

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

15 מאי 2011

ת"צ 26809-01-11
דב כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות בע"מ ואח'

בפני כב' השופטת דניה קרת-מאיר

המבקש דב כהנא
ע"י ב"כ עוה"ד יצחק אבירם

-נגד-

המשיבות
1. מכתשים-אגן תעשיות ע"מ
ע"י ב"כ עוה"ד הרצוג פוקס נאמן ושות'

2. כור תעשיות בע"מ
ע"י ב"כ עוה"ד פישר בכר חן וול אוריון ושות'

החלטה

1. מהות הבקשה והעובדות הרלוונטיות
המבקש הגיש בקשה להסרת ומניעת קיפוח ובקשה לאישור בקשה להסרת קיפוח כתובענה ייצוגית לפי חוק תובענות ייצוגיות, תשס"ו – 2006.
בבקשה נאמר כי מוגשת בקשה לאישור תביעה ייצוגית כנגד המשיבות (להלן בהתאמה: "מכתשים אגן" או "החברה" ו-"כור"), בגין עיסקת המכירה של מניות החברה ל-ChemChina (להלן: "החברה הסינית").
המבקש טען כי חלוקת תמורת עיסקת המכירה בין בעלי המניות בעיסקה מקפחת את מחזיקי המניות מקרב הציבור, תוך שהיא יוצרת העדפה ומקנה הטבה לכור שהיא בעלת השליטה בחברה.
סכום התביעה הוערך בין 381 מיליון ₪ ל- 762 מיליון ₪.
המבקש מחזיק 450,000 מניות של החברה אשר שווין נכון ליום הגשת הבקשה הוא כ- 8.2 מיליון ₪. בהתאם לעיסקה עליה הכריזה כור אמור המבקש למכור את מניותיו לחברה הסינית שהיא קבוצה סינית גדולה בשליטת ממשלת סין.
החברה היא חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה בתל-אביב.

החברה והחברות המוחזקות על ידה מתמחות בתעשיית הכימיה ומתמקדות בעיקר בענף התעשייה הכימית לחקלאות, כאשר החברה פועלת בפיתוח ייצור ושיווק של מוצרים להגנת הצומח.

גורמי ההצלחה של החברה הם, בין היתר, מוניטין, ידע, יכולת טכנולוגית כימית גבוהה, בקרת איכות קפדנית, מערך שיווק והפצה כלל עולמיים וחוסן פיננסי. ביום 9.1.11, בהמשך לפרסומים קודמים, פרסמה החברה הודעה על חתימת הסכם מיזוג עם החברה הסינית.

בהתאם לפרסום ולעיסקה הנרקמת, נחתם הסכם עם חברת בת של החברה הסינית לביצוע עסקת מיזוג במסגרתה יירכשו אחזקות הציבור בחברה וכן יירכשו 7% ממניות החברה המוחזקות על ידי כור, לפי שווי חברה של 2.4 מיליארד דולר. ציבור בעלי המניות של החברה יקבל תמורה כוללת של 1,272 מיליון דולר עבור מכירת כ- 53% מהמניות וכור תקבל כ- 168 מיליון דולר עבור מכירת כ- 7% מהמניות.

כחלק מעסקת המיזוג תגרום החברה הסינית להעמדת הלוואת נון-ריקורס לכור בסך 960 מיליון דולר, אשר תהיה מובטחת בשעבוד על מניות כור בחברה לבד. הקרן תוחזר במלואה בתום שבע שנים ותשא ריבית משתנה והוצאות המסתכמות בשיעור אפקטיבי שנתי המוערך בכ- 6%.

ב- 4 השנים הראשונות לא תשולם הריבית אלא תצטרף לקרן ולאחר מכן תשולם מידי רבעון.

כור תהיה רשאית, החל מתום שנה מהעמדת ההלוואה, לבצע פרעון מוקדם מלא או חלקי של ההלוואה. דיבידנדים בגין המניות המשועבדות עד לגובה הריבית השנתית ישולמו לפרעון תשלומי הריבית כאשר עודף דיבידנדים אם יהיה, יחולק לכור. המבקש הבהיר כי לווה בהלוואת נון-ריקורס אוחז בידו אופציה שלא לשלם את ההלוואה כנגד ויתור על הנכס המשועבד. במצב של ירידת ערך המניות מוותר הלווה, במקרה זה כור, על המניות. במצב של עליית ערך המניות מרוויח הלווה מעליית הערך.

משמעות העיסקה היא מכירת המניות וקבלת אופציה לרכוש את אותן מניות באותו המחיר על פני שבע שנים. כך ייעשה לווה אם מחיר המניה ייעלה ומכאן נובע שווי האופציה.

מדובר אם כן בהטבה ניכרת לכור: כור מקבלת את מלוא תמורת המניות באופן מיידי לפי ערך החברה, כלומר סך של 960 מיליון דולר. בנוסף יוצרת העיסקה לכור אופציה על המניות שרק כור זכאית לה לפי ההסכם.

בהודעת החברה מיום 9.1.11 נמסר כי החברה קיבלה חוות דעת של משרד רו"ח יצחק סוארי הקובעת כי מחיר המניה מהווה מחיר הוגן לציבור בעלי המניות של החברה. בחוות הדעת הוערך השווי הכלכלי של ההטבה לכור בגין מאפייני ההלוואה בסכום שבין 183 ל- 210 מיליון דולר.

מכאן עולה, כי התמורה שמקבלת כור בגין מניותיה גבוהה בשיעור של 21% מהתמורה שיקבלו יתר בעלי המניות.

המבקש טען כי למעשה שווי ההטבה לכור גבוה בצורה ניכרת מהאמור בהודעה. במסגרת הדיון אשר התקיים במעמד הצדדים, הוסכם כי בשלב הנוכחי של הדיון יעמוד הסכום המינימאלי של ההטבה על סך של 160 מיליון דולר.

המבקש ציין כי כור מעריכה שערך החברה ייעלה בשיעור של 20% כל שנה בשנים הבאות, כך שהמשמעות היא עליית שווי ניכרת למניות, לכל הפחות לדעת כור. מדובר בחלוקה לא שוויונית של התמורה ללא כל סיבה נראית לעין. חלוקה של שווי ההטבה בין בעלי המניות יביא למצב בו כל בעל מניות יזכה לתמורה עודפת בשיעור של 8.33% מהמוצע כיום לציבור.

מבחינת המבקש מדובר בסכום של כ- 750,000 ₪ ומבחינת כל בעלי המניות מקרב הציבור מדובר בסכום של 381 מיליון ₪.

בעלי המניות מקרב הציבור נפגעים באותה צורה בגין העיסקה ומהדרך בה בחרה כור, בעלת השליטה בחברה, לבצע את העיסקה ולכן ראוי לדון בעניין באופן ייצוגי. בית המשפט התבקש להורות על חלוקת תמורת ההטבה בין כל בעלי המניות. לחלופין, התבקש בית המשפט להורות למשיבות כי גם בעלי המניות מקרב הציבור יהיו זכאים לקבל את האופציה בפועל בגין המניות.

הבקשה פירטה את עילת הקיפוח כאשר המבקש טוען כי כור עושה עושר ולא במשפט ומנצלת את כוחה כדי לחלק את התמורה הכוללת של העיסקה, כך שיטב לה על חשבון הציבור.

חוק החברות מתייחס לפעולות מסוג זה בשורה של הוראות המגבילות את כח בעלי השליטה לעשות כרצונם בחברה.

המבקש היפנה להוראות סעיף 191 (א) לחוק החברות, תשנ"ט - 1999 (להלן: "חוק החברות") לעניין הקיפוח.

כמו כן היפנה המבקש להוראות סעיף 192 ו- 193 לחוק החברות.

לדברי המבקש פעלה כור, באמצעות נציגיה, שלא בתום לב ולא בדרך מקובלת, תוך כדי ניצול לרעה של כוח בעל השליטה בחברה.

עוד נאמר כי אין כל מקום להעלאת טענה כאילו זכאית כור לפרמיה בגין השליטה.

לא מדובר כאן במכירת שליטה אלא במכירת מניות הציבור כולו לרוכש. כור איננה מוכרת שליטה שכן היא נשארת עם 40% מהמניות ומי שמוכר את השליטה הוא הציבור.

מדובר בעיסקה חריגה ומיוחדת אשר מביאה לסיום חיי החברה מבחינת בעלי המניות.

החברה איננה מרוויחה דבר מהעיסקה והשאלה הרלוונטית היא חלוקת "העוגה" בין בעלי המניות.

מי שהחליט על דרך חלוקת התמורה הם בעלי השליטה, כלומר כור, אשר ניהלו את המו"מ והתוו את ההסכם.

עוד נטען כי קיימת חובה ליצור שוויון בין בעלי המניות; כי קיימת סתירה בהערכת השווי ההוגן בעיסקה אשר מדובר בשני מחירים שונים המייצגים ערכים שונים; כי מדובר בעיסקה אחת וכוללת היוצרת אי שוויון בין בעלי המניות, כאשר כל האמור לעיל יוצר קיפוח של בעלי המניות בחברה.

עוד נטען כי חלוקת התמורה נובעת מניגוד העניינים של נושאי המשרה במציעה – קיים ניגוד עניינים מובנה של דירקטוריון החברה, במיוחד כאשר רוב הדירקטוריון מודה בעצמו בהיותו בעל עניין אישי באישור העיסקה.

החלטות שתי המשיבות התקבלו באמצעות אותם דירקטורים בדרך אשר ייצרה רווחים מיידיים לבעלת השליטה.

לדברי המבקש, הנטל להוכיח העדר קיפוח הוא על המשיבות וכי אישור האסיפה הכללית, ולו ברוב עצום, אין בו כדי לרפא את המעוות.

כמו כן, התייחס פרק שלם בבקשה לתנאים לאישור התובענה כתובענה ייצוגית.

2. תגובות המשיבות

בתגובתה של החברה נאמר כי עניינה של בקשת האישור הוא בעיסקת מיזוג. לאור האתגרים העסקיים המורכבים הניצבים בפני החברה, חיפשה הנהלת החברה בשנים האחרונות עיסקאות מיזוג או רכישה פוטנציאלים. עיסקת המיזוג נשוא הבקשה היא עיסקה אסטרטגית עבור החברה. אם תושלם בהצלחה תסייע בידה לצלוח את האתגרים הניצבים בפניה בשנים הקרובות. התנאים להשלמת העיסקה טרם התמלאו. קיים חשש כי התביעה הנוכחית תסכל את העיסקה ותגרום לאובדן ההזדמנות העיסקית הגלומה בה עבור החברה ובעלי מניותיה.

עיסקת המיזוג מקדמת את טובת החברה ומשקפת עבור בעלי המניות שווי הוגן ואף למעלה מכך בגין המניות שבידיהם.

החברה טענה כי אין חולק שבמסגרת עיסקת המיזוג עתידה בעלת השליטה בחברה, כור, לקבל הטבה כספית בגין אובדן השליטה בחברה (להלן: "פרמיית שליטה").

פרמיית שליטה הינה מנגנון מקובל ולגיטימי ואין בה כשלעצמה ראייה לקיפוח. פרמיית שליטה איננה אסורה והדין הישראלי הכיר במפורש באינטרס העודף של בעל שליטה ובלגיטימיות של תשלום פרמיית שליטה. נקבעו מנגנונים של בקרה ופיקוח אשר יבטיחו את הוגנות העיסקה כלפי החברה ובעלי מניותיה.

