

## ”חופש העיצוב” במבחן המעשה: עסקאות Going Private בישראל מפרספקטיבת עורכי הדין

מאת

עידו באום, טל וינטרויב ודנה מנחם-ינאי\*

שתי טכניקות משפטיות מאפשרות לבעל שליטה לרכוש את חלקם של בעלי המניות מהציבור בחברה ציבורית, להפוך אותה לחברה פרטית ואף למחוק אותה מהמסחר בבורסה (תהליך המכונה “עסקת going private”). האחת, הצעת רכש מלאה עוגנה בחוק החברות. האחרת, מיזוג משולש הופכי היא פיתוח יצירתי של הוראות המיזוג בחוק החברות והוכרה בפסיקה כחלופה לגיטימית להצעת הרכש המלאה. בשנים האחרונות נמחקו מהמסחר בבורסה עשרות חברות תוך שימוש בטכניקות אלה. שתי הטכניקות מתאפיינות בהגנות שונות לבעלי המניות מהציבור. הספרות האקדמית והפסיקה תומכות בזכותם של בעלי שליטה לעצב את העסקה כרצונם, מתוך הנחה כי הטכניקות החלופיות משיגות בסופו של דבר תוצאה מהותית זהה: ככל שתושלם העסקה, ישולם בה לבעלי המניות מהציבור מחיר הוגן בעבור מניותיו. באמצעות מחקר איכותני המבוסס על ראיונות עם 12 עורכי דין עתירי ניסיון בעסקאות going private בוחן מחקרנו את הנחת השוויון המהותי המונחת בבסיס חופש הבחירה שניתן לבעלי השליטה בעיצוב עסקת רכישה הציבור. מהמחקר עולה חשש כי חברות רבות אינן מסוגלות כלל להימחק מהמסחר בבורסה אף כאשר התועלת במחיקתן עולה על התועלת שבהמשך המסחר במניותיהן. זאת, עקב עלותה הגבוהה של טכניקת המיזוג מחד גיסא ועקב הקושי להשיג את הרוב המיוחד הדרוש לקבלת הצעת רכש מלאה מאידך גיסא. עוד מצביע המחקר על פערים בין שתי הטכניקות המכרסמים בתוקפה של הנחת השוויון המהותי. הצעת הרכש מספקת רמת ודאות משפטית וכלכלית גבוהה לבעל השליטה, אינה כרוכה במעורבות של הדירקטוריון אך קשה יותר ליישום ככל שלחברה פיזור גדול יותר של בעלי מניות ולוקה בהיקף המידע המובא לידיעת בעלי המניות הניצעים. לעומת זאת, השימוש הגובר בוועדה בלתי-תלויה כאמצעי לחיסון עסקת מיזוג משולש הופכי מפני ביקורת שיפוטית הופך טכניקה זו לאטרקטיבית אך מייקר אותה באופן שמגביל אותה לחברות אמידות. קיימת חוסר ודאות ביחס לרמת הביקורת השיפוטית על הוועדה הבלתי-תלויה, אך המחקר מצביע על העדפה מובהקת של עורכי הדין לטכניקת המיזוג ולשימוש בוועדה הבלתי-תלויה. מתעורר חשש כי הסיבה להעדפה היא היכולת של בעל השליטה להשפיע על מקבלי ההחלטות בעסקה ולהגיע לעסקה נוחה יותר מבחינתו.

\* עידו באום הוא סגן דקאן בית הספר למשפטים על שם חיים שטריקס ומנהל אקדמי של מרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה, המסלול האקדמי – המכללה למנהל. טל וינטרויב ודנה מנחם-ינאי הם בוגרי בית הספר. אנו מודים לאסף חמדני, ברק ירקוני, רות רונן, ורותי לבנשטיין-לזר על הערות מועילות לטיוטה מוקדמת של המאמר שהוצגה בכנס ה-12 לממשל תאגידי של אוניברסיטת קולומביה והקריה האקדמית אונו. תודתנו גם לחברי מערכת כתב העת המשפט על עריכת המאמר. האחריות לטעויות היא של המחברים, כמובן.



מחיר הוגן בעבור המניות שעליהן מותר הציבור בחברה. הנחה זו עומדת בבסיס הטענה שמוצדק להעניק לבעלי שליטה אשר מבקשים לרכוש את חלקו של הציבור בחברה ציבורית חופש לבחור כרצונם את הדרך המשפטית שבאמצעותה תבוצע הרכישה. הטיעון בזכות חופש הבחירה – וכפועל יוצא ממנו חופש העיצוב – מבוסס על ההנחה שחופש זה עשוי להגדיל את היקף העסקאות בשוק ובכך יתרום ליעילות שוק ההון והמשק בכללותו.<sup>4</sup> בהקשר זה מקובלת גם הטענה כי הענקת חופש עיצוב לבעלי השליטה המעוניינים להפוך את החברה לפרטית תאפשר לפתח מנגנונים יעילים לביצוע עסקאות אלה. כפועל יוצא של עסקאות רבות יותר ומגוונות יותר שחלקן מטבע הדברים יוביל להתדיינויות משפטיות, יתבהרו מנגנוני ההגנה הדרושים ליצירת שוויון מהותי ובמידת הצורך יפעל המחוקק לעיגון ההגנות הדרושות.<sup>5</sup>

רשימה זו מבקשת לבחון בכלים של מחקר איכותני את שתי הטכניקות לביצוע עסקת going private מנקודת מבטם של עורכי הדין המתמחים בביצוע עסקאות אלה. יתרונה של שיטת המחקר האיכותני הוא ביכולת לספק תמונה עשירה של המציאות המעניקה תובנות שאינן עולות בהכרח מתוך עיון תיאורטי. המחקר מבוסס אפוא על סדרה של ראיונות חצי-מובנים שבוצעו עם 12 עורכי דין עתירי ניסיון בתחום.

ממחקרנו עולה כי חופש הבחירה הוא במקרים רבים חופש מדומה: בחברות שבעלי המניות שלהן מפורזים יישומה של טכניקת הצעת הרכש המלאה אינה חלופה מעשית, ואילו חברות שקופתן מדולדלת אינן מסוגלות לשאת בעלויות של טכניקת המיזוג ההופכי המשולש. באותן חברות שאינן כבולות במגבלות אלה, ולכן קיים בהן בכל זאת חופש לבחור בין שתי הטכניקות, נתונה הכרעה זו בדרך כלל בידי בעל השליטה בחברה. הראיונות שקיימנו מאפשרים לחשוף את השיקולים שעל בסיסם מתקבלת ההחלטה איזה מסלול ייבחר לרכישת חלקו של הציבור. ניתוח הראיונות מעלה כי ההנחה ששתי הטכניקות כוללות איזונים שונים המשיגים שוויון מהותי בתוצאה שנויה במחלוקת.

רשימתנו בנויה כדלהלן: בפרק הבא נניח את התשתית העיונית של הדיון באמצעות סקירת התפתחותן של שתי הטכניקות לרכישת חלקו של הציבור בחברה ציבורית. תחילה נדון בהצעת הרכש המלאה ולאחר מכן נדון במיזוג משולש הופכי. בפרק השלישי נציג את מטרות המחקר והשערות המחקר. בפרק זה גם נסקור בקצרה את המאפיינים של שיטת המחקר האיכותני ואת התאמתה לבחינת הסוגיות שאנו מבקשים לבחון. לאחר מכן נציג את אוכלוסיית המחקר. בפרק הרביעי נציג את

לשויון מהותי בין הטכניקות. ראו את דעתו של שטרן: ידידיה שטרן **רכישת חברות** 224 (1996), ולפיה "טכניקות הרכישה (של חברות) הכלולות בתפריט הסגור הקבוע בחוק אינן יכולות להיות מוסדרות על ידי אותן נורמות ממש, שהרי לכל אחת מהטכניקות יש דרכי פעולה ומאפיינים מסחריים הייחודיים לה. ברם, על המחוקק לקבוע מערך נורמטיבי כולל אשר מגמתו תהיה ליצור שוויון מהותי בין התוצאות של כל דרכי הרכישה המותרות". אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401, 402 (2008), גורסים כי "מובן שמתכנני עסקאות יבחרו במסלול הנוח ביותר מבחינתם". לגישתם, על המחוקק "לעצב הגנות הולמות לכל אחד מהמסלולים".

4 שם, בעמ' 402: "שיטות המשפט בשוקי הון מודרניים... מגלות פתיחות באשר למגוון העסקות העומד לרשות מתכנן העסקה... גמישות זו מעודדת ביצוע עסקות, ומשפרת בכך את יעילות השוק".

5 שם; ראו עניין **מלם**, לעיל ה"ש 3: "...ככלל, לכל דרך כלכלית שתיבחר יוענק היקף ההגנה הראוי והמתאים".

הממצאים העולים מהראיונות שקיימנו עם עורכי הדין ובפרק החמישי נקיים דיון בממצאים המרכזיים. לאחר מכן נסכם.

## ב. טכניקות להפיכת חברה ציבורית לפרטית

### 1. הצעת רכש מלאה

הצעת רכש מלאה היא המנגנון שעוגן בחוק החברות כדי לאפשר לבעל שליטה בחברה ציבורית לרכוש את כל מניות הציבור.<sup>6</sup> בגיבושו של מנגנון הצעת הרכש המלאה הוטרה המחוקק משני סוגים של כשלים. הסוג האחד הוא החשש כי בעלי מניות "סחטנים" יסרכו למכור את מניותיהם למציע וידרשו עבורן מחיר הגבוה מערכן האמיתי, באופן שעלול לסכל עסקה יעילה ולפגוע הן בבעל השליטה המבקש למחוק את החברה מהמסחר בבורסה והן בבעלי מניות אחרים המעוניינים בהשלמת העסקה.<sup>7</sup>

כשל מסוג אחר שממנו הוטרה המחוקק הוא החשש כי בעלי מניות מהציבור יתמרנו להסכים למכור את מניותיהם לבעל שליטה במחיר נמוך שאינו משקף את השווי ההוגן של החברה.<sup>8</sup> מצב כזה עלול להתרחש למשל אם חברה מועברת לרשימת שימור ונמחקת לאחר מכן מהמסחר.<sup>9</sup> כדי למנוע התנהלות אסטרטגית מצידו של בעל השליטה נקבעו בחוק החברות שני מנגנוני הגנה על בעלי מניות המיעוט. ראשית כול, בעל השליטה בחברה ציבורית אינו רשאי לרכוש מניות בשיעור העולה על 90% ממניות החברה אלא באמצעות הצעת רכש מלאה. על פי סעיף 337 לחוק החברות,<sup>10</sup> אם התקבלה הצעת הרכש באופן ששיעור ההחזקות של הניצעים שלא נענו לה קטן מחמישה אחוזים מהון המניות של החברה, ירכוש המציע את כל מניות החברה הנותרות באותו המחיר. מהלך זה מכונה "מכירה כפויה" והוא נועד למנוע התנהלות סחטנית מצד בעלי מניות מיעוט.<sup>11</sup> לבעלי המניות מן הציבור שעליהם נכפתה מכירה עומד מנגנון הגנה נוסף, סעד הערכת השווי. דהיינו, האפשרות לפנות לבית המשפט על מנת שיכריע אם השווי שעליו הוסכם בהצעת הרכש המלאה משקף את השווי ההוגן של החברה הנמחקת.<sup>12</sup> בפסיקת בית המשפט העליון בסוגיה זו נודעת תרומה וחשיבות מיוחדת

6 ס' 336 לחוק החברות. להבדיל מסוגי הצעות רכש אחרות בחוק החברות שלא יידונו ברשימה זו.  
7 שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט מז' 104, 115 (2003).  
8 למשל, אם בעל שליטה ירכוש את רוב המניות ויגרום לכך שהסחירות במניה תהיה נמוכה עד כדי כך שבעלי מניות המיעוט יהיו מוכנים למוכרן במחיר הנמוך מהשווי ההוגן שלהן. מצב זה מכונה "Freeze out". זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני-חברות: מדיקטורה לדמוקרטיה" משפטים כג' 109 (1994); אוריאל פרוקצ'יה דיני חברות חדשים בישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה 588–589 (1989).  
9 זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב' 381, 397 (2002) (להלן: גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש"); אוריאל פרוקצ'יה "מאחורי הקלעים" משפטים לב' 303, 323 (2002) (להלן: פרוקצ'יה "מאחורי הקלעים"); לעניין "רשימת שימור" ראו לעיל טקסט ליד ה"ש" 2.

10 ס' 337 לחוק החברות.

11 שם.

12 ס' 338 לחוק החברות; רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן, פס' 59 לפסק דינו של השופט דנציגר (פורסם בנבו, 28.8.2012) (להלן: עניין קיטאל). מנגנון דומה קיים בחוק החברות במדינת דלוור, שם רשאים בעלי מניות שלא נענו להצעת הרכש או לעסקה המחייבת אותם למכור את

לשופט יורם דנציגר, שמאמר זה מתפרסם בספר לכבודו. בפסיקתו בעניין קיטאל התקבעה הגישה שאין לראות בעצם הקיבול של מרבית הניצעים את המחיר שהוצע בהצעת הרכש המלאה חזקה בדבר הוגנות התמורה המוצעת.<sup>13</sup>

הצעת רכש המלאה היא אפוא מנגנון שנועד למזער את החשש מפני התנהלות אסטרטגית לא יעילה של שני צדדים מנוגדים.<sup>14</sup> המנגנון מעניק אפשרות לכלל בעלי המניות למכור את מניותיהם ובאותו מחיר.<sup>15</sup> הוא עוצב כדי להבטיח כי שיקולי ההיענות לעסקה מצד בעלי המניות מהציבור יהיו זהים לאלה של בעלים יחיד המוכר נכס שבבעלותו.<sup>16</sup> מנגנון הצעת הרכש המלאה נועד אפוא לדמות משא ומתן בין בעל השליטה לבין בעלי המניות מהציבור.<sup>17</sup> כללי המשחק מחייבים כי ההצעה תהיה בלתי-הדירה;<sup>18</sup> כי תופנה לכל בעלי המניות בתנאים שווים;<sup>19</sup> וכי תוגש במפרט שיכלול נתונים שיש בהם כדי לסייע לבעלי המניות בקביעת שווי החברה,<sup>20</sup> כגון ממוצע מחירי המניה בששת החודשים שקדמו להצעה.<sup>21</sup> המציע נדרש לכלול במפרט כל פרט המצוי בידיעתו העשוי להיות חשוב למחזיק סביר.<sup>22</sup> עם זאת, לא חלה על המציע חובה לצרף למפרט הערכת שווי של החברה,<sup>23</sup> לחשוף מקורות המימון של המציע בביצוע העסקה<sup>24</sup> או כל מידע על תוכניות עתידיות שאינו מהותי.<sup>25</sup>

היעדרות של ניצע מהצבעה על הצעת הרכש המלאה תיחשב להתנגדות.<sup>26</sup> מצב זה הקים ביקורת על מנגנון הצעת הרכש המלאה. הצעת רכש מלאה עלולה להיכשל אם שיעור ניכר של בעלי המניות מגלים אדישות רציונלית או אינם מודעים להחזקתם במניות (כגון יורשים שלא אותרו). המנגנון מעניק

- מניותיהם ואשר עומדים בתנאים המנויים בחוק לפנות לבית המשפט בתביעה לסעד הערכה, שבו מתבקש בית המשפט לקבוע מהו השווי ההוגן ("fair value") של החברה. Delaware General Corporation Law § 262 (1953) (להלן: חוק החברות של דלוור).
- 13 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 12, פס' 57 לפסק דינו של השופט דנציגר. לשם השוואה, גם במדינת דלוור קובע חוק החברות כי על בית המשפט לשקול את מלוא הגורמים הרלוונטיים בבואו לקבוע את השווי ההוגן של החברה. ראו ס' 262 לחוק החברות של דלוור. לאור גישה זו קבע בית המשפט העליון של דלוור כי אין חזקה שמחיר שעליו הסכימו הצדדים לעסקת מיזוג משקף בהכרח את השווי ההוגן של החברה, Golden Telecom, Inc. v. Global GT LP, 11 A.3d 214, 216 (Del. 2010).
- 14 אריה בבצ'וק ואוריאל פרוקצ'יה "רכישת חברות" עיוני משפט יג 71, 74 (1988); ע"א 3136/14 כבירישימע נ' אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ, פס' 14 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.1.2016).
- 15 אירית חביב-סגל דיני חברות כרך ב – לאחר חוק החברות החדש 544–543 (2004).
- 16 דברי הסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו–1995, ה"ח 2; ראו גם Lucian Arye Bebchuk, *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*, 17 J. LEGAL STUD. 197 (1988).
- 17 אופן יישומו של מנגנון הצעת הרכש המלאה מפורט בתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס–2000 (להלן: תקנות הצעת רכש).
- 18 תק' 4 לתקנות הצעת רכש.
- 19 תק' 5(ב) לתקנות הצעת רכש.
- 20 תק' 5(א)(2) לתקנות הצעת רכש.
- 21 תק' 8–18 לתקנות הצעת רכש.
- 22 תק' 9 לתקנות הצעת רכש.
- 23 תק' 16א לתקנות הצעת רכש.
- 24 תק' 15 לתקנות הצעת רכש.
- 25 תק' 16 לתקנות הצעת רכש.
- 26 תק' 7(א) לתקנות הצעת הרכש.

