

## פתרון לדוגמא

### שאלה 1

א. העסקה המדוברת הנה עסקה להעברת שליטה מאילנה לאהוד.

בכל עסקה להעברת שליטה יש חשש לניצול הזדמנות עסקית של החברה. זאת לאור העובדה שאילנה היא גם בעלת השליטה וגם יו"ר הדירקטוריון, ולא ברור באיזה כובע אהוד פנה אליה. אם פנה אליה כיו"ר הדירקטוריון יש חשש להפרת חובת אמונים על פי 254 בשל ניצול הזדמנות עסקית. אפשרות נוספת לטעון להפרת חובת אמונים של אילנה נובעת מכך שלצורך הקטנת יחסי מינוף הקצאת מניות הייתה טובה יותר לחברה (ופחות לאילנה).

בנוסף, קיימת מגבלה על עסקה כזו לאילנה כבעלת מניות שליטה החבה בחובות לחברה לפיהם אסור לה למכור את השליטה אם קיים חשש שהרוכש מתכוון לרוקן את החברה מנכסיה (סעיפים 192 ו-193 לחוק החברות ופס"ד קוסוי).

אם לא קיים חשש כזה בנוגע לרוכש, שני לא תוכל להעלות טענה כנגד העסקה שכן חוק החברות אינו מגן על בעלי מניות המיעוט מפני שינויי השליטה בחברה. אם מדובר רק בשינוי זהות בעל השליטה מצבם של בעלי מניות המיעוט אינו משתנה לרעה, ועל כן לא קיים כשל שוק וחוק החברות אינו מתערב. מדובר בחריג לחובה להציע הצעת רכש במקרה בו מועברת שליטה מבעל מניות שליטה אחד למשנהו.

ב. בהנחה שאילנה מחזיקה ב-21% מהמניות, רכישת מניותיה של אילנה ע"י אהוד הייתה מביאה אותו להחזקה של 26% ממניות החברה, דבוקת שליטה. כיון שעל פי הנתונים מדובר בחברה שקודם לעסקה הייתה נעדרת שליטה (אילנה החזיקה ב-21%), רכישת שליטה במקרה כזה מחייבת הצעת רכש מיוחדת מכוח סעיף 328 לחוק. במקרה כזה בעלי המניות הופכים לבעלי מניות בחברה בה יש בעל שליטה, מבעלי מניות בחברה בה אין בעל שליטה ובכך מצבם משתנה לרעה. במקרה כזה מתעוררת דילמת האסיר וחשש, כשל שוק, כי בעלי המניות ימכרו את מניותיהם במחיר מופחת. על כן מוצע מנגנון דו שלבי. במידה ואהוד לא נקט בהליך של הצעת רכש כקבוע בחוק, תוכל שני לטעון כנגד העסקה. המניות שרכש אהוד מעל ל-25% יהפכו למניות רדומות.

ג. מדובר במיזוג שיהפוך את חברת יעד לחברה פרטית. מיזוג ממונף LBO, רכישה ע"י מינוף עצמי. אהוד יעשה שימוש בכספי החברה הממוזגת כדי לשלם את ההלוואה. רכישה כזו מרעה את מצבם של בעלי האג"ח החיצוניים, בעיקר לאור העובדה שמדובר במשקיעים מוסדיים שהבטיחו עצמם ע"י שיעבוד צף.

בנוסף, כיון שאהוד הקים את החברה הפרטית מדובר במיזוג בין חברות קשורות, שכן אהוד משמש בעל מניות מהותי בשתי החברות. כיוון שמדובר במיזוג, שהוא הליך בין החברות, על המנהלים ובעלי המניות בשתי החברות לאשר את המיזוג. בחברה הפרטית ידאג אהוד לכל האישורים. המנהלים בחברת יעד צריכים לבחון את ההשפעה הצפויה של המיזוג על יכולת הפרעון של החברה הרוכשת לאחר המיזוג (סעיף 315 לחוק החברות). נראה ששני כדירקטורית תוכל להתנגד לכך לאור מצבה של חברת יעד ולאור העובדה שהחברה הפרטית נטלה הלוואה ושעבדה את נכסיה. במקרה זה מצבם של נושי חברת יעד מורע עקב המיזוג. שני תוכל להתנגד אם ההרעה מביאה את החברה עד כדי חשש סביר לחדלות פירעון.

20-1.

מאחר שמדובר בחברות קשורות הנטל הוא על בעל השליטה להראות העדר קיפוח, מבחן ההגינות המלאה. כיוון שמדובר בעסקה עם בעל עניין נדרש אישור של הדירקטוריון, בעלי מניות שאינם בעלי מניות השליטה באסיפה הכללית וכן אישור וועדת ביקורת. אם קיימת הערכת שווי חיצונית יהיה קל לעמוד בנטל.

## שאלה 2

מדובר במיזוג שנועד לעקוף את הוראות התקנון והשאלה היא אם קיים ערך מצרפי (סינרגי) למיזוג. ניתן יהיה לטעון כנגד המיזוג כי למעשה מדובר במכירת מניות אשר דורשת על פי התקנון הסכמה פה אחד. מבחינה פורמלית אין בכך מכירה כי המניות של חברת היעד פוקעות כתוצאה מהמיזוג ואינן קיימות עוד. אולם, אם אין ערך אחר למיזוג ניתן לומר כי מדובר בעסקה, מיזוג מלאכותיים.

30-1.

כיוון שמדובר במיזוג התנגדותו של משה לא תועיל. אולם, משה יכול לפנות לבית המשפט ולדרוש אסיפות סוג, כך שכל אחד מבעלי המניות שבידו זכות ווטו מהווה למעשה "סוג" אם בית המשפט יקבל זאת, אזי משה יוכל להתנגד. עם זאת סעיף 321 (א) מאפשר לבית המשפט לאשר מיזוג גם במקרה של התנגדות באסיפת סוג

אם יש תועלת למיזוג. על כן אם בעלי המניות האחרים יראו ערך כזה עשוי בית המשפט לאשר את ההסדר על אף התנגדותו של משה.

שאלה 3

- א. הצעת רכש מלאה לפי סעיף 336 לחוק החברות. הצעה לכלל בעלי מנות המיעוט. אם פחות מ-5% מתנגדים כל בעלי המניות חייבים למכור. אם יותר מ-5% מתנגדים לא ניתן לרכוש יותר מ-90% מהמניות.
- ב. מיזוג – אם רוצים שחברת היעד תשאר, יש לערוך מיזוג משולש הופכי, בו מקימים חברה ייעודית אליה מועברות מניות החברה שמעוניינים להפוך לפרטית, ואז ממזגים את החברה הקולטת עם חברת היעד. במקרה זה צריך הסכמה של 30% מבעלי המניות שאינם בעלי מניות שליטה.
- ג. הסדר – סעיף 350 לחוק החברות. יש לפנות ולקבל אישור בית המשפט. על פי סעיף 350(ט) נדרש רוב של הנוכחים והמצביעים שבידם יחד  $\frac{3}{4}$  של הערך המיוצג בהצבעה וכן הסכמת 75% מהנושים. בנוסף בית משפט מורה על אסיפות סוג לא רק על פי חלוקה פורמלית לסוגי מניות שונים אלא גם על פי אינטרסים.

20%