

אילנה -
1115803_30b.doc
ג. ס. כ.

**בחינה מועד ב' – קורס מיזוגים ורכישות
ד"ר אברהם אורטל**

פתרון מוצע

מצ"ב פתרון מוצע לכל אחת מהשאלות שבמבחן. יודגש כי היות ומדובר במקצוע שאינו מהווה חלק מהמדעים המדויקים, מירב הנקודות בכל אחת מהשאלות ניתנו בכל מקרה לדיון בנקודות המהותיות ולא דווקא למסקנה זו או אחרת ועל כן גם בפתרון המוצע הדגש הינו על הנקודות בהן היה מקום לדון ולא בהכרח על המסקנות.

שאלה מספר 1

בשאלה זו כל שנתבקש הנבחן היה להציג בקצרה את ההסדרים הקיימים בחוק החברות ובחוק ניירות ערך המסדירים את יכולתו של משקיע לרכוש מניות בשוק המשני, בדרך למסקנה הבלתי נמנעת כמעט כי מטרתם של סעיפי הצעת הרכש המיוחדת הוא אכן הגנה על פערי המידע הקיימים שכן הם מקשים על יכולתו של רוכש המבקש להשתלט על חברה, לעשות זאת בלא מתן אפשרות לבעלי המניות האחרים לשקול את אופן פעולתם. הסיבה העקרית לכך נעוצה בעובדה שלא מתנהל בפועל משא ומתן בין מוכר מרצון לקונה מרצון של המניות בהם נחלק המידע אלא בעל המניות שבציבור עומד בפני סיטואציה בה עליו 'לנחש' את המחיר המינימאלי שבו ייעתרו רוב בעלי המניות למכור את מניותיהם ולהעריך מהם כוונותיו של בעל המניות המשתלט (דהיינו האם ברצונו למכור את פעילות החברה לאחר מכן, למזגה עם חברה אחרת או למשל למחוק אותה ממסחר וכו').

על כן ההסדרים שבחוק מתמקדים בשני אספקטים:
(א) הפרוצדורה הפורמלית של הצעת הרכש (החובה להוציא מפרט, לפנות לכל בעלי המניות וכו') ו- (ב) בפיקוח המשפטי שמוטל על הדירקטוריון כך שהוא מאפשר למשל לדירקטוריון לנהל משא ומתן בשם בעלי המניות אך מטיל עליהם אחריות באם הביאו לטרפודה של הצעת רכש (סעיף 330 לחוק החברות למשל) כך שהוא מנסה להבטיח שעיקר מאמציהם של הדירקטוריון יוסנו למקסום המחיר עבור בעלי המניות.

כך היה מקום להציג בין היתר את גבולות הגזרה הנקבעים מחד על ידי הצורך האינהרנטי שבאישור האורגנים של התאגיד בו נרכשת השליטה – למשל במקרה של עסקת השתלטות בדרך של הקצאת מניות בתאגיד (ס' 92 לחוק) או מיזוג, ומאידך על ידי יתר סעיפי חוק החברות וחוק ניירות ערך והתקנות להם העוסקים באופן פרטני ברכישות דבוקות שליטה, הקובעים את המנגנונים שיסדירו אירועים העוסקים בהצעת רכש מיוחדת או מלאה וביכולתו של הרוכש לכפות על המיעוט המתנגד את המכירה לעומת סעד ההערכה הקיים בחוק החברות. בשאלה היה כמובן מקום לסקור פרטנית את הסעיפים השונים בחוק המסדירים את האמור.

נקודות בונוס בהקשר זה נתנו למי שציין כי רוכש יכול לעקוף בנסיבות מסוימות הסדרים אלו באם רוכש הוא את גרעין השליטה בחברה מאת בעלי השליטה הקיימים במסגרת עסקה מחוץ לבורסה- עסקה אשר בד"כ (ושוב תלוי בנסיבות) תחייב רק את אישור האורגנים של הקונה והמוכר ולא דווקא של החברה בה נרכשת השליטה. רכישות שליטה מעין אלו נעשות פעמים רבות.

