The Raymond Ackerman Family Chair in Israeli Corporate Governance

Working Paper No. 036

Alternative Venues for Going Private in Israel: Legal Analysis and Empirical Evidence

Barak Yarkoni
Tel-Aviv University

Beni Lauterbach
Bar-Ilan University

Yevgeny Mugerman
Bar-Ilan University

May 2021

החלופות להפיכת חברה ציבורית לפרטית: סקירה וניתוח משפטיים וממצאים אמפיריים

ברק ירקוני*, בני לאוטרבך**, יבנגי מוגרמן***

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

במחקר זה, אנו עומדים על ההבדלים המשמעותיים בין שלוש החלופות המשפטיות השונות, ומציגים את ההתלבטות של בתי המשפט בישראל, בארה"ב ובאירופה בסוגית החופש לעיצוב עסקאות חילוט המיעוט. לעמדתנו, הדין בישראל ביקש בעניין זה לחקות ולהידמות לדיני החברות בדלאוור. אולם, בפועל, בשל שינויים בדין האמריקני, הדין הישראלי אוחז כיום בתפיסה משפטית פורמלית השונה ורחוקה מהדין האמריקאי העדכני.

דיון משמעותי בסוגית החופש לעיצוב עסקאות לחילוט המיעוט מצריך גם בחינה של התוצאות בפועל של המסלולים השונים. לכן, ערכנו 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 אלו של הצעות המיזוג.

לבסוף, לטעמנו, המסקנה העולה מהמחקר היא כי יש צורך לשכלל את מנגנון הצעת הרכש המלאה. ברוח התיאוריה המשפטית העכשווית בארה"ב, אנו ממליצים לצמצם את ההבדלים בין הצעת רכש מלאה למיזוגי-חילוט.

במרבית החברות הציבוריות בישראל קיים בעל שליטה[1] או דבוקת שליטה המחזיקה במירב המניות.[2] מעת לעת, בעלי שליטה מבקשים לרכוש את כל יתרת המניות המוחזקות בידי הציבור,

---

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

** ראש הקתדרה ע"ש משפחת ריימונד אקרמן לממשל תאגידי בישראל, ביה"ס 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 לאסף חמדני ושרון חנס. כמו כן, אנו מודים לקתדרה ע"ש משפחת ריימונד אקרמן לממשל תאגידי בישראל על תמיכתה הכספית במחקר.

[1] לעניין משמעות המושג 'שליטה' ראו סעיפים 1 ו- 268 לחוק החברות, תשנ"ט-1999 (להלן: "**חוק החברות**" או "**החוק**"); יוסף גרוס **מושג ה"שליטה" והשלכותיו** (2003); יוסף גרוס "הניתן לשלוט על מושג ה"שליטה"?" **תאגידים** 1(4) 27- 41 (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 Entropy, "נייר עמדה - ממשל תאגידי מאוזן בחברות ללא גרעין שליטה" מרץ 2019, עמוד 5, https://www.entropy.co.il/wp-

במטרה להפוך את החברה הציבורית שבשליטתם לחברה 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 תלות באינטרסים של בעלי מניות אחרים.[5] מאידך, רכישת מלוא המניות עלולה לנבוע ממניעים אחרים, פחות לגיטימיים: בעל השליטה עלול לנצל את יתרון המידע שיש לו[6], על מנת לרכוש את מניות הציבור במחיר נמוך מידי.[7] בשנים האחרונות, ובמקביל למגמה עולמית בנושא, ניתן להבחין בפעילות גוברת של בעלי שליטה לבצע עסקאות לרכישה 'החוצה' של מניות המיעוט.[8]

ישנן מספר בעיות חוקיות ופרקטיות בדרך לרכישת כל מניות הציבור ומחיקת החברה מהבורסה. ראשית, חוק החברות בישראל אינו מאפשר לבעל שליטה לרכוש מעל 90% ממניות החברה הציבורית.[9] בעל שליטה המבקש להוסיף ולרכוש עוד מניות מעבר לשיעור זה, חייב לרכוש את כל יתרת המניות שבידי הציבור ביחד וברכישה אחת קבוצתית. שנית, דיני ניירות ערך עלולים לראות

---

content/uploads/2019/04/נייר-בנושא-חברות-ללא-גרעין-שליטה_מרץ-2019.pdf.

במחקר שנערך לשנים 1999 – 2011 (החופפות לשנים הנבחנות במחקר זה), בעל שליטה בישראל החזיק בממוצע 75% ממניות החברה הציבורית. ראו Meni Abudy and Beni Lauterbach, *Changes in controlling shareholders' holdings: Do they entail financial tunneling?* ADVANCES IN FINANCIAL ECONOMICS 18: 47-63. (2015). לפי נתוני הסקירה השנתית העדכנית של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, שיעור אחזקות הציבור הממוצע בישראל בשנת 2019 היה 59%. ברם, כיוון שנתון זה כולל גם את אחזקות הציבור בחברות ללא גרעין שליטה, שיעור אחזקות בעלי השליטה הנו גבוה מ- 41%. ראו סקירה שנתית של הבורסה לשנת 2019, פורסם באתר הבורסה, https://info.tase.co.il/Heb/Lists/gen_res/0133_annual_review/2019_annualreview_heb_accessible.PDF. ראו גם מורן אופיר "פרמית השליטה בעסקאות מיזוג מסוג going private", **משפט ועסקים** כ, 417- 440, 420- 421 (2017).

[3] בשפה האנגלית, הסדר זה מכונה בשמות רבים כגון take-outs או freeze-outs. ראו Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 Yale L.J. 2, 71 (2005), fn. 1. במאמר זה, בחרנו לכנות עסקה זו בשם 'חילוט המיעוט'. ראו גם עידו באום, טל וינטרויב, דנה מנחם-ינאי, "חופש העיצוב" במבחן המעשה: עסקאות Going Private בישראל מפרספקטיבת עורכי הדין" **ספר יורם דנציגר** 99- 131 (2019) (להלן: "**באום - חופש העיצוב**"), בהערת-שולים 1.

[4] גם כאשר אחזקות הציבור הן בשיעור מועט ואף זניח, החברה מחוייבת להמשיך ולפעול כחברה ציבורית ולשאת בעלויות והוצאות ניכרות. ראו לדוגמה שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" **הפרקליט** מז 104 (2003), בעמוד 115.

[5] Zohar Goshen and Assaf Hamdani *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*. 125 YALE L. J. 560 (2015).

[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 קאפח "שינויים באחזקות בעלי השליטה - עוד דרך להשגת טובות הנאה פרטיות?" **רבעון לכלכלה** 59 (1/4), (2012).

[8] בספרות הוצעו מספר סיבות אפשריות מדוע שיעור העסקאות לרכישת המיעוט הולך וגובר: (1) העליה בריכוזיות המשק האמריקני המקשה על המשך קיומן של חברות ציבוריות קטנות (המשמשות מטרות נוחות להשתלטות עויינת); (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, and Zhongyan Zhu, *Where Have all the IPOs Gone?* JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS 48(6) 1663-1692 (2013); Kathleen M. Kahle & René M. Stulz, *Is the US Public Corporation in Trouble?* JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES 31(3) 67-88 (2017); Craig Doidge, K. Kahle, A. Karolyi and R. Stulz, *Eclipse of the Public Corporation or Eclipse of the Public Markets?* JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE 30(1) 8-16 (2018).

[9] ראו סעיף 336 לחוק. לכך יש להוסיף גם את דרישות ההון והוראות השימור של הבורסה עצמה. ראו הבורסה לניירות ערך בתל אביב, "מדריך לחברות הפסקות מסחר וכללי שימור - החלק הרביעי לתקנון" פורסם באתר הבורסה. לעניין זה נציין כי מחיקת החברה מהבורסה או העברתה לרשימת השימור יכולה לשמש כאמצעי לחץ על בעלי מניות המיעוט לשם הורדת מחיר מניותיהם ברכישה עתידית. ראו למשל ת"צ (ת"א) 7477-10-11 **גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ** (פורסם בנבו, 27.3.2016).

ברכישה סדרתית של מניות כהצעת רכש הכפופה לדיני ניירות ערך.[10] שלישית, גם אם ניתן היה לרכוש את המניות מידי הציבור בעסקאות נפרדות, מבחינה פרקטית בעל שליטה כנראה לעולם לא יצליח לרכוש כך את מלוא מניות הציבור. זאת כיוון שמניות חברה ציבורית מוחזקות בידי ציבור רחב ומפוזר מאד של בעלי מניות שונים ומגוונים. לעיתים, זהות בעלי המניות אינה ידועה או קיים 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' מצד 100% מבעלי המניות מהציבור לרכישת כל מניותיהם היא בפועל בלתי אפשרית, ולפיכך עלולה לסכל ולהכשיל עסקאות טובות רבות.[12]

מכאן, שעסקת 'going-private' לרכישת כל מניות הציבור ולהפיכת חברה ציבורית לפרטית, אינה יכולה להתבצע לפי כללי המסחר הרגילים של רצון חופשי והסכמה 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 בכפיה את כל יתרת המניות המוחזקת בידי הציבור, כולל מידי בעלי מניות אשר מסרבים ומתנגדים לרכישה זו. לשם כך נדרשת כמובן הסמכה בחוק. כלומר, יצירת הסדר חוקי או מסלול משפטי המאפשר לבעל השליטה, אם עמד בתנאים מסוימים, לרכוש את כל יתרת המניות המוחזקות בידי הציבור, כולל מידי בעלי מניות שלא הסכימו לכך.[13]

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 משפט.[14] שימוש בכל אחד משלושת ההסדרים המשפטים הללו יאפשר לבעל השליטה להשיג את מבוקשו: רכישה של כל המניות שבידי הציבור והפיכת החברה הציבורית לפרטית.

מאמר זה מבקש לבחון את ההשלכות של החופש של בעל השליטה לבחור את ההסדר המשפטי הנוח עבורו לרכישת מניות המיעוט, מבחינה משפטית ואמפירית. הפרק הראשון יתאר את שלושת השיטות וישווה ביניהן. הפרק השני ינתח משפטית את עמדת הדין בישראל, בארה"ב, ובמקומות אחרים בעולם, ביחס לשאלת היכולת של בעל השליטה לבחור מבין מסלולי רכישה שונים. הפרק השלישי יבחן את השימוש המעשי בשיטות אלה ותוצאותיו על בסיס מדגם גדול של 349 ניסיונות להפיכת חברה ציבורית לפרטית בשני העשורים האחרונים בישראל, ניסיונות אודותיהם שאבנו מידע ממערכת "מאיה" של הבורסה לניירות ערך. הפרק הרביעי יסכם את הלקחים, וימליץ על כיוון אפשרי לתיקון החוק בעתיד.

---

[10] ראו תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס – 2000 (להלן: "**תקנות הצעות רכש**"). [להפנות גם לעמודים בספר של ימיני]

[11] זהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" **משפטים** לב(2) 381- 418, 407 (2002).

[12] זוהר גושן, "הצבעה אסטרטגית בדיני-חברות: מדיקטטורה לדמוקרטיה" **משפטים** כג 109 (1995).

[13] Elliott J. Weiss. *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective*, 56 NYUL REV. 624 (1981).

[14] קיימת 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 ברות השוואה ליתר השיטות לחילוט המיעוט, והן אינן נסקרות פה.

פרק ראשון:
שלושה מסלולים שונים לרכישת כל מניות המיעוט

בפרק זה אנו נראה כי עסקת going-private לרכישת כל מניות המיעוט והפיכת החברה לפרטית, ניתן לבצע בישראל באמצעות שלושה מסלולים או שלוש טכניקות משפטיות שונות: הצעת רכש מלאה, מיזוג משולש הפכי, והסדר בבית המשפט. אנו נציג את שלושת המסלולים הללו ונצביע על ההבדלים המשפטיים המשמעותיים ביניהם.

(1) <u>הצעת רכש מלאה</u>

הצעת רכש מלאה היא לכאורה המסלול המרכזי או הטכניקה העיקרית בחוק החברות[15] לרכישת מניות המיעוט. להסדר המשפטי של הצעת הרכש המלאה יש למעשה שלושה פנים: פן אחד הינו האיסור על בעל השליטה להחזיק מניות בשיעור העולה על 90%. איסור זה נועד להגן על בעלי מניות המיעוט מפני מצב בו יהפכו למיעוט זניח בחברה ציבורית.[16] הפן השני הנו ההסדר המשפטי לרכישה של כל מניות המיעוט (כולל רכישה כפויה) באמצעות מנגנון הצעת הרכש המלאה.[17] הפן השלישי הנו 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 בכפיה.[18]

על פי מנגנון הצעת הרכש המלאה, בעל השליטה מפרסם הצעת רכש לרכישת כל מניות החברה המוחזקות בידי הציבור.[19] הליך הצעת הרכש המלאה כפוף הן להוראות חוק החברות והן לדיני ניירות ערך ולתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס- 2000.[20] כך, בין היתר, נדרש מציע הצעת הרכש, בעל השליטה[21] או החברה עצמה,[22] לגלות ולצרף להצעת הרכש המלאה מפרט ערוך כדין. אין בדין חובה לצרף ולהגיש לבעלי המניות הניצעים חוות דעת כלכלית לגבי הוגנות התמורה[23], ברם

---

[15] לפי נוסח לשון סעיף 336 לחוק ניתן 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, לפיה ניתן לרכוש את כל מניות החברה הציבורית במגוון דרכים. ראו הדיון בפרק השני להלן.

[16] סעיפים 336 ו- 340 לחוק.

[17] סעיפים 337 ו- 339 לחוק.

[18] סעיף 338 לחוק.

[19] מבחינה פורמלית, הצעת הרכש המלאה צריכה להיות מופנית אל כלל בעלי המניות בחברה ובעל השליטה נדרש לרכוש את כל מניות החברה. ברם בפועל, בעל השליטה אינו מבקש לרכוש את כל מניות החברה, שכן הרוב הגדול של מניות החברה כבר נמצא בידי בעל השליטה עצמו או בידי חברות בשליטתו או בידי מי מטעמו של בעל השליטה או בידי החברה או בידי חברות בנות בשליטתה. בפועל, הצעת רכש המלאה מטעם בעל השליטה מופנית רק כלפי בעלי מניות מן הציבור והיא מבקשת לרכוש רק את המניות המוחזקות בידיהם.

[20] להלן: "**תקנות הצעות הרכש**".

[21] בעל השליטה רשאי להגיש את הצעת הרכש המלאה יחד עם מספר בעלי מניות ובעלי ענין נוספים. ראו רשות ניירות ערך <u>החלטה 102-5: התקשרות של מספר אנשים לצורך ביצוע הצעת רכש מלאה</u> (2005), פורסם באתר הרשות.

[22] ראו ע"א 3136/14 **יעל כבירי שמיע נ' אי.די.בי. חברה לפיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, 28.1.2016).

[23] אם המציע בחר מיוזמתו לצרף חוות דעת כאמור, עליה להיות ערוכה בהתאם לתקנות. ראו תקנה 16א לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס- 2000.

בתי המשפט ממליצים לצרף חוות דעת כאמור.[24]

שיעור הרוב הנדרש

לאחר שהצעת הרכש המלאה מתפרסמת, בעלי המניות מן הציבור צריכים להחליט האם לשלוח הודעת קיבול וכך להיענות בחיוב להצעה, או להימנע מכך. על מנת שהצעת הרכש המלאה תתקבל, חוק החברות דורש שרוב מקרב בעלי מניות המיעוט יענה בחיוב להצעה, ובנוסף, ששיעור המניות שלא נענו להצעה יהיה נמוך מ- 5%.[25] כלומר, נדרש שבעלי מניות המחזיקים מעל 95% מכלל מניות החברה (כולל בעל השליטה) יענו להצעת הרכש המלאה.

שלוש הערות חשובות לעניין שיעור הרוב הדרוש לקבלת הצעת רכש מלאה. הראשונה, הסף של 95% כולל גם את אחזקות בעל השליטה עצמו. לכן, אם בעל השליטה מחזיק בשיעור של $x\%$ ממניות החברה הציבורית ערב הצעת הרכש, אזי שיעור הרוב הנדרש מקרב המיעוט לצורך הצלחת הצעת הרכש המלאה הינו $\frac{95-x}{100-x}$ לפחות. לדוגמה, אם בעל שליטה מחזיק 75% ממניות החברה ערב הצעת הרכש, והוא מעוניין לרכוש את כל יתרת המניות, אזי על מנת שהצעת הרכש המלאה מטעמו תתקבל, נדרש כי 80% מקרב בעלי מניות המיעוט יענו לה בחיוב. שיעור רוב שכזה הנו שיעור רוב מיוחס וגבוה משמעותית משיעורי הרוב הנדרשים במסלולי הרכישה האחרים.

הערה שניה לעניין שיעור הרוב הנדרש היא כי בדרך-כלל מקובל למנות שיעור רוב בהצבעה לפי שיעור רוב יחסי (plurality). כלומר, למנות את שיעור המצביעים מקרב בעלי המניות שהצביעו בפועל. ברם, בהצעת רכש מלאה, חוק החברות דורש שיעור היענות מקרב כלל בעלי המניות בחברה (majority), כולל בעלי מניות אשר לא 'הצביעו' בכלל. כלומר, כל בעל מניות פסיבי שנמנע מכל פעולה ולא שלח הודעת קיבול מכל סיבה שהיא, נחשב כמתנגד להצעה.

לבסוף, הערה שלישית, סעיף 337(א) לחוק החברות מוסיף ודורש כי להצעת הרכש המלאה יענו לפחות רוב מקרב בעלי מניות המיעוט נטולי עניין אישי בהצעת הרכש. ברם, סעיף 337(א1) לחוק מאפשר לעקוף דרישה זו לרוב מקרב המיעוט, במידה ושיעור בעלי המניות שלא נענה להצעה נמוך מ- 2%.[26]

פיקוח ובקרה מצד בית המשפט

הצעת רכש מלאה המוצעת מטעם בעל שליטה אינה מערבת באופן פורמלי את החברה עצמה. לחברי

---

[24] ראו ת"צ (ת"א) 36604-02-10 **דניאל מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ** (פורסם בנבו, 21.12.2015). כמו כן, במסגרת ע"א 3136/14 **יעל כבירי שמיע נ' אי.די.בי. חברה לפיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, 28.1.2016), בית המשפט העליון קבע כי לעניין הצעת רכש מלאה עצמית, חובה על החברה להכין ולהסתמך על הערכת שווי כאמור.

[25] ראו נוסח סעיף 337(א) לחוק.

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

הדירקטוריון אין תפקיד מוגדר בה והם אינם נדרשים לחוות את דעתם[27] בקשר אליה.[28] המשמעות המשפטית של הבחנה זו היא שחברי הדירקטוריון אינם כפופים לחובות אמון, והפיקוח והבקרה השיפוטית על הצעות רכש מלאות נעשה רק לאחר קבלת העסקה ובאמצעות הגשת תביעה לסעד הערכה בלבד.[29]

כאמור, לאחר קבלת הצעת הרכש המלאה, בעל השליטה רוכש את כל מניות החברה המוחזקות בידי הציבור, כולל מידי בעלי מניות שלא נענו להצעה[30] והחברה הציבורית הופכת לפרטית.[31] 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.[32] בעבר וטרם תיקון 16 לחוק החברות,[33] ניתן היה להגיש תביעות לסעד הערכה בשם כל בעלי המניות מהציבור, לרבות בעלי מניות שנענו בחיוב להצעת הרכש. מצב זה עורר ביקורת.[34] כיום, סעיף 338(ג) לחוק מאפשר למציע לקבוע במפרט הצעת הרכש המלאה כי ניצע שנענה בחיוב להצעת הרכש לא יוכל עוד להגיש תביעה לסעד הערכה,[35] וזאת 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, כלומר קבוצה קטנה יחסית בת 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 מבוצעת בין שתי חברות מתמזגות, האחת מוגדרת כחברה "קולטת" והשניה כחברת "יעד". שתי החברות המתמזגות חותמות על הסכם למיזוג, הכפוף לאישור הדירקטוריון ולאישור האספה הכללית בכל אחת מהחברת המתמזגות.[36] להסכם המיזוג יש שני פנים, פן נכסי ופן הוני.[37] הפן הנכסי משמעותו שכל הנכסים, הזכויות

---

[27] השוו לסעיף 329 לחוק, שם המחוקק הדורש את חוות דעת הדירקטוריון ביחס להצעת רכש מיוחדת.