החברה טענה כי אין מקום לטענת הקיפוח שכן בגין המניות מקבלים כולם מחיר זהה למנייה. אומנם, כור מקבלת מעבר לכך הלוואת נון-ריקורס אשר גלומה בה הטבה כספית נוספת. אולם, אין בכך פגיעה בשוויון המהותי בין בעלי המניות, שכן ההטבה תשתלם בידי כור בדרך של פרמיית שליטה, על ידי כך שבמסגרת עיסקת המיזוג השליטה בחברה תעבור מידי כור לחברה הסינית.

מדובר אם כן בתשלום תמורה שונה לבעלי מניות שונים.

כאשר הוראות הדין מיושמות בקפידה מובטח אינטרס החברה ובעלי המניות ואין הצדקה להתערבות חיצונית של בית משפט.

במקרה הנוכחי לא נוצר קיפוח שכן הכוח לאשר את עיסקת המיזוג מצוי בידי קבוצת המניות שאינם בעלי עניין אישי בעיסקה, אותה קבוצת "מקופחת" אותה מתיימר המבקש לייצג.

לאור העובדה שעיסקת המיזוג מעניקה פרמיית שליטה לבעלת השליטה, נקטה החברה בגישה שמרנית ועיסקת המיזוג תאושר רק אם תתקבל ברוב של בעלי המניות המשתתפים בהצבעה שאינם בעלי עניין אישי בעיסקה.

מכאן עולה כי הקבוצה שהמבקש מתיימר לייצג היא שתקבע אם עיסקת המיזוג תאושר או לא והיא מחזיקה למעשה בזכות וטו לגבי העיסקה. ההכרעה אם העיסקה ראויה וטובה או מקפחת אינה מצוייה בידי בעלת השליטה שכן השפעתה נוטרלה ונמסרה לבעלי המניות בקרב הציבור. אין לכן הצדקה שבית המשפט יפקיע את זכות ההצבעה בעיסקה מקבוצת בעלי המניות.

במקרה כזה אין להתערב בהליך ויש לאפשר לבעלי המניות לומר את דברם. אין גם מקום לאבחנה אותה מבצע המבקש בין עיסקת המיזוג לבין תמורת העיסקה, או לטענה שעל האסיפה הכללית להצביע בדבר אישור העיסקה ולא בענין התמורה שתתקבל וחלוקתה לבעלי המניות.

עיסקת המיזוג היא עיסקה אחת הכוללת מספר רכיבים, אשר אחד מהרכיבים הוא העמדת הלוואה לכור על ידי החברה הסינית.

בעלי המניות של החברה הועמדו על כל היבטי עיסקת המיזוג. בכלל זה הדגישה החברה בפני ציבור בעלי המניות כי עיסקת המיזוג כוללת העמדת הלוואה לכור וכי הלוואה זו מגלמת הטבה כלכלית לכור.

עיסקת המיזוג הובאה לבחינת הנהלת החברה ולאישור וועדת הביקורת, בה הצביעו רק דירקטורים חיצוניים שאינם קשורים לבעלת השליטה והדירקטוריון שלה. וועדת הביקורת של החברה ודירקטוריון החברה אישרו את העיסקה לאור ההיתרונות שהיא מעניקה הן לחברה והן לבעלי המניות שלה, ולאחר שהתקבלה חוות דעת של מומחה חיצוני המאשר את הוגנות העיסקה.

במסווה של תובענה להסרת קיפוח עותר המבקש לשנות את תנאי העיסקה, באופן שיזרים לכיסו תמורה גבוהה יותר.

בתגובת החברה ניתן רקע עובדתי בדבר החברה, המו"מ הקודם אותו ניהלה החברה בעניין של מיזוג או רכישה עם חברה הפועלת בתחומה, והעיסקה אשר התגבשה עם החברה הסינית.

החברה ציינה כי המבקש עצמו אינו חולק על כך שהעיסקה ראויה וטובה עבור החברה ועבור בעלי מניותיה.

החברה ציינה את הדיווחים המיידים באשר לעיסקה הנרקמת מול החברה הסינית ואת הדיווח המיידים לאחר חתימת עיסקת המיזוג.

החברה ציינה את הזדרזותו של המבקש בהגשת התביעה, עוד לפני שפורסם דוח העיסקה אליו צורפה חוות דעת של משרד רו"ח סוארי, אשר התייחסה לשאלת הוגנות שווי העיסקה.

הודגש על ידי החברה כי תמורת העיסקה משקפת עבור בעלי המניות שווי הגבוה משמעותית ממחיר השוק של המניות. נתון זה עמד בפני וועדת הביקורת והדירקטוריון של החברה בדיון על אישור עיסקת המיזוג והיווה שיקול חשוב באישור העיסקה.

החברה טענה כי יש לדחות את בקשת האישור בהעדר עילת תביעה, שכן עיסקת המיזוג עומדת בדרישות הדין והמנגנונים שנקבעו שומרים על זכויות בעלי המניות. בעלי המניות שהמבקש מתיימר לייצג לא קופחו כאמור, שכן המנגנון שנקבע על ידי החברה לאישור העיסקה – הוראות סעיף 320 (ג) לחוק החברות יחד עם הוראות סעיף 275 (א) (3) לחוק החברות – הבטיחו כי הכוח להכריע את גורל העיסקה יהיה בידי בעלי המניות מקרב הציבור.

למעשה לא מדובר בבקשה להסרת קיפוח אלא בעתירה לביטול עיסקת המיזוג ועריכת הסכם חדש אשר יניב למבקש תמורה כספית נוספת. המבקש תומך בעיסקה ולכן הוא מנוע מלעתור לשינוי תנאיה. עוד נטען כי המבקש הוא הנושא בנטל ההוכחה של תביעתו. בהמשך התייחסה התגובה לעמידתה של בקשת האישור בתנאים לאישור התובענה כתובענה ייצוגית.

בתגובתה של כור נאמר, בין היתר, כי כפי שעולה מחוות דעת ההוגנות המחיר אשר ישולם במסגרת העיסקה למניה לבעלי המניות הוא מחיר הוגן. תמורת עצם החזקת המניות ניתן מחיר אחד ושווה הן לכור והן לציבור. להטבה זכאית רק מי שמוכרת את השליטה ומי שנוטלת על עצמה התחייבויות ומגבלות במסגרת ההסכם עם החברה הסינית, כלומר כור. עוד נאמר כי שוויה של ההטבה הינו למעשה תיאורטי, שכן החברה הסינית לא משלמת את שוויה של ההטבה בכסף כחלק מתמורת העיסקה. בין אם כור תפרע את ההלוואה ותשמור את המניות - ובין אם תעדיף לא לפרוע את ההלוואה ולמסור את המניות - המחיר בכסף שהחברה הסינית תשלם עבור כל מנייה הינו אותו מחיר. ההטבה נובעת רק מהאפשרות לבחור בין שתי אפשרויות אלה. האופציה איננה סחירה וכור תוכל להפיק ממנה טובת הנאה רק אם בעתיד יעלה שווי החברה באופן משמעותי. המבקש איננו מתמודד עם שיעורה או עם סבירותה של פרמיית השליטה והוא מתמקד בתקיפת עצם הזכות ליתן פרמיית שליטה לבעל השליטה. התמורה איננה מקפחת ובכל מקרה שאלת הוגנות העיסקה ושאלת הקיפוח עתידה להיות מוכרעת על ידי בעלי מניות המיעוט עצמם.

הגנה זו מסירה את החשש מפני ניצול כוחו של הרוב לרעה. לכן, לא נדרש המחוקק להסדרים נוספים מעבר לאלה הקבועים בסעיף 320 (ג) לחוק החברות ו- 275 לחוק החברות.

בניסיון לעקוף את הוראות הדין, לפיהן קיימת במיזוג הגנה מסוג **"כלל הקניין"** בלבד, גייס המבקש את סעיף 191 לחוק החברות העוסק בקיפוח בעלי מניות מיעוט, והציג אותו ככזה המאפשר התערבות ושכתוב בדיעבד של תנאי עיסקת המיזוג לאחר אישורה באסיפה הכללית.

כור חזרה וטענה כי משעה שבעלי מניות המיעוט הם שמחליטים לאשר את עיסקת המיזוג, לא ניתן לטעון כי הרוב מנצל את כוחו לכפות עליהם עיסקה בה אין הם חפצים.

עילת הקיפוח נועדה להגן על המיעוט מפני ניצול כוחו של הרוב השולט בחברה ולא מפני רוב המיעוט.

אין גם מקום לפיצול המלאכותי אותו מבקש המבקש לעשות בין אישור עיסקת המיזוג באסיפה הכללית של החברה לבין אופן חלוקת התמורה בגינה.

מדובר בעיסקה אחת עליה הסכימו הצדדים ואין היא ניתנת להפרדה או לשכתוב. בעלי המניות יכולים להצביע בעד עיסקה זו או להתנגד לה, אך הם לא יכולים להצביע בעד עיסקה שונה.

גם בתגובה זו תואר המו"מ שקדם למיזוג, מהות העמדת ההלוואה לכור ועיסקת המיזוג עצמה.

כור הרחיבה והבהירה כי עיסקת המיזוג נעשתה בטכניקת מיזוג משולש הופכי, נושא אליו אתיחס בהמשך.

נטען כי על הבקשה להיות מסולקת על הסף, שכן אישור המיזוג ברוב בעלי המניות מהציבור מיתר התערבות שיפוטית וכי לא מוכרת בדין **"הגנה כפולה"** בעיסקאות מיזוג.

התגובה מפרטת את סוגי ההגנות המפורטות בדין: **"כלל הקניין"** ו**"כלל האחריות"**. ברכישה על דרך של מיזוג מעניק חוק החברות לבעלי מניות המיעוט הגנה בלעדית מסוג של כלל הקניין.

ההגנה מסוג כלל הקניין לבעלי מניות המיעוט מאיינת למעשה את החשש בגין ניגוד עניינים בהצבעה בעיסקת מיזוג.

כור אף התייחסה בהרחבה לסעד ההערכה הקיים במקרה של הצעת רכש, סעד שאין לדבריה מקום להחיל על המקרה הנוכחי.

לתגובות אלה הוגשה **תשובת המבקש**, בה צויינה העובדה כי המו"מ התנהל על ידי כור ולא על ידי החברה.

נאמר כי לכור מגיע שכר כלשהו כמתווך אולם לא מגיע לה חלק נוסף מהתמורה. כור פעלה למעשה כנאמנה או כשלוחה עבור כלל בעלי המניות במכתשים, היא זו שקבעה את מתווה העיסקה וגרמה לכך שהיא מקבלת תמורה עודפת. אין סיבה להניח כי הדרך בה בחרה כור לחלק את התמורה היא הדרך האידיאלית עבור הציבור.

מצב הדברים חשוד מראש בניגוד אינטרסים ועל כור החובה להוכיח שלא ניתן היה להשיג יותר עבור הציבור.

העיסקה כולה נעשתה כמקשה אחת בדרך הגורמת לכפייה ועושק בעלי המניות. מדובר בניצול רצון בעלי המניות לקבל תמורה בגין מניותיהם לשם קבלת תמורה עודפת אצל כור.

אותם צדדים אשר הסכימו על העיסקה הם כור והחברה הסינית, לא החברה ולא בעלי המניות שלה אלא בעלת השליטה בחברה.

ההלוואה איננה מגלמת הטבה תיאורטית אלא שיש לה שווי מיידי ואמיתי. כור מקבלת את כל התמורה באופן מיידי יחד עם יתר בעלי המניות, אך שומרת לעצמה שווי עודף בדמות אופציה על ערך המנייה.