למיעוט המחזיק חמישה אחוזים ממניות החברה בלבד את היכולת להכשיל במכוון או שלא במכוון את הפיכת החברה לפרטית.<sup>27</sup> מנגד, כאשר מושג הרוב הדרוש, מאפשר חוק החברות לכפות באופן חריג על בעלי מניות מיעוט שהתנגדו להצעת הרכש למכור את מניותיהם לבעל השליטה. הכפייה מושתתת על ההנחה שאם רוב מכריע של בעלי המניות הסכים לתנאי הרכישה, אזי סרבנות המיעוט אינה מוצדקת.<sup>28</sup>

ביקורת נוספת על מנגנון הצעת הרכש המלאה מתעוררת בהקשר לדרישת הרוב החריגה. מנגנון הרוב הקבוע בסעיף 337 לחוק החברות מעביר את ההכרעה בשאלה אם תירכש השליטה לבעלי המניות מהציבור. ככל ששיעור החזקותיו של הרוכש נוסף ל-90%, תהיה הדרישה בחוק כי שיעור המתנגדים לא יעלה על 5% קרובה יותר לכלל הרוב הרגיל ולהפך.<sup>29</sup> פרופסור זוהר גושן טוען<sup>30</sup> כי ההסדר במנגנון הצעת הרכש המלאה הוא סטייה בלתי-מוצדקת מכלל הרוב הפשוט, שהוא כלל ההכרעה הדיספוזיטיבי המקובל באספה כללית של החברה והיעיל ביותר.<sup>31</sup> לטענתו, אין כל הצדקה להקשחת הרוב דווקא בהצעת הרכש המלאה במיוחד לנוכח קיומו של סעד ההערכה שמהווה מנגנון פיקוח שיפוטי על הוגנות הצעת הרכש.<sup>32</sup> עמדה זו נדחתה בפסיקה.<sup>33</sup>

ביקורת נוספת מתרכזת בסעד ההערכה. לניצעים שדחו את הצעת הרכש עומדת זכות מכוח סעיף 338(א) לחוק החברות לבקש מבית המשפט להעריך את השווי ההוגן של מניות החברה ולהורות לשלם להם את ההפרש בין המחיר ששולם והשווי ההוגן.<sup>34</sup> הטענה היא כי החוק יוצר תמריץ להגשת בקשות סרק, שכן על המבקש מוטל סיכון מזערי בלבד: במקרה הטוב מבחינתו יגדיל בית המשפט את הסכום שישולם לו ובמקרה הרע יישא לכל היותר בהוצאות משפט.<sup>35</sup>

27 בבצ'וק ופרוקצ'יה, לעיל ה"ש 14, בעמ' 90.  
 28 שטרן, לעיל ה"ש 3, בעמ' 478-479; פרוקצ'יה "מאחורי הקלעים", לעיל ה"ש 9, בעמ' 324.  
 29 חביבסגל, לעיל ה"ש 15, בעמ' 542. שיעור הרוב שהסכמתו נדרשת משתנה על פי כמות המניות שהמזיע נדרש לרכוש. למשל, אם שיעור החזקותיו של המזיע הוא 80% מסך כל המניות, העסקה תצלח רק אם המחזיקים ביותר מ-75% מהמניות המוחזקות בידי הציבור ייענו להצעה, שכן נדרשת הסכמה של בעלי מניות המחזיקים בסך הכול 15% מתוך 20% המניות המוחזקות בידי הציבור. אם שיעור החזקותיו של המזיע הוא 60%, העסקה תצלח רק אם המחזיקים ביותר מ-87.5% מכלל המניות המוחזקות בידי הציבור ייענו בחיוב.  
 30 גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש", לעיל ה"ש 9, בעמ' 408.  
 31 זוהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" משפטים כט 17 (1998).  
 32 גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש", לעיל ה"ש 9, בעמ' 408-410.  
 33 ע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (פורסם בנבו, 28.12.2009); הצעה לשינוי הרוב הדרוש בחקיקה בתזכיר חוק משנת 2008 אך הושמטה ממנו בסופו של דבר. ס' 21 לתזכיר חוק החברות (תיקון מס' 10), התשס"ח-2008.  
 34 לביקורת על עצם הצורך בסעד הערכת שווי ראו גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש", לעיל ה"ש 9, בעמ' 407-410.  
 35 שם; לגישה המצדיקה את סעד הערכת השווי ראו יחיאל בהט חברות: החוק החדש והדין: העשור השני ג 106-110 (2011). עניין קיטאל, לעיל ה"ש 12, פס' 3 לפסק דינו של השופט מלצר. מצרף השופט מלצר גם הצדקה חוקתית ולפיה נדרשת הגנה כפולה לנוכח הפגיעה הקשה בזכות הקניין של בעלי המניות על ידי רכישה כפויה. המחוקק שהיה מודע לביקורת על סעד ההערכה דבק בו בתיקון מס' 16 משנת 2011, ולא רק שלא ביטל את הסעד אלא הרחיב את פרק הזמן להגשת תביעה משלושה חודשים לשישה חודשים, ראו ס' 338(ב) לחוק החברות, שתוקן בחוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 2281.

המציע חשוף אפוא לסיכון כי הסכום למניה שיידרש לשלם בסופו של דבר יהיה גבוה מהסכום שהסכימו לו בעלי המניות שנענו להצעת הרכש המלאה.<sup>36</sup> כדי לאפשר למציע למזער את הסיכון הוסיף תיקון מס' 16 לחוק החברות מנגנון המאפשר למציע לקבוע מראש כי ניצע שנענה להצעה, לא יהיה זכאי לדרוש סעד הערכה.<sup>37</sup>

## 2. מיזוג משולש הופכי

מיזוג הוא הליך שבמסגרתו חברת מטרה נבלעת בחברה קולטת והשתיים הופכות לאחת.<sup>38</sup> המיזוג טעון את אישורם של הדיקטוריונים ואישור ברוב רגיל של אספות בעלי המניות בכל אחת מהחברות המעורבות.<sup>39</sup> התמורה לבעלי המניות בחברת המטרה יכולה להיות משולמת במזומן או במניות בחברה הקולטת או בכל דרך אחרת.<sup>40</sup>

מיזוג הוכר בפסיקה כטכניקה חלופית לרכישת מניות הציבור בחברה ציבורית והפיכתה לפרטית. בהשפעת הדין בארצות הברית,<sup>41</sup> התפתחו בישראל טכניקות מיזוג שונות. טכניקה נפוצה אחת היא מיזוג חברות משולש (triangular merger), שבה מעורבות שלוש חברות: החברה הרוכשת, חברת בת וחברת המטרה. החברה הרוכשת מקימה בשלב הראשון חברת בת בבעלות מלאה, בשלב השני מתבצע מיזוג בין חברת הבת לחברת המטרה, ובסופו של המיזוג נעלמת חברת המטרה מן העולם ונכסיה מועברים לחברת הבת, ולמעשה בפועל לבעלותה המלאה של החברה הרוכשת.<sup>42</sup> טכניקה זו מאפשרת לחברת האם לרכוש את חברת המטרה מבלי להטמיע את חובותיה ונכסיה של חברת המטרה בנכסיה שלה.<sup>43</sup> טכניקה נפוצה נוספת היא מיזוג משולש הופכי (reverse triangular merger); מבנה עסקה זו זהה למיזוג המשולש אך בטכניקה זו חברת הבת שנוצרת לצורכי המיזוג היא הנטמעת ונעלמת עם

- 36 חוסר הוודאות גבר לנוכח פסיקת בית המשפט בעניין **עצמון**, לעיל ה"ש 33 שבו נקבע כי הערכת השווי ההוגן תתבצע בשיטת היוון תזרים המזומנים העתידי (DCF). שיטה זו מביאה בחשבון את הרווחים הצפויים מהשקעותיה העתידיות של החברה, מבטיחה כי חלקם של בעלי מניות המיעוט ברווחים אלה לא יחסר ומצבם לא יורע. עם זאת, שיטה זו טומנת בחובה מידה רבה של חוסר ודאות. השופטת (כתארה אז) מרים נאור ציינה כי שיטה זו מכניסה למשוואה "נתונים חזויים". ת"פ (מחוזי י-ם) 524/90 **מדינת ישראל נ' בנק לאומי לישראל בע"מ – חלק ב'**, 210–209 (פורסם בנבו, 10.4.1994) (להלן: **עניין ויסות הבנקים**). שיטה זו חשופה אפוא לספקולציות ומסתמכת על מומחים, לעיתים ביתר שאת. William T. Allen, *Securities Markets as Social Products: The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis*, 28 J. CORP. L. 551, 561 (2003); חביבסגל, לעיל ה"ש 15, בעמ' 617–627; ע"א 2773/04 **נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' עטר**, פ"ד סב(1) 456, פס' 35 לפסק דינה של השופטת נאור (2006).
- 37 ס' 338(ג) לחוק החברות; דברי הסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע–2010, ה"ח 491.
- 38 ס' 314–327 לחוק החברות, העוסקים בהסדרת המיזוג; ידידיה צ' שטרן "מיזוג חברות בישראל" **משפטים** כ 73, 75 (1990).
- 39 חנס וידלין, לעיל ה"ש 7, בעמ' 110.
- 40 שם.
- 41 חביבסגל, לעיל ה"ש 15, בעמ' 479.
- 42 שם.
- 43 חנס וידלין, לעיל ה"ש 7, בעמ' 115.

השלמת המיזוג, וחברת האם מקבלת בעלות מלאה במניות חברת המטרה. המיזוג המשולש ההופכי מאפשר אפוא רכישה מלאה של מניות הציבור בחברה הנרכשת מבלי שהיא תיעלם מן העולם. עד שנת 2007 שררה בדין בישראל אי-ודאות בשאלה אם מיזוג משולש הופכי הוא טכניקה לגיטימית למחיקת חברה מהבורסה. בפסק הדין בעניין **שני נ' מלם**,<sup>44</sup> הוכרה טכניקת המיזוג כטכניקה לגיטימית וניתנה הלגיטימציה לחופש העיצוב של עסקאות מחיקה מהבורסה.<sup>45</sup> לדעת השופטת ד"ר מיכל אגמון גונן, כל אחד מהמסלולים האפשריים לביצוע רכישה של מניות הציבור טומן בחובו איוונים ובלמים לשמירת זכויותיהם של כלל בעלי המניות.<sup>46</sup> בעקבות פסק הדין הפך השימוש במיזוג משולש הופכי לנפוץ בעסקאות going private.<sup>47</sup>

נעמוד אפוא על מנגנוני האיזון בעסקאות מיזוג משולש הופכי. עסקת זו היא, הלכה למעשה, מיזוג בין חברה הנשלטת בידי בעל השליטה לחברה פרטית ייעודית שבעל השליטה מחזיק את כל מניותיה. מדובר אפוא בעסקה שבה מצוי בעל השליטה בניגוד עניינים.<sup>48</sup>

בחוק החברות ניכרת לאורך השנים החמרה בדרישות הסטטוטוריות לאישור עסקאות חריגות עם בעלי עניין בניסיון למזער את ההשלכות הפוטנציאליות של ניגוד העניינים המובנה בהן. למשל, רוב הנדרש לאישור עסקאות אלה הוגדל משליש למחצית מבעלי המניות.<sup>49</sup> בהמשך, בתיקון 22 לחוק החברות, התווספה החובה לקיים הליך תחרותי לגיבוש העסקה.<sup>50</sup> דא עקא, במיזוג משולש הופכי לא ניתן לקיים הליך תחרותי, שכן אין אפשרות ליטול מבעל השליטה את שליטתו בחברה הציבורית במסגרת הליך זה ולמוכרה למשתלט חיצוני. לפיכך, בעניין **כהנא** סבר בית המשפט כי בעסקת מיזוג משולש הופכי אין די במסכת האישורים הסטטוטורית כדי לחסן את העסקה מביקורת שיפוטית ועל כן תמך באימוץ מנגנון שנועד לדמות משא ומתן בתנאי שוק.<sup>51</sup> הפרקטיקה המקובלת היא להקים ועדה בלתי-תלויה לניהול משא ומתן "שהיא מוסמכת באופן אפקטיבי להחליט נגד ביצוע העסקה; אשר תנהל מו"מ בפועל ולא למראית עין; ייעדרו ממנה נציגי בעלי השליטה ויהיה מקום לאפשר לה

44 עניין **מלם**, לעיל ה"ש 3.

45 שם, פס' ב(2) לפסק דינה של השופטת אגמון-גונן.

46 שם, פס' א(2) לפסק דינה של השופטת אגמון-גונן.

47 ת"צ (מחוזי ת"א) 40065-03-16 **גולדשמידט נ' אסם השקעות בע"מ** (פורסם בנבו, 2.7.2016); Dell, Inc. v. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd., 177 A.3d 1 (Del. Sup. Ct. 2017) דני דילברי "השפעת מיזוגים ורכישות על חזיה של חברת המטרה: מיזוג של דיסציפלינות משפטיות" **משפט ועסקים** יט 151, 178 (2015).

48 ת"צ (מחוזי ת"א) 26809-01-11 **כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות בע"מ**, פס' 4(ב) לפסק דינה של השופטת קרתימאיר (פורסם בנבו, 15.5.2011).

49 בתיקון 16 לחוק החברות הוגדל הרוב הנדרש לאישור עסקה משליש לרוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה. ס' 275(א)(3) לחוק החברות, שתוקן בחוק החברות (תיקון מס' 16).

50 ס' 117(ב) לחוק החברות.

51 עניין **כהנא**, לעיל ה"ש 48, פס' ג לפסק דינה של השופטת קרתימאיר. הסתמכה השופטת על המנגנון שהציעו חמדני וחנס במאמרם. ראו אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות דירקטוריון וביקורת שיפוטית" **משפט ועסקים** ט 75, 83 (2008) (להלן: חמדני וחנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה"). בית המשפט השאיר ב"צריך עיון" את השאלה אם יש להחיל את המנגנון גם בעסקאות שאינן גורליות לבעלי המניות.

להשתמש במומחים וביועצים שאינם תלויים בבעל השליטה. זאת בעיקר על מנת להגביר את השקיפות בנוגע לתהליך קבלת ההחלטות ולסנן בצורה הטובה ביותר את ההצעות אשר יובאו בסופו של דבר לאישורה של האסיפה הכללית".<sup>52</sup>

נותרה בעינה מידה של חוסר ודאות באשר לאפשרות שבית המשפט יעביר את העסקה תחת ביקורת שיפוטית מהותית. בעניין **כהנא** הדגיש בית המשפט כי "בכל מקרה, בעסקאות שמשמעותן גורלית לבעלי המניות, יישמר לבית משפט שיקול הדעת לבחון את הגינות העסקה, גם אם היא עונה מבחינה פרוצדוראלית על כל דרישות החוק והפסיקה..."<sup>53</sup>. אף על פי כן, בעקבות עניין **כהנא**, השתרש השימוש בוועדה בלתי-תלויה בעסקאות בניגוד עניינים.<sup>54</sup>

בשונה מהצעת הרכש המלאה שבה לא מעורבים נושאי המשרה בחברה, בעסקת מיזוג נדרש הדירקטוריון לקבל את החלטת המיזוג. לפיכך, בעל מניות הטוען כי התמורה ששולמה לבעלי המניות מקרב המיעוט בעסקת מיזוג אינה הוגנת צריך להראות כי הדירקטורים הפרו את חובותיהם.<sup>55</sup>

בשונה מהצעת רכש מלאה שבה הנתבע הוא בעל השליטה, בעסקת מיזוג משולש הופכי יהיו הנתבעים נושאי המשרה שנתנו ידם לאישור העסקה. אם האחרונים ימלאו כדין את חובותיהם, גובר הסיכוי שיהנו מהגנת "כלל שיקול הדעת העסקי".<sup>56</sup> לעומת זאת, אם יצליח התובע להוכיח חשש שהחלטות התקבלו בניגוד עניינים, יעביר בית המשפט את העסקה תחת שבט הביקורת השיפוטית המהותית לפי סטנדרט "ההגינות המלאה" (entire fairness). לפי כלל ההגינות המלאה במתכונתו בארצות הברית, עסקה תעמוד בתוקפה אם יעלה בידי הנתבעים להוכיח כי העסקה הוגנת כלפי החברה ובעלי מניות המיעוט.<sup>57</sup>