[28] יש הסוברים כי לחברי הדירקטוריון יש זכות ואולי אף חובה להיות מעורבים בהליך הצעת רכש מלאה, אולם לנוכח שתיקת המחוקק הפרקטיקה המקובלת היא שחברי הדירקטוריון נותרים פאסיביים. ראו גם אסף חמדני, מיזוג והצעת רכש מלאה לאור תיקון מס' 3 לחוק החברות, **תאגידים** ב/3 (2005), עמודים 110, 122- 128 ; אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401 (2008), בעמוד 409 ; הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני "הצעת רכש מלאה : סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה" **תאגידים** ו/3 56 (2009), עמודים 70- 71.

[29] ע"א 3136/14 **יעל כבירי שמיע נ' אי.די.בי. חברה לפיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, 28.1.2016), סעיפים 48 -55 לפסק הדין של השופט י' עמית.

[30] סיפא סעיף 337(א) לחוק.

[31] סעיף 339 לחוק.

[32] סעיף 338 לחוק.

[33] חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 2281. ראו גם את דברי ההסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010, ה"ח 496, 566, בסעיף 37 בעמוד 581. ליוזמה מוקדמת יותר לתיקון זה ראו הצעת חוק החברות (תיקון), התשס"ב-2002, ה"ח 3132, 638, בסעיף 65 בעמוד 652.

[34] ראו ע"א 10406/06 **דן עצמון נ' בנק הפועלים** (פורסם בנבו, 28.12.2009), סעיף 42 לפסק הדין ולהפניות שם.

[35] בכפוף לכך כי המציע אמנם פרסם כראוי מידע מלא לגבי ההצעה. ראו סעיף 338(ד) לחוק.

[36] סעיף 314 לחוק.

[37] ראו שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" **הפרקליט** מז 104 (2003), סיפא עמוד 107 ; אסף חמדני "מיזוג והצעת רכש מלאה לאור תיקון מס' 3 לחוק החברות" **תאגידים** 2(3) 110 (2005), שם בעמוד 112 ; ברם, לעמדת חמדני המחוקק בתיקון מס' 3 לחוק החברות זנח את הפן הנכסי של עסקת המיזוג ובחר להתמקד רק בפן ההוני בלבד של עסקה זו, שם בעמוד 113.

וההתחייבויות של חברת היעד יועברו אל החברה הקולטת[38], וחברת היעד תתחסל ותמחק מהרישום ברשם החברות.[39] הפן ההוני של הסכם המיזוג הנו האפשרות לבצע רה-ארגון במבנה ההון בכל אחת מהחברות המתמזגות, כפי שנקבע בתנאי ההסכם.

המונח "מיזוג" הנו מונח משפטי גמיש ורב גוני.[40] באמצעות הסכם המיזוג ניתן לממש ולבצע כמעט כל תוצאה עסקית או כל שינוי מבוקש במבנה ההון של החברה.[41] למעשה, קיימת גישה משפטית הסוברת שעסקת מיזוג היא כל פעולה, עסקה, רה-ארגון או כל הסדר אחר, אשר החברה מחליטה להכריז עליו כעל "מיזוג" ומבקשת להחיל עליו את הוראות המיזוג.[42] עם השנים, נהפך הסדר המיזוג לכלי מרכזי לחילוט ולרכישה החוצה של מניות המיעוט בחברה ציבורית, כאשר הדרך המרכזית לעשות זאת היא באמצעות מיזוג משולש הפכי (reverse-triangular merger).

מיזוג משולש הפכי

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. ברם, 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 שכזאת, ניתן לבצע מיזוג משולש (triangular merger). בהסדר של מיזוג משולש, בעלת השליטה אינה מבצעת את המיזוג בעצמה אלא באמצעות חברת בת בבעלותה המלאה.[43] בעלת השליטה מקימה בדרך כלל חברת-בת חדשה, וחברת הבת היא זו שמתמזגת עם חברת המטרה. כתוצאה מהמיזוג 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 הנו 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, ניתן לעשות שימוש בהסדר של מיזוג משולש 'הפכי'.[44]

---

[38] ראו הגדרת המיזוג להלן.

[39] ראו סעיף 323 לחוק.

[40] סעיף 1 לחוק החברות מגדיר עסקת מיזוג כך: "'מיזוג', לענין החלק השמיני - העברה של כלל הנכסים והחיובים, לרבות חיובים מותנים, עתידיים, ידועים ובלתי ידועים, של חברת יעד לחברה קולטת, אשר כתוצאה ממנה מתחסלת חברת היעד, בהתאם לסעיף 323. ברם, כאמור להלן, נראה כי הגדרה זו בחוק החברות כלל אינה ממצה. השוו גם להגדרת "מיזוג" בסעיף 103 לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש] ולהגדרת "מיזוג חברות" בסעיף 1 לחוק ההגבלים העסקיים, תשמ"ח-1988.

[41] למעשה, אף אין כל צורך בשתי חברות מתמזגות ובפועל מספיקה חברה אחת לביצוע מיזוג ורה-ארגון, כאשר החברה הנוספת מוקמת רק לצורכי עריכת הסדר המיזוג ומתחסלת בסופו.

[42] זאת הגישה בבתי המשפט של דלאוור. ראו הדיון בדוקרטרינת 'משמעות משפטית עצמאית' בשער השלישי להלן.

[43] בדרך כלל, ערב המיזוג הרוכשת מקימה ורושמת חברה חדשה, ריקה מנכסים ומפעילות, רק לצורך ביצוע הליך המיזוג המשולש ההפכי. חייה של חברה 'יעודית' זו קצרים: היא מוקמת ומיד לאחר מכן מתמזגת במיזוג הפוך ונעלמת מהעולם. התכלית היחידה שלה היא למלא צורך טכני ופורמלי לחלוטין, לשמש כחברת יעד במיזוג משולש הפכי.

[44] ה"פ (ת"א) 786/07 **נפתלי שני נ' מלם מערכות בע"מ** (פורסם בנבו, 21.10.2007). ראו גם: שרון חנס ועמרי ידלין, "על מיזוג, מיזוג הפכי ורכישה בחוק החברות, **הפרקליט** מז (א) 104 (2003). ראו גם חגית בלייברג ואסף לוין, "ביצוע עסקת מיזוג הופכי באמצעות כללי המיזוג הסטטוטוריים" **תאגידים** 4(3) 67 (2007).

במהלך המיזוג המשולש ההפכי, בעלת השליטה מקימה חברת בת ייעודית לצורכי העסקה בלבד; בעלת השליטה מעבירה את התמורה בעסקה לקופת חברת הבת הייעודית; וחברת הבת הייעודית מתקשרת בהסכם מיזוג הפכי עם החברה הציבורית. כתוצאה מהמיזוג ההפכי, חברת הבת הייעודית מתחסלת ובעלי המניות בחברה הציבורית מאבדים את מניותיהם ומקבלים במקומן את התמורה בהסכם. בעלת השליטה הופכת לבעלת כל המניות של החברה הציבורית.

הסדר המיזוג המשולש ההפכי מאפשר לבעלת השליטה לרכוש את כל מניות הציבור בחברת המטרה ולהפוך אותה לחברת בת בבעלותה המלאה, ללא צורת במיזוג ממש של החברה הציבורית.

אישור המיזוג במנגנוני החברה ומו"מ של הועדה המיוחדת

סעיפים 314- 316 לחוק קובעים כי הסכם המיזוג יאושר על ידי דירקטוריון החברה. סעיף 278 לחוק מוסיף וקובע כי בעת ההצבעה בדירקטוריון, דירקטור אשר יש לו עניין אישי בעסקה חייב להימנע מלהשתתף בהצבעה. מכאן כי על בעל השליטה עצמו כמו גם על דירקטורים אחרים בעלי עניין אישי[45] בעסקה, להימנע מלהשתתף בהצבעה בדירקטוריון בעת אישור המיזוג.

בנוסף ומעבר לדרישות סעיפי החוק לעיל, בעניין **כהנא נ' כימצ'ינה**[46], המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב הוסיפה וקבעה כי במיזוג עם בעל השליטה נדרשת החברה לנהל הליך של משא ומתן מול בעל השליטה, באמצעות וועדה מיוחדת של דירקטורים עצמאיים ובלתי תלויים בבעל השליטה (special committee).[47] לאחר החלטה זו, חוק החברות תוקן בעניין זה והוסף סעיף 117(1ב) לחוק המחייב את וועדת הביקורת לקיים הליך תחרותי לעסקאות חריגות.[48]

שיעור הרוב הנדרש

על פי סעיף 320(ג) לחוק, במיזוג שבו מניות חברה אחת מוחזקות על ידי החברה המתמזגת האחרת או על ידי בעל השליטה בה[49], כפוף המיזוג גם לאישור רוב מקרב בעלי המניות בחברה שאינם החברה המתמזגת האחרת או בעל השליטה בה (כלומר, אישור רוב מקרב המיעוט). לפי סעיף 320(ד) לחוק, אם קיים אותו בעל שליטה בשתי חברות מתמזגות, אזי המיזוג כפוף לאישור המיעוט בכל אחת מהחברות המתמזגות. לפי סעיף 320(ו) לחוק, עסקת מיזוג שהיא עסקה חריגה עם בעל השליטה בה לפי סעיף 270(4) לחוק, יחולו עליה הוראות סעיף 275 לחוק. לפיכך, עסקת מיזוג של חברה עם בעל השליטה בה, כפופה הן לאישור המיעוט על פי דיני המיזוג והן ל'אישור משולש' על פי כללי עסקאות בעלי ענין במידה ועסקת המיזוג הינה אכן חריגה.

---

[45] על פי הפסיקה, על מנת לקבוע קיומו של 'ענין אישי', נדרש בית המשפט לקבוע האם אצל דירקטור מסוים קיימת 'זיקה עודפת מהותית' היוצרת חשש ממשי להטיית שיקול הדעת המקצועי. ראו ע"פ 3891/04 **אייזנברג נ' מ"י**, פ"ד ס(1) 294 (2005).

[46] ת"צ (ת"א) 26809-01-11 **כהנא נ' מכתשים-אגן** (פורסם בנבו, 15.5.2011).

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

[48] תיקון 22 לחוק החברות, התשנ"ט- 1999, שנקבע במסגרת החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד- 2013. לניתוח משמעותה של דרישה זו, ראו להלן.

[49] סעיף 320(ג) מגדיר לענייננו בעל שליטה כ- "אדם המחזיק בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מסוג כלשהו של אמצעי שליטה בחברה המתמזגת האחרת".

יחד עם זאת, יש להעיר כי סעיף 321 לחוק מאפשר לבית המשפט להתעלם מדרישת הרוב המיוחדות שנקבעו בסעיף 320(ג) לחוק ולאשר מיזוג עם בעל השליטה ברוב רגיל בלבד, ללא רוב מיוחד של המיעוט, אם בית המשפט שוכנע כי התמורה שהתקבלה במיזוג היא אמנם הוגנת וסבירה. לשון סעיף 321 קובעת כי בית המשפט רשאי להתעלם מדרישת רוב המיעוט כאשר מדובר במיזוג לפי סעיף 320(ג) לחוק. ברם, לא ברור מסעיף 321 האמור האם בית המשפט יהיה רשאי לפטור את החברה מהדרישה לאישור רוב המיעוט גם כאשר מדובר במיזוג לפי סעיפים אחרים, כגון סעיף 320(ד) לחוק. כך גם לא ברור האם בית המשפט רשאי לפטור את החברה מהדרישה ל'אישור משולש' בעסקת מיזוג חריגה עם בעל השליטה הנערכת לפי סעיפים 320(ו) ו- 275 לחוק.[50]

פיקוח ובקרה מצד בית המשפט

הסכם המיזוג מהווה כאמור עסקה של החברה ונדרש להיות מאושר על ידי דירקטוריון החברה. חברי דירקטוריון אשר אישרו את הסכם המיזוג מול בעל השליטה יהיו חשופים לתביעה ולביקורת שיפוטית בגין אישור עסקה בניגוד אינטרסים.[51] בעלי מניות מן הציבור רשאים לפנות לבית המשפט בטענה כי עסקת המיזוג נעשתה תוך הפרת חובות אמון מצד נושאי משרה או מצד בעל השליטה.[52] כיוון שעסקת המיזוג עם בעל השליטה היא עסקה בניגוד אינטרסים, אזי נושאי המשרה כפופים לסטנדרט ביקורת שיפוטי מחמיר מסוג 'הגינות מלאה'.[53] תביעה כנגד אישור המיזוג מוגשת בדרך כלל במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית מטעם קבוצת כל בעלי מניות בחברה, כולל בעלי מניות שתמכו בעסקה.[54] כך שהיקפן הכספי של תביעות אלו הנו משמעותי יותר.

על מנת לרכך או אף להדוף את הביקורת השיפוטית המחמירה כנגד הסכם המיזוג, פסיקת בתי המשפט דורשת כאמור את הקמתה של וועדה 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') ובנוסף גם מילאה אחר הוראות הפסיקה והקימה וועדה מיוחדת לניהול משא ומתן מול בעל השליטה, האם אז 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?

בארה"ב, בית המשפט העליון של מדינת דלאוור קבע בהלכת **MFW**[55] כי עסקת מיזוג-חילוט בין החברה לבין בעל השליטה אשר הוכפפה מראש למנגנון ההגנה הכפול של אישור רוב המיעוט וגם לניהול משא ומתן על ידי וועדה מיוחדת, תזכה להגנת כלל שיקול הדעת העסקי. בישראל, פסק הדין של בית המשפט העליון בפרשת **אלוביץ**[56] קבע כי כנקודת מוצא, בית המשפט אינו מתערב בעסקאות

---

[50] למקרה דומה ראו ת.א. (ת"א) 59159-05-15 **בנק לאומי נ' שומר** (פורסם בנבו, 6.10.2015).

[51] ראו אסף חמדני, שרון חנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית" **משפט ועסקים** ט 75 (2008); אסף חמדני, שרון חנס, "הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" **משפטים** מז 761 (2018).

[52] נושאי המשרה כפופים לחובות אמון מסוג זהירות ואמונים (סעיפים 252 – 257 לחוק) ואילו בעל השליטה כפוף לחובות אמון מסוג הגינות (סעיף 193 לחוק). ראו והשוו עמיר ליכט, **דיני אמונאות – חובות האמון בתאגיד ובדין הכללי** (2013).

[53] ראו ה"ש 51 לעיל.

[54] ראו ת"צ (ת"א) 40404-03-16 **שרון עצמון נ' אסם השקעות בע"מ** (פורסם בנבו, 4.8.2020).

[55] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).

[56] ע"א 7735/14 **אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ** (פורסם בנבו, 28.12.2016).

שאושרו על פי המנגנון הקבוע בחוק. לאחר שעסקה צלחה את מנגנוני האישור הקבועים בחוק, ההנחה המקדמית והלכאורית לגביה היא כי הפוטנציאל המזיק של ניגוד העניינים נוטרל. החוק אמנם מותיר בידי בית המשפט סמכות מהותית להתערב בעסקה אשר אושרה כחוק אם היא בניגוד לטובת החברה, אולם בית המשפט יעשה שימוש בסמכותו זו במקרים חריגים בלבד ובמשורה, ונטל הוכחה כבד מוטל על התובע.[57] מאוחר יותר, בפרשת מיזוג **אסם**[58] השופטת רות רונן קבעה כי במידה והמיזוג אושר כדין הן על ידי וועדה מיוחדת והן על ידי רוב מיודע של בעלי מניות המיעוט, בית המשפט לא יתערב בשיקול דעת החברה וידחה את תביעת בעלי המניות.

(3) הסדר בבית משפט

מסלול נוסף ונפוץ בשוק הישראלי לביצוע עסקאות מיזוג ורכישה הוא עריכת הסדר בבית המשפט לפי סעיפים 350 ו- 351 לחוק החברות. במקורו, ההסדר בסעיף 350 לחוק נועד בעיקר לביצוע הסדרי חוב והליכי הבראה בחברות אשר נקלעו לקשיים.[59] 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, ההסדר בבית המשפט[60] היה האמצעי המשפטי העיקרי לביצוע הסדרי מיזוג ורכישה.[61] עד היום, ההסדר בבית המשפט הנו הסדר נפוץ[62] המשמש כ'הסדר סל'[63] באמצעותו ניתן לבצע כמעט כל סוג של עסקת מיזוג או רכישה, לרבות רכישה כפויה[64] של מניות המיעוט מבעלי מניות המתנגדים לכך.[65]

אישור, פיקוח ובקרה מצד בית המשפט

עסקה המבוצעת באמצעות הסדר בבית המשפט זוכה לליווי, פיקוח ובקרה מצד בית המשפט. מתכונת ההסדר בבית המשפט היא, בשלב ראשון, פניה אל בית המשפט בבקשה כי יורה על כינוס אספת בעלי מניות (או אסיפות סוג, ראו להלן) לצורך אישור מתווה העסקה. במידה ובית המשפט מחליט לאשר את הבקשה,[66] אסיפה בעלי המניות (או אסיפות הסוג) מתכנסת לאישור ההסדר

---

[57] סעיפים 85 ו- 86 לפסק הדין של השופט י' עמית, שם. ראו גם דנ"א 1380/17 **אילן ורדניקוב נ' שאול אלוביץ** (פורסם בנבו, 30.8.2017).

[58] ת"צ (ת"א) 40404-03-16 **שרון עצמון נ' אסם השקעות בע"מ** (פורסם בנבו, 4.8.2020).

[59] סעיפים 350 ו- 351 מצויים בפרק השלישי לחלק התשיעי לחוק החברות, פרק אשר עד לחקיקת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018 עסק בהסדרי פשרה והבראה בחברות.

[60], לפי סעיפים 233 ו- 234 לפקודת החברות [נוסח חדש], תשמ"ג- 1983, אשר להם היה נוסח דומה.

[61] דברי ההסבר להצעת חוק החברות, בעמוד 122, שם; אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401 (2008), ה"ש 68 בע' 423.

[62] ראו ממצאי הפרק השלישי להלן. ראו גם חגית בלייברג ואסף לוין "מיזוג לפי סעיפים 351-350 לחוק החברות (בעקבות פסק-הדין בעניין מלם מערכות בע"מ) **תאגידים** ה(1) 29 (2008); חגית בלייברג ואסף לוין "סעיף 350 לחוק החברות – מחשבות באשר להוראות הכלליות; השימוש בהוראות סעיפים 350 ו 351- לחוק כחלופה יעילה למנגנוני העסקאות המובנים בחוק" **תאגידים** ח 82 (2011).

[63] בש"א (ת"א) 109717/98 **ממקו תוכנה בע"מ נ' רשם החברות** (פורסם בנבו, 4.3.1999); בש"א (ת"א) 4139/01 **קבוצת כרמל השקעות בע"מ נ' הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ** (פורסם בנבו, 21.06.2001).

[64] ראו יחיאל בהט "כפייה על קבוצה מתנגדת בהסדר על־פי סעיף 233 לפקודת החברות" **עיוני משפט** יז(2) 459 (1992).

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

[66] סמכות בית המשפט לכינוס אסיפות היא סמכות בשיקול דעת. ראו לדוגמה פש"ר (ת"א) 2146/01 (בש"א 4314/02) **אלישרא מערכות אלקטרוניות נ' הפניקס הישראלי חברה לביטוח** (פורסם בתקדין, 11.04.2002) ("סמכותו של בית המשפט לכנס אספה של בעלי-מניות לצורך אישור ההסדר על ידי החברה היא סמכות שבשיקול-דעת ואין זו סמכות שבחובה.").

