

מעמד האסיפה הכללית בהנפקת מניות (בחינה ביקורתית בעקבות תיקון מספר 3 לחוק החברות)

מאת

דוד האן* ואסף חמדני**

מאמר זה בוחן באורח ביקורתי את ההגנות שמעניק חוק החברות לבעלי המניות בחברה מפני פגיעה בזכויותיהם בדרך של הנפקת מניות בחברה. ככלל, חוק החברות בישראל מתייחס להנפקת מניות (במסגרת ההון הרשום) כעניין המסור לסמכותה של ההנהלה. עם זאת, כאשר הנפקת המניות מתבצעת במסגרת הצעה פרטית או מיזוג העונים לתנאים הקבועים בחוק, דורש המחוקק את אישורה של האסיפה הכללית להנפקת המניות. במאמר זה נצביע על כמה ליקויים המאפיינים את חוק החברות בעקבות תיקון מס' 3, תוך התמקדות בשלושה מישורים שונים. ראשית, במישור הפרשנות המשפטית מותירה החקיקה החדשה שאלות רבות ללא מענה ובכך יוצרת חוסר בהירות באשר להיקף ההגנה מפני דילול בעלי המניות. חוסר בהירות זה מהווה חיסרון משמעותי עבור חקיקה שמטרתה לקבוע נורמות התנהגות עבור יוזמי עסקות. שנית, ההסדרים הקבועים בחוק החברות מצביעים על היעדר עקביות בגישתו של המחוקק הישראלי באשר לנסיבות שבהן יש צורך בהענקת הגנה לבעלי מניות קיימים מפני הנפקת מניות. המאמר מראה כי קיים חוסר אחידות נטול הצדקה עניינית בין ההגנות המוענקות לבעלי המניות בעסקאות שונות. יצירת הבחנות שרירותיות בהיקף הדרישות המשפטיות החלות ביחס למתווים שונים של עסקאות עלולה לעוות את שיקוליהם של מתכנני עסקאות ובכך לפגוע ביעילות במשק. לבסוף, במישור המדיניות הראויה – ספק אם ההסדרים הקבועים בחוק עולים בקנה אחד עם ההגנה הרצויה לבעלי המניות לאור מבנה הבעלות הריכוזית בשוק ההון הישראלי.

* הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן.
** הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן.
אנו מודים לעינת שרקי על עזרה במחקר.

- א. מבוא
- ב. חלוקת סמכויות והגנת בעלי מניות: בין בעלות בזורה לבעלות מרוכזת
- ג. הגנת בעלי מניות מפני דילול זכויות הצבעה בחברה ציבורית
1. הכלל: שיקול דעת הדירקטוריון במסגרת ההון הרשום
 2. הצדקות אפשריות להצבעת בעלי מניות בהצעה פרטית
 - א) מהותיות הדילול
 - ב) שיקולי שליטה וניגודי עניינים
 3. דרישת אישור אסיפה כללית להצעה פרטית לפי תיקון מס' 3
 4. קשיים בפרשנות ההסדר לפי תיקון מס' 3
 - א) דילול מהותי
 - ב) דילול היוצר שליטה
 5. קשיים תכליתיים בהסדר הקיים לפי תיקון מס' 3
 - א) דילול של 20% בבעלות מרוכזת
 - ב) חוסר הרלבנטיות של מבחן ההחזקה ב-5% ממניות החברה
 6. הרוב הדרוש בדילול היוצר "שליטה": השוואה להצעת רכש מיוחדת
- ד. הגנת בעלי מניות במיזוג חברה ציבורית
1. הייחודיות (הלכאורית) של עסקת מיזוג
 - א) המישור ההוני
 - ב) המישור הנכסי
 2. ביקורת הייחודיות של מיזוג ביחס לחברה הקולטת
 - א) המישור ההוני
 - ב) המישור הנכסי
 3. ההסדר הנוהג לפי תיקון מס' 3
 - א) צמצום דרישת הצבעה בחברה הקולטת
 - ב) הקבלה להסדר הכללי של הצעה פרטית
 4. קשיים פרשניים בהסדר הקיים
 - א) מועד חישוב הדילול
 - ב) הכללת ניירות ערך המירים
 5. קשיים תכליתיים בהסדר הקיים לפי תיקון מס' 3
- ה. הגנת בעלי מניות במיזוג חברה פרטית
1. הכלל: היעדר דרישת הצבעה בדילול זכויות הצבעה
 - א) חלוקת הסמכויות: מסגרת ההון הרשום
 - ב) הגנה שיפוטית: סעד למקרה קיפוח
 2. דרישת ההצבעה בחברה קולטת במיזוג: ייחודיות תמוהה
 - א) רגישות לדילול זכויות הצבעה
 - ב) רגישות להיווצרות "שליטה"
- ו. סיכום

א. מבוא

הנפקת מניות החברה עשויה לפגוע בבעלי המניות הקיימים בשני מישורים שונים¹.

1 למען נוחות הדיון מתייחס מאמר זה להנפקת מניות חדשות בלבד. אולם פגיעה דומה יכולה

במישור הכלכלי גרידא, קיים חשש כי הנפקת מניות תביא לירידת שווי ההחזקות של בעלי המניות הקיימים. כאשר התמורה שמשלם בעל המניות החדש עבור מניותיו נמוכה משוויין האמיתי של מניות אלה², תביא הנפקת המניות להפחתת שווי המניות שמחזיקים בעלי המניות הקיימים³. במילים אחרות, הנפקת מניות בתנאים אלה מביאה להתעשרותו של בעל המניות החדש על חשבונם של בעלי המניות הקיימים. גם כאשר התמורה עבור המניות החדשות משקפת את שווייה הכלכלי האמיתי של החברה עלולה הנפקת מניות לפגוע בבעלי מניות קיימים במישור השליטה. הנפקת מניות חדשות מדללת את כוחן היחסי של זכויות ההצבעה המוקנות לבעל מניות קיים (אשר אינו משתתף בהנפקה) מכוח בעלותו במניות החברה. המקרה הבולט ביותר הינו זה בו קיים בעל מניות אשר לפני ההנפקה החזיק בלמעלה מ-51% מזכויות ההצבעה בחברה, בעוד שלאחר ההנפקה בעל המניות החדש הוא זה אשר מחזיק ברוב כאמור⁴.

מנגד, להנפקת המניות עשויים להיות טעמים עסקיים לגיטימיים. הנפקת מניות משמשת במקרים רבים כאמצעי גיוס הון והזרמת מזומנים לקופת החברה לצורך מימון פעילותה. כמו כן, לרשות החברה עומדת האפשרות להשתמש במניותיה כאמצעי תשלום בעסקאות שונות – בין בעסקאות רכישה ובין לצורך תגמול עובדים⁵. השימוש במניות כאמצעי תשלום במסגרת ביצוע עסקאות חוסך לחברה את הצורך להזקק למימון חיצוני ואף מקנה יתרונות מס במקרים מסוימים. לפיכך, הסמכות להנפיק מניות חדשות חיונית במקרים רבים לצורך ניהול עסקיה של החברה. דיני החברות כוללים מגוון הסדרים שמטרתם לאזן בין החשש מפני פגיעה בבעלי מניות קיימים בדרך של הנפקת מניות לבין הצורך להקנות לדירקטוריון את הסמכות

להתרחש כאשר מדובר במכירת מניות שנרכשו בעבר על ידי החברה. סעיף 308 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות") קובע כי מניות החברה אשר נרכשו על ידה ולא בוטלו יהיו מניות רדומות. סעיף 1 לחוק החברות מחיל את הגדרת "הצעה פרטית" גם על הצעה של חברה למכירה של ניירות ערך שלה אשר נרכשו על ידה לפי סעיף 308.

- 2 כדי שהנפקת מניות חדשה תיעשה כנגד תמורה כלכלית ריאלית, על הרוכש לשלם כנגד המניות החדשות סכום השווה לחלקן היחסי של המניות המונפקות מתוך השווי הכללי של החברה. שוויה הכללי של החברה יכול להיקבע בדרכים שונות, החורגות מן הדיון במאמר זה.
- 3 לדוגמה מספרית הממחישה את הפגיעה הכלכלית בבעלי מניות קיימים בעקבות הנפקת מניות במחירים נמוכים במיוחד, ראו א' חביב-סגל דיני חברות לאחר חוק החברות החדש (תשנ"ט, כרך א') 463-464. הדוגמה מבוססת על העובדות בעניין ע"א 667/76 ל. גליקמן בע"מ נ' א. מ. ברקאי חברה להשקעות בע"מ, פ"ד לב(2) 281 (להלן: עניין גליקמן בע"מ).
- 4 קיימת חפיפה מסוימת בין הפגיעה במישור הכלכלי לפגיעה במישור השליטה שכן אף לזכויות ההצבעה שווי כלכלי. ראו T. Nenova "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis" 68 *J. Fin. Econ.* (2003) 325
- 5 הפסיקה הישראלית הכירה ביתרונות הצומחים לחברה מתגמול עובדים באמצעות אופציות גם כאשר הדבר בא על חשבון בעלי המניות הקיימים. ראו ע"א 54/96 יוסי הולנדר נ' המימד החדש תוכנה בע"מ, פ"ד נב(5) 673, 697-704.

להנפיק מניות לצורך ניהול עסקי החברה. חוק החברות מקנה את הסמכות להנפיק מניות חדשות לדירקטוריון, וזאת כל עוד ההנפקה הינה במסגרת ההון הרשום של החברה.⁶ לפי סעיף 286 לחוק החברות, האסיפה הכללית הינה הגורם המוסמך להגדיל את ההון הרשום של החברה. ההון הרשום הוא אפוא מסגרת לחלוקת סמכויות בסיסית בין דירקטוריון החברה לבין האסיפה הכללית. כל עוד מניות מונפקות במסגרת שיעור ההון הרשום שנקבע בתקנון החברה, מוסמך הדירקטוריון לבדו להחליט על ההנפקה.⁷ מרגע שמסגרת ההון הרשום מוצתה, כל הנפקה חדשה תדרוש את כינוס האסיפה הכללית תחילה לשם אישור שינוי תקנוני המגדיל את ההון הרשום. כך מתקיימת מסגרת בקרה כלשהי של בעלי המניות על הנפקת מניות חדשות בחברה. חירות הדירקטוריון להנפיק מניות חדשות איננה בלתי מוגבלת. היא מוגבלת מראש לשיעור ההון הרשום שקצבה האסיפה הכללית.

ואולם, מסתבר כי מעבר להסדר כללי זה מאמץ חוק החברות מגוון הסדרים פרטניים אשר תכליתם להגן על בעלי המניות מפני פגיעה אפשרית באמצעות הנפקת מניות, אף כשזו נעשית במסגרת ההון הרשום. תיקון מס' 3 לחוק החברות אשר התקבל לאחרונה כלל שינויים אחדים בהסדרים אלה. מטרת רשימה קצרה זו לבחון באורח ביקורתי את ההגנות שמעניק כיום חוק החברות לבעלי המניות בחברה מפני פגיעה בזכויותיהם באמצעות הנפקה של מניות בחברה.