- 52 שם.
- 53 שם.
- 54 אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה! עיון נוסף בביקורת השיפוטית על עסקאות בניגוד עניינים" (לא פורסם); ת"צ (מחוזי ת"א) 47490-09-13 **תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ**, פס' 3 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 6.8.2015); ת"צ (כלכלית) 43859-08-13 **סגל'לוי ייזום ונכסים בע"מ נ' כור תעשיות בע"מ**, פס' 6 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 9.1.2014) (להלן: עניין **סגל'לוי**).
- 55 עניין **מלם**, לעיל ה"ש 3, בעמ' 34-35.
- 56 כלל שיקול הדעת העסקי מעניק לנושאי משרה הגנה בפני ביקורת שיפוטית אם יוכח כי החלטה עסקית שקיבלו התקבלה בהתאם להליך הנדרש, באופן מיועד, בתום לב וללא ניגוד עניינים. ראו עניין **תועלת לציבור**, לעיל ה"ש 54, פס' 31 לפסק דינו של השופט כבוב; שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא 313 (2009).
- 57 אין עדיין בפסיקה בישראל עיגון מוחלט לגישה זו. ראו ע"א 7735/14 **ורדניקוב נ' אלוביץ** (פורסם בנבו, 28.12.2016). המבחן המוצע מורכב משלושה נדבכים: גילוי מלא על ניגוד עניינים, הליך הוגן ומחיר הוגן. עם זאת המבחן קובע כי נטל ההוכחה יעבור לטוענים נגד הגינותה אם נעשה שימוש באחד משני מנגנונים: (1) העסקה אושרה על ידי רוב מבעלי מניות המיעוט (2) המשא ומתן נוהל על ידי ועדה מיוחדת של הדירקטוריון שכל חבריה היו בלתי-תלויים בבעל השליטה וניתנו לה כלים לנהל משא ומתן עצמאי לרבות היכולת לשכור יועצים מקצועיים שאינם תלויים בבעל השליטה. למעשה דרישה זו מאפשרת לדמות משא ומתן בתנאי שוק בין צדדים בלתי-תלויים. חמדני וחנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה", לעיל ה"ש 51, בעמ' 85. לשופט יורם דנציגר השפעה חשובה על פיתוחו של כלל שיקול הדעת העסקי. ראו פסק דינו בע"א 4857/16 **מנשה נ' יוזיין אייר בע"מ** (פורסם בנבו, 24.4.2018) ומאמרו, יורם דנציגר ועמרי רחום-טוויג "עלייתו של שיקול הדעת העסקי ונפילתה של חובת הזהירות של דירקטורים" **ספר גרוס** 23 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

בהתפתחות חשובה בשנת 2014 קבע בית המשפט העליון של דלוור בפרשת *MFW*,<sup>58</sup> כי כלל שיקול הדעת העסקי יוחל בעסקאות מיזוג שבהן מצוי בעל השליטה בניגוד עניינים אם בעל השליטה הבטיח מראש את התקיימותם של שני תנאים: האחד, ניהול משא ומתן על ידי ועדה בלתי-תלויה; והאחר, אישור העסקה על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט.<sup>59</sup> הרצון ליצור ודאות ביחס לסיכון של התערבות שיפוטית לאחר סיום העסקה הוביל את בית המשפט בדלוור לקבוע כי ביקורת שיפוטית מהותית על עסקת מיזוג תתקיים רק אם יעלה ספק לגבי עבודת הוועדה או לגבי האפקטיביות של הצבעת הרוב מקרב בעלי מניות המיעוט.<sup>60</sup>

יחס אוהד לפסק הדין בעניין *MFW* מצאנו בספרות המשפטית בישראל.<sup>61</sup> לעומת זאת, פסיקת בתי המשפט אינה נחרצת. כך היה למשל בעניין **סגל-לוי**, שבו ניתנה החלטה בבקשה לאישור הסכם פשרה בתובענה ייצוגית, שעסקה במיזוג משולש הופכי שגובש במשא ומתן בין ועדות בלתי-תלויות מטעם החברות המתמזגות. במקרה זה העיר בית המשפט הכלכלי כי אילו הייתה הבקשה נדונה לגופה, היה בית המשפט בוחן אם התקיים הליך אמיתי של משא ומתן, שדי בו – בצירוף אישור האספה הכללית – כדי להביא למסקנה כי תנאי הסכם המיזוג הם הוגנים, בלא לבחון את השווי האמיתי של המניות שנרכשו מהציבור במסגרת עסקת המיזוג.<sup>62</sup>

מנגד, בעניין **תועלת לציבור** שעסק אף הוא באישור הסדר פשרה בתובענה ייצוגית בגין מיזוג משולש הופכי, הסתייג השופט כבוב מאימוץ פסק דין *MFW* ככתבו וכלשונו והמליץ על "נקיטת משנה זהירות בטרם אימוץ נורמות אשר נקבעו בחקיקה או בפסיקה במדינת דלוור לפסיקה הישראלית".<sup>63</sup> השופט כבוב ציין כי בשונה מהדין בישראל, אין בדלוור תנאים סטטוטוריים כגון דרישה לאישור של ועדת הביקורת ואישור רוב מקרב בעלי מניות המיעוט לעסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל שליטה. לעומת זאת, הדין במדינת דלוור מקנה לבעלי מניות מיעוט סעד הערכה בעסקאות מיזוג שאינו קיים בישראל בהקשר זה אלא בהצעת רכש מלאה בלבד. לבסוף, העיר השופט כבוב כי בפן הדיוני, המטרה המרכזית של החלטת כלל שיקול הדעת העסקי בדלוור היא לאפשר לבתי המשפט למחוק את התביעה על הסף, בעוד בישראל גישת הפסיקה היא כי ככלל אין מקום לסלק על הסף בקשה לאישור תביעה ייצוגית או נגזרת אלא במקרים חריגים.<sup>64</sup> השופט כבוב הציע אפוא לאמץ גישת ביניים שלפיה במסגרת שלב הבקשה לאישור התביעה הייצוגית על בית המשפט לקיים בירור מקיף בנוגע לנאותות

58 בפרשה זו נדרש בית המשפט של דלוור, במסגרת תביעה ייצוגית שהגישו בעלי מניות כנגד עסקת מיזוג שבה נכפתה עליהם מכירת מניותיהם, להכריע בשאלה אם הגנת כלל שיקול הדעת העסקי תוחל כאשר בעל השליטה הבטיח מראש כי העסקה תאושר רק בתנאי שתגובש במשא ומתן שינוהל בידי ועדה בלתי-תלויה ותובא לאישור של אספת בעלי המניות ברוב של המיעוט שאינו נגוע בניגוד עניינים באישור העסקה. *In re MFW S'holders Litig.*, 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013).

59 שם. בית המשפט גרס כי יש בכוחם של מנגנונים אלה לנטרל את כוחו העודף של בעל השליטה ולדמות את העסקה לכזו הנכרתת עם צד ג'.

60 שם, בעמ' 112.

61 מיכל אגמון-גונן "הטוב (בעלי מניות המיעוט)!! הרע (בעלי מניות השליטה)!!" ובית המשפט – התערבות בתי המשפט בעסקאות בעלי עניין שעברו את הליכי האישור בחברה "ספר גרוס 47, 68 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

62 עניין **סגל-לוי**, לעיל ה"ש 54, פס' 42, 45 לפסק דינה של השופטת רונן.

63 עניין **תועלת לציבור**, לעיל ה"ש 54, פס' 31 לפסק דינו של השופט כבוב.

64 שם.

ההליך לרבות אפקטיביות עבודת הוועדה המיוחדת, הגילוי אשר ניתן לבעלי המניות והאישור על ידי הרוב הבלתי-נגוע. בשלב ראשוני הציע השופט להימנע מלהתערב בכדאיות הכלכלית של העסקה. אם לאחר הביורור שערך ימצא בית המשפט כי התקיים מנגנון מדמה שוק, ראוי לדעתו להחיל על העסקה את כלל שיקול הדעת העסקי ולהימנע מבחינת הגינות העסקה לגופה.<sup>65</sup>

בעניין **ורדניקוב** הכריז בית המשפט העליון לראשונה באופן פורמלי על אימוצו של כלל שיקול הדעת העסקי בישראל אך באותה נשימה קבע כי אין פירוש הדבר שהכלל נקלט על קרבו וכרעיו במשפטנו.<sup>66</sup> בניגוד לגישת *MFV*, החותרת להשיג ודאות בשאלה אם תופעל ביקורת שיפוטית על העסקה, נקט השופט עמית גישה של "גמישות החלת הסטנדרט השיפוטי ממקרה למקרה".<sup>67</sup>

לסיכום, ניתן לראות כי שתי הטכניקות למחיקת חברה ציבורית מהבורסה שונות זו מזו באופן יישומן, במנגנוני ההגנה שטמונים בהן ובדרכי הפעלת הביקורת השיפוטית עליהן.

## ג. תיאור המחקר

### 1. שאלות המחקר והשערות המחקר

הנחת המוצא המקובלת בפסיקה היא כי שתי הטכניקות החלופיות למחיקתה של חברה ציבורית מהבורסה והפיכתה לחברה פרטית, שנדרונו לעיל, אומנם שונות זו מזו אך כוללות מנגנונים המבטיחים כי התכלית של רכישת מניות הציבור במחירן ההוגן תושג, בין אם ננקטה הטכניקה האחת או הטכניקה האחרת.<sup>68</sup> הנחה נוספת המבוססת על הגישה העולה מהדין שנסקר בפרקים קודמים היא כי לבעל השליטה בחברה נתון חופש הבחירה בדרך המחיקה מהבורסה – דהיינו, הטכניקה שתיבחר – ובעיצוב העסקה.<sup>69</sup>

לנוכח המורכבות של כל אחת מהטכניקות, ביצוע העסקה מופקד בידי עורכי דין. מחקרנו שופך אור על מקומם של עורכי הדין בתהליך הבחירה בין הטכניקות החלופיות. עורכי הדין בתחום התאגידיים ושוק ההון הם "שחקנים חוזרים".<sup>70</sup> דהיינו, עורכי דין המתמחים בתחום מלווים בשנות פעילותם מספר רב של עסקאות, ועל כן הם בעלי פרספקטיבה רחבה על תהליכי קבלת ההחלטות, ובכלל זה גם על שיקולי הבחירה בין טכניקות המחיקה. זאת בניגוד לבעלי השליטה בחברות ציבוריות. האחרונים ימצאו את עצמם במצב שבו הם מבקשים למחוק את החברה מהבורסה פעם אחת או לכל היותר פעמים ספורות במהלך חייה של החברה שבשליטתם.

65 שם, פס' 31–32 לפסק דינו של השופט כבוב.

66 עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 57, פס' 74 לפסק דינו של השופט עמית.

67 שם, פס' 95 לפסק דינו של השופט עמית. נעיר כי מחקר אמפירי שבחן את השפעת פסק הדין *MFV* נוטה למסקנה כי סטנדרט הביקורת השיפוטית המהותית שהיה נהוג לפני אימוץ המבחנים הפרוצדורליים הניב לבעלי המניות הגנה דומה לזו שמעניקים המבחנים הפרוצדורליים. ראו Fernan Restrepo, *Judicial Deference, Procedural Protections, and Deal Outcomes in Freezeout Transactions: Evidence from the Effect of MFV* (Jan. 19, 2018) [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3105169](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3105169)

68 ראו דיון בפרק המבוא במאמר זה.

69 עניין **מלם**, לעיל ה"ש 3, פס' 4(א)2 לפסק דינה של השופטת אגמון-גונן.

70 מארק גאלאנטר "מדוע 'אלה שיש להם' נוטים להצליח: הרוריים על גבולות השינוי המשפטי" **מעשי משפט** ד 15, 22–25 (2011).

השערת המחקר היא כי חמישה גורמים ספציפיים הם בעלי השפעה משמעותית על בחירת הטכניקה:

1. מבנה ההחזקות של בעלי המניות מהציבור – השערת המחקר היא כי המאפיינים ומידת הפיזור של בעלי המניות מהציבור יהיו שיקול מרכזי בבחירת הטכניקה.<sup>71</sup> בהליך של הצעת רכש מלאה תיחשב כל היעדרות של בעל מניות להצבעה מתנגדת. לפיכך, קושי להגיע לבעלי מניות ואדישות רציונלית של בעלי מניות "קטנים" המחזיקים כל אחד מספר מועט של מניות בחברה הם בעלי השפעה מכרעת על תוצאת ההליך. אנו מעריכים כי ככל שפיזור המניות של החברה בידי בעלי מניות מהציבור גדול יותר, כך תגבר הנטייה להעדיף מיזוג משולש הופכי, ולהפך.
2. מחיר המניה – ככל שבעל השליטה סבור שהמניה נסחרת בבורסה בחסר, תהא הסיבה לכך אשר תהא, כך תגדל הנטייה לבחור במחיקה באמצעות טכניקה של מיזוג משולש הופכי. השערה זו מבוססת על ההנחה לפיה אם מניה נסחרת בבורסה במחיר הנראה נמוך מנקודת מבטו של בעל השליטה עשויה הצעת רכש מלאה להניע עלייה במחיר בבורסה על ידי כניסה של ספקולנטים או על ידי התמקחות מצד בעלי מניות הרואים בהצעה הזדמנות לסחוט את בעל השליטה.<sup>72</sup> לעומת זאת, אנו משערים כי רכישת המניות מהציבור בדרך של מיזוג נתפסת על ידי בעל שליטה כדרך להבטיח שהמחיר הסופי שישולם בגין כל מניה יהיה נמוך יחסית בגלל שההליך ההתמקחות אינו גלוי לעין כל.
3. יחסו (הסנטימנט) של הדירקטוריון לבעל השליטה – השערת המחקר היא כי הסנטימנט בקרב חברי הדירקטוריון כלפי בעל השליטה עשוי להשפיע על הבחירה במסלול העסקה. ככל שהדירקטוריון ביקורתי יותר כלפי בעל השליטה, כך צפוי לאחרון משא ומתן קשה יותר לקביעת המחיר בעסקה. השערת המחקר היא אפוא כי דירקטוריון ביקורתי יגביר את הנטייה של בעל שליטה להעדיף הצעת רכש מלאה שבה אין הדירקטוריון מעורב בעסקה.
4. סעד הערכת שווי בהצעת רכש מלאה – סעד הערכת שווי עלול להוביל לכך שבעל השליטה שרכש את מניות הציבור ייאלץ להוציא מכיסו סכום נוסף מעבר לסכום שנקבע בהצעת הרכש המלאה שצלחה ואשר ייוודע לו במדויק רק בדיעבד. התמריץ של בעל מניות שהתנגד להצעת רכש מלאה להגיש בקשה לסעד הערכת שווי הוא גדול שכן העלויות המקדמיות למגיש הבקשה נמוכות יחסית.<sup>73</sup> קיומו של סעד הערכת שווי בהצעת רכש מלאה מגדיל אפוא את חוסר הוודאות ביחס למחיר שאותו

71 חנס וידלין, לעיל ה"ש 7, בעמ' 122–126.

72 בשוק מניות יעיל, הצעת רכש מלאה עשויה להיות איתות מצידו של בעל השליטה לבעלי המניות מהציבור על כך ששווי המניות בעיניו הוא נמוך או על נכונותו לרכוש את המניות במחיר העולה על מחיר שוק ועל כן הם אמורים לדחות את הצעת הרכש. בהנחה שבעל השליטה מאותת על רצונו לרכוש את חלקו של הציבור אמור איתות זה להוביל לעלייה במחיר המניה בשוק כך ששוויה יהיה קרוב לשווי המרבי שאותו מייחס לה בעל השליטה. המרווח בהצעת רכש עלול להצטמצם גם ללא קשר ליעילות השוק בגלל פעילות ספקולנטית. ספקולנטים המונעים משיקולי טווח קצר יכולים לרכוש את מניות החברה בשוק עם היוודע הכוונה לבצע הצעת רכש מלאה וזאת בכוונה להתנגד להצעת הרכש כך שבעל השליטה ייאלץ להעלות את המחיר המוצע באופן שיטיב עימם ללא קשר לשווי ההוגן של המניה.

73 בקשה זו מוגשת בשגרה כבקשה לאישור תובענה ייצוגית. בעת ביצוע המחקר לא חלה על פתיחת הליך מסוג זה החובה לשלם אגרת בית משפט ולכן העלות העיקרית בהגשת הבקשה הייתה עלות חוות הדעת הכלכלית שעליה נסמכה הבקשה. הסנקציה בגין הגשת בקשה לסעד הערכה שלא צלחה מסתכמת לכל היותר בתשלום הוצאות משפט ושכר טרחת עורך דין.

יידרש בעל השליטה לשלם. השערת המחקר היא כי קיומו של סעד זה הוא שיקול נגד הבחירה בטכניקה של מיזוג משולש הופכי.

5. ועדה בלתי-תלויה במיזוג משולש הופכי – במיזוג משולש הופכי תיתכן אומנם הגשת תביעה נגד הדיסקטורים בגין הפרת חובות זהירות ואמון בניהול עסקת המיזוג שתוביל להגדלת התשלום לבעלי המניות אלא שבמקרה זה התובע נדרש להוכיח קודם כול כי נפל פגם בתהליך גיבוש העסקה וכי נושאי המשרה אינם זכאים להגנת כלל שיקול הדעת העסקי. רק אם יעלה הדבר בידו, יבחן בית המשפט את הגינותה המלאה של העסקה, ואז עשוי הוא להתערב במחיר שהוסכם. לנוכח הפסיקה הנוטה להעניק את הגנת כלל שיקול הדעת העסקי לנושאי משרה שקיימו את ההליכים הנדרשים,<sup>74</sup> ניתן לשער כי החסינות שמעניקה הפרוצדורה לדיסקטורים תטה את הכף לטובת השימוש במיזוג משולש הופכי.