המוצע, ברוב הנדרש בחוק. לאחר אישור ההסדר באספת בעלי המניות, מוגשת בקשה נוספת אל בית 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 ולבקר על תנאי העסקה: בשלב הדיון בבקשה לכינוס אסיפות, ובשלב הדיון בבקשה לאישור ההסדר עצמו.

שיעור הרוב הנדרש

לפי סעיף 350(ט) לחוק, אסיפת בעלי מניות (או אסיפת סוג) נדרשת לאשר את ההסדר המוצע גם ב"רוב מספרי" פשוט של 50% מקרב מספר בעלי המניות המשתתפים באסיפה, וגם ב"רוב אחזקות" מיוחס של 75% מקרב אחזקות בעלי המניות המשתתפים באסיפה.

שיעור רוב כפול ומיוחד שכזה הנו שיעור רוב יוצא דופן. הדרישה לרוב מספרי של הנוכחים בהצבעה נדמת כדרישה אנכרוניסטית.[67] הדרישה לרוב מיוחס (75%) מקרב זכויות ההצבעה בחברה חורגת מהדרישה המקובלת הנהוגה בדיני החברות[68] או בדיני מיזוגים ורכישות בפרט[69] לרוב רגיל ופשוט. יש להניח כי הסיבה לדרישת רוב מיוחדת זו מקורה בהוראות דומות בדיני חדלות הפירעון.[70]

יש לציין כי במקרים אחרים בהם המחוקק דורש אישור מיוחד של המיעוט לעסקה, נקבעה גם מעין "פסקת התגברות" או מנגנון כפיה (cramdown), המאפשר בנסיבות מסוימות לכפות הסדר הוגן למרות שקבוצת מיעוט מתנגדת לו. מנגנון כפיה שכזה קיים בהסדר המיזוג[71] ובחוק חדלות פירעון העוסק כאמור בהסדרים דומים.[72] ברם, ההסדר בבית משפט לפי סעיפים 350 ו- 351 לחוק אינו כולל מנגנון דומה לכפית ההסדר על מיעוט מתנגד.[73]

חלוקה לאסיפות סוג

כאשר לבית המשפט מוגשת בקשה לכינוס אסיפת בעלי מניות, סעיף 350(א1) לחוק קובע כי בית המשפט רשאי להורות על כינוס אסיפה אחת או על מספר אסיפות סוג נפרדות לכל סוג של בעלי

---

[67] ראו למשל אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401, 424 (2008); דוד האן **דיני חדלות פירעון**, 704 (2009). עוד נציין כי בטיוטת תזכיר החוק לתיקון חוק החברות (תיקון - הבראת חברות), התש"ע - 2010, משרד המשפטים יזם לבטל את דרישת הרוב המספרי ולהותיר על כנה רק את דרישת הרוב המיוחס של שיעורי האחזקה. ברם, יוזמה זו לא התקבלה בסופו של דבר והושמטה מנוסח הצעת החוק. יתרה מכך, דרישת הרוב המספרי אף אומצה לאחרונה במסגרת סעיף 85 לחוק חדלות חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018. ראו גם דברי ההסבר להצעת הצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו- 2016, הצ"ח ממשלה 1027 (2.3.2016), בעמוד 652: "הדרישה לרוב מקרב המצביעים נועדה למנוע מנושה או מכמה נושים בעלי היקף נשייה משמעותי להחליט באופן בלעדי על תוצאות האסיפה.".

[68] חוק החברות החדש אימץ את הגישה העקרונית לפיה ענייני החברה יוסדרו באמצעות כלל החלטה של רוב רגיל (50%) ולא תחת כלל החלטה של רוב מיוחס (75%). ראו אוריאל פרוקצ'יה **דיני חברות חדשים בישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה**, 313-314 (1989); דוד האן **דיני חדלות פירעון**, 704- 705 (2009); זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני-חברות: מדיקטטורה לדמוקרטיה" **משפטים** כג 109 (1994).

[69] השוו לדוגמה לסעיף 320 לחוק לעניין הסדר מיזוג, או לסעיף 331(ב) לחוק לעניין הסדר הצעת רכש מיוחדת.

[70] השוו לסעיף 85 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018.

[71] סעיף 321 לחוק החברות.

[72] סעיף 87 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018.

[73] לאחרונה, המחוקק הוסיף מנגנון כפיה שכזה לגבי רכישות המבוצעות באמצעות הסדר בבית משפט ותכליתן היא "לקפל שכבה" לצורך עמידה ביעדי חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, תשע"ד- 2013 (להלן: "**חוק הריכוזיות**"). סעיפים 25(ו) ו- 25(ז) לחוק הריכוזיות קובעים כי עסקה שכזאת אינה נדרשת לעמוד בדרישות המחמירות של סעיף 350(ט) לחוק החברות, ובמקום זאת נדרש: (1) אישור דירקטוריון החברה לגבי הוגנות ההסדר; (2) 50% מבעלי המניות נטולי ענין אישי, קרי, רוב המיעוט אישר את ההסדר; (3) בית המשפט אישר את הוגנות ההסדר, על יסוד הערכת שווי מקצועית.

מניות או נושים. תכלית סעיף זה היא לעגן בחוק את 'מבחן האינטרסים' שנקבע בפסיקת בית המשפט.[74] המבחן שנקבע בחוק לזיהוי קבוצת בעלי מניות כ"סוג" נפרד של בעלי המניות הנו מבחן מעט עמום,[75] כך שבפועל מלאכת החלוקה לאסיפות סוג היא מלאכה השמורה לשיקול הדעת של בית המשפט. לצורך פרשנות המונח 'סוג' בחוק החברות ניתן להיעזר בפסיקה ובספרות המשפטית העוסקת ב'עניין אישי'[76] שכן מדובר למעשה במונח משפטי דומה.

החלטת בית המשפט לכנס מספר אסיפות סוג גוררת את החובה לאשר את ההסדר המוצע ברוב מיוחד בכל אחת ואחת מאסיפות הסוג.[77] מכאן שהחלוקה לאסיפות סוג מעניקה לכל קבוצה - ואף לכל מיעוט משמעותי המחזיק 25% בתוך כל קבוצת סוג שכזו - זכות ווטו על גורל העסקה. לכן, החלוקה לאסיפות סוג עלולה לסבך, לייקר ואף להכשיל עסקאות רכישה יעילות.[78] החשש מפני הכשלת העסקה בשל חלוקה לאסיפות סוג מהווה שיקול נכבד משמעותי בהחלטת בית המשפט להימנע או לצמצם במידת האפשר את החלוקה לאסיפות סוג.[79]

לענייננו, כאשר בעל השליטה מבקש לרכוש 'החוצה' את מניות המיעוט בעסקת going-private, בית המשפט נוהג לכנס אסיפות סוג נפרדות לבעלי השליטה ולבעלי המניות נטולי עניין אישי, קרי המיעוט.[80] מכאן, שעסקה כאמור מחייבת את אישור 75% מהמיעוט. [81]

---

[74] ע"א 70/92 **כלל תעשיות בע"מ נ' לאומי-פיא, חברה לניהול קרנות נאמנות בע"מ**, פ"ד מז(2) 329 (1993). ראו גם הצעת חוק החברות (תיקון מס' 17)(הבראת חברות), תשע"א- 2011, הצ"ח ממשלה 582, 17.5.2011, עמוד 631. ראו גם דוד האן **דיני חדלות פירעון**, 694- 702 (2009).

[75] סעיף 350(א1) 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.".

[76] ראו למשל, ברק ירקוני, איתי פייגנבאום "חזקות ל'עניין אישי' גלוי" **תאגידים** ס'3 224 (2013).

[77] רישא סעיף 350(ט) לחוק. ראו גם יחיאל בהט "כפייה על קבוצה מתנגדת בהסדר על-פי סעיף 233 לפקודת החברות" **עיוני משפט** יז(2) 459 (1992) 449 – 450; דוד האן **דיני חדלות פירעון**, 707 (2009).

[78] ראו למשל הצעת חוק החברות (תיקון מס' 17)(הבראת חברות), תשע"א- 2011, הצ"ח ממשלה 582, שם בעמוד 647, וכן פסקי-הדין הנזכרים להלן.

[79] ע"א 332/88 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' כונס נכסים של כוכב השומרון בע"מ**, פ"ד מד(1) 254 (1990) 261; ע"א 70/92 **כלל תעשיות בע"מ נ' לאומי-פיא, חברה לניהול קרנות נאמנות בע"מ**, פ"ד מז(2) 329 (1993); ע"א 3225/99 **שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת חברה קבלנית לבניין בע"מ** פ"ד נג(5) 97 (1999), 114 -115; בש"א (ת"א) 4139/01 **קבוצת כרמל השקעות בע"מ נ' הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ** (פורסם בנבו, 21.06.2001); פש"ר (ת"א) 1551/02 **עצמה קופת תגמולים לעצמאיים בע"מ נ' יחיאל בהט** (פורסם בנבו, 27.7.2003).

[80] לפי עמדת רשות ני"ע וכפי שאף עולה במספר החלטות של בתי משפט, ניתן לאמץ אפשרות נוספת לפיה תכונס רק אסיפת בעלי מניות אחת, אולם באסיפה זו ידרש אישור ההסדר גם בניכוי קולות בעלי המניות שיש להם עניין אישי בעסקה, כלומר בניכוי קולו של בעל השליטה. ראו דברי בית המשפט העליון בעניין ע"א 3136/14 **יעל כבירי שמיע ואח' נ' אי.די.בי חברה לביטוח בע"מ** (פורסם בנבו, 28.1.2016), בפיסקה 34, שם הבהיר בית המשפט העליון כי רשות ניירות ערך לא ראתה צורך שהליך הסדר בבית המשפט יאושר גם בהתאם לכללי 'עסקאות בעלי עניין' בחוק החברות, כל עוד בעל השליטה לא משתתף ולא מצביע באסיפה. מבחינה מהותית, מנגנון יציר פסיקה שכזה הנו זהה לדרישת המחוקק לכינוס אסיפות 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 (ת"א) 52117-02-12 **בש נ' רסולי** (פורסם בנבו, 28.1.2013)

[81] 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 הנו גבוה מידי. להצעתם, 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 חנס, אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401, 426- 427 (2008). ברם, כיום ובמיוחד לאחר תיקון סעיף 350(א1) לחוק, קשה יהיה לבית המשפט לקבל את עמדתם ולהצדיק סירוב לכנס אסיפות סוג נפרדות, בפרט בעסקאות לרכישה כפויה של מניות המיעוט על ידי בעל השליטה.

התערבות בית המשפט בגובה התמורה

מעת לעת נטענת טענה כי גם כאשר העסקה מבוצעת באמצעות הסדר בבית המשפט, בעלי המניות מן הציבור זכאים לסעד הערכה. לעמדת **חביב סגל**[82] סמכות בית המשפט להתערב בתנאי ההסדר לפי סעיף 351(א)(5) לחוק מהווה מעין סעד הערכה. בעניין **ממקו תוכנה**[83] בית המשפט הורה כי בעלי מניות שלא הסכימו להסדר יוכלו תוך 3 חודשים לפנות לבית המשפט בטענה לגבי גובה שיעור יחס ההמרה שקיבלו בהסדר, פתרון דומה מאד לסעד הערכה המצוי כיום בחוק. לאחרונה בעניין **תמדא**[84] בית המשפט קבע כי כאשר מדובר בהסדר מטעם החברה עצמה, בית המשפט יבחן בקפידה את הוגנות המחיר המוצע לבעלי המניות. נראה כי במהלך אישור ההסדר בפני בית המשפט, לבית המשפט אכן יש סמכות בשיקול דעת לבחון את הוגנות התמורה המוענקת לבעלי מניות המיעוט, הגם שלנוכח אישור ההסדר ברוב של 75% מקרב בעלי מניות המיעוט, בית המשפט אינו שש לעשות כן.[85] לאחר שבית המשפט אישר את ההסדר לביצוע העסקה, כמובן שלא ניתן עוד לתקוף את חוקיות העסקה בטענה כי המחיר שהוצע בה נמוך מידי.

אישור ההסדר במנגנוני החברה

האם קיים הכרח שהחברה עצמה תהיה צד, פורמלי או מהותי, להסדר המוגש לבית משפט? נוסח החוק אינו ברור לגבי שאלה זו.[86] כך למשל, סעיף 350(א) מציין רשימה של גורמים שונים הרשאים להגיש את הבקשה לבית המשפט לכינוס אסיפה לאישור הסדר: החברה, נושה, בעל מניה או המפרק.[87] מנגד, רישא סעיף זה קובע כי הפשרה או ההסדר נדרשים להיות בין החברה מצד אחד לבין הנושים או בעלי המניות מצד שני.[88] לשאלה האם החברה היא צד פורמלי להסדר בבית המשפט יש השלכה גם לעניין הצורך לאשר את ההסדר בבית משפט על פי כללי 'עסקאות בעלי ענין'.[89]

---

[82] אירית חביב-סגל **דיני חברות - לאחר חוק החברות החדש**, כרך ב' (2004), עמוד 409, ה"ש 29, שם.

[83] בש"א (ת"א) 109717/98 **ממקו תוכנה בע"מ נ' רשם החברות** (פורסם בנבו, 4.3.1999).

[84] ת"א (ת"א) 65628-12-19 **תמדא בע"מ נ' ממונה על חדלות פירעון מחוז תל אביב** (פורסם בנבו, 16.20.2020).

[85] דרך חלופית ומעניינת להתמודד עם ביקורת של בעלי מנית 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 (ת"א) 1664-04-14 **אירו-סאט השקעות בע"מ נ' גד מרדכי חסון** (פורסם בנבו, 7.8.2014); פר"ק (ת"א) 69557-07-17 **בר-סול בע"מ נ' כונס נכסים רשמי תל אביב** (פורסם בנבו, 30.1.2018). קשה להסכים לעמדה זו של בית המשפט, כיוון שזכויות בעלי המניות המתנגדים לעסקה צפויות להיפגע גם אם ישארו בחברה, בין היתר משום שיהפכו 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" (פורסם בנבו, 2014).

[86] ראו החלטות השופטים אורנשטיין ואלשיך בעניין **אי.די.בי**, ה"ש 115 להלן.

[87] דוד האן **דיני חדלות פירעון**, 243- 247 (2009).

[88] ראו פר"ק (חי') 61472-01-17 **אמניס תרפיוטיקס בע"מ נ' כונס נכסים רשמי מחוז חיפה והצפון** (פורסם בנבו, 9.4.2017), סעיף 19 לפסק הדין.

[89] בעניין פר"ק (נצ') 393-12-10 **שמיר תעשיות אופטיקה בע"מ נ' רשות ניירות ערך** (פורסם בנבו, 13.6.2011), בית המשפט הקפיד לאשר את העסקה הן באמצעות כללי הסדר בבית המשפט והן באמצעות כללי עסקאות בעלי עניין. בעניין פר"ק (ת"א) 35221-07-16 **אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי מחוז תל אביב והמרכז** (פורסם בנבו, 28.7.2016), בית המשפט קבע כי כאשר מדובר בחברה חדלת פירעון, אין צורך לאשר את הסדר הנושים גם באמצעות כללי 'עסקאות בעלי עניין'. בספרות האקדמית הובעה העמדה לפיה הסדר בבית משפט הכולל עסקאות עם בעל שליטה ומאושר לפי הוראות סעיף 350 לחוק, אין צורך לאשרו גם לפי כללי 'עסקאות בעלי עניין'. ראו יחיאל בהט **חברות - החוק החדש והדין העשור השני**, כרך ג' (מהדורה 12, 2011) עמ' 168- 171, 309- 311; הדס אהרוני-ברק **עסקאות עם בעלי שליטה** 101 (2014). ראו גם הדיון בע"א 3136/14 **יעל כבירי שמיע נ' אי.די.בי. חברה לפיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, 28.1.2016), סעיף 34 לפסק הדין.

בפרשת **סלע קפיטל**[90], נקבע כי ניתן לעשות שימוש בהסדר בבית משפט רק כאשר מדובר בעסקת רכישה "ידידותית", כלומר שדירקטוריון החברה מסכים או לפחות לא מתנגד להסדר המוצע. הלכת **סלע קפיטל** עוררה ביקורת רבה.[91] לענייננו, מספיק שבעל שליטה ינחה את החברה שלא להתנגד להסדר בבית המשפט מטעמו, וזהו מחסום קל ביותר שכן ממילא בעל השליטה שולט בחברה. אין כל דרישה פורמלית לאישור אקטיבי מצד אורגני החברה להסדר המוצע, משכך אין חשש להפרת חובות אמון מצד נושאי משרה בחברה.[92] דין אחר עשוי לחול כאשר החברה היא זו אשר פונה לבית המשפט ומבקשת בעצמה לכנס אסיפות לאישור ההסדר, ולא בעל השליטה.[93]

(4) סיכום

את הסקירה המשפטית לעיל ניתן לתמצת, באופן כוללני כמובן, בלוח שלהלן:

לוח 1: השוואה סכמתית בין שלושת מסלולי רכישת מניות המיעוט

	ההסדר המשפטי	שיעור רוב מקרב כלל בעלי מניות	שיעור רוב מקרב ב"מ המיעוט	אישור דירקטוריון	מו"מ ע"י וועדה מיוחדת	התערבות בית המשפט / סעד הערכה
(1)	הצעת רכש מלאה	95%	$\frac{x-5}{x}$	-	-	V
(2)	הסדר בבית משפט	75%	75%	-	-	V
(3)	מיזוג	50%	50%	V	V	-

* x הנו אחוז המניות שבידי הציבור ערב הצעת הרכש המלאה.

כפי שניתן להבחין, למרות שהשימוש בכל אחד משלושת המסלולים המשפטיים לעיל מוביל לאותה תוצאה, בעלות מלאה של בעל השליטה על כל מניות החברה הציבורית והפיכתה לחברה פרטית, עדיין קיימים הבדלים משמעותיים בין כל אחד מהמסלולים המשפטיים. לדוגמה, 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 שניתן להיווכח, שיעור הרוב מקרב המיעוט, הנדרש לאישור העסקה, משתנה באופן ניכר בין שלושת מסלולי הרכישה.

---

[90] פר"ק 10-08-35560 (ת"א) **אספן בניה ופיתוח בע"מ נ' בעלי המניות בחברה ואח'** (פורסם בנבו, 27.11.2010).

[91] ראו למשל יוסף גרוס, "האם נחסמה הדרך לרכישת שליטה בחברה באמצעות סעיף 350 לחוק", **תאגידים** ח/1 62 (2011); אהוד אלפסי, לוני בכר "עוינות 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).

[92] אך השוו לעמדתם של אסף חמדני ושרון חנס, אשר העדיפו להשאיר שאלה זו בצריך עיון. אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401 (2008), שם בה"ש 83.

[93] ראו והשוו ע"א 3136/14 **יעל כבירי שמיע ואח' נ' אי.די.בי חברה לביטוח בע"מ** (פורסם בנבו, 28.1.2016); ת"א (ת"א) 34375-12-18 **גבאי מניבים ופיתוח בע"מ (בשמה הקודם אנגל משאבים ופיתוח בע"מ) נ' כונס הנכסים הרשמי מחלקת תאגידים** (פורסם בנבו, 1.7.2019); ת"א (ת"א) 5628-12-19 **תמדא בע"מ נ' ממונה על חדלות פירעון מחוז תל אביב** (פורסם בנבו, 16.20.2020).

מגוון המסלולים להפיכת חברה ציבורית לפרטית מעורר את השאלה: 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 נדון משפטית ונחקור אמפירית נושאים אלה.