עוד נאמר, כי אין בעיסקה משום מכירת שליטה בכור שכן השליטה נרכשת על ידי מכירת מניות הציבור בלבד.

לדברי המבקש, אין כל אסמכתא במשפט הישראלי התומכת בטענה כי במיזוג ניתן לקבוע תמורות שונות בין בעלי המניות.

המיזוג הוא למעשה מיזוג מלאכותי שכן בסופו של דבר החברה הסינית רוכשת את המניות מהציבור בלא קשר למיזוג.

עוד נאמר כי אישור בעלי המניות בהצבעה אינו משנה דבר לעניין הקיפוח. עצם ההתניה בין אישור העיסקה לבין מתן ההטבה לכור מחייבת פסילת המהלך.

המבקש איננו מבקש עיסקה אחרת, אלא לאשר את עיסקת המיזוג אולם לחלק את התמורה באופן שוויוני בין בעלי המניות.

חלוקת התמורה אינה חלק ממתווה עיסקת המיזוג. התביעה איננה נגד החברה הסינית ולא מבוקש כי היא תיתן תמורה נוספת. התביעה היא נגד בעלת השליטה שהחליטה על דעת עצמה לקחת נתח גבוה יותר מהתמורה, ובעניין חובתה לשתף את הציבור בתמורה זו.

מיד לאחר הגשת הבקשה הגיש המבקש בקשה לקבוע מועד דחוף לדיון ומועד להגשת כתבי תשובה מטעם המשיבות.

בסעיף 6 לבקשה נאמר "יובהר כי עניינה של התובענה פשוט: האם זכאית כור, המשיבה 2, לתמורה עודפת בגין חלקה במניות הנמכרות במכתשים, לעומת ציבור בעלי המניות".

בסעיף 7 לבקשה נאמר "הכרעה זו ביסודה הינה הכרעה משפטית ולא עובדתית, שכן על פניו וכבר בשלב זה, מודים המשיבים כי כור תקבל תמורה עודפת בשיעור שבין 183 מיליון דולר ל- 210 מיליון דולר בגין מניותיה".

בדיון שהתקיים במעמד הצדדים, הסכימו הצדדים כי בית משפט יתן החלטה בשאלה המשפטית אשר הוגדרה על ידי ב"כ המבקש בסעיפים 6 ו-7 אשר צוטטו על ידי לעיל.

כמו כן, הוסכם כי במסגרת ההחלטה יתייחס בית המשפט לשאלות המקדמיות שעלו במסגרת התגובות.

לצורך הדיון הוסכם כי הסכום המינימאלי של ההטבה הוא 160 מיליון דולר. כל צד שמר על זכויותיו, טענותיו ועדיו.

4. דיון והחלטה

א. מהות עיסקת המיזוג.

כפי שהבהירה כור בתגובתה בחרו הצדדים בטכניקה של מיזוג משולש הופכי לביצוע העיסקה. זאת לאור דרישתה של החברה הסינית כי החברה תהפוך מחברה ציבורית בשליטת כור לחברה פרטית בשליטת החברה הסינית.

א. חביב סגל בספרה **דיני חברות לאחר חוק החברות החדש, כרך ב'** (להלן: "**חביב סגל**") מבהירה בעמודים 479 – 482 את סוגי המיזוג השונים אשר התפתחו בדיון האמריקאי. בין היתר, נהוג להבחין בדיון האמריקאי בין מיזוג רגיל לבין מיזוג משולש.

במיזוג רגיל נרכשת החברה אחת על ידי החברה האחרת, כאשר החברה הראשונה נעלמת מן העולם.

במיזוג משולש מנהלת החברה הרוכשת את העיסקה בתיווכה של חברת בת הנוצרת לצורך המיזוג. בשלב ראשון, יוצרת החברה הרוכשת חברה בת אשר 100 אחוז ממניותיה נמצאים בבעלותה. בשלב השני מתבצע המיזוג בין חברת הבת לבין

החברה הנרכשת. בסוף המיזוג נעלמת החברה הנרכשת מן העולם כאשר נכסיה נמצאים בידי חברת הבת, כלומר בבעלות של 100 אחוז של החברה הרוכשת. במקרה כזה האורגנים של חברת הבת החדשה, שהיא החברה הרוכשת, הם הנדרשים לאשר את העיסקה ולא האורגנים של חברת האם.

סוג נוסף של מיזוגים המוכר בדין האמריקאי הוא המיזוג ההופכי. להבדיל מן המיזוג הרגיל בו החברה השורדת לאחר המיזוג היא החברה הרוכשת, הרי שבמיזוג ההופכי החברה הנותרת לאחר המיזוג הינה החברה אשר בעלי מניותיה נרכשו החוצה.

על פי הדין האמריקאי מיזוג הופכי יכול להתחבר לכל אחד מסוגי המיזוג הקודמים:

מיזוג הופכי רגיל, מיזוג הופכי מקוצר או מיזוג משולש הופכי. במיזוג המשולש ההופכי, החברה הנוצרת לצורך המיזוג היא גם החברה הנעלמת מן העולם בסופו של ההליך. כתוצאה מן המיזוג הופכת חברת האם של החברה החדשה לבעלת 100% ממניותיה של החברה הנרכשת.

לדברי **חביב סגל**, מטרתו של המיזוג המשולש ההופכי דומה למטרות המושגות בעזרת עיסקה לפי 350 לחוק החברות. כלומר, רכישה מלאה מבלי שהחברה הנרכשת תעלם מן העולם. ההבדל יהיה במנגנון הנדרש לביצוע העיסקה - בעוד שלפי סעיף 350 נדרשת העיסקה לאישור של אסיפות סוג ולאישור בית משפט - הרי שהעיסקה של המיזוג המשולש ההופכי נדרשת לאישורה של האסיפה הכללית של החברה הנרכשת ושל החברה החדשה בלבד.

אין מניעה לדברי המחברת לבצע מיזוג משולש הופכי גם על פי חוק החברות החדש. בעמדה דומה נקטו גם ש. חנס ו-ע. ידלין במאמרם **על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות הפרקליט מ"ז 104 עמודים 112-114** (להלן: "**חנס וידלין**").

כך פסק גם בית המשפט, כבי' השופטת ד"ר מ. אגמון-גונן, תוך דיון נרחב במהותו של מיזוג משולש הופכי, בה"פ 786/07 **שני נ' מלם מערכות בע"מ** (להלן: "**פסק דין מלם**").

לדיון בפסק דין **מלם**, בהקשר להיותו של מיזוג משולש הופכי מסלול עצמאי ונפרד לביצוע עיסקת רכישה, ראה א. חמדני ו-ש. חנס במאמרם **חופש העיצוב בעיסקאות של מיזוג ורכישה**, משפט עסקים כרך ח' עמ' 401 (להלן: "**חופש העיצוב**").

בבסיס עיסקת המיזוג שבפני עומדים שלושה הסכמים מרכזיים: הסכם המיזוג, הסכם בעלי מניות ועקרונות הסכם ההלוואה.

לצורך המיזוג תקים החברה הסינית חברה חדשה בבעלותה המלאה, הנעדרת כל פעילות עיסקית (להלן: "החברה החדשה").
במסגרת המיזוג תתמוג החברה החדשה אל תוך החברה (מכתשים) וכתוצאה מכך יקרו הדברים הבאים:

- החברה החדשה תתחסל ותמחק מרישומי רשם החברות.
 - מניות החברה המוחזקות על ידי בעלי מניות מהציבור (כ-53%) ו-7% ממניות החברה המוחזקות על ידי כור תועברנה לידי החברה הסינית.
 - בתמורה למניות אלה תשלם החברה הסינית סך של 1.272 מיליארד דולר לבעלי המניות מן הציבור בחברה וסך של 168 מיליון דולר לכור.
 - עם השלמת המיזוג לא יחזיקו עוד בעלי מניות מהציבור במניות החברה.
 - מניות החברה ימחקו מהמסחר לבורסה לניירות ערך והיא תהפוך לחברה פרטית בבעלות החברה הסינית (60%) ושל כור (40%).
- התשלום יבוצע לפי שווי חברה של 2.4 מיליארד דולר נכון ליום 20.1.11.
תמורת המיזוג למנייה אחת של החברה הינו סך של 5.57 דולר.
מחיר המנייה גבוה בשיעור של 54% משער המנייה הממוצעת בחודש שקדם לדיווח המיידית הראשון בקשר עם העיסקה.

בנוסף להסכם המיזוג נחתם הסכם בעלי מניות בין כור לבין החברה הסינית, הסכם אשר מסדיר את היחסים ביניהם כבעלי מניות משותפים בחברה לאחר השלמת המיזוג.

כמו כן, סוכמו עקרונות הסכם ההלוואה בין החברה הסינית לבין כור בעניין הלוואת נון-ריקורס בסך 960 מיליון דולר, אשר תיפרע כאמור בתום שבע שנים ממועד השלמת המיזוג, כמפורט לעיל.

ב. טענת המשיבים כי אישור המיזוג ברוב בעלי המניות מקרב הציבור מייתר התערבות שיפוטית.

המשיבים טענו, כאמור, כי אם תאושר עיסקת המיזוג באסיפה כללית של החברה, אם יושג רוב של בעלי המניות מן הציבור בהתאם לסעיפים 275(א) (3) (א) ו-320 (ג) לחוק החברות הרי שהדיון בבקשה מתייתר.

לדברי המשיבות, קבע המחוקק כי ההגנה הבלעדית לבעלי המניות מן הציבור בעיסקת מיזוג היא דרישה לקיומו של רוב באסיפה כללית בקרב בעלי מניות

המיעוט, כלומר בעלי מניות מקרב הציבור, בנוסף לאישור בדירקטוריון החברה ובוועדת הביקורת.

נטען כי מתן אפשרות לבעלי מניות לפנות לבית משפט בבקשה כי יתערב בדיעבד בעריכת שווי מניותיהם, יגרום לאישור עיסקאות לא יעילות שמלכתחילה הם היו מתנגדים להן.

גם אם נאמר כי בעיסקת מיזוג רשאים בעלי המניות לפנות לבית משפט בבקשה להערכת השווי ההוגן, הרי שקבלת טענה זו עלולה לכפות על בעל השליטה עיסקה שהוא לא רצה בה.

המשיבים טענו, כאמור, כי לא מוכרת בדין הגנה כפולה בעיסקאות מיזוג וההגנה אשר נקבעה למיעוט מהווה הגנה בלעדית. טענות אלה והאסמכתאות לכך פורטו בהרחבה בסעיפים 199-237 לתגובת כור.

אתייחס להלן לטענות אלה:

- המיזוג כמסלול חלופי -

חנס וידלין מסבירים אכן במאמרם על מיזוג, כפי שציינו המשיבות, כי החוק יצר מנגנוני הגנה נפרדים לכל אחת מהאלטרנטיבות המשפטיות לביצוע פעילות עיסקית, כאשר במאמר הם מתייחסים למיזוג בין חברות או לחלופין לרכישת מניות.

בתחילת המאמר נאמר במפורש כי מטרתו היא להבהיר כי מיזוג ורכישת מניות הם שני מסלולים חלופיים. מי שבחר באחד המסלולים - נדרש על פי החוק לעמוד בדרישות המסלול בו בחר אך לא בדרישות המסלול שזנח.

בסופו של המאמר נאמר פעם נוספת באופן מפורש "מנגנוני הגנה נפרדים עוצבו בחוק לכל אחת מהאלטרנטיבות המשפטיות. כך לדוגמה במיזוג יש לקבל את ברכת הדירקטוריונים של החברות המעורבות ובנוסף לערוך הצבעה באסיפות הכלליות של בעלי המניות (מבלי שיישמע קולו של בעל מניות מהותי שיש לו אינטרס בשתי החברות המתמזגות). הגנות שונות אחרות שמורות להליך של רכישת מניות כדוגמת החובה לציית לכללי הצעת הרכש המיוחדת.

