

## פרמיית השליטה בעסקות מיזוג מסוג going private

מורן אופיר\*

מאמר זה משווה בין שני כללים משפטיים מתחרים להסדרת פרמיית השליטה בעסקות מיזוג מסוג going private, וזאת לנוכח מאפייניו של שוק ההון המקומי. כלל השוק המתואם, המאפשר הקצאת זכויות שונות לבעל השליטה המוכר את שליטתו במסגרת עסקת המיזוג ולבעלי המניות מקרב הציבור, השותפים אף הם לעסקה, נבחן אל מול כלל ההזדמנות השווה המתואם, התובע הקצאת זכויות שוות הן לבעל השליטה המוכר את שליטתו והן לבעלי המניות מקרב הציבור. ניתוח אנליטי המשווה בין שני כללים אלה תוך התמקדות בשיקולי יעילות מוביל למסקנה שכלל השוק המתואם עדיף על כלל ההזדמנות השווה המתואם, שכן שני הכללים יעילים באותה מידה במניעת עסקות חלבניות אך כלל השוק המתואם יעיל יותר בעידודן של עסקות משביחות. תוצאות ניתוח זה נבחנות במאמר לנוכח המספר ההולך וגדל של עסקות מסוג going private הנצפה בשוק ההון הישראלי בשנים האחרונות. תופעה מתגברת זו מעצימה את חשיבות יישומו של הכלל המשפטי הראוי, המאפשר הקצאת זכויות שונות לבעל השליטה ולבעלי מניות המיעוט, וזאת כל עוד מובטח לבעלי מניות המיעוט לכל הפחות ערכם לפני העסקה להעברת השליטה.

מבוא

פרק א: שוק השליטה הישראלי

פרק ב: עסקות going private

פרק ג: הכללים המשפטיים המתחרים

פרק ד: כלל השוק המתואם וכלל ההזדמנות השווה המתואם – דוגמה מספרית

פרק ה: פרשת כהנא נ' מכתשים אגן

סיכום

\* בית-ספר רדזינר למשפטים, המרכז הבינתחומי הרצליה. אני מודה לאסף חמדני, לישי יפה ולמשתתפי הסדנה למשפט, מימון ורגולציה של שוק ההון, האוניברסיטה העברית בירושלים, על הערותיהם המועילות.

## מבוא

שליטה בחברה מעניקה לבעליה טובות-הנאה פרטיות, אשר בעלי מניות המיעוט אינם יכולים להיות שותפים להן. טובות-הנאה פרטיות יכולות לנבוע ממגוון רחב של החלטות ופעולות עסקיות, החל בעריכת עסקה בין בעל השליטה לבין החברה שבשליטתו שלפיה יעברו לרשותו כספים או נכסים של החברה וכלה בקבלת החלטה על מתן תרומה של החברה לעסק חברתי אשר לבעל השליטה יש עניין אישי בו. המשותף לכל מגוון הפעולות האלה הוא שכתוצאה מהן החברה מעבירה לבעל השליטה ערך אשר בעלי מניות המיעוט אינם יכולים ליהנות ממנו. הערך הפרטי הנובע מהשליטה נידון ונחקר רבות הן במאמרים תיאורטיים והן במאמרים אמפיריים.<sup>1</sup>

המחיר המשולם בעסקות למכירת שליטה גבוה, באופן טיפוסי, מערך השוק של המניות. התשלום המשולם בעסקה למכירת שליטה מעבר לערך השוק של המניות מהווה פרמיה המשולמת בגין הערך הפרטי של השליטה העובר מידיו של בעל השליטה הנוכחי אל בעל השליטה החדש, ומכונה "פרמיית שליטה". פרמיית השליטה הינה מונח מרכזי בתחום הממשל התאגידי, והדיון בה מעסיק חוקרים, שופטים ואנשי-מקצוע שונים זה עשורים מספר. פרמיית השליטה עומדת גם במרכזו של מאמר זה, הבוחר כללים משפטיים אפשריים להסדרתה בעסקות לרכישת שליטה מלאה בחברה, תוך התחקות אחר השיקולים שיכתיבו את בחירת הכלל המשפטי הראוי.

הן בכתיבה התיאורטית העוסקת בנושא והן בכתיבה האמפירית נטען ונמצא קשר בין מבנה בעלות ריכוזי לבין גודלן של טובות-ההנאה הפרטיות, וכתוצאה מכך גם בינו לבין גובהה של פרמיית השליטה המשולמת בעסקות למכירת שליטה.<sup>2</sup> כך, בשוק שבו מבנה הבעלות ריכוזי יותר ההגנות המשפטיות על בעלי מניות המיעוט נמוכות יותר, וכתוצאה מכך יכולתו של בעל השליטה ליהנות מטובות-ההנאה פרטיות גבוהה יותר. כדי

1 למאמרים תיאורטיים ראו, לדוגמה: Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, 11 BELL J. ECON. 42 (1980); Milton Harris & Artur Raviv, *Corporate Control Contests and Capital Structure*, 20 J. FIN. ECON. 55 (1988); Philippe Aghion & Patrick Bolton, *An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting*, 59 REV. ECON. STUD. 473 (1992); Michael J. Barclay & Clifford G. Holderness, *Private Benefits of Control of Public Corporations*, 25 J. FIN. ECON. 371 (1989); Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537 (2004); Ronen Barak & Beni Lauterbach, *Estimating the Private Benefits of Control from Partial Control Transfers: Methodology and Evidence*, 2 INT'L J. CORP. GOV. 183 (2011).

2 למאמר תיאורטי ראו: Lucian Arye Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control* 29 (Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion Paper No. 260, 1999); Simeon Djankov, and Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430 (2008).

לרכוש מבעל שליטה זה את החזקתו בחברה בעסקה רצונית, יש לשלם לו פרמיה שתפצה אותו על אובדן טובות-ההנאה הפרטיות במכירת השליטה, וככל שאלה גבוהות יותר, גם גובה הפרמיה שהוא ידרוש כפיצוי על אובדןן יהיה גדול יותר.

המאמר מתמקד בעסקות למכירת שליטה מלאה אשר כינוין השגור הוא going private transactions. עסקת going private היא עסקה שכתוצאה ממנה חברה ציבורית נהפכת לחברה פרטית. המאמר מתמקד בעסקות מסוג זה המתאפיינות בכך שבעל השליטה מוכר את גרעין השליטה לבעל שליטה חדש, אשר רוכש נוסף על כך גם את יתרת מניות הציבור. כתוצאה מעסקה זו, החברה שהייתה קודם לכן חברה ציבורית עם בעל שליטה ובעלי מניות מיעוט, המחזיקים יחד את מניותיה, נהפכת לחברה פרטית שבעל המניות היחיד בה הוא רוכש השליטה החדש. עסקות מסוג זה נעשות בדרך-כלל באמצעות מיזוג, ברוב המקרים באמצעות מיזוג משולש הופכי, אך ניתן להגיע לתוצאה סופית זו גם באמצעות טכניקות רכישה אחרות. להבדיל ממצב שבו העסקה נעשית באמצעות הצעת רכש, המחייבת הצעת תנאים שווים לכל הניצעים, ביצוע העסקה באמצעות מיזוג מאפשר מתן תנאי עסקה שונים לבעל השליטה המוכר את שליטתו ולבעלי המניות מקרב הציבור.

במאמר אבחן שני כללים משפטיים מתחרים להסדרת עסקות מיזוג מסוג going private. לפי כלל השוק המתואם, רוכש החברה יכול להציע תנאי עסקה שונים לבעל השליטה המוכר את שליטתו ולבעלי המניות מקרב הציבור המוכרים את מניותיהם. לפי כלל ההזדמנות השווה המתואם, על רוכש החברה להציע תנאי עסקה שווים לבעל השליטה המוכר את שליטתו ולבעלי המניות מקרב הציבור המוכרים את מניותיהם. היעד המרכזי שדיני הרכישה אמורים לשרת הוא יעד של יעילות.<sup>3</sup> על-כן אערוך השוואה בין יעילותם של שני כללים אלה, ובפרט אבחן את יעילותם בהינתן מאפייניו הייחודיים של שוק השליטה הישראלי. מאפייניו הייחודיים של שוק השליטה הישראלי יוצגו באמצעות נתונים שנאספו משוק ההון הישראלי מיום חקיקתו של חוק החברות, התשנ"ט<sup>4</sup> 1999, עד לשנת 2016, ואשר עשויים להפיץ אור על שאלת הבחירה בין הכללים המשפטיים השונים.

המאמר עוסק, בין היתר, בקשרי-הגומלין שבין מבנה השוק לבין הכללים המשפטיים המסדירים סוגיות שיש להן השלכות על שוק ההון. כפי שיורחב במאמר, כאשר נשקלים שיקולים של מדיניות משפטית ראויה, יש לבחון את יעילותה ונחיצותה על רקע נתוני השוק שבו היא נבחנת. על-כן בשווקים בעלי מאפיינים שונים ייתכן שהסדרים משפטיים שונים ייצאו ראויים להחלה. טענה זו משתמעת מכמה מאמרים העוסקים בשאלות משפטיות בעלות השלכות על שוק ההון,<sup>4</sup> אך כאן היא מובאת במפורש כשיקול לבחינת מדיניות משפטית ראויה.

3 אריה בבצ'וק ואוריאל פרוקצ'יה "רכישת חברות" עיוני משפט יג 71, 73 (1988). הרחבה נוספת על שיקולי יעילות בעסקות מיזוג ניתן למצוא אצל: Alan A. Fisher & Robert H. Lande, *Efficiency: Considerations in Merger Enforcement*, 71 CAL. L. REV. 1580 (1983).

4 במאמר העוסק בפרמיית השליטה עצמה מצא בבצ'וק כי הכלל המשפטי הראוי להסדרת חלוקתה של פרמיית השליטה בעסקות למכירה פרטית של שליטה תלוי במאפייני העסקות המתקיימות בשוק הון

המאמר ימשך כלהלן: בפרק א אסקור את מאפייניו העיקריים של שוק השליטה הישראלי, תוך התמקדות במגמות שחלו בשנים האחרונות. בפרק ב אתמקד בעסקות מסוג going private, ואעסוק במאפייניהן הייחודיים ובמגמות הניכרות בעסקות אלה בשנים האחרונות בעולם ובמיוחד בישראל. בפרק יוצגו נתונים על-אודות ממדי התופעה בישראל מאז נחקק חוק החברות. בפרק ג אציג את שני הכללים המשפטיים המתחרים, ואערוך במסגרתו השוואה אנליטית ביניהם. בפרק ד אדגים את ההשוואה האנליטית בין הכללים המשפטיים המתחרים באמצעות דוגמה מספרית מפורטת. בפרק ה אדון בפרשת מכירתה של מכתשים אגן כמקרה-בוהן להשוואה בין שני הכללים המשפטיים, ואיישם את מסקנות ההשוואה האנליטית לגביו. לבסוף אסכם.