פרק שני:

הבחירה בין האלטרנטיבות לרכישת מניות המיעוט - ניתוח משפטי

שאלת היסוד המשפטית אשר אנו נבחן בפרק זה היא, האם בעל השליטה כלל רשאי לעצב ולבחור בעצמו את ההסדר המשפטי שבאמצעותו ירכוש את מניות המיעוט? בפרק זה נסקור בקצרה את האופן השונה שבו המשפט הישראלי, האמריקאי והאירופי בחרו להתמודד עם שאלה זו.[94] כפי שניווכח, למרות שהדין הישראלי ביקש ככל הנראה לחקות ולאמץ את הדין האמריקאי בסוגיה זו, הדין הישראלי הקיים מצוי כיום במקום שונה מהדין האמריקאי.

כפי שנראה להלן, דיני החברות הישראליים אימצו את גישת החופש לעיצוב עסקאות רכישה. גישה זו מבוססת על דוקטרינה אמריקאית קלאסית בשם *Independent legal Significance* ('משמעות משפטית עצמאית') שפותחה במדינת דלאוור ודוגלת 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 עסקה של חברה הננקטת לפי מסלול אחר.

ברם, ניתוח קפדני של החוק והפסיקה האמריקאית מגלה שהגישה המשפטית העדכנית בדלאוור ככל הנראה התרחקה מהגישה המסורתית של חופש לעיצוב עסקאות. ראשית, הדוקטרינה המסורתית של *Independent legal Significance* צומצמה באופן ניכר, עד שכיום מתעורר ספק האם הלכה זו עדיין חלה בדלאוור. שנית וחשוב יותר לענייננו, החוק והפסיקה בדלאוור פיתחו ואימצו בשנים האחרונות גישה משפטית שונה בסוגיית עסקאות 'going private', גישה של 'תאוריה אחידה' (unified theory) עבור כל הסדרי חילוט המיעוט. כלומר, לפי דיני החברות בדלאוור ארה"ב, בעל השליטה עדיין יכול לבחור את המסלול המשפטי לביצוע העסקה ובית המשפט יכבד בחירה זו, אולם בחירה זו היא כיום פורמלית ובעלת חשיבות שולית בלבד, שכן הדין המשפטי המהותי בכל אחת מהאלטרנטיבות השונות הפך למעשה לאחיד ולזהה.

טענתנו במאמר זה, היא כי למרות הניסיון הישראלי לעקוב אחר ולאמץ את הגישה האמריקאית הליברלית בסוגיה זו, בפועל, ישראל וארה"ב מציגים כיום שתי עמדות משפטיות שונות מאד בסוגית האלטרנטיבות המשפטיות לרכישת מניות המיעוט. נתחיל בסקירת הדין הקיים אצלנו בישראל, ומשם נמשיך בסקירת השינוי המשמעותי שחל בעשור האחרון בסוגיה זו בדין האמריקאי.

---

[94] לניתוח מהותי בדבר הדיון הראוי בסוגיה זו, ראו ברק ירקוני "לקראת תאוריה אחידה לדיני מיזוגים ורכישות", עבודת דוקטורט, הוגשה לסנאט אוניברסיטת תל-אביב (2019).

(1) 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)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 שסברו בעבר כי רכישה של כל מניות המיעוט ניתן לבצע רק באמצעות הצעת רכש מלאה.[95] אולם למרות אופן ניסוח סעיף 336 לחוק, המשפט הישראלי אימץ בפועל גישה משפטית שונה, לפיה בעלי השליטה רשאים לרכוש את מניות המיעוט גם בדרכים שונות נוספות, דרכים שהן חליפיות למסלול הצעת הרכש המלאה. גישה זו מכונה החופש לעיצוב עסקאות רכישה.[96]

בתי המשפט בישראל דנו בסוגיה זו של תחליפיות הסדרי הרכישה, בעיקר ביחס לשתי שאלות משפטיות דומות: האחת, האם ניתן לעשות שימוש במסלול של מיזוג משולש הופכי כתחליף להצעת רכש מלאה? והשניה, האם ניתן לעשות שימוש בהסדר בבית משפט כתחליף להצעת רכש מלאה? בשתי השאלות הללו, בעלי מניות מיעוט הגישו התנגדויות לבית המשפט וטענו, בין היתר, כי מבחינה מהותית בעל השליטה מבצע עסקה הזהה לחלוטין להצעת רכש מלאה, ולכן הוראות החוק המחמירות בעניין הצעת רכש מלאה, כלומר דרישת רוב מיוחס של 95% וזכות תביעה לסעד הערכה, צריכות לחול גם על העסקה הזו. תשובת המשפט הישראלי לשתי השאלות הללו היא שבעל השליטה כן רשאי לעצב ולבחור את המסלול המשפטי שבמסגרתו תבוצע עסקת הרכישה, ובית המשפט יכבד את בחירתו ולא יטיל על הסדר משפטי אחד הוראות דין שמקורן בהסדר משפטי אחר.

(א) האם מיזוג משולש-הפכי יכול להוות תחליף להצעת רכש מלאה?

סוגית החופש לעיצוב עסקאות רכישה נידונה לעומקה לראשונה בישראל בפרשת **שני נ' מלם**.[97] שם, חברת האם 'תים' ("בעלת השליטה") החזיקה ב- 66% ממניות 'מלם' ("החברה"). בעלת השליטה ביקשה לרכוש את כל יתרת מניות החברה שהוחזקו בידי הציבור ולהפוך את החברה לחברה פרטית בבעלותה המלאה. בעלת השליטה בחרה שלא להגיש הצעת רכש מלאה. יש לשער כי בעלת השליטה רצתה להימנע מהחובה להשיג היענות של למעלה מ- 95% מבעלי המניות מהציבור ואף להעניק להם זכות תביעה לסעד הערכה. במקום זאת, בעלת השליטה בחרה לבצע 'מיזוג משולש הופכי', וכך זכתה בעלת השליטה גם להכפיף את העסקה לשיעור רוב נמוך יותר של 50% בלבד מקרב בעלי מניות מהציבור[98] וגם להימנע ממתן זכות תביעה לסעד הערכה. מנגד, המבקש, בעל מניות מיעוט,[99]

---

[95] ראו למשל יחיאל בהט "בעלי שליטה בחברות ציבוריות בהסדרי מיזוג, רכישה כפויה ושיקום" ספר זיכרון לחיים כהן, **קרית המשפט** ג (2003) 421, 423; ראו גם עמדת רשות לניירות ערך בפש"ר (ת"א) 3706/09 **בעניין שטאנג בניה והנדסה בע"מ** (פורסם בנבו, 11.11.2009).

[96] אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401 (2008); עידו באום, טל וינטרויב ודנה מנחם-ינאי "חופש העיצוב במבחן המעשה: עסקאות Going Private בישראל מפרספקטיבת עורכי הדין" **ספר יורם דנציגר** 99, 130 (2019).

[97] ה"פ (ת"א) 786/07 **נפתלי שני נ' מלם מערכות בע"מ**, (פורסם בנבו, 21.10.2007).

[98] מעניין לציין כי בנסיבות המקרה שם, העסקה כן קיבלה אישור מקרב 95% מכלל בעלי המניות המצביעים ורוב של 75% מקרב בעלי המניות שאינם בעלי שליטה. לכן בנסיבות שם, העסקה היתה מאושרת אף לו היתה מבוצעת באמצעות מסלול רכישה אחר.

[99] המבקש, נפתלי שני, החזיק 2.4% ממניות מלם, אולם במקביל היה בעל השליטה בחברת מטריקס שהיא מתחרה עיקרית ב'מלם'.

טען בבית המשפט כי הדרך החוקית היחידה לרכישה בכפיה של יתרת מניות חברה ציבורית היא באמצעות הגשת הצעת רכש מלאה.[100] 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 כי: "הכוונה הייתה להסדיר שתי דרכים עסקיות חליפיות לרכישת חברות. בחירה באחד המסלולים, גם אם בסופו התוצאה זהה, מייתרת 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."[101]. ההחלטה בעניין שני נ' מלם מאמצת באופן מפורש 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 הפכי. עמדה זו אומצה גם בספרות האקדמית,[102] על ידי הרשות לניירות ערך,[103] ולאחרונה אף על ידי בית המשפט העליון, אשר קבע כי: "דרך אפשרית אחרת לעקוף את ההסדר של הצעת רכש מלאה היא באמצעות מיזוג."[104] כיום, נראה כי שאלה זו כבר אינה מתעוררת עוד.[105]

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

סעיפים 350 ו- 351 לחוק החברות קובעים במפורש כי ההסדר בבית משפט מהווה אכסניה משפטית לביצוע הסדר, רה-ארגון, או עסקת מיזוג ורכישה.[106] מכאן, ניתן היה להסיק בנקל כי ההסדר בבית משפט אכן יכול לשמש כתחליף לרכישה כפויה של מניות המיעוט.[107] זאת היא העמדה המקובלת

החברה טענה בבית המשפט כי התנגדות שני ל'מיזוג המשולש ההופכי' נובעת למעשה מרצונו לפגוע בחברה ולסכל את הצלחתה.

[100] ראו נוסח לשון סעיף 336 לחוק החברות, לעיל.

[101] סעיף 4 לפסק הדין, שם.

[102] ראו למשל **ימין ווסרמן**, עמ' 752-755; שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" **הפרקליט** מז 104 (2003); אירית חביב־סגל **דיני חברות, כרך ב – לאחר חוק החברות החדש** (2004), בעמ' 479; אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401 (2008); עידו באום, טל וינטרויב ודנה מנחם-ינאי "חופש העיצוב במבחן המעשה: עסקאות Going Private בישראל מפרספקטיבת עורכי הדין" **ספר יורם דנציגר** 99, 130 (2019).

[103] ראו למשל את עמדות רשות לניירות ערך במסגרת "טיוטה להערות הציבור: תיקונים לתקנות ניירות ערך בנושאים: הצעות רכש, מיזוגים ועדכון דיווחים" מיום 8.6.2010, פורסם באתר הרשות; וכן "תיקון תקנות ניירות ערך בעניין הצעות רכש, מיזוגים ועדכון דיווחים - נוסח להערות ציבור" מאי 2014, פורסם באתר הרשות.

[104] ע"א 3136/14 **כבירי שמיע נ' אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, 28.1.2016), סעיף 34 לפסק דינו של כבוד השופט י' עמית.

[105] ראו לדוגמה את הדיון שנערך לאחרונה בפרשת **מיזוג אסם** במסגרת ת"צ (ת"א) 40404-03-16 **שרון עצמון נ' אסם השקעות בע"מ** (פורסם בנבו, 4.8.2020). שם, למרות הניתוח המשפטי הארוך של השופטת רות רונן, סוגיה זו כלל לא התעוררה.

[106] סעיף 351 מתיר מפורשות לבצע מיזוג באמצעות הסדר בית המשפט. ראו גם פש"ר (ת"א) 2146/01 (בש"א 4314/02) **אלישרא מערכות אלקטרוניות נ' הפניקס הישראלי חברה לביטוח** (פורסם בתקדין, 11.04.2002).

[107] 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. סעיף 423 להצעת חוק החברות הציע לקבוע: "423. פשרה והסדר לצורך מיזוג - הוצעו הסדר או פשרה כאמור לשם מיזוג חברות, לא יחול האמור בסעיף 422, ויחולו ההוראות בדבר הצעת מיזוג שבחוק זה.". כלומר, כי אין לעשות שימוש בסעיפי ההסדר בבית המשפט לצורך ביצוע עסקאות מיזוג. בדברי ההסבר להצעת החוק, בעמוד 122, אף הוסבר כי: "סעיף זה בדין הקיים, הווה את האכסניה העיקרית לביצועם של שינויים אורגניים כגון מיזוג חברות. על פי ההצעה יבצעו שינויים אלו על פי הכללים הסטטוריים החדשים המתייחסים לרכישת חברות. ואולם דיני ההסדר והפשרה אינם מכוונים רק לסיטואציות מעין אלה ולכן אי אפשר היה לוותר עליהם גם בדין החדש.". ראו הצעת חוק החברות, התשנ"ו- 1995, ה"ח 2432, 1, 23.10.1995, עמוד 122. מכל מקום, שנוסח זה של הצעת החוק לא התקבל בסופו של דבר בחוק החברות.

בספרות האקדמית[108] עמדת הרשות לניירות ערך[109] והעמדה המסורתית של פסיקת בתי המשפט.[110]

ברם, בשנים האחרונות התעורר ספק משפטי מסוים בקרב חלק מבתי המשפט, האם ניתן לעשות שימוש בהסדר בבית משפט כתחליף להצעת רכש מלאה, ובתי המשפט המחוזיים השונים התקשו לספק עמדה אחידה בעניין זה.[111] המקור לספק זה הנו החלטת השופט אורנשטין מבית המשפט המחוזי בתל אביב בעניין **סלע קפיטל**.[112] בנסיבות המיוחדות מאד של אותו מקרה[113] נקבע כי ברגיל לא ניתן לבצע עסקאות מיזוג ורכישה באמצעות הסדר בבית משפט, ובית המשפט יתיר לחברה לבצע עסקת מיזוג או רכישה בדרך של הסדר בבית המשפט, רק אם יוכחו שני תנאים מצטברים: התנאי הראשון הנו שהשימוש באלטרנטיבה של הסדר בבית משפט אינו נובע מקושי של הרוכש לעמוד בדרישות החוק. כלומר, שקיימות נסיבות אמיתיות שבגינן לא ניתן לבצע את העסקה באמצעות הסדר אחר; התנאי השני הנו שמדובר ברכישה 'ידידותית', כלומר שדירקטוריון החברה הסכים או לכל הפחות אינו מתנגד להסדר המוצע. הלכת סלע קפיטל עוררה ביקורת רבה בספרות המקצועית,[114] ואף השופט אורנשטין עצמו הביע הסתייגות מסוימת ממנה, מאוחר יותר.[115] למרות הביקורת הרבה שעוררה הלכה זו, שופטי בית המשפט המחוזי חזרו עליה במספר הזדמנויות.[116]

בשנים האחרונות נראה כי בתי המשפט החליטו לזנוח את הלכת סלע קפיטל והחלו לנקוט בגישה משפטית חדשה ושונה, לפיה אין מניעה עקרונית מלבצע עסקת רכישה כפויה של המיעוט באמצעות

---

[108] לדוגמה, אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401 (2008); יחיאל בהט **חברות - החוק החדש והדין העשור השני**, כרך ג' (מהדורה 12, 2011) עמ' 100, 139-138; צפורה כהן **בעלי מניות בחברה: זכויות תביעה ותרופות** (מהד' 2), כרך ב (2008) 301; חגית בלייברג ואסף לוין "סעיף 350 לחוק החברות – מחשבות באשר להוראות הכלליות; השימוש בהוראות סעיפים 350 ו 351- לחוק כחלופה יעילה למנגנוני העסקאות המובנים בחוק" **תאגידים** ח 82 (2011).

[109] ראו פירוט עמדת הרשות בה"ש 103 לעיל, וכן מסגרת החלטות בית המשפט בעניין פר"ק 35560-08-10 (ת"א) **אספן בניה ופיתוח בע"מ נ' בעלי המניות בחברה ואח'** (פורסם בנבו, 27.11.2010); פר"ק (חי') 61472-01-17 **אמניס תרפיוטיקס בע"מ נ' כונס נכסים רשמי מחוז חיפה והצפון** (פורסם בנבו, 9.4.2017); ת"א (ת"א) 34375-12-18 **גבאי מניבים ופיתוח בע"מ (בשמה הקודם אנגל משאבים ופיתוח בע"מ) נ' כונס הנכסים הרשמי מחלקת תאגידים** (פורסם בנבו, 1.7.2019). השוו לעמדה קודמת ושונה של הרשות בעבר, במסגרת פש"ר (ת"א) 3706/09 **בעניין שטאנג בניה והנדסה בע"מ** (פורסם בנבו, 11.11.2009).

[110] ראו בש"א (ת"א) 109717/98 **ממקו תוכנה בע"מ נ' רשם החברות** (פורסם בנבו, 4.3.1999), בש"א (ת"א) 4139/01 **קבוצת כרמל השקעות בע"מ נ' הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ** (פורסם בנבו, 21.06.2001); פש"ר (ת"א) 3706/09 **בעניין שטאנג בניה והנדסה בע"מ** (פורסם בנבו, 11.11.2009).

[111] בית המשפט העליון עמד על הספקות והמחלוקת הקיימת בסוגיה זו בע"א 3136/14 **יעל כבירי שמיע נ' אי.די.בי. חברה לפיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, 28.1.2016), סעיף 34 לפסק הדין.

[112] פר"ק 35560-08-10 (ת"א) **אספן בניה ופיתוח בע"מ נ' בעלי המניות בחברה ואח'** (פורסם בנבו, 27.11.2010).

[113] שם, לא היה מדובר כלל בניסיון של בעל שליטה לרכוש בעלות מלאה במניות חברה ציבורית, אלא בניסיון להשתלטות עויינת על חברה ציבורית בדרך של הסדר בבית משפט. אפשרות שכזו היתה קיימת, כיוון שהחברה הציבורית שם היתה קרן נדל"ן מסוג 'ריט' (REIT) שמבנה האחזקות שלה היה מוגבל.

[114] ראו יוסף גרוס, "האם נחסמה הדרך לרכישת שליטה בחברה באמצעות סעיף 350 לחוק", **תאגידים** ח/1 62 (2011); אהוד אלפסי, לוני בכר, "עוינות 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).

[115] במסגרת פרשת קריסת קונצרן **אי.די.בי**, השופט אורנשטין הסתייג קמעה מהלכת סלע קפיטל. לפי עמדתו המעודכנת, סוגיה משפטית זו טרם הוכרעה בבית המשפט העליון, לשון החוק למעשה כן תומכת בפרשנות לפיה הסדר כפוי הנו אפשרי, ומכל מקום אין מניעה לכפות הסדר נושים על חברה בנסיבות בהן ברור כי החברה מצויה בחדלות פירעון. ראו פר"ק (ת"א) 36681-04-13 **אי די בי חברה לפיתוח בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ** (פורסם בנבו, 9.6.2013), סעיף 6.6 להחלטה; פר"ק (ת"א) 11478-06-13 **אי.די.בי. חברה לאחזקות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי** (פורסם בנבו, 17.12.2013), סעיף 16 לפסק הדין. לביקורת מצד השופטת ורדה אלשיך על החלטה זו ראו גם פר"ק 11478-06-13 (ת"א) **רזניק פז נבו נאמנויות נ' אי די בי חברה לאחזקות** (פורסם בנבו, 8.10.2013).

[116] בעניין פר"ק (נצ') 393-12-10 **שמיר תעשיות אופטיקה בע"מ נ' רשם החברות**, (פורסם בנבו, 14.02.11 ו- 13.06.11). בית המשפט המחוזי בנצרת מחליט 'לדלג' מעל משוכת הלכת סלע קפיטל ומצהיר, ללא הסבר או נימוק, כי הסדר שלפניו עומד בתנאי הלכה זו. כך גם בעניין ת"א (ת"א) 34375-12-18 **גבאי מניבים ופיתוח בע"מ (בשמה הקודם אנגל משאבים ופיתוח בע"מ) נ' כונס הנכסים הרשמי מחלקת תאגידים** (פורסם בנבו, 1.7.2019). אך השוו בעניין פר"ק (חי') 61472-01-17 **אמניס תרפיוטיקס בע"מ נ' כונס נכסים רשמי מחוז חיפה והצפון** (פורסם בנבו, 9.4.2017), שם בית המשפט דחה 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 (ה"ש 112 לעיל).

ההסדר בית המשפט. ברם, לנוכח ניגוד האינטרסים החמור הקיים בעסקה זו, בית המשפט ינקוט משנה זהירות ויבחן את ההסדר המוצע תחת סטנדרט ביקורת מחמיר מהרגיל.[117] בעניין **תמדא**, השופטת רות רונן הסתייגה מפורשות מהלכת סלע קפיטל, 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 מלאשר את ההסדר בבית משפט ואין צורך להסביר מדוע נבחר דווקא מסלול משפטי זה.[118]

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 מספר אלטרנטיביות משפטיות השונות מאד זו מזו. כפי שראינו בפרק הראשון, ליכולת בחירה זו של בעל השליטה יש השפעה מהותית על היקף הזכויות המשפטיות של ציבור בעלי המניות. כפי שנראה בפרק השלישי, ליכולת הבחירה של בעל השליטה במסלול המשפטי הרצוי עבורו יש גם השפעה על סיכויי הצלחת העסקה ועל שיעורי הפרמיה (המחיר) בעסקה.