רשימה זו קוראת למשפטן ולשופט לפרש את החוק כך שתשמר הגמישות המרבית שמעניק החוק למתכנני העיסקאות, תוך השענות על ההגנות שקבע החוק למסלול בו בחר מתכנן העיסקה, ומבלי להיזקק להגנות שנקבעו במסלולים האחרים". (ההדגשה שלי – ד.ק.) (עמ' 129-128).

בדרך פרשנות זו נקט אכן בית משפט בפסק דין **מלם** לעיל.

בעניין **מלם** העלה המבקש מספר טענות כנגד החלטת המשיבה, מלם, חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בת"א ותים, שאף היא חברה

ציבורית הנסחרת בבורסה ומחזיקה ברוב מניותיה של מלם – על ביצוע מיזוג משולש הופכי.

בין היתר נטען כי לצורך ביצוע העיסקה, היה על תים לפעול על פי סעיף 336 לחוק החברות ולהציע לבעלי מניות המיעוט הצעת רכש.

המבקש טען כי אם תים מעוניינת להפוך את מלם לחברה פרטית, זו הדרך היחידה האפשרית על פי הוראות חוק החברות.

בית המשפט דן בטענת המבקש כי המיזוג והצעת הרכש הם למעשה הסדרים מצטברים ואילו המשיבה טענה כי מדובר בהסדרים חלופיים.

בעמ' 20 – 19 לפסק הדין נקבע "היינו, ככלל לכל דרך כלכלית שתבחר יוענק היקף ההגנה הראוי והמתאים. כך, במקרה שלפנינו, לו היתה נבחרת הדרך של רכישת מניות, היה מקום להצעת רכש בשל החשש של פגיעה בסחירות המניות. חשש כזה אינו קיים במקרה שבפניי. הפרק על מיזוג קובע גם הוא הגנות על בעלי המניות הנגזרות מאופן המיזוג."

בהמשך נקבע כי "המיזוג הינו הסדר נפרד ושלם, הכולל בתוכו איזונים ובלמים לשמירת זכויותיהם של כלל בעלי המניות. היינו, מאפשרים לבעל מניות השליטה לממש את רכושו תוך שהם מבטיחים כי בעלי מניות המיעוט לא יקופחו ובעל השליטה לא יוכל לכפות מיזוג שהינו לרעת בעלי מניות המיעוט.

אין צורך להוסיף הגנות נוספות הנובעות מרציונאליים הנובעים מהצעת רכש,

שכאמור אינם מתקיימים בענייננו" (ההדגשה שלי – ד.ק.).

בהקשר זה טוענות כאמור המשיבות כי המבקש מנסה להוסיף לעיסקת המיזוג, יש מאין, הגנת אחריות בדמות סעד הערכה או התערבות בית משפט במחיר העיסקה לאחר אישורה. זאת בעוד שבעיסקה מעין זו עומדת הגנה אחת בלבד והיא הגנת כלל הקניין. כלומר, הותרת הכרעה בעניין עיסקת המיזוג בידי בעלי מניות המיעוט המאיינת את החשש מפני ניגוד עניינים.

כפי שטוענות המשיבות, סעד של הערכה לא נכלל בפרק המיזוג והוא מוסדר בחוק החברות רק בשניים מהמסלולים החלופיים אליהם התייחסתי לעיל:

באירוע של רכישה כפויה משלימה של מניות במסגרת הצעת רכש מלאה לפי סעיפים 336-340 לחוק החברות, ובהסדרים על פי הוראת סעיף 351 (א) (5) לחוק החברות.

ראה חביב סגל כרך ב' 409-410.

הרציונאל להענקת סעד הערכה במקרה של הצעת רכש כפויה הוסבר בפסק דינו של כב' השופט דנציגר בע"א 10406/06 בנק הפועלים נ' עצמון (להלן: "פסק דין עצמון"), בסעיפים 32-33 לפסק הדין, תוך התייחסות ספציפית לאופייה של חברה ציבורית.

בסעיף 34 לפסק הדין נאמר על ידי כב' השופט דנציגר כי "הסדרת סוגיית הצעות הרכש באה אם כן לקבוע את המערך הנורמטיבי אשר יבטיח כי אדישותם של בעלי מניות המיעוט לא תוביל לקבלתה של הצעת רכש המריעה עימם, וכן כי החלטתם אם למכור את מניותיהם לרוכש אם לאו, תהיה בלתי מאולצת וחופשית מלחצים ומכך יעילה."

בהמשך, בסוף סעיף 38 לפסק הדין, מבהיר כב' השופט דנציגר כי מנגנון הפיקוח השיפוטי בדמות סעד הערכה, אשר בכוחו לתקן תמורה בלתי הוגנת, מאזן את הפגיעה בזכויות הקנייניות של בעלי מניות המיעוט ונשמרת הגנתם מפני ניצול כוחו של בעל השליטה המבקש להרוויח על חשבונם.

רציונאל זה של הטייה בהצבעה עקב מכירה תחת לחץ, איננו קיים על פניו בעיסקאות מיזוג.

א. חמדני ו-ש' חנס, במאמרם **חופש העיצוב**, מסבירים כי הביטוי "מכירה תחת לחץ" (אליו התייחס בית משפט בפסק דין **עצמון** כאל "מכירה מאולצת" – ד.ק.) מקורו בספרות האמריקאית בנוגע להצעות רכש, כאשר הביטוי מתאר מצב בו בעל מניות עשוי להענות להצעת רכש אף שהיה מעדיף לא למכור את מניותיו במחיר המוצע.

בעמ' 416 נאמר "תופעה זו אופיינית להצעות רכש (או לרכישה יחידנית של מניות מקהל גדול של בעלי מניות) אך לא במיזוג".

ובהמשך "בעיית המכירה תחת לחץ בהמשך להצעה להפוך חברה פרטית לציבורית, היא איפוא חשש מירידת ערך המניות בשל אובדן הסחירות יחד עם מהלך של רכישת מניות יחידנית מקהל בעלי המניות (בדרך של הצעת רכש ובכל דרך אחרת).

אולם עצם החשש מירידת ערך המניות אינו מצדיק תגובה מיוחדת של המחוקק ובתי המשפט, כאשר מדובר בהליך קולקטיבי של קבלת החלטות. דבר זה ניכר במקרה של מיזוג. מיזוג מחייב אישור של בעלי המניות, ומהווה פעולה קולקטיבית אשר תוצאותיה אחידות לגבי כל בעלי המניות. משום כך אין כל סכנה שבעל מניות יצביע בעד הצעה של מיזוג רק בשל החשש שגורלו יהיה רע יותר בשל התנגדותו לעיסקה...

מסקנה זו שוללת את האפשרות שמיזוג יאופיין כמצב של מכירת תחת לחץ ללא כל קשר לסוג התמורה העומד על הפרק."

כל האמור לעיל מביא אכן למסקנה כי משנבחר אחד המסלולים החלופיים כאמור לעיל, יש לנהוג על פי הכללים הספציפיים אשר נקבעו לגבי בחוק החברות.

אין לכן בעקרון מקום להחיל על מסלול אחד את ההגנות הקיימות במסלול אחר.

- מקומה של הביקורת השיפוטית -

אין במסקנה לעיל כדי למנוע במקרים ראויים ביקורת שיפוטית, במיוחד בעסקאות בניגוד עניינים כאשר בעל השליטה הינו צד להן כמו במקרה שבפניי.

אומנם, כפי שטענה כור בתגובתה, בבסיס חוק החברות מונחת אכן ההשקפה בדבר חופש הפעולה של הגורמים המעורבים בדיני התאגיד וצמצום מידת ההתערבות של בתי המשפט בחופש התאגידים.

על עמדה זו חזר בית המשפט העליון בע"א 7414/08 **תרו תעשיה רוקחית בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries LTD** (להלן: "פסק דין תרו"), תוך דיון

ספציפי בנושא רכישת שליטה.

כב' השופטת פרוקצ'יה ציינה כי "התפיסה השלטת ברקע ההסדרה המשפטית הראוייה של נושא רכישת שליטה ושינוי בעלות בחברות חותרת, ככלל, להענקת משקל ניכר לחופש הפעולה של הגורמים המעורבים בענייני התאגיד, בין היתר על רקע מושג החופש התאגידי, שהוכר משכבר הימים בזכות על של הפרט.

...

לערך החופש התאגידי מתלווה עקרון חופש החוזים, וההכרה בחשיבות קיומו של שוק עיסקי חופשי, המונע באמצעות הכוחות הטבעיים הפועלים בו, בלא התערבות מנגנוני פיקוח חיצוניים... בהתאם לתפיסה זו, ראוי לאפשר לכוחות השוק ולמנגנונים העיסקיים לפעול באופן חופשי, תוך התרת מרחב רחב של גמישות לצדדים בעיצוב הסכמים ובגיבוש ומימוש מהלכים לשינוי שליטה בחברה"

עם זאת, הבהיר בית משפט כי "לא אחת המנגנון החופשי של השוק אינו מבטיח הגנה ראויה לקבוצות חלשות במבנה התאגידי, אשר בלא מנגנוני פיקוח חיצוניים, עלולות להיפגע מתהליכים שונים המתקיימים בחברה. במיוחד כך הדבר ביחס לתהליכים המובלים בידי בעלי השליטה, אשר לא בהכרח ישימו לנגד עיניהם את טובת החברה ואת עניינם של יתר בעלי מניותיה. הרגולציה החיצונית המגבילה מהלכים של דירקטוריון או בעלי שליטה בחברה, נועדה בעיקרה להבטיח את הגינות פעולותיהם ביחס לגורמים שונים הקשורים בחברה שאינם בעלי כח השפעה לדאוג לעניינם ולשמור על זכויותיהם." (סעיף 48 לפסק הדין) (ההדגשה

שלי – ד.ק.).

שאלת הצורך בביקורת שיפוטית על עסקאות בעלי עניין באופן כללי, ולא רק בנושא רכישת שליטה ושינוי בעלות אליו התייחס בית המשפט בעניין תרו, נידונה

על ידי **חמדני וחנס** במאמרם **"הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית"** משפט ועסקים ט' עמ' 75 (להלן: **"הגינות מלאה?"**).
במאמר נאמר כי התופעה של שליטה ריכוזית בחברות ציבוריות רווחת בחברות ציבוריות ברוב מדינות העולם, פרט לארצות הברית ובריטניה.
מבנה השליטה בשוק ההון משליך על המטרות המרכזיות של דיני התאגידים בישראל. אומנם, החזקות משמעותיות של בעל שליטה בהון התאגיד גורמות לכך שבעיית הנציג בין ההנהלה לבין בעלי המניות חריפה פחות בתאגיד עם בעל שליטה. **"עם זאת, קיומו של בעל שליטה מעלה חשש מפני פגיעה בבעלי מניות המיעוט במצבים שבהם קיים ניגוד עניינים בין התאגיד (או בעלי מניות המיעוט) לבין בעל השליטה. במילים אחרות, תפקיד מרכזי של דיני התאגידים בשוק עם שליטה ריכוזית הוא להתמודד עם בעיית הנציג שבין בעל השליטה לבין המיעוט."** (עמ' 77).