הרשימה תצביע על מספר ליקויים המאפיינים את חוק החברות בעקבות תיקון מס' 3, תוך התמקדות בשלושה מישורים שונים.⁸ ראשית, במישור הפרשנות המשפטית — החקיקה החדשה מותירה שאלות רבות ללא מענה ובכך יוצרת חוסר בהירות באשר להיקף ההגנה מפני דילול. חוסר בהירות זה מהווה חיסרון משמעותי עבור חקיקה שמטרתה לקבוע נורמות התנהגות עבור יוזמי עסקות. שנית, ההסדרים הקבועים בחוק החברות מצביעים על היעדר עקביות בגישתו של המחוקק הישראלי באשר לנסיבות שבהן יש צורך בהענקת הגנה לבעלי מניות קיימים מפני הנפקת מניות. כפי שרשימה זו תראה, קיים חוסר אחידות נטול הצדקה עניינית בין ההגנות המוענקות לבעלי המניות בעסקות שונות. יצירת הבחנות שרירותיות בהיקף הדרישות המשפטיות החלות ביחס למתווים שונים של עסקות עלולה לעוות את שיקוליהם של מתכנני עסקות ובכך לפגוע ביעילות במשק. לבסוף, במישור המדיניות הראויה — ספק אם ההסדרים הקבועים בחוק עולים בקנה אחד עם ההגנה הרצויה לבעלי המניות לאור מבנה הבעלות הריכוזית בשוק ההון הישראלי.

חוק החברות כולל כיום שלושה סעיפים הקבועים חריג לעיקרון שלפיו הנפקת

6 סעיף 288 לחוק החברות.

7 סעיף 92(א)(9) לחוק החברות.

8 עם זאת יוער כי חלק מן הליקויים שידונו כאן היו קיימים אף בחוק המקורי, עובר לתיקון מס' 3.

מניות בחברה הינה בסמכותו הבלעדית של הדירקטוריון, וזאת כל עוד אין חריגה ממסגרת ההון הרשום. סעיף 270(4) עוסק בהצעה פרטית של מניות לבעל שליטה בחברה ציבורית, סעיף 270(5) עוסק בהצעה פרטית מהותית של מניות בחברה ציבורית כאשר עובר להצעה לא היה הניצע בעל שליטה בחברה וסעיף 320(1א) עוסק בעסקות מיזוג. הוראות סעיפים אלה הן נושא רשימה זו. פרק א' ינתח באופן כללי את נקודת המוצא לדיון. נקודת מוצא זו היא סוגיית חלוקת הסמכויות בין שני גופים בחברה: הדירקטוריון מזה והאסיפה הכללית מזה. פרק זה יבהיר את מושכלות דיני החברות בהקצאת סמכויות רבות לדירקטוריון, תוך הותרת סמכויות מסוימות בידי האסיפה הכללית. כן יבהיר פרק זה את היחס בין חלוקת הסמכויות לבין מעמדם של בעלי המניות בחברה וההגנה על זכויותיהם. לאחר דיון כללי זה ינתח פרק ב' את שאלת מעורבותם של בעלי המניות, באמצעות הצבעתם באסיפה הכללית בהצעת מניות פרטית של חברה ציבורית. פרקים ג' ו-ד' ינתחו בהמשך את הצבעת בעלי מניות בעסקת מיזוג, כאשר פרק ג' יעסוק במיזוג של חברה ציבורית ופרק ד' במיזוג של חברה פרטית. שני הפרקים יתמקדו בעיקר בהצבעת בעלי המניות של החברה הקולטת במיזוג.

ב. חלוקת סמכויות והגנת בעלי מניות: בין בעלות בזורה לבעלות מרוכזת

אחת מסוגיות היסוד השנויות במחלוקת בתחום דיני החברות הינה חלוקת הסמכויות הראויה בין הדירקטוריון לבעלי המניות.⁹ במסגרת רשימה זו אין בכוונתנו לקבוע מסמרות בסוגיה עקרונית זו. מטרת הדיון בפרק זה הינה להציג את הקווים המנחים בסוגיה על מנת לבחון לאורם את ההסדרים הקבועים בחוק החברות. בחברות ציבוריות, כמו בחברות פרטיות, מתנהלת החברה על פי התבנית הבסיסית של החוק בדבר חלוקת הסמכויות בין ההנהלה (והדירקטוריון) מזה לבין האסיפה הכללית מזה. התפיסה המסורתית גורסת כי מתכונת חלוקת הסמכויות הינה תוצאה של איזון בין יתרונותיה של הנהלה מקצועית לבין הצורך בהפעלת פיקוח על ההנהלה. חשיבות חלוקת הסמכויות, בעיקר בחברות הציבוריות, היא בכך שהיא יוצרת מערך היזון חוזר בין אצילת סמכויות ניהול מקצועיות לקיום פיקוח ובקרה אפקטיביים על בעלי סמכות הניהול. כלומר: מחד גיסא, בחברה שבה בעלי המניות הם משקיעים סבילים במסגרת שוק ההון, מועבר מרכז הכובד הניהולי לידי קבוצת מנהלים נבחרת,

9 ראו לדוגמה: L. A. Bebchuk "The Case for Increasing Shareholder Power" 118 *Harv. L. Rev.* (2005) 833; S. M. Bainbridge "The Case for Limited Shareholder Voting Rights" (working paper, 2005) available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=781429].

מקצועית, המסוגלת לדון בנושאים העסקיים שעל הפרק ולהחליט החלטות כלכליות מקצועיות. יתר על כן, כינוס האסיפה לשם אישורן של פעולות ההנהלה כרוך בעלויות, בייחוד ביחס לחברה ציבורית. לפיכך, מרבית ההחלטות על גיוס הון (באמצעות הנפקת מניות או נטילת אשראי), כמו גם החלטות על ההשקעות הכלכליות של החברה, מסורות לידי הדירקטוריון¹⁰. מאידך גיסא, כדי לשמור על בקרה משמעותית על פעולת הדירקטוריון ולוודא כי הוא מתנהל באורח תקין לטובת החברה מותר החוק סמכויות מסוימות בידי האסיפה הכללית¹¹. ככלל, הצבעת בעלי המניות נדרשת במקום שבו קיימת בעיית נציג חריפה במיוחד, קרי: נסיבות שבהן קיים חשש לפעולת דירקטוריון שלא בהכרח תקדם את טובת החברה¹². בנוסף ידרוש החוק הצבעת אסיפה כללית ביחס לפעולות או לעסקאות שבהן נתפסת הפעולה או העסקה ככזו שמשפיעה באורח מהותי וישיר על זכויותיהם של בעלי המניות, אף בהיעדר בעיית נציג בוטה¹³.

לדוגמה, את דרישת אישור האסיפה הכללית של חברת היעד לעסקת מיזוג ניתן לנמק באמצעות שילוב שני הטעמים שלעיל¹⁴. ראשית, לעסקת המיזוג ישנה השפעה ישירה על בעלי המניות של חברת היעד שנדרשים למעשה לסיים את השקעתם בחברה. בנוסף, בעיית הנציג חריפה במיוחד בעסקה מסוג זה: החשש הוא כי הנהלת החברה תיזום מהלכי מיזוג המיטיבים עימה, גם אם אינם מקדמים את הרווחה הכללית של החברה ושל בעלי מניותיה. כיוון שעסקה זו היא סופית מבחינת השחקנים בחברה, חשש זה מוגדל ואינו מווסת דיו באמצעות כוחות השוק¹⁵.

הדיון המקובל בסוגיית חלוקת הסמכויות מניח את קיומה של הפרדה בין הבעלות בחברה הציבורית ובין השליטה בה¹⁶. הנחה זו עולה בקנה אחד עם המבנה הטיפוסי של חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בשוק ההון האמריקני. חברה ציבורית בארצות הברית מתאפיינת במבנה של בעלות בזורה, קרי: חברה שבה אין בעל מניות אחד מסוים המרכז בידי כוח הצבעה והשפעה רבים במיוחד¹⁷. מניות החברה פזורות בין משקיעים רבים, מוסדיים ופרטיים כאחד, כאשר כל אחד מהם מחזיק לבדו לכל היותר

10 סעיף 92(א) לחוק החברות. בית המשפט העליון נדרש לאחרונה לדיון בשאלת קוגנטיות ההסדר בדבר סמכויות הדירקטוריון. ראו בג"צ 6432/02 איגוד קופות הגמל הענפיות נ' שר האוצר, פ"ד נז(3) 918.

11 הסמכות הבולטת בעניין זה היא סמכות מינוי הדירקטורים ופיטוריהם. ראו סעיפים 59 ו-230 לחוק החברות, בהתאמה.

12 המלומדים Easterbrook ו-Fischel מביאים את הדרישה שלפיה שינוי במסמכי היסוד של החברה יאושר על ידי האסיפה הכללית כדוגמה ליישום רציונל זה. ראו: F.H. Easterbrook & D.R. Fischel *The Economic Structure of Corporate Law* (Cambridge, 1991) 80.

13 ראו א' פרוקצ'יה דיני חברות חדשים לישראל (מהדורה שנייה, תשנ"ד) 195.

14 לדיון מפורט על אודות דרישת הצבעת אסיפה כללית בעסקת מיזוג, ראו להלן פרק ד'.

15 ראו: י' שטרן רכישת חברות (תשנ"ו) 498.

16 ראו לעיל, המאמרים הנזכרים בהערה 9.

17 ראו R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes & A. Shleifer "Corporate Ownership Around the World" 54 *J. Fin.* (1999) 471.

שברי אחוזים עד אחוזים בודדים מכלל המניות המונפקות. בחברה כאמור השליטה האפקטיבית ועוצמת ההשפעה אכן מרוכזות בידי קבוצת הניהול. קבוצה זו יכולה פעמים רבות שלא להתחשב יתר על המידה בעניינם של בעלי המניות. מצב זה מקטב את בעיית הנציג בין ההנהלה והדירקטוריון לבעלי המניות.

ברם, מבנה החברה הציבורית הישראלית הטיפוסית שונה הוא בתכלית היסוד. חברות ציבוריות בישראל מאופיינות בקיומו של בעל מניות גדול המרכז בידיו כוח הצבעה רב. חברות אלו נתונות ל"בעלות ריכוזית"¹⁸. בעל שליטה כאמור הוא בעל השפעה משמעותית בחברה והנהלת החברה איננה מתעלמת במהירות מעמדותיו ומהעדפותיו. בתנאי שוק כאמור, החשש הראשוני מפני בעיית נציג חריפה בין ההנהלה והדירקטוריון לבעלי המניות מתמתן מעצם עמדת הכוח וההשפעה של בעל השליטה האמור¹⁹. הבעלות הריכוזית המאפיינת את שוק ההון הישראלי מבליטה בראש ובראשונה בעיית נציג אחרת מזו המטרידה את המשק האמריקני. בבעלות מרוכזת מתקיים עיקר המתח בין בעל מניות השליטה לבין יתר בעלי המניות בחברה. ככל שחוששים לזכויותיהם של בעלי מניות, נובע עיקר החשש מבעל שליטה אשר ינצל את כוח שליטתו שלא לטובת החברה או לפגיעה בבעלי מניות המיעוט.