הגישה המשפטית בישראל ביקשה לאמץ בעניין זה את הגישה המשפטית המסורתית של בתי המשפט בדלאוור.[119] ברם, כפי שנראה להלן, הגישה המשפטית של דלאוור בסוגיה זו התעדכנה, כך שהיא שונה כיום מהגישה הנהוגה בישראל.

(2) הדין האמריקאי המסורתי: Independent Legal Significance

נקודת המוצא של הדיון המשפטי בסוגיה זו היא הדוקטרינה האמריקאית הקלאסית של 'משמעות משפטית עצמאית', *Independent Legal Significance* ("**ILS**"). דוקטרינה היתה אבן יסוד בדיני החברות בארצות הברית, בעיקר במדינת דלאוור[120] ואף במדינות נוספות.[121]

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 מצד החברה המבוצעת בהתאם להוראת סעיף או הסדר מסוים בחוק, לא תיבחן ולא תוכפף להוראותיו של סעיף או הסדר אחר בחוק, גם אם הסעיף או ההסדר האחר חל על אותה סיטואציה בדיוק.[122] כלומר, אם בחוק קיימים

---

[117] ראו גם עמדת הש' חגי ברנר בפר"ק (ת"א) 1664-04-14 **אירו-סאט השקעות בע"מ נ' חסון** (פורסם בנבו, 7.8.2014) ובפר"ק (ת"א) 69557-07-17 **בר-סול בע"מ נ' כונס נכסים רשמי תל אביב** (פורסם בנבו, 30.1.2018).

[118] שם.

[119] ראו שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" **הפרקליט** מז 104 (2003); אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401, שם בה"ש 6 (2008). ראו גם רועי שפירא "להיות כמו דלוור" 44 עיוני משפט *(עתיד להתפרסם)* (2020), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3606040.

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

[121] ראו להלן

[122] See Hariton v. Arco Electronics., Inc., 182 A.2d 22 (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

שני הסדרי חוק בהם ניתן להשתמש על מנת להגיע לתוצאה מסוימת, החברה רשאית לבחור בכל אחד מהם לפי שיקול דעתה. על העסקה או 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 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.[123]

דוקטרינת ILS יושמה במקרים רבים. למשל, בית משפט הצ'נסלורי בדלאוור קבע כי כאשר חברה מבצעת עסקה שתוצאתה זהה לגמרי למיזוג - לדוגמה, כאשר החברה מוכרת את כל נכסיה בתמורה להקצאת מניות[124] - 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 פירוק[125] ומיזוג משולש הפכי אינו המחאת זכויות בחברה.[126]

(3) הפסיקה החדשה בארה"ב: צמצום משמעותי בדוקטרינת ILS

למרות שדוקטרינת ILS מבוססת היטב בדיני התאגידים 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 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.

---

that a given result may be accomplished by proceeding under one section which is not possible, or is even forbidden under another").

[123] See 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. 1,1 (2007).

[124] כך לדוגמה, בפרשת *Hariton v. Arco Electronics*, חברת Arco Electronics ("ארקו") מכרה את כל נכסיה והתחייבויותיה לחברת Loral ("לוראל") תמורת הקצאת מניות בלוראל. בשלב הבא, ארקו הכריזה על פירוק וחילקה כדיבידנד בעין את הנכס היחיד שעוד נותר לה, מניות לוראל, לבעלי המניות שלה. בסופו של יום, בעלי המניות של ארקו איבדו את מניותיהם ובמקומן קיבלו מניות של חברת לוארל, אשר החזיקה במאגר הנכסים המאוחד של שתי החברות. כלומר, תוצאה סופית הזהה למיזוג. למרות שתוצאת המהלך העסקי היתה זהה לחלוטין למיזוג (לפי סעיף 251 לחוק החברות בדלאוור), העסקה תוכננה ובוצעה באמצעות ההסדר למכירת כללי נכסי החברה (לפי סעיף 271 לחוק זה), כנראה על מנת למנוע מבעלי המניות בארקו את הזכות ל'סעד הערכה' שהיה מגיע להם במיזוג. הרינגטון, בעל מניות בארקו, הגיש תביעה בבית משפט בטענה כי בפועל ביצעה בחברה מיזוג, מיזוג 'דה-פקטו', ולכן הוא זכאי לסעד הערכה. בית המשפט העליון של דלאוור קבע כי העסקה שבוצעה היא עסקה חוקית ותקיפה, שכן העסקה בוצעה בהתאם לכל הוראות ההסדר למכירת כלל הנכסים (בסעיף 271), ולא ניתן להחיל על העסקה את הוראות המיזוג (שבסעיף 251). ההסדר למכירת הנכסים הנו הסדר משפטי עצמאי ונפרד מהסדר המיזוג, ובין ההסדרים השונים יש 'כבוד הדדי'. מתכנני עסקאות רכישה יכולים לפנות לכל אחד מההסדרים השונים על מנת להשיג את התוצאה המבוקשת. ראו:

Hariton v. Arco Electronics., Inc., 182 A.2d 22 (Del. Ch. 1962), *aff'd*, 188 A.2d 123 (Del. 1963).

בעניין דומה בפרשת Orzeck v. Englehart, דוקטרינת ILS יושמה לצורך הקביעה כי רכישת כל מניות חברת יעד בתמורה להקצאת מניות בחברה הקולטת אינה מיזוג. ראו Orzeck v. Englehart, 41 Del. Ch. 361, 195 A.2d 375 (Del. 1963).

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

[126] Meso Scale Diagnostics, LLC v. Roche Diagnostics GmbH 62 A.3d 62 (Del.Ch. 2013).

הכרסום בכוחה של דוקטרינת ILS היה נרחב. בין היתר, בתי המשפט קבעו כי דוקטרינת ILS לא חלה כאשר בית המשפט הצ׳נסלורי מסתמך על דיני היושר ומפעיל ביקורת שיפוטית בגין הפרות חובות אמון[127]; כי יש להבחין בין הוראת החוק הקובעת את קצה גבול הסמכות של חברה לבין הוראת חוק הקובעת את אופן הפעלת סמכות החברה[128]; אין תחולה לדוקטרינת ILS כאשר מבוצעת ׳עסקה בשלבים׳ (step transaction)[129]; וצומצמה תחולת דוקטרינה זו כאשר מדובר בדין זר[130] או בפרשנות חוזה.[131]

בנוסף, בשנים האחרונות קיימת 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* בית המשפט בחן עסקת רכישה שבוצעה באמצעות חברת-בת וקבע כי בפועל ומבחינה מהותית מדובר ברכישה שבוצעה על ידי

---

[127] בית המשפט הצ׳נסלורי בדלאוור הנו בית משפט של יושר (court of equity) ואחד מעקרונות הפסיקה החשובים בבית משפט זה הנו העיקרון לפיו פעולה של חברה, גם אם נעשתה בסמכות וכחוק, היא 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.

לעניינו, בית משפט הצ׳נסלורי בדלאוור אמנם לא ביטל פורמלית את דוקטרינת ILS, אולם הבהיר כי פעולות החברה, גם אם נעשו בסמכות חוקית, עדיין כפופות לביקורת שיפוטית ולחובות אמון ויושר מצד בבית המשפט. בפסק הדין בעניין SICPA Holding S.A. v. Optical Coating Lab., Inc., C.A. No. 15129, 1997 WL 10263 (Del. Ch. Jan. 6, 1997). הצ׳נסלור דאז, השופט וויליאם אלן (Allen) מגדיר מחדש את גבולותיה של דוקטרינת ILS: כאשר עסקה, אשר אם היתה מבוצעת במסלול משפטי מסוים היתה מחייבת באישור בעלי המניות, מבוצעת בדרך חלופית אשר אינה מחייבת את אישור בעלי מניות, אזי דוקטרינת ILS קובעת שמכך אין להסיק בהכרח שהעסקה בטלה. אולם, צ׳נסלור אלן מוסיף ומבהיר, מכאן אין להסיק שהעסקה היא תקיפה. דוקטרינת ILS חלה רק לעניין שאלת קיומה של סמכות חוקית מצד החברה. דוקטרינת ILS אינה חלה לעניין שאלת בחינת חובות האמון והיושר של הצדדים, והעובדה שהחברה העדיפה לבצע עסקה בדרך אלטרנטיבית ופחות קונווציונאלית, כן יש לה חשיבות משפטית. כאשר החברה בוחרת לפעול דרך הפוגעת בבעלי המניות ומטיבה באופן לא הוגן עם הדירקטוריון או עם בעלי השליטה, העסקה תהיה כפופה גם לביקורת שיפוטית מחמירה בגין הפרת חובות אמון או הגינות.

[128] בפרשת Winston v. Mandor, 710 A.2d 835, 841 (Del. Ch. 1997), *appeal dismissed*, 713 A.2d 932 (Del 1998) (unpublished table decision). בית משפט הצ׳נסלור דחה את טענת החברה לדוקטרינת ILS וציין שתי בעיות בנוגע לדוקטרינה זו: ראשית, דוקטרינה זו לא חלה כאשר הוראת חוק אחת מגדירה את קצה גבול הסמכות של חברה, והוראת חוק אחרת קובעת את אופן הפעלת סמכות זו. החברה אינה רשאית לטעון כי היא בוחרת לפעול על הוראת החוק הראשונה בלבד. שנית, בית המשפט פוסק כי שרשור של מספר פעולות או עסקאות יחד חורג מגבולות דוקטרינת ILS, ובית המשפט של דלאוור יחזור ויצהיר על כך גם בפסק הדין הבאים.

[129] בשנת 1999, במסגרת Noddings Inv. Group, Inc. v. Capstar Commc'ns, Inc., C.A. No. 16538, 1999 WL 182568 (Del. Ch. Mar. 24, 1999), *aff'd*, 741 A.2d 16 (Del. 1999) (unpublished table decision). בית המשפט בדלוואר צימצם עוד יותר את תחולת דוקטרינת ILS בכך שאימץ לראשונה את דוקטרינת ׳עסקה בשלבים׳ (Step Transaction). לפי דוקטרינה זו, למרות 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, ומכאן להחיל על החברה הוראות דין נוספות שמקורן במסלול משפטי אחר. ראו גם: Gatz v. Ponsoldt 925 A.2d 1265 (Del. 2007); 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), p. 12. footnote 1.

[130] כחודש לאחר פסק הדין בפרשת *Noddings* לעיל, פנו הנתבעים אל בית משפט הצ׳נסלור בבקשה לדיון חוזר (reargument) על ההחלטה בבית המשפט הצ׳נסלורי, בין היתר בטענה כי ההחלטה סתרה את דוקטרינת ׳משמעות משפטית עצמאית׳. בהחלטת הצ׳נסלורי לדחות את הבקשה לטיעון מחודש, בית המשפט מעיר שתי הערות המצמצמות את היקפה של דוקטרינת ILS. הראשונה היא כי בדוקטרינת ILS ניתן לעשות שימוש רק כאשר מדובר בחברה הרשומה בדלאוור וחוק מדינת דלאוור הוא החוק המקומי החל על המקרה הנדון. היות ובמקרה שם, הדין החל על החברה היה דין מדינת ניו-יורק, בית המשפט של דלאוור מסרב להחיל על החברה את דוקטרינת ׳משמעות משפטית עצמאית׳. Noddings Inv. Group, Inc. v. Capstar Commc'ns, Inc. WL 350494 (Del.Ch. 1999).

[131] קביעה נוספת של בית המשפט בדלאוור בבקשה לדיון חוזר בעניין *Noddings*, היא הקביעה כי דוקטרינת ILS לא חלה על שאלות של פרשנות חוזה. כידוע, רבות מהמחלוקות בדיני התאגידים ובדיני מיזוגים 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 International, 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).

החברה האם.[132] בעניין LAMPERS ומיזוג הענק של CVS/Caremark, בית המשפט קבע שדיבידנד שחולק ערב המיזוג הנו למעשה ומבחינה מהותית חלק מהתמורה במיזוג.[133]

שורת פסקי הדין הללו ובמיוחד החלטות בית המשפט בעניין *LAMPERS* ו- *Gatz*[134] גררו סערה ביקורתית וחוסר וודאות רבה בנוגע לתחולתה של דוקטרינת ILS. מלומדים כגון *Gordon Smith*[135], *Stephen Bainbridge*[136] ו- *Gilson & Black*[137], ולצידם גם שורה של פרקליטים נודעים[138] הביעו ספקות כבדים האם דוקטרינת ILS עדיין חלה בדלאוור, ודנו בשאלה האם בית משפט הצ'נסלורי עדיין מיישם דוקטרינה זו.

יחד ובמקביל לכרסום בהיקף דוקטרינת ILS, החוק והפסיקה של בתי המשפט דלאוור ביצעו שינויים משמעותיים נוספים בדיני המיזוגים והרכישות עצמם, שינויים אשר מטשטשים ומעלימים את ההבדלים המשפטיים בין מסלולי הרכישה השונים. כתוצאה בכך, דוקטרינת 'משמעות משפטית עצמאית' האמריקאית איבדה מחשיבותה, ובמקומה הציגה דלאוור גישה משפטית חדשה: תאוריה אחידה לרכישת מניות המיעוט.

---

[132] 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).

[133] La. Mun. Police Employees' Ret. Sys. v. Crawford, 918 A.2d 1172 (Del. Ch.), *review refused sub nom.* Express Scripts, Inc. v. Crawford, No. 113, 2007, 2007 WL 707550 (Del. Mar. 9, 2007) (unpublished table decision).

[134] פסק הדין בעניין Gatz v. Ponsoldt 925 A.2d 1265 (Del. 2007) עוסק בהבחנה בין תביעה נגזרת לתביעה ישירה ואינו דן במישרין בדוקטרינת ILS. יחד עם זאת, פסק הדין נתפס כמנחית מכה קשה לדוקטרינת ILS, שכן במסגרתו בית המשפט בדלאוור בחן מהותית שורה עסקאות שביצעה חברה והכריז עליהן שהן כולן מקשה אחת ומהוות עסקה אחת. ראו הערות פרופ' *Bainbridge* על פסק דין זה בה"ש 136 להלן, וכן ראו:

Edward M. McNally, *Supreme Court Explains its Rossette Decision*, DELAWARE BUSINESS LITIGATION REPORT (April 16th 2007), *available at:* https://www.morrisjames.com/blogs-Delaware-Business-Litigation-Report,supreme-court-explains-its-rossette-decision.

[135] Gordon Smith, Independent Legal Significance, THE CONGLOMERATE BLOG: BUSINESS, LAW, ECONOMICS & SOCIETY, posted 6.3.2007, *available at:* http://www.theconglomerate.org/2007/03/independent_leg.html.

[136] לעמדת *Bainbridge*, אין שום קריטריון או יכולת לחיזוי מתי בתי המשפט בדלאוור יעדיפו 'מהות על פני צורה' ומתי לא. בעיה זו מרגיזה מאד 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, 27/08/13, *available at:* http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2007/04/gatz-v-ponsoldt-and-equity-versus-equal-dignity.html.

[137] RONALD J. GILSON, BERNARD S. BLACK, THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS, 2nd ed. (1995), p. 682.

[138] Edward D. Herlihy, Eric M.Roth, Craig M. Wasserman & Ross A. Fieldston, *In re Caremark - The Takeover Chronicles*, WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, March 23, 2007, (arguing that: " "Independent Legal Significance" is not so certain in Delaware, at least not in the court of chancery"). *available at*

https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2007/03/20070325%20WLRK%20Caremark%20Memorandum.pdf.; John F. Grossbauer, Michael K. Reilly and Roxanne L. Houtman, *Delaware Court of Chancery Delays Vote on CVS/Caremark Merger*, INSIGHTS: THE CORPORATE AND SECURITIES LAW ADVISOR, ,ASPEN LAW & BUSINESS, March 2007, *also available at:* https://corpgov.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), *also available at:* http://www.rlf.com/files/Corp17.pdf.

(4) התאוריה האחידה לחילוט מניות המיעוט

בפרק זה נציג את התפתחות הדין המשפטי בדלאוור בסוגיית עסקאות חילוט המיעוט: מעבר משיטה של שני הסדרים משפטיים עצמאיים ושונים זה מזה, לעבר גישה של תאוריה מאוחדת (unified theory), המצמצמת מאוד את ההבדלים בין ההסדרים לחילוט המיעוט.

(א) שני מסלולי רכישה ורמות שונות של ביקורת שיפוטית

עד לשנת 2014 היו נפוצים בארצות הברית שני מסלולים משפטיים עיקריים לביצוע חילוט של מניות המיעוט: מיזוג סטטורי (statutory merger) והצעת-רכש דו-שלבית (two-tier tender offer).

עסקת מיזוג-חילוט (freeze-out merger) בארה"ב אינה מוסדרת באופן שונה מעסקת המיזוג הרגילה.[139] כלומר, בעל השליטה רשאי לבצע ולכפות את המיזוג ברוב רגיל של כלל בעלי המניות, ובנסיבות מסוימות לבעלי המניות תהיה זכות לסעד הערכה בלבד.[140] בתי המשפט בדלאוור שיכללו ועיצבו במהלך השנים את ההסדר 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).[141] בעניין *Weinberger* בית המשפט העליון בדלאוור קבע כי הכפפת המיזוג לאישור של רוב מקרב המיעוט (MOM) תוביל להעברת נטל ההוכחה בעניין קיומה או העדרה של 'הגינות מלאה' אל כתפי בעלי המניות התובעים.[142] בעניין *Kahn v. Lynch*, בית המשפט העליון בדלאוור הבהיר כי במידה ועסקת הרכישה מוכפפת לאישור רוב המיעוט (MOM) או למו"מ מטעם וועדה מיוחדת (SC), אזי נטל ההוכחה בעניין 'הגינות מלאה' עובר אל כתפי התובעים.[143]

מסלול משפטי נוסף לביצוע עסקאות לחילוט מניות המיעוט בארצות הברית, אשר הפך לנפוץ החל משנות ה- 90, הנו הצעת הרכש דו-שלבית: two-tier tender offer. במסלול זה, בשלב הראשון, בעל השליטה מגיש הצעת רכש מטעמו לרכישת 90% ממניות החברה. בשלב השני ובמידה והצעת הרכש צלחה, חוק החברות בדלאוור 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).[144] כל אשר נדרש מבעל השליטה הנו הודעה חד-צדדית בכתב לחברה אודות כוונת בעל השליטה לבצע רכישה כפויה, ללא צורך משא ומתן, אסיפה או הצבעה, וזכותם היחידה של בעלי המניות היא לסעד הערכה.[145]

---

[139] לשלבים ההיסטוריים בהתפתחות דיני המיזוג חילוט בארה"ב ראו:

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

[140] סעיף 262§ לחוק החברות במדינת דלאוור ארה"ב.

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

[142] Weinberger v. Uop, inc. 457 a.2d 701 (Del. 1983).

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

[144] סעיף 253§ לחוק החברות בדלאוור.

[145] Glassman v. Unocal Exploration Corp. 777 A.2d 242 (Del. 2001).

