹⁹⁷ שם. ראו גם ALQOBALI, לעיל ה"ש 150, שם.

לסיכום, הממצאים בארצות הברית ובאנגליה מראים בבידור כי למסלולים השונים לחילוט המיעוט ולשינויים משפטיים בהם יש השפעות מהותיות – הן בצד האופרטיבי (שיעור השלמת העסקאות ומהירות ההשלמה) והן בצד הכלכלי (פרמיית המחיר בעסקה). עולים מכך הצורך והחשיבות שבביצוע מחקר אמפירי על עסקאות לחילוט מניות המיעוט בישראל.

ג. החלופות לרכישת מניות המיעוט – מחקר אמפירי

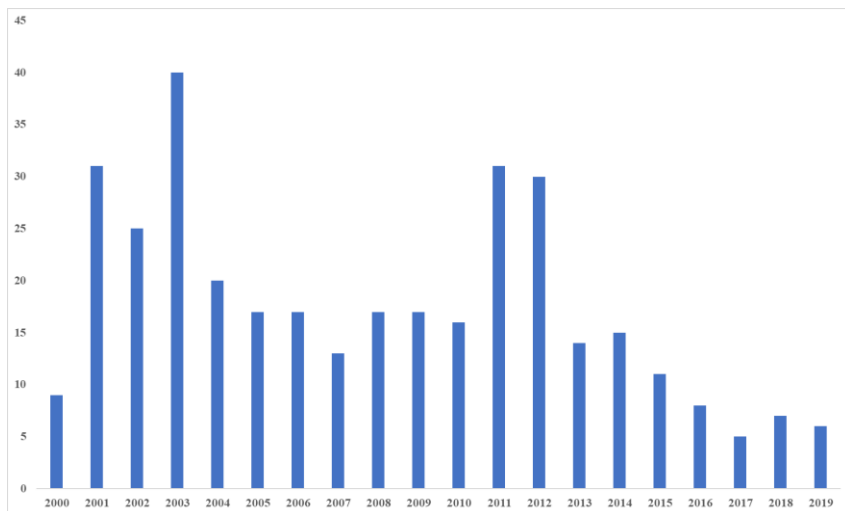
1. תיאור המחקר האמפירי

(א) המדגם

במסגרת המחקר בחנו את כל העסקאות במזומן לרכישת מניות המיעוט מן השנים 2000-2019. המידע נאסף מאתר מערכת ההודעות "מאיה" של הבורסה לניירות ערך. נמצאו נתונים על 349 עסקאות, מתוכן 289 הצעות רכש מלאות, 40 מיזוגים ו-20 הסדרים בבית המשפט לפי סעיף 350.

תרשים 1 מראה את התפלגות ההצעות לחילוט מניות המיעוט לאורך זמן. ניתן להבחין בשתי תקופות שיא – 2003-2001 ו-2012-2011. נראה שבעקבות משברים כלכליים עולמיים (בשנת 2000 ובשנת 2008) החליטו חברות רבות יחסית להיפרד מהבורסה.

תרשים 1 : התפלגות ההצעות לחילוט מניות המיעוט לאורך זמן



(ב) המתודולוגיה

במחקר זה נעזרנו בכמה כלים סטטיסטיים שונים. ראשית, בחנו את ההבדלים בין השיעורים השונים שמצאנו. כך למשל, בחנו הבדלים בשיעורי השלמת עסקאות החילוט בין הצעות רכש לבין מיוזגים והסדרי בית משפט. לשם כך השתמשנו במבחן Z לבדיקה סטטיסטית של הבדלים בין שיעורים (פרופורציות). שנית, בחנו הבדלים בין ממוצעים, כך למשל הבדלים בפרמיה הממוצעת בין הצעות רכש לבין מיוזגים והסדרים. לשם כך השתמשנו במבחן t לבדיקה סטטיסטית של הבדלים בין ממוצעים. שלישית, בנייתוח של פרמיות המחיר בעסקאות החילוט או מדווחים גם על תוצאות של רגרסיות. רגרסיות הן כלי לבחינת הגורמים השונים המשפיעים על משתנה מסוים, ובמקרה שלנו המשתנה הוא הפרמיה המשולמת לבעלי המניות. יתרוננו של כלי הרגרסיה הוא ביכולתו התאורטית לבודד את ההשפעה של גורם אחד על משתנה כמו פרמיית המחיר המושפע מכמה גורמים. כך למשל, אם רוצים להסיק על אודות השפעת הבחירה במסלול רכישה מסוים (עסקת מיוזג או הצעת רכש) על שיעור הפרמיה המשולמת בעסקה, יש לנטרל השפעה אפשרית של משתנים נוספים על הפרמיה, כמו למשל גודל החברה. כיוון שישנם הבדלים מובהקים בגודל החברות הבוחרות בעסקת מיוזג לעומת חברות הבוחרות בהצעת רכש, עלינו לוודא שההבדלים בפרמיות בין המנגנונים אינם נובעים מהבדלים בגודל החברות. לסיכום, רגרסיות מאפשרות הסקה מדויקת יותר על אודות מידת ההשפעה נטו של מנגנון העסקה.

רביעית, לעיתים אנו מציינים תוצאות של ניתוח רב-משתני מסוג probit. ניתוח זה בודק מהם המשתנים המשפיעים על ההסתברות שמשתנה בינארי (משתנה שערכיו האפשריים הם 0 ו-1 בלבד) יקבל ערך מסוים (1, למשל). כך למשל, משתנה השלמת עסקת החילוט הוא משתנה בינארי אשר מקבל את הערך 1 אם העסקה הושלמה בהצלחה ואת הערך 0 אם העסקה נכשלה. אם ברצוננו לבחון מהם הגורמים המשפיעים על השלמת עסקה בהצלחה, הכלי הסטטיסטי המקובל לכך הוא probit. מבחינה מסוימת שיטת ה-probit דומה לרגרסיה, אלא שהמשתנה התלוי בה איננו רציף (כמו הפרמיה ברגרסיה שלעיל) אלא הוא משתנה בינארי (כמו משתנה השלמת העסקה) המקבל שני ערכים אפשריים בלבד (0 ו-1).

חמישית, אנו משתמשים בערך p על מנת לבחון מובהקות סטטיסטית. זהו מדד מקובל, הבוחן את ההסתברות לקבל תוצאה מסוימת תחת השערה שמרנית – השערת האפס. כך למשל, במבחנים שערכנו לשיעורי השלמת עסקת החילוט, השערת האפס (השמרנית) היא ששיעור השלמתה של הצעת רכש מלאה זהה לשיעור השלמת מיוזג או הסדר. אם נמצא שבמדגמנו ישנם הבדלים בין שיעורי השלמת העסקה במסלולי הרכישה השונים, אזי נחשב את ערך ה- p , כלומר את ההסתברות שהשערת האפס נכונה (ואין הבדלים כאמור) אף שבמדגם התקבלו הבדלים. אם ערך ה- p נמוך – משמע שיש הסתברות נמוכה בלבד שהשערת האפס היא הנכונה לאור תוצאות המדגם – נדחה

את השערת האפס ונסיק שישנם הבדלים מובהקים בשיעורי השלמת העסקה בין המנגנונים השונים. במחקרנו בחרנו בערך p של 0.05 כמקובל במחקרים עם היקף נתונים דומה לשלנו, ובכל מקרה אנו מדווחים את ערך ה- p שהתקבל. עוד נציין כי במדגמנו 20 עסקאות בלבד שבוצעו באמצעות הסדר בבית המשפט, מספר שהוא קטן מדי להסקה סטטיסטית מהימנה. לכן, כדי לערוך השוואה אמפירית איגדנו יחד את נתוני עסקאות המיזוג וההסדרים בבית המשפט, שכן על פי ממצאנו מאפייני עסקאות ההסדר בבית המשפט דומים יותר לאלו של מיזוג מאשר לאלו של הצעות הרכש המלאות. כך למשל, שיעור הפרמיה הממוצע בהסדרי בית משפט (32%) קרוב יותר לשיעור הפרמיה הממוצע במיזוגים (35%) מאשר לשיעור הפרמיה הממוצע בהצעות רכש מלאות (23%). גם שיעור האחזקה הממוצע של בעלי השליטה טרם הסדר בבית המשפט (73%) דומה יותר לשיעור האחזקה הממוצע במיזוגים (68%) מאשר לשיעור האחזקה הממוצע בהצעות רכש מלאות (83%). כאן המקום לציין כי התוצאות והמסקנות העיקריות של מחקרנו אינן משתנות כאשר משימים את הסדרי בית המשפט מהמדגם, כלומר כאשר משווים בין הצעות רכש מלאות לעסקאות מיזוג בלבד. העדפתנו לכלול הסדרי בית משפט במדגם משרתת גם את מטרתנו במחקר זה להצביע על ההבדלים שבין מסלול הרכישה הנפוץ ביותר (הצעת רכש מלאה) מצד אחד, לבין מסלולי הרכישה החלופיים לו (מיזוג והסדר בבית המשפט) מן הצד האחר.

2. הבחירה בין מסלולי הרכישה

(א) העדפה כללית להצעות רכש

בלוח זה מפורטים הממצאים בנוגע למספרן של הצעות הרכישה בכל מסלול משפטי. כפי שאפשר להיווכח, הנתונים מראים כי בעלי השליטה בישראל העדיפו בצורה ברורה את מסלול הצעת הרכש המלאה. כ- 83% מההצעות לרכישת מניות המיעוט נעשו באמצעות מנגנון הצעת הרכש המלאה.