### פרק א: שוק השליטה הישראלי

שוק החברות הציבוריות בישראל מתאפיין בבעלות ריכוזית. הבעלות ברוב החברות הנסחרות בישראל מוחזקת על-ידי בעלי שליטה ובעלי מניות מיעוט.<sup>5</sup> בסוף שנת 2010 כ-88% מהחברות הרשומות למסחר נשלטו על-ידי בעלי גרעין שליטה.<sup>6</sup> חלקן היחסי הממוצע של גרעין השליטה בשנים אלה נע בין 74% ל-80.5.<sup>7</sup> רק 4 מבין החברות שהרכיבו את מדד תל-אביב 100 באותה שנה היו בעלות שליטה מבוזרת, ו-60% משווי השוק של חברות תל-אביב 100 הוחזקו בידי בעלי גרעיני השליטה.<sup>8</sup> בשנים האחרונות ניכרת ירידה קלה בריכוזיותה של הבעלות, אך גם כיום השוק מתאפיין עדיין ברמת ריכוזיות גבוהה. לשם השוואה, בסוף שנת 2014 רק 10 מבין החברות שהרכיבו את מדד תל-אביב 100 התאפיינו בבעלות מבוזרת, ו-52% משווי השוק של חברות תל-אביב 100 הוחזקו בידי בעלי גרעיני השליטה.<sup>9</sup>

החזקות הציבור בכולל החברות הרשומות למסחר בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב נכון לסוף שנת 2012 מוצגות בתרשים 1.

מסיום. בהמשך המאמר ייערך דיון נרחב בממצא זה. ראו: Lucian Arye Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q.J. ECON. 957 (1994).

5 אסף חמדני **ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים** 10 (מחקר מדיניות 78, המכון הישראלי לדמוקרטיה, 2009).

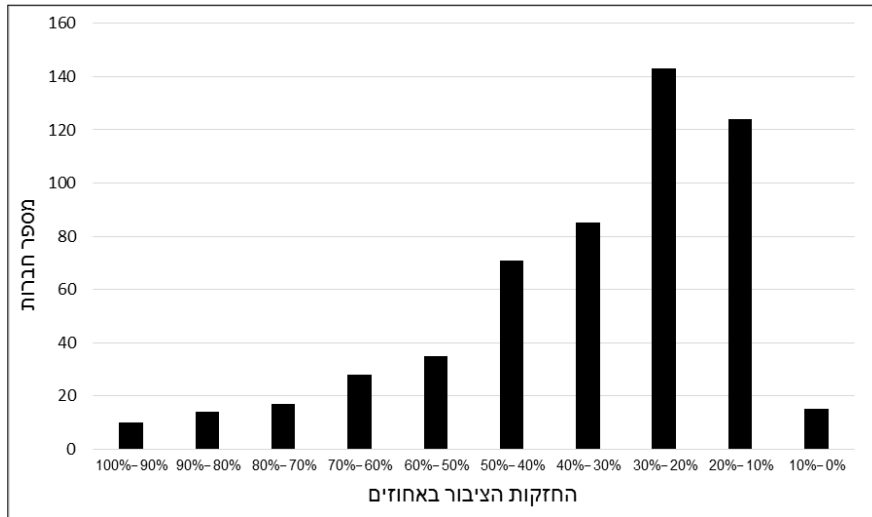
6 **סיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק** 79 (2011) [mof.gov.il/Committees/CompetitivenessCommittee/TyuyatRec\\_Report.pdf](http://mof.gov.il/Committees/CompetitivenessCommittee/TyuyatRec_Report.pdf).

7 אייל יניב, בני לאורבך, מנחם (מני) עבודי ואורן קאפח "שינויים באחזקות בעלי השליטה – עוד דרך להשגת טובות הנאה פרטיות?" **הרבעון לכלכלה** 59, 111, 118 (2012).

8 לפי נתוני "מאיה – מערכת אינטרנט להודעות" של הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב – [maya.tase.co.il](http://maya.tase.co.il) (להלן: מאי"ה).

9 לפי נתוני מאי"ה, שם.

**תרשים 1: החזקות הציבור בחברות הרשומות למסחר  
בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב, 2012**



במחקר בין-לאומי השוואתי אמדו דיק וזינגלס (Dyck & Zingales) את ערכה הפרטי של השליטה ב-39 מדינות בהתבסס על נתונים של 393 עסקות להעברת גרעיני שליטה שנערכו בשנים 1990–2000.<sup>10</sup> במחקרם הם מצאו כי פרמיית השליטה ששולמה בישראל הייתה מן הגבוהות בעולם. בדירוג על-פי ערכה הפרטי של השליטה, כפי שנאמד בעסקות, התמקמה ישראל במקום השביעי מבין 39 המדינות שכלל המדגם. פרמיית השליטה בישראל, כפי שנאמדה במחקר, הייתה בגובה 27% מהון החברה הנרכשת – פי שניים כמעט מפרמיית השליטה הממוצעת בכלל המדגם. מעבר לכך מצאו החוקרים קשר חיובי בין פרמיית השליטה לבין ריכוזיות הבעלות בשוק ההון, קשר שלילי בין פרמיית השליטה לבין רמת פיתוחו של שוק ההון המקומי וקשר חיובי בין פרמיית השליטה לבין מספרן של העסקות הפרטיות (מחוץ לבורסה) מסוג going private.<sup>11</sup>

במחקר שנערך בישראל אמדו ברק ולאורברך את ערכה הפרטי של השליטה בהתבסס על נתונים מ-54 עסקות גדולות למכירת בלוק מניות שנערכו בישראל בשנים 1993–2005. הם מצאו כי הפרמיה ששולמה בעסקות אלה עמדה בממוצע על 32% מההון.<sup>12</sup> אף ששיטת האמידה במחקר זה שונה מזו שננקטה במחקרם של דיק וזינגלס, ואף שהתקופות שעליהן התבססו המדגמים בשני המחקרים הללו שונות, התוצאות שהתקבלו בשניהם קרובות זו לזו – דבר שיכול להעיד על מובהקותן של התוצאות.

10 ראו Dyck & Zingales, לעיל ה"ש 1.

11 שם, בעמ' 590.

12 ראו Barak & Lauterbach, לעיל ה"ש 1.

מחקר שנערך על-ידי המחלקה הכלכלית ברשות ניירות-ערך עשה שימוש במתודולוגיה שעמדה בבסיס מחקרם האמור של ברק ולאوترבך לשם אמידת פרמיית השליטה בשוק ההון הישראלי בשנים 2006–2010.<sup>13</sup> במחקר נמצא כי בפרק-זמן זה נעה פרמיית השליטה הממוצעת בין 19% ל-30%, בהתאם לפער בין כוח המיקוח של הצדדים בעסקה: ככל שכוח המיקוח נטה לטובת מוכר השליטה, פרמיית השליטה ששולמה במסגרת העסקה הייתה גבוהה יותר.

במסגרת חוות-דעת שכתב בבצ'וק לוועדה להגברת התחרותיות במשק הוא קבע, לאחר סקירה של הממצאים האמפיריים השונים, כי הערך הפרטי של השליטה בישראל גבוה באופן יחסי לרמתו בעולם, ואף גבוה ביחס לרמתו במדינות ה-OECD.<sup>14</sup> עובדה זו מעידה כי הן בעיית הנציג והן טובות-ההנאה הפרטיות מהשליטה מהותיות ומשמעותיות בישראל, וכי יש הצדקה להתערבות רגולטורית בשל כך.<sup>15</sup>

חנם ובלום אמדו את פרמיית השליטה בישראל בשנים 2006–2014 בהתבסס על המתודולוגיה של דיק וזינגלס. הם מצאו כי בתקופה הנבדקת חלה ירידה משמעותית בפרמיית השליטה בישראל בהשוואה לממצאים קודמים, עד כדי רמה ממוצעת של 4.6% מההון.<sup>16</sup> חשוב לציין כי בתקופה שנבדקה נמצאו רק 13 עסקות מתאימות, והניתוח האמפירי התבסס עליהן בלבד.

## פרק ב: עסקות going private

עסקת going private היא עסקה שכתוצאה ממנה חברה ציבורית נהפכת לחברה פרטית.<sup>17</sup> מכיוון שעסקה מסוג זה יכולה להשפיע באופן משמעותי על זכויותיהם ועל עושרם של בעלי מניות המיעוט, ניתן למצוא עיסוק רב בהן בקרב רגולטורים והן בין כותלי בתי-המשפט. לדוגמה, הרשות לניירות-ערך בארצות-הברית (U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) דורשת מחברות דרישות גילוי מיוחדות ונרחבות בנוגע לעסקות going private, וכן מפקחת עליהן באופן הדוק יותר.<sup>18</sup> נוסף על כך, פסקי-דין רבים בארצות-הברית דנים בשאלה מהו כלל שיקול-הדעת השיפוטי הראוי להחלה לגבי

13 ראו: Lucian Bebchuk, *Corporate Pyramids in the Israeli Economy: Problems and Policies* 15 (a report prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy, 2012), [mof.gov.il/Committees/CompetitivenessCommittee/FinalReport\\_ExpertOpinion2.pdf](http://mof.gov.il/Committees/CompetitivenessCommittee/FinalReport_ExpertOpinion2.pdf).

14 שם, בעמ' 16.

15 שם.

16 ראו: Sharon Hannes & Eylon Blum, *Does Law Matter? Private Benefits of the Controlling Shareholder Following Legal Reform* (Working Paper).

17 ראו: ROBERT C. CLARK, *CORPORATE LAW* 500 (1986).

18 ראו: Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 13E-3.

