

חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה

אסף חמדני*, שרון חנס**

חוק החברות יצר מהפכה בתחום המיזוגים והרכישות בישראל, בייבאו הוראות מודרניות מעבר לים ובחדשו חידושים ישראליים מקוריים לצידן. בין ההוראות המיובאות ניתן למצוא את ההסדר של מיזוג סטוטורי, ובין החידושים המקומיים ניתן למצוא את ההסדר של הצעת רכש מלאה ואת ההסדר של הצעת רכש מיוחדת.

במהלך השנים שחלפו מיום חקיקתו של חוק החברות הישראלי התחבטו השחקנים השונים בשוק ההון הישראלי, לרבות בתי המשפט, בכמה שאלות יסוד בנוגע לחופש הבחירה המוקנה למתכנני עסקות. מעבר לשאלת גישתו העקרונית של הדין הישראלי לגבי דרגת החופש העומדת למתכנן העסקה, עלו שאלות בהקשרים שונים בנוגע להגנות שהותקנו בכל אחד מהמסלולים המותרים.

ברשימה זו נטען בזכות הליברליזציה בעיצוב עסקות של מיזוג ורכישה, לרבות בהקשרים שטרם זכו באישור בית המשפט. כמו כן, נטען כי יש ללוות ליברליזציה זו יש ללוות בפרשנות ראויה, שתקפיד על איכות ההגנות בהתאם לצרכים המיוחדים של המתווה שנבחר לביצוע העסקה. גישה עקרונית זו מחייבת פיתוחים אחדים של הדין הישראלי, שמטרתם למנוע הגנת חסר או הגנת יתר. בין היתר, נסביר מדוע יש להכיר בחובות נאמנות ישירות של נושאי המשרה כלפי בעלי מניות, נציע פרשנות מחודשת להפעלת הסדרים מכוח סעיפים 350-351 לחוק החברות, ונדון ביחס שבין מיזוג להצעת רכש מיוחדת.

* פרופ' אסף חמדני, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים.

** פרופ' שרון חנס, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב.

אנו מודים לעמרי ידלין ולאיתי פיגנבאום על שיחות והערות מועילות. תודה גם לחברי המערכת ולעורכים של כתב העת משפט ועסקים.

מבוא

פרק א:

- מיזוג כתחליף להצעת רכש מלאה
- 1. פסק־דין שני נ' מלם והטיעון בזכות תחליפיותם של המנגנונים
- 2. הליך ומחיר הוגנים וסעד ההערכה במיזוג
- 3. חובות נאמנות כלפי בעלי המניות
- 4. סחירותן של המניות המועברות כתמורה במיזוג

פרק ב:

- הסדר של פשרה כתחליף להצעת רכש מלאה או למיזוג משולש הופכי
- 1. הסדר של פשרה כתחליף להצעת רכש מלאה או למיזוג משולש הופכי
- 2. חלוקה לאספות לפי סעיף 350 לאחר חקיקת חוק החברות

פרק ג:

מיזוג כתחליף להצעת רכש מיוחדת

פרק ד:

מילות סיום ודיון בשאלות פתוחות

מבוא

חוק החברות¹ יצר מהפכה בתחום המיזוגים והרכישות בישראל, בייבאו הוראות מודרניות מעבר לים ובחדשו חידושים ישראלים מקוריים לצידן. בין ההוראות המיובאות ניתן למצוא את ההסדר של מיזוג סטטוטורי, ובין החידושים המקומיים ניתן למצוא את ההסדר של הצעת רכש מלאה ואת ההסדר של הצעת רכש מיוחדת.

לעיתים קרובות ניתן לעצב עסקה ולהגיע לתוצאות עסקיות דומות – או אפילו זהות – באמצעות כמה מתווים משפטיים שהעמיד המחוקק. למשל, ניתן, לכאורה לפחות, לרכוש שליטה מלאה בחברה ציבורית על־דרך הצעת רכש, מיזוג סטטוטורי או מיזוג במסגרת הסדר פשרה בתיווך בית־המשפט. ניתן גם להשיג תוצאה דומה באמצעים חוזיים, כגון רכישת מניות או רכישה של כל נכסי החברה או רובם.

שיטות המשפט בשוקי הון מודרניים, דוגמת אלה של ארצות־הברית או בריטניה, מגלות פתיחות באשר למגוון העסקות העומד לרשות מתכנן העסקה. בהינתן גישה ליברלית זו, מובן שמתכנני העסקות יבחרו במסלול הנוח ביותר מבחינתם. גמישות זו מעודדת ביצוע עסקות, ומשפרת בכך את יעילות השוק. בצד יתרונות אלה של הגמישות, קיים חשש שמתכנן העסקה יבחר במסלול שיקפח צד שלישי כלשהו, ובפרט את בעלי המניות או הנושים של החברות המעורבות. מטרתו הראויה של החוק בהקשר זה היא למזער את הסיכונים הללו, דהיינו, לעצב הגנות הולמות לכל אחד מהמסלולים שבאמצעותם ניתן להגשים את העסקה הכלכלית העומדת על הפרק. בהקשר זה יש לשים לב שלעיתים דווקא הדרך להגשמת העסקה, להבדיל ממהות העסקה, היא שחושפת צד כלשהו לסיכונים מסוימים.

1 חוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 189.

במהלך השנים שחלפו מחקיקתו של חוק החברות התחבטו השחקנים בשוק ההון הישראלי, לרבות בתי-המשפט, בכמה שאלות-יסוד בנוגע לחופש הבחירה המוקנה למתכנני עסקות. מעבר לשאלת עמדתו העקרונית של הדין הישראלי לגבי דרגת החופש העומדת למתכנן העסקה, עלו שאלות מגוונות בנוגע להגנות שהותקנו בכל אחד מהמסלולים המותרים. אנשי אקדמיה, לרבות כותבי מאמר זה, הביעו את עמדתם בזכות הכרה בחופש העיצוב של עסקות מיזוג ורכישה, לצד התאמה תכליתית של ההגנות הראויות לכל אחת מהדרכים האפשריות לעיצוב העסקה. במקביל החלו לפעול גם כוחות השוק, ועסקות שונות יצאו לדרך. לבסוף, עניינים אחרים התגלגלו גם לפתחו של בית-המשפט.

ניתן לראות שעם השנים התרבו האופנים הנחשבים בעיני השוק כלגיטימיים להגשמת עסקות של מיזוג ורכישה. התפתחות זו, הראויה לשיטתנו, זכתה במקרים מסוימים גם בגיבוי מפורש של בית-המשפט. עם מקרים אלה נמנה השימוש במיזוג הסטטוטורי כתחליף להצעת רכש מלאה. סוגי עסקות אחרים טרם הגיעו לדיון משפטי, אולם עצם קיומם מלמד על התפתחות מעודדת. קיימים גם סוגים של עסקות שהשוק טרם התנסה בהם או שהתנגדות כלשהי הכשילה את הניסיון.

ביסוד רשימה זו עומדות שתי טענות עקרוניות: ראשית, נטען בזכות הליברליזציה בעיצוב עסקות של מיזוג ורכישה, לרבות בהקשרים שטרם זכו באישור בית-המשפט; שנית, נטען כי יש ללוות ליברליזציה זו בפרשנות ראויה, שתקפיד על איכות ההגנות בהתאם לצרכים המיוחדים של הדרך שנבחרה לביצוע העסקה. כפי שנראה, הקפדה זו מחייבת פיתוחים אחדים של הדין הישראלי, שמטרתם למנוע הגנת-חסר או הגנת-יתר. המשך המאמר יהיה כדלקמן. פרק א פותח בחשיבות העקרונית של דרגות חופש רבות בעיצוב עסקות, ובקושי שהחוק הישראלי מעמיד בהקשר זה. הפרק יתמקד בסוגיה שזכתה בעיסוק המשפטי הרחב ביותר. מדובר בעסקה נפוצה במשק הישראלי שבמסגרתה בעל שליטה הופך את החברה שבשליטתו מחברה ציבורית לחברה פרטית בבעלותו המלאה.² לצד הדרך המקובלת יותר (לפחות עד כה) של הצעת רכש מלאה, מספר לא-מועט של עסקות מעין אלה הושלמו בדרך של מיזוג. אחד המקרים הללו הגיע לאחרונה לפתחו של בית-המשפט המחוזי, אשר ביסס, מפי השופטת מיכל אגמון-גונן, עמדה ליברלית באשר להגשמת עסקה כזו בדרך של מיזוג. פסיקה זו משקפת עמדה כללית של המשפט הישראלי בזכות חופש עיצוב העסקה, ואף פותחת פתח לדיון חשוב בהגנות שיש להצמיד לכל מסלול ליישום העסקה. הרשימה תחדד שתי נקודות העולות מפסק-הדין. ראשית, נדון באפשרות הנזכרת בפסק-הדין להגשת תביעה כספית על-ידי בעלי המניות שמניותיהם נרכשות במסגרת המיזוג. בהקשר זה נטען כי בסיטואציה זו חלות על הדירקטורים חובות אמון ישירות כלפי בעלי המניות. שנית, נבהיר כי ניתן להשתמש במיזוג כתחליף להצעת רכש מלאה גם כאשר התמורה שהמיעוט מקבל אינה מניית סחירות. פרק ב עוסק באפשרות לעצב עסקה של מיזוג ורכישה על-דרך הסדר פשרה מכוח סעיף

2 לדיון מקיף בסכנות הטמונות בעסקות אלה לבעלי מניות המיעוט, ובמנגנונים המשפטיים הקיימים להתמודדות עימן, ראו: Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 YALE L.J. 2 (2005).

350 לחוק החברות. דרך זו, שהייתה הדרך היחידה לביצוע מיזוגים לפני חקיקתו של חוק החברות, משמשת גם כיום אמצעי לגיטימי לביצוע עסקות. נתמקד בשאלת הרוב הדרוש לביצוע עסקה של הפיכת חברה לפרטית על-דרך הסדר פשרה בחסות בית-המשפט. עניין זה עמד לאחרונה במוקדו של דיון בבית-המשפט, שבמסגרתו נשמעו עמדות הצדדים, אך טרם התקבלה הכרעה של בית-המשפט. במהלך פרק זה נחרוג מעט מהדיון בהקשר של מיזוגים ורכישות, ונביע עמדה כללית לגבי הפרשנות הראויה של ההסדר מכוח סעיף 350 לאחר חקיקת חוק החברות.

פרק ג עוסק ביחס שבין הוראות פרק המיזוג לבין הוראות החוק בדבר הצעת רכש מיוחדת. בשאלות אלה אין עדיין הכרעה שיפוטית, אך עסקות אחדות שבוצעו לאחרונה החלו לבסס עמדה מסוימת של השוק, או של חלקו לפחות, לגבי הפרשנות הראויה בסוגיה זו. בפרק זה נראה כיצד הוראות תיקון מס' 3 לחוק החברות תומכות בעקיפין בפרשנות ליברלית, ונמליין לבית-המשפט לגלות פתיחות גם בהקשר זה. בהמשך לכך יש לקוות כי השחקנים הפועלים בשוק ירימו בקרוב את הכפפה ויעצבו מיזוג כתחליף להצעת רכש מיוחדת ללא כל חשש.

פרק ד יסכם את הדיון ויגזע בקצרה בכמה נקודות נוספות שטרם הוכרעו במשפט המקומי בהקשר של עסקות של מיזוג ורכישה, לרבות היחס בין הוראות המיזוג לבין ההגבלות הכלליות שבחוק בנוגע לחלוקת דיבידנד, וכן בשאלת האישורים הנדרשים לשם מכירת כל נכסי החברה.

פרק א: מיזוג כתחליף להצעת רכש מלאה

1. פסק-דין שני נ' מלם והטיעון בזכות תחליפיותם של המנגנונים

בהחלטה מקיפה ומבוססת היטב, בעניין שני נ' מלם, הכשיר לאחרונה בית-המשפט המחוזי את השימוש במסלול המיזוג כתחליף להצעת רכש מלאה.³ החלטה זו עוסקת בשני היבטים חשובים. ראשית, פסק-הדין מבסס את ההכרה בעיקרון מרכזי החורג מתחומי העסקה שעמדה ביסוד הסכסוך שהגיע לבית-המשפט – עקרון חופש העיצוב של עסקות מיזוג ורכישה.⁴ שוק הון תוסס, שבו שינויי שליטה ובעלות נעשים בחופשיות, מאפשר שימוש יעיל בנכסים

3 ה"פ 786/07 שני נ' מלם מערכות בע"מ (טרם פורסם, 21.10.2007) (להלן: עניין שני). החלטה זו עולה בקנה אחד עם העמדה המוקדמת שהשמיעו כותבי רשימה זו. ראו שרון חנס ועמרי ידלין "מיזוג או רכישה על פי חוק החברות" הפרקליט 47, 104 (2004); אסף חמדני "מיזוג והצעת רכש מלאה לאור תיקון מס' 3 לחוק החברות" תאגידים ב/3, 110 (2005).

4 עיקרון זה הודגש בדבריה של השופטת מיכל אגמון-גונן, באומרה כי "הגיוון המשפטי צריך לאפשר את הגיוון העסקי, ואת התאמת העסקה למטרות וליעדים שבבסיסה". ראו עניין שני, שם, ס' א' 2א בפרק 4 לפסק-הדין.

המצויים בו. לפיכך יש לאפשר למתכנני עסקות לבחור בנתיב הנוח להם ביותר בנסיבות העניין, כל עוד נשמרים האינטרסים של צדדים שלישיים ובפרט אלה של בעלי המניות.⁵ עיקרון זה, הנוהג בשוקי הון מפותחים מעבר לים,⁶ נקלט אפוא למשפט הישראלי ומצא תמיכה בפסק-הדין בעניין שני.

שנית, עניין שני תורם באופן משמעותי להבהרת הדין בנוגע לעסקה נפוצה למדי – הפיכת חברה ציבורית לפרטית בדרך של הצעת רכש מלאה. מדובר בבעל שליטה בחברה ציבורית (במקרה שנידון בעל השליטה היה אף הוא חברה ציבורית) המעוניין להפוך את החברה שבשליטתו לחברה פרטית שתהיה בבעלותו הבלעדית. לאחר כניסתו לתוקף של חוק החברות בוצעו רוב העסקות הללו בעזרת מנגנון הקרוי "הצעת רכש מלאה".⁷ מנגנון זה, הקבוע בחוק, דורש מבעל השליטה לפנות לכל בעלי מניות המיעוט של החברה הציבורית ולהציע לרכוש מהם את מניותיהם בחברה.⁸ עוד קובע המנגנון כי אם יצליח בעל השליטה לקבל הסכמה גורפת של המיעוט עד כדי כך שלאחר הצעת הרכש יהיו בידי מניות בשיעור

העולה על 95% ממניות החברה, יהא עליו לרכוש את שארית המניות בהליך של רכישה כפויה באותם תנאים שהוצעו מלכתחילה.

בעניין שני בחר בעל השליטה לנקוט מסלול משפטי שונה להגשמת אותה מטרה – מיזוג סטטוטורי. בעל השליטה הקים חברה חדשה בבעלותו המלאה, ופעל למיזוג בינה לבין החברה הציבורית. במסגרת הסכם המיזוג נקבע כי אם יאושר המיזוג (לרבות אישור מיוחד של בעלי מניות המיעוט, כמתחייב מסעיף 320(ג) לחוק החברות), אזי בעלי מניות המיעוט

5 ראו חנס וידלין, לעיל ה"ש 3, בעמ' 125-126; חמדני, לעיל ה"ש 3, בעמ' 110-111.

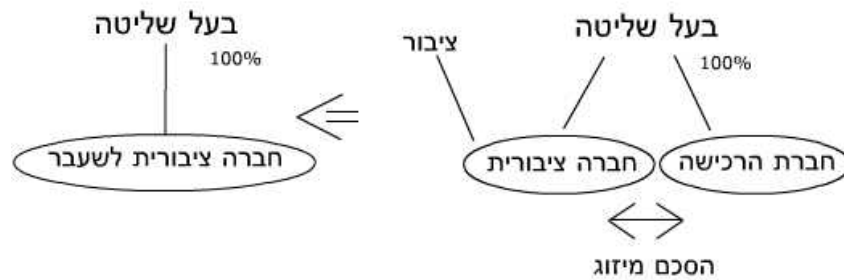
6 כך, למשל, הפרק הרלוונטי בספרם של גילסון ובלק פותח במילים: "In this Chapter we examine the menu of alternative acquisition techniques from which the transaction planner may choose." RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS 641 (2nd. ed., The Foundation Press, 1995). במדינת דלוור עקרון חופש העיצוב זוכה בהכרה משפטית במסגרת דוקטרינה המכונה "independent legal significance". ראו: 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) ("so long as a transaction is effected in compliance with the requirements of one section of the Delaware General Corporation Law ('DGCL'), Delaware courts will not invalidate it for failing to comply with the requirements of a different section of the DGCL — even if the substance of the transaction is such that it could have been structured under the other section").

7 המנגנון חל על כל מי שמנסה לרכוש מניות מעבר ל-90% מהון מניותיה של חברה ציבורית (או להגדיל את שיעור החזקותיו אם נקודת המוצא שלו כבר גבוהה מ-90%). ראו ס' 336 לחוק החברות.

8 מקור הדרישה לפנות באופן שוויוני לכל בעלי המניות מצוי בס' 5(א)(1) לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש) התש"ס-2000, ק"ת 314 (להלן: תקנות ניירות-ערך).

של החברה הציבורית ייאלצו לוותר על מניותיהם, ובעל השליטה ייהפך לבעלים היחיד של החברה הממוזגת.⁹ מהלך זה מתואר בתרשים הבא:

מיזוג כתחליף להצגת רכש מלא



לא היה זה המקרה הראשון שבו נבחר מסלול זה, אולם היה זה המקרה הראשון שהגיע לערכאות. הטיעון שהעלה המתנגד לעסקה נשען על לשון חוק החברות. סעיף 336 קובע כי "לא ירכוש אדם מניות... של חברה ציבורית, כך שלאחר הרכישה תהיה לו החזקה של למעלה מתשעים אחוזים ממניות החברה... אלא בדרך של הצעת רכש לכלל המניות... (להלן - הצעת רכש מלאה), אשר תתקבל לפי הוראות פרק זה".

במבט ראשון יש בטיעון זה ממש. המיזוג בעניין שני מוביל לתוצאה שסעיף 336 דורש לכאורה כי תושג רק על-דרך הצעת רכש מלאה. עם השלמת המיזוג, בעל השליטה עובר ממצב של שליטה חלקית בחברה למצב של בעלות מלאה במניותיה, ובעלי מניות המיעוט מקבלים תמורה בעבור מניותיהם בחברה הציבורית. מבחינה כלכלית-עסקית מדובר אם כן ברכישה שבה בעל השליטה מקבל לידיו את מניות החברה שלא היו בבעלותו קודם לכן, בעוד בעלי המניות האחרים מקבלים תמורה בעבור מניותיהם. לפיכך קריאה נפרדת של הסדר הצעת הרכש המלאה שבחוק, ובפרט של סעיף 336 לחוק, עלולה להוביל למסקנה שהצעת הרכש המלאה היא הדרך הבלעדית שקבע המחוקק לעניין זה.