לוח 2 : השכיחות היחסית של מסלולים שונים לרכישת מניות המיעוט בישראל

פרופורציית השימוש בהסדר	מספר ההצעות בשנים 2019-200	
1	349	כל ההצעות
0.828	289	הצעות רכש

0.172	60	מיזוגים + הסדרים בבית משפט
-------	----	----------------------------

ישנם כמה הסברים אפשריים להעדפה הברורה של בעלי השליטה לבחור בהצעת רכש מלאה. הסבר אפשרי אחד הוא שרכישת המניות באמצעות הצעת רכש מלאה היא זולה יותר עבור בעל השליטה. כפי שנרחיב בהמשך הפרק,¹⁹⁸ הפרמיה (התוספת מעל למחיר המניה בבורסה) הממוצעת המשולמת לבעלי המניות בהצעת רכש מלאה נמוכה יותר מהפרמיה במיזוגים ובהסדרי בית משפט.

הסבר מסוג אחר הוא מהירות השלמת העסקה.¹⁹⁹ הצעת רכש מלאה ניתנת להשלמה בתוך זמן קצר בלבד, ולכאורה בתוך 14 ימים בלבד,²⁰⁰ להבדיל ממשך הזמן הארוך הרבה יותר הנדרש להשלמת עסקת מיזוג או הסדר בבית המשפט. עסקאות מסוג מיזוג או הסדר בבית המשפט חשופות לפיקוח ולבקרה שיפוטית, ולכן הן עלולות להתעכב ואף להיעצר בשל דיונים ממושכים בבית המשפט. הצעת הרכש המלאה היא שונה מבחינה זו, שכן בית המשפט אינו צפוי להתערב בשאלה של עצם הגשת הצעת הרכש, והסעד היחיד כמעט²⁰¹ של בעלי המניות הוא להגיש תביעת פיצויים לסעד הערכה רק לאחר שהעסקה הושלמה.²⁰² גם היקף התביעות המשפטיות הוא שונה; תביעה משפטית בקשר עם עסקת מיזוג עלולה להוביל לתוספת מחיר עבור כלל המניות שבידי הציבור, לעומת תביעה לסעד הערכה שעלולה להוביל לתוספת מחיר עבור לא יותר מ- 5% ממניות החברה.²⁰³

הסבר נוסף הוא הוצאות העסקה הנמוכות הנובעות מהנטל הרגולטורי הרך והמקל יותר שבהצעת רכש מלאה. להבדיל מעסקאות מיזוג והסדרים בבית המשפט, במסלול הצעת הרכש המלאה אין חובה לערוך חוות דעת הוגנות, אין צורך בדיוני דירקטוריון, אין צורך באספות בעלי מניות, אין צורך בהקמת ועדה מיוחדת של דירקטורים עצמאיים ואין חובה לנהל הליך משא ומתן מול בעלי מניות המיעוט.²⁰⁴ כל אשר נדרש הוא למלא ולהגיש מסמך קצר – מפרט הצעת רכש מלאה – הכולל כמה פרטי דיווח וגילוי מצומצמים יחסית.²⁰⁵

198 ראו להלן ס' 6.

199 באום, וינטרויב ומנחם-ינאי, לעיל ה"ש 3, בעמ' 116. ראו גם Offenberg & Pirinsky, לעיל ה"ש 193.

200 ראו תק' 6(א) לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש).

201 עניין **כבירי שמיע**, לעיל ה"ש 24, בפס' 48-55 לפסק דינו של השופט עמית.

202 ס' 338 לחוק החברות.

203 באום, וינטרויב ומנחם-ינאי, לעיל ה"ש 3, בעמ' 117.

204 שם, בעמ' 120.

205 שם. ראו גם הוראות תקנות ניירות ערך (הצעת רכש).

מעניין לציין, כי הממצא שלפיו בישראל מסלול הצעת הרכש הוא המסלול הנפוץ והמוערף על בעלי השליטה שונה מהמצב הקיים בארצות הברית או באנגליה, שם מרבית עסקאות החילוט מבוצעות באמצעות מסלול חלופי של מיזוג²⁰⁶ או של הסדר בבית המשפט.²⁰⁷ אחת הסיבות האפשריות להבדל זה היא שבארצות הברית ובאנגליה הפרמיה המשולמת בהצעות רכש היא גבוהה יותר²⁰⁸ לעומת המצב ההפוך בישראל.²⁰⁹

(ב) ירידה במספר ההצעות לרכישת מניות המיעוט בעשור השני

את הנתונים שאספנו לשנים 2019-2000 ניתן לחלק לשני עשורים שונים. כך נוכל לבחון שינויים ומגמות לאורך זמן.

לוח 3: שינויים לאורך זמן בשכיחות מסלולים שונים לרכישת מניות המיעוט בישראל

שכיחות (פרופורציית) השימוש בשיטה				מס' ההצעות			
ערך P של ההבדל בין העשורים	2019-2010	2009-2000	2019-2000	2019-2010	2009-2000	2019-2000	
	1	1	1	143	206	349	כל ההצעות
0.001	0.748	0.883	0.828	107	182	289	הצעות רכש
0.001	0.252	0.117	0.172	36	24	60	מיזוגים + הסדרים בבית המשפט
				449	620		מספר חברות ציבוריות רשומות (ממוצע)

נתון בולט בלוח זה הוא הירידה במספרן הכולל של ההצעות לרכישת מניות המיעוט, מ- 206 בעשור הראשון ל- 143 בעשור השני – ירידה של מעל ל- 30%. ייתכן

²⁰⁶ Restrepo & Subramanian, לעיל ה"ש 191; *A Look at 2021 U.S. Sponsor-Backed Going Private Transactions*, WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP (June 2022), <https://www.weil.com/-/media/mailings/2022/q2/a-look-at-2021-us-sponsorbacked-going-private-transactions-june-2022.pdf>

²⁰⁷ ראו לעיל ה"ש 195, ו- 196.

²⁰⁸ ראו את הדיון לעיל בפרק ב.6.

²⁰⁹ ראו להלן ה"ש 210.

שהירידה במספר ההצעות נובעת מהירידה במספר החברות הציבוריות בישראל. בעשור הראשון הממוצע השנתי של מספר החברות הציבוריות בישראל היה 620, ובעשור השני ממוצע זה ירד בכ- 20% ל- 499 בלבד.²¹⁰ כאשר בוחנים את היחס שבין מספר ההצעות לחילוט מניות המיעוט למספר החברות הציבוריות, אפשר להיווכח כי עדיין ישנה ירידה בין העשור הראשון לשני בשיעור ההצעות לרכישת מניות המיעוט, אולם ירידה זו אינה עוד מובהקת סטטיסטית ברמות המובהקות המקובלות.²¹¹ בהקשר זה יש לזכור את השינויים המשמעותיים בממשל התאגידי בישראל בפתח העשור השני. שינויים אלו, אשר העיקרים שבהם הם הקמת המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב יפו בשנת 2010,²¹² פסק הדין בעניין **מכתשים-אגן תעשיות** ותיקון מס' 16 לחוק החברות בשנת 2011,²¹³ נועדו בין היתר לחזק את כוחם היחסי של בעלי מניות המיעוט ולהגביר את יכולת הפיקוח והבקרה של בתי המשפט. ייתכן כי שינויים אלה יצרו זהירות או אף רתיעה מסוימת בשוק ההון הישראלי מפני ביצוע של עסקאות לחילוט מניות המיעוט, עסקאות שמעוררות ניגוד עניינים חמור וחשדנות מצד בית המשפט.

(ג) ירידה בשיעורן היחסי של הצעות הרכש

בלוח 3 אפשר גם להבחין בירידה ניכרת בשיעורן היחסי של הצעות הרכש בין העשורים ובעלייה מקבילה בשיעור עסקאות המיזוג.²¹⁴ כלומר, בעשור השני בעלי

²¹⁰ ממוצע מספר החברות בבורסה בכל עשור מבוסס על דיווחי הבורסה באשר למספר החברות הרשומות למסחר בכל שנה – ראו למשל הבורסה לניירות ערך תל אביב **הסקירה השנתית 2010** 19 (2010) https://info.tase.co.il/Heb/Lists/gen_res/0133_annual_review/2010_annualreview_heb.pdf.

²¹¹ יחס העסקאות בעשור הראשון $(0.332=206/620)$ הוא גבוה יותר מאשר בעשור השני $(0.287=143/499)$. אולם הבדל זה הוא מובהק סטטיסטית גבולית רק ברמת מובהקות של 10%, כלומר ערך ה- p שלו הוא 0.10 לערך.

²¹² חוק בתי המשפט (תיקון מס' 59), התש"ע-2010, ס"ח 612. הקמת המחלקה הכלכלית נועדה בין היתר לחזק את כוחם של בעלי מניות המיעוט בהגשת תביעות נגד בעלי השליטה. ראו למשל אודליה מינס ורב סלומון "המחלקה הכלכלית וחדלות פירעון – עת לאחד" **משפטים** מז 823, 827-828 (2018): "מטרה עיקרית של בית המשפט הכלכלי הייתה לספק הליך יעיל, זריז ומקצועי, שיעודד את המשקיעים, וביחוד את בעלי מניות המיעוט בשוק, להגיש תביעות נגזרות וייצוגיות ככלי אכיפה פרטית של הוראות חוק נירות ערך וחוק החברות".

²¹³ עניין **מכתשים-אגן תעשיות**, לעיל ה"ש 51; חוק החברות (תיקון מס' 16).