עסקות מסוג זה,<sup>19</sup> ולצידם מאמרים רבים עוסקים בשאלה כיצד כללי שיקול-דעת שיפוטי שונים משפיעים על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט.<sup>20</sup> עסקות מסוג זה יכולות להיות מוכפפות לביקורת שיפוטית מחמירה במסגרת מבחן ההגינות המלאה (entire fairness), הבודק אם תנאי העסקה והליך אישורה היו הוגנים,<sup>21</sup> או לחלופין לביקורת שיפוטית שאינה מחמירה במסגרת כלל שיקול-הדעת העסקי (business judgment rule), שלפיו בתי-המשפט צריכים להימנע מלהתערב בהחלטות עסקיות כל עוד אלה נעשו בתום-לב ותוך שקילת טובת החברה.<sup>22</sup> הנוהג המקובל הוא שכאשר העסקה אינה נגועה בניגוד עניינים ומתנהל הליך מסודר לאישורה, ההחלטה לאישור העסקה תהנה מחזקת תקינות, ובית-המשפט יפעל על-פי כלל שיקול-הדעת העסקי וימנע מלבחון את ההחלטה לגופה. לעומת זאת, כאשר העסקה אינה עונה על התנאים האמורים, היא אינה יכולה ליהנות מחזקת תקינות, ובית-המשפט יפעל על-פי כלל ההגינות המלאה ויבחן את תנאי העסקה ואת הגינותה.<sup>23</sup> הדיונים המשפטיים העוסקים בעסקות מסוג going private עלו והופיעו ביתר שאת לאחר חקיקת ה-Sarbanes-Oxley Act of 2002.<sup>24</sup> לחוק זה יוחסה הגברה של התמריצים

19 ראו, לדוגמה: Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971); Weinberger v. UOP, 457 A.2d 701 (Del. 1983); Kahn v. Lynch Communication Systems, 638 A.2d 1110 (Del. 1994); Mendel v. Carroll, 651 A.2d 297 (Del. Ch. 1994); *In re MFW Shareholders Litigation*, C.A. No. 6566-CS (Del. Ch., 2013).

20 ראו, לדוגמה: Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785 (2003); Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 YALE L.J. 2 (2005); Fernán Restrepo, *Do Different Standards of Judicial Review Affect the Gains of Minority Shareholders in Freeze-Out Transactions? A Re-Examination of Siliconix*, 3 HARV. BUS. L. REV. 321 (2013); Fernán Restrepo & Guhan Subramanian, *The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure and Outcomes: Evidence on the Unified Approach*, 5 HARV. BUS. L. REV. 205 (2015).

21 להרחבה ראו אסף חמדני ושרון חנס "הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית" **משפט ועסקים** ט 75, 78 (2008).

22 להרחבה ראו שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא 313 (2009).

23 בספרות של דיני התאגידים מן העת האחרונה ניתן למצוא עיסוק נרחב בכללי הביקורת השיפוטית השונים. ראו, למשל, עמיר ליכט "בגנות ההגינות: מקומה הנעדר של הגינות בחובת האמון בדין הישראלי" **משפטים** (צפוי להתפרסם ב-2018); מיכל אגמון גונן "הטוב (בעלי מניות המיעוט)!! הרע (בעלי מניות השליטה)!!" ובית המשפט – התערבות בתי משפט בעסקאות בעלי עניין שעברו את הליכי האישור בחברה" **ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס** 47 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015); שרון חנס "ביקורת שיפוטית על החלטות הדירקטוריון: בין שיקול הדעת העסקי להגינות המלאה" **ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס** 141 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

24 Robert P. Bartlett III, Pub. L. No. 107-204, 2002 U.S.C.C.A.N. (116 Stat.) 745 *Going Private but Staying Public: Reexamining the Effect of Sarbanes-Oxley on Firms' Going-Private Decisions*, 76 U. CHI. L. REV. 7 (2009); Ellen Engel, Rachel M. Hayes & Xue Wang, *The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going-Private Decisions*, 44 J. ACCT. &

המניעים על חברות ציבוריות ליהפך לפרטיות, וזאת בעיקר בשל הגברת חובות הגילוי המוטלות על חברות ציבוריות במסגרת החוק.

נוסף על כך ראוי לחדד כי יש שני מבנים אפשריים לעריכת עסקות מסוג going private: מבנה אחד הוא מצב שבו בעל השליטה קונה "החוצה" את המיעוט, והופך את החברה לחברה בבעלותו הפרטית והמלאה; והמבנה האחר הוא מצב שבו צד ג, המעוניין ברכישת החברה ובהפיכתה לפרטית, רוכש הן את מניותיו של בעל השליטה הנוכחי והן את מניות המיעוט. שני המבנים השונים מעלים שאלות משפטיות שונות, וזאת הן מכיוון שבעל השליטה הרוכש "החוצה" את המיעוט מחזיק בידיו מידע פרטי שאינו נחלתו של צד ג המעוניין ברכישת כלל מניות החברה, והן בשל קיומו של ניגוד אינטרסים בין בעל השליטה הרוכש "החוצה" את המיעוט לבין בעלי מניות המיעוט, שאינו מתקיים במצב שבו צד ג רוכש את כלל מניות החברה. השילוב של מידע פרטי וניגוד אינטרסים בעסקה שבה בעל השליטה הקיים רוכש "החוצה" את בעלי מניות המיעוט משפיע באופן מהותי על המחיר המוצע במסגרת העסקה, על עיתויה ועל תנאיה בכלל, ולכן מחייב דיון נפרד. מאמר זה מתמקד במבנה עסקה מסוג going private שבו צד ג מעוניין ברכישת כלל מניות החברה ובהפיכתה לפרטית.

בישראל נחקקו בעשור האחרון עשרות תיקונים לחוק החברות, אשר רובם הגבירו והחמירו את הדרישות הרגולטוריות החלות על חברות ציבוריות בישראל, בעיקר בתחומי הממשל התאגידי.<sup>25</sup> גם בישראל נשמעות הטענות כי תיקונים אלה – נוסף על משתנים מקור-כלכליים ושינויים פיננסיים גלובליים – הובילו לעלייה במספר העסקות מסוג going private ולירידה במספרן הכולל של החברות הנסחרות בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב.

בתרשים 2 ניתן לראות את מספר החברות שהיו רשומות למסחר בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב משנת חקיקתו של חוק החברות עד לשנת 2016.<sup>26</sup> ניתן לראות כי שנת 2007 הייתה שנת שיא במספר החברות הרשומות למסחר, וכי בשנה זו נסחרו בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב יותר מ-800 חברות. משנה זו עד לשנת 2016 חלה ירידה שיטתית במספרן של חברות אלה, עד שבשנת 2016 היו רשומות למסחר פחות מ-600 חברות בישראל, מהן פחות מ-500 חברות מניות וכ-100 חברות אג"ח.

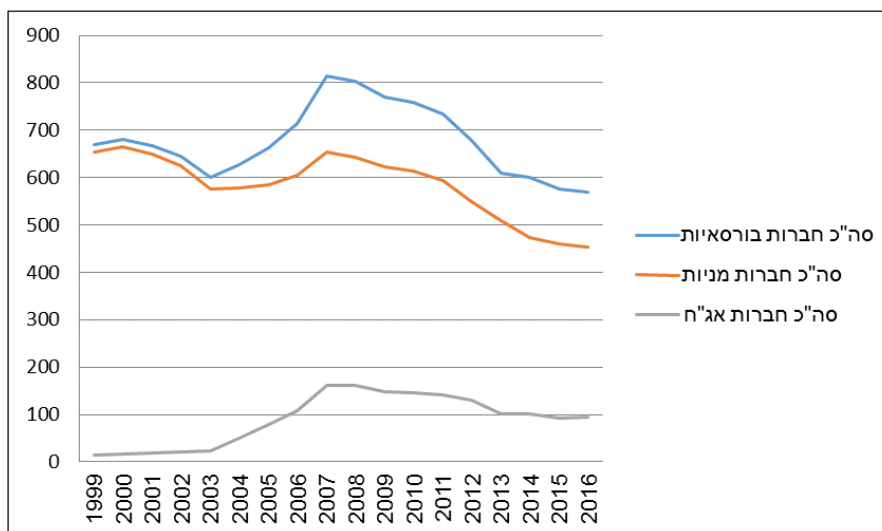
ECON. 116 (2007); Christian Leuz, *Was the Sarbanes-Oxley Act of 2002 Really this Costly? A Discussion of Evidence from Event Returns and Going-Private Decisions*, 44 J. ACCT. & ECON. 146 (2007); Ehud Kamar, Pinar Karaca-Mandic & Eric Talley, *Going-Private Decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis*, 25 J.L. ECON. & ORG. 107 (2009).

25 ראו, לדוגמה, חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, ס"ח 390 (שעסק בהחלה ובהטמעה של כללי ממשל תאגידי מוגברים בחברות ציבוריות); חוק החברות (תיקון מס' 17), התשע"א-2011, ס"ח 1108 (להלן: תיקון מס' 17 לחוק החברות) (שעסק בהחלה ובהטמעה של כללי ממשל תאגידי בחברות אג"ח); חוק החברות (תיקון מס' 20), התשע"ג-2012, ס"ח 6 (שערך רפורמה בדינים המסדירים את שכר הבכירים בחברות ציבוריות ובחברות אג"ח).

26 הנתונים תשרימים 2-5 מבוססים עליהם נלקחו כולם ממאיי"ה, לעיל ה"ש 8.



**תרשים 2 : מספר החברות הבורסאיות בישראל  
בשנים 1999–2016**



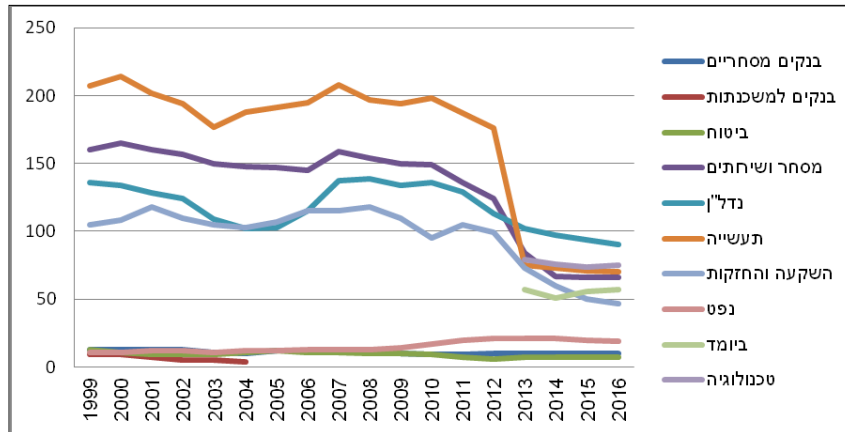
בתרשים 3 מוצג פילוח לפי ענפים של הנתונים המופיעים בתרשים 2, דהיינו, של הנתונים על-אודות מספר החברות הבורסאיות למן חקיקת חוק החברות עד לשנת 2016. בתרשים זה ניתן לראות כי יש כמה ענפים שאינם שותפים למגמה הכללית של השוק, שלפיה החל בשנת 2007 חלה ירידה שיטתית במספר החברות הבורסאיות ועלייה במספר העסקות מסוג going private. הענפים שבהם מגמה זו אינה נצפית כוללים בנקים מסחריים, בנקים למשכנתות, ביטוח ונפט. מדובר בענפים שלגביהם קיימים חוקים ספציפיים – נוסף על חוק החברות הכללי – המסדירים את זכויותיהן וחובותיהן של החברות הפועלות בהם. חוקים אלה כוללים את חוקי הבנקאות למיניהם,<sup>27</sup> את חוק הפיקוח על שירותי הביטוח<sup>28</sup> ואת חוק הנפט.<sup>29</sup> תופעה זו יכולה לאשש את הטענה שהתיקונים הנרחבים והתכופים של חוק החברות הם שהובילו לעלייה במספר העסקות מסוג going private, שכן בענפים האמורים השפעתו של חוק החברות היא השפעה מסדר שני בלבד, בשל קיומם של אותם חוקים ספציפיים המסדירים את פעילותן של החברות הפועלות בהם.