בתחילה, היה חוסר וודאות משפטי האם רכישת המיעוט באמצעות הצעת רכש כפופה גם היא לחובת 'הגינות מלאה'.[146] בעניין *Siliconix*, בית משפט הצנ'סלורי הבהיר כי השלב הראשון בעסקה, הצעת הרכש מטעם בעל השליטה, היא לא עסקה בניגוד אינטרסים ואינה כפופה ל'הגינות מלאה'.[147] סמוך לאחר מכן, בפסק הדין בעניין *Glassman*, בית המשפט העליון בדלאוור הוסיף והבהיר כי גם השלב השני בעסקה, המיזוג-המקוצר וכפיית הרכישה על יתרת בעלי המניות, אינו כפוף לביקורת שיפוטית ולחובת 'הגינות מלאה', והסעד המשפטי היחיד לו זכאים בעלי המניות הנו סעד הערכה בלבד.[148] שני פסקי הדין, *Siliconix* ו- *Glassman*, הבהירו כי המסלול המשפטי החליפי של הצעת רכש דו-שלבית נהנה מחסינות שיפוטית ומהגנת כלל 'שיקול הדעת העסקי'.[149]

לסיכום, הפסיקה בדלאוור הצמיחה למעשה שני סטנדרטים שונים מאד לביקורת שיפוטית על עסקאות לחילוט מניות המיעוט: כאשר העסקה מבוצעת בדרך של הצעות רכש – חל הכלל המקל של 'שיקול דעת עסקי'; וכאשר אותה עסקה בדיוק מבוצעת בדרך של מיזוג – חל הכלל המחמיר של 'הגינות מלאה'. השוני בין שני ענפי הפסיקה יצר העדר קוהרנטיות של החוק: שני סטנדרטים שונים בתכלית של ביקורת שיפוטית חלים על שני הסדרים שהם פונקציונלית זהים.[150]

עיוות משפטי זה יצר גם עיוות כלכלי, שכן במחקר אמפירי בסוגיה זו הראה כי התקבול לציבור בעלי מניות היה נמוך משמעותית בהצעות רכש הכפופות לכלל המקל של 'שיקול הדעת העסקי', לעומת התקבול בעסקאות מיזוג תחת כלל אחריות המחמיר של 'הגינות מלאה'.[151]

(ב) התאוריה האחידה להסדרי החילוט

השונות בטיפול המשפטי ביחס לשתי האלטרנטיבות לרכישת מניות המיעוט עוררה ביקורת עזה בספרות האקדמית בארה"ב. שם הצביעו על העיוות המשפטי שנוצר בסוגיה זו ואף הציעו דרכים שונות כיצד לאחד בין הדינים השונים.[152] בהחלטות מפורסמות של בית המשפט הצינסלורי בדלאוור בענין *Pure Resources*[153] ובעניין *Cox Communications*[154], הצ'נסלור סטריין רמז על הצורך בתאוריה מאוחדת עבור כלל ההסדרים המשפטיים לרכישת מניות המיעוט. בעניין *CNX Gas*[155], בית המשפט הצ'נסלורי החמיר ביחס להצעות הרכש, וקבע שם כי הצעת רכש אשר לא

---

[146] בעניין Solomon v. Pathe Commtunicaions 672 A.2d 35 (Del. 1996), בית המשפט העליון בדלאוור הבהיר 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, אז עדיין לא היה ברור דיו האם הלכה זו תקפה גם ביחס להצעת רכש המוגשת במסגרת הצעת רכש דו-שלבית וכשלב ראשון לחילוט המניות. ראו Subramanian (2005), ה"ש 3 **Error! Bookmark not defined.** לעיל, שם עמ' 9- 18.

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

[148] Glassman v. Unocal Exploration Corp. 777 A.2d 242 (Del. 2001).

[149] להרחבה אודות כלל זה, ראו: שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא (2) 313 (2009).

[150] ראו Subramanian (2005), ה"ש 3 **Error! Bookmark not defined.** לעיל, שם בע' 21.

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

[152] Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders,* 152 U. PA. L. REV 785 (2003); Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 Yale L.J. 2, 71 (2005)

[153] In re Pure Resources Inc., Shareholders Litigation 808 A.2d 421 (Del.Ch. 2002).

[154] In re Cox Communications, inc. Shareholders litigation, 879 a.2d 604 (Del. Ch. 2005).

[155] In re CNX Gas Corp. Shareholders Litigation, 2009 WL 2705147 (Del. Ch. July 5, 2010).

תוכפף מראש למשא-ומתן של וועדה מיוחדת וגם לאישור רוב מקרב המיעוט של בעלי המניות, תוכפף לביקורת שיפוטית מחמירה של 'הגינות מלאה'.

באופן מסודר ומקיף יותר, בעניין MFW, בית המשפט הצ'נסלורי[156] ואחריו בית המשפט העליון בדלאוור[157] הקלו ביחס לעסקאות המיזוג וקבעו כי מיזוג המאושר על ידי וועדה מיוחדת וגם על ידי רוב מקרב המיעוט, יזכה לביקורת שיפוטית מקלה ולהגנת 'שיקול דעת עסקי'. לעמדת בית המשפט, שני המנגנונים יחד משלימים זה את זה ויחד יוצרים מכשיר 'טיהור' (cleansing devise) לניגוד העניינים בעסקה. השופט סטריין אף הבהיר כי לצורך יישום עקבי של התאוריה האחידה, יש ליישם סטנדרטים זהים גם בעסקאות חילוט המבוצעות באמצעות הצעות רכש.[158]

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

כאמור, בתי המשפט בדלאוור הם אשר פיתחו את התאוריה האחידה ואת הסטנדרט הזהה של ביקורת שיפוטית עבור כל סוגי העסקאות לרכישת מניות המיעוט. בנוסף לפסיקת בתי המשפט בדלאוור, ניתן להראות כי המחוקק בדלאוור פעל אף הוא במטרה דומה ליצור אחידות והרמוניה בין דיני המיזוג והרכישה השונים.

דוגמה בולטת לכך היא סעיף 251(h) לחוק החברות של דלאוור[159], אשר בשנת 2013 יצר מסלול רכישה חדש בדלאוור המשלב את יתרונות המיזוג עם יתרונות הצעת הרכש. כאמור בארה"ב, לצורך הצלחת הצעת רכש דו-שלבית נדרש כי שיעור בעלי המניות אשר יענה בחיוב להצעת הרכש יעמוד על 90% מקרב כלל בעלי המניות בחברה. שיעור רוב זה שונה משיעור של רוב פשוט מקרב המיעוט (MOM) 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 ניתן יהיה לבצע מיזוג-מקוצר, כלומר להמשיך ולרכוש בכפיה 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.[160] השימוש במסלול חדש זה הפך נפוץ ופופולרי[161] ובית המשפט הצ'נסלורי בדלאוור אף הבהיר שסטנדרט הביקורת האחיד אשר נקבע בפרשת MFW, חל גם במסלול משפטי זה.[162]

---

[156] In re MFW S'holders Litig., 67 A.3d 496, 524–36 (Del. Ch. 2013).

[157] Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).

[158] עמודים 503- 504 להחלטת הצ'נסלורי, ה"ש 156 לעיל.

[159] DEL. CODE ANN. tit. 8, § 251(h).

[160] Abigail Pickering Bomba, "Delaware Legislature Clarifies Section 251(h) Second-Step Merger Provisions", THE HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE (01.08.2014), https://corpgov.law.harvard.edu/2014/08/01/delaware-legislature-clarifies-section-251h-second-step-merger-provisions/.

[161] Audra Boone, Brian Broughman, and Antonio J. Macias. *Shareholder Approval Thresholds in Acquisitions: Evidence from Tender Offers*. 53 JOURNAL OF CORPORATE FINANCE 225-245. (2018) ("The vast majority (76%) of tender offers after the August 2013 rely on DGCL § 251(h)").

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

דוגמה בולטת נוספת היא הניסיון של חוקי החברות המדינתיים בארה״ב ליצור עקביות ואחידות בעסקאות המזכות את בעלי מניות המיעוט בזכויות ההצבעה ובסעד הערכה. גם American Bar Association המציעים מודל מוצע לחוק חברות ה- Model Business Corporation Act (MBCA)[163] וגם American Law Institute המציעים עקרונות מומלצים לממשל תאגידי[164], מציעים כי זכויות הצבעה והזכות לסעד הערכה יוענקו לבעלי מניות המיעוט בכל סוגי עסקאות הרכישה. הענקת סט זהה של זכויות בכל מסלול או אלטרנטיבה משפטית תסייע לפתור את בעיית התחליפיות בין הסדרי הרכישה ותמנע את הצורך בהתערבות בית המשפט. במדינות ארה״ב המאמצות גישה זו, לא תהיה לפיכך חשיבות לסוגיה של האם ליישם את דוקטרינת 'משמעות משפטית עצמאית', שכן הדין המשפטי בכל אחד ממסלולי הרכישה יהיה זהה.[165]

———

לסיכום, בתי המשפט והמחוקקים המדינתיים בארה״ב החלו בשנים האחרונות להציע גישה חדשה לאסדרת עסקאות לרכישה כפויה של מניות המיעוט. מחד, דיני החברות בארה״ב אמנם מתירים לבעלי שליטה לעצב ולבחור בעצמם את האלטרנטיבה המשפטית בה תבוצע העסקה. מאידך, המשמעות המשפטית של בחירה זו הפכה לכמעט חסרת חשיבות, שכן דיני החברות בארה״ב מבקשים לקבוע 'תאוריה אחידה' - דרישות חוק דומות וסטנדרט ביקורת שיפוטית דומה - בכל האלטרנטיבות לביצוע עסקה זו.

(5) עמדת המשפט האירופי והאנגלי

הסוגיה של מסלולים שונים לרכישת מניות המיעוט אינה מתעוררת באיחוד האירופי.[166] רוב מדינות האיחוד האירופי אינן מאפשרות מיזוגים בתמורה למזומן,[167] כך שלמעשה הדרך היחידה לביצוע עסקת going-private היא באמצעות מסלול הצעת רכש שלאחריה בעל השליטה רשאי לרכוש בכפיה 'לדחוק' החוצה את שארית מניות המיעוט (squeeze-out right).[168]

לעומת זאת, חוק החברות באנגליה מציע שני מסלולים משפטיים שונים ונפרדים לרכישה כפויה של מניות מיעוט. במסלול הראשון, בעל השליטה מגיש הצעת רכש שבסופה, אם הוא מחזיק ב-

---

[163] The American Bar Association, MODEL BUSINESS CORPORATION ACT. § 13.02.

[164] THE AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF THE LAW, CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS (1994).

[165] 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).

[166] למעט באנגליה ומדינות משפט-מקובל נוספות. ראו להלן.

[167] 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.* 15.1 EUROPEAN COMPANY AND FINANCIAL LAW REVIEW 148-196 (2018).

[168] לתיאור מנגנון זה במדינות האיחוד האירופי השונות ראו:

DIRECTIVE 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 - on Takeover Bids; The European Commission, THE TAKEOVER BIDS DIRECTIVE ASSESSMENT REPORT, 28 June 2012,https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/67501b75-7583-4b0d-a551-33051d8e27c1.

90% ממניות החברה, הוא רשאי להוסיף לרכוש בכפיה ולדחוק 'החוצה' את מניות המיעוט.[169] לצד מסלול זה, חוק החברות באנגליה וכן במדינות משפט-מקובל נוספות, מאפשר לחברה לבצע עסקת going-private גם באמצעות הסדר בבית משפט (scheme of arrangements), הדומה מאד להסדר בבית המשפט בישראל ומחייב באישור רוב של 75% מקרב בעלי המניות.[170] במהלך השנים ההסדר בבית המשפט הפך למסלול הנפוץ ביותר באנגליה[171] לביצוע עסקאות לחילוט המיעוט.[172]

גם באנגליה התעוררו שאלות וספקות משפטיים בדבר הלגיטימיות של הבחירה לבצע את העסקה במסלול חלופי ומקל יותר של הסדר בבית משפט. שאלה אחת שהתעוררה היא: האם כלל ניתן לבצע רכישה כפויה של המיעוט בדרך חלופית של הסדר בבית משפט, או לחילופין האם חובה לבצע עסקה זו ב'דרך המלך' של הצעת רכש כפי שנקבע בחוק? בנוסף ובהנחה שאכן ניתן לבצע עסקה זו באמצעות הסדר בבית משפט, התעוררה שאלה נוספת: מהו שיעור בעלי המניות הנדרש לאישור עסקה שכזו? האם שיעור הרוב הרגיל שנקבע בהסדר בבית משפט, כלומר 75% מבעלי מניות המיעוט, או שנדרש שיעור גבוה יותר של 90% מכלל בעלי המניות כפי שנקבע בהסדר 'המקורי' של הצעת הרכש?[173]

באנגליה ובמספר מדינות משפט-מקובל נוספות[174] אימצו באופן כללי את גישת החופש לעיצוב עסקאות רכישה. בתי המשפט באנגליה קבעו כי חברה רשאית לבחור את מסלול הרכישה שבו תבוצע העסקה,[175] ודחו את הטענה כי יש להעלות את שיעור הרוב ל- 90% כאשר ההסדר בבית משפט נועד לעקוף את הוראות החוק בנוגע ל- squeeze-out, כך ששיעור הרוב הנדרש בהסדר בבית משפט ימשיך לעמוד על 75% גם בנסיבות של רכישה כפויה.[176]

---

[169] Companies Act 2006, Part 28, Ch 3. s.979.

[170] Companies Act 2006, s. 899(1).

[171] הדו"ח השנתי של הפאנל האנגלי למיזוגים ורכישות מציין כי בשנת 2017, מתוך 52 עסקאות שהיו בפיקוח הפאנל, 36 מהן (כ-70%) בוצעו במסגרת הסדר בבית משפט. ראו:

The Takeover Panel, REPORT AND ACCOUNTS FOR THE YEAR ENDED 31 March 2018, p. 20, *available at*: http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2018/07/ar18final.pdf.

[172] "Schemes have become the structure of choice for recommended bids", see Jennifer Payne, *The Use of Schemes of Arrangement to Effect Takeovers: A Comparative Analysis* (2014) OXFORD L. S. RES. NO. 51/2014, available at: https://ssrn.com/abstract=2480941 (*herein after*: "***Payne* - Comparative Analysis**"). See also: Jennifer Payne, *Schemes of Arrangement, Takeovers and Minority Shareholders Protection*, 11 J. Corp. L. Stud. 67, 98 (2011), and Jennifer Payne, SCHEMES OF ARRANGEMENT (2014), 139- 148.

[173] ראו Payne - Comparative Analysis, לעיל.

[174] מדינות משפט-מקובל כגון איי-הבתולה הבריטיים, ברמודה, איי קימן וסינגפור בחרו לאמץ את גישת המשפט האנגלי בסוגיה זו. ראו Payne - Comparative Analysis לעיל, שם בהערת-שולים 98.

[175] BTR plc [1999] 2 BCLC 675; *affirmed* BTR plc [2000] 1 BCLC 740; TDG plc [2009] 1 BCLC 445.

[176] National Bank [1966] 1 WLR 819 at 829-830; TDG plc [2009] 1 BCLC 445.

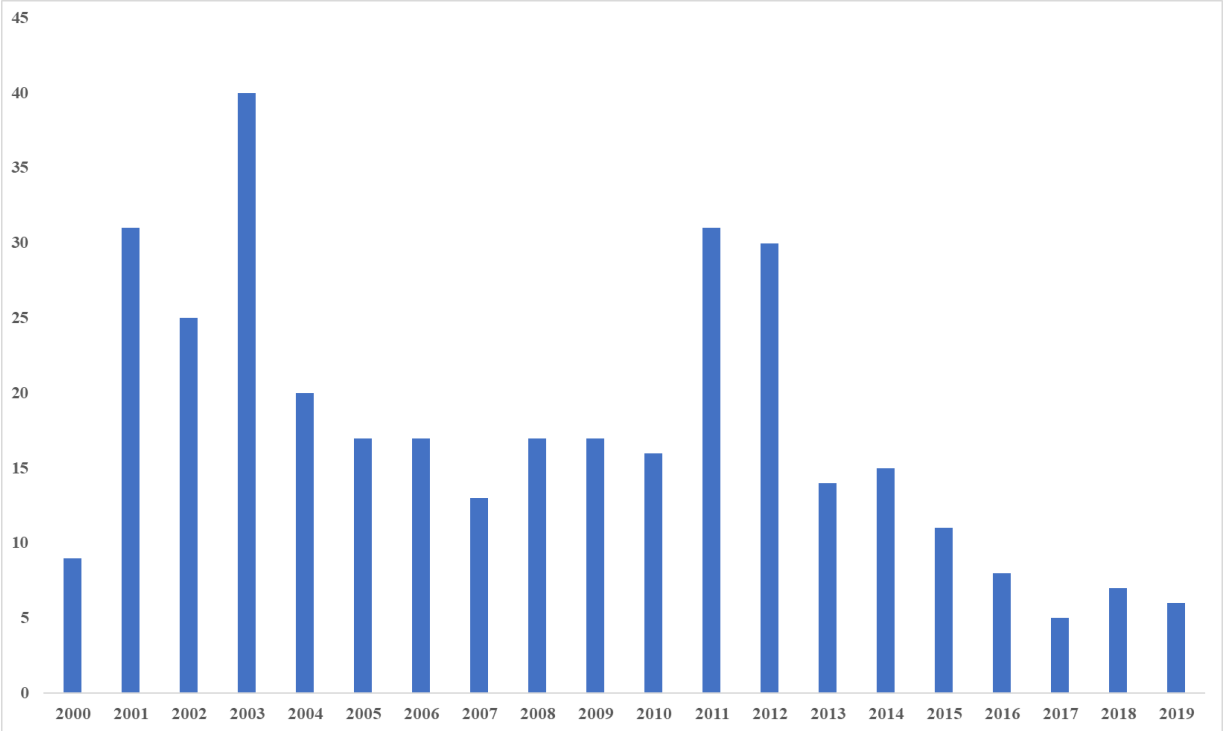
פרק שלישי:

החלופות לרכישת המיעוט - מחקר אמפירי

בפרק זה, אנו מציגים את ממצאי המחקר האמפירי שערכנו בסוגית תחליפיות הסדרי חילוט המיעוט בישראל. במסגרת המחקר, בחנו את כל העסקאות במזומן לרכישת מניות המיעוט בשנים 2000 עד 2019. המידע נאסף מאתר מערכת הודעות 'מאיה' של הרשות לניירות ערך. סך הכל 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 המיעוט לאורך זמן. ניתן להבחין בשתי תקופות שיא: 2001-2003 ו-2011-2012. נראה שבעקבות משברים כלכליים עולמיים (ב-2000 וב-2008), חברות רבות יחסית מחליטות להיפרד מהבורסה.

תרשים 1: התפלגות ההצעות לחילוט המיעוט לאורך זמן



מספר ההסדרים בבית משפט הנו קטן מדי להסקה סטטיסטית מהימנה. לכן, לצורכי ביצוע השוואה אמפירית איגדנו יחד את נתוני עסקאות המיזוג וההסדרים בבית המשפט, שכן על פי ממצאנו מאפייני עסקאות ההסדר דומים יותר לאלו של מיזוג מאשר לאלו של הצעות רכש מלאות. כך, למשל, אחוז האחזקה הממוצע של בעלי השליטה טרם הסדר בבית משפט (73%) הנו דומה יותר לאחוז האחזקה הממוצע במיזוגים (68%) מאשר לאחוז האחזקה הממוצע בהצעות רכש מלאות (83%). גם הפרמיה הממוצעת בהסדרי בית משפט (32%) קרובה יותר לפרמיה הממוצעת במיזוגים (35%) מאשר הפרמיה הממוצעת בהצעות רכש מלאות (23%).

(1) הבחירה בין מסלולי הרכישה

העדפה כללית להצעות רכש

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

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

	מספר ההצעות בשנים 2000 -2019	פרופורציית השימוש בהסדר
כל ההצעות	349	1
הצעות רכש	289	0.828
מיזוגים + הסדרים בביהמ"ש	60	0.172

ניתן להציע מספר הסברים אפשריים להעדפה הברורה של בעלי השליטה לבחור בהצעת רכש מלאה. הסבר אפשרי ראשון הנו שרכישת המניות באמצעות הצעת רכש מלאה היא זולה יותר עבור בעל השליטה. כפי שנרחיב בסעיף (5) להלן, הפרמיה (התוספת מעל למחיר המניה בבורסה) הממוצעת המשולמת לבעלי המניות בהצעת רכש מלאה נמוכה יותר מהפרמיה במיזוגים ובהסדרים בית משפט.