²¹⁴ בין העשורים חלה במספרם של ההסדרים בבית המשפט, ולכן את העלייה בשיעור העסקאות האלטרנטיביות להצעת רכש מלאה ניתן לייחס במלואה לעלייה הניכרת בשיעור המיזוגים. את הירידה בהיקף ההסדרים בבית המשפט בעשור השני ניתן לייחס לספק המשפטי (הזמני) שהתעורר בשל הלכת **סלע קפיטל נדל"ן**. בעקבות החלטה זו משנת 2010, לא היה ברור אם ניתן להשתמש בהסדר בית משפט לצורך רכישת מניות

השליטה מגלים העדפה פחותה להצעות רכש מלאות ונטייה מוגברת לטובת מיוזגים. ערך p הנמוך מאוד של ממצא זה מלמד, שהירידה בשיעורן היחסי של הצעות הרכש היא אכן מובהקת סטטיסטית ואיננה מקרית.²¹⁵ את העלייה הניכרת במספר עסקאות המיוזג בעשור השני ניתן לייחס בין היתר להחלטת בית המשפט בעניין **מלם מערכות**,²¹⁶ אשר בשנת 2007 הצהיר לראשונה על חוקיות השימוש במיוזג הופכי לצורך רכישה החוצה של מניות המיעוט. זאת ועוד, ייתכן גם כי המיוזג המשולש ההופכי התקבע בתודעה ובפרקטיקה כדרך ודאית יותר לרכישת מניות המיעוט, בין היתר לאור שיעורי השלמת עסקה הגבוהים יותר של עסקאות מיוזג לעומת הצעות הרכש, פער שאף גדל בעשור השני (ראו להלן). לכן נראה, כי למרות חסרונותיו של מנגנון המיוזג (הפסד זמן והוצאות גבוהות יחסית), השימוש בו גבר בעשור האחרון.

3. שיעורי האחזקות של בעל השליטה

בלוח 4 מפורטים הממצאים באשר לשיעורי האחזקה של בעלי השליטה בחברה הציבורית בסוף הרבעון הקודם להצעת העסקה לרכישת מניות המיעוט.

המיעוט, וספק משפטי זה הוסר למעשה רק לאחרונה בהחלטת בית המשפט בעניין **תמדא**. ראו עניין **סלע קפיטל נדל"ן**, לעיל ה"ש 176, עניין **תמדא**, לעיל ה"ש 95 והדיון הנרחב לעיל בפרק ב.

²¹⁵ ערך ה- p של ממצא בוחן את מידת המובהקות של ממצא זה, כלומר את ההסתברות כי ממצא זה הוא תוצאה של מקריות גרידא. ככל שערך ה- p נמוך יותר, ההסתברות לתוצאה מקרית יורדת. במחקר זה אנו משתמשים ברמת מובהקות מקובלת של 5%. על פי הלוח, במקרה זה ערך ה- p הוא נמוך מכך, ומכאן שהמסקנה של ירידה בשיעורן היחסי של הצעות הרכש המלאות היא מסקנה בעלת מובהקות סטטיסטית. לחישוב ערך ה- p השתמשנו במבחן סטטיסטי מקובל לבדיקת הבדל בין שתי פרופורציות. ראו למשל PennState – Eberly College of Science, Introduction to Mathematical Statistics, <https://online.stat.psu.edu/stat415/lesson/9/9.4>.

²¹⁶ עניין **מלם מערכות**, לעיל ה"ש 49.

לוח 4 : שיעור האחזקות של בעלי השליטה ערב הצעת הרכישה של מניות המיעוט

סטיות תקן	חציון	ממוצע מתוקנן ²¹⁷	ממוצע	תצפיות	
0.123	0.842	0.809	0.804	349	כל העסקאות
0.097	0.854	0.828	0.826	289	הצעות רכש
0.172	0.718	0.719	0.699	60	מיוזגים + הסדרים בבית המשפט

כפי שאפשר להיווכח, הצעות רכש מלאות מאופיינות בשיעורי אחזקה גבוהים יותר מאשר במיוזגים ובהסדרים בית משפט. נתון זה הוא צפוי לנוכח דרישת המחוקק במסלול של הצעת רכש מלאה להשגת היענות של 95% מקרב כלל בעלי המניות בחברה. דרישה מחמירה זו היא קשה מאוד להשגה כאשר ערב העסקה בעל השליטה מחזיק בשיעור אחזקות נמוך יחסית, כיוון שבמקרים שכאלה היא מחייבת אישור של שיעור גבוה יחסית מקרב בעלי מניות המיעוט.²¹⁸ לכן, כאשר שיעור אחזקותיו של בעל השליטה הוא נמוך יחסית, הצעת הרכש המלאה הופכת למסלול לא-אטרקטיבי יחסית למסלולי הרכישה האחרים. לעומת זאת, כאשר בעל השליטה מחזיק ערב ההצעה בשיעור אחזקות גבוה וקרוב ל-90% ממניות החברה, אזי הדרישה להיענות של 95% מבעלי המניות הופכת ללא-שונה מהותית מהדרישה המקובלת להשגת רוב רגיל של המיעוט.

²¹⁷ בטבלאות שלהלן הממוצע המתוקנן מחושב כאשר נתוני "קצה", כלומר 5% התצפיות הגבוהות ביותר ו-5% התצפיות הנמוכות ביותר, עברו וינסורציה (winsorization) – ערכיהן הוגבלו להמת התצפית שבאחוזון 95 ורמת התצפית שבאחוזון 5 בהתאמה.

²¹⁸ לשם המחשה, נניח שבעל שליטה מחזיק ב-70% ממניות החברה לפני העסקה, שהוא שיעור האחזקות הממוצע בעסקאות מיוזג והסדרים בית משפט. לצורך ביצוע העסקה במסלול המיוזג, בעל שליטה נדרש להשיג את תמיכת 50% מבעלי מניות המיעוט שיבחרו להשתתף בהצבעה. במסלול ההסדר בבית המשפט בעל השליטה נדרש להשיג את אישורם של 75% מקרב בעלי מניות המיעוט המשתתפים בהצבעה. לעומת זאת, במסלול הצעת רכש מלאה בעל השליטה נדרש להיענות אקטיבית של 83.3% מקרב כלל בעלי מניות המיעוט (הוא חייב להשיג היענות של עוד 25% מכלל בעלי המניות, וכיוון שבידי המיעוט 30% ממניות החברה, הדרישה היא בעצם להיענות של $25/30 = 83.3\%$ מבעלי מניות המיעוט).

עוד נציין שבדקנו סטטיסטית (בעזרת מודל סטטיסטי מסוג probit), אם שיעור האחזקה של בעלי השליטה הוא משתנה המסביר את הבחירה של בעלי השליטה בין מסלולי הרכישה השונים. מצאנו כי אכן שיעור האחזקה של בעלי השליטה הוא שיקול משמעותי ומובהק סטטיסטית בבחירה בין המסלולים השונים: ככל ששיעור האחזקה של בעל השליטה ערב ההצעה גבוה יותר, כך בעל השליטה ייטה יותר לבחור במסלול של הצעת רכש מלאה.²¹⁹

4. גודלן של החברות

בלוח 5 מפורט שווי סך הנכסים במאזן של החברות הציבוריות הנרכשות, באלפי שקלים, בסוף השנה הקלנדרית הקודמת להצעת הרכישה.

לוח 5: סך נכסי החברה ערב הצעת הרכישה של מניות המיעוט

סטיות תקן	חציון	ממוצע מתוקנן	ממוצע	תצפיות	
3,036,841	217,893	875,935	1,138,999	317	כל העסקאות
2,738,590	214,145	710,347	895,204	260	הצעות רכש
3,977,323	238,111	1,631,247	2,251,045	57	מיזוגים הסדרים המשפט בבית +

כפי שאפשר להיווכח, באופן כללי החברות הציבוריות הנרכשות בהצעות רכש מלאות הן בממוצע קטנות יותר. עם זאת ממצא זה נחלש כאשר אנו בוחנים את הממוצע המתוקנן ואת החציון, כך שאפשר להניח כי ממצא זה מושפע ממספר קטן של מיזוגים בחברות ענק.²²⁰

עוד נוסיף ונציין, כי בחנו גם הבדלים אפשריים נוספים בין החברות הבוחרות במסלולים שונים לרכישת מניות המיעוט. כך למשל, בחנו את ביצועי החברות טרם ההכרזה על העסקאות, וכן את יחס המינוף הפיננסי (יחס חוב לסך מאזן) באותן חברות.

²¹⁹ את תוצאות ניתוח ה-probit ניתן לקבל מהמחברים.

²²⁰ כך למשל, הסדר לפי ס' 350 לחוק החברות בשנת 2019 של חברת "ביטוח ישיר – השקעות פיננסיות בע"מ", אשר החזיקה בצבר נכסים ענק של מעל ל- 12 מיליארד שקלים חדשים.

ואולם לא מצאנו הבדלים משמעותיים במשתנים אלה בין עסקאות מיזוג והסדרים לעומת הצעות רכש מלאות.

5. שיעורי השלמת העסקה

בדקנו גם את שיעורי ההשלמה של מסלולי הרכישה השונים, כלומר את הסיכוי של עסקה מוצעת להצליח להשיג את שיעור התמיכה הנדרש לעסקה מקרב בעלי המניות מהציבור.