נראה כי גם במקרה שבפניי יש להתמקד בניגוד העניינים שבין בעלי המניות בחברה לבין כור כבעלת שליטה.
מסבירים **חמדני וחנס** במאמרם לעיל כי חוק החברות מתמודד עם החשש מפני ניגוד עניינים באמצעות דרישה להליכי אישור מיוחדים, אשר נדרשו גם במקרה שבפניי.
אולם, המחברים מבהירים כי חוק החברות אינו מעניק לעיסקה שזכתה באישורים הנדרשים חסינות מפני ביקורת שיפוטית.

גם **חמדני וחנס** מציינים את המדיניות השיפוטית הנוהגת בעניין אי התערבות בשיקול הדעת העיסקי של הדירקטוריון. עם זאת, מציינים המחברים כי לדירקטורים בתאגיד עם בעל שליטה אין תמריצי שוק של ממש לעמוד נגד בעל שליטה המבקש להתקשר בעיסקה. לכן, אין מנוס מלהפעיל ביקורת שיפוטית על מנת להניע את הדירקטורים להגן על המשקיעים במצבים שבעל השליטה מצוי בניגוד עניינים.
מקובלת עלי לחלוטין העמדה על פיה יש לצאת מתוך נקודת מוצא כי לביקורת השיפוטית יש תפקיד חיוני בהגנה על המשקיעים, **"וזאת על מנת להבטיח כי בעלי המניות יזכו שתונח לפניהם לאישור הצעת ההחלטה הטובה ביותר שיכלו לקבל בנסיבות העניין"**. (חמדני וחנס הגינות מלאה? עמ' 70).

חמדני וחנס מתייחסים אומנם למצב בו החוק דרש תמיכה של שלישי בלבד מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העיסקה. אולם, בשלב מאוחר יותר, מובהר על ידם כי מסקנותיהם במאמר יהיו תקפות גם בהנחה שהדין ישונה ויידרש אישור של רוב מקרב בעלי המניות שאינם נגועים בעניין אישי. (עמ' 87).

שינוי זה נעשה בתיקון מספר 16 לחוק החברות בסעיף 275 (א) (3) (א).

נראה כי התיקון תרם באופן משמעותי להגנה על בעלי מניות המיעוט ויש בו כדי להשפיע על האיזון שעל בית המשפט לערוך בין הביקורת השיפוטית לבין מדיניות אי ההתערבות, בעיקר בעיסקאות בניגוד עניינים שאינן גורליות לבעלי המניות, כפי שיפורט

בהמשך.

אם נחזור לעיסקת המיזוג, מבהירים **חמדני וחנס** כי עקרון הביקורת האמור לעיל איננו ייחודי לעיסקאות בהן בעל השליטה נתון בניגוד עניינים, אלא הוא חל גם לגבי עניינים נוספים בהם נדרשת החלטה משותפת של הדירקטוריון ובעלי המניות.

"ככלל, דרישת אישור של האסיפה הכללית לעיסקה מסויימת איננה מייתרת את הביקורת השיפוטית על החלטת הדירקטוריון לאשר את העיסקה ולהביאה להצבעה באסיפה הכללית. הדוגמא הבולטת בהקשר זה היא הדוקטרינות שאימצו בתי המשפט של מדינת דלוור בכל הנוגע לחובת הדירקטוריון של החברה הנרכשת במיזוג לנקוט מאמץ מתמשך על מנת להבטיח את השלמת העיסקה במחיר הגבוה ביותר האפשרי. חובה זו של הדירקטוריון מקבלת משנה תוקף כאשר הצד שכנגד הינו בעל השליטה. בנסיבות אלה על דיני התאגידים לספק לדירקטוריון את התמריצים לניהול מו"מ שבו ייוצג האינטרס של התאגיד בצורה טובה ככל האפשר בהתחשב במעמדו הדומיננטי של בעל השליטה". (עמ' 89).

חמדני וחנס מסבירים כי דיון זה איננו עומד בסתירה לאבחנה שבין הגנה קניינית המתנה עיסקאות בניגוד עניינים באישור המיעוט - לבין הגנה של כלל אחריות המאפשר לבית המשפט לבדוק את תנאיה של העיסקה לגופם.

בעיני הצורך בביקורת שיפוטית חל במשנה תוקף כאשר ההצעה המונחת לאישור בפני בעלי מניות המיעוט היא הצעה אשר הובאה למעשה לאישורם על ידי בעלי השליטה.

לכן, גם במסגרת מערכת של הגנה קניינית, אליה התייחסו המשיבות בהקשר לעיסקת המיזוג, יש חשיבות לפיתוח מנגנונים שיבטיחו כי בעלי המניות יזכו שתובא בפניהם הצעת ההחלטה הטובה ביותר.

לצורך בביקורת שיפוטית במקרים מעין אלה, ראה לעיל את עמדתו של בית המשפט העליון בעניין **תרו**, ואף בעניין **עצמון** (תוך הפנייה לפסק דין המיעוט של כב' הנשיא

ברק בע"א 2773/04 **נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' מאיר עטר** (להלן: **"פס"ד נצבא"**).

לא ניתן לקבל את טענת המשיבות על פיה אין מקום לביקורת שיפוטית במקרה הנוכחי אך ורק מכיוון שקיימת הגנה קניינית כפי שקבע המחוקק לגבי עיסקאות מיזוג.

עם זאת, כפי שצינתי לעיל, נראה כי על בית משפט לנקוט בביקורת שיפוטית מרוסנת ומאוזנת, כך שלא יוצר מצב בו יידרש בית המשפט לבחינה גורפת של תנאי עיסקאות עם בעלי עניין, אשר התקבלו על ידי האורגנים המוסמכים של החברה בהליכים הקבועים בחוק החברות.

נראה כי במאמרם של **חמדני וחנס** בעניין **חופש העיצוב**, אליו היפנתה כור בסעיף 218 לתגובתה, ניתן למצוא את האיזון הנכון שבהפעלת הביקורת השיפוטית:

"כאשר מדובר בעיסקה בניגוד עניינים, ובפרט בעיסקה שבה בעל השליטה נפרד מהמיעוט, חופש מירבי בבחירת צורת העיסקה מחייב את בית משפט לפיקוח מוגבר על דרך התממשותה. אין הכוונה בהכרח שבית המשפט יבחן את הגיונה הכלכלי של העיסקה ותנאיה, אך ניתן לצפות כי בית המשפט ידאג להליך הוגן. הביקורת השיפוטית מהווה סתום בטחון חיוני במסגרת יחסי הכוחות הבלתי מאוזנים בין בעל השליטה לבין בעלי המניות מקרב הציבור" (עמ' 408).

אין ספק כי נסיבות המקרה הנוכחי - כאשר מדובר בעיסקה בה נפרדים למעשה בעלי מניות המיעוט ממניותיהם בחברה; המו"מ בעניין המיזוג התנהל על ידי גורמים אשר הוגדרו על ידי החברה כחלק מקבוצת בעלי השליטה בחברה, כתוצאה מהמו"מ מוענקת לבעלת השליטה הטבה שאינה מוענקת לציבור, ולדירקטורים בחברה יש עניין אישי באישור העיסקה מתוקף כהונתם כנושאי משרה בכור ובבעלות השליטה בה - מצדיקות באופן חד משמעי ביקורת שיפוטית על מנת להבטיח הליך הוגן.

ג. המבחנים להפעלת הביקורת השיפוטית.

יש לבחון עתה את המבחנים הרלוונטים להפעלת הביקורת השיפוטית על העיסקה נשוא הבקשה.

בית המשפט במדינת דלוור עיצב מבחן מיוחד לבחינת עיסקה בה בעל השליטה מצוי בניגוד עניינים - מבחן ההגינות המלאה (**entire fairness**). ראה גם בהרחבה **חביב סגל** דיני חברות (2007) 511-521.

למבחן ההגינות המלאה יש שני מרכיבים: הדרישה להליך הוגן והדרישה למחיר הוגן.

עוד יש לציין כי למבחן ההגינות המלאה פן פרוצדוראלי ופן מהותי. **חמדני וחנס**, במאמרם הגינות מלאה? מסבירים כי אפשר להעביר את הנטל לאלא הטוענים כנגד תקפות העיסקה אם נעשה שימוש באחד משני מנגנונים, כפי שנקבע בפסק דין **Communication Systems Inc 638 A 2d 1110 Kahn v. lynch** (1994) (להלן: "**פסק דין lynch**"): הכפפת העיסקה לאישור על ידי רוב מקרב בעלי מניות המיעוט או המו"מ נוהל על ידי וועדה מיוחדת של הדירקטוריון שכל חבריה היו בלתי תלויים בבעל השליטה, ניתנו לה כלים לנהל מו"מ עצמאי, לרבות יכולת לשכור יועצים מקצועיים שאינם קשורים בבעל השליטה. על הליך המו"מ לדמות ככל האפשר מו"מ בתנאי שוק בין צדדים בלתי תלויים. (עמ' 85).

באשר לעיסקאות מיזוג, מסבירים **חמדני וחנס** במאמרם חופש העיצוב כי בשל היות המיזוג עיסקה שעל הדירקטוריון לאשר במפורש על פי חוק החברות, הרי אישור דירקטוריון מקבל משמעות מיוחדת כאשר בעל השליטה נגוע בניגוד עניינים. בעיסקאות מיזוג מבחין בית המשפט בדלוור בין מיזוגים בין חברות זרות לבין מיזוגים בין חברות קשורות, כאשר כלל ההגינות המלאה מוחל על מיזוגים בין חברות קשורות. (ראה בעניין זה גם את פסק דינו של כב' הנשיא ברק בעניין **נצבא** בסעיף 2 והאסמכתאות המופיעות שם).

באופן מהותי מחיל מבחן זה על יזמי המיזוג קריטריון מחמיר במיוחד של הגינות – עליהם להראות כי קיימו פרוצדורה נאותה לאישור המיזוג וכן שמחיר המיזוג היה המחיר הגבוה ביותר שניתן היה להשיג כנגד מניות החברה המתמזגת.

ראה לעניין זה **חביב סגל** כרך ב' עמודים 495-502 והפנייה לפסק דין **lynch**. פסק דין זה החיל את מבחן ההגינות המלאה בהקשר של מיזוג בין חברת בת עם חברת אם. מדובר אם כן בקונטקסט ברור בו נמצא בעל השליטה משני עברי המתרס, ואין ייצוג לאינטרסים של בעלי מניות המיעוט של החברה המתמזגת. מבהירה **חביב סגל** כי תחולת מערכת הכללים המשפטיים תלויה בסיווג עיסקת המיזוג, כאשר ביחס למיזוג בין חברות קשורות - מנהל בית המשפט ביקורת שיפוטית מחמירה.

חביב סגל מפנה למבחן הפרדה בין האורגנים של החברה הרוכשת לבין אלה של החברה הנרכשת, ולמבחן מידת השוויוניות החלה בחלוקת התמורה כנגד נכסיה של החברה הנרכשת.

אולם, לדבריה, ייתכנו מצבים בהם מתקיימת הפרדה בין אורגנים שונים של החברות אך התמורה המתקבלת איננה שוויונית. כך למשל, ייתכן ולמרות שמדובר

במיזוג של חברות זרות הרי שאחד או יותר ממנהליה של החברה הנרכשת נהנה מתמורה מיוחדת כנגד תמיכתו בעיסוק המיזוג.

המקרה שבפניי הינו וריאציה של סיטואציה מעין זו.

לדברי **חביב סגל**, הרי שעל פי הפסיקה האמריקאית די שאחד המבחנים מצביע על צורך בהתערבות משפטית מחמירה, כדי שבית המשפט יחיל את המבחנים הנוקשים יותר גם על מיזוג בין חברות זרות.