הספרות המשפטית לא עסקה בהרחבה במעמדה של האסיפה הכללית בשוק המאופיין בשליטה ריכוזית. באופן כללי, ניתן לקבוע כי לפער האינטרסים בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט יש השלכה הן על הנסיבות שבהן יש לדרוש את אישור האסיפה הכללית והן באשר למתכונת האישור. באשר לנסיבות שבהן נדרש אישור האסיפה הכללית, ייתכן שיש מקום לשימוש באסיפה כמכשיר לפיקוח על בעל השליטה. לדוגמה, אחת מן הדרכים המרכזיות שבהן יכול בעל השליטה לעשות שימוש לרעה בכוחו לשם הפקת טובות הנאה אישיות תוך פגיעה בחברה הינה קידום עסקאות בניגוד עניינים, שבהן הוא יידרש לשלם לחברה שווי כלכלי נמוך מן הערך הכלכלי שמעבירה החברה לידי²⁰.

18 ש' חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל" עיוני משפט כו (תשס"ג) 819.

19 ז' גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקציה – R. Gilson "Controlling Share- ; 275–266, 239 (תשנ"ו) holders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy" (Working Paper, 2005) available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=784844]

20 ראו: S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes & A. Shleifer "Tunneling" 90 *Am. Econ. Rev.* (2000) 22. בעל השליטה יכול לנצל כוחו לרעה גם באמצעות עסקאות שבהן הוא דוחק את רגליהם של יתר המשקיעים החוצה מן החברה (ובדרך כלל תמורת שווי בלתי הולם למניותיהם), ראו: R. J. Gilson & J. N. Gordon "Controlling Controlling Shareholders" 785 *U. Pa. L. R.* (2003) 152 או לחלופין, כאשר הוא מוציא את עצמו מן ההשקעה בחברה תוך הותרת אדמה חרוכה אחריו. ראו לדוגמה העובדות בעניין ע"א 817/79 אדוארד קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר, פ"ד לח(3) 257.

לריכוזיות השליטה קיימת השלכה גם על מתכונת האישור הנדרשת. בחברה ציבורית עם בעל שליטה דומיננטי, ספק אם יש בכוחו של הדירקטוריון לפעול לגיבושן של עסקאות שיש בהן השפעה מהותית על החברה שלא על דעתו של בעל השליטה. לפיכך, אם רוצים לעשות שימוש אפקטיבי במנגנון הפיקוח של האסיפה הכללית יש למנוע מבעל השליטה את יכולת ההכרעה בהצבעה. ואמנם, כאשר בעניין אישי של בעל השליטה עסקינן, תידרש העסקה לקבל תמיכה דווקא מיתר בעלי המניות במובחן מבעל השליטה²¹.

פרופסור זוהר גושן הצביע על שתי דרכי פעולה חלופיות להגנת עניינם של בעלי מניות המיעוט מפני פגיעתו הרעה של בעל השליטה. האחת היא באמצעות קבלת הסכמה מראש של יתר בעלי המניות לפעולה או לעסקה הנרקמת על ידי בעל השליטה, והאחרת היא באמצעות בחינה בדיעבד של בית משפט את הגינות הפעולה או העסקה²². גושן אף הראה כי לנוכח עלויות השיפוט הגבוהות בישראל עדיפה כאן התמודדות באמצעות קבלת ההסכמה מראש של יתר בעלי המניות. בהתאם לקו זה, ניתן להצדיק את דרישת החוק להצבעה של האסיפה הכללית כאשר מדובר בעסקה שיש לבעל השליטה עניין אישי באישורה. ואמנם, דרישת אישור אסיפה כללית כאמור מצויה בחוק הן בעסקת מיזוג²³ והן בהצעה פרטית²⁴.

על רקע דברים אלה נבקש לבחון את ההסדרים הקבועים בחוק החברות לעניין דילול זכויות הצבעה של בעלי מניות עקב הצעה פרטית של מניות או עקב עסקת מיזוג. "הצעה פרטית" היא הצעה להנפקת ניירות ערך של חברה ציבורית שאיננה הצעה לציבור²⁵. מאחר ש"הצעה פרטית" היא למעשה כינוי כוללני לכל הנפקת מניות שלא פתוחה לציבור במסגרת כל עסקה שהיא, תהא זו השקעה או מימון חדשים, רכישת נכסים או תגמול, נקדים את הדיון בהצעה פרטית. פרק ב' יתמקד בהצעה פרטית ויבסס מסגרת פרשנית וביקורתית לבחינת זכויות בעלי מניות שכוח הצבעתם מדולל. פרקים

21 עם זאת, יושם אל לב כי הצעה פרטית של בעל השליטה יש עניין אישי באישורה טעונה תמיכה של שלישי מקרב יתר בעלי המניות המשתתפים באסיפה הכללית, בהנחה שהתנגדו לה בעלי מניות שכוח הצבעתם גדול מאחוז אחד מכלל זכויות ההצבעה באסיפה הכללית (סעיף 275(א)(3)). לעומת זאת, עסקת מיזוג טעונה אישור של רוב יתר בעלי המניות המשתתפים באסיפה הכללית (סעיף 320(ג)). הסתפקותו של סעיף 275 נבעה מפשרה פוליטית בהליכי החקיקה. ראו גם ד' האן "כפיה בין-קבוצתית במיזוג חברות" משפטים לב (תשס"ב) 419, 429 (בהערת שוליים 30).

22 ז' גושן "הצבעה תוך ניגודי אינטרסים" משפטים כט (תשנ"ח) 17. פרופסור גושן מציג את הבחירה בין כללים אלה כבחירה בין כללי קניין ואחריות. ראו גם G. Calabresi & A. D. Melamed "Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral" 85 *Harv. L. Rev.* (1972) 1089.

23 סעיף 320(1א)(2)(ג), (ג)-(ד) לחוק.

24 סעיפים 270(4) ו-275 לחוק.

25 סעיף 1 לחוק החברות מגדיר "הצעה פרטית" כדלקמן: "הצעה להנפקת ניירות ערך של חברה ציבורית שאינה הצעה לציבור או הצעה של חברה ציבורית למכירה של ניירות ערך שלה אשר נרכשו על ידה לפי סעיף 308, שאינה הצעה לציבור".

ג' ר"ד יתמקדו לאחר מכן בהוראות הייחודיות הקבועות בחוק החברות בעניין דילול זכויות הצבעה עקב קיום עסקה מסוימת: עסקת המיזוג.

ג. הגנת בעלי מניות מפני דילול בחברה ציבורית

הפרק הקודם עמד על חלוקת הסמכויות הבסיסית הקיימת בדיני החברות בין הדירקטוריון לבין האסיפה הכללית של החברה. במסגרת חלוקת הסמכויות הבסיסית נקבע כי החלטות על גיוס הון באמצעות הנפקת ניירות ערך חדשים של חברה יתקבלו על ידי הדירקטוריון²⁶. פרק זה יסקור את ההסדר החוקי העוסק בדין "הצעה פרטית" של חברה ציבורית ובטעמים הקיימים להצדקת חריגה מן העיקרון האמור ודרישת אישור הנפקת מניות בתנאים מסוימים על ידי האסיפה הכללית. נפתח תחילה בדיון כללי בדבר הכלל וההצדקות האפשריות לחריגה ממנו. לאחר מכן נסקור את ההסדר הקבוע בחוק החברות בעקבות תיקון מס' 3. בהמשך נצביע על קשיים פרשניים וקשיים עיוניים בהוראות החוק בעניין "הצעה פרטית". במסגרת הקשיים העיוניים שעליהם נעמוד נבקש לבסס את הטענה כי ספק אם המנגנונים הקבועים בחוק בדין "הצעה פרטית" תואמים את תנאי שוק ההון בישראל ומספקים הגנה תואמת לבעלי המניות. נצביע על כך שהמחוקק ייבא הוראות משפטיות הנוהגות בשוק ההון האמריקאי, אשר אינן תואמות את מציאות שוק ההון הישראלי.

1. הכלל: שיקול דעת הדירקטוריון במסגרת ההון הרשום

כאמור, הנפקת מניות, ככל הנפקה של ניירות ערך, הינה אמצעי המשמש למטרות עסקיות של גיוס הון למימון פעילות החברה או לביצוע עסקאות ללא צורך בגיוס מזומנים. בייחוד בחברה הציבורית, נתפסים בעלי המניות כמשקיעים פסיביים ונטולי מיומנות עסקית. לפיכך הם לא אמורים להתערב בשיקולים עסקיים טהורים כדוגמת גיוס הון. בנושאים מקצועיים כאמור יהיה זה יעיל לאצול את סמכות ההחלטה לגורם המקצועי המיומן, דהיינו: הדירקטוריון. כך אכן קבע חוק החברות. החלטה על הנפקת מניות מסורה לשיקול דעת הדירקטוריון ומעורבותם של בעלי המניות הקיימים ביחס להנפקות חדשות תבוא לידי ביטוי רק במסגרת המגבלה הכללית שלפיה אין בכוחו של הדירקטוריון להנפיק מניות חדשות מעבר לגבול ההון הרשום הקבוע בתקנון החברה. בעלי המניות יכולים להגביל את כוחו של הדירקטוריון מדילולם באמצעות קביעת סף הון רשום מוגדר בתקנון, אשר לשם חצייתו יידרש תיקון תקנוני. תיקון התקנון הוא כמובן בסמכות האסיפה הכללית²⁷.

26 סעיף 92(א)(9) לחוק החברות.

27 סעיפים 20(א) ו-157(1) לחוק החברות.

2. הצדקות אפשריות להצבעת בעלי מניות בהצעה פרטית

כאמור, עמדת המוצא של החוק הינה כי הנפקת מניות היא פעולה עסקית המסורה לשיקול דעתו המקצועי של הדירקטוריון. עם זאת, לאור הדיון שלעיל על אודות חלוקת הסמכויות והשיקולים העומדים ביסוד מעורבות בעלי המניות בהחלטות ביחס לחברה, ניתן לחשוב על נסיבות מסוימות שבהן יהיה זה נכון לערב את בעלי המניות הפסיביים של חברה ציבורית בהחלטה על אודות הנפקת מניות חדשה בחברה. ניתן להצביע על שתי נסיבות העשויות להצדיק מעורבות כאמור. נעמוד עליהן כסדרן.