לוח 6: שיעורי ההשלמה של מסלולים שונים לרכישת מניות המיעוט

חלוקה לעשורים			כל התקופה			
עריך p להבדל בין העשורים	2019- 2010	2009- 2000	סטיית תקן	ממוצע	הצפיות	
0.72	0.636	0.655	0.48	0.648	349	כל העסקאות
0.13	0.542	0.632	0.49	0.599	289	הצעות רכש
0.32	0.917	0.833	0.32	0.884	60	מיזוגים + הסדרים בבית המשפט
	0.001	0.05		0.001		ערך p להבדלים בין מסלולי הרכישה

כפי שאפשר להיווכח, רק כ- 60% מהצעות הרכש המלאות התקבלו והושלמו, להבדיל מהצעות מיזוג והסדרים בבית המשפט, שם שיעור השלמת העסקאות הוא 88%. הבדל ניכר זה בשיעור ההשלמה הוא בעל מובהקות סטטיסטית ברורה.²²¹ אפשר להציע כמה הסברים לממצא זה. הסבר אפשרי ראשון הוא, שמלכתחילה הצעות רכש מלאות זקוקות לשיעור תמיכה גבוה יותר מאשר מיזוגים בקרב בעלי מניות המיעוט. לכן הצעות רכש רבות נכשלות ואינן זוכות להתקבל. מצאנו מקרים אחדים שבהם בעל שליטה ניסה תחילה לרכוש את מניות הציבור באמצעות הצעת רכש מלאה, נכשל, ומייד לאחר מכן שינה את מתכונת העסקה והגיש אותה פעם נוספת בדרך של מיזוג.²²² הסבר אפשרי שני לממצא זה הוא שבמסלול המיזוג או ההסדר בבית המשפט מתרחש הליך מוקדם של משא ומתן בין בעל השליטה לבין נציגים של בעלי מניות המיעוט²²³ וגופים מוסדיים.²²⁴ בסיום הליך המשא ומתן לציבור בעלי המניות לא נותר עוד תפקיד משמעותי מלבד לאשר את המחיר שסוכם ולהעניק לו את הסכמתם. לעומת זאת, במסלול הצעת הרכש המלאה אין רכיב מובנה של משא ומתן בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט. בעל השליטה מפרסם את הצעתו באופן חד-צדדי, והברירה היחידה העומדת בפני בעלי המניות היא אם לקבל או לדחות את המחיר המוצע להם. לעיתים ההחלטה על דחיית הצעת הרכש היא צעד במעין משא ומתן בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט. כלומר, מצאנו לא מעט מקרים שבהם בעל השליטה בחר להגיש הצעת רכש נוספת משופרת.²²⁵ הסבר אפשרי שלישי לשיעורי ההשלמה הנמוכים של הצעות רכש הוא עלותן הנמוכה.²²⁶ לנוכח העלות הנמוכה הכרוכה בהגשת הצעת רכש מלאה, לבעל השליטה יש תמריץ כלכלי לנסות ולהציע לבעלי המניות מחיר נמוך יחסית, שכן בעל השליטה יודע שאם הצעתו תיכשל הוא יוכל בנקל ובעלות נמוכה להגיש מייד הצעה נוספת. לעומת זאת, הליכי מיזוג והסדר בבית המשפט הם הליכים

²²¹ בדקנו באמצעות מבחן של הבדלי פרופורציות, אם ההבדלים בשיעורי ההשלמה בין המסלולים השונים הם מקריים בלבד. ערך ה- p הנמוך מאוד שהתקבל (0.001) מצביע על כך שההבדלים בין שיעורי ההשלמה במסלולי הרכישה השונים הם בגדר הבדל מובהק מבחינה סטטיסטית.

²²² ראו למשל את נסיבות רכישת מניות המיעוט בחברת ראשטוב תעשיות תוכנה בע"מ. שם, בעלי השליטה ניסו תחילה את הדרך ("זולה") של הצעת רכש. בסוף שנת 2010 הציגו בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט סכום של 5.1 שקלים חדשים למניה. כאשר הצעה זו נדחתה, בעלי השליטה התארגנו מהר יחסית, וכבר בשנת 2011 הציגו, בשיטת המיזוג, סך של 6.5 שקלים חדשים למניה. הצעה זו התקבלה. ראו דיווחי החברה במערכת ההודעות "מאיה" באתר הבורסה לניירות ערך.

²²³ בהליך המיזוג משא ומתן מוקדם שכזה הוא למעשה בגדר חובה כמעט. ראו עניין **מכתשים-אגן תעשיות**, לעיל ה"ש 51; עניין **אסם במחוזי**, לעיל ה"ש 63.

²²⁴ Beni Lauterbach & Yevgeny Mugeran, The Effect of Institutional Investors' Voice on the Terms and Outcome of Freeze-Out Tender Offers, 10.01 QUART. J. FIN. 1 (2020)

²²⁵ בכחמישים מקרים מצאנו הצעת רכש חוזרת.

²²⁶ באום, וינטרויב ומנחם-ינאי, לעיל ה"ש 3, בעמ' 120.

סבוכים ויקרים הרבה יותר.²²⁷ לנוכח עלויות העסקה הגבוהות של מיזוגים ושל הסדרים, אפשר לשער כי בעלי השליטה הבוחרים במסלולים אלה אינם מעוניינים בסדרה ארוכה של ניסיונות והצעות לעסקה, אלא שהם מבקשים שהעסקה תאושר בידי בעלי מניות המיעוט בניסיון הראשון.

נוסף לבדיקת שיעורי השלמת העסקאות בכל תקופת המחקר בדקנו גם את שיעורי ההשלמה במסלולים השונים בחלוקה לעשורים. כפי שאפשר להיווכח בלוח 6, ההבדל בין שיעורי ההשלמה הוא משמעותי ומובהק אף יותר בעשור השני, אשר בו התקבלו הצעות רכש מלאות בשיעור נמוך מאוד של 54%, לעומת מיזוגים והסדרי בית משפט שהתקבלו בהסתברות גבוהה ביותר של 92%. ההבדלים בשיעורי הצלחת העסקאות – ביחוד בעשור השני – הם מובהקים סטטיסטית.²²⁸

עוד נציין, כי בדקנו סטטיסטית (באמצעות מודל probit) אלו משתנים יכולים להסביר את סיכויי ההשלמה של הצעה לרכישת מניות המיעוט. בדיקה זו העלתה כי המשתנים של מסלול העסקה הנבחר (כלומר אם מדובר בהצעת רכש או במיזוג), של גודל החברה וכן של שיעור האחזקה של בעלי השליטה ערב הצעת הרכש הם משתנים המסבירים באופן מובהק סטטיסטי את סיכויי הצלחת העסקה. בהצעות רכש שיעור ההצלחה נמוך יותר בשל הסיבות שמנינו לעיל. זאת ועוד, ככל ששיעור האחזקה של בעלי השליטה ערב הצעת הרכש הוא גבוה יותר, כך משתפרים סיכוייה להתקבל, ככל הנראה משום שהפרופורציה של בעלי מניות המיעוט שיש לשכנע כתנאי לקבלת הצעת הרכש יורדת. לבסוף, גודל החברה משפיע לחיוב על סיכויי ההצעה להצליח. אנו סבורים, כי הממצא נובע מכך שבידי המשקיעים מקרב הציבור (המיעוט) מידע רב ושלם יותר על אודות חברתם ככל שחברתם גדולה יותר ומסוקרת יותר בידי אנליסטים ובידי התקשורת. בחברות קטנות יש פער מידע גדול יחסית בין הציבור ובעלי השליטה, גורם המעצים את החשדנות ואת העוינות של משקיעי המיעוט כלפי הצעת רכישה מטעם בעל השליטה.²²⁹

6. פרמיית המחיר המוצעת לבעלי מניות

מעניין לבחון גם את פרמיית המחיר המוצעת לבעלי מניות המיעוט, כלומר בכמה המחיר המוצע לבעלי מניות המיעוט גבוה ממחיר המניה בבורסה טרם ההצעה. לכאורה, אם האסדרה המשפטית של עסקאות אלו במסלול חילוט מסוים היא חלשה

²²⁷ שם, בעמ' 120, 126-127.

²²⁸ ראו לעיל בלוח 6 את ערכי ה-p הנמוכים עבור העשור הראשון והעשור השני.

²²⁹ את תוצאות ניתוח ה-probit ניתן לקבל מהמחברים.

מדי, אזי יש חשש שבעלי השליטה ינצלו מצב זה לרעה, כלומר ישתמשו במסלול זה לרכישה בכפייה של מניות המיעוט במחיר או בפרמיה נמוכים מדי.²³⁰

לוח 7: פרמיית המחיר שהוצעה למיעוט בכלל העסקאות ובעסקאות שצולחו בלבד

<u>עסקאות שהוצעו</u> ²³¹	<u>תצפיות</u>	<u>ממוצע</u>	<u>ממוצע מתוקנן</u>	<u>חציון</u>	<u>סטיית תקן</u>
כל העסקאות	255	0.265	0.253	0.188	0.245
הצעות רכש	211	0.240	0.234	0.182	0.248
מיזוגים + הסדרים בבית המשפט	44	0.387	0.343	0.261	0.428

<u>עסקאות שצולחו בלבד</u>	<u>תצפיות</u>	<u>ממוצע</u>	<u>ממוצע מתוקנן</u>	<u>חציון</u>	<u>סטיית תקן</u>
כל העסקאות	162	0.284	0.269	0.204	0.305
הצעות רכש	120	0.242	0.237	0.190	0.235
מיזוגים + הסדרים בבית המשפט	42	0.404	0.358	0.279	0.431

²³⁰ יש לציין כי בדקנו את שיעורי הפרמיות הסופיות, כלומר הבאנו בחשבון כל תוספת מחיר שהציעו בעלי השליטה לפני המועד הסופי לקיבול.