כך הרחיב בית המשפט את מבחן ההגינות המלאה והחיל אותו לא רק במיזוג בין חברות קשורות אלא בכל מקרה בו מופר השוויון בין בעלי המניות.

סטנדרט ההגינות המלאה גמיש ומשתנה ממקרה למקרה בהתאם לנסיבותיו. (עמ' 500-498).

(למקרה בו לא החילה הערכאה הראשונה בדלוור את כלל ההגינות המלאה על יסוד

פסק דין **lynch**, למרות שבעל שליטה היה מעורב בהליכי מיזוג, ראה **In re John**

.(Q Hammons Inc S`holder Litig. C.A. No 758 – CC (Del. Ch. 2, 2009)

אולם, בעניין זה היו בחברה שני סוגי מניות כאשר מניות השליטה הוחזקו על ידי בעל השליטה; בעניינם של בעלי המניות מקרב הציבור התקיים מו"מ ארוך ונפרד עם החברה הרוכשת על ידי וועדה בלתי קשורה; הסכום שהתקבל בגין מניות הציבור היה בפרמיה של 300% וסך כל ההטבות שקיבל בעל השליטה במסגרת המו"מ שניהל עם הרוכש – הביא לכך כי המחיר עבור מניותיו היה נמוך בסכום משמעותי, פר מנייה, לסכום ששולם בגין המניות שהוחזקו על ידי הציבור).

המסקנה אליה הגעתי היא כי על בית משפט להפעיל ביקורת שיפוטית בכל מקרה בו מופר השוויון בין בעלי המניות בעיסוק של מיזוג. לכן, הביקורת השיפוטית אמורה להתבצע לא רק במקרה בו עומד בעל שליטה משני צידי המתרגם בעיסוק מיזוג, כמו במקרה הברור בו המיזוג מתבצע בין חברה אם לבין חברה בת בשליטתה - אלא גם בסיטואציה, כמו במקרה שבפניי, בה קיים ניגוד עניינים המערב את בעל השליטה למרות שעיסוק המיזוג נעשית למעשה עם צד ג' זר.

בעניין זה מקובלת עלי אבחנתם של **חמדני וחנס** במאמרם הגינות מלאה? בין עיסקאות בהן מצוי בעל השליטה בניגוד עניינים שמשמעותן אינן גורלית לבעלי המניות, שאז יחול בעקרון כלל שיקול הדעת העיסוקי - לבין עיסקאות בהן מצוי בעל השליטה בניגוד עניינים מסוג **going private** בהן המיעוט נדרש לוותר על אחזקותיו בחברה. (עמ' 103).

[יש לציין, כי במאמרם הציעו **חמדני וחנס** כי כדי שיחול שיקול הדעת העיסוקי בעיסקאות בעלי עניין שמשמעותן אינה גורלית לבעלי המניות, ייעשה שימוש

במנגנון הכולל וועדה מיוחדת בלתי תלויה של הדירקטוריון לשם ניהול מו"מ אמיתי, יחד עם דרישה לאישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט. בקיומם של הליכים אלה יהיה, על פי הצעתם, כדי להעביר את נטל הראייה לתובעים, אשר יצטרכו להצביע על טעמים כבדי משקל כדי שיצדיקו בחינה מהותית של תנאי העיסקה. עם זאת, ציינו **חמדני וחנס** כי ספק אם וועדה מיוחדת יכולה לכשעצמה להוות מנגנון בקרה אפקטיבי בגין העדר יכולת להתנתק באופן מוחלט מבעל השליטה.

אין מקום במסגרת החלטה זו לערוך דיון ממצה בכלל עיסקאות עם בעלי עניין. לכן, יש להשאיר בצריך עיון את השאלה באיזה סוג עיסקאות עם בעלי עניין, שאינן בגדר עיסקאות שמשמעותן גורלית לבעלי המניות, יהיה אכן מקום לקבוע כי מינוי וועדה מיוחדת בלתי תלויה יהיה תנאי להחלת שיקול הדעת העיסקי ואת כלל אי ההתערבות. לאור שינוי הרוב הנדרש בסעיף 275 (א) (3) (א) לחוק החברות לפי מס' תיקון 16, אליו התייחסתי לעיל, והתיקון בהוראות סעיף 115 לחוק החברות באשר למבנה וועדת הביקורת אשר ייכנס לתוקף בעוד כארבעה חודשים – נראה כי דרישה גורפת לקיומה של וועדה מעין זו אינה חיונית.].

עם זאת, כאשר נערכת עיסקת מיזוג בין חברה אם לחברה בת, כאשר בעל השליטה מצוי משני צדי העיסקה, נראה כי יש לשקול בחיוב את הצעתם של **חמדני וחנס** באשר ליצירת הליך מו"מ, אשר ידמה ככל האפשר עיסקה בתנאי שוק בין צדדים בלתי תלויים. זאת בדרך של הקמת וועדת דירקטוריון שהיא בלתי תלויה; שהיא מוסמכת באופן אפקטיבי להחליט נגד ביצוע העיסקה; אשר תנהל מו"מ בפועל ולא למראית עין; יעדרו ממנה נציגי בעלי השליטה ויהיה מקום לאפשר לה 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.

בכל מקרה, באותן עיסקאות שמשמעותן גורלית לבעלי המניות, יישמר לבית משפט שיקול הדעת לבחון את הגינות העיסקה, גם אם היא עונה מבחינה פרוצדוראלית על כל דרישות החוק והפסיקה, במיוחד כאשר יש בה סימנים מחשידים, כגון אי שוויון בולט בין בעלי השליטה לבין בעלי המניות.

בדיקת הגינות העיסקה הינה למעשה תמונת ראי לקיום חובות הנאמנות של נושאי המשרה וחובת ההגינות של בעל השליטה.

החלת חובות אמון על בעל השליטה נעשתה עוד בע"א 817/79 **קוסוי נ' בנק פויכטונגר** פד"י לח (3) 253. כב' השופט ברק (כתוארו אז) הבהיר כי "**בעל מניות**

שליטה, המבקש למכור את מניותיו, חב חובת אימון לחברה באשר למכירה זו, ועליו לפעול כלפיה בתום לב ובהגינות, והוא מפר את חובתו, אם הוא מוכר מניותיו למכור, אשר למיטב ידיעתו ירוקן את החברה מנכסיה ויביא אותה למצב של אי סולוונטיות" (עמ' 284 מול ד'ה').

בית המשפט המשיך והבהיר כי "עקרון מוכר וידוע הוא במשפטנו, כי בעל השליטה נתון במסכת של חובות אימון, הבאות לשמור את בעל הכוח מפני השימוש בכוחו... מכח אותו עקרון עצמו מוטלת חובת האימון גם על בעל מניות השליטה לעניין מכירתו" (עמ' 285 מול האות ג').

אומנם, ככלל, חובות הנאמנות של נושאי משרה והחובה לנהוג בהגינות המוטלת על בעל שליטה על פי הוראת סעיף 193 לחוק החברות, מכוונות כלפי החברה ולא כלפי בעלי המניות באופן ישיר.

עם זאת, נראה כי יש מקום להכיר בחובות אימון והגינות ישירות הן של נושאי המשרה והן של בעל השליטה כלפי בעלי מניות מיעוט בעיסקת מיזוג כמו בעיסקה שבפניי.

תמיכה במסקנה זו ניתן למצוא בפסק דינה של כב' הנשיאה ביניש בע"א 345/03 ריכרט נ' יורשי המנוח משה שמש ז"ל.

בסעיף 15 לפסק הדין מסבירה כב' הנשיאה כי "על פי הדין הכללי חובותיו של בעל שליטה חלשות יותר מאלו החלות על הדירקטור ועל נושא המשרה. ככלל, המשפט מסתפק בריסונו מפני פעולות הפוגעות בבעלי מניות אחרים....

ככל שבעל השליטה חב חובת זהירות, נראה כי החובה מוגבלת למצבים של מכירת

השליטה או הפעלת השליטה".

על יסוד דברים אלה, קמה, לדעתי, האפשרות להחיל על נושא משרה ובעל שליטה חובת זהירות וכן חובת הגינות כלפי בעלי מניות - כאשר פעולותיו במסגרת עיסקת המיזוג פוגעות בבעלי מניות אחרים.

חמדני וחנס, במאמרם חופש העיצוב בעמ' 413, מסבירים כי במקרה רגיל של הפרת נאמנות של נושאי משרה כלפי החברה, הנזק שנגרם לבעלי המניות הוא נזק משני כתוצאה מירידת ערך מניותיו. לעומת זאת, נושא משרה שלא קיים את חובותיו במסגרת מיזוג, בו בעל שליטה משלים את רכישת החברה, אינו פוגע בשווי החברה אלא שמשמעות פעילותו היא הסטת ערך מבעלי מניות המיעוט לכיסו של בעל השליטה על ידי קביעת מחיר לא הוגן למניות המיעוט.

קביעה זו ישימה לחלוטין גם כאשר בעל שליטה מנהל מו"מ לשם ביצועה של עיסקת מיזוג, תוך כדי קבלת הטבות משמעותיות שאינן מתחלקות באופן שווה עם יתר בעלי המניות, כאשר כתוצאה מעיסקת המיזוג יתנתקו למעשה מהחברה. הפרת חובת ההגינות על ידי בעל השליטה גורמת במקרה כזה נזק ישיר לבעל המניות. לכן, יש לראות את חובת ההגינות של בעל השליטה כחלה כלפי אותם בעלי המניות שנפגעו ולא רק כלפי החברה.

חביב סגל מסבירה בספרה דיני חברות בעמ' 552, כי במקרים מסויימים עלול צמצום חובות האימון לחובות החלות לטובתה של החברה בלבד, להיות בבחינת צמצום מלאכותי המביא לתוצאות לא רצויות. כך, לדבריה, המצב בקונטקסט של עיסקאות מיזוג "כאשר מתמזגת החברה האחת לתוכה של החברה האחרת, היא ממילא צפויה להעלם מן העולם. בעלי המניות של החברה הנרכשת יקבלו את התמורה בצורה של מזומנים, או בצורה של מניות של החברה הרוכשת. בנסיבות אלו, אין משמעות עוד ל"טובתה של החברה", אלא שמכאן אין להסיק שמנהלי החברה פטורים מחובות אימון כאשר הם מקיימים את עיסקאות המיזוג. אדרבא, בנסיבות אלו, מן הראוי להחיל את חובות האימון לטובתם של בעלי המניות, ולא עוד לטובתה של החברה עצמה".

התוצאה מהאמור לעיל היא כי יש להחיל על כור, כבעלת שליטה אשר ניהלה את המו"מ בשם החברה במסגרתו הוקנו לה הטבות שלא הוקנו ליתר בעלי המניות, חובת הגינות כלפי בעלי המניות אשר כתוצאה מהסכם המיזוג מתנתקים למעשה מיחסייהם עם החברה.

ד. האפשרות להגשת תביעה להסרת קיפוח על פי סעיף 191.

שאלה נוספת אליה יש להתייחס היא האם קיימת לבעלי המניות האפשרות להגיש תביעה בעילה של הפרת חובת ההגינות של בעל השליטה, במסגרת סעיף 191 (א) לחוק החברות.

סעיף 191 (א) קובע "התנהל ענין מענייניה של חברה בדרך שיש בה משום קיפוח של בעלי המניות שלה, כולם או חלקם, או שיש חשש מהותי שיתנהל בדרך זו, רשאי בית המשפט, לפי בקשת בעל מניה, לתת הוראות הנראות לו לשם הסרתו של הקיפוח או מניעתו..."