## 2. שיטת המחקר

שיטת המחקר האיכותני תופסת בשנים האחרונות מקום בולט בחקר המשפט.<sup>75</sup> תפקידו העיקרי של החוקר במחקר האיכותני הוא לסייע לבני אדם לחשוף ולספר את סיפורם וכן להציג ולהבהיר את משמעותו. המחקר האיכותני מבקש לשים דגש על סיפורים, נרטיב ומילים כדרך להבנת תופעות.<sup>76</sup> מטרת המחקר האיכותני היא לענות על שאלת ה"למה" ולספק תמונה מורכבת ועשירה של המציאות הנחקרת.<sup>77</sup>

איסוף הנתונים במחקרנו התבסס על ראיונות. מטרת הראיון היא להבין חוויה אנושית ואת המשמעות שמייחסים המרואיינים לחוויה. קיים טווח רחב של פרקטיקות לקיום ראיון.<sup>78</sup> בנקודת קיצון אחת מצוי ראיון בעל רמת הבניה גבוהה המשמש לסקרים מחקריים. ראיון פורמלי זה מתנהל בעזרת שאלות סטנדרטיות סגורות שחוברו מראש. בקצה האחר נמצא ראיון פתוח שדומה לשיחה ובו מצופה כי המרואיין יחשוף את סיפורו. ראיון מסוג זה מתבסס על כמה עקרונות מקובלים.<sup>79</sup> ראשית כול, מחקר איכותני יתקיים ב"שפה" של המרואיין. שנית, משך הזמן האופטימלי המקובל לראיון הוא 90 דקות. פרק זמן זה נועד לאפשר למרואיין להבנות מחדש את חוויותיו, למקם אותן בהקשר המתאים ולחשוב על משמעותן. שיטת הראיון שבה בחרנו מצויה בתווך שבין הקצוות. מחד גיסא, השאלות שהופנו למרואיינים חוברו מראש בהתבסס על השערות המחקר. מאידך גיסא, ככל שמרואיין "גלש"

74 עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה" **משפט ועסקים** יט 475, 511–517 (2015).

75 דפנה הקר ורוני ליברזון "משפחות חוצות גבולות בישראל: בין האתנוס לאינדיבידואליזם ולגלובליזציה" **המשפט** טו 509 (2010); מיכל אלברשטין "על החיפזון והצדק הפרוצדוראלי בבית הדין לעבודה: תצפיות בגישור ושפיטה" **מאזני משפט** ז 119 (2010).

76 אשר שקדי **מילים המנסות לגעת – מחקר איכותני – תאוריה ויישום** 13–16 (2003).

77 דפנה הקר "מחקר אמפירי של המשפט: הערות-אזהרה אוהדות על המגמה העכשווית" **עיוני משפט** לד 327, 345–346 (2011).

78 שקדי, לעיל ה"ש 76, בעמ' 69–70.

79 שם, בעמ' 71–74.

לנושא שלא התמקד באופן ישיר בשאלה שנשאלה, ניתנה למרואיין האפשרות להתבטא באופן חופשי כדי לחשוף מידע אותנטי נוסף.

### 3. אופן ביצוע המחקר

במסגרת המחקר קיימנו ראיונות עומק חצי-מובנים עם 12 עורכי דין ועורכות דין עתירי ניסיון בתחום התאגידי שהיו שותפים למספר רב של עסקאות מחיקה מהבורסה בישראל. כולם בכירים בעלי ותק של למעלה מעשר שנים ורובם בעלי ותק של יותר מ-25 שנים. המרואיינים התנסו בייצוג כל הצדדים בעסקאות (חברת המטרה שמניות הציבור בה נרכשו, החברה הרוכשת, בעל השליטה והוועדה הבלתי-תלויה שהוקמה כדי לנהל משא ומתן עם בעל השליטה) בעשרות עסקאות. ככל הידוע לנו, איש מבין המרואיינים לא ייצג בעלי מניות מהציבור בתביעות שהוגשו בעקבות מחיקת חברות מהבורסה. כל עורכי הדין הם שותפים במשרדי עורכי דין בולטים בישראל. תשעה מרואיינים הם עורכי דין במשרדים גדולים שבהם למעלה ממאה עורכי דין. שלושה מרואיינים הם עורכי דין ממשרדים בינוניים הנחשבים למשרדי "בוטיק" בתחום שוק ההון. מתוך 12 המרואיינים, שתיים הן נשים ועשרה גברים. למרואיינים הובטח כי זהותם תישמר חסויה ועל כן הושמטו פרטים מזוהים כלשהם על עורכי הדין ועל הגופים המיוצגים על ידיהם. כמו כן, כדי לטשטש את זהות המרואיינים מובאים הציטוטים של עורכות הדין בלשון זכר.

בסך הכול התקיימו עשרה ראיונות. ברוב המקרים התקיים ראיון אינדיבידואלי. בשני מקרים השתתפו בראיון שני עורכי דין העובדים בשיתוף פעולה. הראיונות ארכו בין שעה לשעה ורבע, ובמסגרתם נשאלו שאלות על פי שאלון שחובר מראש וכלל 23 שאלות. ניתנה למרואיינים אפשרות להרחיב אם ביקשו לעשות כן. הראיונות התקיימו בחודשים יוני עד אוגוסט 2017. הראיונות הוקלטו ותומללו למצטט ראיון אחד שלא הוקלט לבקשת המרואיין אלא נרשם באופן ידני.

מבנה הראיון נועד להעניק תמונה של תהליך קבלת ההחלטות בעסקת going private בדגש על השיקולים המרכזיים שאותם שוקלים מקבלי ההחלטות בבחירה באחת משתי הטכניקות. בין היתר נתבקשו המרואיינים להשיב על השאלות מי יזם את הרעיון להפוך את החברה מציבורית לפרטית ואם יוזם הרעיון היה מגובש בדעתו באשר לחלופה המועדפת; מהן הסיבות להפיכת החברה מציבורית לפרטית והאם ידיעת הסיבות רלוונטית מבחינתו של עורך הדין לעניין בחירה באחת החלופות. קבוצה נוספת של שאלות נועדה לברר את מידת ההשפעה של מאפייני הטכניקה. המרואיינים התבקשו לפרט את השיקולים לבחירת הטכניקה. מרואיינים שלא התייחסו לשיקולים שנכללו בהשערות המחקר נשאלו באופן יזום שאלות ספציפיות. בסיכום הראיון, לנוכח הפסיקה המצדדת בחופש הבחירה והעיצוב של עסקאות going private, נשאלו המרואיינים איזו משתי החלופות מאזנת לדעתם בצורה המיטבית וההוגנת ביותר את האינטרסים המנוגדים.

### 4. ממצאי המחקר

בפרק זה נציג את הממצאים העיקריים העולים מתוך הראיונות עם עורכי הדין לגבי שאלות המחקר, נבחן אם השערות המחקר במקום שבו היו כאלה אוששו או הופרכו וכן נעמוד על היבטים נוספים שהציפו המרואיינים ביוזמתם על מגבלות המחקר ועל הסתייגויות אפשריות מהממצאים.

## 1. היוזמה להפוך את החברה הציבורית לפרטית

מהראיונות עולה כי עורכי הדין ברובם המכריע יודעים – או לכל הפחות סבורים שהם יודעים – מי יזם את המהלך למחיקת החברה מהבורסה.

בתשובה לשאלה מי יזם את הרעיון להפוך את החברה מציבורית לפרטית השיבו 11 מהמרואינים כי היוזמה הגיעה מבעל השליטה. מתוכם ציינו שניים כי ייתכן שהדירקטוריון היה שותף ליוזמה מסיבות הקשורות בצורך רגולטורי או הזדמנות עסקית שמימושה תלוי בהפיכת החברה לפרטית. אף אם היוזמה אינה באה ישירות מבעל השליטה, דומה כי עורכי הדין מייחסים את היוזמה לבעל השליטה. אחד המרואינים העיר: "אנו חיים במשטר חברות שבעלי השליטה הם מאוד דומיננטיים בחברות ציבוריות... ההפרדה שאנו עורכים בין ההנהלה לדירקטוריון לבעלי השליטה לא תמיד קיימת".

מרואיין יחיד הוסיף כי הדרישה להפיכת החברה לפרטית עשויה להגיע גם מצד רוכש המבקש לרכוש את החברה ולהפוך אותה לפרטית. לדבריו, "יכול להיות גם שצד ג' ייזום זאת. נניח משקיע זר מגיע לישראל, מספיק שילמד קצת על דיני חברות בישראל כדי שיגיד שהוא לא רוצה חברה ציבורית בישראל". מרואיין אחד בלבד אמר: "אני לא יושב בחדר כשזה קורה, אז אני לא יודע מי יזם את הרעיון", הסביר.

מתוך המחקר עולה אפוא כי ככלל, עורכי הדין מודעים לזהות הגורם בעל העניין הרב ביותר בקידום המהלך.

## 2. מרכזיותו של עורך הדין בתהליך

במטרה לעמוד על תפקידו ומרכזיותו של עורך הדין בתהליך הפיכת חברה ציבורית לפרטית נשאלו המרואינים "האם יוזם הרעיון הגיע מגובש בדעתו באשר לחלופה מועדפת להפיכת החברה לפרטית, מיוזם משולש הופכי או הצעת רכש מלאה".<sup>80</sup>

מכלל המרואינים, תשעה השיבו כי יוזם הרעיון אינו מגובש בדעתו וכי עורך הדין הוא שמניח בפניו את החלופות הקיימות.<sup>81</sup> אחד מעורכי הדין ענה: "הוא (בעל השליטה) בשלב הראשון לעולם יתייעץ עם עורך הדין באשר לכלל החלופות, עורך הדין יגיד לו את היתרונות והחסרונות שבכל הסדר.

80 ניתן ללמוד במידת מה על כנות המרואינים מכך שכמה מהם הדגישו כי עסקאות going private מנוגדות לאינטרס שלהם בגלל שלאחר מחיקתה מהבורסה, החברה אינה נזקקת עוד לשירותיו של עורך הדין. "הדבר האחרון שאני אעשה זה להציע בתור עורך דין להפוך חברה לפרטית, זה מנוגד לאינטרסים שלי", הסביר אחד המרואינים.

81 אחד המרואינים התייחס לשאלה אם הדירקטוריון או ועדה בלתי-תלויה שמינה הדירקטוריון לנהל משא ומתן מול בעל השליטה בעסקת מיזוג יכולים להתוות לבעל השליטה את אופן רכישת מניות הציבור. תשובתו הייתה שלילית. "בעל השליטה רוצה לרכוש את החברה והוא פונה אליה. הוא יכול לפנות אליה ולהגיד לה – 'את מעדיפה במיזוג או בהצעת רכש מלאה?' או שהוא יכול להגיד לה 'אני רוצה לרכוש אותך בדרך איקס'. לוועדה (הבלתי-תלויה) אין אמירה על הטכניקה. בעל השליטה יבחר טכניקה, ואם יבחר במיזוג והדירקטוריון יגיד לו 'לך תעשה הצעת רכש', הדירקטוריון חוטא ומפר את חובת האמונים שלו כלפי החברה – להשיג בסכום הטוב ביותר".

אני כמעט לעולם אמליץ על מיזוג משולש הופכי". רק מרואיין אחד בלבד השיב כי בעל השליטה פונה לעורך הדין כאשר הוא כבר בחר בחלופה הרצויה לו. עורכי הדין הם אלו שאוספים את המידע הנדרש לצורך קבלת ההחלטה המושכלת בדבר טכניקת המחיקה שתיבחר. אחד מעורכי הדין אמר למשל:

ודאי שעורכי הדין מתווים את הדרך. הם בודקים מי הציבור (של בעלי המניות), כמה מוסדיים, אם יש משקיעים סחטניים, האם יש בעלי מניות שלא ניתן לאתר אותם. אם שיעורי ההצבעה הם נמוכים (באספות בעלי המניות שמתנהלות באופן שוטף), בדרך כלל לא נמליץ על הצעת רכש מלאה.

מהראיונות עלה כי בגיבוש הבחירה בטכניקה למחיקת החברה משלבים מקבלי ההחלטות הסתכלות רחבה מעבר לשיקולים משפטיים. אחד מעורכי הדין ציין כי "יש חשיבה משותפת שכוללת פונקציונרים נוספים בחברה, למשל יועץ כלכלי פיננסי, איש בורסה, רואה חשבון, סמנכ"ל הכספים...".

### 3. הסיבות להפיכת החברה הציבורית לפרטית

המרואיינים נשאלו "מהן הסיבות להפיכת החברה מציבורית לפרטית". בתשובות לשאלה זו הציפו המרואיינים שתי סיבות מרכזיות.<sup>82</sup> מתוך כלל המרואיינים, שמונה הצביעו על "החסרונות שבניהול החברה כציבורית", כגון הכבדה רגולטורית או היעדר תועלת משמעותית מהחשיפה של החברה לחובות המוטלות על חברה ציבורית. עורך דין אחד הסביר: "לא גייסו כסף מהציבור כבר הרבה זמן או שהסחירות במניה לא הייתה גבוהה והתחושה הייתה ששווי השוק מהווה רק משקולת". לדברי מרואיין אחר מדובר ב"כאב ראש – כל רבעון צריך להראות צמיחה. אם זה לא מצדיק את עצמו מבחינה כלכלית לא כדאי לך להיכנס לזה".

הסיבה השכיחה האחרת שעלתה בקרב שבעה מהמרואיינים היא הזדמנות עסקית. אחד המרואיינים הסביר: "בעל השליטה מזהה פוטנציאל שהוא לא רוצה להתחלק איתו עם הציבור או שהוא חושב שאת הפוטנציאל הזה ניתן יהיה לממש רק כשהוא יהיה פרטי, למשל בגלל חובת הדיווח". רוב המרואיינים הגדירו את הסיבה להפיכת החברה לפרטית כ"זניחה" בהקשר של בחירה בטכניקת going private. המידע בדבר הסיבות לביצוע העסקה נוגע אפוא להיבטים אחרים של הייעוץ המשפטי שמעניקים עורכי הדין בעסקה. שבעה מתוך כלל המרואיינים אמרו כי הסיבות למחיקה מעניינות אותם אולם רק עורך דין אחד השיב כי יכרר את הסיבות ביוזמתו לצורך בחירה באחת החלופות למחיקה. חמישה השיבו שהסיבות להפיכתה של החברה לפרטית אינן מעניינות אותם. ניתן להסביר את הפערים בין התשובות על רקע הגורם שלו נתנו עורכי הדין את הייעוץ המשפטי. כך לדוגמה, עורכי דין שייצגו את הדירקטוריון באחת העסקאות העידו שחשוב להם לדעת מה הסיבה להפיכת החברה לפרטית כיוון שהדירקטוריון חייב לבחון את טובת החברה, והסיבות להפיכת החברה

82 עלו בראיונות סיבות נוספות שלא זכו לדומיננטיות גבוהה כגון החובה לצמצם "שכבה" בפירמידה כתוצאה מהמגבלות על אחזקות ציבוריות בחברות פער בחוק הריכוזיות. מרואיין אחד ציין גם שיקולי מס.

לפרטית עשויות להיות רלוונטיות לכך. אחד מהם הסביר: "זה מאוד מעניין, כי ועדת הביקורת קודם כל צריכה להסתכל על טובת החברה". לעומתם, עורך דין שייצג בעל שליטה אמר: "אני מזהיר אותם (יזמי העסקה) שאם יש משהו שהם יודעים היום, לדוגמה שיש נפט מתחת לבלטות, אז אל תעשו משהו שאחרי זה יוכל לפגוע בכם".

#### 4. הנתונים הרלוונטיים למתן הייעוץ המשפטי

התשובות לשאלה "מהם הנתונים העיקריים שתבקש מהלקוח לגבי החברה בטרם תיתן לו עצה לגבי טכניקת הרכישה המועדפת" חושפות כמה שיקולים מובהקים. כל המרואיינים, ללא יוצא מן הכלל, השיבו כי יבררו מהו מבנה החזקות בחברה, ותשובה זו צוינה לרוב כראשונה בסדר הדברים. ככל ששיעור החזקות של בעל השליטה גבוה יותר, כך תגבר הנטייה להעדיף הצעת רכש מלאה על פני מיזוג משולש הופכי, אך ההחלטה תושפע גם מהרכב בעלי המניות מטעם הציבור. אחד המרואיינים הסביר: "ככל שהוא (בעל השליטה) מחזיק קרוב ל-90% מהמניות, הנטייה תהיה ללכת להצעת רכש מלאה". עורך דין אחר אמר כי "צריך להבין מה הקבוצה (של בעלי המניות) שנשארת – מה גודלה, צריך להבין אם יש גושי שליטה במיעוט, האם יש 'פסגות' (הכוונה לבעלי מניות מוסדיים) שמחזיק נתח משמעותי".