הסבר מסוג אחר הנו כי עלויות העסקה של הצעת הרכש המלאה הן נמוכות יותר. כלומר, שהצעת הרכש היא 'זולה' יותר לביצוע ולהשלמה.[177] הסבר אפשרי אחד הנו מהירות השלמת העסקה.[178] הצעת רכש מלאה ניתנת להשלמה בתוך זמן קצר בלבד, ולכאורה בתוך 14 ימים בלבד.[179] זאת להבדיל ממשך הזמן הארוך הרבה יותר הנדרש להשלמת עסקת מיזוג או הסדר בבית משפט. הסבר נוסף ודומה הוא נושא הוודאות העסקית, כלומר הביטחון בהשלמת העסקה והחשש מפני דיונים בבית המשפט שעלולים לעכב, ליקר ואף לסכל את העסקה. עסקאות מסוג מיזוג או הסדר בבית משפט חשופות לפיקוח ובקרה שיפוטית, ולכן הן עלולות להתעכב ולהיתקע בדיונים ממושכים בבית המשפט. הצעת הרכש המלאה היא שונה מבחינה זו, שכן בית המשפט אינו צפוי להתערב בשאלת עצם הגשת הצעת הרכש, והסעד הכמעט יחיד[180] של בעלי המניות הנו הגשת תביעת פיצויים לסעד הערכה רק לאחר שהעסקה הושלמה.[181] גם היקף התביעות המשפטית הנו שונה, כאשר תביעה משפטית בקשר עם עסקת מיזוג עלולה להוביל לתוספת מחיר עבור כלל המניות שבידי הציבור,

---

[177] **באום - חופש העיצוב**, לעיל ה"ש 3, 120.

[178] **באום - חופש העיצוב**, שם, 116; ראו גם David Offenberg and Christo Pirinsky, *How do acquirers choose between mergers and tender offers?* JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 116(2) 331-348 (2015).

[179] לפי תקנה 6(א) לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס- 2000.

[180] ע"א 3136/14 **יעל כבירי שמיע נ' אי.די.בי. חברה לפיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, 28.1.2016), סעיפים 48 – 55 להחלטת השופט י' עמית.

[181] סעיף 338 לחוק החברות.

לעומת תביעת סעד הערכה שעלולה להוביל לתוספת מחיר עבור לא יותר מ-5% ממניות החברה בלבד.[182] הסבר מסוג אחר הנו עלויות העסקה הנמוכות הנובעות מהנטל הרגולטורי הרך והמקל יותר בהצעת רכש מלאה. להבדיל מעסקאות מיזוג והסדרים בית 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 בהליך משא ומתן מול בעלי מניות המיעוט.[183] כל אשר נדרש הנו למלא ולהגיש מסמך קצר, מפרט הצעת רכש מלאה, הכולל מספר פרטי דיווח וגילוי מצומצמים יחסית.[184]

מעניין לציין כי הממצא לפיו בישראל מסלול הצעת הרכש הנו המסלול הנפוץ והמועדף על בעלי השליטה, הנו שונה מהמצב הקיים בארצות הברית. שם, מרבית עסקאות החילוט מבוצעות באמצעות מיזוג.[185] אחת הסיבות האפשריות להבדל זה היא שבארה״ב הפרמיה המשולמת בעסקאות מיזוג היא מעט נמוכה יותר מהפרמיה בהצעות רכש[186] לעומת המצב ההפוך בישראל.[187]

ירידה במספר ההצעות לרכישת המיעוט בעשור השני

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

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

	מס׳ ההצעות				שכיחות (פרופורציית) השימוש בשיטה			
	2000-2019	2000-2009	2010-2019		2000-2019	2000-2009	2010-2019	ערך p של ההבדל בין העשורים
כל ההצעות	349	206	143		1	1	1	
הצעות רכש	289	182	107		0.828	0.883	0.748	0.001
מיזוגים + הסדרים בביהמ״ש	60	24	36		0.172	0.117	0.252	0.001
מספר חברות ציבוריות רשומות (ממוצע)		620	499					

נתון בולט בלוח זה הנו הירידה במספרן הכולל של ההצעות לרכישת המיעוט, מ- 206 בעשור הראשון ל- 143 בעשור השני, ירידה של מעל 30%. יתכן שהירידה במספר ההצעות נובעת מהירידה במספר

---

[182] **באום – חופש העיצוב**, לעיל ה״ש 3, 117.

[183] שם, 120.

[184] שם. ראו גם הוראות תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש״ס- 2000.

[185] Rernán Restrepo and Guhan Subramanian. *The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure & Outcomes: Evidence on the Unified Approach* 5 HARV. BUS. L. REV, 205 (2015); Butwin, B., Kwon, U., Messina, M., Sullivan, K., Warner, D., and Zhang, R. *A look at U.S. sponsor-backed going private transactions,* WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP (2019), available at: https://www.jdsupra.com/legalnews/a-look-at-u-s-sponsor-backed-going-48676/.

[186] ראו Restrepo & Subramanian (2015), ה״ש 185 לעיל.

[187] ראו להלן.

החברות הציבוריות בישראל. בעשור הראשון הממוצע השנתי של מספר החברות הציבוריות בישראל היה 620, ובעשור השני ממוצע זה ירד בכ-20% ל- 499 בלבד.[188] כאשר בוחנים את היחס בין מספר הצעות חילוט המיעוט למספר החברות הציבוריות, ניתן להיווכח כי עדיין קיימת ירידה בין העשור הראשון לשני בשיעור ההצעות לרכישת מניות המיעוט, אולם ירידה זו אינה עוד מובהקת סטטיסטית ברמות המובהקות המקובלות.[189]

בהקשר זה, יש לזכור את השינויים המשמעותיים שנעשו בכללי הממשל התאגידי בישראל בפתח העשור השני. שינויים אלו, אשר העיקרים ביניהם הם הקמת המחלקה הכלכלית בית המשפט המחוזי בתל-אביב יפו בשנת 2010[190] ותיקון 16 לחוק החברות בשנת 2011[191] נועדו, בין היתר, לחזק את כוחם היחסי של בעלי מניות המיעוט ולהגביר את יכולת הפיקוח והבקרה מצד בתי המשפט. יתכן כי שינויים אלה יצרו זהירות או אף רתיעה מסוימת בשוק ההון הישראלי מפני ביצוע של עסקאות לחילוט המיעוט, עסקאות שמעוררות ניגוד עניינים חמור וחשדנות מצד בית המשפט.[192]

ירידה בשיעורן היחסי של הצעות הרכש

בלוח 3 ניתן גם להבחין בירידה משמעותית בשיעורן היחסי של הצעות הרכש בין העשורים, ועליה מקבילה בשיעור עסקאות המיזוג.[193] כלומר, בעשור השני בעלי השליטה מגלים העדפה פחותה להצעות הרכש מלאות ונטיה מוגברת לטובת מיזוגים. ערך p הנמוך מאד של ממצא זה מלמד שהירידה בשיעורן היחסי של הצעות הרכש היא אכן מובהקת סטטיסטית ואיננה מקרית.[194]

את העליה הניכרת במספר עסקאות המיזוג בעשור השני ניתן לייחס בין היתר להחלטת בית המשפט בעניין **שני נ' מלם**,[195] אשר בשנת 2007 הצהירה לראשונה על חוקיות השימוש במיזוג הפכי לצורך רכישה החוצה של מניות המיעוט. יתכן גם, כי מיזוג משולש הופכי התקבע בתודעה ובפרקטיקה

---

[188] ממוצע מספר החברות בבורסה בכל עשור מבוסס על דיווחי הבורסה לגבי מספר החברות הרשומות למסחר בכל שנה – ראו למשל הבורסה לניירות ערך תל אביב, הסקירה השנתית 2010, לוח 1 בעמוד 19, פורסם באתר: https://info.tase.co.il/Heb/Lists/gen_res/0133_annual_review/2010_annualreview_heb.pdf

[189] יחס העסקאות בעשור הראשון (620 /206=0.332) הנו גבוה יותר מאשר בעשור השני (499 /143= 0.287). אולם הבדל זה מובהק סטטיסטית גבולית רק ברמת מובהקות של 10%, כלומר ערך ה-p שלו הוא 0.10 לערך. לגבי ערך ה-p ראו ה"ש 194 להלן.

[190] חוק בתי המשפט (תיקון מס' 59), התש"ע - 2010, ס"ח 2253 מיום 27.7.2010. הקמת המחלקה הכלכלית נועדה, בין היתר, לחזק את כוחם של בעלי מניות המיעוט בהגשת תביעות כלפי בעלי השליטה. ראו למשל אודליה מינס ודב סלומון, "המחלקה הכלכלית וחדלות פירעון – עת לאחד", **משפטים** מז 823 (2018), ע' 827 – 828: "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".

[191] חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 2281.

[192] ראו והשוו ת"צ (ת"א) 26809-01-11 **כהנא נ' מכתשים-אגן** (פורסם בנבו, 15.5.2011).

[193] בין העשורים חלה ירידה במספרם של ההסדרים בית המשפט, ולכן את העליה בשיעור העסקאות האלטרנטיביות להצעת רכש מלאה ניתן לייחס במלואה לעליה הניכרת בשיעור המיזוגים. את הירידה בהיקף ההסדרים בבית המשפט בעשור השני ניתן לייחס לספק המשפטי (הזמני) שהתעורר בשל הלכת **סלע קפיטל**. בעקבות החלטה זו משנת 2010, לא היה ברור האם ניתן לעשות שימוש בהסדר בית משפט לצורך רכישת מניות המיעוט, וספק משפטי זה הוסר למעשה רק לאחרונה בהחלטת בית המשפט העניין **תמדא**. ראו פר"ק 35560-08-10 (ת"א) **אספן בניה ופיתוח בע"מ נ' בעלי המניות בחברה ואח'** (פורסם בנבו, 27.11.2010); ת"א (ת"א) 65628-12-19 **תמדא בע"מ נ' ממונה על חדלות פירעון מחוז תל אביב** (פורסם בנבו, 16.20.2020) והדיון הנרחב בפרק השני לעיל.

[194] ערך ה-p של ממצא בוחן את מידת המובהקות של ממצא זה, כלומר את ההסתברות כי ממצא זה הנו 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 הנו 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, לדוגמא, https://online.stat.psu.edu/stat415/lesson/9/9.4.

[195] ה"פ (ת"א) 786/07 **נפתלי שני נ' מלם מערכות בע"מ**, (פורסם בנבו, 21.10.2007).

כדרך הוודאית יותר לרכישת מניות המיעוט (דורשת רוב רק של 50% מהמיעוט), ולכן למרות חסרונותיה (הפסד זמן והוצאות גבוהות יחסית), השימוש בה גבר.

(2) שיעורי אחזקות בעל השליטה

בלוח 4 מפורטים הממצאים לגבי שיעורי האחזקה של בעלי השליטה בחברה הציבורית (הפרופורציה מתוך כלל המניות המוחזקת על ידי בעלי השליטה), בסוף הרבעון הקודם להצעת העסקה לרכישת מניות המיעוט:

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

	תצפיות	ממוצע	ממוצע מתוקנן[196]	חציון	סטית תקן
כלל העסקאות	349	0.804	0.809	0.842	0.123
הצעות רכש	289	0.826	0.828	0.854	0.097
מיזוגים + הסדרים בביהמ"ש	60	0.699	0.719	0.718	0.172

כפי שניתן להיווכח, הצעות רכש מלאות מאופיינות בשיעורי אחזקה גבוהים יותר מאשר במיזוגים והסדרי בית משפט. נתון זה הנו צפוי לנוכח דרישת המחוקק במסלול הצעת רכש מלאה להשגת היענות של 95% מקרב כל בעלי המניות בחברה. דרישה מחמירה זו היא קשה ביותר להשגה כאשר לפני העסקה בעל השליטה מחזיק בשיעור אחזקות נמוך יחסית, כיון שבמקרים כאלה היא מחייבת אישור של אחוז גבוה יחסית מקרב בעלי מניות המיעוט.[197] לכן, כאשר שיעור אחזקות בעלי השליטה 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.

נציין גם שבדקנו סטטיסטית (בעזרת מודל סטטיסטי מסוג probit), האם שיעור האחזקה של בעלי השליטה הנו משתנה המסביר את הבחירה של בעלי השליטה בין מסלולי הרכישה השונים. מצאנו כי אכן שיעור האחזקה של בעלי השליטה מהווה שיקול משמעותי ומובהק סטטיסטית בבחירה בין המסלולים השונים: ככל ששיעורי האחזקה של בעל השליטה ערב ההצעה גבוהים יותר, כך בעל השליטה יטה יותר לבחור במסלול של הצעת רכש מלאה. את תוצאות ניתוח ה-probit ניתן לקבל מהמחברים.

---

[196] בטבלאות להלן הממוצע המתוקנן מחושב כאשר נתוני 'קצה', כלומר 5% התצפיות הגבוהות ביותר ו- 5% התצפיות הנמוכות ביותר, עברו וינסורציה (winsorization), כלומר ערכיהן הוגבלו לרמת התצפית שבאחוזון 95 ורמת התצפית באחוזון 5 בהתאמה.

[197] לשם המחשה, נניח בעל שליטה אשר לפני העסקה מחזיק ב- 70% ממניות החברה, שזהו שיעור האחזקות הממוצע בעסקאות מיזוג והסדרי בית משפט. לצורך ביצוע העסקה במסלול המיזוג, בעל שליטה נדרש להשיג את תמיכת 50% מבעלי מניות המיעוט שיבחרו להשתתף בהצבעה. במסלול ההסדר בבית משפט, 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 מצד 83.3% מקרב כלל בעלי מניות המיעוט (חייב להשיג היענות של עוד 25% מכלל בעלי המניות, וכיון שבידי המיעוט 30% ממניות החברה, הדרישה היא בעצם להיענות של 25/30 =83.3% מבעלי מניות המיעוט).

(3) גודלן של החברות

בלוח 5 מפורטים 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

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

כפי שניתן להיווכח, באופן כללי החברות הציבורית הנרכשות בהצעות רכש מלאות הן בממוצע קטנות יותר. יחד עם זאת, ממצא זה נחלש כאשר אנו בוחנים את הממוצע המתוקנן והחציון, כך שניתן להניח כי ממצא זה מושפע ממספר קטן של מיזוגים בחברות ענק.[198]

עוד נוסיף ונציין כי בחנו גם הבדלים אפשריים נוספים בין החברות הבוחרות מסלולים 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. ברם, לא מצאנו הבדלים משמעותיים במשתנים אלה בין עסקאות מיזוג והסדרים לעומת הצעות רכש מלאות.

(4) 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

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

[198] לדוגמה, הסדר לפי סעיף 350 בשנת 2019 של חברת 'ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ' אשר החזיקה בצבר נכסים ענק של מעל ל- 12 מיליארד ₪.

כפי שניתן להיווכח, רק כ- 60% מהצעות הרכש המלאות התקבלו והושלמו. זאת להבדיל מהצעות מיזוג והסדרים בבית המשפט, שם שיעור השלמת העסקאות הנו 88%. הבדל ניכר זה בשיעור ההשלמה הנו בעל מובהקת סטטיסטית ברורה.[199]

ניתן להציע מספר הסברים אפשריים לממצא זה. ראשית, מלכתחילה הצעות רכש מלאות זקוקות לשיעור תמיכה גבוה יותר מאשר מיזוגים בקרב בעלי מניות המיעוט. לכן, הצעות רכש רבות נכשלות ולא זוכות להתקבל. מצאנו מקרים אחדים בהם בעל שליטה ניסה תחילה לרכוש את מניות הציבור באמצעות הצעת רכש מלאה, נכשל, ומיד לאחר מכן שינה את מתכונת העסקה והגיש אותה פעם נוספת בדרך של מיזוג.[200] הסבר אפשרי נוסף לממצא זה הנו שבמסלול המיזוג או ההסדר בבית משפט מתרחש הליך מוקדם של משא-ומתן בין בעל השליטה לבין נציגים של בעלי מניות המיעוט[201] וגופים מוסדיים.[202] בסיום הליך המשא-ומתן, לציבור בעלי המניות לא נותר עוד תפקיד משמעותי מלבד לאשר ולהעניק את הסכמתו למחיר שסוכם. 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, ואז הברירה היחידה העומדת בפני בעלי המניות היא האם לקבל או לדחות את המחיר המוצע להם. לעיתים ההחלטה על דחית הצעת הרכש היא צעד במעין משא-מתן בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט. כלומר, מצאנו לא מעט מקרים בהם בעל השליטה בחר להגיש הצעת רכש נוספת משופרת.[203] הסבר אפשרי שלישי לשיעורי ההשלמה הנמוכים של הצעות רכש היא עלותן הנמוכה.[204] 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 מיד הצעה נוספת. לעומת זאת, הליכי מיזוג והסדר בבית משפט הם הליכים סבוכים ויקרים הרבה ביותר.[205] לנוכח עלויות העסקה הגבוהות של מיזוגים והסדרים ניתן לשער כי בעלי השליטה הבוחרים במסלולים אלה אינם מעוניינים בסדרה ארוכה של ניסיונות והצעות לעסקה, אלא שהעסקה תאושר על ידי בעלי מניות המיעוט בניסיון הראשון.

בנוסף לבדיקת שיעורי השלמת העסקאות בכל תקופת המחקר, בדקנו גם את שיעורי ההשלמה במסלולים השונים בחלוקה לעשורים. כפי שניתן להיווכח בלוח 6, ההבדל בין שיעורי ההשלמה הנו משמעותי ומובהק אף יותר בעשור השני, אשר בו הצעות רכש מלאות מתקבלות בשיעור נמוך מאד

---

[199] בדקנו באמצעות מבחן של הבדלי פרופורציות, האם ההבדלים בשיעורי ההשלמה בין המסלולים השונים הנו הבדל מקרי בלבד. ערך ה-p הנמוך מאד שהתקבל (0.001), מצביע על כך שההבדלים בין שיעורי ההשלמה במסלולי הרכישה השונים הנו הבדל מובהק מבחינה סטטיסטית.

[200] ראו לדוגמה, בעסקת ראשטוב, בעלי השליטה ניסו תחילה את הדרך (היותר "זולה") – הצעת רכש. בסוף שנת 2010 הציעו בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט סכום של 5.1 ₪ למניה. כאשר ההצעה זו נדחתה, בעלי השליטה התארגנו מהר, יחסית, וכבר בשנת 2011 הציעו, בשיטת המיזוג, סך של 6.5 ₪ למניה. הצעה זו התקבלה.

[201] בהליך המיזוג, הליך משא ומתן מוקדם שכזה הנו למעשה כמעט בגדר חובה. ראו ת"צ (ת"א) 26809-01-11 **כהנא נ' מכתשים-אגן** (פורסם בנבו, 15.5.2011) ; ת"צ (ת"א) 40404-03-16 **שרון עצמון נ' אסם השקעות בע"מ** (פורסם בנבו, 4.8.2020).

[202] Beni Lauterbach and Yevgeny Mugerman *The Effect of Institutional Investors' Voice on the Terms and Outcome of Freeze-out Tender Offers*, 10.01 QUARTERLY JOURNAL OF FINANCE 2050002 (2020).

[203] בכ- 50 מקרים מצאנו הצעת רכש חוזרת.

[204] **באום - חופש העיצוב**, לעיל ה"ש 3, 120.

[205] שם, עמודים 120, 126- 127.