קריאה זו של החוק, אשר בית-המשפט סירב לקבל בעניין שני, אינה רצויה, שכן היא פוגעת ללא הצדקה בדרגות החופש העומדות לרשותו של מתכנן העסקה. יתר על כן, פרשנות זו מתעלמת מחלקיו האחרים של חוק החברות. בעניין שני השופטת גזרת את עקרון חופש העיצוב מכך שהמחוקק קבע הסדרים שלמים ונפרדים לעניין מיזוג ולעניין הצעות רכש, וכן מפנה לכתבי מלומדים, לדין ההשוואתי ולדברי ההסבר שליוו את חקיקת החוק.¹⁰ כל הסדר

9 מהלך כולל זה מוכר בכינוי מיזוג משולש הופכי (reverse triangular merger). ראו GILSON & BLACK, לעיל ה"ש 6, בעמ' 668-671.

10 עניין שני, לעיל ה"ש 3, ס' 2א בפרק 4 לפסק-הדין.

הינו עצמאי, לשיטתה, והסיבה לכך שהמחוקק לא קבע מפורשות כי ההסדרים תחליפיים נעוצה אולי בכך שהדבר מובן מאליו.¹¹

אנו מצדדים כמובן במסקנה של בית-המשפט. כפי שנסביר בהרחבה בהמשך, התכלית החקיקתית העומדת ביסוד סעיף 336 – ובמיוחד החשש מפגיעה בסחירות – אינה מחייבת פרשנות שלפיה סעיף 336 נועד לקבוע הסדר בלעדי לעסקות מסוג going private.¹² בחלק זה נסביר גם מדוע ההסדרים החקיקתיים המפורטים בעניין המיזוג תומכים במסקנת בית-המשפט.

הסדר המיזוג בחוק הוא הסדר כללי, המאפשר להגשים באמצעותו מגוון עסקות. הצעת הרכש המלאה מכוונת לעסקה ספציפית – עסקה של הפיכת חברה לפרטית (going private transaction), ובמציאות של שוק ההון הישראלי מדובר בעיקר במקרים שבהם בעל שליטה קיים של חברה ציבורית מעוניין להפוך את החברה לחברה פרטית בבעלותו המלאה. ניתן לכאורה לטעון, כפי שטען המבקש בעניין שני, כי ההסדר הספציפי גובר על ההסדר הכללי. כלומר, בהקשר של עסקת going private, הסדרי המיזוג הכלליים נסוגים מפני ההסדרים הספציפיים של הצעת הרכש המלאה.¹³

אנו סבורים כי עמדה זו אינה מבוססת ואינה עולה בקנה אחד עם ההסדרים החקיקתיים באשר למיזוג בין חברות בבעלות משותפת. סעיף 320(ג) לחוק קובע כי מיזוג בין חברה-אם לחברה-בת או בין חברות-אחיות מחייב, נוסף על האישורים הרגילים, גם אישור של בעלי המניות הבלתי-תלויים. הסדר מיוחד זה חל על חברות פרטיות וציבוריות כאחד.¹⁴ מיזוג

11 על האבסורדים הנגזרים מקריאה שונה של החוק הרחבנו במקום אחר. ראו חנס וידלין, לעיל ה"ש 3, בעמ' 116-118.

12 כפי שנראה גם בהמשך, את מרכיב החיוב בהצעת הרכש המלאה הקיים בס' 336 לחוק החברות יש לפרש, אם כן, כשולל את האפשרות לרכוש מניות במטרה לעבור את סף ההחזקה של תשעים האחוזים, ולא כשולל את האפשרות לקיים מיזוג.

13 הטענה מנוסחת כאן בלשון המסבירה כי הסדר אחד (הצעת הרכש המלאה) גובר על הסדר אחר (מיזוג). בעניין שני השופטת מנסחת את טענת המבקש (ויש להניח כי הוא עצמו ניסח אותה כך) כאילו נטען שההסדרים הינם מצטברים. ראו עניין שני, לעיל ה"ש 3, ס' 2א בפרק 4 לפסק-הדין. אולם אי-אפשר ליצור הסדר של מיזוג שיהווה גם הצעת רכש, מאחר שהליך המיזוג אינו כולל כל פנייה לבעלי המניות בבקשה שימכרו את מניותיהם, כפי שנעשה בהליך של הצעת רכש בהסדרים המפורטים המצויים בתקנות, אלא מדובר בהסכם בין חברות המקבל את אישורם של בעלי המניות בדרך של הצבעה. השוו בין הגדרת "הצעת רכש" בס' 1 לחוק החברות לבין הדרישה בס' 314 לחוק שמיזוג יאושר באספה הכללית של כל אחת מן החברות המתמזגות. לפיכך הטענה כי הסדר המיזוג וההסדר של הצעת רכש מלאה הם הסדרים מצטברים היא למעשה טענה כי ההליך של הצעת רכש מלאה מדייר את הסדר המיזוג ושולל אותו בהקשר של עסקת going private.

14 כאשר חוק החברות מדבר על "חברה", הוא כולל בתיבה זו חברה פרטית וחברה ציבורית כאחד. נוסף על כך, ס' 320(ו) מבהיר היטב כי ס' 320(ג) עוסק גם בחברות ציבוריות, שכן הוא פוטר מיזוג שזכה באישור לפי ס' 320(ג) מתחולתו של הסדר מיוחד (מכוח ס' 275(א)(3)) החל אך ורק על חברות ציבוריות. אלמלא הוראת פטור זו, היה ההסדר של ס' 275(א)(3) חל

בין חברה־אם לחברה־בת כאשר החברה־האם היא חברה פרטית והחברה־הבת היא חברה ציבורית (מצב שהינו שכיח בישראל) הינו בהכרח עסקה של going private. למצב כזה קבע המחוקק תת־הסדר מיוחד של מיזוג, המחייב הסכמה של המיעוט למיזוג, וזאת בניגוד למקרה הכללי של מיזוג, שבו די באישור רוב רגיל מקרב בעלי המניות. מרגע שנקבע הסדר פרטני כזה, ספק אם לפנינו התנגשות בין דין ספציפי שנקבע לעסקה מסוימת (דין הצעת הרכש המלאה) לבין דין כללי (דין המיזוג).¹⁵ מדובר בשני הסדרים פרטניים שנקבעו כדי להתמודד עם הקשיים העומדים ביסוד אותו סוג של עסקה. המסקנה המתבקשת, לשיטתנו, היא שמדובר בהסדרים תחליפיים. לנוכח היתרונות שבהקניית חופש פעולה למתכנני העסקות, זו גם הפרשנות הראויה.

בדברים אלה אין כמובן כדי לפגוע בכל אותם הסברים אחרים שניתן להביא בזכות תחליפיותם של ההסדרים, לרבות הטענה הכללית שעסקות מיזוג מהוות תחליף אפשרי לכל מגוון האפשרויות של עסקות המבוצעות באמצעות רכש של מניות ככלל והצעות רכש לסוגיהן בפרט.

2. הליך ומחיר הוגנים וסעד ההערכה במיזוג

ההחלטה בעניין שני חשובה לא רק בשל ההכשר שהיא נותנת לעיצוב עסקות בדרכים מגוונות, אלא גם משום שהיא מהווה פתח לדיון עקרוני בשאלת סטנדרט הבחינה המהותית של העסקה על־ידי בית־המשפט. בד בבד עם אישור מתווה העסקה, הותרה השופטת את האפשרות לדיון עתידי בסעד כספי למקרה שבו יתברר כי נפגעו זכויות המיעוט המהותיות.¹⁶

כאשר מדובר בעסקה בניגוד עניינים, ובפרט בעסקה שבה בעל השליטה נפרד מהמיעוט, חופש מרבי בבחירת צורת העסקה מחייב את בית־המשפט לפיקוח מוגבר על דרך התממשותה. אין הכוונה בהכרח שבית־המשפט יבחן את הגיונה הכלכלי של העסקה ותנאיה, אך ניתן לצפות שבית־המשפט ידאג להליך הוגן. הביקורת השיפוטית מהווה שסתום־ביטחון חיוני במסגרת יחסי הכוחות הבלתי־מאוזנים בין בעל השליטה לבין בעלי המניות מקרב המיעוט. במדינת דלוור – אשר את חוקי החברות הנודעים שלה ביקש המחוקק הישראלי לחקות בפרק המיזוג והרכישה של חוק החברות – עיצב בית־המשפט מבחן מיוחד לבחינת עסקה שבה בעל השליטה מצוי בניגוד עניינים. מבחן זה, הקרוי מבחן "ההגינות המלאה" (entire fairness), מעודד את דירקטוריון החברה ליצור הליך

לגבי מיזוג בין חברה־אם לחברה־בת רק כאשר החברה־הבת הינה חברה ציבורית (כשהשאלה אם החברה־האם היא ציבורית או פרטית אינה רלוונטית לעניין זה). מכאן מתבקשת המסקנה ש' 320ג) עוסק גם במיזוג בין חברה־אם לחברה־בת כשהחברה־הבת היא חברה ציבורית.

15 ס' 320ג) לחוק עוסק גם במקרים של מיזוג בין חברות־אחיות, אולם אין בכך כדי לפגוע בהסבר שלנו, שכן הסעיף כולל גם הסדר מיוחד ומפורש למקרה של מיזוג בין חברה־אם לחברה־בת שלה.

16 עניין שני, לעיל ה"ש 3, ס' ד בפרק 4 לפסק־הדין.

שקוף ומוסדר היטב שיבטיח את טובתו של המיעוט. אנו עוסקים במבחן חשוב זה ברשימה נפרדת,¹⁷ אך מן הראוי לומר עליו דברים מספר גם בהקשר של רשימה זו. הצעת רכש ככלל והצעת רכש מלאה בפרט הן פעולות הנעשות במישור בעלי המניות של החברה. בשל ההשפעה הדרמתית שיש לפעולות אלה על החברה ועל בעלי מניות המיעוט (להבדיל מהעברת מניות שגרתית בין שני בעלי מניות), לדירקטוריון יש זכות – ואולי אף חובה – להיות מעורב בהן בדרך זו או אחרת,¹⁸ אולם אין מדובר בעסקה שהחברה היא צד לה. מכיוון שהעסקה אינה מותנית כיום באישור של דירקטוריון החברה, קיים ספק בדבר היקף חובות הנאמנות של הדירקטורים ביחס לעסקה. מיזוג, לעומת זאת, הוא עסקה של החברה אשר הדירקטוריון נדרש במפורש לאשרה.¹⁹ אישור הדירקטוריון מקבל משמעות מיוחדת כאשר בעל השליטה נגוע בניגוד עניינים, לנוכח חובות הנאמנות של הדירקטורים. במקרה זה, כאמור, הדין הנוהג בארצות הברית מחייב בחינה דקדקנית של הליך האישור על-ידי דרישת "ההגינות המלאה". לדרישה זו יש שני מרכיבים – הדרישה להליך הוגן והדרישה למחיר הוגן. אישור העסקה תוך הפרת חובות הנאמנות חושף כמובן את הדירקטור לאחריות אישית אזורית כלפי בעלי המניות מן המיעוט (וכפי שנראה בהמשך, מדובר במקרה זה בחובות נאמנות ישירות כלפי בעלי מניות המיעוט, ולא בחובות נאמנות כלפי החברה). חובת האמון חלה גם על בעל השליטה, ומכאן שגם הוא נחשף לאחריות.²⁰

המנגנון הישראלי של הצעת הרכש המלאה כולל הסדר של סעד הערכה, שבמסגרתו בית המשפט רשאי לקבוע כי התמורה ששולמה בעבור המניות הייתה פחותה משוויין ההוגן.²¹ הסדר כזה לא נכלל בפרק המיזוג, לרבות מיזוג המהווה תחליף להצעת הרכש המלאה. אף-על-פי-כן אין לראות בכך יתרון בהכרח מבחינת מתכנן העסקה שבחר בדרך של מיזוג, ולא בדרך של הצעת רכש.²² דווקא דרך המיזוג חשופה יותר לביקורת של בית המשפט לגבי תנאי העסקה ודרך אישורה. כפי שהסברנו לעיל, חובות הנאמנות של הדירקטוריון

17 אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה, ניגוד עניינים וחובות הדירקטוריון" משפט ועסקים ח (2008).

18 ראו חמדני, לעיל ה"ש 3 בעמ' 122-128.

19 ראו ס' 314 לחוק החברות.

20 לעניין מבחן "ההגינות המלאה" החל בהקשר של מיזוג של חברה-בת עם חברה-אם, ראו: Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc., 638 A.2d 1210 (Del. 1994). לעניין התנאים הנחוצים על-מנת לקבוע כי צד ג (קרי, הרוכש) אחראי בשל סיוע (aiding and abetting) להפרה של חובת אמונים, ראו: Malpiede v. Townson, 780 A.2d 1075, 1096 (Del. 2001). ראו גם: Gatz v. Ponsoldt, 925 A.2d 1265 (Del. 2007).

21 זכות זו עומדת, לפי ס' 338 לחוק החברות, לכל ניצע בהצעת הרכש, בין שהתנגד להצעת הרכש ומניותיו נרכשו בכפייה מכוה ס' 337 לחוק, ובין שהסכים להצעת הרכש מרצונו החופשי ומכר את מניותיו. ראו לעניין זה ת"א (מחוזי ת"א) 1209/03 שקולניק נ' קניאל אריזות משקה בע"מ (טרם פורסם, החלטת-ביניים מיום ה-2.11.2006).

22 יתרון לכאורי נוסף של מתווה המיזוג, ביחס להצעת רכש מלאה, הוא הרוב הדרוש לאישור העסקה.

בהקשר של עסקה בניגוד עניינים עם בעל השליטה אמורות להוביל לבחינה מוגברת של פעולות הדירקטורים על-ידי בית-המשפט. מכיוון שתפקיד הדירקטוריון בהצעת הרכש המלאה קטן באופן משמעותי מתפקידו במיזוג, קיים ספק רב לגבי האפשרות לתקוף את העסקה באמצעות טענות להפרת חובת הנאמנות של הדירקטורים. סעד ההערכה בהצעת הרכש המלאה מהווה לכן מעין השלמת חוסר בדין, שנועדה לקרב אותו למצב הקיים כאשר הדירקטוריון נותן את אישורו למיזוג כתחליף להצעת הרכש המלאה.

אמירה זו יש לסייג בכך שיש לקיים דיון מעמיק בהבדלים שבין סעד ההערכה לבין הסעדים בגין הפרת חובות הנאמנות במסגרת המיזוג. המחוקק הישראלי ניסח את סעד ההערכה בלשון מרחיבה, שיש לבחון עוד את גבולותיה,²³ ואילו בדין האמריקאי סעד ההערכה הוא סעד מוגבל בהיקפו בהשוואה לסעדים בשל הפרת חובות נאמנות.²⁴ מכל מקום, יש לציין כי בעניין שני בית-המשפט יוצר אנלוגיה בין סעד ההערכה בהצעת הרכש המלאה לבין יכולתו של בעל מניות מיעוט לתבוע במסלול המיזוג בטענה כי לא קיבל ערך הולם למניותיו. וכך אומר בית-המשפט:

"טענה נוספת של המבקש היא כי הערכת השווי והערכת הוגנות העסקה הן הערכות מטעם בעל השליטה, אשר אינן משקפות את שוויה של מלם, כך שלמעשה התמורה שהמשיב יקבל בעד מניותיו אינה הוגנת. ראשית, גם אם כך היו פני הדברים, הדבר אינו מחייב צו מניעה זמני, שכן בשאלה זו ניתן לדון גם לאחר המיזוג.

בנוסף, ומבלי להכריע בשאלה זו, יש להדגיש כי הערכת השווי והערכת הוגנות העסקה שנעשו כדי לקבוע את תמורת המיזוג, עובות, לפחות על פני הדברים על הקריטריונים שנקבעו לעניין הערכת שווי. במצב דברים זה הנטל יעבור למבקש להראות כי העסקה אינה הוגנת. לעניין זה ראו שלושה פסקי דין שעסקו אמנם בסעד ההערכה במקרה של רכישה כפויה, אך הם יפים גם לענייננו..."²⁵

יתר על כן, בחלק אחר של פסק-הדין אומר בית-המשפט:

"ובכן, ככל שהמבקש סבור כי האורגנים בחברה הפרו את התחייבויותיהם, או כי שווי התמורה שקיבל אינו משקף את שווי מניותיו במלם, יהיה עליו להגיש תביעה כספית בה יטען מהו השווי הראוי."²⁶

מדברים אחרונים אלה ניתן להתרשם, לכאורה לפחות, כי נוסף על היכולת לתבוע בגין

23 ראו זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש ותובענות ייצוגיות" משפטים לב 381, 410 (2002).

24 לביתוח ממצה של ההבדלים בין סעד ההערכה לבין סעדים בגין הפרת חובות נאמנות בהקשר של עסקות going private, ראו: Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, *Controlling Shareholders*, 152 U PA. L. REV. 785, 798-799 (2003).

25 עניין שני, ס' ד בפרק 4 לפסק-הדין.

26 עניין שני, לעיל ה"ש 3, פרק 5 לפסק-הדין (ההדגשה הוספה).

הפרת חובות הנאמנות של הדירקטורים, קיימת במיזוג גם אפשרות לתבוע סעד של הערכה בטענה כי שווי התמורה אינו ראוי. לשיטתנו, אכן ראוי לקרב את זכויות המיעוט בהליך המיזוג לאלה של הליך הצעת הרכש המלאה, אולם אין כל הכרח ביצירת סעד ההערכה יש מאין. יכולתו של המיעוט לתבוע בגין קיפוחו בהקשר של מיזוג מעין זה נעוצה, כפי שכבר ציינו, בחובות הנאמנות של הדירקטורים שאישרו את העסקה ובחובות ההגנות של בעל השליטה שעמד מאחוריה. כך ראוי לקרוא גם את דברי בית המשפט, ואת המילים "או כי שווי התמורה שקיבל אינו משקף את שווי מניותיו במלם" יש לראות כחלק מעילת תביעה בגין הפרת חובות הנאמנות, ולא כעילת תביעה עצמאית.

יש לומר מייד כי מהלך זה יחייב את בית המשפט בעתיד לפתח במידה מסוימת את דיני חובות הנאמנות של נושאי המשרה (ואת דיני חובות ההגנות של בעל השליטה) בישראל. תחילה יהיה צורך לקבוע את המאפיינים המיוחדים של תביעה מעין זו בהקשר של עסקת going private לעומת תביעה לסעד הערכה. כך, למשל, סעד ההערכה נדמה כסעד טכני יותר המבוסס על הערכות שווי,²⁷ בעוד קבלת סעד המבוסס על הפרת חובות נאמנות מחייבת לבסס ראשית את הפרת החובה. כמו כן יהיה צורך לבחון אם ומתי מדובר בהפרת חובת האמון או לחלופין בהפרת חובת הזהירות של נושא המשרה. לבסוף, כפי שנראה מייד, יש לגבש הלכה בדבר חובת נאמנות ישירה של נושא המשרה כלפי בעלי המניות בהקשר זה. בשל חשיבותו העקרונית של העניין, נדון בסוגיה בנפרד בתת-פרק הבא.