(א) מהותיות הדילול

הנפקת מניות, אף כי היא החלטה מקצועית, עלולה להשפיע באורח מהותי על זכויות בעלי המניות הקיימים בחברה ערב ההנפקה החדשה. אמת, מבחינה מתמטית פשוטה כל הנפקה חדשה של מניות מדללת באורח יחסי את זכויות ההצבעה של בעלי המניות הקיימים. מסתבר כי חרף תוצאה זו, מצא המחוקק לנכון להותיר את שאלת ההנפקה החדשה להחלטת הדירקטוריון המקצועי. ברם, כבכל עניין, לעיתים הכמות הופכת לאיכות. רוצה לומר: לעיתים שיעור הדילול של זכויות ההצבעה של בעלי המניות הקיימים הופך להיות כה משמעותי, עד כי ניתן לראות בכך פגיעה אפשרית מהותית במכלול זכויותיהם. שינוי מהותי כאמור עשוי לבסס טענה כי הנפקה בנסיבות אלה הינה פעולה החורגת ממסגרת השיקולים המקצועיים בדבר גיוס הון. אף כי ההנפקה המתוכננת עודנה במסגרת ההון הרשום של החברה, ייתכן כי יש מקום לדרוש ביחס אליה הצבעה של בעלי המניות הסבילים אשר אינם שותפים ליוזמת ההנפקה ואינם זוכים להזדמנות להשתתף בה, אך עלולים להיפגע ממנה באורח מהותי.

(ב) שיקולי שליטה וניגודי עניינים

הנסיבה האחרת שלגביה יש מקום לשקול הצבעה של בעלי המניות בחברה ציבורית ביחס להנפקת מניות פרטית מתוכננת היא כאשר להנפקה האמורה תהיה השלכה ישירה על סוגיית השליטה בחברה. כפי שיוסבר בהמשך, המחוקק הישראלי בחר להקנות לבעלי המניות של חברה ציבורית את הזכות לטרפד עסקת רכישת מניות בשוק אשר כתוצאה ממנה יהפוך אדם לראשונה לבעל שליטה. לפיכך, העקביות מחייבת כי לבעלי המניות תינתן האפשרות לומר את דברם גם ביחס להנפקת מניות פרטית, אשר כתוצאה ממנה יהפוך אדם להיות בעל שליטה בחברה ציבורית.

בנוסף, כפי שהבהרנו בפרק הקודם, הבעיה העיקרית המאפיינת את החברות הציבוריות בישראל היא בעיית הנציג הקיימת בין בעל השליטה הריכוזי בחברה ציבורית לבין יתר בעלי המניות הסבילים. עוד הראינו כי דרך המלך שבחר חוק החברות הישראלי למיתון בעיית הנציג שלעיל היא באמצעות הצבעה של בעלי המניות בחברה הציבורית באשר לעסקאות הנרקמות בחברה והנושאות בחובן סיכון

להטבת בעל-מניות השליטה תוך פגיעה בבעלי מניות המיעוט. הנפקת מניות פרטית חדשה לבעל שליטה קיים (או הנפקה שבה יש לבעל השליטה עניין אישי) מעוררת סיכון של פעולה שבה נהנה בעל השליטה מטובת הנאה אישית (בדרך כלל בדפוס של תשלום מצידו במחיר נמוך מערך השוק), באורח הפוגע בשווי הנכסי של החברה וכתוצאה מכך בשווי הכלכלי של מניותיה. אף נסיבות אלה עשויות להצדיק הצבעה של בעלי המניות ביחס להצעה הפרטית המתוכננת. להלן נבחן עד כמה פסע תיקון מס' 3 לאור שיקולים אלה בקביעת דין ההצעה הפרטית בחוק.

3. דרישת אישור אסיפה כללית להצעה פרטית לפי תיקון מס' 3

תיקון מס' 3 לחוק החברות תיקן את דיני ההצעה הפרטית באופן משמעותי. כתנאי מקדים לאישור הצעה פרטית דורש סעיף 270(5)(א) המתוקן הצבעה של האסיפה הכללית, כקבוע בסעיף 274 לחוק, בהתקיים אחת משתי החלופות הבאות:

(1) הצעה המקנה עשרים אחוזים או יותר מסך זכויות ההצבעה בחברה בפועל לפני ההנפקה שהתמורה, כולה או חלקה, אינה במזומן או בניירות ערך הרשומים למסחר בבורסה או שאינה בתנאי שוק, ואשר כתוצאה ממנה יגדלו החזקותיו של בעל מניה מהותי בניירות הערך של החברה, או שכתוצאה ממנה יהפוך אדם לבעל מניה מהותי לאחר ההנפקה (בחוק זה – צד מעוניין);

(2) כתוצאה ממנה יהפוך אדם לבעל שליטה בחברה²⁸.

שתי החלופות מהוות חריג לעיקרון שלפיו הנפקת ניירות ערך מסורה לשיקול דעתו של הדירקטוריון. החלופה הראשונה מתייחסת לנסיבות שבהן יהפוך הניצע לבעל מניה מהותי בעקבות ההצעה הפרטית, דהיינו: הניצע יחזיק ב-5% או יותר ממניות החברה²⁹, או (אם הניצע כבר היה בעל מניה מהותי קודם לכן) יגדלו החזקותיו כבעל מניה מהותי, אך הוא לא יהפוך עדיין לבעל שליטה. בנסיבות אלה דורש תיקון מס' 3 כי ההצעה הפרטית תאושר על ידי האסיפה הכללית של החברה, אם מתקיימים בהצעה שני רכיבים מצטברים נוספים. ראשית, תוצאתה של ההצעה הפרטית תהיה דילול סך החזקות במניות החברה ערב קיומה בשיעור של 20% או יותר³⁰. שנית, התמורה

28 אם ערב ההצעה הפרטית ניצע היה כבר בעל שליטה, כהגדרתה בסעיף 268 לחוק, תהיה ההצעה טעונה אישור האסיפה הכללית בתמיכת שליש מקרב בעלי המניות המצביעים שאינם מעוניינים אישית בהצעה האמורה, בהנחה שהמצביעים נגד העסקה מחזיקים יחד כוח הצבעה הגדול מאחוז אחד מכלל זכויות ההצבעה באסיפה הכללית. ראו סעיף 275(א)(3).

29 סעיף 1 לחוק החברות.

30 שיעור דילול זה כתנאי סף לכינוס אסיפה כללית לאישור הצעה פרטית לא הופיע עובר לתיקון בחוק החברות כי אם בתקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין), התש"ס-2000.

שתשולם כנגד המניות המוצעות לא תהיה, כולה או חלקה, במזומן או בניירות ערך הרשומים למסחר בבורסה, או שלא תהיה בתנאי שוק³¹. לעומת זאת, כאשר סך המניות המונפקות בהצעה הפרטית לא ידלל ב-20% את מניות החברה המונפקות ערב ההצעה הפרטית, או כאשר התמורה המשולמת בהצעה הפרטית היא במזומן, בניירות ערך נסחרים או בתנאי שוק, אין צורך באישור האסיפה הכללית, חרף היווצרותו של בעל מניה מהותי או הגדלת החזקותיו של בעל מניה מהותי קיים.

הצטברותן של שתי הדרישות, קרי: דילול של 20% או יותר ותשלום תמורה על ידי הניצע שלא במזומנים או בניירות ערך נסחרים מלמדת כי המחוקק חש לזכויות בעלי המניות הקיימים רק כאשר הוא חושש לקיומן של שתי תוצאות מצטברות: חשש מדילול הונו של זכויות ההצבעה של בעלי המניות הקיימים בשיעור מהותי דיו, וחשש לדילול השווי הנכסי של החברה. כאשר התמורה המשולמת על ידי ניצע פרטי, "מקורב למלכות", זה המכונה על ידי המחוקק "בעל מניה מהותי", איננה בכסף מזומן או בניירות ערך הנסחרים בשוק, מתעורר החשש שמא התמורה שמשלם הניצע נמוכה בערכה משווי המניות המוקצות לו. תמורה נמוכה כאמור תדלל את שוויה הנכסי של החברה, וממילא אף את השווי הכלכלי של יתר בעלי המניות. אשר על כן, בהצטבר שני חששות אלה, חשש מהדילול ההוני של זכויות ההצבעה יחד עם חשש דילול השווי הכלכלי-נכסי, דורש המחוקק את הצבעת בעלי המניות כתנאי לאישור ההצעה הפרטית³².

החלופה השנייה בסעיף 270(5)(א)(2) דורשת את כינוס האסיפה הכללית לאישור הצעה פרטית בנסיבות שבהן יהפוך הניצע לבעל שליטה בחברה בעקבות ההצעה הפרטית. כינוס האסיפה הכללית יידרש ללא תלות בקיומו של שום רכיב עובדתי נוסף, כגון דילול זכויות הצבעה ב-20% או סוג התמורה המשולמת כנגד ההצעה. בפסקת משנה זו מדובר אפוא בחשש אחר מזה המובע בפסקת משנה (א)(1). כאן בולטת דאגתו של המחוקק לזכויותיהם של בעלי המניות האחרים אשר כוחם היחסי ייחלש במיוחד עקב יצירת שליטה המתרכזת אצל הניצע. סעיף 270(5) דורש אישור של ההצעה הפרטית כאמור בסעיף 274 לחוק, אשר דורש את אישור העסקה האמורה באסיפה הכללית. ברם, הסעיף איננו דורש רוב מיוחס כלשהו לשם אישור ההצעה

31 הקביעה הראשונית אם התמורה המוצעת היא בתנאי שוק או לא תיקבע על ידי דירקטוריון החברה המנפיקה. ראו סעיף 270(5)(ג).

32 דרך אפשרית נוספת להבנת הסעיף הינה כי המבחן שעניינו היקף דילול זכויות ההצבעה נועד לשמש אמת מידה לכימותו של היקף הפגיעה הנכסית בבעלי המניות. כינוס האסיפה הכללית של חברה ציבורית הינו הליך יקר. לפיכך, ספק אם יש הצדקה לכינוס האסיפה להצעה פרטית אשר קיים חשש לגביה כי תפגע בשווי החזקות של בעלי המניות במקרים שבהם שווי הפגיעה הינו זניח יחסית. הדרישה לדילול של 20% בזכויות ההצבעה נועדה להבטיח כי מדובר בעסקה מהותית יחסית לשווי החברה.

באסיפה הכללית ולפיכך הרוב הדרוש הוא רוב פשוט³³. בכך נבדלת הצעה פרטית כאמור מן התרחיש השלישי האפשרי: הצעה פרטית למי שהינו בעל שליטה עובר להצעה. הצעה פרטית למי שכבר מהווה בעל שליטה טעונה אישור האסיפה הכללית בתמיכת שליש מקרב המצביעים בה שאינם בעלי עניין אישי באישור ההצעה, מכוח הוראת החוק הכללית בעניין עסקאות של החברה שיש לבעל שליטה בה עניין אישי באישורן³⁴. את ההבדל ברוב הדרוש באסיפה הכללית בשתי הנסיבות ניתן להסביר כך: בתרחיש שבו נוצר בעל שליטה בעקבות ההצעה הפרטית לא נדרש אישור של רוב מקרב יתר בעלי המניות שכן בשעת ההצבעה (דהיינו: טרם ביצוע ההצעה הפרטית) הניצע עדיין איננו בעל שליטה. כיוון שבשעה זו עדיין לא עומד לטובת הניצע כוחו המאגי של בעל שליטה, סבר המחוקק כי לא נדרש עדיין אישור של שליש תומך במסגרת האסיפה הכללית.