27 חוק הבנקאות (שירות ללקוח), התשמ"א-1981; וחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981.

28 חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981.

29 חוק הנפט, התשי"ב-1952.

**תרשים 3: מספר החברות הבורסאיות בישראל  
לפי ענפים בשנים 1999–2016**

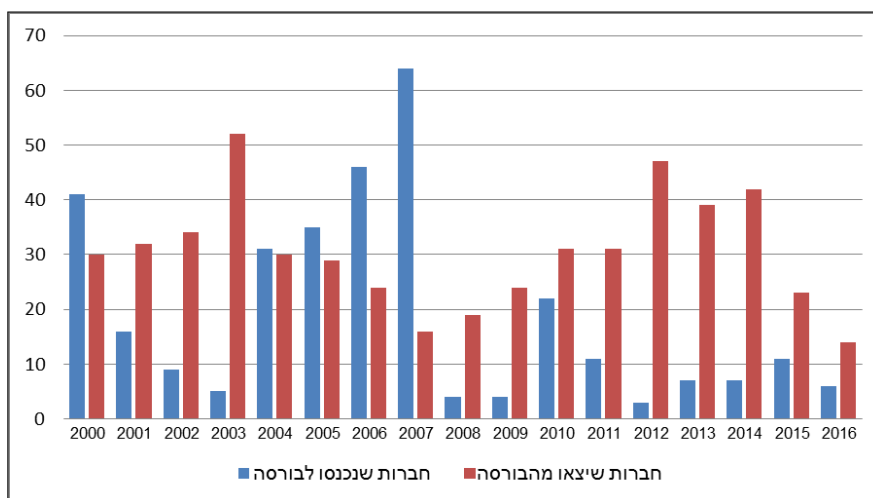


תרשים 4 מתבסס אף הוא על הנתונים בדבר מספר החברות שהיו רשומות למסחר בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב בכל שנה משנת חקיקתו של חוק החברות עד לשנת 2016, אלא שהוא מוסיף עוד נדבך ומציג לגבי כל שנה את פרטי השינוי במספר החברות: בעוד תרשימים 2 ו-3 מציגים את השינוי הכולל במספר החברות, תרשים 4 מציג כמה חברות חדשות נרשמו למסחר בכל שנה (העמודות הצבועות כחול) וכמה חברות נהפכו לפרטיות בכל שנה (העמודות הצבועות אדום). מכיוון שבכל אחת מהשנים הנבדקות נרשמו חברות חדשות למסחר, מספרן של החברות שביצעו עסקות מסוג going private גדול אף יותר מכפי שנצפה בתרשימים הקודמים, המציגים רק את מספרן הכולל של החברות בבורסה. מספרן ההולך וגדל של עסקות אלה מוביל לכך שגם בישראל ניכרת התעוררות הן בדיון האקדמי בעסקות מסוג זה<sup>30</sup> והן בהתדיינויות המתקיימות בין כותלי בתי-המשפט בנוגע לעסקות אלה.<sup>31</sup>

30 ראו, לדוגמה, הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה" **תאגידים** ו(3) 56 (2009).

31 ראו, לדוגמה, ע"א 10406/06 **עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ** (פורסם בנבו, 28.12.2009); ת"צ (כלכלית) 20457-03-11 **ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ** (פורסם בנבו, 9.6.2014); רע"א 779/06 **קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן** (פורסם בנבו, 28.8.2012).

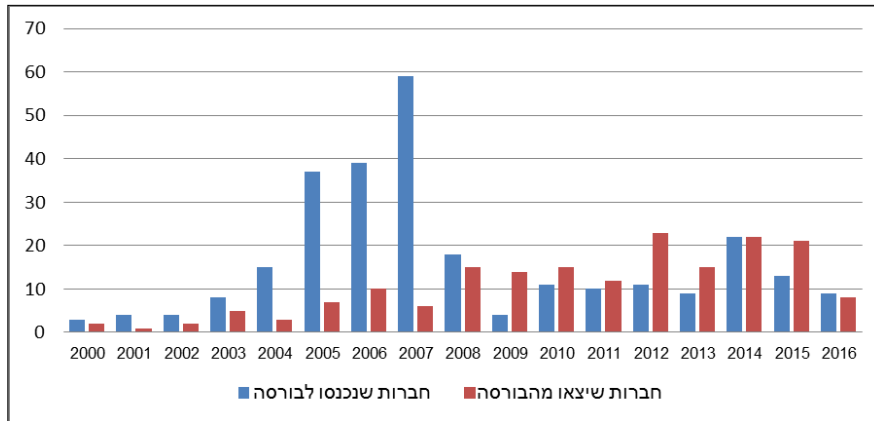
**תרשים 4: השינויים במספרן של חברות המניות בישראל  
בשנים 2000–2016**



תרשים 5 בוחן בנפרד את השינוי שחל במספר חברות האג"ח בשנים 2000–2016. חברת אג"ח היא חברה פרטית שהנפיקה אגרות-חוב לציבור בבורסה אך לא הנפיקה מניות.<sup>32</sup> מצבן המשפטי של חברות האג"ח השתנה באופן משמעותי עם חקיקתו של תיקון מס' 17 לחוק החברות, שעסק בהחלתם ובהטמעתם של כללי ממשל תאגידי על חברות אלה. מדובר בתיקון נרחב שהחיל על חברות אג"ח מספר רב של הסדרים חדשים המסדירים, בין היתר, את הפעולות הבאות: מינוי דירקטורים, מינוי דירקטורים חיצוניים, כינון ועדת ביקורת, מינוי מבקר פנימי וכן עסקות עם בעלי עניין בחברות אלה. ניתן לראות בתרשים 5 כי גם בשינויים שחלו במספרן של חברות האג"ח ניכרות מגמות דומות לאלה שהתגלו באותן שנים בשינויים שחלו במספרן של חברות המניות.

32 ס' 1 לחוק החברות.

תרשים 5: השינויים במספרן של חברות האג"ח בישראל  
בשנים 2000–2016



### פרק ג: הכללים המשפטיים המתחרים

האם בעל השליטה בחברה צריך לחלוק את הפרמיה שהוא מקבל במכירת שליטה עם בעלי מניות המיעוט או שמא הוא זכאי לשומרה במלואה? שאלה זו העסיקה חוקרי חברות אמריקאים רבים לפני עשורים אחדים, בשל השלכותיה הנרחבות על קיומן ותדירותן של עסקות למכירת שליטה.<sup>33</sup>

<sup>33</sup> העיסוק בנושא החל לאחר פסק-הדין *Perlman v. Feldman*, 219 F.2d 173 (2d Cir., 1955), וכלל, בין היתר, את המאמרים הבאים: Bebhuk, לעיל ה"ש 4; William D. Andrews, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, 78 HARV. L. REV. 505 (1965); George B. Javaras, *Equal Opportunity in the Sale of Controlling Shares: A Reply to Professor Andrews*, 32 U. CHI. L. REV. 420 (1965); J. Spencer Letts, *Sales of Control Stock and the Rights of Minority Shareholders*, 26 BUS. LAW. 631 (1971); Thomas L. Hazen, *The Sale of Corporate Control: Towards a Three-Tiered Approach*, 4 J. CORP L. 263 (1978); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698 (1982); Joshua Ronen, *Sale of Controlling Interest: A Financial Economic Analysis of the Governing Law in the United States and Canada*, 37 CASE W. RES. L. REV. 1 (1986); Saul X. Levmore, *A Primer on the Sale of Corporate Control (reviewing David Cowan Bayne, The Philosophy of Corporate Control: A Treatise on the Law of Fiduciary Duty (1986))*, 65 TEX. L. REV. 1061 (1987); Einer Elhauge, *The Triggering Function of Sale of Control Doctrine*, 59 U. CHI. L. REV. 1465 (1992); Marcel Kahan, *Sales of Corporate Control*, 9 J.L. ECON. & ORG. 368 (1993).

בצידה האחד של הסוגיה טבע Andrews את המושג "כלל ההזדמנות השווה" (Equal Opportunity Rule), שלפיו כאשר בעל שליטה בחברה מוכר את מניותיו, כל בעל מניות אחר צריך לקבל הזדמנות שווה למכור את מניותיו באותם תנאים שבהם בעל השליטה מוכר את מניותיו-הוא.<sup>34</sup> בצידה האחר של הסוגיה היו איסטרברוק ופישל (Easterbrook & Fischel) בין הראשונים שטענו לכלל השוק, שלפיו בעלי מניות הזוכים ברווח כספי במכירת מניות השליטה זכאים לשמור אותו לעצמם, וזאת בעיקר משום שכלל שידרוש שיתוף של הרווחים יוריד את הסבירות שיהיו רווחים עודפים לחלוקה.<sup>35</sup>

בבצ'וק ערך במאמרו השוואה טכנית בין יעילותם של שני הכללים המשפטיים האמורים בעסקות לרכישה פרטית של שליטה.<sup>36</sup> אלה הן עסקות שבמסגרתן השליטה עוברת ידניים מבעל השליטה המוכר לבעל השליטה הקונה. עסקות אלה מובילות לשינוי בזהותו של בעל השליטה אך מבלי לשנות את מבנה ההחזקות בחברה.<sup>37</sup> לפי בבצ'וק, הכלל הראוי צריך לעודד עסקות רכישה "טובות" המונעות משאיפה להשבת החברה, ולמנוע עסקות רכישה "רעות" המונעות מהרצון לחלוב את החברה.