אין אנו מתכוונים להכריע כאן באשר לפרשנות הראויה לחישוב סעד ההערכה במסגרת הצעת רכש מלאה – עניין המצוי במחלוקת בפסיקה בעת כתיבת שורות אלה. מכל מקום, מן הראוי להקביל את המבחן המשמש את בית המשפט לחישוב הערך ההוגן במסגרת סעד ההערכה לזה שבמסגרתו יבחן בית המשפט את הוגנות התמורה במסגרת מבחן "ההגנות

27 עניין זה מובן מאליו, וחלק מבתי המשפט המחוזיים סירבו לדון בסעד ההערכה לגופו של עניין בהתבסס על הערכות שווי מעין אלה. השופט ישעיה, למשל, מתייחס לנקודה זו כדלקמן: "את המונח 'שווי הוגן', אותו טבע המחוקק בסעיף 338 הנ"ל, יש לפרש על פי משמעותו הלשונית המקובלת על הציבור הרחב, ולא לבחון את משמעותו לאורן של שיטות הערכה וחישוב שונות המקובלות אצל המומחים לדבר. משהסמך המחוקק את בית המשפט לקבוע מהו שווי ההוגן של מניה, לצורך הענקת הסעד לפי סעיף 338, הדעת נותנת כי הוא לא ציפה, ואף לא יכול היה לצפות, שביהמ"ש יבחן הערכות שווי שונות המבוצעות ע"י מומחים שונים בשיטות חשבונאיות שונות ויכריע ביניהן. אין לביהמ"ש הכלים, ואף לא הכישורים המקצועיים, לעשות כן." ת"א (מחוזי ת"א) 1334/02 דן עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (טרם פורסם, 29.10.2006). לשם השוואה, ראו את הניתוח המפורט של בית המשפט בדלוור, שבמסגרתו הוא מפרק לגורמים את הערכות השווי שנמסרו לו על-ידי שני הצדדים, בדרך לגיבוש הסעד מטעמו (במקרה זה דובר הן בסעד הערכה והן בסעד בשל הפרת חובת אמון במסגרת מיזוג): *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 2004 WL 1305745 (Del. Ch. 2004).

המלאה" הנוכח לעיל. על האנלוגיה בין המקרים ניתן ללמוד מדברי בית המשפט בעניין שני עצמו²⁸ וכן מעמדת הפסיקה בעניין זה מעבר לים.²⁹

3. חובות נאמנות כלפי בעלי המניות

במקרה הרגיל חובות הנאמנות של נושאי המשרה מכוונות כלפי החברה, ולא כלפי בעלי המניות באופן ישיר. מסיבה זו כבר הטעים בית המשפט בעבר כי בעלי המניות אינם יכולים לתבוע את נושאי המשרה על נזקים עקיפים שנגרמו להם בשל התנהלות פוגענית של נושאי המשרה.³⁰ כחריג לכלל זה הכיר בית המשפט בישראל בחובות נאמנות ישירה של נושאי המשרה כלפי בעלי המניות בחברה פרטית "מעין משפחתית", בנסיבות שבהן פעלו נושאי המשרה ישירות מול בעלי המניות.³¹

אין בכוונתנו לערוך ברשימה זו דיון ממצה באשר לנסיבות שבהן ראוי להכיר בקיומן של חובות נאמנות של נושאי המשרה כלפי בעלי המניות. עם זאת, אנו סבורים כי בהקשר שלנו מן הראוי להכיר בחובות אמונים וזהירות ישירות של נושאי המשרה (ובחובות הגינות ישירה של בעל השליטה) כלפי בעלי המניות מן המיעוט גם בחברה ציבורית, וזאת משני טעמים.³² ראשית, הכרה בחובות כלפי החברה בלבד בהקשר זה תכשיל כל אפשרות מעשית

28 עניין שני, לעיל ה"ש 3.

29 כך, למשל, בהחלטה עדכנית של בית המשפט בדלוור נקבע כי המונח fair price שעל בית המשפט להעניק במסגרת הליך של סעד הערכה (appraisal right) שקול למעשה למונח fair value שבית המשפט בוחן במסגרת מבחן "ההגינות המלאה". ראו את פסק הדין בעניין *Emerging Communications*, לעיל ה"ש 27.

30 ע"א 3051/98 דרין נ' דיסקונט השקעות, פ"ד נו(1) 673 (2004). מקורה של חובת הנאמנות כלפי החברה בדין הישראלי קדם לחקיקתה בחוק החברות. ראו ע"א 817/79 קוסי נ' בנק פויכטונגר, פ"ד לח(3) 253, 278 (1984).

31 ראו ע"א 741/01 קוט נ' עזבון איתן, פ"ד נו(4) 171, 184-185 (2003), שם אומר בית המשפט: "המנהלים הציגו בפני בעלי המניות דרכי פעולה אפשריות ביחס לגיוס הון עצמי... בפעולות אלו נטלו על עצמם המנהלים אחריות וחובות אימון כלפי בעלי המניות... יתר על כן, מדובר גם בחברה פרטית קטנה שבה היחסים הם כמעין שותפות ובה קיימת נטיה גוברת לייחס למנהלים חובות אימון כלפי בעלי המניות...".

32 לשון החוק מקילה פרשנות המקימה לעיתים חובת נאמנות ישירה של נושאי המשרה כלפי בעלי המניות, שכן ס' 252(ב) ו-254(ב) קובעים, בהתאמה, כי חובת הזהירות וחובת האמונים של נושאי המשרה כלפי החברה אינן גורעות מקיומן של חובות מעין אלה כלפי אדם אחר. אכן, בעניין קוט, שם, עשה בית המשפט שימוש בסעיפים אלה כאשר ביסס את חובת הנאמנות המצומצמת של נושאי המשרה כלפי בעלי המניות. חובת ההגינות של בעל השליטה הנוכרת בס' 193 לחוק אינה כוללת הסדר מפורש מעין זה, אולם לשיטתנו אין לראות בכך הסדר שלילי המונע היווצרותה של חובת הגינות או אמון ישירה של בעל השליטה כלפי בעלי המניות מן המיעוט במצבים מסוימים.

לתביעה,³³ ותשלול מבעלי המניות אשר מכרו מניותיהם במיזוג את האפשרות לקבלת סעד. המיעוט הפסיד את מקומו בחברה בהליך המיזוג, ולכן אין לו כל אפשרות ליהנות מהליך משפטי שתנהל החברה נגד נושאי-המשרה. יתר על כן, גם אם תזכה החברה בהליך ונושאי-המשרה יחויבו בתשלום, הסכום ישולם לקופת החברה, כך שבעל המניות היחיד שיהנה מתשלום זה יהיה בעל השליטה, אשר השלים באמצעות המיזוג את רכישת החברה.

הטעם השני הוא מהותי. במקרה הרגיל של הפרת חובת נאמנות של נושא-המשרה כלפי החברה הנוק שנגרם לבעל המניות הוא נזק משני כתוצאה מירידת ערך מניותיו. נושא-המשרה אשר התרשל או ניצל לרעה את החברה גורם לפגיעה בשווי החברה ובעקיפין לפגיעה בשווי מניותיה. לעומת זאת, נושא-משרה שלא קיים את חובותיו במסגרת מיזוג שבו בעל השליטה משלים את רכישת החברה אינו פוגע כלל בשווי החברה. משמעות פעולתו היא הסטת ערך מבעלי מניות המיעוט לכיסו של בעל השליטה, על-ידי קביעת מחיר לא-הוגן למניות המיעוט.³⁴

בנסיבות אלה, שבהן הפגיעה הראשונית היא בבעלי המניות, מן הראוי אפוא להכיר בחובת נאמנות ישירה כלפי בעלי מניות המיעוט ולאפשר להם לתבוע באופן ישיר על נזקייהם.³⁵ הכרה בחובה כלפי בעלי המניות בנסיבות אלה עולה אף בקנה אחד עם הסיבות שבגינן בתי-המשפט נמנעים מקביעה גורפת שלפיה נושאי-המשרה חבים חובות אמון כלפי בעלי המניות.³⁶ זה גם הדין המקובל בארצות-הברית.³⁷

הכרה בחובות נאמנות כלפי בעלי המניות מעלה את השאלה כיצד ראוי שבית-המשפט

33 לעניין זה יפים דבריו של הנשיא ברק, המעלה, באמרת-אגב, טיעון דומה כהצדקה להכרה באחריות אישית של נושאי-המשרה כלפי בעלי המניות כדלקמן: "אפילו כך, מוצא אני לנכון – כפי שעשיתי בפרשת רוטברד – להותיר גם כעת בצריך עיון את האפשרות, שבנסיבות מיוחדות ביותר תוכר בכל זאת עילת תביעה אישית של בעל מניות כלפי מי שהזיק לחברה, ולו עקב ירידת שווי המניות שבידיו. ניתן להעלות על הדעת מצבים חריגים בהם האמצעים הקיימים לפיקוח ולבקרה על יוצרי סיכונים כלפי חברות אינם מעוררים הרתעה מספקת או לא יוצרים את התמריץ הראוי להגשת תביעה נגזרת במידה כזו שראוי יהיה להטיל אחריות אישית כלפי בעלי המניות." עניין דרין, לעיל ה"ש 30, בעמ' 695.

34 הדיון בטקסט מניח כי עסקת המיזוג אינה מהווה נדבך במהלך כולל להצלת חברה בקשיים. במקרים מסוג זה, ובמיוחד כאשר על רכישת המניות נוספת גם התחייבות של הרוכש ליטול על עצמו את האחריות לכיסוי חובותיה של החברה, עלול להתעורר קונפליקט בין האינטרס של בעלי המניות לקבל מחיר גבוה ככל האפשר בעבור מניותיהם לבין הצורך למצוא הסדר שיאפשר לחברה לעמוד בהתחייבויותיה. למקרה שבו התעוררה דילמה דומה ראו: Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914 (Del. 2003).

35 לתמיכה מנומקת בהכרה בחובות נאמנות כלפי בעלי המניות בנסיבות אלה גם אירית חביב-סגל דיני חברות 552-553 (2007).

36 ראו עניין קוט, לעיל ה"ש 31, בעמ' 182 (הכרה בחובות אמונים כלפי בעלי מניות עלולה לפגוע בחברה בנסיבות מסוימות).

37 למצב העדכני בדלוור ראו: Tooley v. Gentile v. Rossette, 906 A.2d 91 (Del. 2006); Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc., 845 A.2d 1031 (Del. 2004).

יבחן אם נושאי-המשרה עמדו בחובות המוטלות עליהם. במקרה של מיזוג המערב ניגוד עניינים בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט ראוי להפעיל, לשיטתנו, את מבחן "ההגינות המלאה", אשר לו אנו מייחדים רשימה נפרדת.³⁸ התזה המרכזית של רשימה נפרדת זו היא שאי-אפשר להסתפק במנגנוני האישור שקבע החוק; החוק אינו מסדיר את הליך המשא-ומתן, אלא קובע דרישה לאישור בלבד; כמו-כן, הרכבה של ועדת הביקורת הנדרשת לאשר את העסקה (שאינו כולל בהכרח רק דירקטורים בלתי-תלויים) אינו מספק מענה נאות לצורך בהגנה על האינטרסים של המיעוט. על רקע זה טענתנו היא שעל בתי-המשפט, בדומה לנהוג בארצות-הברית, לגבש הסדרים שיעודדו ניהול משא-ומתן הוגן בין החברה לבין בעל השליטה שלה. מכל מקום, לנוכח כובד משקלו של בעל השליטה, גם הליך הוגן לכאורה אינו יכול, לשיטתנו, לאפשר לבית-המשפט למשוך את ידיו מכל עיון בתנאיה של העסקה.

דברים אלה, שאותם העלינו בהקשר הכללי של עסקות שבהם בעל השליטה מצוי בניגוד עניינים, יפים שבעתיים בנוגע לעסקת מיזוג שבמסגרתה המיעוט מאבד את מקומו בחברה. המשמעות הקרדינלית של עסקה מעין זו והחריפות המיוחדת של ניגוד העניינים שהיא מעוררת מחייבות את בית-המשפט לדאוג לשסתום-ביטחון של ממש, שיבטיח ערך הוגן לבעלי המניות מקרב המיעוט. לגבי עסקות אחרות, לעומת זאת, בית-המשפט יכול לתת משקל-יתר לעצם הוגנות ההליך, ולהדיר את רגליו ביתר קלות מבחינת ההוגנות של תנאי העסקה.³⁹

4. סחירות של המניות המועברות כתמורה במיזוג

אחד הנימוקים שבהם השתמש בית-המשפט בעניין שני כדי לדחות את הבקשה הוא סחירות של המניות שהתקבלו כתמורה למיזוג שנידון שם. אנו מתמקדים באמירה זו של בית-המשפט מכיוון שהיא מותירה ספק בדבר גבולות החופש שהדין מתיר לצדדים. תת-פרק זה יבהיר את המסקנה כי החופש לעשות שימוש במיזוג כתחליף להצעת רכש מלאה אינו מותנה בכך שהתמורה בעסקה תהיה מניות סחירות. בעניין שני נעזרו מתכנני העסקה בכך שהחברה-האם (בעלת השליטה) הייתה גם

38 ראו לעיל ה"ש 17. כפי שהסברנו בעבר, מבחן "ההגינות המלאה" הוא המבחן המתאים לבחינת העמידה בדרישות חובת האמונים במקרה של ניגוד עניינים שבעל השליטה מעורב בו. הכללים לאישור עסקות בניגוד עניינים אינם שוללים ביקורת מעין זו, משום שהם קובעים במפורש כי עסקות ניתנות לאישור "ובלבד שהעסקה אינה פוגעת בטובת החברה" (רישא של ס' 270 לחוק החברות). לכאורה הסוגיה של טובת החברה אינה רלוונטית בהקשר של מיזוג שבו המיעוט מוותר על מניותיו בחברה, שכן הסכם המיזוג אינו מעלה או מוריד משווייה האמיתי של החברה, אולם חובות האמון של נושאי-המשרה משתרעות בוודאי גם על פעולה זו, ומכאן הרלוונטיות של מבחן "ההגינות המלאה".

39 לטענה כי יש להבחין בין עסקות של going private לבין עסקות אחרות ראו: Steven M. Haas, *Towards a Controlling Shareholder Safe Harbor*, 90 Va. L. Rev. 2445 (2004).

היא חברה סחירה, וקבעו בהסדר המיזוג כי בעלי מניות המיעוט יקבלו תמורת מניותיהם בחברה-הבת מניות סחירות בחברה-האם. היה אפשר כמובן להגשים תוצאה זו גם באמצעות שימוש בכלי של הצעת רכש מלאה על-דרך הצעת רכש חליפין (exchange offer) שבה לכל ניציע עומדת הזכות להמיר את מניותיו במניות של החברה-האם.

בית-המשפט בעניין שני, אשר הכשיר את השימוש בדרך המיזוג לביצוע העסקה, הסביר כי החששות שמלווים בדרך-כלל הצעת רכש, ואשר הניעו את המחוקק לקבוע את ההסדר של הצעת רכש מלאה, אינם רלוונטיים לענייננו.⁴⁰ במסגרת טיעון הסחירות הסביר בית-המשפט כי במיזוג העומד על הפרק המיעוט של החברה-הבת עומד ליהפך למיעוט של החברה-האם, שגם היא חברה סחירה. מכיוון שכך, לפי בית-המשפט, המיזוג המתוכנן אינו טומן בחובו סכנה למיעוט של "מכירה תחת לחץ". דברים אלה נאמרו, אפוא, על-מנת להראות כי המיזוג שלפנינו אינו מעורר את החשש שבעלי מניות המיעוט ייעתרו להצעה גרועה ובלבד שלא יצטרכו להישאר במיעוט מצומצם ודל-סחירות.⁴¹ חשש זה, כפי שמסביר בית-המשפט, הוא שהניע את המחוקק לעצב את ההסדר של הצעת רכש מלאה.

הרושם שעלול להיווצר אצל קורא הדברים הוא שההכשר שניתן למיזוג בעניין שני הוא תלוי-הקשר. אולם חשוב לחדד את ההבחנה בהקשר זה בין החשש מפגיעה בסחירות לבין החשש ממכירה תחת לחץ. גם מיזוג העלול ליצור סכנה קשה של העדר סחירות אינו יוצר חשש למכירה תחת לחץ. אפילו במיזוג שבו ההצעה לבעלי המניות של החברה-הבת היא להחליף - בכפוף לתשקיף - את מניותיהם הסחירות במניות לא-סחירות של חברה-אם פרטית (או כל תמורה אחרת, נחותה ככל שתהיה) לא נוצרת כל בעיה של מכירה תחת לחץ.

הביטוי "מכירה תחת לחץ" (pressure to tender) מקורו בספרות האמריקאית בנוגע להצעות רכש.⁴² ביטוי זה מתאר מצב שבו בעל מניות עשוי להיענות להצעת רכש אף שהיה

40 בין שאר הטענות, ובשים לב לעובדות המקרה שלפניו, אומר בית-המשפט כך: "במקרה שלפניי, תוצאת המיזוג היא כי בעלי מניות המיעוט במלם [החברה-הבת], יהפכו לבעלי מניות מיעוט בתים [החברה-האם], בשיעור יחסי לזה שהיו בו קודם. היינו, בעלי מניות המיעוט במלם, יהפכו לבעלי מניות בתים, שהיא חברה נסחרת. כך, אין חשש שמניותיהם יאבדו את סחירותן או שלא יהיה באפשרותם למכור את מניותיהם בבורסה (וזאת במנותק משאלת ערכן של המניות שתדון להלן). כיוון שבתים, לאחר המיזוג, בהנחה שיתבצע, יהיו בעלי מניות מיעוט בשיעור של מעל 10%, הרי סחירות המניות לא תפגע." עניין שני, לעיל ה"ש 3, ס' 1א בפרק 4 לפסק-הדין.

41 יש לשים לב שבהמרת מניות של חברה-בת סחירה במניות של חברה-אם סחירה לא ייתכן אובדן מוחלט של סחירות המניה, אולם ייתכן אובדן חלקי של סחירות שעלול להדאיג את המיעוט. מצב זה, שאינו שכיח, עלול להיגרם, למשל, כאשר החברה-הבת נסחרת בזירת מסחר או במסגרת מדד מניות מסוג אחד, ואילו החברה-האם (גם לאחר המיזוג) נסחרת בזירת מסחר או במדד מניות מסוג אחר (למשל, בשל הגבלה של רמת ההחזקות של בעל השליטה לגבי חברות הנכללות במדד המניות הראשון).

42 על-פי הכוונה המקורית של פרופ' בבצ'וק במאמריו, החשש שמוכיל ללחץ למכירה הוא מפני הישארות במיעוט תחת שליטה של בעל שליטה העלול לפגוע בערך המניות של המיעוט.

מעדיף לא למכור את מניותיו במחיר המוצע. תופעה זו אופיינית להצעות רכש (או לרכישה יחידנית של מניות מקהל גדול של בעלי מניות), אך לא למיזוג. בהקשר של ניסיון להפוך חברה ציבורית לפרטית החשש הוא שבעל מניות יסכים למכור את מניותיו בתגובה על הצעה שאין הוא מעוניין בה, רק משום שהוא חושש להיקלע למצב גרוע עוד יותר במקרה שיסרב להצעה.⁴³ תוצאה זו יכולה לקרות אם רבים מבין בעלי המניות האחרים יסכימו למכור את מניותיהם, בין היתר משום שהם סבורים כי מדובר בהצעה טובה,⁴⁴ וכך בעל המניות שמסרב למכור את מניותיו ייקלע למיעוט מצומצם ודל-סחירות.