החזקות של גופים מוסדיים הן פרט מידע משמעותי. מכלל המרואיינים, תשעה השיבו כי יבררו על קיומם של גופים אלה בקרב בעלי המניות. כל המרואיינים אמרו כי נוכחותם של גופים מוסדיים תשפיע על הבחירה בטכניקת המחיקה. לדברי אחד המרואיינים: "נוכחותם של מוסדיים בהחלט מהווה שיקול כי אלו גופים שאתה יכול לדבר איתם לפני העסקה... אם יש מוסדיים שרלוונטיים אני אדבר איתם מכיוון שהם יותר רציונליים מאשר הגב' כהן מחדרה, במחיר הנכון אני אדע לקרב אותם אליי".

אחד מהמרואיינים הסביר:

בחברות מסוימות שיש החזקות גבוהות של מוסדיים יכול להיות תיאורטית שאתה מסוגל למפות מוסדיים שמחזיקים אחוז ניכר של מניות ואז יש סיכוי להגיע לכל בעלי המניות. זה שיקול ללכת להצעת רכש מלאה. לנוכחותם של מוסדיים יש גם יתרון כי אתה מניח התנהגות רציונלית מסוימת. ניתן להניח שאם אתה מציע להם מחיר הוגן, הם לא יסחטו אותך. זה יכול להטות את הכף לטובת הצעת רכש מלאה.

מרואיין נוסף אמר: "מוסדיים, אני נותן להם את הספק שההחלטות שלהם רציונליות". כמה מעורכי הדין הדגישו כי ה"רציונליות" נובעת מכך שהגופים המוסדיים חובות אמון לעמיתים. לדברי אחד מעורכי הדין, "חובת האמונים (של הגוף המוסדי) היא כלפי המשקיעים שלו והם לא יוותרו על זה, אלא אם יש להם אינטרס גדול (כלומר מחזיקים ישירות עבור עצמם) ואז הם כנראה נגועים בעניין אישי".

השימוש במונח "רציונליות" חזר על עצמו בהקשר של משקיעים מוסדיים. התנהגות "רציונלית" היא התנהגות הניתנת לחיזוי מראש. הדגש בהקשר זה מבחינת המרואיינים הוא על היכולת להגיע להסכמה עם משקיעים מוסדיים, במידה גבוהה של ודאות, על עסקה בטווח מחירים המשקלל את העלות והתועלת שפיקו שני הצדדים מהפיכת החברה לפרטית. השימוש המוגבר בביטוי "רציונליות"

מלמד כי בעיני עורכי הדין, תגובת שוק המניות, הבורסה, להבדיל ממשקיעים מוסדיים, עלולה להיות בלתי-צפויה. כמו כן, עורכי הדין מייחסים חוסר רציונליות להתנהלות חברות הייעוץ לגופים מוסדיים, כפי שיידון להלן בתת-פרק ד.

זהותם ומאפייניהם של בעלי המניות מהציבור אף היא מידע חשוב. מבין המרואיינים אמרו שבעה מעורכי הדין כי הם מבררים את זהות בעלי המניות ומאפייניהם הייחודיים. אחד הסביר כך:

(הייתי מברר) את הזהות שלהם – את גב' כהן מחדרה, האם הם נגישים, עד כמה הם היו אקטיביים לאורך השנים. יש חברות בהן חלק מבעלי המניות נמצאים בחו"ל וקשה להגיע אליהם. זה משפיע כי בהצעות רכש הפסיביות של בעלי המניות יכולה להפיל את התהליך.

בעלי המניות מהציבור נחלקים בעיני עורכי הדין לשני סוגים: סוג אחד, הפסיביים, אשר יש חשש שלא יגיעו כלל להצבעה על הצעת רכש מלאה. הסוג האחר, אלה שיש להם סכסוך או עימות עם בעל השליטה והם עלולים לסכל את מהלך הפיכת החברה לפרטית משיקולים שאינם ענייניים. אחד מעורכי הדין ציין כי יבדוק את שיעור ההצבעה באספות קודמות של בעלי המניות כדי לדעת אם בעלי המניות מקרב הציבור אקטיביים או פסיביים. עורך דין אחר אמר שיברר "מה הוא (בעל השליטה) יודע על בעלי המניות שלו – אם יש לו סכסוכים, בעלי מניות מיעוט, הסכמים או קשר עם בעל מניות מסוים או שהוא יודע שהוא יקשיב לדעתו". מרואיין אחר אמר כי יברר "האם היו עימותים קודמים בין בעל השליטה לבין בעלי מניות כלשהם... האם יכול להיות שמישהו יסכל את העסקה".

השערת המחקר הייתה כי ככל שפיזור המניות בחברה גדול יותר, כך תגבר הנטייה לבחור במיזוג משולש הופכי ולהפך. מתשובות המרואיינים עולה כי נוכחות הגופים המוסדיים משפיעה בשני מישורים בהקשר זה: במישור הראשון, ניהול המו"מ נתפס כנוח יותר כיוון שבעלי מניות גדולים ובעיקר גופים מוסדיים נתפסים כגורם מקצועי ורציונלי,<sup>83</sup> שמבין כיצד השוק פועל ויטה להיענות להצעה הוגנת. במישור השני, במצב שבו גופים מוסדיים מחזיקים נתח משמעותי ביחס לבעלי מניות אחרים מהציבור, קל יותר להתקרב לדרישת הרוב הגבוהה בהצעת רכש מלאה. לפיכך, במקום שבו ניתן להשיג הסכמה של גופים מוסדיים והם מחזיקים שיעור משמעותי של המניות בקרב הציבור תהיה הנטייה לבחור במסלול של הצעת רכש מלאה גבוהה יותר.

שיקול חשוב נוסף שעלה בקרב כשליש מהמרואיינים היה מידת הדחיפות בהפיכת החברה לפרטית. אחד מעורכי הדין הסביר: "המהירות – 14 יום בהצעת רכש מלאה לעומת חודשים של משא ומתן במיזוג משולש הופכי. מי שהפער של הזמן מאוד חשוב לו, נגיד לו ללכת להצעת רכש מלאה, אבל מי שאין לו לחץ של זמן – אז אין בכלל שאלה, נמליץ על מיזוג".

נתונים נוספים שצינו עורכי הדין אינם משפיעים על הבחירה בטכניקת המחיקה אלא נועדו לתת ללקוח תמונה מדויקת על החובות שיחולו על החברה בעתיד. כך למשל אמרו עורכי הדין כי יבררו אם

83 ראו גם ביטוי לדעה זו בפסיקה: ת"צ (מחוזי ת"א) 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ (פורסם בנבו, 21.12.2015).

לחברה יש גם איגרות חוב סחירות. במקרה כזה, גם לאחר רכישת המניות שבידי הציבור תמשיך החברה להיות "חברה מדווחת", שכפופה לחובות רגולטוריות.<sup>84</sup> איש מהמרוויינים לא נקב ביוזמתו במידע על אודות מחיר המניה כנתון רלוונטי לענייננו. לפיכך, עלתה השאלה באופן יזום. מכלל המרוויינים, שבעה השיבו כי מחיר המניה אינו שיקול בבחירת הטכניקה. אחד מעורכי הדין הסביר: "הסחירות היא נמוכה, אז מחיר השוק הוא בדרך כלל לא אינדיקציה לכלום". עורך דין אחר אמר: "כשהולכים למהלך כזה אתה יודע שבכל מקרה בית המשפט יקבע את המחיר, כי בכל מקרה תהיה תביעה".

ארבעה מהמרוויינים גרסו אחרת. אחד ציין בין השיקולים שיברר את המחיר. "אתה מנסה להבין איזה מחיר בעל השליטה רוצה. האם אפשר לקבל את המחיר הזה, האם יש לו מימון". בניגוד להשערת המחקר שלפיה יוביל מחיר מניה נמוך לבחירה בדרך של מיזוג משולש הופכי, עולה מהראיונות כי פער בין מחיר השוק לבין הערכות השווי של בעל השליטה יטה את הכף דווקא להצעת רכש מלאה. הנימוק נעוץ בכך שמחיר העסקה נקבע בצילו של בית המשפט. לנוכח החשש מהתערבות שיפוטית בקביעת המחיר ההוגן, היתרון הטמון בהצעת רכש מלאה הוא היכולת של המציע לגרר את הסיכון שבהתערבות שיפוטית במחיר לשיעור מרבי של חמישה אחוזים מבעלי המניות שהצעת הרכש נכפתה עליהם. אחד מעורכי הדין הסביר כך:

בהצעת רכש מלאה אם אתה נותן את הגילוי המספק, אז החשיפה שלך היא רק חמישה אחוז, בשונה ממיזוג משולש הופכי שהחשיפה שלך היא של 100 אחוז, אם החסר שבו נסחרת המניה הוא גדול אז יכול להיות שהפער שתצטרך לשלם כדי להגיע לשווי DCF ראוי הוא יותר גדול, מה שבמכפלות הופך את זה לכך שבהצעת רכש מלאה הפער הזה יהיה קטן, כי זה רק כפול חמישה אחוז ובמיזוג זה כפול 100 אחוז זה יהיה יותר כסף. אז יכול להיות שכלל שהיא נסחרת בחסר כך כדאי לי יותר לדחוף דווקא להצעת רכש מלאה.<sup>85</sup>

עורך דין אחר אמר: "זה בהחלט שיקול משני בשאלה אם ללכת להצעת רכש. זה שיקול כי הציבור יבין שהמניה בשפל. זה משני כי הנחת המוצא שלנו היא שהסיכוי להעביר הצעת רכש הוא נמוך". עם זאת, כאשר הציבור מצוי בעמדת מיקוח סיסטמית נחותה עשוי מחיר מניה נמוך להטות את הכף לבחירה בהצעת רכש מלאה. אחד המרוויינים הסביר: "מתי הצעת רכש תצליח? כשיש לך משקיעים לא מתוחכמים, כשבעל השליטה מחזיק בכמות אדירה של מניות ויש לך ציבור לא מאורגן ולא מיועד. מתי זה הצליח? בעיקר אחרי 2008, כשחברות נסחרו מתחת להון העצמי שלהן, והציבור היה לחוץ למכור את המניות. אבל זו שיטה שלא יכולה להצליח בשום חברה רצינית וגדולה".

84 ס' 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968; חוק החברות (תיקון מס' 17), התשע"א-2011, ס"ח 2315, המטיל חובות ממשל תאגידי על חברות אג"ח.

85 לעניין שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF), ראו לעיל ה"ש 37; ערן בן חורין, ניר יוסף וטל מופקדי המדריך להערכת שווי חברות – תיאוריה, פרקטיקה ומה שביניהן 111-153 (2013).

החשיבות המועטה שייחסו עורכי הדין למחיר המגניה נובעת אפוא מהיותו שיקול כלכלי ולא שיקול משפטי, לכן אין זה מרכיב מרכזי בליבת הייעוץ המשפטי.

השאלה אם בעל השליטה נעזר בהערכת שווי הניבה תשובות מגוונות. מרואיין אחד אמר כי "אני לא מכיר אף בעל שליטה שצריך הערכת שווי. אני כבעל שליטה מכיר את החברה שלי ויודע כמה היא שווה... הערכת שווי זה משהו פורמלי. מעולם לא נתקלתי בבעל שליטה שצריך את זה". לעומתו אמר עורך דין אחר: "אני לא ממליץ לבעל שליטה ללכת לתהליך כזה בלי הערכת שווי ובלי שאני בתור עורך הדין אדע שיש לו".

בצד זאת, המרואיינים שהתייחסו להערכת שווי גרסו ברובם כי אין חובה חוקית לגלות הערכת שווי כזו. אחד מעורכי הדין הסביר כי הערכת שווי נסמכת על מידע גלוי לציבור ולכן אינה מידע מהותי חדש.<sup>86</sup> עורך דין אחר הסביר כי אף אם עולה חשש שהערכת השווי תהיה חייבת בגילוי, ניתן לעקוף חובה זו על ידי בקשת הערכת שווי "לא חתומה" או מסמך לא פורמלי מסמנכ"ל הכספים של החברה.

## 5. חברות ייעוץ לגופים מוסדיים

לנוכח המשקל הרב שמייחסים עורכי הדין לבעלי מניות מוסדיים, נבדקה התייחסותם לחברות הייעוץ לגופים מוסדיים.<sup>87</sup> בתחום זה בולטת בישראל חברת הייעוץ "אנטרופי שירותי מחקר" (להלן – "אנטרופי").<sup>88</sup>

מכלל המרואיינים, חמישה מרואיינים השיבו כי עמדתה של אנטרופי אינה שיקול משמעותי בבחירת חלופת המחיקה. למרות זאת, חברת הייעוץ התגלתה כגורם שכל עורכי הדין רואים בו חלק מתהליך הפיכת החברה לפרטית. אזכור חברת הייעוץ עורר סנטימנט שלילי אשר נעוץ בגישתה הביקורתית – כפי שעורכי הדין מבינים אותה – כלפי השימוש במיזוג משולש הופכי. רוב המרואיינים טענו כי עמדת אנטרופי ידועה מראש, והיא מתנגדת באופן עקרוני למיזוג משולש הופכי. עמדה זו

86 בארצות הברית מחויבת החברה בפרסום חוות דעת שניתנו כחלק מתהליך הצעת הרכש המלאה. ראו 17 C.F.R. § 229.1015; *In re Pure Res. Inc. S'holders Litig.*, 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002) הדן בהיקף חובת הגילוי ביחס להמשך פעילותה של החברה, דוגמת הרזרבות שלה, יכולות הייצור ונכסיה הגיאוגרפיים.

87 כדי להתמודד עם העלויות הגבוהות הכרוכות בחובה המוטלת על גופים מוסדיים כגון קרנות פנסיה, קופות גמל וקרנות נאמנות להשתתף ולהצביע בשורה ארוכה של החלטות המובאות לאישור אסיפת בעלי המניות רשאים גופים אלה להיעזר בחברות ייעוץ לצורך איסוף מידע וגיבוש עמדתם בהצבעה. ס' 5 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט–2009. יודגש, כי חובת הגופים המוסדיים בסופו של דבר, אף אם התייעצו עם גורם מייעץ, לפעול על פי שיקול דעתם העצמאי. ס' 86 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994. על הרציונל של השימוש בחברות הייעוץ ראו גם באופן כללי: משרד האוצר דוח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל 20 (2007).

88 חברת אנטרופי פועלת בתחום הייעוץ לגופים מוסדיים, לצד חברות נוספות כגון חברת "עמדה". כמו כן, כחלק מהגופים המוסדיים קיימות מחלקות אנליזה עצמאיות והם אינם מסתייעים בחברות ייעוץ חיצוניות. המרואיינים במחקר ציינו בהקשר זה כדוגמה בולטת את בית ההשקעות "פסגות", חברת אנטרופי [www.entropy.co.il](http://www.entropy.co.il).

הוצגה כ"עיוות חמור". חלק ניכר מהמרוויינים טען כי אין לאנטרופי מומחיות בהערכת שווי. אחד מהמרוויינים הגדיר את הכוח שצברה חברת הייעוץ בתהליך קבלת ההחלטות כמילה "הזוי". עורך דין אחד אמר:

זו בעיניי תקלה נוראית שהם נגד מיזוג משולש הופכי. לא נותנים תמריצים לדירקטורים לפעול כהלכה. לדעתי צריך לחלק גזרים ולא רק מקלות. אנטרופי מבחינתה לא מעניין אותה מה היה בתהליך. גם אם היא (החברה) הייתה מאוד טובה (בביצוע תהליך המיזוג) זה לא מעניין אותם.

מרווייין אחר אמר:

אנחנו מכירים את העמדה (של אנטרופי) ואנחנו יודעים שבסוף היום יש חשדנות לוועדות בלתי תלויות. כמובן שמתייחסים לעמדתה, אנו מכבדים אותה, מדברים איתה ומנסים לשכנע אותה ואם אנחנו חושבים שהעמדה שלה לא מוצדקת נציף זאת. אני לא חושב שזה ישפיע על בחירה באיזה מהטכניקות.

לדברי אחד המרוויינים, הביקורת של חברת הייעוץ על השימוש במיזוג המשולש ההופכי נובעת מהמיקוד המקצועי של החברה בתהליכי ממשל תאגידי. מרווייין זה הסביר:

עמדת אנטרופי לא תהווה שיקול כי בסוף בהתנהלות נכונה מיזוג משולש זה לא תהליך פחות נכון מהצעת רכש מלאה. אנטרופי לדעתי פחות מבינים בשווי, מחיר, הם יותר מבינים בשאלות של ממשל תאגידי.

מרווייין נוסף סיפר כי התנגדותה של חברת הייעוץ נוטרלה במקרה שבו היו בחברה בעלי מניות מוסדיים שאינם נסמכים על חוות הדעת של אנטרופי. הוא הסביר:

...הצלחנו עם המוסדיים בניגוד לעמדת אנטרופי כי המוסדיים המתוחכמים שיש להם מחלקות אנליזה משלהם אומרים 'בכסף אנחנו מבינים יותר טוב מאנטרופי, אז אנטרופי תגיד לי אם המחיר נכון או לא?' ... אם אני יודע שמדובר בעסקה עם אלטשולר-שחם או פסגות שיש להם מחלקות (ייעוץ) אז אני אדבר איתם. אנטרופי תומכת בהצעת רכש בטיעון שב-95 אחוז כוח הסחיטה של הציבור גבוה יותר ממיזוג משולש הופכי ולכן הציבור יוכל למקסם מחיר דווקא בהצעת רכש. זו גישה מוטעית.