4. קשיים בפרשנות ההסדר לפי תיקון מס' 3

ההסדר הקבוע בתיקון מס' 3 ביחס להצעה פרטית מעורר קשיים פרשניים אחדים. להלן נעמוד על קשיים אלה, תוך שאנו מבחינים בין שתי הנסיבות השונות שבהן דורש החוק את הצבעת בעלי המניות כתנאי לאישור הצעה פרטית.

(א) דילול מהותי

החלופה הראשונה בסעיף 270(5), הדורשת הצבעת בעלי מניות בנסיבות של דילול מהותי, מעוררת שני קשיים פרשניים. הקושי הראשון נובע מכך שהמחוקק לא טרח לפרש בחוק מה משמעותו של המונח "יגדלו החזקותיו של בעל מניה מהותי". באיזה שיעור מדובר? כלום אין כל שיעור מינימלי של הגדלת החזקות אשר מתחת לו לא חש המחוקק לדרוש את כינוס האסיפה הכללית? לשם הדגמת השאלה בדרך האבסורד נשאל: לו רכש בעל מניה מהותי רק מניה אחת נוספת במסגרת הצעה פרטית המדללת את כלל זכויות ההצבעה הקיימות ביותר מ-20%, האם גם אז יש לדרוש אישור אסיפה כללית להצעה הפרטית? הקושי השני נובע מחוסר העקביות של המחוקק. בהשוותנו בין הצעה פרטית לבין מיזוג, נימצא למדים כי בעוד שהיווצרותו של בעל מניה מהותי או הגדלת החזקותיו כתוצאה מן העסקה היא תנאי סף לכינוס אסיפה כללית בהצעה פרטית, לא נדרש כל תנאי סף מקביל בעסקת המיזוג³⁵.

33 סעיף 85 לחוק החברות.

34 סעיפים 270(4) ו-275(א)(3) לחוק החברות. לפי הסעיף האמור, תמיכת השליש הבלתי מעוניין נדרשת רק אם שיעור המצביעים נגד העסקה גדול מאחוז אחד מכללי זכויות ההצבעה בחברה.

35 יצוין, כי על פניו קיים הבדל נוסף בין הנסיבות הדרושות לכינוס אסיפה כללית לאישור הצעה פרטית, לבין הנסיבות הדרושות לכינוס לאישור מיזוג. לפי סעיף 270(5)(א)(1) תיידרש האסיפה הכללית להצביע רק אם, בין השאר, התמורה המשולמת כנגד המניות המוקצות איננה במזומנים,

ב) דילול היוצר שליטה

החלופה השנייה בסעיף 270(5), הדורשת את הצבעתם של בעלי מניות לאישור הצעה פרטית אשר כתוצאה ממנה יהפוך הניצע לבעל שליטה, לוקה אף היא בחוסר עקביות עם שאר החוק. הצעה פרטית כאמור טעונה אישור האסיפה הכללית ברוב פשוט³⁶. הצענו לעיל הסבר אפשרי להסתפקות ברוב פשוט, הנעוץ בעובדה כי בשעת ההצבעה, דהיינו: עובר לעסקה, טרם קיים בחברה בעל שליטה בעל כוח השפעה יתירה. ואולם, במקום אחר בחוק דורש המחוקק אישור של היוצרות השליטה דווקא מצד יתר בעלי המניות, למעט המועמד לשליטה. אישור כאמור נדרש במקרה של רכישת "דבוקת שליטה" בשוק המשני³⁷. כאשר אדם מבקש לרכוש מניות של חברה ציבורית אשר יקנו לו דבוקת שליטה, ואין באותה חברה כל אדם אחר המחזיק 50% או יותר מזכויות ההצבעה בה, עליו לפנות בהצעת רכש מיוחדת לכלל בעלי המניות של החברה³⁸. הצעת הרכש המיוחדת תאושר רק אם נענה לה רוב מקרב הניצעים, כשהרוכש איננו בכללם³⁹. על רקע זה לוקה הסתפקותו של המחוקק ברוב פשוט לשם אישור הצעה פרטית היוצרת שליטה בחוסר עקביות ביחס להסדרים מקבילים בחוק. להלן נראה כי אף מבחינה תכליתית קשה להצדיק הסתפקות ברוב פשוט בנסיבות האמורות.

5. קשיים תכליתיים בהסדר הקיים לפי תיקון מס' 3

לעניות דעתנו, לצד הקשיים הפרשניים מעוררות הוראות החוק בדין הצעה פרטית גם קשיים עיוניים. כפי שנראה להלן, בדין הצעה פרטית עירב לטעמנו המחוקק שלא לצורך מבחנים אחדים המתבססים על שיעורי החזקת מניות בחברה ציבורית אשר אין להם דבר עם מציאות שוק ההון הישראלי. הורתם של מבחנים אלה היא מעבר

בניירות ערך נסחרים או בתנאי השוק. לעומת זאת, סעיף 320(א) אינו כולל כל דרישה מקבילה כתנאי להצבעת האסיפה הכללית בעסקת מיזוג. ואולם לאמיתו של דבר נסיבות כאמור מתקיימות מאליהן בכל עסקת מיזוג. נבהיר: הנפקת המניות בעסקת מיזוג נעשית על ידי החברה הקולטת כאמצעי תשלום על רכישת נכסיה של חברת היעד והתחייבויותיה. אם כן: "התמורה" המשולמת לחברה המקצה (הקולטת) כנגד המניות החדשות היא כל נכסיה של חברת היעד והתחייבויותיה. נקל לראות כי "תמורה" זו איננה מזומנים, ניירות ערך סחירים או בתנאי השוק. כיוון שנסיבות אלה מתקיימות מאליהן מניה וביה בכל עסקת מיזוג, לא נדרש המחוקק לפרשן כתנאי סף להצבעת האסיפה הכללית בחברה הקולטת.

36 סעיף 274 לחוק.

37 המונח "דבוקת שליטה" מוגדר בסעיף 1 לחוק כדלקמן: "מניות המקנות עשרים וחמישה אחוזים או יותר מכלל זכויות ההצבעה באסיפה הכללית".

38 סעיף 328(א) לחוק החברות.

39 סעיף 331(א)-(ג). אמנם אינטואיטיבית אי הכללת הרוכש בקבוצת הניצעים אשר מתוכה מחשבים את הרוכש נובעת מכך שאדם אינו מציע לרכוש את מניותיו שלו. ברם, מבחינת המהות יש כאן ביטוי לכך שרכישת דבוקת השליטה תיעשה רק אם רוב מקרב בעלי המניות (המגיבים בפועל) שאינם בעלי עניין אישי בהשגת דבוקת השליטה האמורה אישרו את ההצעה.

לים. הם יובאו לישראל על ידי המחוקק כמקשה מוגמרת, וככל הנראה מבלי שניתנה הדעת באופן מספק על התאמתם לחברות הציבוריות המקומיות. בכך יעסקו שתי הפסקות הראשונות. פסקות אלה יבקרו את מבחן הדילול של 20% מזכויות ההצבעה בחברה ואת מבחן ההחזקה של 5%, המוגדר בחוק כ"בעל מניה מהותי".

(א) דילול של 20% בחברה בבעלות מרוכזת

סעיף 270(5)(א)(1) לחוק הציב סף חדש להצבעת אסיפה כללית בחברה ציבורית בנסיבות של דילול זכויות ההצבעה של המניות הקיימות. לפי סעיף זה תידרש הצבעה כאמור רק אם המניות המונפקות ידללו את סך זכויות ההצבעה של המניות הקיימות ערב ההנפקה בשיעור של 20% או יותר. מקורו של סף 20 האחוזים שנקבע אצלנו בחוק נמצא בשוק ההון האמריקני⁴⁰. ואולם כפי שצינו לעיל בפרק א, בארצות הברית מתייחסת הדרישה להצבעת בעלי מניות בנסיבות של דילול של 20% לחברות הציבוריות, שרובן המכריע בבעלות בזורה⁴¹. במבנה בעלות כאמור, הנפקה של 20% מכלל זכויות ההצבעה היא ללא ספק אירוע מהותי, אשר יש בו פוטנציאל של שינוי גדול במערך הכוחות הפועלים בחברה. אף כי אין מדובר בהכרח באירוע היוצר בעל שליטה⁴², דילול של 20% נתפס כאירוע מהותי. ברם, ספק בעינינו אם גם בחברה ציבורית בבעלות ריכוזית, אשר היא אב הטיפוס של החברה הציבורית בישראל, מוצדקת הצבעה בנסיבות של דילול כולל בשיעור של 20% מסך המניות המונפקות עובר לעסקה.

ראשית, נניח כי מדובר בחברה ציבורית שיש לה בעל שליטה. אם מדובר בדילול יזום באמצעות הנפקה חדשה אשר בעל השליטה איננו אחד הניצעים בה, החשש כי הדירקטוריון יפגע בכלל בעלי המניות הקיימים הוא מופחת מעיקרו. שהרי בין בעלי המניות העתידיים להיפגע מצוי גם בעל השליטה, וסביר להניח כי פעולת המנהלים הינה על דעתו. אין זאת, אלא שהחשש הוא כי בנסיבות אלה, שבהן שותף בעל השליטה למהלך, הוא יעשה יד אחת עם הדירקטוריון תוך פגיעה בעניינם של יתר בעלי המניות בחברה. ברם, עסקה בנסיבות כאמור טעונה ממילא אישור על ידי שלישי מקרב יתר בעלי המניות המשתתפים בהצבעה באסיפה הכללית, בהיותה עסקה של חברה ציבורית שיש לבעל השליטה עניין אישי באישורה⁴³.

ניתן היה לטעון כי הדרישה לאישור האסיפה הכללית להצעה פרטית נועדה

40 NYSE, Listed Company Manual § 212.03(c). דרישה זו חלה שם על כל עסקה שתוצאתה דילול כאמור ושהתמורה המשולמת לחברה כנגד ההקצאה איננה במזומנים או בניירות ערך נסחרים.

41 הביזור אף מעודד שם רשמית. ראו: *Ibid*, at par. 305.00.

42 הדרישה להצבעת בעלי מניות בעת הנפקת מניות היוצרת שליטה מפורטת שם בנפרד. ראו: *Ibid*, at par. 312.03(d).

43 סעיפים 270(4) ו-275(א)(3) לחוק החברות.

להתמודד עם סיטואציות שבהן קיים קושי להצביע על "עניין אישי" של בעל השליטה בעסקה, על אף שקיים חשש של ממש כי עניין כאמור הינו המניע לעסקה. אולם סעיף 270(5) אינו דורש רוב מיוחס כלשהו, ולפיכך הסעיף אינו אפקטיבי לשם התמודדות עם חשש לפגיעה בבעלי מניות המיעוט על ידי בעל השליטה. נמצאנו למדים כי דילול זכויות ההצבעה של בעלי המניות בשיעור 20% אינו כשלעצמו בעל משמעות כה מהותית בחברה ציבורית עם בעלות ריכוזית.