בעיית המכירה תחת לחץ בהקשר של הצעה להפוך חברה ציבורית לפרטית היא אפוא צירוף של החשש מירידת ערך המניות בשל אובדן הסחירות יחד עם מהלך של רכישה מניות יחידנית מקהל בעלי המניות (בדרך של הצעת רכש או בכל דרך אחרת). אולם עצם החשש מירידת ערך המניות אינו מצדיק תגובה מיוחדת של המחוקק או בתי-המשפט כאשר מדובר בהליך קולקטיבי של קבלת החלטות. דבר זה ניכר במקרה של מיזוג. מיזוג מחייב אישור של בעלי המניות, ומהווה פעולה קולקטיבית אשר תוצאותיה אחידות לגבי כל בעלי

החשש המוזכר בטקסט, לעומת זאת, הוא מפני הישארות במיעוט עם סחירות מעטה אשר תפגע בערכן של מניות המיעוט. מכל מקום, הסיבה המדויקת לחשש אינה משנה את הניתוח התיאורטי, שכן בשני המקרים החשש נוצר על רקע נסיבות שבהן בעל מניות עלול להגיע למצב נחות מחבריו בשל החלטה לסרב למכור את מניותיו. חשש זה אינו עולה כאשר מדובר בפעולה קולקטיבית שבמסגרתה החלטתם של רוב בעלי המניות גוזרת גורל אחד לכולם. ראו: Lucian Arye Bebchuk, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 HARV. L. REV. 1693 (1985); Lucian Arye Bebchuk, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, 12 DEL. J. CORP. L. 911 (1987).

43 בהקשרים אחרים חשש אנלוגי עלול לנבוע כאשר מציע מעוניין להפוך חברה בבעלות מבוזרת לחברה בבעלות מרוכזת. על חשש זה הגיב המחוקק באמצעות ההסדר של הצעת רכש מיוחדת, שעוד נדון בו בהמשך רשימה זו. ראו ס' 328-335 לחוק החברות.

44 בפועל הבעיה נובעת לא רק מהחשש שלבעלי המניות האחרים יש עמדה אחרת לגבי כדאיותה של העסקה המוצעת, אלא גם מקשיי תיאום בין בעלי המניות. כלומר, גם אם כל בעלי המניות מחזיקים בעמדה נגד העסקה המוצעת, רבים מהם עשויים למכור את מניותיהם רק משום שהם אינם סומכים על שאר בעלי המניות שיעמדו בפרץ. ראו את מאמריו של Bebchuk, לעיל ה"ש 42, וכן: Sharon Hannes & Omri Yadlin, *The SEC Regulation of Takeovers: Some Doubts from a Game Theory Perspective and a Proposal for Reform*, 25 YALE J. REG. 35 (2008). כך, למשל, במהלך שבע השנים האחרונות קיים אחד המחברים את הניסוי הבא בכיתתו: התלמידים התבקשו להיכנס לנעליהם של בעלי מניות המקבלים הצעה למכור את כל מניותיהם בחברה בתמורה ל-9 דולר למניה, בעוד השווי האמיתי של המניה הוא 10 דולר. עוד נאמר לתלמידים כי אם רובם יבחרו למכור את מניותיהם, מחירה של מניית המיעוט ירד ל-6 דולר, בשל קשיי סחירות או מטעמים אחרים. אף שבמקרה זה היו לכל התלמידים הערכות אחידות לגבי חוסר כדאיותה של ההצעה (על-פי מבנה הניסוי), פעמים רבות הסכימו רוב התלמידים למסור את מניותיהם למציע, רק בשל החשש שהם ייקלעו למיעוט עם שווי מצומצם.

המניות. משום כך אין כל סכנה שבעל מניות יצביע בעד הצעה של מיזוג רק בשל החשש שגורלו יהיה רע יותר בשל התנגדותו לעסקה. הצבעה נגד המיזוג עשויה להכשיל את הצעתו של מתכנן העסקה, וגם אם התוצאה המקווה לא תושג, בשל אופן הצבעתם של שאר בעלי המניות מן המיעוט, לכל בעלי המניות צפוי גורל אחד. מכאן שבעל מניות המצביע במסגרת המיזוג אינו מצוי בסכנה שהתנגדותו תוביל אותו לגורל שונה מזה של חבריו. מסקנה זו שוללת את האפשרות שמיוזג יאופיין כמצב של מכירה תחת לחץ ללא קשר לסוג התמורה העומד על הפרק.

על רקע זה ניתן אולי להבין מדוע הרוב שקבע המחוקק במיזוג שונה מהרוב בהצעת רכש מלאה, אף שתוצאות העסקה זהות לחלוטין בשני המסלולים.⁴⁵ בהליך של הצעת רכש מלאה הרוכש נדרש להצליח בהצעת הרכש עד לשיעור היענות המקנה לו יותר מ-95% ממניות החברה לאחר הצעת הרכש. רק אם יצליח הרוכש בכך, תצלח הצעת הרכש, ומניותיהם של המתנגדים (או של אלה שלא השמיצו את קולם) יירכשו על-ידי בכפייה. הרוכש יכול להשיג תוצאה זהה, כזכור, באמצעות הכלי של מיזוג על-ידי הצבעת רוב של המיעוט. גם בהצעת רכש מלאה וגם במיזוג, הרוב של המיעוט הנדרש לאישור ההצעה הוא למצער רוב פשוט.⁴⁶ ההבדל הוא שבהצעת רכש מלאה לעיתים אין די בכך. בכל מקרה שבו המציע בהצעת הרכש החזיק לפני ההצעה בפחות מ-90% ממניות החברה, הרוב הנדרש כדי לסיים בהצלחה את העסקה עולה על 50%.⁴⁷

הסבר אפשרי לשוני זה בין מסלול המיזוג לבין המסלול של הצעת רכש גובע מכך שהמסלול של הצעת רכש מלאה אינו מיושם בדרך של הצבעה.⁴⁸ המחוקק, בקובעו את ההסדר של הצעת רכש מלאה, לא ראה כלל לנגד עיניו סיטואציה של הצבעה שיש לשקול את הרוב הראוי להכרעה בה. ההסדר נועד, בראש ובראשונה, לפתור קושי הנובע מרכישת מניות מעבר לרף מסוים. מנגנון הרכישה הכפויה של החוק נועד למטרה כפולה, אשר שני היבטיה קשורים לקשיים שיוצא המנגנון של הצעת רכש כמנגנון של רכישה יחידנית של מניות.

מצד אחד, המנגנון מאפשר למציע בהצעת הרכש להגיע לבעלות מוחלטת בחברה אף אם חלק קטן מבעלי מניותיה מתנהג בסחטנות או פשוט אינו מודע להצעת הרכש.⁴⁹

45 בירור זה יסייע לנו גם בפרק הבא, שבו נדון בדרך נוספת להגשמת תוצאה עסקית דומה, היא הדרך של הסדר פשרה מכוח ס' 350 לחוק החברות.

46 יש להסתייג ולומר כי במיזוג מדובר ברוב של מי שהצביע, ואילו בהצעת רכש נדרש למעשה רוב של כל בעלי המניות מן המיעוט. עניין זה, כשלעצמו, נותן עדיפות להליך המיזוג. השוו ס' 337 לחוק החברות לס' 320 לחוק החברות.

47 ובמקרה שהוא לא החזיק במניות החברה לפני הצעת הרכש, עליו לגייס הסכמה של לא פחות מקולותיהם של 95% מהניצעים.

48 וזאת אף על-פי שהיה אפשר בהחלט לתכנן אותו אחרת, כפי שהציע בעבר פרופ' גושן. ראו גושן, לעיל ה"ש 23, בעמ' 410. כפי שנראה מייד, הצעה זו זוכה כיום בעדנה בדמות תיקון שמוצע לחוק החברות. ראו תזכיר חוק החברות (תיקון מס' 10), התשס"ח-2008.

49 את החשש הזה היה אפשר להפיג גם על-ידי מתן אפשרות למציע להשלים את הצעת הרכש שלו בכפייה, כפי שמקובל במדינת דלוור, למשל, שבה ניתן להשלים הצעת רכש במיזוג

המנגנון מעניק למציע דרך להתגבר על אותו מיעוט קטן, אך אין בו, בנוסחו כיום, הסדר המאפשר את השלמת ההשתלטות תוך הישענות על החלטתם של רוב בעלי המניות, כפי שיש בהסדר המיווג (וזאת אף שאי אפשר להשלים את ההשתלטות במסגרתו ללא תמיכה של רוב לכל-הפחות).

מצד אחר, וחשוב יותר מן המרכיב הראשון, כאשר הרכישה הכפויה פועלת לצד האיסור לרכוש מניות מעל רף תשעים האחוזים בכל דרך אחרת, היא מפגינה, אולי באופן אירוני, את החשש ממכירה תחת לחץ. אומנם, הצעת הרכש המלאה הינה הליך של מכירה יחידנית, אולם בשל מרכיב הרכישה הכפויה, כל בעל מניות המעוניין להתנגד יודע כי במקרה הגרוע ביותר ירכשו מניותיו במחיר שהסכימו לו רוב חבריו.⁵⁰ היות שאין גורלו של המתנגד שונה מזה של בעל המניות המוכר את מניותיו, אין חשש שבעל מניות ימסור את מניותיו בהצעת הרכש אף שהוא חושב שההצעה אינה אטרקטיבית.⁵¹ פעולה זו של שחרור בעלי המניות המוכרים מהלחץ למכור היא מטרתו הראשית של הסדר זה.

מכל מקום, מי שמעוניין להפוך חברה ציבורית לפרטית אך אינו מעוניין במסלול זה, משום שהרוב שהוא דורש לאישור העסקה תובעני מדי, רשאי כמובן – בפרט לאחר ההחלטה בעניין שני – לפנות לדרך המיווג, המחייבת רק אישור של רוב פשוט מקרב המיעוט.⁵²

בהליך מקוצר כל עוד בעל השליטה אינו כופה על בעלי מניות המיעוט להיענות להצעת הרכש. בעל השליטה יכול להוכיח לכאורה את העדר הכפייה אם הצעת הרכש תענה על שלושת התנאים המצטברים: הצעת הרכש מותנית באישור רוב מקרב בעלי מניות המיעוט הניצעים להצעה; בעל השליטה נותן פומבי לכוונתו לבצע מיווג מקוצר זמן קצר לאחר השלמתה של הצעת הרכש; הצעת הרכש אינה מלווה איומים מטעם בעל השליטה נגד בעלי מניות המיעוט. ראו: *In Re Pure Resources, Inc., Shareholder Litigation*, 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002).

לעצם התופעה שאחוזים אחדים מקרב בעלי המניות לעולם אינם נענים להצעת רכש ראו Gilson & Black, לעיל ה"ש 6, בעמ' 1237-1239.

50 את הבעיה הזו היה אפשר לכאורה לפתור גם באמצעות הענקת אפשרות למיעוט להצטרף למכירה לאחר שיסתבר כי רוב בעלי מניות המיעוט מכרו את מניותיהם. אכן, דרך זו נבחרה על-ידי המחוקק בהקשר של הצעת רכש מיוחדת – ראו ס' 331(ד) לחוק החברות. על החסרונות של פתרון זה ראו שרון חנס ועמרי ידלין "כשלים בהסדר של הצעת רכש מיוחדת" עיוני משפט כז 787 (2004).

51 ראו עניין *Pure Resources*, לעיל ה"ש 49.

52 עם זאת, קיימים גם יתרונות להליך של הצעת רכש מלאה, במיוחד הוריות שבה ניתן להגשים את המהלך. השוו בין תקנה 2(א2) לתקנות החברות (הודעה על אסיפה כללית ואסיפת סוג בחברה ציבורית), התש"ס-2000, ק"ת 282 (הודעה על כינוס אספה כללית לצורך אישור מיווג אצל חברה ציבורית חייבת להימסר לבעלי המניות לפחות שלושים וחמישה ימים לפני מועד הכינוס), לבין תקנה 6 לתקנות ניירות-ערך (מועד הקיבול האחרון להצעת רכש ייקבע לא מוקדם מארבעה עשר ימים מתאריך המפרט). לשם השוואה, דיני ניירות-ערך של ארצות הברית קובעים תקופת קיבול מינימלית של עשרים ימי עסקים שבהם על הצעת הרכש להישאר פתוחה. ראו Rule 14e-1 (17 C.F.R. 240.14e-1).

לעומת זאת, כפי שראינו, גם הליך המיזוג טומן בחובו דרישות לא־קלות ממתכנן העסקה, אשר בית־המשפט נדרש להקפיד עליהן.

בדיון בעניין שקדם לזה שנידון בעניין שני, לא עמד בית־המשפט על מלוא היקפה של הזיקה שבין החשש לפגיעה בסחירות לבין החובה לבצע הצעת רכש מלאה. בעניין כרמל⁵³ נידונה עסקה של רכישת כלל מניותיה של החברה במסלול של הסדר פשרה בין החברה לבין חבריה (סעיף 350 לחוק החברות). למסלול זה, שבו נדון בהרחבה בפרק הבא, יש מאפיינים דומים לאלה של מיזוג, במובן זה שגם הסדר פשרה מחייב אישור באספה של בעלי המניות. מדובר אם כן במסלול קולקטיבי, ולא במסלול יחידני שבו כל בעל מניות נדרש להחליט לגבי גורל מניותיו. מסלול קולקטיבי, כפי שהסברנו, אינו מעלה כלל את החשש למכירה מתוך לחץ. אף־על־פי־כן, בעניין כרמל בחן בית־המשפט אם הסדר הפשרה הספציפי שעמד לפניו (שבמסגרתו הוצע לבעלי המניות להחליף את מניותיהם במניותיה של חברה אחרת) מעלה את החשש שהניע את המחוקק לחוקק את ההסדר של הצעת רכש מלאה, וכך אמר:

”לשון אחר, הגדלת שליטתו של בעל השליטה בעקבות ההסדר המוצע אינה הגדלת שליטה אשר טומנת בחובה את אותם סיכונים אשר סעיף 336 בא למנוע. סעיף 336, המחייב שרכישה אשר תביא את בעל השליטה לשלוט על 90% מהון המניות תבוצע בדרך של הצעת רכש שיוויונית ומלאה לכלל המניות או לסוג מניות האמור, בא להגן על החשש של בעלי המניות כי כתוצאה מדבוקת שליטה כל כך גדולה ייקטן המסחר בניירות הערך של החברה, מה שיביא למחיקת ניירות הערך של החברה מהמסחר בבורסה...”⁵⁴

בנסיבות העניין התיר בית־המשפט את ההסדר (בכפוף להגבלות שקבע) משום שבעלי מניות המיעוט שהוצע להם הסדר קיבלו מניות בחברה־האם של החברה הקיימת, ושיעור החזקתם היחסי לא השתנה. למרות קביעתו המוצדקת של בית־המשפט בעניין כרמל כי אין חובה להשלים את העסקה על־דרך הצעת רכש מלאה, ההנמקה העיונית שהציג בית־המשפט אינה מדויקת. לא החשש מאובדן הסחירות לבדו הוביל לחקיקת סעיף 336 לחוק, אלא צירוף של חשש זה עם נסיבות שבהן הליך הרכישה אינו קולקטיבי (דהיינו, איסוף מניות או הצעת רכש). הליכים קולקטיביים, דוגמת מיזוג או הסדר מכוח סעיף 350 לחוק, אינם מעלים כלל חשש של מכירה תחת לחץ, ולכן אין צורך לבחון אותם לגופם כדי לפטור אותם מעולו של הסדר הצעת הרכש המלאה.

מיתר חלקי החלטתו המלומדת של בית־המשפט בעניין שני עולה כי בית־המשפט מודע לכך שהמיזוג הוא הליך קולקטיבי ועל־כן לעולם אינו מעלה את החשש למכירה תחת לחץ.⁵⁵

53 בש"א (מחוזי ת"א) 4139/01 קבוצת כרמל השקעות בע"מ נ' הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ, דינים מחוזי לג(1) 772 (2001) (להלן: עניין כרמל).

54 שם, פס' ה לפסק־הדין.

55 עניין שני, לעיל ה"ש 3, ס' 2א ו־ג בפרק 4 לפסק־הדין.

את ההתייחסות הספציפית של בית המשפט בעניין שני לטיב התמורה במיזוג שלפניו אנו נוטים לייחס לרצונו של בית המשפט ליצור עקביות בין החלטות שונות של בית המשפט. מכל מקום, קריאה שלמה יותר של ההחלטה בעניין שני מובילה למסקנה כי היא אינה מוגבלת רק לסוגים מסוימים של מיזוגים שמטרתם להפוך חברה ציבורית לפרטית, אלא תקפה לכל עסקת מיזוג שזכתה באישורים הנדרשים בדיון.

בעת כתיבת שורות אלה עמלה רשות ניירות-ערך על תיקון להסדר של הצעת הרכש המלאה, אשר יצרף את יתרונותיו של הסדר המיזוג לאלה של הצעת הרכש המלאה.⁵⁶ אם ייכנס התיקון לתוקפו, ימשיך ההסדר למנוע רכישות מעל רף תשעים האחוזים, כדי למנוע מכירה מתוך לחץ, אך במקביל יאפשר מכירה כפויה של יתרת מניות החברה כאשר רוב פשוט של הניצעים שהביעו את עמדתם בעניין הסכים למכור את מניותיו, ממש כפי שהדבר אפשרי כיום במסלול המיזוג על-דרך הצבעה. אם אכן ישונה החוק בהתאם להצעה זו, יעמוד בית המשפט מול אתגר חדש – להבטיח שההגנות המהותיות של מסלול המיזוג, ובכלל זה חובות הנאמנות שדנו בהם ברשימה זו, לא יישחקו על-ידי שימוש בלעדי במסלול של הצעת הרכש המלאה, אשר האטרקטיביות שלו תגבר בעקבות השינוי הצפוי בחוק.

פרק ב: הסדר של פשרה כתחליף למיזוג

פרק זה ידון בדרך שכיחה נוספת להגשמת עסקה שבמסגרתה חברה ציבורית נהפכת לחברה פרטית ובעל השליטה שלה נהפך לבעל המניות היחיד: הסדר פשרה בין החברה לבין חבריה המוגש לאישורו של בית המשפט המחוזי מכוח סעיף 350 לחוק החברות. זהו הסדר כללי שנועד לטפל בשלל מקרים – לחלקם אין פתרון אחר במסגרת דיני החברות, ואילו לגבי האחרים מדובר בחלופה נוספת להגשמת הפעולה הנדרשת.⁵⁷ רוב המקרים הנידונים באכסניה של הסדר הפשרה הם מקרי השיקום. במקרים אלה, של קשיים פיננסיים או חדלות-פירעון של ממש, ניתן להציע הסדר דומה למתכונת האמריקאית של ארגון מחדש (reorganization),⁵⁸ שמטרתו להעלות את החברה על דרך חדשה. במסגרת שיקום

56 ראו תזכיר חוק החברות (תיקון מס' 10), לעיל ה"ש 48, אשר מאמץ לעניין זה את הדעה שהביע פרופ' גושן, לעיל ה"ש 23.

57 הכוונה המקורית, המשתקפת בהצעת החוק, הייתה שהסדר שאומץ מהדין הישן יחול רק על סיטואציות שאינן מוסדרות במפורש בחוק החברות החדש. וכך נאמר בדברי ההסבר של הצעת החוק: "סעיף זה, בדיון הקיים, הווה את האכסניה העיקרית לביצועם של שינויים אירגוניים כגון מיזוג חברות. על פי ההצעה, יתבצעו שינויים אלו על פי הכללים הסטטוטוריים החדשים המתיחסים לרכישת חברות. ואולם, דיני ההסדר והפשרה אינם מכוונים רק לסיטואציות מעין אלה ולכן אי אפשר היה לוותר עליהם גם בדיון החדש". ראו הצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2, 122.