שבעה מרוויינים ייחסו חשיבות לעמדתה של חברת הייעוץ אך גרסו שעמדתה אינה מכרעת. "קשה להתעלם מאנטרופי בשוק וגם לא יהיה נכון לעשות את זה. הם לא המשפטנים הכי גדולים אבל הם פה", אמר אחד המרוויינים. כמה מרוויינים הסבירו כי כאשר תנאי עסקת המיזוג ראויים, הם פועלים במידת הצורך לעקיפתה של אנטרופי וניהול משא ומתן ישיר עם בעלי מניות מוסדיים. לדברי אחד מעורכי הדין:

אנטרופי או לא, בסופו של דבר לכל חברה יש דיאלוג ומערכת יחסים שמתקיימת בין כל בעלי המניות, גם אם הם מוסדיים, לבין בעלי השליטה, אתה יודע אם הם מרוצים

ממך או לא. אנטרופי זה בסך הכול גוף שמייצעץ להם. קרה לא פעם שהגופים האלה פעלו בניגוד למה שאנטרופי המליצו.

## 6. עלות הפרוצדורה

מחקרנו מצביע לראשונה על מרכזיותה של עלות הפרוצדורה הנבחרת. מיזוג משולש הופכי יקר ביותר בהשוואה להצעת הרכש המלאה עד כדי כך שחלופת המיזוג כמעט אינה רלוונטית בחברות קטנות. מכלל המרואיינים, תשעה השיבו כי עלותו של התהליך תשפיע על בחירת הטכניקה. היתר סברו שהעלות אינה שיקול רלוונטי. מחצית מקרב המרואיינים שציינו את העלות כשיקול משמעותי הוסיפו ביוזמתם כי שיקול זה יעלה רק בחברות קטנות, אשר במקרים רבים לא יכולות לשאת בעלות הליך המיזוג.

העלות הגבוהה של מיזוג משולש הופכי נובעת מהצורך להקים ועדה בלתי-תלויה שמתכנסת מספר רב של פעמים, בכל ישיבה משולם שכר לדירקטורים בגין הישיבה וכן נדרשת העסקת יועצים ומומחים. אחד המרואיינים תיאר עסקת מיזוג כך:

ההתעסקות עם הוועדה הבלתי-תלויה הייתה קשה ומעיקה. למה מעיקה? כי זה היה גדול על הדירקטורים והדח"צים. הדח"צים היו פעם ראשונה מעורבים בכזה תהליך, והם החליטו שכל האחריות נופלת עליהם, והתחילו לשגע אותנו. לקח שבועיים עד שהם בחרו מי יהיה מעריך השווי, הם ראינו חמישה עורכי דין (כדי לבחור מי) ייצג אותם, למה? באו משרדי עורכי דין ואמרו להם כמה זה תהליך מסוכן ויתבעו אתכם, הנחת המוצא שתוגש תביעה אחרי כל עסקה כזאת.

מרואיין אחר אמר: "עסקתי רק בחברות גדולות אז השיקול הכלכלי בטל בשישים. בחברות קטנות זה לגמרי משפיע". עוד מרואיין ציין: "מיזוג משולש הופכי עם הוועדה המיוחדת – רק ההליך עולה מיליוני דולרים. לצערנו חברות קטנות ובינוניות לא יכולות לסבול מחירים כאלה".

## 7. עצמאות הדירקטוריון

מבין החלופות הנדונות במאמרנו, הדירקטוריון מעורב רק בעסקאות מיזוג. הדירקטורים החיצוניים אשר מהווים רוב בוועדת הביקורת יהיו בדרך כלל גם חברי הוועדה הבלתי-תלויה. עובדה זו משמעותית משום שמחיקת החברה מהבורסה (כל עוד היא אינה נשאת כ"חברה מדווחת") תוביל לסיום תפקידם של הדירקטורים החיצוניים.<sup>89</sup> עם זאת, גם לאחר סיום תפקידם, הדירקטורים החיצוניים נותרים חשופים לסיכון של תביעה מצד בעלי מניות בגין החלטות העבר. מכלל המרואיינים, מחצית אמרו כי הסנטימנט של הדירקטורים והדח"צים כלפי בעל השליטה משפיע על החלופה שתיבחר. אחד מהם הסביר:

89 ס' 92(א)(12) לחוק החברות קובע שאם לחברה איגרות חוב סחירות עליה להמשיך לכלול בדירקטוריון שני דירקטורים חיצוניים.

בעסקה שנעצרה בדיעבד אחרי שראיתי את ההתנהלות של הדירקטורים לא הייתי בטוח שהייתי הולך למיזוג. כלומר כיום הייתי בוחן מה חיבתם, לא לבעל השליטה אלא לעסקה... כשמחליטים ללכת למיזוג צריך לכמת גם את הסיכון הזה. אם התחלנו את התהליך במחיר מסוים, יש תפיסת עולם שזה המחיר שיכול לעבור, אז הדח"צים כן נכנסים למשחק ... אמנם הסיכוי שהם יפוצצו משהו הוא לא גבוה, אבל הם יעשו חיים קשים, הם לא יוותרו על הדברים האלה (למשל עוד חוות דעת) רק בגלל חיבתם לבעל השליטה, ובעל השליטה יתעצבן.

לדברי מרואיין אחר, "הסנטימנט של הדח"צים חשוב מאוד. הם יכולים להפיל את זה או להקים את זה ... בסופו של יום הדח"צים האלה הולכים הביתה אחר כך". בקרב המחצית האחרת של המרואיינים רווחה הדעה כי המסגרת המקצועית והמשפטית של הדירקטורים מנטרלת את הסנטימנט האישי. מרואיין תיאר זאת כך:

על דירקטורים יש חובות שהם צריכים לקיים ויש להם תפקיד מסוים כי הם צריכים לבחון אם זו הצעה אטרקטיבית עבור החברה ולהגיע למסקנה שאין להם אלטרנטיבה יותר טובה. הם לא יכולים להגיד אנחנו פשוט לא אוהבים את בעל השליטה ולסכל את זה. עליהם להיות ענייניים. נכון שהם חוששים מחשיפה ויכול להיות שהם לא יודעים לנהל משא ומתן, אבל חלק מהעניין הוא שהם תמיד ישכרו משרד עורכי דין טוב, מומחים, אז עוזרים להם. גם החברה בדרך כלל מעורבת, הם אמורים לקבל את העזרה הטכנית לפחות מהחברה, הם מקבלים את המעטפת והתמיכה כדי להגיע להחלטה מושכלת.

מרואיין אחר הוסיף: "בסוף היום אנחנו יועצים משפטיים ואנחנו יכולים להסביר לוועדה מה מצופה מהם – מה התפקיד שלהם, למקסם את התשואה של החברה, להגיע לתמורה הוגנת, לשמור על אי-התלות שלהם, לבחון את הערכת השווי, לבקש את עמדת ההנהלה ככל שהיא רלוונטית...". מרואיין אחר אמר: "כשאני מייצג ועדה בלתי-תלויה, אני נמצא בקופסא שחורה, וגם אם בעל השליטה חשב על דירקטורים שהם בכיס שלו – הם יהיו בסוף הכי לוחמניים. אף אחד לא יכול להיות נוכח בתוך הוועדה הבלתי-תלויה, ולכן הם לא מפחדים לעשות מה שהם באמת רוצים בפועל".<sup>90</sup> מרואיינים אחרים הסבירו כי הסנטימנט של הדירקטורים פחות חשוב בבחירת החלופה כי ניתן להתגבר עליו. אחד המרואיינים אמר: "דח"צים, גם אם הם שומרי סף – תחליף אותם ואחרי זה תעשה את זה. זה פקטור אבל בפרקטיקה זה לא מאוד נפוץ שיש להם השפעה". לעומת זאת, עורך דין אחר אמר כי "יש את הממד האנושי, ובעל השליטה ידע בסופו של דבר שמישהו מתנגד".

90 נעיר כי תיאור זה נסתר לכאורה לפחות במקרה ידוע אחד של עסקת בעלי עניין. לפי פרסומים בעיתונות על אודות חקירת הרשות לניירות ערך בעניינה של חברת בזק דלף לכאורה מידע שאמור היה להישמר בסודיות מדינייה של ועדה בלתי-תלויה לבעל השליטה שעזמו נוהל משא ומתן. תומר גנון "החשד: מזכירת בזק קיבלה בונוס וקודמה בתפקיד בתמורה להדלפת מידע לאלוביין" **כלכליסט** – משפט [www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3717179,00.html](http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3717179,00.html) (15.7.2017)

השערת המחקר כי הסנטימנט של הדירקטוריון כלפי בעל השליטה יהיה גורם בעל השפעה על בחירת טכניקת המחיקה נסתרה אפוא בחלקה. כחצי מהמרוויינים סברו כי סנטימנט חיובי יטה את הכף לכיוון מיזוג, ואילו מחצית אחרת סברה שהשיקול אינו משמעותי. עם זאת, מדברי המרוויינים עולה החשיבות של האופן שבו מוסברת לדירקטורים האחריות המשפטית המוטלת עליהם.

## 8. חוסר ודאות ביחס למחיר העסקה וסעד הערכת שווי

האם הסכום המרבי שאותו מוכן בעל השליטה לשלם ישפיע על החלופה הנבחרת? כל המרוויינים סברו כי בעל השליטה מקצה מראש סכום לעסקה או לכל הפחות מציב גבול עליון שממנו לא יחרוג. מחצית המרוויינים הוסיפו מיוזמתם כי בעל השליטה לא יגלה לעורכי דינו מהו גבול זה. למרות שהנתון אינו ידוע להם, תשעה מרוויינים אמרו כי מגבלות התקציב ישפיעו על החלופה שתיבחר. רק שלושה השיבו שאין לכך השפעה.

השפעת התקציב מיוחסת לעלויות הבלתי־צפויות של כל אחת מחלופות העסקה. עם זאת, לא נמצאה אחידות דעים בשאלה איזו מבין החלופות טומנת בחובה אי־ודאות גדולה יותר ביחס למחיר הסופי בעסקה. אחד המרוויינים הסביר כי "במיזוג וגם בהצעת רכש יש תקציב, לדעתי בהצעת רכש יש סיכוי שתיגרר לתיקוני מחיר. זה יכול להשפיע על זה שילך למיזוג. גם במיזוג זה יתבצע במובן מסוים מאחורי הקלעים, אבל לדעתי לבעלי שליטה יותר נוח לנהל משא ומתן עם ועדה ולא עם הציבור".

לדברי עורך דין אחר:

בהצעת רכש מלאה קורה יותר שאתה עושה יותר סבכים, בשונה ממיזוג – אתה מאשר אותו בשווי הראשוני שאתה החלטת ואתה חושף את עצמך לתביעות אחרי זה. בהצעת רכש מלאה אתה בא לתהליך עם אורך רוח, במיזוג אתה תגיד "זה מה שאני אציע" ולא יותר מזה. ואז אתה תסגור את העסקה במחיר המקורי. אם יש לך יותר אורך רוח לעלות במחיר אתה תלך להצעת רכש מלאה ואם לא, תציע ללקוח "תלך למיזוג".

מרווייין אחר טען: "אם (בעל השליטה) רוצה לשלם פחות, שילך להצעת רכש. הוא צריך לדעת מה הגבולות שלו. כמשקיע רציונלי הוא צריך לדעת את הגבולות. בהצעת רכש סבירות למחיר נמוך יותר". עורך דין אחר הוסיף: "אם אין לי איזשהו בעל מניות סחטן, אני אבחר בהצעת רכש מלאה, כי היכולת לשלוט במחיר הרבה יותר גבוהה. במיזוג אין את הוודאות הזאת".

בניסיון לעמוד על השפעת בית המשפט בהקשר זה, נשאלו המרוויינים לגבי המשמעות של התערבות בית המשפט במחיר במסגרת סעד הערכת שווי. חמישה מרוויינים הסבירו כי תביעה תוגש בכל מקרה לאחר העסקה, תהא החלופה שתיבחר אשר תהא, ולכן להתערבות בית המשפט אין השפעה על הטכניקה שתיבחר. שלושה סברו כי בסעד הערכה גלום יתרון בהשוואה להליך מיזוג, משום שהפיצויים במקרה זה מוגבלים לבעלי המניות שהתנגדו להצעת הרכש:

יכול להיות שהפוך. שהוא מעודד. במידה מסוימת יש סעד הערכה גם במיזוג משולש הופכי, כלומר זה לא סעד הערכה לפי הדין אבל עדיין יש ביקורת של בית המשפט גם

על השווי. החשיפה יותר גדולה במיזוג משולש הופכי... אני חושב שסעד הערכה הוא דבר טוב – כי ההבדל אם אני חשוף ב-5% ולא ב-100% הוא דרמטי.

נסתרה אפוא השערת המחקר כי סעד הערכת שווי הוא גורם המרתיע מבחירה בהצעת רכש מלאה.

## 9. הוועדה הבלתי-תלויה והגנת כלל שיקול הדעת העסקי

הפרקטיקה של הקמת ועדה בלתי-תלויה השתרשה כדרך לחסן עסקת מיזוג משולש הופכי מפני ביקורת מהותית של בית המשפט. סוגיה זו עוררה תגובות אמוציונליות אצל המרואיינים. שמונה ביקשו להתייחס באופן רחב לנושא הוועדה הבלתי-תלויה. מבין אלה, שלושה הדגישו את חוסר הוודאות במידת ההגנה המשפטית שההליך מעניק לנושאי המשרה ולעומתם חמישה הדגישו את החסינות שהוא מקנה. במוקד הביקורת של המרואיינים עמדה ההשוואה למשפט האמריקאי. המרואיינים ביטאו תסכול מהקושי להבטיח לנושאי משרה חסינות מפני ביקורת שיפוטית גם כאשר נושאי המשרה פועלים בהתאם לסטנדרטים שהיו זוכים להגנה בדין האמריקאי. כך תיאר אחד מעורכי הדין:

בוא נניח שעשינו את התהליך באמריקה. כאשר זה מגיע לבית המשפט אתה מקבל הגנת business judgement. פסק דין MFW אומר מה יקרה אם ביציאה לדרך מראש אמרתי שהעסקה תנוהל על ידי ועדה מיוחדת וגם תובא בסופו של יום לאישור של בעלי מניות המיעוט. בית המשפט אומר שהיא חסינה מביקורת. אתה מביא את זה לישראל ואתה עושה עסקה עם ועדת ביקורת, עם דירקטוריון, עם ועדה מיוחדת, ואז זה מגיע לבית המשפט ואומר לך השופט שזה לא אומר שהוא לא יבדוק את העסקה. באמריקה זה סילוק על הסף, מוגשת תביעה ותוך חודש יש פסק דין, כי בית המשפט אומר שהפרוצדורה הייתה תקינה אם אין לך טענה מהותית על זה שהוועדה המיוחדת לא פעלה כדין או הטעיה בגילוי. בישראל, בדיוק הפוך. אז מה הטעם? הרעיון האמריקאי היה שלבית המשפט אין כלים להעריך את המחיר הנכון, אז הם מסתכלים על פרוצדורה ומנסים לייצר תמריצים להליך ראוי. הם רוצים לתת לדירקטורים גזר. בישראל זה לא עוזר לך. אתה עושה את התהליך הזה, הדירקטורים בלחץ, העסקה לוקחת חודשים וזה מגיע לבית המשפט. אז אני בא לדירקטוריון ואומר: "תשמעו, אני לא יכול להבטיח לכם כלום".

מרואיין אחר ציין כי "ההנחה שבמיזוג כשאתה עושה הליך כמו שצריך אתה מוגן. בפועל אין באמת ודאות. בתי המשפט כנראה יתערבו גם אם ההליך היה ראוי ונכון". קובלנה דומה השמיע מרואיין אחר:

בישראל בשנים האחרונות מייבאים את החוק של דלאוור אבל לא עושים את זה באופן מלא וזה בעייתי... בסיטואציה שבה יש גם ועדה מיוחדת שדואגת לבעלי המניות, דואגת למקסם בעבורם את העסקה, ואחרי זה גם הרוב מהמיעוט (של בעלי המניות)

צריך לאשר את זה, בעלי המניות ברוב המכריע של המקרים ימצאו את עצמם בעסקה טובה יותר מאשר בהצעת רכש מלאה, שבה הוועדה הבלתי-תלויה לא מעורבת. ... בגדול בגלל שיותר ויותר מייבאים מדלאוור זה אמור לעזור לתהליך – אם אתה עושה את זה נכון והוועדה המיוחדת היא אמיתית ואתה מרכיב אותה כמו שצריך והיא מתחילת התהליך ויש לה יכולת אמיתית לנהל מו"מ, זה אמור לעזור מבחינת היכולת של הצדדים להתמודד בתביעה עתידית.