²³¹ מספר העסקאות הכולל בלוח 7 נמוך ממספרן בלוח 6, בעיקר עקב השמטת עסקאות שבהן לא היה אפשר לחשב את הפרמיה יחסית למחיר המניה בשוק כיוון שמחיר המניה בשוק לא היה ערכני (מקרים שבהם מניות החברה הושעו מהמסחר בבורסה לניירות ערך ומקרים שבהם היקף המסחר בחודש שקדם להצעה היה שווה לאפס). כמו כן השמטנו כמה מקרים שבהם הפרמיה אל מול מחיר השוק הייתה שלילית בצורה עקבית (מקרים שבהם הפרמיה הייתה שלילית יחסית למחיר חודשיים לפני, חודש לפני ושבוע לפני ההצעה). פרמיה שלילית עקבית היא חשודה, ונראה שאינה משקפת עסקה טיפוסית לחילוט המיעוט.

אפשר להיווכח, כי הפרמיות ששולמו לבעלי המניות מהציבור בעסקאות מיזוג ובהסדרים בבית המשפט היו גבוהות באופן ניכר מהפרמיות ששולמו לציבור בהצעות רכש מלאות. הסבר אפשרי לממצא זה הוא שהתהליך הסדור, המפוקח והמורכב יותר של המיזוגים (הכולל משא ומתן מול ועדה מיוחדת של הדירקטוריון) ושל ההסדרים (הכולל דיונים בפני בית המשפט) מאפשרים לבעלי מניות המיעוט "לסחוט" מחיר גבוה יותר מבעלי השליטה. הסבר משלים הוא שחלק מהצעות הרכש המלאות הן אופורטוניסטיות ומהוות ניסיון של בעל השליטה לרכוש את מניות הציבור במחיר נמוך יחסית. אם חלק מהצעות אופורטוניסטיות אלה מתקבל, הפרמיה הממוצעת בעסקאות של הצעות רכש מוטח כלפי מטה, והיא נמוכה יחסית לפרמיה במיזוגים ובהסדרים.²³² נקודה נוספת לדיון היא הפער בתוצאות בין החציונים, הממוצעים והממוצעים המתוקננים של הפרמיות. כך למשל, בלוח 7, במדגם ההצעות שצלחו, הפערים שבין המנגנונים השונים לחלוט המיעוט בממוצעי הפרמיה, הממוצעים המתוקננים והחציונים הם 16%, 12%, ו-9% לערך בהתאמה. אין אנו יודעים איזה פער "נכון" יותר להתייחסות. יש מקום לטענה, שהפער הממוצע הוא החשוב כיוון שהוא משקף טוב יותר את סך כל הפיצוי שהתקבל. ברם, על מנת להפחית את השפעתם של מקרים קיצוניים אשר ייתכן שאינם טיפוסיים, בחרנו להתבסס בהמשך הניתוח האמפירי של הפרמיות במאמר זה על הממוצע המתוקנן, בחירה שהיא מאוזנת לטעמנו.

(א) שיעורי הפרמיה בעשורים השונים

בלוח 8 להלן אנו מציגים את הפרמיה הממוצעת במסלולי הרכישה השונים בשני העשורים השונים של מדגמנו. כפי שראינו בלוח 7, בכלל המדגם (השנים 2000-2019) הפרמיות הממוצעות במיזוגים ובהסדרים היו גבוהות יותר מהפרמיות הממוצעות בהצעות רכש. הבדל זה הוא מובהק מבחינה סטטיסטית.²³³ מעיון בלוח 8 אפשר להבחין כי הבדלי הפרמיות שבין המסלולים השונים הצטמצמו במהלך העשור השני: במדגם העסקאות שהושלמו, פער ממוצע הפרמיות

²³² הסבר אפשרי נוסף כרוך בהבדלים בסחירות המניות. כפי שראינו בנתונים שלעיל, החברות שבהן הוגשה הצעת רכש מלאה הן בממוצע קטנות יותר, ושיעור אחזקות הציבור בהן הוא נמוך יותר. לכן, בחברות הללו הסחירות במניות היא נמוכה יותר. מבחינת בעלי המניות הניצעים, כאשר עליהם להחליט אם לדחות הצעת רכש מלאה או להיענות לה, הם אינם יכולים להתעלם משיקול זה, שכן אם ידחו את הצעת הרכש ייוותרו בידיהם מניות לא-סחירות ובשווי נמוך. לכן בעלי מניות המיעוט מגלים גמישות רבה יותר בהצעות רכש, מה שמאפשר לבעלי השליטה להציע פרמיה נמוכה יותר.

²³³ ערך ה- p הנמוך מאוד (0.007) מלמד, שההסתברות שממצא זה מקורו במקריות גרידא היא נמוכה מאוד.

הצטמצם מכ- 20% בעשור הראשון ל- 7.5% בלבד בעשור השני.²³⁴ בעשור השני ממוצע הפרמיות בהצעות רכש מלאות עלה קלות, ואילו ממוצע הפרמיות במיזוגים ירד. בעשור השני עדיין יש פער בפרמיה הממוצעת בין מסלולי הרכישה והצעות רכש עדיין מניבות פרמיה נמוכה יותר לבעלי המניות, אולם ההבדל הממוצע בין הפרמיות חדל להיות מובהק מבחינה סטטיסטית.²³⁵

לוח 8 : פרמיות המחיר הממוצעות שהוצעו למיעוט בעשורים השונים²³⁶

<u>עסקאות שהוצעו</u>	<u>2019-200</u>	<u>2009-2000</u>	<u>2019-2010</u>	<u>ערך p להבדל בין העשורים</u>
כל העסקאות	0.253	0.236	0.275	0.21
הצעות רכש	0.234	0.218	0.261	0.17
מיזוגים + הסדרים בבית המשפט	0.343	0.405	0.314	0.38
ערך p להבדלים בין מסלולי הרכישה	0.007	0.002	0.37	

<u>עסקאות שהוצעו</u>	<u>2019-200</u>	<u>2009-2000</u>	<u>2019-2010</u>	<u>ערך p להבדל בין העשורים</u>
כל העסקאות	0.269	0.259	0.281	0.60
הצעות רכש	0.237	0.231	0.250	0.65
מיזוגים + הסדרים בבית המשפט	0.358	0.430	0.325	0.33
ערך p להבדלים בין מסלולי הרכישה	0.007	0.003	0.26	

²³⁴ הפער בין חציוני הפרמיות (במיזוגים והסדרים לעומת הצעות רכש) במדגם העסקאות שהושלמו הצטמצם בצורה מתונה יותר – מכ- 15% בעשור הראשון לכ- 12% בעשור השני.

²³⁵ ערכי ה- p בשיעורים 0.37 ו-0.325 אינם יכולים להצביע על מובהקות סטטיסטית.
²³⁶ שיעורי הפרמיה בטבלה זו מתוקננים (winsorized) מתחת ל- 5% ומעל ל- 95%. להסבר, ראו לעיל ה"ש 217.

ממצאים אלו מלמדים, כי אכן יש פער ניכר בין התמורה שמקבלים בעלי המניות במיזוגים ובהסדרי בית משפט לעומת התמורה המתקבלת בהצעת רכש, אולם לפער זה יש נטייה להצטמצם עם הזמן. אנו סבורים כי התוצאות המשמעותיות יותר הן התוצאות של העסקאות שצלחו, כיוון שבמקרים אלו מדובר על מחירי עסקאות בפועל ולא על מחירים שהוצעו שחלקם איננו "ריאלי" או "כלכלי".

כשאנו בוחנים עסקאות שצלחו, אפשר לראות שהפרמיות הממוצעות על הצעות הרכש עלו קלות בין העשורים. ואולם בולטת יותר הירידה של כ- 10% בפרמיה הממוצעת במיזוגים ובהסדרי חילוט. אומנם ירידה זו איננה מובהקת סטטיסטית, ככל הנראה בשל היקפו הקטן של המדגם, אולם לטעמנו היא נובעת בין היתר מהסדרת תהליכי המיזוג ההופכי המשולש,²³⁷ שיצרו ודאות ואיזון בתהליך. לפני ההסדרה היה הליך המיזוג וההסדר נדיר יותר, כך שבעלי השליטה שבחרו בו נאלצו לשלם פרמיה על הליך לא-שגרתי. כמו כן, ייתכן שעם הסדרת הליך המיזוג ההופכי השתנה הרכב החברות הבוחרות בו, כלומר גם חברות שלהן פרמיות נמוכות יותר החלו להשתמש במיזוגי חילוט. בנקודה זו נעיר, כי ייתכן שגם עליית שיעור השימוש במיזוגי חילוט (לוח 3) ועליית שיעור ההשלמות של מיזוגים ושל הסדרים בעשור השני (לוח 6) נובעות מההסדרה המשפטית של הליך המיזוג המשולש ההופכי. מכל מקום, ברור שהתוצאות שקיבלנו עבור העשור השני רלוונטיות יותר בנוגע למצב כיום.