58 U.S.C. 1101 et seq. (2000) 11

כזה, קבוצות שונות של נושים מוותרות בדרך-כלל על מקצת החובות, פורסות את יתרת החובות, ופעמים רבות הופכות ממעמד של נושים למעמד של בעלי מניות על-חשבון בעלי המניות הקיימים.

אישור הסדרי שיקום אינו השימוש היחיד של הסדר הפשרה, וניתן לערוך באמצעותו שינויי מבנה מגוונים בתאגיד, לרבות המרה של ניירות-ערך מסוג אחד בניירות-ערך מסוג אחר.⁵⁹ למעשה, עד כניסתו של חוק החברות לתוקף שימש הסדר הפשרה גם כערוץ הבלעדי לביצוע מיזוגים בין חברות.⁶⁰ הסדר המיזוג הסטטוטורי הקיים כיום בחוק לא היה מצוי בפקודת החברות, וחברות שביקשו להתמזג היו חייבות לפנות לבית-המשפט במסגרת סמכויותיו לאשר הסדר של פשרה. חוק החברות שאיר על כנו את הסדר הפשרה, והוא מצוי כיום בסעיפים 350-351 לחוק.⁶¹ אולם לאחר חקיקתו של חוק החברות ניתן לבצע מיזוג גם ללא מעורבות של בית-המשפט בהתאם להוראות החוק המפורטות, שבחלקן כבר דנו בתחילת הרשימה. אף-על-פי-כן, עסקות מיזוג לא-מעטות ממשיכות למצוא את דרכן אל בית-המשפט לשם אישורן במתכונת של הסדר פשרה.

קיימות ארבע סיבות לכל-הפחות⁶² המניעות מתכנני עסקה להעדיף את אישור המיזוג בדרך של הסדר פשרה על מסלול המיזוג הסטטוטורי, שאינו מוביל בהכרח לבית-המשפט.⁶³ ראשית, לעיתים נלווה למיזוג היבט נוסף שאינן לו פתרון בהליך המיזוג הסטטוטורי, דוגמת שינוי מבנה של קבוצת חברות שאינו מיזוג פשוט שלהן, או דרישה מנושים מסוימים לערוך שינוי בזכויותיהם. שנית, קיים לעיתים יתרון מיסוי מסוים באישור המיזוג כהסדר פשרה. על-פי הוראות מס הכנסה, במקרה של הסדר פשרה מועד המיזוג לצורכי מס נקבע לתום שנת המס שבה הוגשה הבקשה לאישור בית-המשפט (גם אם הבקשה אושרה בשנה שלאחר-מכן).⁶⁴ במקרה של מיזוג סטטוטורי, לעומת זאת, מועד המיזוג לצורכי מס הוא באופן כללי תום שנת המס שבה חל המיזוג לפי חוק החברות לאחר החלטת האספה הכללית בעניין.⁶⁵

59 לדוגמה, באמצעות הסדר הפשרה ניתן לשנות הוראות וולונטריות בתזכיר אשר אין דרך סדורה לשנותם במסגרת דיני החברות. ראו ת"א (מחוזי ת"א) 513/60 תעשיות עסיס לכהל בע"מ נ' רשם החברות, פ"מ כג 3 (1960).

60 ראו, למשל, אירית חביבי-סגל דיני חברות לאחר חוק החברות החדש כרך א 200 (1999).

61 ראו גם תקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר), התשס"ב-2002, ק"ת 868.

62 לדיון נרחב ביתרונות הגלומים בשימוש בהסדר לפי ס' 350 לחוק למטרה זו, לרבות יתרונות שלא נדון בהם כאן, ראו חגית בלייברג ורותם ידלין "מיזוג לפי סעיפים 350-351 לחוק החברות (בעקבות פסק-הדין בעניין מלם מערכות בע"מ)" תאגידים ה/1 29 (2008).

63 הליך המיזוג הסטטוטורי כולל הודעות לנושים על המיזוג, ופותח לפניהם את הדרך להגיש התנגדויות לבית-המשפט. לפיכך גם המיזוג הסטטוטורי יכול למצוא את דרכו אל בינות לכותלי בית-המשפט. ראו ס' 350 לחוק החברות וכן את תקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר), לעיל ה"ש 61.

64 ראו ס' 103 לפקודת מס הכנסה (נוסח חדש), התשכ"א-1961, נ"ח 120.

65 שם. השוני בקביעת מועד המיזוג בין מיזוג סטטוטורי לבין מיזוג לפי הסדר פשרה מקבל משמעות מעשית כאשר ההחלטה לבצע את המיזוג מתקבלת סמוך לסיום שנת המס. במצב זה, בשל החובה לשלוח את הזימון לאספה הכללית לפחות שלושים וחמישה ימים לפני

סיבה שלישית היא שחלק ממתכני העסקות מרגישים נוח יותר עם עסקה שיצאה לדרך באישורו של בית המשפט. זאת, אף שעל פני הדברים הגושפנקה של אישור בית המשפט להסדר פשרה אינה עולה בכוחה על תעודת המיזוג שרשם החברות מנפיק בתום המיזוג הסטטוטורי.⁶⁶ הטעם האחרון לדבקות בדרך היסטורית זו הוא כוחו של ההרגל, בהינתן שדרך הפשרה הייתה במשך שנים ארוכות הדרך היחידה להוצאתו של מיזוג אל הפועל. סיבה זו אינה מהווה כמובן הצדקה ראויה, והיא מובילה להליך לפני בית המשפט שהיה אפשר לוותר עליו.

כפי שהסברנו בפרק הקודם, עסקות שניתן לבצע במסגרת הצעת רכש מלאה או בעזרת מיזוג משולש הופכי ניתנות לביצוע גם במסגרת הסדר של פשרה. פרק זה ידון בדרך הראויה לאישור עסקות אלה במסגרת הסדר פשרה, תוך התמקדות ברוב מקרב בעלי המניות הדרוש לאישור ההסדר.

הדיון יתבסס על עקרון העל בדיני חברות, שלפיו ראוי שאישורים להסדרים תאגידיים שונים יתקבלו בהסכמת בעלי העניין האוחזים ברוב האינטרס הנוגע בדבר.⁶⁷ עיקרון זה מדריך את פרשנותנו גם להסדר מכוח סעיף 350 לחוק החברות. סעיף 350(א) מקנה לבית המשפט שיקול דעת רחב. גישתנו הכללית היא שבנסיבות של הסדר המערב ניגוד עניינים בין רוב למיעוט, על בית המשפט לעשות שימוש בשיקול הדעת באופן שייתן ביטוי לניגוד האינטרסים בין הרוב למיעוט בעסקה, ולהתנות את האישור ברוב מקרב המיעוט. לעומת זאת, אין זה רצוי להתנות את תוקף העסקה בדרישות אנכרוניסטיות, כגון רוב מספרי של המשתתפים ו-75% מהערך המיוצג בהצבעה.

נפתח בדיון בעסקות של going private באמצעות הסדר מכוח סעיף 350 לחוק, ונסיים בדיון כללי יותר בדבר אישור הסדרים אחרים מכוח סעיף זה.

מועד האספה הכללית, אי אפשר לאשר את המיזוג לפני תום שנת המס. מתוך רצון לאפשר ביצוע שינויי מבנה גם במהלך השנה, הוסף, במסגרת תיקון מס' 123 לפקודת מס הכנסה, ס' 103א(ב) לפקודה, שלפיו הנציב רשאי בתנאים מסוימים לקבוע מועד מיזוג שונה מהמועדים הקבועים בפקודה. לעניין זה ראו חזור מס הכנסה 16/2002 "קביעת מועד מיזוג/פיצול" מיסים יז' 2 ג' 1 (2002).

66 לכאורה, גם לאחר השלמת המיזוג ניתן להגיש תביעה לפיצוי נגד הדירקטורים שאישרו את המיזוג, בטענה כי הליך האישור היה נגוע בהפרת חובות אמונים או זהירות. נשאלת השאלה אם אישור בית המשפט לעסקה במסגרת ס' 350 מעניק חסינות לדירקטורים מפני תביעות דומות.

67 עיקרון זה נתמך היטב בספרות. ראו זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני חברות: מדיקטורה לדמוקרטיה" משפטים כג 109 (1994). נוסף על שיקול היעילות שציינו בטקסט, גושן מזכיר שני שיקולים נוספים בוכות הכלל - מניעת סחטנות וקירוב ההחלטה לתוצאה שהייתה מתקבלת אילו היה לחברה בעל מניות יחיד. שם, בעמ' 111, 151.

1. הסדר של פשרה כתחליף להצעת רכש מלאה או למיזוג משולש הופכי

בשנים האחרונות בוצעו כמה עסקות של going private בדרך של אישור הסכם פשרה.⁶⁸ בעניין קומטק נידון תוקפה של אחת מעסקות אלה ונבחנה הדרך הראויה לאישורה לפני בית-המשפט. אולם, להבדיל מעניין שני, במקרה זה לא הגיעה הסוגיה להכרעה שיפוטית, והמחלוקת הסתיימה בפשרה.⁶⁹ לפני שנרד לחקר המחלוקת, נבקש לומר מילים מספר על המתכונת הכללית לאישור הסדרי פשרה מכוח סעיף 350 לחוק.

סמכות כינוס אספות – סעיף 350(א) לחוק החברות קובע כי משהוצעה פשרה או הסדר בין החברה לבין נושיה או בעלי מניותיה, בית-המשפט רשאי להורות על כינוס אספה של אותם נושים או בעלי מניות, בהתאם לעניין וכפי שיוורה בית-המשפט. כפי שכבר ציינו, סעיף זה משמש בדרך-כלל לשיקום חברות, שם בית-המשפט מחלק את הנושים לאספות בהתאם לסוגיהם על-מנת שיאשרו כי העסקה מקובלת עליהם. לבית-המשפט יש שיקול-דעת רחב בקביעת הקבוצות, והוא רשאי לחלק את הנושים לפי האינטרסים השונים שלהם, ולא דווקא לפי זכויותיהם הפורמליות. כך, למשל, אם רוב הנושים הלא-מובטחים הם גם נושים מובטחים, בית-המשפט יכול לקבוע אספה נפרדת למיעוט הנושים הלא-מובטחים שאינם אוחזים בה-בעת גם בחוב מובטח, כך שעמדתם תישמע בנפרד מהאינטרס של הנושים המובטחים.

כאשר מדובר בהסדר או בפשרה המחייבים ויתורים מסוימים מצד בעלי המניות, נקבעת במקרה הרגיל גם אספה של בעלי המניות לאישור ההסדר, וכאשר יש מניות מסוגים שונים – גם אספות סוג. מעבר לכך, בית-המשפט העליון קבע כי גם ביחס לבעלי המניות בית-המשפט רשאי לשקול את האינטרסים של הצדדים המעורבים, ולא את זכויותיהם הפורמליות. בעניין כלל קבע בית-המשפט כי הסדר הפשרה שנידון שם, אשר עסק באיחוד הון של חברה תוך מתן פיצוי לאחת מקבוצות בעלי המניות, מצדיק חלוקה לאספות של

68 ראו, למשל, את שלושת ההסדרים הבאים: (1) בין עמיגר מערכות מידע (1993) בע"מ ומחשוב ישיר בע"מ, מיום 27 בדצמבר 2000; (2) בין כלל תעשיות אלקטרוניקה בע"מ וכלל תעשיות בע"מ, מיום 30 במאי 2001; (3) בין אלביט הדמיה רפואית בע"מ ואלסינט בע"מ, מיום 31 במרס 2002. במסגרת הסדרים אלה נרכשו מניות הציבור על-ידי בעלות השליטה בהתאם להליך פשרה והסדר באישור בית-המשפט. עסקות אלה התבצעו כעניין שבשגרה אף-על-פי שניתן לקרוא את פסק-הדין בעניין כרמל כשולל אותן בעקיפין באמירה הבאה: "סבורני כי יש להסתכל על ההסדר מנקודת מבט מהותית ולא פורמלית. לשון אחר, יש לבחון מהי הכפייה בענייננו. מבחינה מהותית אין ענייננו למעשה במכירה של מניות, אלא בשינוי אופי הפעילות של החברה על פי החלטת הרוב, אך זאת בדרך של שינוי מבנה ולא בדרך השכיחה של שינוי מסמכי ההתאגדות." עניין כרמל, לעיל ה"ש 53, פס"ה לפסק-הדין. את דיווחיהן של החברות הציבוריות (לשעבר) על-אודות ההסדרים ניתן למצוא באתר מאי"ה של הבורסה לניירות-ערך – maya.tase.co.il.

69 בסופו של דבר יצאה העסקה אל הפועל כמיזוג משולש הופכי וסטטוטורי. ראו את דיווחה של חברת קומטק בע"מ מיום 1.5.2006 באתר מאי"ה של הבורסה לניירות-ערך – maya.tase.co.il. למען ההגינות נציין כי אחד מאיתנו שימש יועץ לאחד הצדדים המעורבים בפשרה.

בעלי המניות מעבר לאספות סוג רגילות. באותו עניין קבע בית-המשפט כי על אישור ההסדר יצביעו לא רק אספת בעלי המניות מסוג א ואספת בעלי המניות מסוג ב, אלא גם אספת בעלי המניות מסוג א שאינם אוחזים גם במניות מסוג ב, ולהפך,⁷⁰ והכל כדי לוודא כי ההסדר המוצע הוגן לכל הקבוצות המעורבות במנותק משיקולים זרים.⁷¹

הרוב הדרוש בכל אספה – מרגע שחילק בית-המשפט את הנושים או את בעלי המניות לאספות, ההסדר כפוף, לכאורה לפחות,⁷² לאישורה של כל אחת מהאספות.⁷³ סעיף 350(ט) לחוק קובע כי אישור הפשרה טעון אישור "רוב מספרם של המשתתפים בהצבעה... שבידם יחד שלושה רבעים של הערך המיוצג בהצבעה". החוק דורש אפוא רוב מיוחד לאישור ההסדר באספות. ראשית, נדרש רוב של שלושה רבעים מהערך המיוצג בהצבעה. רוב זה אינו מפתיע, שכן ההסדר הועתק מפקודת החברות, ושם כל שינוי משמעותי בכללי המשחק, דוגמת שינוי התקנון, הצריך אישור של בעלי המניות המחזיקים בידיהם שלושה רבעים מהערך המיוצג בהצבעה. ההסדר הכללי לעניין הרוב הנדרש שונה אומנם בחוק החברות לגבי חברות שהתאגדו לאחר כניסת החוק לתוקף (בעוד על החברות הישנות ממשיך לחול הכלל הישן), אולם הכללים לאישור הסדר הפשרה לא שונים.

שנית, על הרוב של שלושת רבעים של הערך המיוצג באספה יש להוסיף גם רוב מספרי של המצביעים. כלומר, יש לקיים ספירת ראשים של המשתתפים בהצבעה, ללא תלות במספר המניות או בסכום הנשייה שבידי כל אחד מהם. הוראה זו, המאפיינת החלטות של גופים דמוקרטיים, הינה ארכאית וחריגה בנוף של דיני החברות. מנגנון ההצבעה בדיני החברות מיועד לקדם הצבעה שתוצאותיה יעילות. משכך, הוא פונה לגוף שיקבל החלטה ללא ניגוד עניינים, כאשר כל משתתף זכאי ליטול חלק בהצבעה באופן יחסי לאינטרס הכלכלי שלו בחברה. באופן זה מיוצגים כל האינטרסים בהתאם למשקלם היחסי. עיקרון זה, השולט כיום בכל מרחבי דיני החברות ביחס לבעלי המניות, שולל את ההיגיון שבספירת ראשים, שבה לכל בעל מניות יש כוח אחיד ללא תלות בהחזקותיו. אף-על-פי-כן נותרה הוראה ארכאית זו כחלק מהכללים לאישור ההסדר, ללא שינוי חקיקתי במשך עשרות שנים.

אישור בית-המשפט – לבסוף, יש להדגיש כי מנגנון ההצבעה לאישור ההסדר אינו

70 ראו רע"א 5932/91 כלל תעשיות בע"מ נ' לאומי פיא, פ"ד מז(2) 329 (1993).

71 סמכותו של בית-המשפט לחלק את בעלי המניות לקבוצות לא על-פי סוגיהן מצאה עיגון מסוים גם בס' 12 לתקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר), לעיל ה"ש 61, שם נקבע כי בעל תפקיד המעוניין לכנס אספות של בעלי המניות לא לפי הסיווג של סוג המניות הקבוע במרשם בעלי המניות חייב להגיש בקשה מיוחדת בעניין לבית-המשפט.

72 לפי חוקי הפירוק של ארצות-הברית, לבית-המשפט מסור שיקול-דעת לקבוע כי נושה מסוים התנגד להסדר המוצע בחוסר תום-לב, ולהתעלם מהצבעתו באספת הסוג. ראו U.S.C. 1126 (2000).

73 אולם אישור ההסדר באספות השונות אינו מחליף את שיקול-דעתו של בית-המשפט, אשר רשאי לא לאשר גם הסדר שזכה באישור האספות. ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1551/02 עצמה קופת תגמולים לעצמאיים ליד ב"ל לישראל בע"מ נ' בהט, תק"מח 2003(2) 11904, 11933 (2003).

מהווה סוף־פסוק. בטרם יחייב ההסדר את החברה ואת בעלי מניותיה ונושיה (לרבות אלה שהתנגדו למהלך), נחוץ גם אישורו של בית־המשפט להסדר.⁷⁴ אישור זה אינו עניין טכני כלל ועיקר, ובית־המשפט רשאי לשקול כל שיקול רלוונטי בבואו לאשר את ההסדר, לרבות התנאות בתנאים ובסייגים כרצונו. כך, למשל, בעניין כרמל אישר אומנם בית־המשפט את ההסדר המוצע לאחר שזכה באישורן של אספות בעלי המניות, אך התנה את מימוש ההסדר בתנאים ובהגבלות נוקשים.⁷⁵

הסדר פשרה של **going private** – אל תוך מסגרת משפטית זו יש לצקת עתה את הכללים לאישורו של הסדר פשרה שעניינו הפיכת חברה ציבורית לפרטית תוך הפיכת בעל השליטה לבעל המניות היחיד. בעניין קומטק לא הייתה מחלוקת כי ניתן להגשים פעולה כזו במסגרת סעיף 350 לחוק החברות, אך התגלעו חילוקי־דעות בדבר הדרך הראויה לאישור הפעולה. החברה ביקשה מבית־המשפט לכנס אספה אחת בלבד של בעלי מניות, בשים לב לעובדה שלחברה יש סוג מניות אחד בלבד. כמו־כן, היות שמדובר בפעולה שבה בעל השליטה נתון בניגוד עניינים, הוסיפה החברה וקבעה כי העסקה תהיה תלויה גם באישורו של שליט מהמיעוט שאינו נגוע בניגוד עניינים.⁷⁶ בשל ניגוד עניינים זה גם פרסמה החברה דוח עסקה מכוח תקנות ניירות־ערך העוסקות בעניין. בעקבות פרסום הדוח, התייצבה רשות ניירות־ערך בהליך וביקשה לשנות את מתכונת אישורו של הסדר הפשרה. בניגוד לעמדת החברה, ביקשה הרשות לניירות־ערך לזמן אספה נפרדת של בעלי מניות המיעוט, שכן האינטרס שלהם שונה מהאינטרס של בעל השליטה. עוד ציינה הרשות בבקשתה כי קביעת נוהל אישור כזה יקרב את האישור על־פי סעיף 350 לחוק לזה של אישור הצעת רכש מלאה.