תסכול עולה גם מדברי מרואיין אחר, שתיאר את קבלת ההחלטות בתביעה שהתמקדה במיזוג באופן הבא:

בית המשפט אמר שההליך היה מצוין והוא בכל זאת התערב בשווי. ... בית המשפט לא מקבל את ההחלטה של הוועדה העצמאית כ"כזה ראה וקדש", גם אם תגיד לו שהיא קיימה 30 ישיבות והיה יועץ משפטי עצמאי ושהיא ניהלה משא ומתן וכולם הגיעו להסכמה פה אחד, בית המשפט עדיין יבחן את המחיר וילך ויוסיף חצי שקל. כולם סקפטים לגבי התפקוד הטוהור של הוועדות האלה. אני מאמין שבעל השליטה לא נכנס ומעורב בוועדה. הרושם שלי הוא שהוועדה הבלתי-תלויה היא באמת עצמאית ומנהלת משא ומתן אמיתי.

אחד המרואיינים טען בסערת נפש כי הביקורת שיפוטית סובלת מהטיה של חוכמה בדיעבד:

חברה נרכשה על ידי בעל השליטה במחיר מסוים. אחרי חמש שנים התברר בדיעבד שערך אחד הנכסים בחברה עלה. אם הערך ירד זה בסדר, לא יחזירו את הכסף לבעל השליטה, אבל אם הערך עלה, אז רימיתם את בעל המניות, תשלמו עוד. שבתי המשפט לא יבלבלו את השכל שהם לא שופטים בדיעבד. פסק דין ורדניקוב הוא מזעזע – הכי מסתכל בדיעבד.

רוב המרואיינים טענו שיש לתת אמון בוועדה הבלתי-תלויה וקבלו על הספקנות מצד בית המשפט, אם כי חלק גדול ציין כי מי שמקיים את הפרוצדורה כהלכה זוכה להגנה מהתערבות שיפוטית. אחד מהם אמר: "במיזוג רוב הסיכויים שבעל השליטה ישלם יותר מהצעת רכש מלאה. למה? כי הוועדות הבלתי-תלויות הן אמיתיות, הן יכולות להיות מאוד אגרסיביות ובעל השליטה מאבד שליטה בתהליך". מרואיין שיעץ לכמה ועדות בלתי-תלויות הוסיף:

עושים קסמים ונפלאות עם המכשיר הזה. אם משתמשים בו נכון ואתה מייצג באמת את הוועדה הבלתי-תלויה כשאתה לא עושה חשבון לבעל השליטה, אז זה כמו משא ומתן בין צדדים רחוקים. ניהלנו משא ומתן מול אנשים מטעמו (של בעל השליטה) שצעקו, איימו כעסו ובסוף אנחנו מסבירים להם שזה לטובת בעל השליטה, כי אם אתה מוכיח שנעשתה פרוצדורה נכונה זה נותן לו הגנה בבית המשפט. אולי אנחנו מעצבנים אותו, אבל זה לטובתו.

מרואיין אחר אמר: "לטעמי, היום, למרות שהשופטים לא מוכנים להגיד שחל פה MFW, אבל מי שעושה את התהליך כמו שצריך הוא במינימום חשיפה". לדברי אחד מעורכי הדין (הוועדה הבלתי-

תלויה) מחזקת את הנטייה ללכת למיזוג משולש הופכי. בעל השליטה לא מת על זה והוא היה שמח להיפטר מזה אבל זה נותן מתווה עבודה שאומר – אם תפעל ככה אנחנו ניתן לך חסינות". למרות השכנוע העצמי של המרואיינים בטוהר ובעצמאות עבודתה של הוועדה הבלתי-תלויה, עלו מדבריהם היבטים המעוררים את החשד כי יש לבעלי השליטה או מי מטעמם יכולת להשפיע על הוועדה. עיקר ההשפעה מתבטאת בהכוונה מראש של עבודת הוועדה. כך למשל, עורכי הדין סיפרו כי הם – ולא הדירקטורים – מנהלים את עיקר המשא ומתן בשם הוועדה; עורכי הדין שייצגו בעלי שליטה סיפרו כי הם אלה שמדריכים את הדירקטורים שאינם מיומנים בניהול משא ומתן ואינם מכירים את מאפייני ההליך הייחודי. עורכי הדין מתווים אפוא מראש כיצד הדירקטורים יפעלו לממש את הסמכויות שניתנו לוועדה. עורכי הדין אף אמרו כי לבעל השליטה השפעה על הגורם שיעניק ייעוץ משפטי לוועדה. אחד המרואיינים שייצג בעל שליטה בעסקת מיזוג משולש הופכי סיפר:

אני הבאתי את עורך הדין שייצג את הוועדה. אני המלצתי לדירקטוריון והם קיבלו את המלצתי. ברור שהדירקטוריון מביא את מי שאנחנו רוצים.

מרואיינים אחרים אישרו כי המצב שבו עורכי הדין המייצגים את הוועדה הומלצו על ידי עורך הדין של בעל השליטה הוא פרקטיקה מוכרת. לטענת אחד מהם:

אפשר להסתכל על זה באופן ציני, נניח עורך דין שמייצג את הוועדה רוצה לקבל עוד תיקים כאלה, ואם עורך הדין של בעל השליטה יבין שהוא (עורך הדין של הוועדה) עושה לו בעיות אז הוא לא יתקשר אליו בפעם הבאה, זה מה הופך את הייעוץ לחלש או לקואופרטיבי. מצד שני, זה לא שחור ולבן, זה לא שאם עורך הדין של הוועדה מבקש לעשות את עבודתו בצורה ראויה ואמינה ואיכותית הוא בהכרח יתאים את עצמו למה שבעל השליטה ירצה לשמוע.

עמדת המרואיינים ביחס לוועדה הבלתי-תלויה מושפעת אפוא מחוסר הוודאות ביחס לעומק הביקורת השיפוטית שיפעיל בית המשפט על עסקת המיזוג. מכאן, שקיים פער זמני בין חלופת המיזוג לחלופת הצעת הרכש אשר נובע מהשלב ההתפתחותי של כל אחת מהטכניקות. הקליטה הזהירה והמדודה של הדין בדלאוור בנוגע לוועדה הבלתי-תלויה,<sup>91</sup> והעמדה של בית המשפט העליון שהגנת שיקול הדעת העסקי בישראל תיעשה תוך התאמות לתנאי הארץ ותושביה,<sup>92</sup> מכרסמות במידת הוודאות שיכול יועץ משפטי להבטיח למקבלי החלטות הבורחים בעסקת מיזוג. התפתחות של מנגנון משפטי בדרך קזואיסטית עלולה להתאפיין בחוסר ודאות, ויש להניח כי זו תפחת ככל שיתחדדו הכללים באשר לאופן מינויה, פעולתה וסמכויותיה של הוועדה הבלתי-תלויה.

בצד חוסר הוודאות המשפטית, קיים בעסקת מיזוג גם סיכון כלכלי גדול יותר לבעל השליטה. בשונה מהצעת רכש מלאה, אם ימצא בית המשפט כי יש להתערב במחיר שסוכם, יוטל על בעל

91 תנ"ג (מחוזי ת"א) 48081-11-11 רונפלד נ' בנדב, פס' 141 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 17.3.2013); תנ"ג (מחוזי ת"א) 35114-03-12 אשש נ' עטיה, פס' 156–157 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 24.6.2015); עניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 57, פס' 95 לפסק דינו של השופט עמית.

92 שם, פס' 84–87 לפסק דינו של השופט עמית.

השליטה לפצות את כל בעלי המניות מהציבור ולא רק את בעלי המניות שהתנגדו לעסקה, כנהוג בסעד הערכת שווי.

## 10. הטכניקה שמאזנת את האינטרסים באופן מיטבי

נקודת המוצא בדין היא שהאיזונים השונים הטמונים בכל אחת מהחלופות להפיכת חברה ציבורית לפרטית אמורים להניב שוויון מהותי בין החלופות.<sup>93</sup> עורכי הדין שרואיינו במחקרנו סברו אחרת. אחד-עשר אמרו כי לדעתם מיוזג היא הטכניקה שמאזנת בצורה הטובה וההוגנת ביותר בין האינטרס של בעל השליטה והאינטרס של בעלי מניות מהציבור. לדברי אחד מהמרואינים:

הצעת הרכש המלאה כיום בשיטתנו היא תקלה. היה צריך לשנות את הרוב הנדרש – רוב מתוך המיעוט למשל ולא 95% ואז אפשר היה לדבר על השאלה הזאת. הסיכוי להצליח בהצעת רכש מלאה הוא קשה יותר מדי. זה אומר שהיא מצד אחד מגנה טוב יותר על המיעוט, אבל מצד שני היא גם פוגעת במיעוט כי זה אומר שיש עסקאות שלא יוצאות לפועל. נקודת המוצא שלנו צריכה להיות שעסקת going private היא גם לטובת המיעוט ולא רק לטובת בעל השליטה. תאר לעצמך שבא קונה זר ומוכן לשלם מחיר טוב. הוא יקום וילך הלאה בגלל שהוא לא יצליח להגיע לרוב, ובעלי המיעוט יאבדו את העסקה. מנגנון שהוא לא יעיל עשוי להיתפס כמגן אבל הוא בעצם מזיק. תמיד יהיה המשוגע האחרון שיחשוב שמגיע לו יותר.

לדברי מרואיין אחר:

יש יתרון מאוד גדול בזה שהדירקטוריון מעורב, כי הדירקטוריון, גם אם אתה חושב שהוא מייצג רק את בעל השליטה, הוא במידה מסוימת מייצג גם את הציבור. בהצעת רכש מלאה מישוהו בא ואומר מספר. אתה לא מנהל איתו דיון, אתה לא מקבל הערכת שווי, זה המחיר וזהו. הדירקטוריון, בגלל שהוא חושש שיגידו שהוא לא היה בסדר, לפני שהוא מאשר את השווי הוא מנהל תהליך, לוקח הערכת שווי, מגיע למסקנה שזה שווי נכון ואז הוא מאשר את זה. בהצעת רכש יש משהו מאוד חד-צדדי, הוא הולך לציבור, הוא לא עובר בכלל דרך הדירקטוריון – take it or leave it.

מרואיין אחר פרס את היתרונות והחסרונות של כל אחת מהשיטות:

במיוזג התהליך מאוד ארוך, יקר. למה? חוות דעת הוגנות של בנק, שלושה משרד עורכי דין – לחברה, לבעל השליטה ולוועדה הבלתי-תלויה. הוועדה הבלתי-תלויה זה עסק מאוד יקר – הם מקיימים המון פגישות, יש חשיפה לדירקטורים. זה תהליך ארוך ויקר מהצעת רכש מלאה. בתמורה אתה מקבל רף יותר נמוך. בהצעת רכש זה יותר קל – בעלי המניות מחליטים לבד אם הם רוצים או לא, השאלה אם זו טכניקה ריאלי. ...

93 ראו דיון בפרק המבוא במאמר זה.

אם בעל השליטה מחזיק רק 30 אחוז אז זה קשה. זה יכול להגיע לפעמים למיליון דולר על כל הטקס הזה.

מרואיין אחר המחיש את הקושי המעשי שמעוררת הצעת הרכש המלאה:

נניח שיש כארבעה אחוז נעלמים (בעלי מניות שלא מצביעים), אז הרוב שאני צריך להגיע אליו הוא בלתי-סביר. מה שיותר חמור הוא שברגע שזה מתרחש, בעלי מניות עם שיעור החזקות מאוד זניח הופכים להיות לשון מאזניים בסחטנות. אני מכיר דוגמאות מהמציאות שהציעו אפילו לשחד אותם. לכן המנגנון הזה דפוק. המנגנון לא עובד.

המרואינים טענו כי הצעת רכש מלאה היא טכניקה נחותה מבחינת בעלי מניות המיעוט. עורך דין אחד אמר כי "בהצעת רכש הסבירות היא שישולם מחיר נמוך יותר, בניגוד לדעה של חברת הייעוץ אנטרופי". מרואיין אחר הסביר כי בהצעת רכש הוא ממליץ לבעל השליטה להתחיל במחיר נמוך. לדבריו, "בהצעת רכש מלאה... אני ממליץ לבעל השליטה להביא את המחיר הכי נמוך שהוא יכול, כי זו התחלה של משא ומתן וזו פריבילגיה שלא קיימת במיזוג". המרואיין הסביר כי במיזוג צריך המחיר המוצע להיות בגבולות הערכת שווי הוגן של החברה: "במיזוג אני ממליץ לו להביא את המחיר הכי נמוך אבל עם הערכת שווי שתחזיק מים שזה מחיר הוגן".

ההצבעה הגורפת לטובת טכניקת המיזוג עומדת בסתירה לכאורה לנתונים המעדיים כי מספר רב של חברות בוחרות להימחק מהבורסה דווקא בדרך של הצעת רכש מלאה.<sup>94</sup> דרך אחת להסביר את הסתירה בין הנתונים לדברי עורכי הדין היא כי טכניקת הצעת הרכש אינה מאוזנת כי היא מיטיבה דווקא עם בעלי השליטה. אולם, זו אינה רוח הדברים שהשמיעו המרואינים. כך למשל, חלקם הצביעו במפורש על הצורך להפחית את דרישת הרוב החרוגה בהצעת רכש ואחרים טענו כי חוסר היכולת להגיע לכלל בעלי המניות הופך מסלול זה לבלתי-מעשי. הסבר אפשרי אחר לפער בין עמדת עורכי הדין לבין הנתונים על שכיחות הצעות הרכש הוא היותם של המרואינים עורכי דין המייעצים ככלל לחברות גדולות במשק. בחברות אלה החלופה המועדפת היא עסקת מיזוג, ואילו הצעת רכש נתקלת בחוסר היענות מספקת או בהתנגדות של גוש חוסם. הסבר אפשרי נוסף הוא שבמקרים רבים נבחר המסלול של הצעת רכש כאילוץ למרות שאינו מבטיח תוצאות מיטביות מבחינת בעל השליטה, בגלל שהעלות של עסקת מיזוג עולה על הפרמיה העודפת שיידרש בעל השליטה לשלם לבעלי המניות מהציבור כדי להשיג את היענותם להצעת רכש או בגלל הצורך להשלים את המחיקה מהבורסה בדחיפות.

למרות תמיכתם הגורפת של המרואינים במיזוג כטכניקה המאזנת באופן מיטבי את האינטרסים של הצדדים לעסקה, יש לטעמנו לסייג את תוצאה כזו ואולי אף להסיק מסקנה הפוכה. ראשית כול, רוב המרואינים, אף אלה שייצגו ועדות בלתי-תלויות, הם עורכי דין תאגידיים המייעצים לחברות, דירקטוריונים ובעלי שליטה. המרואינים אינם מייצגים את בעלי המניות מהציבור. לפיכך, ייתכן שהעמדות המובעות על ידי עורכי הדין נוטות במודע או שלא במודע לטובת

94 עידו באום וכוכב גילר "חזקת הניצע המתוחכם" משפטים מז 637 (2018).

האינטרסים של מקבלי ההחלטות היוזמים את הפיכתה של חברה ציבורית לחברה פרטית – בעלי השליטה. נאמנותם של עורכי הדין כיועצים משפטיים מציבה אותם ברוב המקרים בצד בעלי השליטה או לכל הפחות תורמת לגיבוש השקפת עולם מקצועית הקרובה לזו של בעלי השליטה בחברות. לעומת זאת, ציבור בעלי המניות ככלל איננו מיוצג בהצעת רכש מלאה על ידי עורכי דין אלא מביע דעתו על מחיר המוצע לו בדרך של הצבעה. במיזוג משולש הופכי זוכה הציבור לייצוג משפטי באופן קונסטרוקטיבי ועקיף באמצעות הייעוץ המשפטי שניתן לוועדה הבלתי-תלויה, אך העמדה הישירה של הציבור מובעת רק באספת בעלי המניות המאשרת את עסקת המיזוג בסופו של דבר, ושם אין לבעלי המניות מהציבור ייעוץ משפטי. המרואיינים במחקר נחשפים אפוא באופן מוגבל, אם בכלל, להשקפת העולם של בעלי המניות מהציבור ויקשה עליהם לשקף עמדה זו בראיונות.

שנית, ההעדפה של עורכי הדין למסלול המיזוג עשויה לנבוע משיקולים אינטרסנטיים.<sup>95</sup> המיזוג עתיר עבודה משפטית ומניב לפיכך שכר טרחה גבוה יותר. אחד המרואיינים הודה בכנות כי לא ייזום מהלך של מחיקת חברה ציבורית מהבורסה משום שהדבר מנוגד לאינטרס הכלכלי שלו. אין לשלול את האפשרות ששיקולים פרטיים של עורכי הדין משפיעים על עמדתם. בהקשר זה ראוי לציין גם כי המיזוג מעניק לעורכי הדין מעורבות רבה יותר בהליך. ייתכן שההעדפה למיזוג נובעת מתחושה אמיתית או מדומה של שליטה טובה יותר בהליך ושל אפשרות לנהל משא ומתן עם שחקנים "רציונליים" שניתן לדבר עימם ולא עם קהל אנונימי ששיקוליו אינם ידועים.