מהניתוח במאמרו של בבצ'וק עולה כי כלל ההזדמנות השווה גורם לתוספת גדולה במחיר ההשתלטות, מכיוון שהוא מחייב לאפשר תשלום פרמיה שוויונית לכל בעלי המניות בחברה. תוספת זו מעלה את מחיר העסקה לקונה, עלולה להפוך את העסקה ללא-כדאית מבחינתו, ולכן צפויה להקטין את מספר העסקות שיצאו לפועל. יתרונו של כלל ההזדמנות השווה טמון בכך שהוא מגן על החברה מפני מכירה חובלת, מכיוון שהוא הופך את הרכישה ללא-כדאית לחלבנים, אשר יצטרכו לשלם בעסקת הרכישה את ערך ה"חליבה".

כלל השוק, לעומת זאת, מקל העברת שליטה בחברה, מכיוון שהוא אינו מטיל עלות נוספת על הקונה, ובכך הוא מעודד את התקיימותן של עסקות לרכישה פרטית של שליטה. חסרונו טמון בכך שהוא אינו מגן על החברה מפני מכירה חובלת. בעל השליטה הרוכש אינו נדרש לשלם לבעלי מניות המיעוט את ערך ה"חליבה", ולכן רכישה שמטרתה חליבה יכולה עדיין להיות כדאית מבחינתו. ניתן להסיק מכך שאם מדובר במשק שבו רוב הרכישות הן "טובות", אזי עדיף לבחור בכלל השוק, אך אם מדובר במשק שבו רוב הרכישות הן "רעות", אזי עדיף לבחור בכלל ההזדמנות השווה.

יוצא מכך שכאשר מדובר ברכישה פרטית של שליטה, אין כלל משפטי אשר עדיף בכל מצב-עולם. כלל ההזדמנות השווה יעיל יותר במניעת עסקות חלבניות, ואילו כלל השוק יעיל יותר בעידוד עסקות משביחות. העדפה של אחד משני הכללים המשפטיים הללו תלויה במאפייני השוק הספציפי. אלה יקבעו איזה כלל יוכל להביא לידי ביטוי את יתרונו היחסי ביתר שאת, ולקדם במידה רבה יותר את יעד היעילות העומד בבסיסם של דיני הרכישות. זוהי דוגמה בולטת לכך שבחירת ההסדר המשפטי הראוי נגזרת ממאפייני

34 Andrews, שם, בעמ' 505–529.

35 ראו Easterbrook & Fischel, לעיל ה"ש 33, בעמ' 698–718.

36 Bebchuk, לעיל ה"ש 4.

37 לסקירה מקיפה של נושא זה ראו אוריאל פרוקצ'יה "תאגידיים" הגישה הכלכלית למשפט 751, 793–

796 (אוריאל פרוקצ'יה עורך, 2012).

השוק, ואינה יכולה להיות מנותקת מהם, שכן תנאי השוק משפיעים על ההסדר הראוי, וההסדר הנבחר צפוי להשפיע על התפתחות השוק לאחר החלתו.

בהקשר זה חשוב לציין כי מחקרים אמפיריים שנערכו בארצות הברית מצאו כי העברות שליטה מניבות ערך חיובי מוסף לצדדים המעורבים בהן. הערך החיובי המוסף נע בין 4% ל-30% מערך המניה לפני העסקה, בהתאם לסוג העסקה ולזהות הצד לעסקה.<sup>38</sup> מחקר אמפירי נוסף מצא כי לאחר עסקות למכירה פרטית של בלוק השליטה, ערך המניות עולה בממוצע לאורך זמן, ומתלווה לכך לרוב החלפה של ההנהלה שפעלה תחת בעלי השליטה הקודמים.<sup>39</sup> ממצאים אלה מעידים על תנאי שוק שלפיהם עסקות להעברת שליטה הן עסקות יעילות בממוצע, ולא חלבניות. תנאי שוק אלה מצדיקים את בחירתו של כלל השוק להסדרת תשלום הפרמיה בעסקות לרכישת שליטה פרטית, כל עוד ניתן להראות שתנאים אלה עודם מתקיימים בשוק המדובר ובתקופה הרלוונטית.

ניתן למצוא בספרות גם ניתוח שמשווה בין שני הכללים בהתחשב במאפייניה של העסקה. קהן (Kahan) בדק אם הבחירה בין כלל השוק לבין כלל ההזדמנות השווה צריכה להיגזר מגודלו של גרעין השליטה שנמכר במסגרת העסקה למכירת שליטה פרטית, כך שככל שנתח המניות שנמכר גדול יותר כן ניטה להעדיף את אחד הכללים על האחר.<sup>40</sup> קהן מצא כי שני הכללים – הן כלל השוק והן כלל ההזדמנות השווה – פועלים טוב יותר ככל שנתח המניות שנמכר במסגרת מכירת השליטה גדול יותר, ובפרט כי שני הכללים מסכלים במידה פחותה עסקות משביחות וכי כלל השוק מונע ביתר שאת עסקות חלבניות. קהן מסיק לפיכך כי נתח המניות שנמכר במסגרת העסקה אינו משתנה אשר יש בו כשלעצמו כדי להביא לידי העדפה של כלל משפטי אחד על האחר.

מאמר זה עוסק בהשוואה בין שני הכללים המשפטיים המוכרים – כלל השוק וכלל ההזדמנות השווה – בעסקה מוגדרת שבה נמכרות כל מניות החברה, הן מניותיו של בעל השליטה והן מניות המיעוט, על-מנת למחוק את החברה מהמסחר בבורסה ולהמשיך לנהלה ולהפעילה כחברה פרטית. כפי שתואר והודגם בחלקים הקודמים של מאמר זה, עסקות אלה התרבו בשנים האחרונות הן בשוק הישראלי והן בשוק האמריקאי, וגם בשל כך – אם כי לא רק בשל כך – ראוי להקדיש להן בחינה מעמיקה נפרדת.

כאשר עוסקים בעסקות מיזוג מסוג going private, יש צורך בהגדרת כללים משפטיים מתואמים, שכן רוכש השליטה רוכש לא רק את מניותיו של בעל השליטה הקודם, אלא גם את מניות המיעוט.<sup>41</sup> לפי כלל השוק המתואם, רוכש החברה יכול להציע תנאי עסקה שונים לבעל השליטה המוכר את שליטתו ולבעלי המניות מקרב הציבור המוכרים את

38 Michael C. Jensen & Richard S. Ruback, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, 11 J. FIN. ECON. 5 (1983).

39 Clifford G. Holderness & Dennis P. Sheehan, *The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis*, 20 J. FIN. ECON. 317 (1988).

40 ראו Kahan, לעיל ה"ש 33.

41 לניסוח מתמטי פורמלי של הכללים המתואמים ראו: Moran Ofir, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control: The Case of Going Private*, REV. L. & ECON. (forthcoming).

מניותיהם. לפי כלל ההזדמנות השווה המתואם, על רוכש החברה להציע תנאי עסקה שווים לבעל השליטה המוכר את שליטתו ולבעלי המניות מקרב הציבור המוכרים את מניותיהם.

הכללים המתואמים, המוגדרים לראשונה במאמר זה, מבוססים על כלל השוק וכלל ההזדמנות השווה המקוריים, אך כוללים התאמה טכנית לעסקות מיזוג מסוג going private. בעוד תחת כלל השוק המקורי בעלי מניות המיעוט אינם זוכים בזכויות כלל, תחת כלל השוק המתואם עסקת מיזוג מסוג going private יכולה להסתיים בהקצאת זכויות שונות לבעל השליטה המוכר את שליטתו ולבעלי מניות המיעוט המוכרים את מניותיהם. בדומה לכך, בעוד כלל ההזדמנות השווה המקורי מכתוב הקצאת זכויות שוות לבעל השליטה המוכר ולבעלי מניות המיעוט, הממשיכים להחזיק במניותיהם בחברה גם לאחר הרכישה הפרטית, כלל ההזדמנות השווה המתואם מכתוב הקצאת זכויות שוות הן לבעל השליטה המוכר את שליטתו והן לבעלי מניות המיעוט המוכרים את מניותיהם. נשווה בין שני הכללים המתואמים הן מבחינת השפעתם על התרחשותן של עסקות רכישה משבחות והן מבחינת השפעתם על התרחשותן של עסקות רכישה חלבניות. העדפה של אחד הכללים תתקיים אם הוא ייצא עדיף על הכלל האחר בשתי ההשוואות גם-יחד. אם נמצא כי כלל אחד עדיף על האחר במימד אחד אך נחות ממשהו במימד האחר, לא נוכל להכריע מי מבין הכללים המשפטיים הוא הכלל הראוי.<sup>42</sup>

ככל שמדובר בהשפעה על קיומן של עסקות יעילות שנועדו להשיב את ערכה של החברה הנרכשת, הניתוח אינו שונה בהרבה מן הניתוח במקרה של מכירת שליטה פרטית. כלל ההזדמנות השווה המתואם, הדורש לתת זכויות שוות הן לבעל השליטה המוכר והן לבעלי מניות המיעוט, הוא כלל יקר יותר. כדי לבצע עסקת מיזוג מסוג going private תחת כלל זה, יש לפצות את כל בעלי המניות בחברה בפרמיה שגובהה לפחות כגובה הערך הפרטי של השליטה למניה שבעל השליטה המוכר מפיק. זהו גובה הפרמיה המינימלי שבגיננו יסכים בעל השליטה למכור את מניות השליטה שבידיו, ולכן צריך לשלמו כדי לשכנעו למכור. מכיוון שכלל ההזדמנות השווה המתואם דורש לתת אותן זכויות גם לבעלי מניות המיעוט במסגרת המיזוג, יש לשלם פרמיה זו לכל בעלי המניות בחברה.

תחת כלל השוק המתואם ניתן לקבוע תנאים שונים לבעל השליטה המוכר ולבעלי מניות המיעוט. לפיכך ניתן לשלם לבעלי מניות המיעוט תשלום נמוך מזה המשולם לבעל השליטה, ועל-כן העסקה כולה תהיה זולה יותר לגבי הרוכש. כדי שבעלי מניות המיעוט יסכימו למכור את מניותיהם במסגרת עסקת המיזוג, יש להציע להם לפחות את ערך מניותיהם לפני הרכישה, אך מכיוון שאין הם נהנים מערך פרטי של שליטה (שכן הם אינם בעלי שליטה), ערך מניותיהם יכול להיות נמוך במידה משמעותית מן המחיר הנדרש כדי להניע את בעל השליטה המקורי למכור את שליטתו. לפיכך הפעלה מדויקת של כלל השוק המתואם תאפשר הקצאת זכויות שונות לבעל השליטה המוכר ולבעלי מניות המיעוט כל עוד מוצע לבעלי מניות המיעוט לפחות ערך מניותיהם לפני העסקה.