אנו שותפים לחלק מההנעיה של הרשות לניירות־ערך להגיש את הבקשה, אך חולקים על הצורך לחלק את הגוף של בעלי המניות לשתי אספות במקרה כזה. לשיטתנו, ובכך אנו שותפים לעמדת הרשות, יש לגבש את מתווה האישור במסגרת סעיף 350 לחוק החברות באופן שיביא בחשבון את ניגוד העניינים שבעל השליטה נתון בו, ואף יעלה בקנה אחד עם הדרישות לאישור עסקה מעין זו מחוץ לסעיף 350 לחוק. אולם אנו סבורים כי העמדה שלפיה הסדר הפשרה טעון אישור ברוב של 75% מקרב המיעוט, בתוספת רוב מספרי של הנוכחים, אינה עולה בקנה אחד עם נטייתו של חוק החברות לאישור שינויים תאגדיים ברוב רגיל ועם גישת המחוקק באשר לאישור מיזוג מחוץ לסעיף 350 לחוק. כפי שנסביר מיד, מן הראוי להסתפק בהתניית ההסדר באישורו של רוב פשוט מקרב המיעוט.

הרוב המיטבי והעמדה של חוק החברות – הנחת־המוצא של הדיון היא כי אי־אפשר להסתמך על תמיכתו של בעל השליטה במהלך, מכיוון שהוא מצוי בניגוד עניינים. לפיכך

74 ס' 350(ט) לחוק החברות.

75 הסדר זה כלל מתן זכות לבעלי מניות המיעוט שהתנגדו להסדר למנות דירקטור מטעמם לדירקטוריון החברה החדשה, וכן מנגנון שיפוי שיבטיח שווי מינימלי בעבור מניותיהם. ראו עניין כרמל, לעיל ה"ש 53, פס' ח לפסק־הדין.

76 זאת מכוח ס' 275 לחוק החברות, ועל־פי כל פרטי ההסדר המפורטים שם ואשר לא פירטנו בטקסט.

יש להתחשב בהצבעת המיעוט כקבוצה נפרדת. מהו הרוב המיטבי לקבלת החלטה במסגרת קבוצה זו? כפי שזוהר גושן מסביר,⁷⁷ סטייה מעקרון הרוב הרגיל של בעלי האינטרס הנוגע בדבר מעניקה למיעוט כוח החלטה בנוגע לעתיד החברה בניגוד לעמדת הרוב. כוח מעין זה מנוגד להיגיון הכלכלי משום שלאחר שבעלי מירב האינטרס הנוגע בדבר הביעו את עמדתם (ובהעדר ניגוד עניינים המעיב על החלטתם) יש להניח כי החלטתם היא המושכלת ביותר.⁷⁸ ניתן אומנם לטעון כי קיימות זכויות מוקנות למיעוט המצדיקות סטייה מעקרון הרוב ודרישה לשיתוף של המיעוט או חלקו בקבלת ההחלטה. אולם ככל שהחיים הכלכליים תוססים יותר כן עולה הצורך בשינויים תכופים יותר במבנה התאגידי ובהסדריו, ויחד עימם מתחזק השיקול הכלכלי במתן כוח הכרעה לבעלי מירב האינטרס (בכפוף להגנות מפני ניצול לרעה).⁷⁹ ניתן לכאורה לטעון כי רוב של 75% מפגי בצורה הרמטית יותר את החשש מפני ניגודי עניינים, משום שהוא מצריך הסכמה גורפת יותר.⁸⁰ אולם אנו מציעים לבית המשפט להתמודד ישירות עם מקרים של ניגוד עניינים, ולהימנע מפתרון שעלול להכשיל הסדרים יעילים רבים.

סביר להניח כי עיקרון זה עמד ביסוד החלטתו של המחוקק בחוק החברות להמיר את מירב ההסדרים בכאלה שאישורם דורש רוב פשוט של בעלי האינטרס הנוגע בדבר.⁸¹ זאת, תוך זניחת התפיסה בפקודת החברות, אשר במקרים רבים דרשה רוב מיוחד לאישור הסדרים ושינויים שונים.

הרוב הדרוש לאישור מיזוג מחוץ למסגרת סעיף 350 – כפי שראינו בפרק הקודם, ניתן להגיע לתוצאה עסקית וזה במסגרת מיזוג משולש הופכי, שלגביו סעיף 320(ג) לחוק מתנה את השלמת המיזוג באישורו של רוב מקרב המיעוט. לפיכך, אם יש חשיבות לאישור ההסדר במסגרת סעיף 350 ברוב הנדרש לעסקות דומות מחוץ למסגרת סעיף 350, אזי יש לשאוב השראה מהרוב הנדרש בסעיף 320(ג).

האם ראוי לשאוב השראה לעניין הרוב הדרוש מן ההסדר של הצעת רכש מלאה?⁸² כפי

77 ראו זוהר גושן "הצבעה תוך ניגודי אינטרסים" משפטים כט 17 (1998).

78 ראו: Zohar Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 CAL. L. REV. 393, 399 (2003) ("the voting mechanism is based on the assumption that the majority opinion expresses the 'group preference,' that is, the optimal choice for the group as a whole")

79 כך, למשל, נקבע בפסיקה כי הכוח לשינוי התקנון מותנה בכך שהשינוי נעשה בתום-לב ולטובת החברה. ראו ע"א 468/89 קידרון נ' בורסת היהלומים הישראלית בע"מ, פ"ד מה(5) 177 (1991). זהו שסתום-ביטחון המאפשר פנייה לבית המשפט בעת הצורך.

80 כך, למשל, אומר בית המשפט בעניין עצמה: "איוון בין הא לדא מושג על ידי דרישת הרוב המיוחס הקבועה בסעיף 350 לחוק. דרישה זו משקללת את בעיית ניגוד האינטרסים ומחייבת גישור רב על פני הניגודים." עניין עצמה, לעיל ה"ש 73, בעמ' 11919.

81 בולטת בחריגותה סוגיית הפירוק, אשר המחוקק של חוק החברות לא עסק בה והותיר אותה בפקודת החברות, ובכלל זה הדרישה המצויה שם לרוב מיוחס של בעלי המניות לשם קבלת החלטה על פירוק מרצון. ראו ס' 319 לפקודת החברות.

82 בנסיבות המיוחדות של עניין קומטק אחז בעל השליטה ב-78% ממניות התאגיד הציבורי

שכבר פירטנו בהרחבה בפרק הקודם, הדרישות בהסדר של הצעת רכש מלאה הינן דרישות מיוחדות המתאימות להליך יחידני של מכר מניות. דרישות אלה אינן רלוונטיות כאשר מתבצע הליך קולקטיבי שבו בעלי מניות המיעוט מכריעים את גורלם בהצבעה, ולא במכר אישי של מניותיהם. היות שהליך אישורו של הסדר פשרה הינו הליך קולקטיבי המערב מנגנון של הצבעה, האנלוגיה הראויה היא לדרך אישורה של העסקה כמיזוג סטטוטורי, על נסיבותיו המיוחדות.⁸³

בית המשפט הדן באישור עסקה של מיזוג במסגרת סעיף 350 לחוק יכול אפוא להפעיל את שיקול-דעתו ולהתנות את אישור העסקה באישורו של רוב מקרב המיעוט.⁸⁴ פרשנות זו תקדם את המדיניות המשפטית הראויה, שלפיה אישור ברוב רגיל הוא הדרך הראויה והיעילה למתן ביטוי לעמדתם של בעלי אינטרס מסוים. מעורבותו הפעילה של בית המשפט באישור ההליך ובבחירתו מהווה סיבה נוספת להימנע מהערמת דרישות פורמליות רבות בדרך לאישור ההסדר.⁸⁵

לעומת זאת, חלוקת גוף בעלי המניות לשתי אספות אינה מתחייבת מלשון החוק (במיוחד כאשר מדובר בחברה עם סוג מניות אחד), והיא גוררת עימה תוצאות בלתי-ראויות, בניגוד למדיניות הנוכחת לעיל. ראשית, כדי לאשר את ההסדר יידרש אישורם של 75% מקרב המיעוט. שנית, חלוקת גוף בעלי המניות לקבוצות-משנה מגבירה את השימוש במתכונת האישור הארכאית של ספירת ראשים. מתכונת זו נקבעה אומנם על-ידי המחוקק,

בטרם החל בהליך אישורו של הסדר הפשרה. אילו בחר בעל השליטה במסלול של הצעת רכש מלאה, אזי השלמת התהליך הייתה מחייבת אותו לעבור את הרף של 95% ממניות התאגיד. כלומר, היה עליו להצליח לרכוש 17% לפחות מבין 22% של המניות שלא היו בידיו בשלב זה. חלוקת גוף בעלי המניות של החברה לשתי אספות – רוב ומיעוט – הייתה מחייבת אותו ברוב של 75% מקרב אותו מיעוט של 22%. בנסיבותיו של מקרה זה, אפוא, הדרך של הצעת רכש מלאה קרובה מספרית בדרישות האישור שלה לזו של אישור לפני אספת המיעוט. אולם קל לראות כי קרבה מספרית זו תלויה בנסיבות העניין, ולפיכך אינה יכולה להוות כלי פרשני של הדין. כך, למשל, אילו החזיק בעל השליטה ב-90% מהמניות לפני הפעולה, אזי המסלול של הצעת הרכש המלאה היה מחייב אותו להשיג רק 50% ממניות המיעוט כדי להשלים את הפעולה.

83 שאלה חשובה, אשר לא נדון בה במסגרת זו, היא אם לדירקטוריון של חברה שהגישה הסדר פשרה לאישורו של בית המשפט יש אחריות מקבילה לאחריותו של הדירקטוריון במקרה שהיה בוחר במיזוג שמטרתו דומה לזו של הסדר הפשרה. כפי שאנו מסבירים במקום אחר, אחריות זו בתנאים של מיזוג אמורה להיבחן על-ידי בית המשפט באמצעות מבחן "ההגיונות המלאה". ראו חמדני וחנס, לעיל ה"ש 17.

84 יתר על כן, מן הראוי שבית המשפט ישמור על כוחו לאשר את העסקה בנסיבות המתאימות אף ללא אישור רוב מקרב המיעוט. מסקנה זו עולה בקנה אחד עם האפשרות העומדת לבית המשפט במסגרת הסדרי המיזוג לאשר מיזוג שלא עמד בדרישה של אישור רוב מקרב המיעוט. ראו לעניין זה את ההוראה המפורשת של ס' 321 לחוק החברות.

85 בית המשפט בוחן את תנאי ההסדר, וכפי שהדבר נוסח על-ידי אחד השופטים, "הסדר ייחשב כבלתי סביר אם הוא גורע מזכויותיו של חבר בחברה בלי תמורה הולמת, ללא טעם ראוי ובמידה העולה על הנדרש". עניין עצמה, לעיל ה"ש 73, בעמ' 11936.

אך אין כל סיבה שבית-המשפט יחריף את הקשיים ויגביר את השימוש בה על-ידי הוספת אספות, בפרט כאשר נתונה לבית-המשפט החירות המלאה להגביל את אישור ההסדר בכל תנאי הולם אחר.

סופה של פרשת קומטק מדגים מדוע ראוי לפרש את הוראות סעיף 350 לחוק באופן שיאפשר את אישור המיזוג גם ברוב רגיל של בעלי מניות המיעוט. בעניין קומטק הגיעו הצדדים, בהמלצת בית-המשפט, לפשרה שלפיה הליכי האיחוד יימשכו כאילו נדרש אישורן של שתי אספות סוג לחברה (רוב ומיעוט), ולאחר-מכן, במידת הצורך, ימשיכו הצדדים בהתדיינות. בפועל, עם ביצוע ההצבעה גילתה חברת קומטק כי זכתה באישור של רוב מקרב המיעוט, אך לא הצליחה לגייס את הרוב המיוחס הנדרש לאספה נפרדת בגדרי סעיף 350 לחוק. גילוי זה חשף לפני החברה את האפשרות לקיים מיזוג משולש הופכי ללא אישורו של בית-המשפט, ממש כפי שנעשה הדבר במיזוג שנידון בעניין שני. לפיכך ויתרה חברת קומטק על בקשת אישור ההסדר מכוח סעיף 350 לחוק, והשלימה הליך של מיזוג משולש הופכי (תוך קבלת אישורו של הרוב מקרב המיעוט למהלך זה). אפשרות לגיטימית זו שבה בחרה חברת קומטק, ואשר זכתה בברכתו של המחוקק, מהווה לשיטתנו עילה לפרשנות קוהרנטית של הדין על-ידי בית-המשפט בבואו לעצב אישור לעסקה מעין זו במסגרת סעיף 350 לחוק החברות.

2. חלוקה לאספות במסגרת סעיף 350 לאחר חקיקת חוק החברות

חלק קצר זה של הרשימה סוטה לרגע מהדיון בחופש העיצוב של עסקות, ופונה לדיון כללי בשאלת החלוקה לאספות במסגרת אישור של הסדר פשרה לאחר חקיקת חוק החברות. בתת-פרק הקודם עסקנו בשאלת החלוקה לאספות במסגרת הליך של פשרה במקרה המיוחד שבו מהות הליך מקבילה למיזוג משולש הופכי. לפיכך היה אפשר לעצב את כללי האיחוד במסגרת סעיף 350 לחוק תוך שאיבת השראה מכללי האיחוד שקבע המחוקק באופן מסודר (ובפרט מהדרישה לאישור של רוב מקרב המיעוט).⁸⁶ כעת, אנו ממליצים לבית-המשפט לאמץ באופן רחב יותר את המדיניות המשפטית העומדת בבסיס הליך האיחוד שעליו המלצנו לעניין המיזוג. לגישתנו, כל אימת שבית-המשפט נתקל בצורך להגן על אינטרס של בעלי מניות במסגרת הליך פשרה, מן הראוי לצמצם את החלוקה לאספות-משנה, וזאת בניגוד אולי לנוהלי החלוקה לאספות של נושים. במקביל לצמצום השימוש באספות של

86 כאשר דנו ביחסים שבין ההסדר של הצעת רכש מלאה לבין ההסדר של מיזוג משולש הופכי, הסברנו כי מדובר במנגנונים תחליפיים, וכי אין לערוך אנלוגיה בין כללי האיחוד של המסלול האחד לבין כלליו של האחר. הסיבה לכך היא שהמתכונת השונה של עיצוב העסקה הכתיבה סכנות שונות לבעלי המניות המעורבים והצדיקה תגובה שונה של המחוקק. לעומת זאת, אישור הסדר פשרה על-ידי בית-המשפט בכפוף לאישורם של בעלי המניות מהווה מנגנון של הצבעה שהדמיון בינו לבין מסלול המיזוג רב. במקרה כזה יש מקום לאנלוגיה בין כללי המיזוג לבין כללי האיחוד של הסדרי פשרה, בכפוף לכך שאישור של הסדר פשרה מאפשר גמישות נוספת בשל מעורבותו הפעילה של בית-המשפט.

בעלי מניות - וכאן החידוש שבעמדתנו - יש להרחיב את השימוש בהעמדת תנאי של הסכמת רוב מקרב בעלי אינטרס העלול להיפגע.

עם כניסתו לתוקף שינה חוק החברות באופן משמעותי את הדרך המקובלת להגנה על האינטרסים של בעלי המניות. בעוד שפקודת החברות התנתה שינוי תקנוני ברוב של 75%, הכלל החדש דורש רוב רגיל בלבד.⁸⁷ רוב רגיל נהפך אם כן לתנאי סטנדרטי בדיני החברות להגשמת שינויים, ואפילו שינויים מהפכניים. כפי שכבר הסברנו בפתיח לפרק זה, לעניין זה יש משמעות של ממש בנוגע למדיניות הראויה של בית המשפט בדבר אישור הסדר מכוח סעיף 350 לחוק.

מן הראוי לחזור ולדון גם בעניין כלל, ⁸⁸ שהוא המקור להלכה שלפיה בית המשפט מחלק את בעלי המניות לאספות במסגרת סעיף 350 לחוק לפי האינטרסים השונים שלהם. כזכור, באותו מקרה דובר בחברה אשר ביקשה לאחד את הונה (כלומר, לעבור ממבנה הון של שני סוגי מניות למבנה הון של סוג מניה אחד) ואגב כך לפצות את בעלי אחד מסוגי המניות אשר לפני האיחוד נהנו מזכויות הצבעה בכירות. בית המשפט לא הסתפק באישור האספות של כל אחד מסוגי המניות, אלא קבע כי יש לכנס גם אספות של בעלי מניות מסוג אחד שלא ינכחו בהן כאלה האוחזים גם במניות מן הסוג האחר. המטרה הייתה להגן על האינטרס הנקי של בעלי מניות מסוג אחד ללא השפעתם של אלה מקרבם שיש להם גם אינטרסים זרים. מאחר שהחלטה זו התקבלה בטרם נחקק חוק החברות, היה בה היגיון מסוים.⁸⁹ בית המשפט זיהה אינטרס ראוי להגנה של בעלי המניות, והגן עליו על-ידי הוספת דרישת הצבעה באספה נוספת שחבריה אינם נגועים בניגוד עניינים. החלוקה לאספה נפרדת הביאה עימה את כללי האישור של סעיף 350 לחוק, קרי, רוב מקרב בעלי המניות האוחז ב-75% של הערך המיוצג בהחלטה. היות שבאותו זמן שלטו בכיפה כלליה של פקודת החברות, תוצאה זו עלתה בקנה אחד עם ההגנה הכללית המוענקת בפקודה לאינטרסים ראויים להגנה, לפחות ככל שמדובר ברוב המיוחס הנדרש.

אולם לאחר חקיקת חוק החברות האינטרסים של בעלי המניות מוגנים בדרך-כלל באמצעות הדרישה הגמישה יותר של רוב רגיל. אם זיהה בית המשפט אינטרס ראוי להגנה בקרב בעלי המניות, הוא רשאי, במסגרת שיקול-דעתו, להתנות את ההסדר באישור של רוב מקרב בעלי אותו אינטרס. אין דבר בסעיף 350 לחוק המחייב את בית המשפט להגן על

87 השוו בין ס' 20 לחוק החברות לבין ס' 15 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983, נ"ח 761. הוראת המעבר שבס' 24(3) לחוק החברות קובעת כי הרוב של שלושה רבעים ימשיך לחול על שינוי תקנון של חברה שהתאגדה לפני כניסתו של חוק החברות לתוקף.

88 לעיל ה"ש 70.

89 אגב, אין אנו סבורים כי החלטה זו הייתה מחויבת-המציאות בנסיבות העניין. קבוצת בעלי השליטה בחברה החזיקה בנסיבות המקרה באחוז זהה משני סוגי המניות. מכאן שלא היה לה אינטרס לקבוע החלטה שאינה הוגנת כלפי אחד מסוגי בעלי המניות. חלוקת האספות שקבע בית המשפט הביאה לידי כך שלבעלי מניות המיעוט מכל אחד מהסוגים ניתנה זכות וטו על ההסדר, וספק אם יש הצדקה לדבר. עם זאת, בנסיבות אחרות שבהן יש חשש לניגוד עניינים ראוי בעינינו להעניק הגנה מיוחדת לקבוצת האינטרס.