שלישית, נראה לנו כי ההעדפה של המרואיינים לטכניקת המיזוג אינה מבוססת בהכרח על בחינה מושכלת של מנגנוני ההגנה של המיעוט אלא על הקושי המעשי להוציא לפועל הצעת רכש מלאה בגלל היענות דלה של הציבור. מציאות זו עלולה לכלוא חברות ציבוריות בבורסה גם כאשר העלות והתועלת של כל בעלי המניות תומכות בהפיכתה לפרטית. בעיני המרואיינים, חסם זה מטה את הכף לטובת המיזוג ללא קשר לשאלה אם שתי הטכניקות מעניקות הגנה שווה במישור המהותי. שני מרואיינים טענו אומנם כי גם במבחן המחיר שיושג למניה עדיף המיזוג על הצעת רכש מלאה מבחינת בעלי מניות המיעוט, אך דעה זו אינה הדעה הרווחת. לעומת זאת, אחד מעורכי הדין המרואיינים השווה את המחיקה מהבורסה בדרך של מיזוג משולש הופכי למעשה בלתי-מוסרי באומרו כי "מיזוג זה תרגיל. זה לא עסקה אמיתית, ולא לזה התכוונו כשכתבו את פרק המיזוג. באנגליה כשאתה מספר להם על מיזוג משולש הופכי זה בדיוק כמו לספר להם על פורנוגרפיה אצל המלכה. זה בלתי-מקובל לחלוטין".

## ה. מסקנות ופתרונות

מסקנה ביחס לשאלה המרכזית של מחקרנו היא כי בעיני המרואיינים אין לומר כי קיים שוויון מהותי בין טכניקות רכישת מניות הציבור בחברה. עם זאת, קשה להצביע על קונצנזוס לגבי הפערים ביניהן. התובנה המשמעותית ביותר בעינינו מצויה דווקא במישור אחר. מתברר, כי שתי הטכניקות גם יחד אינן מספקות. ממחקרנו עולה כי רשומות למסחר בבורסה חברות שהתועלת הצומחת להן ולציבור בעלי המניות שלהן מהיותן חברות ציבוריות מזערית או שלילית אך אין ביכולתן להימחק מהמסחר.

95 לימור זר-גוטמן "הנאמנויות של עורך הדין" **חובות אמן בדין הישראלי** 243 (רות פלאטרשנער ויהושע שגב עורכים, 2016).

אלה חברות כלואות, שקופת המזומנים שלהן דלה ובעלי המניות שלהם מפוזרים או שיש בהן גוש בעלי מניות המחזיק למעלה מחמישה אחוזים ומתנגד למחיקה מטעמים סחטיים. יש בסיס לסברה כי מספרן של חברות אלה אינו זניח. ככלל, הבורסה והרשות לניירות ערך מעודדות חברות קטנות ובינוניות להירשם למסחר ולהנפיק את מניותיהן לציבור.<sup>96</sup> תנאי הרישום למסחר בבורסה מכתבים כי ככל ששווי השוק של החברה קטן יותר, יהיה שיעור המניות שיוחזק בידי הציבור בעת הרישום למסחר גדול יותר.<sup>97</sup> לפיכך, הסיכון לכך שבעל שליטה לא יוכל להשיג היענות של 95% מקרב בעלי המניות בהצעת רכש מלאה קיים ואולי אף גבוה יחסית בחברות קטנות ובינוניות. רצוי לאפשר לחברות כלואות אלה להימחק מהבורסה בדרך יעילה. הסיכון של היכלאות לא יעילה בבורסה עלול להרחיק חברות מרישום למסחר מלכתחילה. קיומה של דרך יציאה יעילה והוגנת תעודד חברות לגייס הון בדרך של הנפקת מניות בבורסה בידיעה כי בבוא העת תוכל החברה לרכוש מהציבור את המניות ולהפוך שוב לפרטית. הדיון במנגנון המיטבי לכך מורכב, וקצרה היריעה מלפורטו במסגרת רשימה זו.

מהמחקר גם עולה פער מידע בין בעל שליטה לבעלי המניות מהציבור בעסקאות going private. סוגיה זו מחייבת התייחסות, לנוכח פערים בין הטכניקות. מפרט הצעת הרכש המלאה מחייב את המציע לגלות מידע מהותי הדרוש לניצעים לצורך קבלת החלטה מושכלת. בטכניקה של הצעת רכש מלאה מוטלת חובת גילוי על המציע, והניצעים אינם יכולים לדרוש ממנו מידע נוסף. לעומת זאת, במיזוג יכולה ועדה בלתי-תלויה לדרוש מבעל השליטה מידע נוסף אם היא סבורה שנדרש מידע כזה. תוכנה זו עולה מדבריו של אחד המרואיינים אשר ציין כי "בהצעת רכש אתה חייב לגלות הרבה פחות". להבנתנו, אמירה זו מבוססת על תחושת המרואיין ביחס לדרישות העולות במסגרת ניהול המשא ומתן בהליך המיזוג ולא מפערים סטטוטוריים בחובות הגילוי בכל אחת מהטכניקות. מהראינות עולה כי עורכי הדין נוהגים להסביר לבעל השליטה מהו המידע שהוא חייב לגלות ואף מזהירים בעלי שליטה לבל יסתירו מידע מהותי, אך הם אינם דוחקים בבעל השליטה לפרט באזניהם

96 בשנת 2015 הודיעה הבורסה על תוכנית אסטרטגית שמטרתה לעודד רישום למסחר של חברות קטנות ובינוניות. ראו הבורסה לניירות ערך "הבורסה לניירות ערך פונה לראשונה לחברות פרטיות – חתמה זיכיון להפצת מערכת ניהול הון לחברות הייטק וחברות צמיחה פרטיות – Cap.Table" (17.6.2015) [info.tase.co.il/Heb/NewsandEvents/PRArchive/2015/Pages/PR\\_20150617.aspx](http://info.tase.co.il/Heb/NewsandEvents/PRArchive/2015/Pages/PR_20150617.aspx). הרשות לניירות ערך נרתמה אף היא לקידום מהלך זה באמצעות יוזמות לשינויי חקיקה והקלות לתאגידים קטנים. ראו יונתן כיתאין "האזור: הבורסה בת"א תהיה אינקובטור לחברות קטנות" **גלובס – שוק ההון** (11.12.2016) [www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001166065](http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001166065).

תק' 35 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, הגדרת "תאגיד קטן". אימוץ הגדרה זו מאפשר לרשות ניירות ערך ליצור מדרג ולהקל את עלויות הרגולציה בהן נושאים תאגידים קטנים. ראו רשות ניירות ערך "מדרג רגולציה – ביטול חובת פרסום דוח רבעוני על ידי תאגידים קטנים" <https://bit.ly/2KRbPcy> (2016).

97 "תקנות הבורסה – מדרג לחברות רישום ניירות ערך למסחר – הנחיות על פי החלק השני לתקנון" פרק ז [info.tase.co.il/Heb/TASERulesandRegulations/Lists/RegulationRes/810\\_Companies/274680.pdf](http://info.tase.co.il/Heb/TASERulesandRegulations/Lists/RegulationRes/810_Companies/274680.pdf).

מהן תוכניותיו העתידיות לאחר שתהפוך החברה לפרטית. עולה החשש כי מידע על אודות אירועים עתידיים שאינם ודאיים אך בהחלט עשויים להיות מהותיים לא יובא לידיעת כלל בעלי המניות.<sup>98</sup> הרושם הוא שעורכי הדין נוהגים בעניינים אלה באופן דומה לפרקטיקה המקובלת בקרב סגורים פליליים, הנוהגים להסביר ללקוחותיהם בפגישתם הראשונה כי עליהם לספר להם את עובדות המקרה, אולם מבהירים ללקוח כי אם יודה בפניהם בביצוע עבירה פלילית, לא יוכלו לטעון לחפותו בבית המשפט.<sup>99</sup> אופן הצגת חובות הגילוי הנאות במסגרת הצעת רכש מלאה מטיל לפתחו של בעל השליטה את ההחלטה אם חלה עליו חובה לגלות מידע שעשוי להיות עתיר חשיבות. החשש הוא כי לגול האחריות ללקוח מאפשר ללקוחות מתוחכמים להסתיר מידע חשוב. הסתרת מידע מהותי אפשרית גם בהליך של מיזוג אולם במקרה זה מסתייע הצד שמנהל את המשא ומתן עם בעל השליטה במומחים עתירי ניסיון בגיבוש הערכות שווי, ועל כן קיימת הסתברות גדולה יותר לכך שאלה יוכלו לעמוד בעצמם על פוטנציאל עתידי שבעל השליטה מבקש להסתיר או שינחו את הוועדה לבקש מידע נוסף מבעל השליטה כדי לעמוד על פוטנציאל עתידי הגלום בחברה.<sup>100</sup>

היקף הגילוי בהצעת רכש מלאה מצריך שיפור. אפשרות אחת היא לחייב את הדירקטוריון להביע דעתו על הוגנות המחיר המוצע בהצעת הרכש.<sup>101</sup> לחלופין, ניתן להטיל על הדירקטוריון או על מציע הצעת הרכש חובה לפרסם הערכת שווי של החברה.

באשר לוועדות בלתי-תלויות, מהראיונות עולה הצורך להסדיר את דרך פעולתה של הוועדה הבלתי-תלויה באופן ברור שיאפשר להכין את חברי הוועדה למילוי תפקידם בצורה המיטבית תוך נטרול השפעה פוטנציאלית מצד בעל השליטה על מי שאמורים לנהל עימו משא ומתן. במקרים רבים מקבלים חברי הוועדה הבלתי-תלויה את ההדרכה הראשונית על תפקידם וסמכויותיהם מעורך הדין של החברה ולעתים מעורך הדין של בעל השליטה (לעיתים חד הם). זהו מצב בעייתי היוצר חשש לניגוד עניינים. הצגת המציאות הראשונית בפני חברי הוועדה משפיעה על גיבוש עמדתם. ממחקרנו עולה חשש כי הדרכה זו משפיעה גם על בחירת עורכי הדין המייעצים לוועדות וזה מצב בעייתי. הסיכוי שחברי הוועדה הבלתי-תלויה יקבלו ייעוץ משפטי שיסייע בגיבוי עמדה לעומתית מול בעל שליטה מתכרסם. אחד המרוויינים הסביר כי עורך הדין שימונה לייעץ לוועדה הבלתי-תלויה יהיה

98 לדיון במהותיותו של מידע על אודות תוכניות עתידיות המצויות בשלבי גיבוש ראו עידו באום "בשבחו של מבחן התוחלת: עקרון המהותיות והתמודדות עם חוסר ודאות בדיני ניירות ערך" **משפטים** מד 477 (2014).

99 דן שינמן **הסניגור** 117–121 (2016); לדברי הסניגור עו"ד עופר ברטל "אנחנו נוהגים להסביר (ללקוח) את המצב המשפטי ... אחר כך אנחנו מסבירים שיש שתי אפשרויות שאנחנו יכולים לייעץ לו בהן: לומר אמת ולמסור גרסה מלאה או לשתוק. אין גרסת ביניים...". ראו רותם שטרקמן ויסמין גואטה "שוק עורכי הדין צבוע יש עורכי דין שלא מדברים איתי מאז ההסכם של שולה זקן" **TheMarker** (3.7.2015) [www.themarker.com/markerweek/1.2674953](http://www.themarker.com/markerweek/1.2674953); לדבריו של הסניגור עו"ד ששי גז ראו ענת רואה "אם לקוח מתוודה בפני שהוא דקר מישהו, אני אומר לו 'מה? לא שמעתי אותך'" **TheMarker** (5.2.2006) [www.themarker.com/law/1.353444](http://www.themarker.com/law/1.353444).

100 לדוגמה אנקדוטית שבה התגלה פער משמעותי בין הערכת שווי שניתנה לוועדה בלתי-תלויה שאישרה עסקת בעלי עניין למחיר ששולם בפועל בתנאי שוק עבור הנכס מושא הערכת השווי, ראו עידו באום "איך איבד ציבור שלישי מעסקת הקרקע בצנורות" **TheMarker** – **שוק ההון** (15.12.2016) [www.themarker.com/markets/1.3158599](http://www.themarker.com/markets/1.3158599).

101 ס' 251 לחוק החברות של דלוור.

בדרך כלל גורם שהוא מקובל על בעל השליטה: "המינוי של הייעוץ המשפטי לוועדה הבלתי-תלויה? זה לא יהיה בניגוד ל(בעל השליטה), כי אף אחד לא רוצה להכניס פיל חנות חרסיה". במרבית המקרים, חברי הוועדה הבלתי-תלויה אינם עתירי ניסיון בניהול משא ומתן, ולכן השפעת עורכי הדין של הוועדה מכרעת. אחד המרוויינים תיאר זאת: "מרבית האנשים האלה (הדירקטורים בוועדה הבלתי-תלויה) לא יודעים לנהל מו"מ, ועורכי הדין עוד אומרים להם שבסוף מה שלא יהיה יתבעו אתכם".

בעניינו, ראוי לקבוע אפוא כי עורך הדין של החברה (ולא של בעל השליטה) ידריך את הוועדה הבלתי-תלויה לאחר מינויה בדבר חובתה לשכור את שירותיו של יועץ משפטי עצמאי, וכי ההדרכה תוגבל לעניין זה בלבד. כל ייעוץ נוסף והדרכה נוספת צריכים להינתן על ידי היועץ שייבחר ועל ידו בלבד. לטעמנו, נדרשת גם הכשרה מראש של דירקטורים חיצוניים לאפשרות שיידרשו לכהן בוועדה בלתי-תלויה, לזכויות ולכלים שיעמדו לרשותם ולמשאבים שהם רשאים לנצל בנסיבות אלה. התובנות האמורות ביחס לוועדה הבלתי-תלויה חורגות מעבר לעסקת מיזוג משולש הופכי והן נכונות, אולי ביתר שאת, בכל מצב שבו מונתה ועדה בלתי-תלויה לצורך טיהור החלטה מפני חשש לניגוד עניינים וחיסונה מפני התערבות שיפוטית.

## 1. סיכום

מחקר איכותני המבוסס על ראיונות מעניק תמונה עשירה של המציאות המאפשרת לאתגר הנחות עיוניות. ברשימה זו עמדנו באמצעות מחקר אמפירי-איכותני המבוסס על ראיונות עם עורכי דין על הגורמים והמאפיינים של הבחירה בין שתי הטכניקות המשפטיות העיקריות למחיקת חברה ציבורית מהבורסה.

הממצא הבולט העולה מהראיונות הוא כי השאיפה של בתי המשפט להעניק לבעלי שליטה חופש לבחור את הטכניקה המשפטית לרכישת חלקן של הציבור בתהליך הפיכתה של חברת ציבורית לחברה פרטית הניבה חופש חלקי. חברות שאין בידן המשאבים הכלכליים לנהל הליך יקר של מיזוג משולש הופכי חייבות לבחור במסלול הצעת רכש מלאה או לוותר על הפיכת החברה לחברה פרטית. לעומת זאת, חברות המתאפיינות בפזר גדול של בעלי המניות מהציבור מצויות במצב ההפוך – הצעת הרכש המלאה אינה חלופה מעשית מבחינתן ואין להן מנוס אלא להשתמש במיזוג משולש הופכי. רק בקבוצה של חברות שיש להן יכולת כלכלית לשאת בעלות הליך מיזוג משולש הופכי ובה בעת יש להן פיזור של בעלי המניות שמאפשר הצעת רכש מלאה מתקיים חופש בחירה אמיתי. בחברות אלה, כפי שעולה מהראיונות, יבחר בעל השליטה בטכניקה לרכישת חלקן של הציבור על סמך מכלול שיקולים, באופן שייטיב בסופו של דבר עם בעל השליטה ויעמיד את בעלי המניות מהציבור במצב הנחות ביותר. את ההנחה כי שתי הטכניקות הקיימות משיגות שוויון מהותי שללו המרוויינים במחקר. המחקר מציף באופן מובהק את החשש לקיומם של פערי מידע בין בעל שליטה לבעלי המניות מהציבור בעסקאות going private. צמצומו של פער זה מחייב התערבות של גופי הרגולציה הרלוונטיים או של המחוקק, בדגש על הצורך להרחיב את היקף הגילוי בהצעת רכש מלאה. בהליך מיזוג משולש הופכי מצאנו כי קיים צורך להסדיר את דרך פעולתה של הוועדה הבלתי-תלויה, אשר השימוש בה הפך לפרקטיקה מקובלת. הסדרה זו צריכה לשים דגש על החשש כי בעלי שליטה ממשיכים להשפיע על התנהלותה של הוועדה אף כאשר זו אמורה להתנהל באופן בלתי-תלוי. בין היתר, נדרשת הכשרה של נושאי המשרה הרלוונטיים למילוי תפקיד בוועדה הבלתי-תלויה ונטרול עורכי הדין של בעל השליטה, ככל הניתן, מפעילות הוועדה ובמיוחד מתהליכי בחירת יועצה.