הממצאים הנוגעים לפרמיה המשולמת הם ככל הנראה הממצאים החשובים ביותר במחקרנו. לפיכך ערכנו להם כמה בדיקות נוספות. תחילה חקרנו את הפער שבין הפרמיות המשולמות בהצעות רכש לפרמיות המשולמות במיזוגים ובהסדרים גם באמצעות רגרסיות. רגרסיות הן כלי סטטיסטי לנטרול השפעות של משתנים אחרים על פער הפרמיות הנדון. המשתנים האחרים (פרט למסלול העסקה – הצעת רכש או מיזוג) שנכללו ברגרסיה כמסבירים אפשריים של הפרמיות ששולמו הם אלה: גודל החברה (סך המאזן שלה), הענף התעשייתי שאליו החברה משתייכת (על פי סיווג הבורסה לניירות ערך בתל-אביב), שיעור האחזקה בידי בעלי השליטה ערב החילוט והשנה הקלנדרית של החילוט. הבקרה המושגת באמצעות הרגרסיה אינה משנה את התמונה; הפרמיה המשולמת במיזוגים ובהסדרים גבוהה מהפרמיה המשולמת בהצעות רכש ב- 13% בכלל המדגם – 28% לערך בעשור הראשון ו- 7% לערך בעשור השני. לפער הפרמיות יש מובהקות סטטיסטית בכלל המדגם ובעשור הראשון, אך בעשור השני הפער אינו מובהק מבחינה סטטיסטית.²³⁸

²³⁷ עניין מלם מערכות, לעיל ה"ש 49; עניין מכתשים-אגן תעשיות, לעיל ה"ש 51; ס' 117(ב) לחוק החברות שהוסף לחוק בתיקון מס' 22 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, במסגרת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013.

²³⁸ את תוצאות הרגרסיות ניתן לקבל מהמחברים.

בדיקת רגישות נוספת בחנה את ההשפעה של הגשת הצעה חוזרת לעסקה לחילוט המיעוט, כגון הצעת רכש חוזרת שבאה בעקבות הצעת רכש שנכשלה. הפרמיה בהצעת רכש חוזרת עלולה להיות נמוכה יחסית, כיוון שמחיר המניה התעדכן כלפי מעלה בעת הצעת הרכש הראשונה ולא ירד משמעותית גם לאחר שהיא נכשלה.²³⁹ לכן חישבנו את הפרמיה הממוצעת רק עבור 126 ההצעות שצלחו כבר בפעם הראשונה (ללא הצעות חוזרות). בפאנל העליון של לוח 9 אפשר לראות כי כאשר משמיטים הצעות חוזרות, הפער בעשור השני שבין הפרמיה הממוצעת בהצעות רכש לפרמיה הממוצעת במיזוגים והסדרים מתרחב מ- 7.5% בטבלה 8 ל- 12% בטבלה 9; הברזל זה אינו מובהק סטטיסטית (ערך p של 0.14), אך נראה משמעותי מבחינה כלכלית, והוא אף גבוה יותר בנסיבות מיוחדות כאמור בלוח 10 להלן.

לוח 9: פרמיות המחיר הממוצעות בעסקאות שצלחו – ללא הצעות חילוט חוזרות²⁴⁰

עסקאות שצלחו כבר בפעם הראשונה (ללא הצעות חוזרות)	2019-2000	2009-2000	2019-2010	ערך p להבדל בין העשורים
כל העסקאות	0.275	0.262	0.296	0.48
הצעות רכש	0.234	0.230	0.242	0.81
מיזוגים + הסדרים בבית המשפט	0.393	0.454	0.362	0.46
ערך p להבדלים בין מסלולי הרכישה	0.002	0.003	0.14	

עוד בדקנו מהי ההשפעה של שיפוי בתביעות נגד מיזוגים או נגד הצעות רכש של חילוט על הפרמיה הסופית (כולל השיפוי) לבעלי מניות המיעוט. במדגם הכולל של

²³⁹ Lauterbach & Mugeran, לעיל ה"ש 224.

²⁴⁰ שיעורי הפרמיה בטבלה זו מתוקננים (winsorized) מתחת ל- 5% ומעל 95%. להסבר, ראו לעיל ה"ש 217.

162 הצעות החילוט שצלחו מצאנו רק 12 מקרים של שיפוי בהצעות רכש מלאות ושני מקרים של שיפוי במיזוגי חילוט. אף שהשיפוי משנה מהותית את התמורה לבעלי מניות במקרים הספציפיים שבהם הוא משולם, הרי בממוצע, בשל המספר הנמוך של פסקי הדין או של פשרות בין הצדדים בנושא, להכללת השיפוי בפרמיה יש השפעה מזערית על הפרמיה המשולמת. כך למשל, לאחר השיפוי, הפרמיות במדגם האמין ביותר שלנו, בלוח 9 לעיל, עולות עלייה קלה בלבד: בהצעות רכש מלאות (בשנים 2000-2019) הפרמיה הממוצעת עולה מ- 23.4% ל- 25.4%, ובמיזוגים ובהסדרי חילוט הפרמיה הממוצעת עולה מ- 39.3% ל- 39.9%.

(ב) האפשרות של הצעות רכש אופורטוניסטיות

אחד ההסברים האפשריים לכך שהפרמיה הממוצעת בהצעות רכש נמוכה יותר מזו שבמיזוגים ובהסדרים הוא שחלק מהצעות הרכש לחילוט מניות המיעוט הן הצעות אופורטוניסטיות מצד בעלי השליטה. אנו מגדירים הצעות חשודות באופורטוניזם באופן הבא: הצעות שבהן לא דווח בהצעת הרכש או בתקשורת על הסכמה עם בעל מניות גדול אחר (כגון משקיע מוסדי או משקיע פיננסי) על מחיר המניה בעסקת החילוט, ולא עודכן (כלומר הועלה) מחיר ההצעה לפני המועד האחרון להיענות להצעה. הודעה על הסכמה עם בעל מניות גדול אחר מעידה על משא ומתן מקדים, ועדכון המחיר המוצע במהלך התקופה להיענות מעידה שבעלי השליטה קיבלו מהמשקיעים בשוק היזון חוזר באשר למחיר ההצעה והגיבו בהתאם.²⁴¹ כאן המקום לציין, שלא כל ההצעות שבהן לא היה מחיר מוסכם או שלא עודכן המחיר הן הצעות אופורטוניסטיות. בחלקן היו ודאי מחקר מקדים וגישושים אצל מחזיקי מניות המיעוט. ואולם אנו מניחים כי מרבית ההצעות האופורטוניסטיות – אם לא כולן – נמצאות בתת-מדגם זה.

לוח 10 בוחן את הפרמיה הממוצעת ב- 211 הצעות הרכש המלאות שבהן ניתן לחשב פרמיה. ב- 18 מקרים (כ- 9% מהמדגם) הייתה הודעה על מחיר מוסכם עם בעל מניות גדול אחר, וב- 71 מקרים אחרים (כ- 34% מהמדגם) הועלה מחיר ההצעה לפני תום המועד להיענות לה. ברם ברוב המקרים – 122 הצעות רכש – מחיר הצעת הרכש לא עודכן. כצפוי, פרמיית המחיר הממוצעת בהצעות הרכש החשודות באופורטוניסטיות – 20.2% – נמוכה מפרמיית המחיר הממוצעת בהצעות רכש שבהן ישנה הודעה על מחיר מוסכם – 28.8% – ומפרמיית המחיר במקרים שבהם עודכן מחיר ההצעה – 27.6%. ההבדל בין הפרמיה הממוצעת בהצעות הרכש החשודות (שלא עדכנו את מחיר ההצעה) והפרמיה הממוצעת בהצעות הרכש שבהן הייתה הסכמה מוקדמת או שעודכן בהן מחיר ההצעה הוא מובהק סטטיסטית (ערך ה- p להבדל הוא

²⁴¹ להסכמה או למשא ומתן מוקדם יכולה להיות השלכה על פסיקת בית המשפט בתביעה לסעד הערכה. ראו באום וגילר, לעיל ה"ש 17.

0.014). אפשר לראות בצורה ברורה שהצעות רכש החשודות כאופורטוניסטיות מציעות פרמיה נמוכה יותר.

הבעיה בהצעות רכש אופורטוניסטיות היא שחלקן עלול להתקבל בידי בעלי מניות המיעוט. בבדיקה שערכנו גילינו כי כמחצית מהצעות הרכש שהגדרנו כחשודות באופורטוניזם (60 מתוך 122 הצעות) התקבלו. שיעור הדחייה של הצעות שכאלו אומנם גבוה משיעור הדחייה של הצעות שאינן אופורטוניסטיות, העומד על 33% בלבד. ואולם הפרמיה הממוצעת ששולמה בהצעות רכש מלאות שנתקבלו ללא עדכון מחיר ההצעה – 20.2% – היא עדיין נמוכה יחסית, ותומכת בהשערה שמסלול הצעות הרכש שימש לעיתים לחילוט מניות המיעוט בפרמיה נמוכה מדי.

לוח 10 : פרמיות המחיר בהצעות רכש מלאות בלי ועם אינדיקציות על משא ומתן

של	ממוצע מתוקנן של הפרמיה	תצפיות	עסקאות שהוצעו (כלל המדגם)
	0.234	211	כל הצעות הרכש
	0.288	18	יש הודעה על מחיר מוסכם
	0.276	71	יש עדכון פרמיה לפני תום מועד ההיענות
	0.202	122	ללא עדכון פרמיה

של	ממוצע מתוקנן של הפרמיה	תצפיות	עסקאות שהוצעו (עשור שני בלבד)
	0.261	81	כל הצעות הרכש
	0.345	8	יש הודעה על מחיר מוסכם
	0.298	32	יש עדכון פרמיה לפני תום מועד ההיענות
	0.216	41	ללא עדכון פרמיה

לוח 10 מציג גם את ההבדלים בפרמיות שהוצעו בעשור השני. בעשור זה הפרמיה הממוצעת שהוצעה בהצעות רכש החשודות כאופורטוניסטיות – 21.6% – נמוכה

משמעותית מהפרמיה הממוצעת שהוצעה בהצעות רכש עם עדכון מחיר או עם מחיר מוסכם – 30.7%. הרושם הוא שהבעיה של הצעות רכש אופורטוניסטיות נותרה בעינה. עם זאת פרופורציית ההצעות החשודות כאופורטוניסטיות הצטמצמה. בעשור הראשון 81 מתוך 130 הצעות הרכש (כ-62%) חשודות כאופורטוניסטיות, בעוד שבעשור השני רק 41 מתוך 81 הצעות הרכש (כ-51%) חשודות בכך. בכל מקרה, האפשרות של הצעות רכש אופורטוניסטיות עדיין קיימת, והיא מחייבת דיון יסודי. דיון שכזה מוצע לסיכום.