לפיכך, סעיף 270(5)(א) יכול להצדיק את קיומו רק עבור הצעות פרטיות שבהן מעורבת חברה ציבורית שהבעלות בה היא בזורה. כאמור, נסיבות אלה שכיחות פחות בישראל, ומכל מקום ספק אם יש הצדקה לקיומו של הסעיף לאור ההסדרים הקבועים בחוק לעניין הצעת רכש מיוחדת והצעה פרטית אשר כתוצאה ממנה נוצר בעל שליטה.

ב) חוסר הרלבנטיות של מבחן ההחזקה ב-5% ממניות החברה המחוקק נזקק למבחן סף החזקות של 5% ממניות חברה ציבורית כסף בעל משמעות בהקשרים שונים. ראשית, לפי סעיף 270(5)(א) נדרשת הצבעת אסיפה כללית לאישור הצעה פרטית בהתקיים שלושה תנאים מצטברים: (א) ההצעה תביא לדילול של 20% של בעלי המניות הנוכחיים או יותר; (ב) ההצעה תהפוך את הניצע לבעל מניה מהותי, או אם הניצע כבר היה בעל מניה מהותי עובר להצעה, תגדיל את החזקותיו; (ג) התמורה למניות תשולם שלא במזומנים או בניירות ערך סחירים ושלא בתנאי השוק⁴⁴. כזכור, "בעל מניה מהותי" מוגדר כ"מי שמחזיק בחמישה אחוזים או יותר מהון המניות המונפק של החברה או מזכויות ההצבעה בה"⁴⁵.

שנית, חוק ניירות ערך מטיל חובות גילוי על "בעל עניין"⁴⁶. אף מונח זה מוגדר בין השאר כ"מי שמחזיק בחמישה אחוזים או יותר מהון המניות המונפק של התאגיד או מכוח ההצבעה בו"⁴⁷. כמו מבחן הדילול בשיעור 20%, גם מבחן זה של החזקת 5% כמבחן בעל ערך כלשהו בדיני החברות יובא ארצה משוק ההון האמריקני. בארצות הברית דורש חוק ניירות ערך כי כל בעל מניות בחברה ציבורית שמניותיה נסחרות המגיע לשיעור החזקות של 5% או יותר יגלה גילוי מפורט על אודות שיעור החזקותיו, תיאור נושאי המשרה בו (אם הוא בעצמו תאגיד), פירוט אמצעי המימון של רכישת מניותיו

44 דעתנו בעניין הצורך באסיפה כללית בנסיבות של דילול זכויות ההצבעה בחברה בשיעור של 20% כבר הובעה בפסקה הקודמת. בפסקה זו נתמקד בבחינת הדרישה הנוספת, שלפיה הצורך בהצבעה נובע גם מכך שהניצע מחזיק או עתיד להחזיק 5% ממניות החברה המונפקות.

45 סעיף 1 לחוק החברות.

46 לפירוט חובות אלה ראו סעיף 37 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך"). תקנות 52-55 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), תשכ"ט-1969, תקנה 24 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970.

47 סעיף 1 לחוק ניירות ערך.

וכוונות השתלטות עתידיות שלו ביחס לחברת המטרה שבה רכש מניות⁴⁸. דרישת גילוי זו בארצות הברית נועדה ליידע את יתר בעלי המניות ואת הנהלת חברת המטרה לגבי אפשרות השתלטות עוינת על החברה בדרך של הצעת רכש או בדרך אחרת⁴⁹. אכן, דרישה זו הותאמה למסחר בניירות ערך של החברות האמריקניות, שבהן הבעלות היא ביזורית. בחברה שבה בעלי מניות מחזיקים לכל היותר שבתי אחוזים, רכישה של 5% מהווה אות הצומח וכולט מעל "גובה הדשא" ומלמד על אפשרות חתירה של הרוכש לקראת עמדת שליטה. יצירת שליטה אפשרית בחברה משמשת נימוק ענייני לקביעת מנגנוני בקרה משפטיים על אודות המהלך.

ברם, בשוק המתאפיין בבעלות מרוכזת כשוק ההון הישראלי, דומה כי להחזקה של 5% אין משמעות מהותית. החזקה כאמור איננה כל אות, חזק או חלש, למהלך של השתלטות אפשרית. ככל שהשתלטויות עוינות אפשריות בכלל בישראל⁵⁰, המחוקק מיהר להתמודד עימן חזיתית בדורשו מכל המבקש לרכוש לעצמו עמדת כוח יתרה בחברה לפעול בדרך הגלויה של הצעת רכש מיוחדת⁵¹. כל דרישה משפטית מעבר לכך נראית בעינינו מיותרת. השימוש במבחן 5% כתנאי סף לאישור אסיפה כללית להצעה פרטית, כמו גם השימוש בו להטלת חובות גילוי לפי דיני ניירות ערך, איננו עולה בקנה אחד עם הסדר הצעת הרכש המיוחדת המעוגן בחוק החברות. דומה כי אף כאן יבא המחוקק דוקטרינות זרות המתאימות לתנאי שוק אחרים, מבלי שנסקל הצורך בביצוע "השינויים המחויבים". לעניות דעתנו, טוב היה עושה המחוקק לו שמט מן החקיקה את ההגדרות "בעל מניה מהותי" ו"בעל עניין". מאליו יובן כי אין כל הצדקה בעינינו לדרוש אישור של האסיפה הכללית להצעה פרטית אך ורק בשל קיומו של "בעל מניה מהותי". למצער, אם כוונת המחוקק הינה להחיל את ההסדר על חברות עם בעלות בזורה, יש לקבוע כי דרישה זו לא תחול במקרה שבו יש לחברה בעל שליטה. הסדר דומה קיים בסעיף 328 לחוק החברות באשר להצעת רכש מיוחדת.

6. הרוב הדרוש בדילול היוצר "שליטה": השוואה להצעת רכש מיוחדת

החלופה השנייה שבה נדרשת הצבעה של האסיפה הכללית לאישור הצעה פרטית היא כאשר ההצעה תוביל להיווצרותה של "שליטה" בחברה⁵². היווצרותה של

48 Securities Exchange Act, 1934 §13(d); 17 C.F.R. § 240.13d-101 & Schedule 13D

49 T. L. Hazen *The Law of Securities Regulation* (St. Paul, 4th ed., 2002) 481

50 ראו חנס, לעיל הערה 18.

51 בעניין זה קובע סעיף 328(א) לחוק החברות: "בחברה ציבורית, לא תבוצע רכישה שכתוצאה ממנה ייהפך אדם להיות בעל דבוקת שליטה אם אין בחברה בעל דבוקת שליטה, וכן לא תבוצע רכישה שכתוצאה ממנה יעלה שיעור החזקותיו של הרוכש מעל ארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה, אם אין אדם אחר המחזיק למעלה מארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה, אלא בדרך של הצעת רכש לפי הוראות פרק זה (להלן – הצעת רכש מיוחדת)".

52 סעיף 270(5)(א)(2) לחוק.

שליטה ראשונית בחברה ציבורית היא תרחיש המעורר חשש אצל המחוקק. היווצרותה של שליטה בחברה אשר קודם לכן הבעלות בה הייתה בזורה לחלוטין (כאמור, תרחיש פחות שכיח בישראל בימים אלה) עלולה להוביל להתפתחותה של בעיית הנציג האמורה בין בעל השליטה החדש לבין יתר בעלי המניות⁵³. כמיתון מעיקרא של החששות מפני שולט נצלן סובר המחוקק כי יש הצדקה לדרוש אישור של בעלי המניות לשינוי הדרמטי המתקדם בחברה. המחוקק דורש את אישור בעלי המניות ביחס להצעה פרטית כאמור ואף ביחס למיזוג⁵⁴. בנוסף, כל עסקה אחרת של רכישת מניות בחברה ציבורית אשר כתוצאה ממנה יהפוך אדם לבעל דבוקת "שליטה" בחברה⁵⁵ דורשת קיומה של הצעת רכש מיוחדת⁵⁶. הצעת רכש מיוחדת היא פנייה שוויונית לכל יתר בעלי המניות בהצעה לרכישת מניותיהם⁵⁷. כלומר, רכישת המניות שתוביל את המציע לדבוקת שליטה תיבחן על ידי יתר בעלי המניות ורק אם רובם נענה להצעה יזכה המציע להגיע לעמדת ההשפעה המבוקשת⁵⁸. ברם, דווקא עיון בדין המקביל של הצעת רכש מיוחדת מלמד כי אופן האישור הנדרש על ידי החוק להצעה פרטית (וכן למיזוג) היוצרת לראשונה שליטה בחברה הציבורית הוא שונה. כאמור, ההצדקה בהצבעת בעלי מניות ביחס לכל עסקה בנסיבות האמורות היא ההתמודדות מלכתחילה עם בעיית הנציג העלולה להתעורר בין בעל השליטה החדש ליתר בעלי המניות. ההתמודדות העניינית עם בעיה זו בהצעת רכש מתקיימת באמצעות דרישה שלפיה רוב מקרב הנצעים יענה להצעה, כשקבוצת הייחוס לבחינת ההיענות היא קבוצת שאר בעלי המניות, למעט המציע השואף להשגת "דבוקת שליטה"⁵⁹.

בהקשר דנן אם כן, לכאורה היינו מצפים כי בדומה לדין הצעת רכש מיוחדת ידרוש

- 53 אף כי בה בעת יש בהיווצרות השליטה כדי למתן את בעיית הנציג שבין ההנהלה לבעלי המניות הקיימת בחברות בבעלות בזורה. ראו גושן, לעיל הערה 19, בע' 275. יצוין כי עסקה היוצרת לראשונה בעל שליטה בחברה ציבורית עלולה להביא גם לירידת ערך המניות שבידי בעלי מניות המיעוט לאור קיומה של "פרמיית השליטה" המשתקפת בשווי המניות שבידי בעל שליטה. לסקירה השוואתית של גובה פרמיית השליטה ראו: A. Dyck & L. Zingales "Private Benefits of Control: An International Comparison" 59 *J. Fin.* (2004) 537.
- 54 סעיף 320(א)(2)(ב) לחוק. ראו בנוסף בפרק ד.3 להלן.
- 55 להגדרת "דבוקת שליטה", ראו הערה 37 לעיל.
- 56 לפי סעיף 328(א) לחוק, עמדת ההשפעה המצריכה מעורבות של כלל בעלי המניות הקיימים היא אחת משתיים: רכישת מניות המקנות לרוכש "דבוקת שליטה" (קרי: שיעור החזקות של 25%. ראו סעיף 1 לחוק) כשאין בחברה כל בעל דבוקת שליטה אחר, או רכישת מניות המביאות את הרוכש לשיעור החזקות של 45% ומעלה כשאין בחברה כל בעל מניות אחר המחזיק למעלה מ-45%.
- 57 סעיף 331(א) לחוק.
- 58 סעיף 331(ב) לחוק. לבחינה ביקורתית של הסדר הצעת הרכש המיוחדת ראו אצל ז' גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעת רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב (תשס"ב) 381; ש' חנס וע' ידלין "כשלים בהסדר של הצעת רכש מיוחדת: לקחים בעקבות טבילת האש הראשונה של חוק החברות בפרשת גירון" עיוני משפט כז (תשס"ד) 787.
- 59 סעיף 331(ג) לחוק.