עילה זו היא עילה גמישה אשר מקנה לבית משפט שיקול דעת רחב. עם זאת, התירה הפסיקה, בדרך כלל, בידי מניות מקרב הציבור את האפשרות לתבוע בגין קיפוח רק מקום שבעל השליטה מבקש לפגוע בזכויותיהם באופן ישיר.

אולם, כפי שקבעתי לעיל, יש מקום להרחיב את חובת ההגינות של בעל השליטה במקרה של מיזוג המפקיע את מניות הציבור, ולראות בה כחובה החלה כלפי בעלי המניות באופן ישיר.

לאור זאת, אין כל קושי לקבוע כי לבית משפט יש סמכות לפעול לפי סעיף 191 לחוק החברות, על מנת להעניק לאותם בעלי המניות סעד בגין הנזק הנגרם להם כתוצאה מהפרת חובה זו.

התייחסות ספציפית לאפשרות התביעה של בעל המניות במקרה הנוכחי על פי הוראות הקיפוח, קיימת בספרה של צ' כהן **בעלי מניות בחברה זכויות תביעה ותרופות** (מהדורה שנייה) כרך ב'.

צ. כהן מבהירה כי אין החוק הישראלי מקנה לבעל מניות שהמיזוג נכפה עליו בניגוד לרצונו זכות לתבוע סעד הערכה, המצומצם אצלנו למקרה של הצעת רכש (עמ' 240). בהמשך נאמר **"על אף שסעד הערכה אינו פתוח בפני בעל המניות, שנאלץ להיפרד ממניותיו עקב מיזוג, עדיין פתוחה בפניו הדרך לתקוף את החלטת המיזוג בעילות הכלליות של קיפוח, הפרת חובת אימונים או חובת זהירות על ידי הדירקטורים וכן הפרת חובה הגינות או חובת זהירות על ידי בעלי מניות השליטה"**. (עמ' 241). בפסק דין **נצבא** בחן בית משפט את טענות המשיבים בדבר קיפוח בביצוע הצעת רכש.

אומנם, בדעת הרוב נקבע בסופו של דבר כי לא התקיים קיפוח באותו מקרה בגין העדר השוויון הנטען. אולם, בית המשפט, כב' השופטת נאור, בחן את טענות הקיפוח בהקשר של הצעת רכש.

בסעיף 21 רישא של פסק הדין הבהיר בית משפט כי **"החובה שלא לקפח בעלי מניות מהווה נדבך נוסף בדרישת החוב בדבר ההתנהגות הנדרשת בין השחקנים השונים בחברה"**.

בהמשך הסעיף קבע בית משפט כי **"עילת הקיפוח מהווה, אם כן, כלי להשגת סטנדרט התנהגות, הנועד לשמור על "ציפיותיהם הלגיטימיות של הצדדים" מפני פגיעה"**.

מכאן עולה, כי בית המשפט יכול לעשות שימוש בהוראות סעיף 191 לחוק, גם במקרה הנוכחי.

גם בפסק דין המיעוט של כב' הנשיא ברק נאמר, בסעיף 2, כי פוטנציאל של קיפוח קיים במקרים של רכישת חברות וכי סעיף 191 לחוק החברות וסעיפים דומים לו בשיטות משפט שונות, היוו מבחן מרכזי שבו נבחנו לא אחת עיסקאות רכישת חברות במבחן ההגינות.

בפסק דין **עצמון** היפנה כב' השופט דנציגר לדעת המיעוט של הנשיא ברק בסעיפים 32 ו-38 לפסק הדין והסתמך עליה לצורך קביעותיו.

לאור כל האמור לעיל, אין מקום לטענת המשיבות כי בניסיון לעקוף את ההוראות הספציפיות החלות על מיזוג - "גייס" המבקש את הוראות סעיף 191 לחוק החברות.

מנגנוני ההגנה החלופיים אשר נקבעו בחוק החברות לשם ביצוע עיסקאות רכישה, אינם מונעים את החלת הנורמה הכללית הקבועה בסעיף 191 בדבר "רמת ההתנהגות הנדרשת בין השחקנים השונים בחברה".

לכן, קיימת לבית המשפט סמכות לבחון קיומו של קיפוח בהקשר של מיזוג, על בסיס חובות הנאמנות של הדירקטורים שאישרו את העיסקה וחובת ההגינות של בעל השליטה שעמד מאחוריה.

ה. האם עמדה כור בחובת הגינות כלפי ציבור בעלי מניות.

השאלה בה התבקש בית המשפט, כאמור, להכריע היא האם זכאית כור לתמורה העודפת בגין חלקה במניות הנמכרות במכתשים לעומת ציבור בעלי המניות.

אין מחלוקת כי במקרה שבפניי לא התקיים כל מו"מ ממשי ואמיתי בין כור לבין בעלי המניות מהציבור, שהיה בו כדי לייצג את עניינם של בעלי המניות מקרב הציבור בעניין ההטבה הנוספת אשר ניתנה לכור.

נראה כי גם בסיטואציה מעין זו יהיה נכון לאמץ את המודל אשר הוצע לעיל, בעניין ניהול המו"מ כאשר בעל השליטה ניצב משני צידי המתרס (ביחסים האנכיים שבין בעל השליטה לבין בעלי המניות מקרב הציבור), באשר להקמת וועדת דירקטוריון בלתי תלויה - לשם בחינת תנאי עיסקת המיזוג ביחסים האופקים שבין שהציבור לבין בעל השליטה.

כפי שכבר ציינתי לעיל, גם כאשר קיימת הגנה קניינית במסלול של עסקת מיזוג, יש צורך בקיומו של מנגנון אשר יבטיח כי בעלי המניות יזכו שתובא בפניהם ההצעה הטובה ביותר שניתן להשיגה בנסיבות העניין.

במקרה הנוכחי, התנהל המו"מ בכללותו על ידי כור כבעלת השליטה כאשר בסופו של דבר נכרתו הן הסכם המיזוג והן הסכם ההלוואה עם החברה הסינית במקשה אחת. אותו הסכם הלוואה העניק לכור את ההטבה נשוא המחלוקת ויצר את חוסר השוויון בין כור לבין בעלי המניות מקרב הציבור.

לכן, לא הובטחה בדרך כלשהי זכותם של בעלי המניות מקרב הציבור כי תונח בפניהם לאישור ההצעה הטובה ביותר. מכאן עולה כי אין לראות בבעל השליטה כמי שקיים את חובות ההגינות כלפי בעלי המניות.

יתרה מזאת, הבאת עיסקה לאישורה של האסיפה הכללית הכוללת בתוכה הן את הסכם המיזוג, אומנם במחיר שאין לגביו טענה שהוא כשלעצמו מקפח או בלתי הוגן, והן, כתנאי לקיום עיסקת המיזוג, את אותה הטבה שהשיגה כור לעצמה כמי שניהלה באופן בלעדי את המו"מ – דומה מבחינות רבות לאולטימטום ולכן אינה עומדת במבחן קיום חובת ההגינות המוטל על בעל השליטה.

ראה לעניין זה **חמדני וחנס** הגינות מלאה? עמ' 88.

קבלת הטבה נפרדת על ידי בעלת השליטה, במסגרת הסכם מיזוג, נוגדת באופן מפורש את עקרון השוויון אשר חל בעיסקאות מיזוג.

מבהירה **חביב סגל** כרך ב' עמ' 520 כי "עולה שעקרון השוויון זוכה לתחולה פורמאלית בעיסקאות המיזוג: מכלול בעלי המניות המשתתפים בעיסקה, כאשר כולם זכאים לקבל תמורה שוויונית כנגד מניותיהם. בהתאם לכך, כאשר מבקשים קברניטי העיסקה ליזום עיסקה לא שוויונית, אליהם לבחור במסלול רכישה אחר (כגון, רכישת השליטה המרוכזת)."

ואכן, למרות שהמשיבות בחרו במסלול של עיסקת מיזוג, הרי שהטענה אותה הן מעלות כמצדיקה את הפרת עקרון השוויון במקרה הנוכחי, על מנת לתמוך בטענת הגינות העיסקה, היא הטענה בדבר פרמיית השליטה - טענה לגיטימית במסלול רכישה אחר כגון מכירת שליטה מרוכזת.

בהקשר זה יש להתייחס, במאמר מוסגר, לטענת המבקש בתשובתו, על פיה מגיע לכור שכר כלשהו כמתווך.

בהנחה כי עיסקת המיזוג בכללותה עמדה במבחן ההגינות והשוויון, יש בהחלט מקום לבחינת שאלת התגמול הראוי אותו יש להעניק למי שיזם, תכנן והביא לידי ביצוע עיסקת מיזוג המטיבה עם כל בעלי המניות לציבור. תגמול מעין זה, בגדר "דמי ייזום ראויים", יש בו כדי לתרום לביצוע עיסקאות יעילות.

כאשר מדובר בבעל שליטה, הדיון בשאלת התגמול יתקיים בכפוף לכל המבחנים הקבועים בחוק החברות באשר לעיסקה עם בעל עניין. זאת באופן עצמאי ונפרד לחלוטין, ללא כריכה בדרך כלשהי בעצם עיסקת המיזוג העומדת לאישור בפני האסיפה הכללית. אולם, השאלה עצמה אינה חלק מנשוא ההחלטה.

כדי לחזור ולהתייחס לטענת פרמיית השליטה, יש לזכור את המבנה ההסכמי של העיסקה ולבחון מה מהותה של אותה תמורה עודפת על פי ההטבה הכלולה בהסכם הלוואה.

מהדיווחים המיידים אשר נמסרו לבורסה ולרשות לניירות ערך על ידי כור, עולה בבירור כי במסגרת עיסקת המיזוג ירכשו אחזקות הציבור בחברה והחברה תהפוך לחברה פרטית. לאחר השלמת העיסקה תחזיק החברה הסינית במלוא מניות הציבור (53%) בחברה וכן ב- 7% נוספים ממניות החברה אשר ירכשו מכור.

אין למבקש טענה לגופו של המחיר למנייה אשר נקבע על פי הסכם המיזוג, לגביו אין מחלוקת כי הוא גבוה בשיעור של 54% משער המנייה הממוצע (במונחים דולרים) בחודש שקדם לדיווח המייד הראשון בקשר עם העיסקה.

התמורה הנוספת נובעת מהסכם ההלוואה בין כור לחברה הסינית. על פיו בנוסף, וכחלק מהעיסקה, תעמיד החברה הסינית לכור הלוואה לתקופה של 7 שנים בסך 960 מילון דולר, אשר תובטח במניות כור בחברה בלבד ותהיה ניתנת לפרעון במזומן או באמצעות מניות אלה.

מקובלת עלי לחלוטין עמדת המשיבות, כי יש לראות בכל מרכיבי העיסקה כמכלול אחד ואין מקום להפריד ביניהם. אולם, התוצאה של קבלת עמדה זו היא המסקנה על פיה יש לראות בשווי הכלכלי של ההטבה לכור בגין מאפייני ההלוואה, כחלק בלתי נפרד מהמחיר הכולל אותו הסכימה החברה הסינית, בעקבות המו"מ אשר התנהל בינה לבין כור, לשלם עבור עיסקת המיזוג.

מטרת המיזוג, כפי שצינו המשיבות, היתה להפוך את החברה לחברה פרטית. רכישת השליטה בחברה על ידי החברה הסינית נעשתה, למעשה, על ידי רכישת המניות המוחזקות בידי הציבור, בתוספת 7% ממניות החברה אשר נרכשו מאת כור.