סיכום והצעות לאסדרה

מאז חקיקת חוק החברות, אחת השאלות שאינה יורדת מסדר היום של בתי המשפט, של רשות ניירות ערך ושל האקדמיה המשפטית בישראל היא מהי הדרך המשפטית הנאותה לרכישת חברה ציבורית בידי בעל השליטה שלה. המחלוקת המשפטית בשאלה זו מתעוררת בגלל ההבדלים הניכרים בהגנות המשפטיות המוענקות לבעלי מניות המיעוט, בכל אחד מהמסלולים שלהלן.

במסלול של הצעת רכש מלאה, ההגנה המשפטית על בעלי מניות המיעוט מבוססת על דרישה שבעל השליטה ישיג רוב גדול להצעה בקרב בעלי מניות המיעוט (יגיע לשיעור אחזקה גבוה של 95% מכלל מניות החברה) וכן על הזכות להגשת תביעה לסעד הערכה. על רקע זה יש מי שטוענים, שמנגנון הצעת הרכש המלאה מספק הגנה טובה יותר לבעלי מניות המיעוט מאשר מנגנון המיזוג. מנגד, בהצעת הרכש המלאה הדירקטוריון של חברת המטרה אינו מעורב בעסקה ואף אינו נדרש לחוות את דעתו על הוגנות העסקה. לפיכך בעלי מניות המיעוט נדרשים לקבל בכוחות עצמם את ההחלטה אם להיענות להצעת הרכש, על בסיס מידע פומבי בלבד שלעיתים קרובות הוא דל ולא-מספק. יתר על כן, יש חשש שבעלי מניות יתפתו למכור את מניותיהם תמורת פרמיה כלשהיא מעל מחיר השוק ערב ההצעה, אף שהמחיר המוצע נמוך מהמחיר שהיה מתקבל לו התנהל משא ומתן בין הצדדים.²⁴²

לעומת זאת, מסלול המיזוג מחייב לקבל את אישור הדירקטוריון של חברת המטרה, וחובות האמון של הדירקטורים מחייבות אותם לקבוע עמדה באשר לשווי ההוגן של מניות חברת המטרה בעסקת המיזוג. בעשור האחרון אף נקלטה בישראל הפרקטיקה של ניהול משא ומתן מול בעל השליטה באמצעות ועדה מיוחדת של דירקטורים בלתי-תלויים. ההגנה המשפטית על בעלי מניות המיעוט בעסקת מיזוג מבוססת לפיכך על דרישה למעורבות פעילה של חברי הדירקטוריון ועל ביקורת שיפוטית אפשרית. הציפייה היא כי הדירקטורים הבלתי-תלויים ישתמשו בכוחם ובידע המקצועי שלהם, ובכלל זה גישה למידע לא-פומבי ולהערכות שווי מקצועיות של החברה, על מנת להגן

²⁴² לעניין פרשנות מקובלת למונח "שווי הוגן" בעסקה, ראו את הדיון לעיל ה"ש 17.

על בעלי מניות המיעוט. על רקע זה יש מי שטוענים שמתווה המיזוג מספק דווקא הגנה טובה יותר לבעלי מניות המיעוט מאשר מנגנון הצעת הרכש המלאה. מאמרנו זה הוא הראשון שבוחן את סוגיית התחליפיות ואת טיב ההגנה על המיעוט של מסלולי הרכישה השונים מנקודת מבט אמפירית. ראשית, מצאנו כי בעלי השליטה בישראל נוטים להעדיף את מסלול הצעת הרכש המלאה (83%) על פני מסלולי רכישה אחרים (17%). אולם שיעור ניכר (כ- 40%) מאותן הצעות רכש נכשלות, ואינן מצליחות להגיע לשיעור ההיענות הנדרש לאישורן. שיעור הדחייה של הצעות הרכש לחילוט מניות המיעוט בישראל הוא גבוה בהשוואה לארצות הברית, שם שיעור הדחייה של הצעות הרכש המלאות הוא 16%.²⁴³ לעומת זאת, שיעור הדחייה של הצעות המיזוג ושל ההסדרים לחילוט מניות המיעוט במדגמנו – 12% – דומה לשיעור בארצות הברית. עולה מכך, שכאשר הפרוצדורה המשפטית הישראלית דומה לפרוצדורה שבארצות הברית, כפי שהיא במקרה של עסקאות מיזוג, גם שיעור הדחייה של הצעות המיזוג בארץ דומה לשיעור בארצות הברית.

שנית, מצאנו כי אף שניתן לאשר את המיזוג ברוב נמוך יותר של בעלי מניות מקרב המיעוט, שיעור הפרמיה המוצעת לבעלי מניות המיעוט בעסקאות המיזוג נוטה להיות גבוה יותר מאשר שיעור הפרמיה בהצעות רכש מלאות. לכאורה, בהצעת רכש מלאה הרוב המחמיר לאישור העסקה והזכות להגשת תביעה לסעד הערכה היו צפויים להביא לפרמיה מוצעת גבוהה יותר בהצעות רכש מאשר במיזוגים, אך זהו איננו המצב בפועל. הפרמיה הגבוהה יותר שמצאנו בעסקאות המיזוג מצביעה על כך שתהליך האישור של עסקאות המיזוג – לרבות האישור בדירקטוריון והאיום בביקורת שיפוטית – תורם רבות להגנת המיעוט. לכן, מסקנתנו הראשונה מתוצאות הניתוח האמפירי היא כי אין סיבה לחשוש שאפיק המיזוג מספק הגנה נחותה לאינטרסים של בעלי מניות המיעוט יחסית לאפיק של הצעת הרכש המלאה.

שלישית, ממצאינו כי בהצעות רכש מלאות הפרמיות המשולמות לבעלי המניות הן נמוכות יותר ושיעור העסקאות הנדחות הוא גבוה יותר מעלים את האפשרות שבעלי שליטה בישראל, אשר עבורם הצעת הרכש המלאה היא הליך זול ומהיר יחסית, משתמשים לעיתים במסלול זה על מנת לנסות לרכוש את מניות המיעוט במחיר נמוך מהמחיר שהיה מתקבל במשא ומתן בין הצדדים.²⁴⁴ לפיכך, ממצאינו מעלים לדיון את הצורך בתיקון מנגנון הצעת הרכש המלאה בישראל.²⁴⁵

²⁴³ Restrepo & Subramanian, לעיל ה"ש 191.

²⁴⁴ פרופ' חמדני העיר לנו שהבעיה עלולה להחריף כאשר שיעור האחזקות של בעלי השליטה לפני הצעת הרכש המלאה הוא קרוב ל- 90%, שאז דרישת הרוב במיזוגים ובהצעות רכש היא זהה.

²⁴⁵ בעשור השני ישנה אומנם מגמה חיובית, אשר צמצמה את הפער בפרמיות בין שני המסלולים. עם זאת פער זה בפרמיות עדיין נותר (הגם שאינו מובהק), ומובן שנתור הפער המובהק בשיעורי ההשלמה בין שני המסלולים. עוד נזכיר, כי המחקרים האמפיריים הן בארצות הברית והן באנגליה מצאו כי הפרמיה בהצעות רכש היא גבוהה יותר מאשר

בארצות הברית פעלו המחוקק ובתי המשפט בדלאוור בשנים האחרונות להאחדת הדינים של הצעות רכש ומיזוגים לחילוט מניות המיעוט – כלומר דרישה למשא ומתן עם ועדה מיוחדת ולהכפפת העסקה לרוב של 50% מקרב מניות המיעוט בשני המסלולים. האם בישראל מומלץ ללכת באותו נתיב? קשה לענות על שאלה זו. מחד, גישה דומה לזו של דלאוור, המתמקדת במהות ההגנה על בעלי המניות ולא במתווה הפורמלי של העסקה, היא הגישה העדכנית לנושא. מאידך, בסביבה העסקית בישראל, בהינתן ריבוי חברות ציבוריות שלהן בעלי שליטה (ובייחוד חברות ציבוריות קטנות שכאלו), יש ביקוש וצורך טבעי גבוה יותר מאשר בארצות הברית למנגנון משפטי שיאפשר הפיכת חברה ציבורית לפרטית בהליך פשוט, מהיר וזול, כדוגמת הצעת רכש מלאה. רבות מהחברות הציבוריות שהפכו לפרטיות טענו שהסטטוס של חברה ציבורית כבר לא התאים להן ופגע בהן כלכלית. לכן, מנקודת מבט של יעילות כלכלית, בישראל, יחסית לארצות הברית, יש צורך כלכלי מוגבר לאפשר את המסלול הנוח יחסית של הצעת רכש מלאה לצד מסלול המיזוגים. לפיכך אין אנו ממליצים על ביטול מנגנון הצעת הרכש המלאה או על האחדתו עם מנגנון המיזוג ההופכי המשולש. אנו סבורים כי יש למנגנון הצעת הרכש זכות קיום בסביבת העסקים הישראלית.