המחוקק את אישור ההצעה הפרטית (או המיזוג) שכתוצאה ממנה יהפוך אדם לבעל שליטה בחברה ציבורית על ידי יתר בעלי המניות, למעט המועמד לשליטה. ברם, המחוקק הסתפק בעסקאות אלה בדרישת אישור האסיפה הכללית ברוב פשוט מקרב כלל בעלי המניות. ייתכן כי אף הסתפקות זו ברוב פשוט בנסיבות האמורות היא תוצאה של ייבוא מארצות הברית. אכן, כללי הרישום למסחר בבורסות בארצות הברית דורשים הצבעת אסיפה כללית על כל עסקה שכתוצאה ממנה יהפוך אדם לבעל שליטה בחברה, מבלי לדרוש רוב מיוחס⁶⁰. ברם, בארצות הברית לא נדרש רוב מיוחס, שכן ההתמודדות העיקרית עם בעיית ניגודי העניינים נעשית באמצעות הבקרה השיפוטית המאוחרת⁶¹. כלומר: מוקד הביקורת לבעיית ניגודי העניינים בין בעל שליטה לבין יתר בעלי המניות בארצות הברית, היה באופן מסורתי בית המשפט שדן בתביעות בעלי מניות המיעוט אשר טענו כי העסקה שאליה נחשפו איננה עומדת במבחן "ההגינות המוחלטת" (entire fairness)⁶². כיוון שלא בקרה זו היא מוקד ההגנה על יתר בעלי המניות בישראל, כי אם הצבעתם לבדה, יש לבחון פשר אחר להבחנה בחוק בין הליך אישור הצעת רכש מיוחדת לבין אישור הצעה פרטית או מיזוג שנוצרת לראשונה שליטה במסגרתם. הבחנה זו היא אכן בעייתית. עם זאת, נראה כי שורש ההבדל נעוץ בכך שבהצעת רכש מיוחדת עשוי המציע להיות "בעל שליטה" עובר להצעת הרכש, וממילא להחזיק בכוח השפעה מוגבר כבר בעת בחינת הצעת הרכש, בעוד שבהצעה פרטית ובמיזוג ההגדרה בלשון הסעיף נוגעת לנסיבות שבהן ערב העסקה אין עדיין "בעל שליטה". נבחר דברינו אלה: סעיף 328 לחוק החברות דורש הצעת רכש מיוחדת בחברה ציבורית כאשר אדם רוצה לרכוש דבוקת שליטה. כלומר: כאשר אדם רוצה לחצות את קו ההחזקה ב-25% מכלל זכויות ההצבעה בחברה או יותר. ברם, אדם זה יכול להיות בעל שליטה בחברה עוד קודם לכן. "שליטה" מוגדרת כ"יכולת לכוון את פעילותו של תאגיד"⁶³. יכולת ההכוונה של פעילותו של תאגיד היא שאלה עובדתית. אכן, ייתכנו נסיבות של החזקה מבוזרת במניות חברה, שבהן אדם המחזיק אף בפחות מ-25% יהיה כבר בעל השליטה בה. לפיכך, כשהמחוקק ביקש לקיים הצעת רכש מיוחדת בנסיבות שבהן אדם מבקש להגיע לשיעור החזקות של 25% מכלל זכויות ההצבעה בחברה (קרי: "דבוקת שליטה"), הוא חשש שמא כבר באותה עת מהווה המציע "בעל שליטה", ולפיכך מנע ממנו השתתפות בקבוצת הייחוס של הניצעים, שנדרש בה רוב לאישור הצעת הרכש⁶⁴. לעומת זאת,

60 NYSE, Listed Company Manual § 312.03(d).

61 Z. Goshen "The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality" 91 *Cal. L. Rev.* (2003) 393.

62 ראו לדוגמה *Kahn v. Lynch Communication* 638 A.2d 1110 (Del. Supr. 1994).

63 ראו בשרשור את הוראות סעיפים 268 לחוק החברות, 1 לחוק החברות (הגדרת "שליטה") ו-1 לחוק ניירות ערך (הגדרת "שליטה").

64 פער זה בין הגדרת "שליטה" להגדרת "דבוקת שליטה" מעורר שאלה עקרונית: מדוע מלכתחילה נדרשת הצעת רכש מיוחדת כאשר אדם עומד לחצות את קו עשרים וחמישה האחוזים, אם הוא כבר ממילא "בעל שליטה"? מהו השינוי המהותי אפוא ב-25% שלא היה קיים בחברה זו עוד

מאחר שעובר לעסקה מסוג הצעה פרטית או מיזוג, אין הניצע מחזיק בכוח ההשפעה היתירה של "שליטה", ממילא אין צורך לדרוש את מידורו מן ההצבעה על אודות העסקה שבעקבותיה יהפוך להיות "בעל שליטה".

ד. הגנת בעלי מניות במיזוג חברה ציבורית

הפרק הקודם ניתח את ההשלכות של דילול זכויות הצבעה בחברה ציבורית, מבלי להתמקד בעסקה מסוימת. דין ההצעה הפרטית שנותח בפרק הקודם מהווה הסדר כללי של החוק לפוטנציאל דילול בעלי המניות הקיימים על ידי הצעה אשר איננה פתוחה לציבור כולו. מסתבר כי לצד הסדר כללי זה קבע המחוקק הסדר פרטני להצבעת בעלי מניות בעסקות מיזוג. פרק זה יעמוד על הסדר פרטני זה, תוך שהוא בוחן את ייחודיותה של עסקת המיזוג. בפרק זה נבקש להראות ראשית כי ככל שעסקינן בחברה הקולטת במיזוג, הרי שאין במיזוג ייחודיות מהותית המצדיקה התייחסות שונה לעסקה זו בהשוואה לעסקאות אחרות. בהמשך לטענה זו נבקש להראות כי תיקון מס' 3 הפנים במידה מסוימת עניין זה וצמצם את מעורבותם של בעלי המניות בחברה הקולטת. לאחר מכן נעמוד על קשיים פרשניים ותכליתיים הנובעים מן ההסדר שקבע המחוקק בתיקון מס' 3 ביחס להצבעת בעלי מניות בחברה הקולטת.

1. הייחודיות (הלכאורית) של עסקת מיזוג

ככלל, חוק החברות דורש את אישור האסיפות הכלליות של בעלי המניות בכל אחת מן החברות המתמזגות לשם מתן תוקף משפטי לעסקת מיזוג⁶⁵. הדרישה שלפיה תובאנה עסקות מיזוג לאישור האסיפה הכללית מהווה חריג לעיקרון הקובע כי ניהול עסקיה של החברה מסור בידי הדירקטוריון⁶⁶. מה ההצדקה לחריג זה? במה נתייחדה עסקת המיזוג מיתר העסקות שבהן עשויה חברה להתקשר? חקיקתו של החלק השמיני של חוק החברות שכותרתו היא "רכישת חברות" הושפעה רבות מן הדינים הנוהגים בעניין זה בארצות הברית⁶⁷. המעיין היטב ימצא כי דרישת הצבעת האסיפה הכללית שם

קודם לכן? שאלה זו חורגת ממסגרת רשימה זו. לביקורת כאמור על דין "הצעת רכש מיוחדת", ראו אצל ד' האן "מעורבות בעלי מניות של חברה ציבורית בהנפקת מניות" תאגידים ב (תשס"ה) 97.

65 סעיף 320(א) לחוק. עם זאת, סעיף 320(א) צמצם את הדרישה לאישור העסקה על ידי האסיפה הכללית בחברה הקולטת. ראו על כך להלן, פרק ג.3.א.

66 סעיף 92 לחוק החברות. השוו: Delaware General Corporations Law § 141(a).

67 בהתייחס למודל המוצע לחוק החברות מתייחס פרופסור אוריאל פרוקצ'יה בספרו לשאלה זו בקצרה וקובע בין היתר כי ההכרעה בסוגיית המיזוג אינה דורשת מיומנות טכנית רבה ומשפיעה על עצם אופיו של התאגיד ועל עתידו הקונסטרוקציוני. ראו פרוקצ'יה, לעיל, הערה 13, בע' 571.

נובעת בעיקרה ממהלך היסטורי ולא אנליטי. בעבר הרחוק נחשבו עסקות מיזוג כשינוי יסודי (fundamental) באופי הפעילות של החברה אשר חייב הסכמה פה אחד של בעלי המניות⁶⁸. במהלך השנים התגבשה מגמה של הקלה בדרישות אישור בעלי המניות לעסקות מיזוג, וזאת מתוך הכרה כי דרישות קפדניות יתר על המידה יביאו לטרפודים של שינויים מבניים יעילים⁶⁹.

עם זאת, את הטעמים האפשריים לחריג זה ניתן לסווג לשתי קבוצות, בהתבסס על שני מישורים שבהם פועל המיזוג: המישור ההוני והמישור הנכסי.

א) המישור ההוני

הטעמים המבוססים על פועלו של המיזוג במישור ההוני מתמקדים בהשפעתה הישירה של העסקה על זכויות בעלי המניות ככאלה. עסקת מיזוג עשויה לשנות את מערך הזכויות ההוניות בחברה, דהיינו: החזקת המניות בחברות המתמזגות עוברת שינוי. בחברת היעד⁷⁰, זו שאישיותה המשפטית מתחסלת במסגרת המיזוג⁷¹, מופקעות מניות החברה המתחסלת מידי בעלי המניות. באין חברה פוקעות המניות מאליהן⁷². הצורך באישור האסיפה בנסיבות אלה אינו שנוי במחלוקת. עסקת המיזוג מביאה לסיום השקעתם של בעלי המניות בחברת היעד וקובעת את התמורה שיקבלו בעלי מניות אלה עבור מניותיהם. מאחר שבמיזוג מאבדים בעלי מניות את חירות החלטתם בדבר גורל רכושם האישי, נדרשת הצבעה שלהם לאישור המהלך, גם אם ברמה האישית יוכפף בעל מניה מסוים להחלטת הרוב. יתר על כן, לאור העובדה שהמיזוג יביא לסיום הקשר בין בעלי המניות לבין חברת היעד, אין לצפות כי מנגנוני השוק הרגילים הפועלים לפיקוח על הדיקטוריון או על בעלי השליטה יפעלו להבטחת האינטרס של בעלי מניות חברת היעד בעסקת המיזוג.

אשר לחברה הקולטת, שינוי מערך מניות החברה הוא שאלה עובדתית התלויה בתמורה שאותה תשלם החברה הקולטת במסגרת המיזוג. במיזוגים רבים משולמת

68 ראו: E. J. Weiss "The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective" 56 *N.Y.U. L. Rev.* (1981) 624, 626-629.