42. Bebchuk, לעיל ה"ש 4.

טענה היכולה לעלות בהקשר זה היא שאם יוצע לבעלי מניות המיעוט מחיר בגובה ערך מניותיהם לפני העסקה, הם לא ייענו להצעה, בניסיון להביא לידי קבלת הצעה גבוהה יותר. תופעה זו מכונה בספרות "בעיית הסחטן" (hold-up problem), והועלתה אף במאמרים שניתחו תופעה זו בעסקות לרכישת חברות.<sup>43</sup> במקרה הנידון במאמר זה התופעה לא תתרחש, מכיוון שההנחה שבבסיסו היא שמדובר בעסקות מיזוג מסוג going private.<sup>44</sup> עסקות אלה אינן מחייבות את הסכמתם של כל בעלי המניות, אלא רק את הסכמת רובם.<sup>45</sup> מכיוון שבעלי המניות אינם יכולים לפעול באופן מתואם, כל הצעה שתבטיח במסגרת המיזוג לפחות את ערך מניותיהם של בעלי מניות המיעוט<sup>46</sup> יכולה לזכות בתמיכת רוב, ובעיית הסחטן לא תתעורר.

לפיכך, ככל שמדובר בעידוד עסקות יעילות שמטרתן להשביח את ערך החברה הנרכשת, כלל השוק המתואם עדיף על כלל ההזדמנות השווה המתואם, מכיוון שהראשון הוא כלל זול יותר מהשני. עלות גבוהה הכרוכה בעסקות מעין אלה תוביל להפחתת מספר העסקות היעילות. במילים אחרות, יש עסקות מיזוג רצויות מסוג going private שלא יתרחשו תחת כלל ההזדמנות השווה המתואם אך יתרחשו תחת כלל השוק המתואם, ולכן במימד זה כלל השוק המתואם נמצא עדיף.

ככל שמדובר במניעת עסקות שאינן יעילות ואשר מטרתן היא חליבת החברה הנרכשת על-ידי הרוכש, נראה כי הניתוח תחת הכללים המתואמים שונה מהניתוח שנעשה בעסקות למכירת שליטה פרטית. כאשר מדובר בעסקה לרכישת שליטה פרטית, כל חליבה שנעשית על-ידי בעל השליטה החדש לאחר השלמת העסקה מורידה מערכו באופן חלקי בלבד, בהתאם להחזקותיו בחברה, תוך שהיא פוגעת גם בערך של בעלי מניות המיעוט. מכיוון שאותו חלבן נהנה מכל ערך החליבה אך משלם רק על חלקה, החליבה כדאית מבחינתו. לעומת זאת, כאשר מדובר בעסקת מיזוג מסוג going private אשר לאחר השלמתה יחזיק הרוכש בכל מניות החברה, כל פעולת חליבה שתיעשה על-ידיו לאחר הרכישה תוריד מערכו בחברה באופן מלא, ללא תלות בפלל המשפטי החל על העסקה. הרוכש החלבן יינה אומנם מכל ערך החליבה, אך גם ישלם אותה במלואה, מכיוון שהוא בעל המניות היחיד בחברה לאחר השלמת העסקה. במילים אחרות, רוכש השליטה מפנים באופן מלא את החצנות החליבה, ללא תלות בפלל המשפטי החל. בשל מבנה העסקה, הן כלל השוק המתואם והן כלל ההזדמנות השווה המתואם יפעלו באותה מידה לחסימת עסקות לא-יעילות, ללא העדפה של כלל אחד על האחר.

לסיכום, ככל שמדובר בעידוד עסקות משביחות, כלל השוק המתואם עדיף על כלל ההזדמנות השווה המתואם (כל עוד במסגרת כלל השוק מוצע לבעלי מניות המיעוט

43 למודלים של בעיית הסחטן בהצעות רכש ראו Grossman & Hart, לעיל ה"ש 1; Lucian Arye Bebchuk, *Takeover Bids below the Expected Value of Minority Shares*, 24 J. FIN. & QUANT. ANAL. 171 (1989).

44 הנחה זו משקפת את המציאות בעולם החברות, שכן רובן המוחלט של העסקות להפיכת חברה ציבורית לפרטית אכן נעשות באמצעות מיזוג.

45 ס' 320 לחוק החברות.

46 ליתר דיוק, כל הצעה שתבטיח מעט מעל ערך מניות המיעוט לפני העסקה.



לפחות ערכם לפני העסקה). ככל שמדובר במניעת עסקות חלבניות, כלל השוק המתואם וכלל ההזדמנות השווה המתואם משפיעים באותה מידה, שכן עסקות אלה ייחסמו בשל מבנה העסקה, המביא לידי הפנמת החצנות מלאה על-ידי רוכש השליטה. אם נאחד שני מרכיבים אלה, נגיע למסקנה כי כאשר מדובר בעסקות מיזוג מסוג going private, יש העדפה ברורה לכלל השוק המתואם על כלל ההזדמנות השווה המתואם, ולכן כלל השוק המתואם הוא הכלל הראוי להחלה. תוצאה זו שונה מתוצאתו של בבצ'וק, אשר תקפה לגבי עסקות לרכישת שליטה פרטית, שלפיה העדפת כלל אחד על האחר תלויה במאפייניו של שוק השליטה שעליו מעוניינים להחיל את הכללים המשפטיים.<sup>47</sup>

### **פרק ד: כלל השוק המתואם וכלל ההזדמנות השווה המתואם – דוגמה מספרית**

אדגים בעזרת דוגמה מספרית את השפעתם של שני הכללים השונים – כלל ההזדמנות השווה המתואם וכלל השוק המתואם – על התרחשותה של עסקה לא-יעילה (חלבנית) לרכישת שליטה ועל התרחשותה של עסקה יעילה (משביחה) לרכישת שליטה. ראשית, אדגים מקרה שבו העסקה הצפויה לרכישת השליטה היא עסקה שאינה יעילה, משמע, עסקה המובילה לירידה בערכה הכולל של החברה.

#### **נניח כי כאשר החברה מצויה בשליטתו של בעל השליטה הנוכחי:**

ערך החברה הכולל הוא 1,000 ;  
 הערך הפרטי של השליטה לגבי בעל השליטה הנוכחי הוא 200 ;  
 ולכן ערכן הנוכחי של מניות החברה הוא 800.  
 נניח כי לחברה הוצאו 80 מניות בסך-הכל – 40 מהן מוחזקות בידי בעל השליטה הנוכחי ו-40 מפוזרות בקרב ציבור בעלי המניות. מכאן:  
 ערכן של 40 המניות המוחזקות בידי בעל השליטה הנוכחי הוא  $400=40 \times 10$  ;  
 ערכן של 40 המניות המוחזקות בידי הציבור הוא 400 ;  
 מחיר השוק של מניה הוא  $10=400/40$  ;  
 והערך למניה של גרעין השליטה הוא  $15=600/40$ .

#### **נניח כי לאחר רכישת החברה על-ידי בעל השליטה החלבן:**

ערך החברה הכולל הוא 800 (ערך זה משקף ירידה של 20% בשל חליבת החברה על-ידי בעל השליטה החדש);  
 הערך הפרטי של השליטה לגבי בעל השליטה החדש הוא 500 ;  
 ולכן ערכן הנוכחי של מניות החברה הוא 300.

47 Bebachuk, לעיל ה"ש 4.

נניח גם כאן כי לחברה הוצאו 80 מניות בסך-הכל – 40 מהן מוחזקות בידי בעל השליטה החדש ו-40 מפוזרות בקרב ציבור בעלי המניות. מכאן:  
 ערכן של 40 המניות המוחזקות בידי בעל השליטה החדש הוא  $650 = 500 + 150$ ;  
 ערכן של 40 המניות המוחזקות בידי הציבור הוא 150;  
 מחיר השוק של מניה הוא  $3.75 = 150/40$ ;  
 והערך למניה של גרעין השליטה הוא  $16.25 = 650/40$ .

ניתן לראות כי בעקבות רכישת השליטה ערכה הכולל של החברה יורד מ-1,000 ל-800, ולפיכך מדובר ברכישה שאינה יעילה. נוסף על כך, הערך הפרטי של השליטה עולה מ-200 תחת בעל השליטה הנוכחי ל-500 תחת בעל השליטה החדש. ערך מניותיהם של בעלי המניות מקרב הציבור יורד מערך כולל של 400 תחת בעל השליטה הנוכחי לערך כולל של 150 תחת בעל השליטה החדש, וערך המניה יורד בהתאמה מ-10 ל-3.75.

אף שמדובר ברכישה שאינה יעילה, רכישה פרטית של בלוק השליטה תוכל להתקיים, שכן בעל השליטה הנוכחי יסכים למכור את מניותיו בכל מחיר שגבוה מ-600 בסך-הכל, ובעל השליטה החדש יסכים לשלם בעבור מניותיו של בעל השליטה הנוכחי כל מחיר שנמוך מ-650 בסך-הכל, כך שהעסקה תתבצע במחיר כולל למניות השליטה שיהיה גבוה מ-600 ונמוך מ-650. במונחים של מחיר למניה, העסקה תתבצע במחיר למניה שגבוה מ-15 ונמוך מ-16.25.

נניח כעת כי מדובר בעסקה מסוג going private, שבה התוצאה הסופית הרצויה על-ידי המשתלט הפוטנציאלי היא שליטה שלו בכל מניות החברה, ונבחן את השפעתם של שני הכללים – כלל ההזדמנות השווה המתואם וכלל השוק המתואם – על התרחשותה של העסקה.

לפי כלל ההזדמנות השווה המתואם, על המשתלט לשלם תשלום זהה למניה הן לבעל השליטה הנוכחי והן לבעלי המניות מקרב המיעוט. מכיוון שבעל השליטה הנוכחי יסכים למכור את מניותיו בכל מחיר שגבוה מ-15 למניה, יש לשלם לכל בעלי המניות בחברה לפחות 15 למניה. המחיר המרבי שהמשתלט יסכים לשלם למניה במצב שבו הוא רוכש את כל מניות החברה במחיר שווה יהיה 10 למניה, מכיוון שעליו לרכוש 80 מניות ששוויין הכולל לאחר הרכישה יהיה 800. לפיכך העסקה לא תתרחש. כלל ההזדמנות השווה ימנע אם כן את התקיימותה של עסקה לא-יעילה, וזוהי תוצאה רצויה וראויה.