עם זאת אנו טוענים שיש צורך לשכלל או לעדכן את מנגנון הצעת הרכש המלאה על מנת לצמצם את הפרצות ואת הפיתויים להתנהגות אופורטוניסטית מצד בעלי שליטה. אומנם מחקרנו האמפירי מגלה שיעור דחייה של 40% להצעות רכש מלאות, כך שבעלי מניות המיעוט מצליחים לדחות חלק ניכר מהצעות הרכש האופורטוניסטיות, ומחקר אמפירי נוסף מגלה שהמשקיעים המוסדיים בארץ הגנו על בעלי מניות המיעוט והשיגו פרמיות עדיפות עבורם;²⁴⁶ אך אנו סבורים שממצאינו בדבר שיעורי פרמיה נמוכים בהצעות רכש מלאות מלמדים כי אין להעמיד את בעלי מניות המיעוט במבחן זה.

שני החסרונות הבולטים במנגנון הישראלי של הצעת רכש מלאה הם אלה: (א) מפרט הצעת הרכש הוא דל במידע, וייתכן שאיננו מסייע דיו לציבור בעלי המניות הניצעים בהערכת כדאיות ההצעה; (ב) הקלות היחסית של הגשת הצעת רכש מלאה, ובייחוד היעדר דרישה לניהול הליך משא ומתן על תנאי העסקה עם הדירקטוריון או עם ועדה מיוחדת שלו, מעודדים מתן הצעות אופורטוניסטיות. ממצאנו, שלפיו בהצעות רכש שבהן לא הייתה הודעה על מחיר מוסכם או שלא היה בהן עדכון של מחיר ההצעה הפרמיה שהוצעה לבעלי מניות המיעוט הייתה נמוכה יותר משמעותית, הוא ממצא שהוא עקבי עם קיומן של הצעות רכש אופורטוניסטיות.

במסלול הרכישה החליפי לה (מיזוג או הסדר בבית המשפט, בהתאמה). ברם בישראל התמונה היא הפוכה.

²⁴⁶ Lauterbach & Mugeran, לעיל ה"ש 224.

אנו מציעים שלוש חלופות לחיזוק ההגנה המשפטית של בעלי המניות הניצעים בהצעת רכש מלאה.²⁴⁷ לכל אחת מהחלופות יש מעלות לצד חסרונות, ויש לשקול את יישומן בנפרד או יחדיו. החלופה הראשונה היא לחייב את ועדת הביקורת של דירקטוריון החברה למנות מומחה מקצועי, חיצוני ובלתי-תלוי, אשר יכין חוות דעת מטעם ועדת הביקורת באשר להוגנות הצעת הרכש של בעל השליטה (הערכת שווי או "חוות דעת הוגנות" (fairness opinion)).²⁴⁸ במסגרת תפקידו המומחה החיצוני יהיה רשאי להיוועץ גם עם מחזיקי מניות גדולים מהציבור, כגון הגופים המוסדיים המחזיקים במניה. על פי הצעתנו זו, חוות דעתו של המומחה החיצוני באשר למחיר הראוי בהצעת הרכש לא תחייב את בעל השליטה, והצעת הרכש תוכל להיות נמוכה או גבוהה יותר ממחיר זה. אנו סבורים כי חוות דעתו של המומחה החיצוני תאפשר מחד הליך מהיר יחסית של הצעת רכש, ומאידך תבלום במידה מסוימת הצעות רכש אופורטוניסטיות. הצעה זו אף צפויה להוביל לירידה במספרן של תביעות לסעד הערכה, שכן בעל השליטה יורתע מראש מהגשת הצעת רכש במחיר נמוך מקביעת המומחה החיצוני, ותובעים פוטנציאליים יתקשו לתבוע לאחר קביעת המומחה החיצוני שהמחיר בהצעה הוא הוגן. החסרונות של הצעה זו הם הגדלת הוצאות העסקה והארכת משך הזמן הנדרש להשלמת הצעת הרכש המלאה, חסרונות העלולים להרתיע כמה בעלי שליטה מלבצע עסקאות לחילוט מניות הציבור במקרים שבהם חילוט שכזה יהיה יעיל ונאות מבחינה כלכלית.

חלופה שנייה היא שכל הצעת רכש מלאה תצטרך תחילה לעמוד לדיון בוועדה מיוחדת ובלתי-תלויה מטעם הדירקטוריון, בדומה למנגנון המיזוג. דיון שכזה יוגבל בזמן, נאמר שלושה חודשים, ותוצאותיו – בין אם היה מחיר מומלץ ובין אם לאו – יפורסמו לציבור. לטעמנו חלופה זו היא מורכבת יותר מהחלופה הראשונה, אך היא גם מצמצמת עוד יותר את הפער שבין מנגנון המיזוג למנגנון הצעת הרכש המלאה, ברוח הפסיקה בדלאוור. החסרונות של חלופה זו הם הגדלת הוצאות העסקה והארכת משך הזמן הנחוץ להשלמת הצעת הרכש המלאה. ייתכן כי ניתן לצמצם חסרונות אלה באמצעות הטלת החובה להקמת ועדה מיוחדת רק לחברות גדולות שהיקף אחזקות הציבור בהן הוא ניכר.²⁴⁹

²⁴⁷ הצעותינו יכולות להיות מיושמות באמצעות תיקוני חקיקה כפי שנהוג בישראל, או לחלופין באמצעות חקיקה שיפוטית וקביעת סטנדרט לביקורת שיפוטית, כפי שנהוג בדלאוור שבארצות הברית.

²⁴⁸ השוו לתק' 16 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש). עוד נציין, כי כאשר מדובר בהצעת רכש מלאה מטעם החברה עצמה, כלומר בהצעת רכש עצמית, בית המשפט העליון מחייב הכנת חוות דעת הוגנות כאמור. ראו את עניין **כבירי שמיע**, לעיל ה"ש 24. לסקירה כללית בעניין חוות דעת הוגנות בארצות הברית, ראו גם: Steven M. Davidoff, *Fairness*, *Opinions*, 55 AM. U. L. REV. 1557 (2005).

²⁴⁹ לרעיון דומה באשר לעסקאות המיזוג, ראו חמדני וחנס "הגינות מלאה! עיון נוסף", לעיל ה"ש 52.

חלופה שלישית היא לחזק את היקף הביקורת השיפוטית של בית המשפט לאחר קבלת הצעת הרכש המלאה, בין היתר באמצעות ביטול סעיף 338(ג) לחוק ומתן היתר לכל בעלי המניות הניצעים לבקש סעד הערכה. מתן היתר לכלל הניצעים ולא רק למתנגדים לתבוע סעד הערכה צפוי להרתיע מראש בעלי שליטה מהגשת הצעות רכש אופורטוניסטיות ונמוכות מדי, מבלי לפגוע ביתרונות של מנגנון הצעת הרכש המלאה. לעומת זאת, החסרונות של חלופה זו הם החשש לעלייה בהוצאות משפטיות וערעור הוודאות העסקית, כיוון שהמחיר הסופי בעסקה עלול להיקבע רק בדיעבד. חסרונות אלו עלולים להרתיע כמה בעלי שליטה מביצוע חילוטם יעילים.

יחד עם ההחמרה המוצעת בכללי הצעת הרכש המלאה אנו רואים לנכון להציע גם הקלה – הפחתה בשיעור הרוב הנדרש לאישור ההצעה. לדעתנו, הפחתת שיעור הרוב הדרוש בהצעת הרכש לשיעור של 50% מקרב בעלי מניות המיעוט, כפי שנקבע במנגנון המיזוג בישראל, ככל הנראה איננה מתאימה בעת הזאת,²⁵⁰ בעיקר לנוכח ממצאנו על הפרמיה הנמוכה יחסית בהצעות הרכש המלאות בישראל. במקום זאת אנו מציעים להפחית את שיעור המניות הכללי הדרוש לאישור הצעת רכש מלאה מ- 95% ל- 90%, ובתנאי שרוב מקרב המיעוט אישר את ההצעה.²⁵¹ הפחתה כאמור בשיעור הרוב הנדרש היא אפשרית בהינתן ההחמרה אשר אנו מציעים בכללי הצעת הרכש, והיא רצויה כיוון שהיא תעודד את השימוש במנגנון זול ומהיר של הצעת הרכש במקרים נוספים. בארצות הברית ובאנגליה ישנם מנגנוני רכישה דומים (squeeze-out -1 short-form merger), אשר אף הם דורשים מבעלי השליטה להגיע לשיעור של 90% ממניות החברה לפני הרכישה הכפויה של שאר מניות הציבור, כך שההקלה המוצעת היא ברוח הפרקטיקה הנהוגה כיום בעולם.

לסיכום, המסקנה העיקרית של מחקרנו היא שיש לשכלל את מנגנון הצעת הרכש המלאה, תוך שימור השונות שבינה לבין מנגנון המיזוג. בנושא זה העלינו כמה הצעות לשינוי, אך ברי לנו כי מאמרנו הוא רק פתיח להמשך דיון יסודי וממצה על אופן האסדרה הראוי של הצעות רכש מלאות בישראל.

²⁵⁰ להצעה דומה, ראו גושן, לעיל ה"ש 11, בעמ' 407-408. ראו גם דברי הסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12), לעיל ה"ש 38. ברם, הצעה זו לא התקבלה בסופו של דבר במסגרת חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 390.

²⁵¹ תנאי נוסף זה בדבר הצורך באישור רוב בקרב המיעוט כבר קיים בס' 337(א) לחוק.