כור נותרה בשלב זה שותפה בחברה בשיעור אחזקות של 40%, כאשר קיימת לה, כאמור, האופציה שלא להחזיר את ההלוואה תמורת מסירת מניותיה לחברה הסינית.

במקרה זה, יישקף סכום ההלוואה תמורה למניות הזזה לתמורה אשר משתלמת בגין מניות הציבור ובגין 7% ממניות כור - המועברות לחברה הסינית על פי הסכם המיזוג.

היה וערכן של המניות ייעלה – קיימת לכור האופציה להחזיר את ההלוואה ולהיות עם המניות.

הן המחיר שנקבע עבור המניות והן השווי הכלכלי של אותה אופציה, הם, כאמור, המחיר אותו שילמה החברה הסינית בגין עיסקת המיזוג בכללותה. על מחיר זה להתחלק באופן שווה בין כל בעלי המניות.

מכאן יש לחזור לטענת המשיבות בעניין פרמיית השליטה. המשיבות טענו כי השוויון הנדרש בין בעלי המניות הוא שוויון מהותי. בהינתן השוני המהותי בין כור לבין בעלי המניות מהציבור, הרי שמתן ההטבה לכור מהווה יחס שונה לשונים ולא אפליה בין שווים.

לטענת המשיבות, השוני מתבטא בכך שכור מעבירה את השליטה ולכן היא זכאית לפרמיית שליטה. המבקש אינו מתמודד עם שיעורה או סבירותה של פרמיית שליטה, אלא תוקף את עצם הזכות ליתן פרמיית שליטה לבעל שליטה.

כבר בשלב זה עלי לציין כי אין, לדעתי, מקום לקבל את טענת כור על פיה מגלמת ההטבה במקרה הנוכחי פרמיית שליטה.

עם זאת, יש להבהיר, כפי שטענה החברה בתגובתה, כי פרמיית שליטה איננה אסורה והדין הישראלי הכיר במפורש באינטרס העודף של בעל השליטה ובלגיטימיות תשלום פרמיית שליטה. הדין אף קבע מנגנונים של בקרה ופיקוח אשר יבטיחו את הוגנות העיסקה כלפי החברה וכלפי בעלי מניותיה.

אולם, פרמיית שליטה זו רלוונטית במקרה של מכירת שליטה מרוכזת או במקרה הפוך של רכישה לראשונה של שליטה מהציבור.

מבהירה **חביב סגל** דיני חברות כרך ב' בפרק י"ב כי עיסקת רכישה מרוכזת היא עיסקה פשוטה של מכר מניות – בעל שליטה מוכר גוש מניות המייצג שליטה לרוכש, כאשר לאחר העיסקה הופך הרוכש לבעל השליטה בחברה.

תנאי עיסקה אלה נקבעים במו"מ חופשי בין המוכר לבין הרוכש, כאשר יתר בעלי המניות נותרים במעמד המקורי בחברה.

החשש היחיד של הדין במקרה שכזה הוא כי המכירה תפגע בחברה בכללותה או בבעלי מניות המיעוט.

חביב סגל מביאה כדוגמא בעניין זה את פסק דין **קוסוי**, בו נמכרה השליטה בבנק לרוכש אשר היה על סף פשיטת רגל.

במקרה זה היה ברור כי הרוכש מבקש לרכוש את השליטה על מנת להשתלט על מקורות לא מוגבלים של מזומנים על חשבון של בעלי מניות אחרים בבנק.

מבהירה **חביב סגל** כי הדילמה המרכזית המנחה את הדיון, היא ההתלבטות של מערכת המשפט בין הצורך להגן על החופש הקנייני של בעל השליטה למכור את

מניותיו למרבה במחיר – לבין חובות האימון שלו כלפי יתר בעלי המניות, נושיה ומשקיעיה.

חביב סגל סוקרת את שלושת המבחנים המתחרים אשר התפתחו בפסיקה ובספרות ביחס לחובות האימון במכירת שליטה:

המבחן המקל – הוא המוכר בכינויו **"מבחן השוק"**, לפיו יש להותיר בידי בעל השליטה את החופש למכור את מניותיו למרבה במחיר, כאשר המגבלה היחידה היא כי עליו להימנע ממכירת השליטה לרוכש הידוע מראש כמי שעומד לבזוז את נכסי החברה.

המבחן המחמיר יותר – מבקש להגביל לחלוטין את יכולת בעל השליטה להפיק פרמיה כלשהי במכירת השליטה. על פי תובנה זו בעל השליטה נמצא בעמדת אימון שאיננה ניתנת למכירה. הוא אומנם יכול למכור את מניותיו במחירי השוק אלא שאל לו להנות מפרמיה כלשהי מעל מחירים אלה.

התובנה המחמירה מחילה שוויון מוחלט בין בעלי המניות ואינה מתירה כל סטייה ממנו.

תובנת הביניים מוכנה אומנם לסטות מעקרון השוויון המוחלט, אך זאת אך ורק ביחס למקורות ערך הכרוכים בהנאה מהשליטה **"מותר לבעל השליטה להפיק תמורה לא שוויונית כנגד מניותיו, המשקפת את הערך הכלכלי של השליטה על קבלת ההחלטות בחברה. לעומת זאת, אסור לו להפיק כל ערך לא שוויוני הכרוך בהזדמנויות עיסקיות של החברה עצמה"** (עמ' 429).

חביב סגל מבהירה כי על רק הבעייתיות הקיימת בכל אחת מהשיטות, נמנע חוק החברות מאימוץ מפורש של גישה מסויימת זו או אחרת **"והותיר את פיתוחה של חובת ההגינות לפסיקה המצטברת לאחר החוק. סעיף 193 לחוק החברות מסדיר את חובת ההגינות של בעל השליטה, ופוסק כי חובה זו מקבילה לחובת האימון של הדירקטורים ונושאי המשרה"**. (עמ' 436).

לדיון נוסף במחלוקת הנורמטיבית לעניין פרמיית השליטה ראה גם י. שטרן **רכישת חברות** פרקים 22 – 26, במסגרת חלק ב' הדן **"רכישה פרטית של שליטה"**. בסופו של דבר, נאמר על ידי **חביב סגל**, כי יש לדחות הן את הגישה המקלה והן את הגישה המחמירה:

מצד אחד – העקרון של שלטון הרוב מחייב פתרון משפטי המגן על זכותו של בעל השליטה להנות מפרמיה ממכירת מניותיו.

מצד שני – יש למצוא פתרון משפטי המגן על זכותם של בעלי המניות להשתתפות שווה בכל מגוון הרווח של החברה.

מסבירה **חביב סגל** כי בהתקשרות במסגרת החברה המסחרית יוצרים הצדדים מעגל נכסים משותף, כך שכל אחד מהמשקיעים זכאי לנתח כלשהו קבוע מראש במעגל הכולל. לכן, כל פעולה של בעל שליטה שנועדה להביא לחלוקה לא שוויונית של הרווחים הנצברים על הנכסים במאגר המשותף, מפרה את תוכנית ההקצאה המקורית.

"במילים אחרות, המשקיעים מפקידים את נכסיהם למשטר של שלטון הרוב על מנת לאפשר ניהול יעיל של החברה, ולא על מנת לאפשר לבעל השליטה לערוך חלוקה מחדש של מערך התביעות כנגד מאגר הנכסים. לכן, גם הפרמיה על השליטה היא מותרת, אך ורק ככל שזו משקפת את יתרונותיה של השליטה עצמה.

מעבר לכך, פרמיה המשתלמת לבעל השליטה כנגד הזדמנויות עיסקיות כלשהן של החברה, היא פרמיה אסורה." (עמ' 459).

בעמ' 463 מסכמת **חביב סגל** ואומרת כי הניתוח בפרק זה תומך בפרשנות חוק החברות, לפיה מותר לבעל השליטה למכור את מניותיו בתמורה לפרמיה, אלא שאסור לו לנצל לבדו כל הזדמנות עיסקית או נכס של החברה.

גם אם פרשנות זו אינה יכולה ליצור חסם מושלם המעודד ביצוע עיסקאות יעילות וחוסם ביצוע עיסקאות לא יעילות, הרי שגישת הביניים צפויה לייצר את התוצאות הטובות ביותר.

עד כאן הדיון בלגיטימיות פרמיית השליטה במכירת שליטה מרוכזת.

בפסק דין **תרו דנה כב'** השופטת פרוקצ'יה בצורך בפרישת הגנה חיצונית מיוחדת על האינטרסים של בעלי המניות בחברה ציבורית, במצב של רכישה היוצרת שליטה בחברה שלא היתה בה שליטה עובר לרכישה.

כדי למנוע קבלת הצעות רכש בלתי יעילות הפוגעות בבעלי המניות, יש לשאוף למצב בו קביעת עמדת בעלי המניות בעניין הצעת הרכש לא תונע מבחירה מאולצת (כפי שאף ציין כב' השופט דנציגר בפסק דין **עצמון** – ד.ק.), אלא תשקף את בחירתם האמיתית, כך שהרכישה תתבצע רק כאשר בעל המניות יעריך שהמחיר עולה על השווי העצמאי שלה (סעיף 55 לפסק הדין).

בסעיף 56 לפסק הדין מציינת כב' השופטת פרוקצ'יה את שלושת העניינים העיקריים בהם מתמצת הבעייתיות המרכזית ברכישת שליטה לראשונה, וביניהם החשש כי העדר פיקוח חיצוני על רכישת השליטה - עלול להביא לכך שעקב חוסר המידע והאימון בין בעלי המניות **"מחירם של המניות ברכישה לא יגלם את פרמיית השליטה המגיעה עבורן במסגרת הרכישה"**.

כל זאת כאמור, כאשר נרכשת שליטה באופן ישיר בין בעלי מניות.

אולם, במקרה שבפניי כלל אין מקום לטענה כי ההטבה הכספית הגלומה באופציה לכור מהווה למעשה פרמיית שליטה.

תוצאת רכישת השליטה בחברה על פי הסכם המיזוג בין החברות נעשית, כאמור, באמצעות רכישת 53% מהמניות המפוזרות בציבור בצירוף 7% בלבד ממניות כור. כור עצמה נשארת שותפה בחברה ומעמדה מוסדר באופן מפורש במסגרת הסכם בעלי המניות.

יש אם כן לחזור לקביעה לעיל, על פיה מהווה ההטבה לכור חלק בלתי נפרד מהמחיר הכולל אותו היתה מוכנה החברה הסינית לשלם עבור המיזוג. אין בסיטואציה מעין זו הצדקה לחלוקה בלתי שוויונית של תמורת עיסקת המיזוג בין הציבור לבין בעלת השליטה.

נטילת חלק מתמורה זו על ידי בעלת השליטה לעצמה, בנסיבות העניין שבפניי, מהווה אם כן הפרה של חובת ההגינות על ידי כור. בעלת השליטה עומדת במצב של ניגוד עניינים מובהק בעיסקה שהיא מהותית ביותר לבעלי המניות, שכן כתוצאה מעיסקת המיזוג - מופקעות המניות מידי בעלי המניות ומתנתק הקשר בינם לבין החברה.

התוצאה הסופית היא כי כור אינה זכאית לתמורה עודפת בגין חלקה במניות הנמכרות. יש לחלק את שוויה של אותה תמורה בין כל בעלי המניות של החברה – הן בעלי המניות מקרב הציבור והן כור בגין מלוא אחזקותיה.

דיון נוסף במעמד הצדדים יתקיים ביום **13.6.11** בשעה **11:30**.

ניתנה היום, י"א אייר תשע"א, 15 מאי 2011, בהעדר הצדדים.

חתימה