של 54%, לעומת מיזוגים והסדרי בית משפט המתקבלים בהסתברות גבוהה ביותר של 92%. ההבדלים בשיעורי הצלחת העסקאות, במיוחד בעשור השני, הנם כאמור מובהקים סטטיסטית.[206]

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 האם מדובר בהצעת רכש או מיזוג), גודל החברה וכן שיעור האחזקה של בעלי השליטה ערב הצעת הרכש, הם משתנים המסבירים באופן מובהק סטטיסטי את סיכויי הצלחת העסקה. בהצעות רכש אחוז ההצלחה נמוך יותר בשל הסיבות שמנינו לעיל. בנוסף, ככל ששיעור האחזקה של בעלי השליטה ערב הצעת הרכש גבוה יותר, כך משתפרים סיכוייה להתקבל, כנראה משום שהפרופורציה של בעלי מניות המיעוט אותם צריכים לשכנע כתנאי לקבלת הצעת הרכש יורדת. לבסוף, גודל החברה משפיע לחיוב על סיכויי הצלחת ההצעה. לדעתנו, הממצא נובע מכך שבידי המשקיעים מהציבור (המיעוט) מידע רב ושלם יותר אודות חברתם ככל שחברתם גדולה יותר ומסוקרת יותר על ידי אנליסטים והתקשורת. בחברות קטנות קיים פער מידע גדול יחסית בין הציבור ובעלי השליטה, גורם המעצים את חוסר האמון והעוינות של משקיעי המיעוט כלפי הצעת רכישה מטעם בעל השליטה. את תוצאות ניתוח ה-probit ניתן לקבל מהמחברים.

(5) 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 טרום ההצעה. לכאורה, אם האסדרה המשפטית של עסקאות אלו במסלול חילוט מסוים היא חלשה מידי, אזי קיים חשש שבעלי השליטה ינצלו לרעה מצב זה, כלומר ישתמשו במסלול זה לרכישה בכפיה של מניות המיעוט במחיר או פרמיה נמוכים מידי.[207]

---

[206] ראו בלוח 6 את ערכי ה- p הנמוכים עבור העשור הראשון והעשור השני.

[207] יש לציין כי בדקנו את שיעורי הפרמיות הסופיות, כלומר לקחנו בחשבון כל תוספת מחיר שהציעו בעלי השליטה לפני המועד הסופי לקיבול או במהלך ההתדיינות המשפטית.

לוח 7: פרמית המחיר שהוצעה למיעוט בכלל העסקאות ובעסקאות שצלחו בלבד

עסקאות שהוצעו[208]	תצפיות	ממוצע	ממוצע מתוקנן	חציון	סטית תקן
כל העסקאות	255	0.265	0.253	0.188	0. 245
הצעות רכש	211	0.240	0.234	0.182	0.248
מיזוגים + הסדרים בביהמ"ש	44	0.387	0.343	0.261	0.428

עסקאות שצלחו בלבד	תצפיות	ממוצע	ממוצע מתוקנן	חציון	סטית תקן
כל העסקאות	162	0.284	0.269	0.204	0.305
הצעות רכש	120	0.242	0.237	0.190	0.235
מיזוגים + הסדרים בביהמ"ש	42	0.404	0.358	0.279	0.431

ניתן להיווכח כי הפרמיות ששולמו לבעלי המניות מהציבור בעסקאות מיזוג והסדרים 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) וההסדרים (הכולל דיונים בפני בית המשפט) מאפשרים לבעלי מניות המיעוט "לסחוט" מחיר גבוה יותר מבעלי השליטה. הסבר משלים הנו 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 הצעות רכש מוטה כלפי מטה ונמוכה יחסית לפרמיה במיזוגים והסדרים.[209]

שיעורי הפרמיה בעשורים השונים

בלוח 8 להלן אנו מציגים את הפרמיה הממוצעת[210] במסלולי הרכישה השונים בשני העשורים השונים של מדגמנו. כפי שראינו בלוח 7, בכלל המדגם (השנים 2000-2019), הפרמיות הממוצעות

---

[208] מספר העסקאות הכולל בלוח 7 נמוך ממספרן בלוח 6 בעיקר עקב השמטת עסקאות בהן לא ניתן היה לחשב את הפרמיה יחסית למחיר המניה בשוק כיון שמחיר המניה בשוק היה לא עדכני (מקרים בהם מניות החברה הושעו מהמסחר בבורסה לניירות ערך, ומקרים בהם היקף המסחר בחודש שקדם להצעה היה שווה לאפס). בנוסף השמטנו כמה מקרים בהם הפרמיה למול מחיר השוק הייתה שלילית באופן עקבי (מקרים בהם הפרמיה שלילית יחסית למחיר חודשיים לפני, חודש לפני ושבוע לפני ההצעה). פרמיה שלילית עקבית חשודה, ואינה משקפת כנראה עסקה טיפוסית לחילוט המיעוט.

[209] הסבר אפשרי נוסף כרוך בהבדלים בסחירות המניות. כפי שראינו בנתונים לעיל, 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 האם לדחות או להיענות להצעת רכש מלאה, הם אינם יכולים להתעלם משיקול זה, שכן אם ידחו את הצעת הרכש הם יישארו להחזיק במניות לא סחירות ובשווי נמוך. לכן, בעלי מניות המיעוט מגלים גמישות רבה יותר בהצעות רכש, דבר המאפשר לבעלי השליטה להציע פרמיה נמוכה יותר.

[210] שיעורי הפרמיה בטבלה זו מתוקננים (winsorized) מתחת ל- 5% ומעל 95%. ראו הסבר בה"ש 196 לעיל.

במיזוגים ובהסדרים היו גבוהות יותר מהפרמיות הממוצעות בהצעות רכש. הבדל זה הנו מובהק מבחינה סטטיסטית.[211]

ניתן גם להבחין כי הבדלי הפרמיות בין המסלולים השונים הצטמצמו באופן ניכר במהלך העשור השני: במדגם העסקאות שהושלמו פער הפרמיות הצטמצם מכ- 20% בעשור הראשון ל- 7.5% בלבד בעשור השני.[212] בעשור השני הפרמיות בהצעות רכש מלאות עלו קלות ואילו הפרמיות במיזוגים ירדו. בעשור השני עדיין קיים פער בפרמיה הממוצעת בין מסלולי הרכישה והצעות רכש עדיין מניבות פרמיה נמוכה יותר לבעלי המניות, ברם ההבדל הממוצע בין הפרמיות חדל להיות מובהק מבחינה סטטיסטית.[213]

לוח 8: פרמיות המחיר שהוצעו למיעוט בעשורים השונים

כל העסקאות שהוצעו	2000- 2019	2000- 2009	2010- 2019	ערך p להבדל בין העשורים
כל העסקאות	0.253	0.236	0.275	0.21
הצעות רכש	0.234	0.218	0.261	0.17
מיזוגים + הסדרים בביהמ"ש	0.343	0.405	0.314	0.38
ערך p להבדלים בין מסלולי הרכישה	0.007	0.002	0.37	

עסקאות שצלחו בלבד	2000- 2019	2000- 2009	2010- 2019	ערך p להבדל בין העשורים
כל העסקאות	0.269	0.259	0.281	0.60
הצעות רכש	0.237	0.231	0.250	0.65
מיזוגים + הסדרים בביהמ"ש	0.358	0.430	0.325	0.33
ערך p להבדלים בין מסלולי הרכישה	0.007	0.003	0.26	

ממצאים אלו מלמדים כי אכן קיים פער משמעותי בין התמורה שמקבלים בעלי המניות במיזוגים ובהסדרי בית משפט, לעומת התמורה המתקבלת בהצעת רכש מלאה, אולם פער זה הולך ומצטמצם עם הזמן. יתכן שצמצום פערי הפרמיות בין מסלולי הרכישה השונים נובע מהתקדמות הממשל התאגידי בישראל בתחילת העשור השני, דהיינו שהוא תוצאה של הקמת בית המשפט הכלכלי ותיקון 16 לחוק החברות שהעניק כוח רב יותר לבעלי מניות המיעוט.

---

[211] ערך ה- p הנמוך מאד (0.007) מלמד שהסתברות שממצא זה מקורו במקריות גרידא היא נמוכה ביותר

[212] אנו מתייחסים בכובד ראש יותר לפרמיות בהצעות הרכישה שהושלמו, מכיוון שאלו מחירי עסקה בפועל. מדגם כלל ההצעות כולל גם פרמיות על הצעות שלא נתקבלו. בהצעה שלא נתקבלה קשה לקבוע אם הפרמיה שהוצעה הייתה הפרמיה הראויה והמתאימה מבחינה כלכלית.

[213] ערכי ה- p בשיעורם 0.37 ו- 0.325 אינם יכולים להצביע על מובהקות סטטיסטית.

עוד נציין כי בדקנו סטטיסטית (באמצעות מודל probit) אלו משתנים יכולים להסביר את הפרמיה ששולמה לבעלי מניות המיעוט. בדיקה זו העלתה שני משתנים מסבירים בעלי מובהקות סטטיסטית: מסלול העסקה (בהצעת רכש הפרמיות נמוכות מאשר במיזוגים והסדרים), וביצועי המניה בתקופה שלפני ההצעה (pre-offer abnormal stock return) - ככל שביצועי המניה בתקופה שלפני ההצעה היו נמוכים (שליליים) יותר, כך הפרמיה המשולמת בעסקה הינה גבוהה יותר. ניתן להסביר ממצא זה בכך שכאשר ביצועי המניה ערב ההצעה מאכזבים, בעלי מניות המיעוט חושדים בכוונות בעל השליטה וחוששים כי בעל השליטה מנסה לנצל את הירידות במחיר המניה לרכישת מניותיהם בזול. להפגת חשש זה, בעל השליטה, החפץ להצליח בחילוט המיעוט, נאלץ להציע ולשלם לבעלי מניות המיעוט פרמיה גבוהה יחסית. את תוצאות ניתוח ה-probit ניתן לקבל מהמחברים.

פרק רביעי:

סיכום ומסקנות

מאז חקיקת חוק החברות, אחת השאלות שאינה יורדת מסדר היום של בתי המשפט, רשות ניירות ערך והאקדמיה המשפטית בישראל, הינה: מהי הדרך המשפטית הנאותה לרכישת חברה ציבורית על ידי בעל השליטה שלה? המחלוקת המשפטית בשאלה זו מתעוררת בגלל נוסח סעיף 336 לחוק החברות, הקובע לכאורה שהדרך הבלעדית לרכישת מלוא מניות חברה ציבורית היא הצעת רכש מלאה. על רקע זה, יש הטוענים כי בעל שליטה אינו רשאי לרכוש את מניות המיעוט במתווה של מיזוג או הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות.

במסלול הצעת רכש מלאה, ההגנה המשפטית על בעלי מניות המיעוט מבוססת על דרישה שבעל השליטה ישיג רוב גדול להצעה בקרב בעלי מניות המיעוט (יגיע לאחוז אחזקה גבוה של 95% מכלל מניות החברה), ועל הזכות להגשת תביעה לסעד הערכה. לשיטת הגנה זו חסרון מסוים - דירקטוריון חברת המטרה אינו מעורב בעסקה ואף לא נדרש לחוות את דעתו על הוגנות העסקה. לפיכך, בעלי מניות המיעוט נדרשים לקבל בכוחות עצמם את ההחלטה האם להיענות להצעת הרכש, על בסיס מידע פומבי בלבד שלעיתים קרובות הוא דל ובלתי מספק. יתר על כן, קיים חשש שבעלי מניות יתפתו למכור את מניותיהם תמורת פרמיה מרשימה כלשהיא מעל מחיר השוק, וזאת גם כאשר המחיר המוצע הנו נמוך מהשווי ההוגן של המניות.

לעומת זאת, מסלול המיזוג-חילוט מחייב קבלת אישור דירקטוריון חברת המטרה, וחובות האמון של הדירקטורים מחייבות אותם לקבוע עמדה ביחס לשווי ההוגן של מניות חברת המטרה. בעשור האחרון אף נקלטה בישראל הפרקטיקה של ניהול מו"מ מול בעל השליטה באמצעות ועדה מיוחדת של דירקטורים בלתי תלויים. ההגנה המשפטית על בעלי מניות המיעוט בעסקת מיזוג-חילוט מבוססת לפיכך על ביקורת שיפוטית ודרישה למעורבות פעילה של חברי הדירקטוריון. הציפייה היא כי הדירקטורים יעשו שימוש בכוחם ובידע המקצועי שלהם, כולל גישה למידע לא פומבי ולהערכות שווי מקצועיות אודות ערך החברה, על מנת להגן על בעלי המניות המיעוט. על רקע זה,

יש הטוענים שמתווה המיזוג מספק דווקא הגנה טובה יותר לבעלי מניות המיעוט מאשר מנגנון הצעת הרכש המלאה.

מאמרנו זה הוא הראשון שבוחן את סוגית התחליפיות וטיב ההגנה על המיעוט של מסלולי הרכישה השונים מנקודת מבט אמפירית. ראשית, אנו מוצאים 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 ולא מצליחות להגיע לשיעור ההיענות הנדרש לאישורן. אחוז דחיית הצעות הרכש לחילוט המיעוט בישראל הנו גבוה בהשוואה עולמית: בארה"ב אחוז דחיית הצעות הרכש המלאות הנו 16%[214], באיטליה הוא 15%[215] ובנורבגיה הוא 11%[216]. לעומת זאת, שיעור דחיית הצעות המיזוג וההסדרים לחילוט המיעוט במדגמנו, 12%, דומה למקובל בעולם. מכאן, שכאשר הפרוצדורה המשפטית הישראלית דומה לחו"ל, כפי שהיא במקרה של מיזוגי-חילוט, אחוז דחיית הצעות לחילוט המיעוט בארץ דומה לזו שבחו"ל.

שנית, מצאנו כי למרות שניתן לאשר את המיזוג ברוב נמוך יותר של בעלי מניות מקרב המיעוט, שיעור הפרמיה המוצעת לבעלי מניות המיעוט בעסקאות מיזוג-חילוט נוטה להיות גבוה יותר מאשר שיעור הפרמיה בהצעות רכש מלאות. לכאורה, בהצעת רכש מלאה, הרוב המחמיר לאישור העסקה צריך היה להביא לפרמיה מוצעת גבוהה יותר בהצעות רכש מאשר במיזוגים. אך, זה איננו המצב בפועל. הפרמיה הגבוהה יותר שמצאנו בעסקאות מיזוג-חילוט מצביעה על כך שתהליך האישור עסקת המיזוג - לרבות האישור בדירקטוריון והאיום בביקורת שיפוטית - תורם רבות להגנת המיעוט.

תוצאות הניתוח האמפירי מראות לטעמנו כי אין סיבה לחשוש שאפיק המיזוג מספק הגנה נחותה לאינטרסים של בעלי מניות המיעוט יחסית לאפיק הצעת הרכש. לפיכך, המסקנה העיקרית הראשונה של מחקרנו היא שאין כל סיבה לראות בהצעת רכש מלאה את המסלול הבלעדי לרכישת מניות המיעוט בחברה ציבורית.

בנוסף, ממצאנו כי בהצעות רכש מלאות הפרמיה נמוכה יותר ואחוז הדחיה גבוה יותר, מעלים גם את האפשרות שבעלי שליטה, אשר עבורם הצעת הרכש המלאה היא הליך זול ומהיר יחסית, משתמשים לעיתים במסלול הצעת הרכש המלאה כדי לנסות לרכוש את מניות המיעוט במחיר הנמוך מהשווי ההוגן של מניות החברה.[217] לפיכך, ממצאינו מעלים לדיון את הצורך בתיקון מנגנון הצעת הרכש המלאה בישראל.

בארה"ב, המחוקק ובתי המשפט בדלאוור פעלו בשנים האחרונות להאחדת הדינים של הצעות רכש ומיזוגים לחילוט המיעוט, כלומר, דרישה למשא ומתן עם ועדה מיוחדת בשני המסלולים ומתן אפשרות להורדת הרוב הנדרש בהצעות רכש ל-50% מקרב המיעוט. האם בישראל מומלץ ללכת

---

[214] Rernán Restrepo and Guhan Subramanian, *The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure & Outcomes: Evidence on the Unified Approach*, 5 HARV. BUS. L. REV, 205 (2015).

[215] E. Bajo, M. Barbi, M. Bigelli, M., and D. Hillier, *The role of institutional investors in public-to-private transactions*, 37 JOURNAL OF BANKING AND FINANCE: 4327-4336 (2013).

[216] Ø. Bøhren & N. Krosvik, *The economics of minority freeze-outs: Evidence from the courtroom.* 36 INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS: 48-58 (2013).

[217] פרופסור חמדני העיר לנו שהבעיה עלולה להחריף כאשר שיעור אחזקות בעלי השליטה לפני הצעת הרכש המלאה קרוב ל-90%, שאז דרישת הרוב במיזוגים ובהצעות רכש זהה.

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 עם בעלי שליטה (ובמיוחד חברות ציבוריות קטנות כאלו), קיים ביקוש וצורך טבעי גבוה יותר מאשר בארה״ב למנגנון שיאפשר הפיכת חברה ציבורית לפרטית בתהליך 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 לארה״ב, קיים צורך כלכלי מוגבר לאפשר את המסלול הנוח יחסית של הצעת רכש מלאה לצד מסלול המיזוגים.

עם זאת, אנו טוענים שקיים צורך לשכלל או לעדכן את מנגנון הצעת הרכש המלאה, כך שיפחתו הפרצות והפיתויים להתנהגות אופורטוניסטית מצד בעלי שליטה. אמנם מחקרנו האמפירי מגלה שיעור דחיה של 40% להצעות רכש מלאות, כך שבעלי מניות המיעוט מצליחים לדחות חלק ניכר מהצעות הרכש האופורטוניסטיות, וגם קיים מחקר אמפירי המגלה שהמשקיעים המוסדיים בארץ הגנו על בעלי מניות המיעוט והשיגו פרמיות עדיפות עבורם.[218] אך, לדעתנו, אין להעמיד את בעלי מניות המיעוט בפני מבחן, והעובדה היא שלמרות שיעורי הדחיה הגבוהים, שיעורי הפרמיה של הצעות הרכש המלאות שכן התקבלו הנו עדיין נמוך יחסית לאלו של מיזוגי-חילוט.

לסיכום, המסקנה העיקרית השניה של מחקרנו היא שיש לקיים דיון ציבורי ומשפטי בנושא שכלול מנגנון הצעת הרכש המלאה, וזאת תוך שימור שונות מסוימת בין מנגנון הצעת הרכש המלאה לבין מנגנון המיזוג-חילוט. לטעמנו, יתכן שגם בהצעות רכש מלאות צריך לעודד ניהול משא ומתן מסוים של וועדה מיוחדת מטעם הדירקטוריון,[219] בדומה למנגנון המיזוג-חילוט (גם אם מו״מ שכזה יהיה מוגבל בזמן ולא יוביל למחיר מוסכם). בנוסף, לדעתנו, הקלה בכללי הצעות רכש המלאה, כמו למשל הפחתת שיעור הרוב הדרוש לשיעור של 50% מקרב בעלי מניות המיעוט,[220] איננה מתאימה כנראה בעת הזאת, וזאת לעיקר לאור ממצאנו על הפרמיה הנמוכה יחסית בהצעות הרכש המלאות. על כל פנים, תקוותנו היא שמחקרנו זה, ובמיוחד הניתוח האמפירי הכלול בו, יתרמו לדיונים קונסטרוקטיביים בנושא.

---

[218] Beni Lauterbach & Yevgeny Mugerman, *The effect of institutional investors' voice on the terms and outcome of freeze-out tender offers*, 10 QUARTERLY JOURNAL OF FINANCE 1-33 (2020).

[219] מעניין לציין כי גם בארה״ב ולפני ה״גישה האחידה״ להצעות רכש ומיזוגי-חילוט, לרובן של הצעות הרכש לחילוט אכן קדם משא ומתן מסוים בין בעלי השליטה לוועדה מיוחדת של הדירקטוריון. ראו טבלה מס׳ 1 בעמוד 226 ב- Restrepo and Subramanian (2015) ה״ש 185 לעיל.

[220] ראו זוהר גושן ״מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית״ **משפטים** לב (2) 381 (2001), 407- 408. ראו גם סעיף 36 לדברי ההסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס׳ 12 ייעול הממשל התאגידי), התש״ע- 2010, הצ״ח הממשלה 496, עמוד 566 מיום 10.3.2010, בעמוד 580. ברם, הצעה זו לא התקבלה בסופו של דבר במסגרת חוק החברות (תיקון מס׳ 16), התשע״א-2011, ס״ח 2281.