לפי כלל השוק המתואם, על המשתלט לשלם לבעלי מניות המיעוט לפחות את ערכם לפני הרכישה. בעל השליטה הנוכחי יסכים למכור את מניותיו בכל מחיר שגבוה מ-15 למניה, ולכן בסך-הכל יהא על בעל השליטה החדש לשלם לו בעבור מניותיו לפחות 600. לבעלי מניות המיעוט יש לשלם לפחות 10 למניה, ולכן בסך-הכל יהא על בעל השליטה החדש לשלם להם לפחות 400. מכיוון שערך החברה הכולל לאחר ההשתלטות הוא 800 בלבד, ואילו בעל השליטה החדש נדרש לשלם בעבורה לפחות 1,000, גם תחת כלל השוק המתואם לא תתרחש הרכישה. הנה כי כן, גם כלל השוק המתואם ימנע את

התקיימותה של עסקה לא-יעילה, וזאת אף שהוא מטיל על המשתלט חובות כספיות נמוכות מאלה המוטלות עליו על-ידי כלל ההזדמנות השווה המתואם. כעת אדגים את השפעתם של שני הכללים על התרחשותה של עסקה יעילה לרכישת שליטה.

#### נניח כי כאשר החברה מצויה בשליטתו של בעל השליטה הנוכחי:

ערך החברה הכולל הוא 800 ;  
 הערך הפרטי של השליטה לגבי בעל השליטה הנוכחי הוא 500 ;  
 ולכן ערכן הנוכחי של מניות החברה הוא 300.  
 נניח כי לחברה הוצאו 80 מניות בסך-הכל – 40 מהן מוחזקות בידי בעל השליטה הנוכחי ו-40 מפוזרות בקרב ציבור בעלי המניות. מכאן:  
 ערכן של 40 המניות המוחזקות בידי בעל השליטה הנוכחי הוא  $500 + 150 = 650$  ;  
 ערכן של 40 המניות המוחזקות בידי הציבור הוא 150 ;  
 מחיר השוק של מניה הוא  $3.75 = 150/40$  ;  
 והערך למניה של גרעין השליטה הוא  $16.25 = 650/40$ .

#### נניח כי לאחר רכישת החברה על-ידי בעל השליטה המשביח:

ערך החברה הכולל הוא 1,200 (עליית הערך ב-50% משקפת את השבחת החברה על-ידי בעל השליטה החדש);  
 הערך הפרטי של השליטה לגבי בעל השליטה החדש הוא 200 ;  
 ולכן ערכן הנוכחי של מניות החברה הוא 1,000.  
 נניח גם כאן כי לחברה הוצאו 80 מניות בסך-הכל – 40 מהן מוחזקות בידי בעל השליטה החדש ו-40 מפוזרות בקרב ציבור בעלי המניות. מכאן:  
 ערכן של 40 המניות המוחזקות בידי בעל השליטה החדש הוא  $500 + 200 = 700$  ;  
 ערכן של 40 המניות המוחזקות בידי הציבור הוא 500 ;  
 מחיר השוק של מניה הוא  $12.5 = 500/40$  ;  
 והערך למניה של גרעין השליטה הוא  $17.5 = 700/40$ .

ניתן לראות כי בעקבות רכישת השליטה ערכה של החברה עולה מ-800 ל-1,200, לפיכך מדובר ברכישה יעילה המגדילה את ערכה של החברה. נוסף על כך, הערך הפרטי של השליטה יורד מ-500 תחת בעל השליטה הנוכחי ל-200 תחת בעל השליטה החדש. ערך מניותיהם של בעלי המניות מקרב הציבור עולה מערך כולל של 150 תחת בעל השליטה הנוכחי לערך כולל של 500 תחת בעל השליטה החדש, וערך המניה עולה בהתאמה מ-3.75 ל-12.5.

במקרה זה רכישה פרטית של בלוק השליטה תוכל להתקיים שכן בעל השליטה הנוכחי יסכים למכור את מניותיו בכל מחיר שגבוה מ-650 בסך-הכל, ובעל השליטה החדש יסכים לשלם בעבור מניותיו של בעל השליטה הנוכחי כל מחיר שנמוך מ-700 בסך-הכל, כך שהעסקה תתבצע במחיר כולל למניות השליטה שיהיה גבוה מ-650 ונמוך

מ-700. במונחים של מחיר למניה, העסקה תבצע במחיר למניה שגבוה מ-16.25 ונמוך מ-17.5.

גם במקרה זה נניח כעת כי מדובר בעסקה מסוג going private, שבה התוצאה הסופית הרצויה על-ידי המשתלט הפוטנציאלי היא שליטה שלו בכל מניות החברה, ונבחן את השפעתם של שני הכללים – כלל ההזדמנות השווה המתואם וכלל השוק המתואם – על התרחשותה של העסקה.

לפי כלל ההזדמנות השווה המתואם, על המשתלט לשלם תשלום זהה למניה הן לבעל השליטה הנוכחי והן לבעלי המניות מקרב המיעוט. מכיוון שבעל השליטה הנוכחי יסכים למכור את מניותיו בכל מחיר שגבוה מ-16.25 למניה, יש לשלם לכל בעלי המניות בחברה לפחות 16.25 למניה. המחיר המרבי שהמשתלט יסכים לשלם למניה במצב שבו הוא רוכש את כל מניות החברה במחיר שווה יהיה 15 למניה, מכיוון שעליו לרכוש 80 מניות ששוויין הכולל לאחר הרכישה יהיה 1,200. לפיכך העסקה לא תתרחש. כלל ההזדמנות השווה ימנע אם כן את התקיימותה של עסקה יעילה, וזוהי תוצאה לא-רצויה המובילה לאובדן רווחה חברתית.

לפי כלל השוק המתואם, על המשתלט לשלם לבעלי מניות המיעוט לפחות את ערכם לפני הרכישה. בעל השליטה הנוכחי יסכים למכור את מניותיו בכל מחיר שגבוה מ-16.25 למניה, ולכן בסך-הכל יהא על בעל השליטה החדש לשלם לו בעבור מניותיו לפחות 650. לבעלי מניות המיעוט יש לשלם לפחות 3.75 למניה, ולכן בסך-הכל יהא על בעל השליטה החדש לשלם להם לפחות 150. לפיכך, כדי לרכוש את כל מניות החברה יצטרך המשתלט החדש לשלם לפחות 800 לבעלי המניות. מכיוון שערך החברה הכולל לאחר ההשתלטות הוא 1,200, הרכישה לא תיחסם, והיא תוכל להתרחש בכל זוג מחירים (לבעל השליטה הנוכחי ולבעלי מניות המיעוט) אשר מקיימים את תנאיו של כלל השוק המתואם ומובילים לתשלום כולל של המשתלט החדש בעבור מניות החברה שאינו עולה על 1,200. ניתן לראות כי כלל השוק המתואם לא יחסם עסקת רכישה יעילה, ועל-כן הוא עדיף על כלל ההזדמנות השווה המתואם, אשר חוסם במקרה זה את התרחשותה של עסקה יעילה ובכך מוביל לאובדן רווחה חברתית.

## פרק ה: פרשת כהנא נ' מכתשים אגן

אחד המקרים הבולטים שבהם עלתה שאלה דומה לדיון משפטי בישראל היה עסקת המכירה של חברת מכתשים אגן.<sup>48</sup> חברת מכתשים אגן, הפועלת בענף התעשייה הכימית לחקלאות, הייתה לפני עסקת מכירתה חברה ציבורית שמניותיה נסחרו בבורסה

48 ת"צ (כלכלית) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, 15.5.2011) (להלן: פרשת מכתשים אגן). חברת מכתשים אגן החליפה את שמה במהלך שנת 2014 ל"אדמה פתרונות לחקלאות", אולם במאמר זה אשתמש בשם המקורי שכן הדיונים המשפטיים נערכו תחת שם זה.

לניירות-ערך בתל-אביב. במסגרת העסקה שנחתמה מול החברה הסינית ChemChina נמכרו 60% ממניותיה של מכתשים אגן (מתוכן 53% שהוחזקו על-ידי הציבור ו-7% שהוחזקו על-ידי כור, בעלת השליטה במכתשים אגן) בעסקה של מיזוג משולש הופכי. מיזוג משפטי הוא הטמעתה של חברה אחת בחברה אחרת.<sup>49</sup> במסגרת המיזוג כלל נכסיה וחיוביה של חברת-היעד מועברים לחברה הקולטת, וכתוצאה מכך חברת-היעד חדלה להיות ישות משפטית בפני עצמה.<sup>50</sup> מיזוג משולש (triangular merger) הוא מיזוג שבו חברה אחת מקימה חברה-בת, וחברה-בת זו מתמזגת עם חברת-היעד. כאשר החברה-הבת היא החברה הקולטת אשר שורדת לאחר המיזוג וחברת-היעד נטמעת בתוך החברה-הבת, מדובר במיזוג משולש רגיל (straight triangular merger). כאשר חברת-היעד היא החברה הקולטת, והחברה-הבת נטמעת בתוך חברת-היעד, מדובר במיזוג משולש הופכי (reverse triangular merger).

נוסף על עסקת המיזוג המשולש ההופכי, וכחלק ממנה, נתנה החברה הסינית הלוואה מסוג non-recourse נושאת ריבית לחברת כור, בעלת השליטה במכתשים אגן, אשר הובטחה בשעבוד על יתרת מניותיה של כור במכתשים אגן (40% המניות הנותרות). הלוואה מסוג זה מהווה למעשה אופציה ללווה לא לשלם את ההלוואה ולוותר במקום זאת על הנכס המשועבד. אם ערך מניותיה הנותרות של כור במכתשים אגן ירד במהלך תקופת ההלוואה, תעדיף כור לא לשלם את ההלוואה ולוותר על מניותיה. אם ערך מניותיה הנותרות של כור במכתשים אגן יעלה במהלך תקופת ההלוואה, תעדיף כור לשלם את ההלוואה ולהותיר את מניותיה בבעלותה.

להלוואה מסוג non-recourse, בהיותה אופציה פיננסית, יש ערך כספי חיובי משל עצמה. ניתן לחלוק על גובהו המדויק של ערך זה, כפי שחלקו המומחים הפיננסיים שנשכרו על-ידי הצדדים בפרשת **מכתשים אגן** לשם הערכת שווי ההטבה, אך אי-אפשר לחלוק על כך שביום נטילת ההלוואה היא מגלמת ערך חיובי מובהק ללווה. ערך חיובי זה היה מושא התביעה המשפטית. כהנא, בעל מניות מקרב הציבור, טען בתביעתו כי החלוקה של תמורת העסקה בין בעלי המניות במכתשים אגן מקפחת את בעלי המניות מקרב הציבור, אשר לא זכו בהלוואה דומה, ומקנה העדפה לכור, בעלת השליטה במכתשים אגן.