אותו אינטרס על-ידי חלוקה לאספה נפרדת.⁹⁰ מוטב לכן שבית-המשפט לא יכבול את עצמו בסד שהמחוקק לא חייב אותו בו. לא זו אף זו, חלק מבתי-המשפט רגישים לנקודה זו עד כדי כך שהם מוכנים להימנע לחלוטין, בנסיבות מסוימות, מכינוס אספות של בעלי מניות לשם אישור הסדר הפשרה, אף כאשר העניין נוגע בבעלי המניות.⁹¹ זאת, לנוכח התוצאות הדרמתיות הנובעות מחלוקת בעלי המניות לסוגים לפי מבחן האינטרסים. הגישה המוצעת כאן מעודדת את בית-המשפט להשתמש בשיקול-הדעת המסור לו ולהתנות את אישור ההסדר, במקרים המתאימים, בהסכמת הרוב מקרב בעלי האינטרס המעורב. הימנעות מחלוקת-יתר לאספות של בעלי מניות לפי מבחן האינטרס תשחרר את בית-המשפט לא רק מהדרישה הנוקשה של רוב מיוחס, שאינה עולה כיום בקנה אחד עם הכללים החדשים של החוק ועם המדיניות המשפטית שהם מבטאים, אלא גם ממבחן ספירת הראשים האנכרוניסטי. כפי שהסברנו, דרישות אישור אשר מחמירות מעבר לדרישת רוב מקרב המיעוט משמעותן מתן זכות וטו בלתי-מוצדקת למיעוט, וזאת אף כאשר בנסיבות העניין אין לאותו מיעוט אינטרס שונה מזה של הרוב המעוניין בהסדר. על-כן אין למהר להפעיל דרישה זו לאחר שחוק החברות שינה את התייחסותו העקרונית לשאלה.⁹²

הדיון עד עתה התמקד באספות של בעלי מניות. שאלה מעניינת היא אם יש לחרוג מהמדיניות הישנה גם ביחס לאספות נושים. לכאורה, לפחות ביחס לחלוקה לאספות של נושים לא חל כל שינוי רלוונטי בדין עם כניסת חוק החברות לתוקף. למעשה, רוב ההוראות העוסקות בהגנה על נושים (דיני השעבודים ודיני הפירוקים) מצויות גם כיום בפקודת החברות. משכך, אי-אפשר ללמוד על מדיניות חדשה של החוק שלפיה שינוי של זכויות נושים אינו מצריך כיום רוב מיוחס. מכל מקום, המחוקק לא טרח להצהיר על מדיניות זו במפורש, כפי שעשה

90 אכן, בתי-המשפט נוהרים בחלוקה לאספות, על-מנת לא להכשיל באופן סחטני או מוטעה מהלכים ראויים של הרוב. ראו, למשל, ע"א 332/88 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' ד"ר י. נאמן, כונס הנכסים של כוכב השומרון בע"מ, פ"ד (1) 254, 261 (1990).

91 וכך אומר בית-המשפט בעניין אלישור, שעוד נדון בו: "סמכותו של בית המשפט לכנס אספה של בעלי-מניות לצורך אישור ההסדר על ידי החברה, היא סמכות שבשיקול-דעת ואין זו סמכות שבחובה." פש"ר (מחז"ת"א) 2146/01 אלישור מערכות נ' הפניקס, תק"מח 2002(2) 502, 504 (2002).

92 שאלה קשה מתעוררת במקרה של חברה שהתאגדה לפני חקיקת חוק החברות. האם גם לגבי חברה כזו חלה ההמלצה למעט בחלוקה לאספות של בעלי המניות לפי מבחן האינטרס? גדר הספקות נובעת מכך שחברה שהתאגדה לפני כניסתו של חוק החברות לתוקף כפופה להוראות-מעבר שונות השומרות על הרוב המיוחס של 75% באישור שינויים שונים (כך באשר לשינוי התקנון וכך באשר לאישור מיזוג). אף-על-פי-כן היינו ממעטים בחלוקה לאספות של בעלי מניות במסגרת ס' 350 לחוק גם במקרה זה, לנוכח שיקולי המדיניות הכלליים שהוזכרו. יש לשים לב גם שלגבי החלוקה לאספות סוג לצורך שינוי תקנוני לא נקבעו הוראות-מעבר בחוק החברות. המשמעות היא – אם זו אכן הפרשנות הנכונה של הדין – שאינטרס של סוג מסוים של בעלי מניות אינו נהנה עוד מהגנה של רוב מיוחס. היגיון זה יש להחיל אפוא גם ביחס לאישור בהתאם לס' 350 לחוק וביחס להגנה על האינטרסים השונים של בעלי המניות במסגרתו.

לכל אורכו של חוק החברות ביחס לבעלי המניות. לעומת זאת, דומה כי ההיגיון הכלכלי של אישור הסדרים בכוח של רוב מקרב המחזיקים באינטרס הנוגע בדבר חל באופן כללי גם על זכויות הנושים.⁹³ מסיבה זו בית-המשפט מודע גם כיום לצורך לא להכביד את דרישות האישור על-ידי קביעת אספות נושים מרובות מדי, על-מנת לא לתת למיעוט מצומצם כוח רב מדי.⁹⁴ הטיעון שלנו כאן ביחס לבעלי המניות חורג מעבר להיגיון ראוי זה. לשיטתנו, גם אם זוהה אינטרס ראוי להגנה בקרב קבוצת בעלי המניות, מן הראוי לתת עדיפות להוספת סייג המתנה את אישור ההסדר באישור של רוב הקבוצה הנפגעת, וזאת במקום לקבע את ההגנה עליה באמצעות אספה נפרדת. הגמישות הרבה המאפיינת את סעיף 350 לחוק ושיקול-הדעת המסור לבית-המשפט במסגרתו מאפשרים לבית-המשפט להיות קשוב לרחשי-הלב החדשים של חוק החברות, השוללים כנקודת מוצא את רעיון הרוב המיוחס.

פרק ג: מיזוג כתחליף להצעת רכש מיוחדת

נוסף על הדרישה לצאת בהצעת רכש מלאה, חוק החברות קובע תנאים מסוימים גם להצעת רכש הקרויה "הצעת רכש מיוחדת". באופן כללי, החובה לצאת בהצעת רכש מיוחדת חלה בכל מקרה שבו אדם רוכש יותר מ-25% מהון המניות של חברה ציבורית (אם אין אדם אחר שבידיו 25%) או יותר מ-45% מהון המניות שלה (אם אין אדם אחר האוחז בשיעור זה). ברשימה זו לא נפרט את ההנצעה להסדר מיוחד זה ואת הביקורות השונות עליו.⁹⁵ השאלה שנעסוק בה היא אם ניתן לבצע מיזוג שבמסגרתו רף ההחזקה האמור (25% או 45%) נתצה מבלי לעבור על ההוראות של הצעת הרכש המיוחדת.⁹⁶ להבדיל מהשאלות שבהן עסקו הפרקים הקודמים, שאלה זו טרם נידונה בערכאות. אולם לאחרונה, כחלוף שנים מספר מחקיקת חוק החברות, ניתן לראות עסקות מיזוג ראשונות בנסיבות שבהן נדרשת לכאורה הצעת רכש מיוחדת.

נדמה כי התשובה לשאלה זו פשוטה. הרציונל שהנחה את בית-המשפט בעניין שני

93 ניתן אולי להפריד לעניין זה בין בעלי המניות לבין הנושים בטיעון כי זכותם של הנושים מגובשת יותר בחוזה מאשר זכותם של בעלי המניות (הזכאים לחלק השירי של החברה). הכלל הרגיל בדיני חוים דורש הסכמה של כל הצדדים לשינוי החוזה כדי להגן על זכויותיהם המוקנות של הצדדים לחוזה. הגנה זו מאפשרת ודאות והסתמכות, שגם להם יש חשיבות כלכלית של ממש. מבחינה זו גם אישור של רוב מיוחס מקרב הנושים מהווה הגמשה של הכלל הרגיל.

94 ראו עניין לאומי פיא, לעיל ה"ש 70, פס' 16-18 לפסק-הדין.

95 בשאלה זו עסק אחד מאיתנו במקום אחר. ראו חנס וידלין, לעיל ה"ש 3.

96 אנו חוזרים בקצרה לנקודה זו, שבה עסקנו כבר בעבר, לנוכח ההתפתחויות שחלו במשק ותיקון מס' 3 לחוק החברות. לעמדה המוקדמת שלנו בשאלה זו ראו חנס וידלין, לעיל ה"ש 3, וכן חמדני, לעיל ה"ש 3.

לאפשר מיזוג כתחליף להצעת רכש מלאה תקף גם לשימוש במיזוג כתחליף להצעת רכש מיוחדת. גם כאן מדובר במיזוג שהינו הליך קולקטיבי ברמת החברה (המאושר על-ידי הדירקטוריון והאספה הכללית של החברה הקולטת) אשר כופה על כל בעלי המניות את העברתן לבעלי המניות בחברת-היעד. בנסיבות אלה אין כל טעם לדרוש מהחברה הרוכשת לעמוד בכללים של הצעת הרכש המיוחדת.

דוגמה לעסקה מעין זו ניתן למצוא במיזוג של חברת ECI.⁹⁷ בעסקה זו דובר בחברה ציבורית ישראלית שהיה לה בעל מניות דומיננטי שהחזיק בפחות מ-45% מהון המניות של התאגיד. צד שלישי, שהיה מעוניין לרכוש את החברה, התקשר עימה בעסקת מיזוג שבמסגרתה קיבלו כל בעלי המניות הקיימים תמורה כספית בעבור מניותיהם, והחברה נהפכה לפרטית. אילו בחר הצד השלישי במסלול של רכישת מניות, חלף המיזוג, אזי לכאורה הוא היה מחויב בהוראות של הצעת הרכש המיוחדת (שכן מדובר ברכישה אשר חוצה את סף ארבעים וחמישה האחוזים) וגם בהוראות של הצעת הרכש המלאה.⁹⁸

ניתן לחשוב גם על וריאציה לעסקת ECI המעלה שאלות של הצעת רכש מיוחדת בלבד (ללא הקושי הנוסף של הצעת הרכש המלאה). מדובר, לשם הדגמה, בעסקה שבמסגרתה ECI נותרת גוף ציבורי, אולם מתמזגת עם חברה שבבעלות אחד מבעלי מניותיה, ובמסגרת המיזוג מונפקים לאותו אדם מניות נוספות המקנות לו שליטה בחברה. במקרה זה, אילו בחר אותו אדם במסלול של רכישת מניות כדי להשיג שליטה בחברה, חלף מסלול המיזוג, אזי הוא היה מחויב בדרישות של הצעת הרכש המיוחדת. כפי שראינו, החלטת בית-המשפט בעניין שני מכשירה את המיזוג כתחליף למסלול של הצעת רכש מלאה, וניתן ללמוד מעסקת ECI שכוחות השוק סבורים כי מיזוג כשר גם כתחליף להצעת רכש מיוחדת. לעניין זה עוד נחזור, אולם ראשית יש לעמוד על היבט ייחודי בדיון ביחס שבין הסדר המיזוג לבין ההסדר של הצעת רכש מיוחדת.

כפי שכבר ציינו בעבר,⁹⁹ הניסוח המיוחד שקבע המחוקק לסנקציה על הפרת הוראות החוק בעניין הצעת רכש מיוחדת מעלה קושי פרשני. קריאת הסדר הסנקציה כפשוטו מעיבה על השימוש במסלול המיזוג כתחליף להצעת רכש מיוחדת.¹⁰⁰ הפרק שהסדר הסנקציה

97 לתיאור העסקה ראו www.ecitele.com/Investors/Pages/default.aspx.

98 אגב, עמדתו של סגל הרשות לניירות-ערך היא שהצעה אשר כפופה למנגנון של הצעת הרכש המלאה (ומותנית בהצלחתה) אינה כפופה גם למנגנון של הצעת הרכש המיוחדת. על-פי ההסבר של הרשות, עמדה זו נסמכת על הגיון החוק, אך אין לה עיגון של ממש בלשוננו. ראו החלטה 102-4 של סגל הרשות בכתובת www.isa.gov.il/Download/IsaFile_827.pdf.

99 חנס וידלין, לעיל ה"ש 3, בעמ' 119-121.

100 וכך מגוססת הסנקציה בס' 333 לחוק החברות: "(א) מניות שנרכשו בניגוד להוראות פרק זה, לא תקנינה זכויות כלשהן ותהיינה מניות רדומות, כמשמעותן בסעיף 308, כל עוד הן מוחזקות בידי הרוכש. (ב) בלי לפגוע בהוראות סעיף קטן (א), עלה שיעור החזקותיו של אדם בזכויות הצבעה, למעט עקב רכישה בהתאם להוראות סעיף 328, לשיעור המקנה לו דבוקת שליטה כשאינן בחברה בעל דבוקת שליטה, או לשיעור העולה על ארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה אם אין אדם אחר המחזיק למעלה ממחצית מזכויות ההצבעה בחברה, בין היתר עקב כך שמניות החברה הפכו לרדומות עקב ביצוע חלוקה, לא תוקנינה זכויות

מתייחס אליו הוא זה העוסק בהצעת רכש מיוחדת, וסעיף 328 הנוכח בו כולל כמה פטורים מחובת הצעת הרכש המיוחדת, אך מקרה המיזוג אינו נזכר במפורש במסגרת הפטורים. הסנקציה הנוכחת בסעיף 333 לעיל הינה סנקציה כפולה. ראשית, סעיף 333(א) קובע כי מי שרכש מניות לא בהצעת רכש מיוחדת ובניגוד להסדר זה מאבד את זכויותיו במניות שרכש לא־כדין כל עוד הן מוחזקות בידיו. מובן כי מי שסבור כמונו כי השימוש במיזוג אינו סותר את ההוראות של הצעת הרכש המיוחדת לא יחשוש מסנקציה זו כשלעצמה. אולם שנית, סעיף 333(ב) כולל סנקציה משמעותית נוספת, אף שמדובר בסנקציה קלה יותר שמשמעותה פסילת זכויות הצבעה בלבד (ללא אובדן זכויות לדיבידנד). סנקציה זו חלה, לפי לשון הסעיף, בכל מקרה שבו עלה שיעור החזקותיו של אדם בזכויות ההצבעה בחברה, למעט עלייה שמקורה ברכישה בהתאם להוראות סעיף 328 מעבר לסף ההחזקות של 25% או 45%, לפי העניין. הוראה זו היא הוראה קשה שמחייבת הסבר, שכן לפי לשונה היא אינה חלה רק על מי שהפר את ההוראות של הצעת הרכש המיוחדת, אלא על כל מי שהחזקותיו עלו על השיעורים הנזכרים לעיל, ולכאורה גם על מי שהגיע למצב זה בדרך של מיזוג. המטרה הראשית של הוראת סעיף 333(ב) היא להשלים את הסנקציה הקבועה בסעיף 333(א) נגד מי שרכש מניות בניגוד לכללים של הצעת הרכש המיוחדת. פסילת זכויותיו של הרוכש מכוח סעיף 333(א) גורמת בהכרח לעלייה בכוח ההצבעה היחסי של בעל(י) מניות בחברה עד מעבר לרף המצריך עמידה בהצעת רכש מיוחדת.¹⁰¹ אולם מכיוון שעלייה זו אינה נובעת מרכישה של מניות, אלא מהרדמה של מניות אחרות, חציית הרף אינה כפופה לסנקציה הקבועה בסעיף 333(א). משום כך סעיף 333(ב) קובע כי אי־אפשר לצבור זכויות הצבעה מעל לרף האמור אף אם אין העלייה באחוז ההצבעה נובעת מרכישה של מניות. הקושי הנותר מקורו בדרך שבה ניסח המחוקק את ההוראה. המחוקק לא ייחד את ההוראה רק לחצייה של רף החזקות שמקורה בהפעלת הסנקציה של סעיף 333(א) לחוק (כלומר, תולדה עקיפה של רכישה אסורה), כך שהיא מתייחסת לכאורה לכל חצייה של רף החזקות הקבוע בחוק, יהא הגורם לה אשר יהא.

הצבעה למניות שבהחזקותו בשיעור העולה על עשרים וחמישה אחוזים או ארבעים וחמישה אחוזים, לפי הענין, כל עוד הן מוחזקות בידיו."

101 הרדמה של מניות לפי ס' 333(א) גוררת אפוא תמיד הרדמה של מניות נוספות של הרוכש לפי ס' 333(ב), מן הטעם הפשוט שלאחר הרדמת המניות שאותן רכש מעבר לסף המותר קטן גם סך זכויות ההצבעה בחברה. נניח, למשל, חברה ציבורית שהון המניות המונפק שלה מורכב מ־1,000,000 מניות בעלות זכויות הצבעה שוות, אשר 40% מהן מוחזקות על־ידי ראובן ושאר ה־60% מפוזרות בציבור. ראובן רכש 150,000 מניות נוספות בבורסה בניגוד לכללים של הצעת הרכש הקבועים בס' 328. במקרה כזה, לפי ס' 333(א), יורדמו כל המניות שרכש ראובן מעבר ל־45% קרי, 100,000 מניות. לאחר הרדמה זו ייוותרו בידי ראובן 450,000 מניות מתוך סך כולל של 900,000 מניות בעלות זכות הצבעה בחברה, דהיינו, 50% מזכויות ההצבעה בחברה. הוראת ס' 333(ב) גוררת במקרה זה שלילת זכויות הצבעה במניות נוספות של ראובן על־מנת שיהיו בידיו פחות מ־45% מזכויות ההצבעה. במקרים אחרים ייתכן שיורדמו מניות של יותר מבעל מניות אחד על־ידי הוראת ס' 333(ב) לאחר הפעלת הסנקציה של 333(א).