שאלה מספר 2

לטעמנו בדרך לביסוס המסקנה האינדיבידואלית לגבי השאלה (ושוב הדגש לא ניתן דווקא על המסקנה עצמה) היה מקום לדון בנקודות הבאות:

- היה מקום לדון באם ראוי במקרה כזה להעניק בידי בית המשפט שיקול דעת אשר יורד לשורשי העסקה מתוך אינטרס ההגנה על ציבור בעלי המניות - דהיינו דיון אשר יסבוב סביב החיסרון המצוי בסעיף בדמות אי הודאות המשפטית שעלולה להתפתח תוך שימוש בהסדר זה מחד, לעומת היתרון המגולם בניצול מלוא הפלטפורמה החוקית הקיימת על מנת לאפשר לצדדים את החופש המרבי ביצירת קונסטרוקציות עסקיות שלא תהיינה בהכרח מושפעות מפרוצדורה כזו או אחרת.

- העובדה כי המחוקק כעניין שבעובדה לא שלל את היכולת לבצע מיזוג באמצעות הסדר בין בעלי מניות והעובדה כי ככלל משתדל המחוקק ליצור הרמוניזציה בדינים החלים על אירוע זה או אחר וקל וחומר במסגרת הוראות אותו חוק עצמו, על כן כנקודת פתיחה אין זה סביר מאוד כי בהיעדר אמירה מפורשת כוונת המחוקק הייתה למנוע שימוש בסעיף זה למטרה זו אף אם קבע הוא פרוצדורה נוספת מפורשת לעניין מיזוג.
- האם ההסדר הקיים בפרק בחוק החברות העוסק במיזוג נותן מענה ראוי לכל מבני העסקאות בהן בפועל בכוונת הצדדים למזוג פעילויות – למשל בכל אחד מהמקרים הבאים: (א) מיזוג של חברה ישראלית עם חברה זרה, (ב) בעסקה בה יוצר מיזוג דה פקטו אך לא בהכרח דה יורה – דהיינו מיזוג בו אין הצדדים רוצים (מסיבות שיווקיות, מיסוייות, מסחריות או אחרות) לבטל את היישות המשפטית המתמזגת, (ג) בעסקה במסגרתה מבקשים הצדדים לרכוש רק חלק מן הנכסים / ההתחייבויות של התאגיד – פעולה שאינה אפשרית במיזוג במתכונת המוצעת בפרק העוסק בכך.
- היה מקום לציין את עמדת המלומדים השונים שבחנו את העניין – לדוגמה ש. חנס, ע. ידלין, א. חביב-סגל, אשר ככלל (על אף הסתייגויות של האחרונה) אינם שוללים שימוש בסעיף 350 למטרה זו.

שאלה מספר 3

לטעמנו במסגרת שאלה זו היה על הנבחן לערוך השוואה עקרונית קצרה בין עסקת מכר מניות לעסקת נכסים. היה גם כמובן מקום להתייחס לשאלה מנקודת מבט הקונה ומנקודת מבט המוכר. לדעתנו, השוואה כאמור מובילה כמעט באופן בלתי נמנע למסקנה כי בהחלט יתכנו סיטואציות בהם עסקת נכסים תהיה אלטרנטיבה לעסקת מניות. גם כאן הדיון הוא החשוב ולא המסקנה הפרטנית.

כך למשל ההשוואה הייתה צריכה לעסוק בנקודות הבאות:

- מנקודת מבט המוכר עסקת מניות מהווה exit ואילו עסקת נכסים מביאה להזרמת תמורה לחברה כך שבעל המניות יהנה רק מדיבידנד או מ- upside עתידי בשיפור בפעילות. לעומת זאת מנקודת מבט הקונה עסקת נכסים מזרימה הון לפעילות החברה.
- עסקת מניות מהווה שינוי שליטה בחברה- בעוד שהמהות העסקית ופעילות החברה הנרכשת נותרת כמות שהיא בעוד שעסקת נכסים מאפשרת לרכוש רק אותם נכסים בהם הרוכש מעוניין (cherry picking).
- במסגרת עסקת מכר מניות נרכשת החברה על כל נכסיה וחובותיה בעוד שבעסקת נכסים יכול הרוכש לבחור באם לקחת על עצמו, אם בכלל, חלק מחובותיה של הפעילות הקיימת.
- בחלק מן המקרים עסקת מכר מניות, אשר מהווה שינוי שליטה דורשת אישורים רגולטורים מורכבים ואישורים מצדדים שלישיים (כגון בנקים וכדומה) אשר מחלקם ניתן להימנע במסגרת עסקת נכסים.
- עסקת מכר מניות מחייבת כמובן את הסכמת בעלי המניות שימכרו לרבות בעלי מניות המיעוט בעוד שעסקת נכסים דורשת בדי"כ (למעט במקרים פרטניים בהם הוענקו זכויות מיוחדות לבעל מניות כלשהו) אישור דירקטוריון בלבד.
- עסקת רכישה נכסים תסייע בדי"כ יותר לרוכש ליצור סינרגיזם בין עסקים קיימים שלו לבין הפעילות הנרכשת.
- נקודות בונוס הוענקו לנבחן דן גם בהשלכות המיסוייות השונות של העסקאות שכן לעסקת מכר מניות השלכות מיסוייות שונות- למשל היא תהיה כדאית יותר לבעלי מניות מוכרים במידה וביכולתם לקזז רווחי הון מול הפסדי הון קיימים, בעוד שעסקת רכישה

פעילות תהיה כדאית יותר לרוכש במידה ויתאפשר לו לשייך את התמורה שתשולם לחלק מהנכסים על חשבון נכסים אחרים או מוניטין.

שאלה מספר 4

לטעמנו במסגרת שאלה זו היה על הנבחן למנות בקצרה מספר מקרים בהם לא תמיד יעדיפו בעלי מניות עסקת מכר מניות לעומת עסקת הקצאת מניות.

כך למשל מקרה קלאסי מוכר הוא המקרה בו המייסדים בחברת הזנק יעדיפו במקום למכור את מניותיהם להדלל בתמורה להכנסת קרן הון סיכון 'שתקפיץ' את שווי החברה, או בתמורה להכנסת שותף אסטרטגי שיסייע בפיתוח ומכירת המוצרים (בעיקר ביומדיקה).

מקרה קלאסי נוסף הוא מקרה של הנפקה אשר בה מרבית סכום הגיוס מוזרם לחברה ובעלי השליטה בוחרים לצאת להנפקה ולהידלל על מנת להציף לחברה שווי ולאפשר להם לבצע מכירה ו- exit בשלבים מאוחרים יותר תוך יכולת לנצל את הפלטפורמה הציבורית לגיוסי הון נוספים.

עוד, עסקת הקצאה תהיה אלטרנטיבה מועדפת למשל כשמדובר בחברה אשר השווי שנקבע לה לא מניב לבעלי המניות שימכרו תשואה על השקעתם, במקרה כזה יעדיפו לעיתים בעלי המניות להעדלל על חשבון הזדמנות עתידית לתשואה חיובית על השקעתם (upside) בייחוד במקרים בו הדילול הוא משמעותי כך שבפועל יש שינוי שליטה בחברה והמשקיע החדש הופך הגורם המנהל אשר בדיכ יחתור להתייעלות ולשיפור תוצאות.

מקרה נוסף הוא מקרה בו בעלי המניות הקיימים ערבים לחובות קיימים של החברה וכתנאי ליכולתם למכור קמה דרישה של הבנק לצמצום חובות החברה על ידי מימוש הערבות או הזרמת חלק מכספי התמורה שיתקבלו בידיהם. במקרה כזה יעדיפו בעלי המניות למכור את השליטה בחברה על דרך של הקצאה כך שבפועל הערבות לחובות החברה הקיימים תועבר מחד לבעל המניות הרוכש ומאידך חלק מתמורת ההקצאה שתוזרם לחברה יועבר לכיסוי חלק מחובותיה וזאת מבלי שבעלי המניות הקיימים יצטרכו להזרים כספים לכיסוי חלק מחובות אלו. דוגמא למכירת שליטה בעסקה מסוג זה הושלמה לאחרונה במסגרת עסקה בה נמכרה השליטה בחברה הציבורית לומניס על דרך של עסקת הקצאה.

כך למשל ההשוואה הייתה צריכה לעסוק בנקודות הבאות :