בית-המשפט הכריע במקרה זה כי לא הייתה הצדקה לחלוקה לא-שוויונית של תמורת עסקת המיזוג בין הציבור לבין כור, בעלת השליטה במכתשים אגן,<sup>51</sup> וכי נטילת התמורה העודפת על-ידי בעלת השליטה לעצמה מהווה הפרה של חובת ההגינות המוטלת בדין הישראלי על בעל שליטה.<sup>52</sup> הוכרע כי כור, כבעלת השליטה, אינה זכאית לתמורה עודפת בגין חלקה במניות הנמכרות, וכי יש לחלק את שווייה של אותה תמורה

49 שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט מז 104 (2003); אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" משפט ועסקים ח 401 (2008).

50 ס' 1 (הגדרת "מיזוג") וס' 323 לחוק החברות.

51 פרשת **מכתשים אגן**, לעיל ה"ש 48, בעמ' 35.

52 ס' 193 לחוק החברות.

בין כל בעלי המניות של החברה – הן בעלי המניות מקרב הציבור והן כור בגין מלוא החזקותיה.<sup>53</sup>

עסקת המכירה של מכתשים אגן לחברה הסינית ChemChina היא עסקת מיזוג מסוג going private אשר הטכניקה המדויקת שבה היא נעשתה היא מיזוג משולש הופכי. היא אינה עסקה "קלסית" מסוג זה, כפי שנידונה במאמר, מכיוון שכלולה במסגרתה גם הלואה מסוג non-recourse שניתנה לבעל השליטה, המהווה מעין תוספת לפרמיית השליטה ששולמה במסגרת העסקה. עם זאת, הברל זה אינו גורר שינוי במסקנתו המהותית של הניתוח המוצג בפרקים הקודמים. החלטת בית המשפט מהווה במהותה הוראה להחלת כלל ההזדמנות השווה המתואם על עסקות מסוג זה. כפי שנמצא בניתוח, החלת כלל זה מייקרת את עסקת הרכישה, וצפויה להקטין את מספר העסקות היעילות שיתרחשו.

עצם העובדה שהעסקה שנידונה בפרשת **מכתשים אגן** מורכבת יותר אינו פוגם בתוצאת הניתוח. התוצאה המהותית נובעת מכך שבעסקות "קלסיות" מסוג going private שני הכללים המתחרים יעילים באותה מידה במניעת עסקות חלבניות, שכן בשל מבנה העסקה הרוכש מפנים את כל ההחצנות הנגרמות כתוצאה מהחליבה. גם בעסקת הרכישה של מכתשים אגן יש למעשה מנגנון המביא לידי הפנמת ההחצנות, בדמות ההלוואה שניתנה לכור על יתרת מניותיה. אומנם, לאחר חלקה הראשון של העסקה לא החזיקה החברה הסינית בכל מניותיה של מכתשים אגן, אלא רק ב-60% מהן, אך כל חליבה שתפגע בערך של יתרת המניות (40%) תפגע בה עצמה, שכן מניות אלה משועבדות לצורך הבטחת ההלוואה.

מכאן נובע שגם בפרשת רכישתה של מכתשים אגן היה ראוי להחיל את כלל השוק המתואם, ולאפשר הקצאת זכויות שונות לבעל השליטה ולבעלי המניות מקרב הציבור. כלל זה עדיף על כלל ההזדמנות השווה המתואם בעסקות אלה, שכן הוא יעיל יותר בקידום עסקות משביחות ויעיל באותה מידה במניעת עסקות חלבניות.

מצב דומה, אך שונה, נידון בארצות-הברית בפרשת *Hammons Hotels*.<sup>54</sup> בפרשה זו נידון מיזוג שהתבצע בין חברת Hammons Hotels לבין חברה בבעלותו של צד ג אשר כלל הן את מניותיו של בעל השליטה בחברת Hammons Hotels והן את מניותיהם של בעלי מניות המיעוט בה. בעל השליטה, שהחזיק לפני המיזוג 76% מכוח ההצבעה בחברה, קיבל תמורת מניותיו מניות חדשות בחברה הממוזגת, ואילו בעלי מניות המיעוט קיבלו תמורת מניותיהם תשלום במזומן.<sup>55</sup> בית המשפט בדלוור, בהפעילו את כלל ההגינות המלאה, ביקש לבחון את הגינותה של העסקה הן מבחינת המחיר והן מבחינת התהליך שהוביל לעסקה. לשם כך הוא נעזר במעריכי שווי מטעם שני הצדדים, שהתבקשו להעריך את שוויין של המניות שניתנו לבעל השליטה במסגרת עסקת המיזוג

53 פרשת **מכתשים אגן**, לעיל ה"ש 48, בעמ' 35.

54 *In re John Q. Hammons Hotels Inc. Shareholders Litigation*, C.A. No. 758-CC (Del. Ch., 2009).

55 בהקשר זה ראוי לציין כי בחברה היו שני סוגי מניות: מניות שליטה, שהוחזקו בידי בעל השליטה בלבד; ומניות "רגילות", שהוחזקו בידי בעלי המניות מקרב הציבור.

בתמורה למניותיו ב-Hammons Hotels, ולהשוות בין שווי זה לבין התמורה במזומן שקיבלו בעלי מניות המיעוט בעסקה.

בית-המשפט בדלוור אישר בפסק-דינו מתן תמורה שונה לבעלי מניות המיעוט ולבעל החברה בעסקת המיזוג מסוג going private, אלא שבמקרה זה הוכרע כי שווי התמורה למניה לבעל השליטה היה נמוך משווי התמורה למניה לבעלי מניות המיעוט. זה ההבדל המרכזי בין מקרה זה לבין פרשת **מכתשים אגן**, שבה הוכרע כאמור כי התמורה למניה שהתקבלה על-ידי בעל השליטה הייתה גבוהה מהתמורה שהתקבלה על-ידי בעלי מניות המיעוט. אולם הטענה העומדת בבסיס מאמר זה חלה בשני המקרים – הן כאשר תמורתו למניה של בעל השליטה גבוהה מזו של בעלי מניות המיעוט והן כאשר היא נמוכה מתמורתם של בעלי מניות המיעוט – שכן כלל השוק המתואם מניח קיומה של תמורה שונה אך אינו דורש הנחות נוספות בנוגע ליחס בין התמורה לבעל השליטה לבין התמורה לבעלי מניות המיעוט. עם זאת, המצב שבו בעל השליטה מקבל תמורה למניה גבוהה מזו של בעלי מניות המיעוט הוא המצב הטיפוסי יותר, בשל קיומם של ערכים פרטיים לשליטה, כפי שפורט בהרחבה בחלקיו הקודמים של מאמר זה.

## סיכום

בהתבסס על מגמות ומאפיינים עדכניים בשוק השליטה הישראלי, המאמר משווה בין שני כללים משפטיים להסדרת זכויותיהם של בעלי המניות בעסקות מיזוג מסוג going private. כלל אחד הוא כלל השוק המתואם, המאפשר הקצאת זכויות שונות לבעל השליטה המוכר את שליטתו ולבעלי המניות מקרב הציבור המוכרים את מניותיהם. הכלל האחר הוא כלל ההזדמנות השווה המתואם, הקובע הקצאת זכויות שוות הן לבעל השליטה המוכר את שליטתו והן לבעלי המניות מקרב הציבור המוכרים את מניותיהם. ניתוח אנליטי של שני הכללים שהתמקד בשיקולי יעילות הוביל למסקנה שכלל השוק המתואם עדיף על כלל ההזדמנות השווה המתואם. בחינת שני הכללים נעשתה על-פי השפעתם הן על עידודן של עסקות משביחות והן על מניעתן של עסקות חלבניות. בניתוח נמצא כי שני הכללים יעילים במניעת עסקות חלבניות, שכן מבנה העסקה בעסקות מסוג going private מביא לידי כך שרוכש השליטה מפנים את כל ההצעות שכל חליבה עתידית של החברה יכולה ליצור, וזאת ללא תלות בפלל המשפטי החל. יעילותם של הכללים נבדלת ככל שמדובר בעידוד עסקות משביחות. כלל השוק המתואם הוא כלל "זול" יותר, שכן הוא מאפשר תשלום פרמיה מפלה לבעל השליטה המוכר ולבעלי המניות מקרב הציבור. כלל "זול" יותר יגדיל את מספר העסקות היעילות שיתקיימו, שכן ככל שהכלל המשפטי יביא לידי ייקור העסקה כן יהיו עסקות יעילות שלא יתקיימו בשל אי-כדאיותן הכלכלית לאחר הבאה בחשבון של עלות הכלל המשפטי.

תוצאה זו, שהודגמה אף בדוגמה מספרית מפורטת, צריכה להישקל תוך הבנת מאפייניו של שוק השליטה הישראלי. כפי שתואר ופורט, שוק ההון הישראלי מתאפיין בריכוזיות גבוהה וברוב מוחלט של חברות ציבוריות שיש להן בעל שליטה. בעלי שליטה אלה צורכים טובות-הנאה פרטיות גבוהות ביחס לממוצע העולמי וכן ביחס לממוצע במדינות המפותחות, אם כי יש ממצאים חדשים המעידים על מגמת ירידה בערכן של טובות-הנאה אלה. מאפיינים אלה של השוק מחדדים את תוצאת הניתוח האנליטי. ככל שטובות-ההנאה הפרטיות של בעלי השליטה גבוהות יותר, בחירת כלל ההזדמנות השווה המתואם תוביל להתייקרות משמעותית יותר של עסקות המיזוג מסוג going private, ומספר רב יותר של עסקות יעילות מסוג זה לא יתרחשו.

פסק-הדין בפרשת מכירתה של מכתשים אגן לחברה הסינית ChemChina עסק בעסקה בעלת מבנה דומה לעסקת מיזוג מסוג going private, אך נתן העדפה לכלל ההזדמנות השווה המתואם. יישום של ממצאי מחקר זה יוביל לכך שבפרשות דומות עתידיות יהיה ראוי להחיל את כלל השוק המתואם, ולאפשר הקצאת זכויות שונות לבעל השליטה המוכר ולבעלי המניות מקרב הציבור, כדי לעודד התקיימותן של עסקות יעילות להעברת שליטה ולקדם בכך את יעילותו המצרפית של שוק ההון הישראלי.