לשיטתנו, פרשנות ראויה של הוראה זו מחריגה מתחולתה את מקרה המיזוג. כפי שכבר הסברנו, וכפי שהסביר בית המשפט בעניין שני, הפרק של חוק החברות העוסק במיזוג דורש אישורים מיוחדים של מוסדות החברה לעסקה הנידונה בו. מרגע שנקבעה מערכת כללים סדורה לאישור מיזוג, אין לומר כי סעיף 333(ב) פוסל זכויות אשר זכו באישור מיוחד על-פי פרוצדורה הקבועה במקום אחר בחוק. מקרים מעין אלה הם דין מיוחד הגובר על ההסדר הכללי של סעיף 333(ב) לחוק. ההסדר מכוח סעיף 333(ב) לחוק נועד לספק הגנה אך ורק מפני שינויי מבנה בלתי-מבוקרים, שלגביהם לא נקבעה בחוק פרוצדורת אישורים מיוחדת.¹⁰²

תיקון מס' 3 לחוק החברות תומך בעקיפין בפרשנות המוצעת על-ידינו. במסגרת תיקון זה לחוק נקבעו, בין היתר, הקלות לגבי הליך אישורם של מיזוגים מסוימים ברוח החוק של מדינת דלוור. לעיתים הקלות אלה מלמדות אותנו בעקיפין דברים שלא נאמרו במפורש במסגרת הוראות המיזוג הרגילות (עובר לתיקון מס' 3 וגם לאחריו).¹⁰³

כך ניתן, לשיטתנו, לגזור מסקנה פרשנית (או לכל-הפחות למצוא חיזוק פרשני) מן ההקלות לגבי אישור מיזוגים באשר לסוגיית היחס שבין הוראות המיזוג לבין ההוראות של הצעת הרכש המיוחדת. אחד התנאים שנקבע בתיקון מס' 3 לאישור מיזוג בהליך מקוצר (כלומר, ללא הצבעה באספה של החברה הקולטת) הוא ש"החברה הקולטת אינה מקצה במסגרת המיזוג למעלה מעשרים אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה, וכתוצאה מההקצאה לא

102 דוגמה למקרה מעין זה מצוינת במפורש בס' 333(ב) לחוק. מדובר במקרה שבו "מניות החברה הפכו לרדומות עקב ביצוע חלוקה", דהיינו, מקרה שבו החברה רוכשת בחזרה חלק ממניותיה. לגבי מקרה זה לא הגדיר המחוקק פרוצדורת אישורים מיוחדת לשם הגנה מפני שינויי בעלות בלתי-מבוקרים, ולכן ניתן לטעון כי הוראת ס' 333(ב) היא הוראה רצויה במקרים המיוחדים שבהם הרדמת מניות של חברה בשל רכישה חוזרת של מניותיה גורמת לבעל מניות כלשהו לחצות את רף ההחזקות של 25% או 45%. דוגמה אחרת לחצייה בלתי-מבוקרת של רף ההחזקות האמור, אשר אינה נזכרת במפורש בס' 333(ב), היא עלייה ברף ההחזקות בשל חלוקת דיבידנד בעין של חברה אחרת במניותיה של החברה הציבורית. לפירוש על מקרה כזה ראו חנס וידלין, לעיל ה"ש 3, בעמ' 121, ה"ש 49.

103 כך, למשל, תנאי לאחת ההקלות הוא שהמיזוג אינו כרוך בשינוי התקנון של החברה הקולטת (ס' 320(א1)(א2) לחוק החברות). בהתמלא תנאי זה והתנאים האחרים הנוכחים בחוק, ניתן להשלים מיזוג ללא הצבעה באספה הכללית של החברה הקולטת. היות ששינוי תקנון מצריך על-פי החוק אישור מיוחד של האספה הכללית ללא תלות בכללי המיזוג (ס' 20 לחוק החברות), יש להתפלא על התנאי האמור, שהרי אילו נדרש שינוי תקנוני בחברה הקולטת, אזי ממילא לא היה אפשר לערוך את השינוי ללא אישור נפרד של האספה הכללית של החברה הקולטת. המסקנה המתבקשת היא שההקלה בהוראות אישור המיזוג מכוח תיקון מס' 3 לחוק מלמדת אותנו דבר שלא נאמר מפורשות בהוראות המיזוג השלמות, קרי, שאגב אישורו של המיזוג באספה הכללית ניתן לאשר באותו מעמד גם שינוי תקנוני ללא צורך בהחלטה נפרדת על שינוי התקנון. הוראות ההקלות מציינות כי אי-אפשר לערוך שינוי כזה כאשר פועלים בהליך מקוצר לאישור המיזוג, ומכלל הלאו נשמע ההן. אגב, הוראה מעין זו, שלפיה אגב אישורו של מיזוג ניתן לאשר גם שינוי תקנון ללא החלטה נפרדת, קבועה במפורש בחוק החברות של מדינת דלוור, אשר שימש השראה למנסחים הישראליים. ראו Del. Code Ann., tit. 8 §251(b)(3).

יהפוך אדם לבעל שליטה בחברה הקולטת כהגדרתו בסעיף 268¹⁰⁴. כדי להשלים את הבנת ההוראה יש לפנות לסעיף 268 לחוק, הקובע כי בעל שליטה לעניין סעיף זה כולל, בין היתר, גם את מי שאוחז ב-25% או יותר מזכויות ההצבעה בחברה אם אין אחר האוחז ביותר ממחצית מזכויות אלה בחברה.

ובכן, מכלל הלאו ניתן לשמוע את ההן. הקצאת מניות בחברה הקולטת בשיעורים האמורים בהוראות ההקלות (מעל 20% או הקצאה הגורמת לאדם ליהפך לבעל שליטה כהגדרתו בסעיף 268 לחוק החברות)¹⁰⁵ אינה מאפשרת הקלה בכללים לאישור המיזוג. אולם מכאן ניתן להסיק כי מיזוג המערב הקצאות מעין אלה הינו מיזוג כשר, בכפוף לכך שהוא מאושר בפרוצדורה המלאה לאישור מיזוג. למסקנה זו יש חשיבות באשר לשאלה הפרשנית בדבר היחס שבין הוראות המיזוג לבין ההוראות של הצעת הרכש המיוחדת ככלל והוראות סעיף 333(ב) בפרט. תיקון מס' 3 מלמד אותנו שניתן לבצע מיזוג (בפרוצדורת אישור מלאה) שתוצאתו היא חציית רף ההחזקה של 25% בחברה הקולטת. פרשנות שלפיה חציית רף החזקה זה במיזוג גוררת עימה סנקציה מכוח סעיף 333(ב) אינה עולה אפוא בקנה אחד עם עמדתו העדכנית ביותר של המחוקק בסוגיה זו.

לפני סיום פרק זה נציין שוב כי היו פעילים בשוק ההון אשר הרימו את הכפפה, ולאחר התיקון לחוק החברות ביצעו עסקה בדרך של מיזוג במקום במסלול של הצעת רכש מיוחדת. אולם יש לשים לב שמדובר במקרה פרטי של הסוגיה אשר מעורר קשיים מעטים בלבד. כזכור, בעסקת ECI דובר בחברה ציבורית עם בעל מניות דומיננטי (מתחת לרף 45%) אשר בהתאם להסכם המיזוג נהפכה לחברה פרטית בבעלותו של בעל מניות יחיד. הציבור איבד אפוא את מקומו בחברה וזכה בתמורה מזומנים. בנסיבות אלה, גם אילו הופעלה נגד הבעלים החדש של ECI הסנקציה של סעיף 333(ב) לחוק החברות, לא היה בכך כדי לפגוע בו פגיעה של ממש. כזכור, סעיף 333(ב) מקפיא את זכויות ההצבעה של בעל המניות העובר את הרף הפסול, ובנסיבות העניין – רף ארבעים וחמישה האחוזים. אולם מכיוון שלאחר המיזוג יש לחברת ECI בעל מניות אחד בלבד, כל הקפאה של זכויות הצבעה במניות לא הייתה גורעת מכוחו הבלעדי בחברה.¹⁰⁶

104 ס' 320(א1)(2)(ב) לחוק החברות.

105 יש לשים לב להבדל בין רף עשרים וחמישה האחוזים לעניין הצעת הרכש המיוחדת לבין רף זה בתנאי המיזוג המקוצר. המבחן במסגרת הצעת רכש מיוחדת (חציית הסף של 25% כאשר אין אחר האוחז ביותר מ-25%) הוא מבחן מחמיר וטכני יותר מהמבחן הפוסל מיזוג מלהיות מיזוג מקוצר (חציית הסף של 25% כאשר אין אחר האוחז ביותר מ-50%, ואף פחות מכך אם שיעור ההחזקות מקנה לבעל המניות יכולת לכוון את פעילות התאגיד). לפיכך מיזוגים אשר כשרים בהליך אישור מלא (אך לא מקוצר) בהתאם לרף ה"שליטה" שהוסף בתיקון מס' 3 לחוק החברות הם מיזוגים שהיו מפרים את ההוראה של הצעת הרכש המיוחדת אילו היו כפופים לה. ראו ס' 269 לחוק החברות מול ס' 320(א1)(2)(ב) לחוק החברות. ראו גם דוד האן ואסף חמדני "מעמד האסיפה הכללית בהנפקת מניות: בעקבות תיקון מס' 3 לחוק החברות" קריית המשפט 149 (2006).

106 למעשה, ס' 333(ב) לחוק מוביל למצב אבסורדי של הקפאה אינסופית של זכויות ההצבעה בחברה, משום שלאחר כל הקפאה זכויות ההצבעה הנתרות נשארות עדיין בידי בעל מניות אחד, ומשום כך נאלצים שוב להקפיא חלק מזכויותיו, וחוזר חלילה.

ניתן, לעומת זאת, לתאר מצב של מיזוג שבו לסעיף 333(ב) תהיה משמעות רבה יותר. הכוונה למצב שבו לאחר המיזוג נותרות מניות בידי יותר מבעל מניות אחד (למשל, כאשר תמורת המיזוג היא במניות של החברה הקולטת). במצב מעין זה ייתכן שבעל מניות יעבור כתוצאה מהמיזוג את רף ההחזקות הנזכר לעיל (25% או 45%) מבלי שיהיה בעל המניות היחיד לאחר המיזוג. במצב כזה לסנקציה של סעיף 333(ב) יש משמעות קריטית משום שהיא פוגעת בכוח ההצבעה היחסי של אותו בעל מניות דומיננטי. כזכור, עמדנו החד-משמעית, בין היתר בהסתמך על הוראות תיקון מס' 3 לחוק החברות, היא שהסנקציה של סעיף 333(ב) אינה נכנסת לתוקף כתוצאה ממיזוג. אנו מקווים לכן כי בעתיד נראה את השוק מקדם גם עסקות מעין אלה.

לסיום הדין בפרק זה, ראוי להקדיש מספר מילים לפסק הדין בעניין תרו שראה אור לאחרונה¹⁰⁷ בעניין תרו, החברה הרוכשת הגיעה להסכם מיזוג אשר בשלב ראשון כלל גם הנפקת מניות לרוכשת עד השלמת אישור המיזוג. ערב המיזוג אחוזו בעלי השליטה בתרו מעל 45% מהון המניות של תרו, והנפקת המניות האמורה דיללה את אחזקותיהם מתחת לשיעור זה. בשל החשש שהמיזוג לא יאושר לבסוף בדירקטוריון תרו העניקו בעלי השליטה בתרו במעמד חתימת הסכם המיזוג והנפקת המניות גם התחייבות למכור את אחזקותיהם בתרו לרוכשת במידה שהמיזוג יכשל.¹⁰⁸ לימים נכשל המיזוג והרוכשת ביקשה לממש זכותה לרכוש את מניות בעלי השליטה חלף המיזוג. הנהלת החברה פנתה לבית המשפט כדי שזה יכריז כי רכישת המניות טעונה הצעת רכש מיוחדת, שכן בשלב זה ובשל הנפקת המניות בשלב הראשון של העסקה, לא החזיק עוד איש ב-45% מהון המניות של החברה. פסק הדין עוסק בעיקר בתחולת החובה לבצע הצעת רכש מיוחדת במקרה של רכישת בשלבים, אך ניתן ללמוד ממנו בעקיפין גם על היחס שבין הצעת רכש מיוחדת למיזוג. בהעדר שלב הביניים של המיזוג אין חולק כי רכישת מניות בעלי השליטה לא הייתה טעונה הצעת רכש מיוחדת. במקרה שכזה בעלי השליטה הקודמים היו מעבירים את מניותיהם לרוכשת, והנפקת המניות לא הייתה משנה מסקנה זו משום שלא היה נוצר שלב ביניים שבו אין איש האחוז ב-45% ממניות החברה. בית המשפט קבע ששלב הביניים של המיזוג אינו משנה תוצאה זו. המיזוג והרכישה תחתיו היוו הנף אחד של העברת השליטה בחברה כאשר

107 ה"פ 505/08 תרו תעשיות רוקחות בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries Ltd. (טרם פורסם). היות שפסק הדין ניתן ערב ירידת מאמר זה לדפוס (ביום ה-26 באוגוסט, 2008) הרי שההתייחסות אליו בטקסט מצומצמת ביותר.

108 הוראה מעין זו שכיחה בהסכמי מיזוג והצורך בה בולט לאחר פסק הדין הידוע בעניין Omnicare מארה"ב. בעניין זה פסל בית המשפט העליון של דלוואר הסכם מיזוג בו התחייבו בעלי השליטה להצביע בעד המיזוג באסיפה הכללית כיוון שהצדדים לא הקפידו על מילוי חובות הנאמנות של הדירקטוריון כלפי המיעוט. משום שבית המשפט פסל את המיזוג נותר הרוכש שם ללא כל סעד וזאת משום שבעלי השליטה לא לקחו על עצמם התחייבות אינדיבידואלית למכור את מניותיהם במקרה שהמיזוג יכשל. ראו: Omnicare, INC., v' NCS Healthcare, INC., 818 A.2d 914 (Del. 2003).

הבעלות החברה לא התפזרה בתקופת הביניים שבה היו מחויבים הצדדים בהסכם. בכך הכיר בית המשפט בחשיבות חופש עיצוב העסקה.

פרק ד: מילות סיום ודיון בשאלות פתוחות

רשימה זו עסקה בשלל עסקות של מיזוג ורכישה ובחלופות האפשריות לעיצובן. המסר המרכזי של הרשימה הוא שיש לפרש את החוק בצורה גמישה, כך שלמתכנן העסקה יהיו דרגות חופש רבות ככל האפשר להגשים באמצעותן עסקות יעילות. לצד חופש העיצוב, יש להשאיר כלים מספקים להגנה על בעלי האינטרסים הנוגעים בדבר, דוגמת בעלי המניות או הנושים. בין היתר יש לדאוג במקרים המתאימים לסעד הולם בבית המשפט.

בפרק הראשון של הרשימה עסקנו במיזוג כתחליף להצעת רכש מלאה. זוהי דוגמה למקרה שבו הטיעון שלנו זכה בבשלות משפטית. המשק ביסס שימוש בחלופת המיזוג להצעת הרכש המלאה, ובית המשפט סמך את ידו על שימוש זה. תוך שאנו מכירים בחשיבותה של הלכה ראויה זו, עסקנו בפרק זה גם בפיתוח כללים משפטיים שיאפשרו לבית המשפט להתמודד עם עסקות פוגעניות. בפרט הסברנו כי בנסיבות של מיזוג כזה המשפט חייב להכיר בחובת אמון ישירה של נושאי המשרה (ובחובת הגינות ישירה של בעל השליטה) כלפי בעלי המניות שאיבדו את מקומם בחברה בעקבות הפעולה.

הפרק השני עסק בהסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות כתחליף להצעת רכש מלאה. עניין זה הגיע להתדיינות, אך נשאר ללא הכרעה. רשימה זו מזמינה את בית המשפט לפרש את ההוראות הארכאיות של סעיף 350 לחוק כך שיעלו בקנה אחד עם הוראות החוק ביחס להסדרי הרכישה והמיזוג האחרים. את העמדה הזו הרחבנו לכל שימוש אחר בסעיף 350 לחוק, גם מחוץ לשאלות של מיזוגים ורכישות.

לבסוף, הפרק השלישי עסק ביחסים שבין הצעת הרכש המיוחדת לבין הסדר המיזוג. גם בסוגיה זו, אשר לא נידונה כלל בבתי המשפט, הצענו להחיל את המבחנים הליברליים המאפשרים חופש מרבי למתכנן העסקה, בכפוף להגנות מתאימות לצדדים העלולים להיפגע ממנה. תיקון מס' 3 לחוק החברות תומך, לשיטתנו, בפרשנות מרחיבה זו.

השאלות שבהן עסקנו ברשימה זו אינן ממצות את שלל השאלות הנוגעות בחופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה בדין הישראלי. לעומת זאת, העמדות הכלליות שהבענו תקפות בקשת רחבה של מקרים. למשל, ניתן לשאול אם מיזוג שבמסגרתו מתבצעת רכישה ממונפת של החברה (leveraged buy-out) כפוף גם להוראות הנפרדות של חוק החברות בדבר חלוקה של כספי החברה לבעלי מניותיה.¹⁰⁹ אף שלא נרחיב בסוגיה זו, ניתן להבין מעמדותינו

109 זאת, משום ששימוש בכספי החברה למימון רכישת מניותיה נופל לגדר הגדרת החלוקה שבחוק, וכפוף בשל כך למבחני החלוקה. ראו ס' 1 ו-301-311 לחוק החברות. לדיון עדכני ומעורר מחלוקת ביחס שבין רכישה ממונפת לבין ההוראות העוסקות במימון רכישתן של מניות החברה ראו ת"א (חי') 474/04 ירדן נ' ליפשיץ (טרם פורסם, 20.8.2007).

העקרונות כי ראוי גם כאן לפרש את החוק כך שיסיר הגבלות מיותרות מדרכם של מתכנני העסקות. לעומת זאת, קיימים מקרים שבהם ראוי אולי שהפרשן המשפטי יפרש בהרחבה את ההגנות שהחוק מעניק כדי לגונן על אינטרסים של הצדדים הרלוונטיים. למשל, ניתן לשאול אם מכירת כל נכסי החברה או רובם מצריכה אישור ברובד בעלי המניות של החברה. בהעדר דרישה לאישור מעין זה, יהיה אפשר להגיע באמצעות עסקה כזאת לתוצאה עסקית דומה לזו של עסקה לרכישת מניות החברה או של מיזוג מבלי לפנות כלל לבעלי המניות של החברה.¹¹⁰ אכן, בארצות הברית טיפל המחוקק במפורש במתווה כזה לעסקה, והתנה אותה באישורם של בעלי המניות. אף שהמחוקק הישראלי לא עסק בשאלה זו במפורש, יש לשקול להוסיף דרישה כזו על-דרך הפרשנות באנלוגיה למיזוג.¹¹¹ גם כאן אין בכוננתנו לקבוע מסמרות מבלי לבחון את העניין בהרחבה, אלא רק להעלות את העניין לדיון.¹¹²

- 110 הדמיון למיזוג (והטיפול המיסוי בנושא) הוביל לכך שבעגה המשפטית האמריקאית מכנים עסקה כזו לרכישת נכסי החברה – Type C merger. לעניין זה ראו Gilson & Black, לעיל ה"ש 6, בעמ' 464-456.
- 111 דוקטרינה שניתן לייבא בהקשר זה, בשינויים הנדרשים, היא דוקטרינת המיזוג דה-פקטו (de facto merger), אשר מחילה כללים מדיני מיזוג על שלל עסקות הדומות באופיין למיזוג. ראו Gilson & Black, לעיל ה"ש 6, בעמ' 721-673.
- 112 שאלת האישור הנדרש לעסקה למכירת כל נכסי החברה עלתה בעבר לדיון בבית המשפט המחוזי בעניין אלישור, לעיל ה"ש 91. במקרה זה נקבע בקצרה כי אין להקיש מהסדרי המיזוג ולדרוש אישור של אספת בעלי המניות למכירת כל נכסי החברה. אולם בית המשפט מייחד קביעה זו לנסיבות המקרה שלפניו, בהסבירו כי מדובר במכירה שאושרה בדרך של הסדר בפיקוח בית המשפט (ויש לציין גם שדובר במכירה לחברות-בנות, ולא לצד שלישי), וכך הוא אומר: "לצורך השאלה העומדת להכרעה בענייננו, אין מקום להקיש מפרק המיזוג בחוק החברות. אף אם נשקיף על ההסדר המוצע כעל הסדר, אשר מבחינה מהותית הינו הסדר דומה למיזוג, וספק בעיני אם אכן ניתן לעשות כן לאור העובדה שחברת הפניקס אינה מתחסלת בעקבות ההסדר המוצע, הרי שאין להתעלם מהעובדה כי דירקטוריון החברה בחר לבצע את ההסדר בהתאם להוראות סעיף 350 ו-351. שם, בעמ' 2.