69 ראו: Weiss, *ibid* at pp. 629-657; L. L. Dallas "The Control and Conflict of Interest: Voting Systems" 71 *N.C. L. Rev.* (1992) 1, 5-12. כהשלמה למהלך ההיסטורי בדלור, שולב בחוק סעד ההערכה כפיצוי אפשרי לבעל המניה מן המיעוט שהתנגד למיזוג (קרי: שהתנגד להפקעת רכושו הימני). H. Kanda & S. Levmore "The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law" 32 *UCLA L. Rev.* (1985) 429, 434. כלומר, אלה היו מהלכים משפטיים שאפשרו מעבר הדרגתי משליטה מוחלטת של בעל מניה על גורל רכושו למנגנון המכפיף את השקעת בעל המניה בעסקות מסוימות למשטר הרובני של דיני החברות המודרניים.

70 לשם נוחות הדיון אנו מניחים כי המדובר במיזוג ישר, שבו בעלי המניות בחברת היעד הם אלה אשר זכויותיהם במניות פוקעות בשל המיזוג. על אפשרות עריכתו של מיזוג הפוך בישראל, ראו ש' חנס וע' ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט מז (תשס"ד) 104.

71 ראו סעיפים 1 (הגדרת "מיזוג") ו-323 לחוק החברות.

72 מניה היא "אגד של זכויות בחברה הנקבעות כדין ובתקנון". סעיף 1 לחוק החברות.

התמורה במניות חדשות שהחברה הקולטת מנפיקה לבעלי מניות חברת היעד. הטענה היא אפוא שהתמורה המשולמת מדללת את זכויותיהם של בעלי המניות הקיימים בחברה הקולטת.

ב) המישור הנכסי

פועלו של המיזוג במישור הנכסי מתמקד בעיקר בחברה הקולטת ובהשפעת המיזוג על פעילותה ועל היקף נכסיה. בעסקת מיזוג קונה למעשה החברה הקולטת את כלל נכסיה והתחייבויותיה של חברת היעד: במסגרת מיזוג מועברים כל נכסיה והתחייבויותיה של אישיות משפטית אחת (חברת היעד) לבעלותה של אישיות משפטית אחרת (החברה הקולטת). הטענה בהקשר זה היא כי לעסקת המיזוג השפעה מהותית על שווי החברה (הקולטת) ולכן יש להביא עסקה זו לאישור האסיפה הכללית⁷³.

2. ביקורת הייחודיות של מיזוג ביחס לחברה הקולטת

א) המישור ההוני

ראינו כי הצדקת ההצבעה של האסיפות הכלליות לגבי עסקת מיזוג עשויה לנבוע מהשלכות העסקה במישור ההוני. כאמור לעיל, עסקת המיזוג מביאה לידי סיום את השקעתם של בעלי המניות בחברת היעד ודי בטעם זה כדי להצדיק את הצבעתם לגבי העסקה. ברם, ביחס לחברה הקולטת נראה כי המישור ההוני אינו משכנע דיו. אמנם גם כאשר אין שינוי משפטי פורמלי בזכויות הנלוות למניות החברה הקולטת קיים חשש כי המיזוג יביא לפגיעה בבעלי המניות של החברה הקולטת. חשש זה מתעורר בעיקר בנסיבות שבהן התמורה בעסקת המיזוג הינה הנפקת מניות חדשות של החברה הקולטת. ברם, האם די בחשש זה לבדו כדי להצדיק הענקת הגנה לבעלי המניות בנסיבות אלה? ייתכן שיש הצדקה להענקת הגנה כללית לבעלי מניות באמצעות דרישה לאישור האסיפה הכללית, בכל מקרה של הנפקת מניות. אך סיכון הדילול הנלווה להנפקת מניות איננו אינהרנטי לעסקת המיזוג דווקא, אלא נובע מהנפקת מניות החברה הקולטת כאמצעי התשלום למיזוג. במילים אחרות, החשש מפני דילול מתעורר כל אימת שהחברה משתמשת במניותיה לתשלום תמורה עבור נכסים או שירותים, בין בעסקת מיזוג ובין בכל עסקה אחרת. לפיכך, כל עוד בוחר המחוקק שלא להעניק הגנה כללית מפני דילול בדמותה של דרישה גורפת לאישור האסיפה, נראה כי אין הצדקה לאימוץ דרישה מעין זו בהקשר של עסקות מיזוג. אם רוצים להעניק הגנה בהתבסס על שווי נכסי או על הגנה מפני דילול יש להעניק הגנה כזו

73 ראו לדוגמה: R. C. Clark *Corporate Law* (Boston, 1986) 417–418; F. H. Easterbrook & D. R. Fischel, *supra* note 12, at p. 79 (“the vote on the merger can be viewed as a ... vote of confidence on a major decision”).

במנותק מטכניקת הרכישה או מהשאלה האם מדובר ברכישה בכלל. ואכן, בתיקון מס' 3 לחוק פינה שיקול דילול זכויות ההצבעה במישור ההוני בחברה הקולטת את מקומו להשקפה אחרת. עניין זה יבואר להלן בפרק ג.3.

ב) המישור הנכסי

עיון בעסקות רכישה שונות הנערכות במשק מלמד כי לכל עסקת רכישה עשויה להיות השפעה מהותית על היקף הנכסים של החברה הרוכשת. דוגמאות לעסקות שבהן יש לרכישה השפעה כאמור הן רכישתם של כל נכסי החברה או מרביתם או מכירת נכסים אלה, מיזוג משולש ורכישת שליטה בחברה אחרת.⁷⁴ יתרה מכך, גם עסקות אחרות, בהקשר רחב יותר מרכישות שליטה בחברות, עלולות להשפיע השפעה מכרעת על שווי החברה ועל רווחיותה. החלטה של דירקטוריון חברה לרכוש נכס תשתיתי חדש עבור החברה, או לחלופין למכור נכס מרכזי, כמו גם החלטת השקעה מהותית בחברה אחרת, עלולות לפגוע בערך החברה באורח משמעותי. ברם, דיני החברות מותירים החלטות עסקיות אלה לשיקול דעתו של הדירקטוריון ואינם מזכים את האסיפה הכללית בהבעת דעה בנדון. תיאורטית, גישה המבקשת להקנות לבעלי המניות זכות וטו לגבי עסקות בעלות השלכה כלכלית מהותית על פעילות החברה צריכה הייתה להתעלם מהלבוש הפורמלי של העסקה ולאמץ מבחן הנוגע לשווי היחסי של העסקה על רקע שווי השוק של החברה.⁷⁵ שאלת ההצדקה לאימוץ הסדר מסוג זה חורגת מגדר הדין ברשימה זו. לצורך הדיון, חשוב לציין כי המחוקק הישראלי אינו דורש את הסכמת בעלי המניות למכירת הנכסים או לרכישתם על ידי החברה במקרים אחרים.

לפיכך, על מנת להצדיק את הדרישה לאישור האסיפה הכללית בהתבסס על טעמים נכסיים, יש להצביע על סכנה ייחודית הטמונה בעסקת מיזוג לשווי החברה או להיקף נכסיה. לכאורה, ניתן לטעון כי לעסקת מיזוג ישנה ייחודיות אשר איננה מאפיינת עסקות מקבילות, שכן החברה הקולטת מקבלת לידיה לא רק את נכסיה של חברת היעד, אלא גם את התחייבויותיה, ובכך משתנה פרופיל הסיכון שלה מכוח הדין.⁷⁶ אכן, ביטוי לחשש מיוחד זה ניכר בהוראת סעיף 315 לחוק, שלפיה על דירקטוריון חברה מתמזגת לבחון את כושר הפירעון היחסי של החברה העצמאית עובר למיזוג,

74 עסקת מיזוג משולש הינה עסקה שהמיזוג בה מתבצע באמצעות חברות-בנות. בעסקת מיזוג משולש "ישר" מקימה החברה הרוכשת חברת-בת אשר אליה תמזג חברת היעד. בעסקת מיזוג משולש הפוך מקימה החברה הרוכשת חברת-בת, אשר מהווה את חברת היעד המתחללת במיזוג. לתיאור מפורט של טכניקות רכישה אלה, ראו י שטרן, לעיל הערה 15, בע' 462-466.

75 דוגמה לדרישה מעין זו ניתן למצוא בהגדרת "עסקה חריגה" לצורך הפעלת מנגנון אישור עסקות עם בעלי עניין. ראו סעיף 1 לחוק החברות.

76 סעיף 323 לחוק החברות קובע כי כל הנכסים והחייבים של חברת היעד, לרבות חיובים מותנים, עתידיים, ידועים ובלתי ידועים, יועברו ויוקנו לחברה הקולטת. ראו גם הגדרת "מיזוג" בסעיף 1 לחוק החברות.

בהשוואה לכושר הפירעון הצפוי של החברה המאוחדת לאחר אישור המיזוג. ברם, הנמקה זו לייחודיות המיזוג איננה משכנעת בעינינו. דירקטוריון חברה יכול להגדיל את היקף ההתחייבויות של החברה באורח משמעותי באמצעים אחרים ומבלי שיידרש לקבל את אישור האסיפה הכללית תחילה. כך למשל, דירקטוריון החברה הוא המוסמך הבלעדי לקבוע את מסגרת האשראי של החברה ולאשר נטילת הלוואות משמעותיות על ידי החברה.⁷⁷ בדומה, הדירקטוריון יכול לחייב חברה במרבית התחייבויותיה של אישיות משפטית אחרת, קשורה. דוגמה מובהקת לכך היא חתימת דירקטוריון החברה בשם החברה על ערבות להתחייבויותיה של חברה-בת או של חברה-אם. לפיכך, נימוק של נטילת התחייבויותיה של חברת היעד איננו משכנע כבסיס לדרישת הצבעת אסיפה כללית דווקא בעסקת מיזוג.⁷⁸

לסיכום, מהותיות העסקה אינה מהווה הצדקה לדרישת אישור האסיפה הכללית בעסקת מיזוג דווקא. בהיעדר טעמים משכנעים בדבר הסכנה הייחודית הטמונה במיזוג, שיקול העקביות מחייב שלא לדרוש את אישור האסיפה למיזוג מן הטעם הנכסי גרידא.

3. ההסדר הנוהג לפי תיקון מס' 3

(א) צמצום דרישת ההצבעה בחברה הקולטת עובר לתיקון מס' 3 דרש חוק החברות את אישור האסיפה הכללית של שתי החברות המתמזגות בכל מקרה של עסקת מיזוג. תיקון מס' 3 שינה הסדר זה באורח משמעותי. במסגרת התיקון האמור נקבע למעשה כלל חדש שלפיו עסקת מיזוג אינה טעונה אישור האסיפה הכללית של החברה הקולטת⁷⁹, בכפוף לכמה חריגים. ההסדר החדש בא לידי ביטוי בסעיף 320(א) לחוק. סעיף 320(א)(1)(2)(ב), אשר מבוסס על סעיף דומה בחוק החברות של מדינת דלוור בארצות הברית⁸⁰ מבקש להגן על בעלי מניות בחברה קולטת מפני עסקת מיזוג אשר תביא לדילול זכויות ההצבעה שלהם. הסעיף קובע כי עסקת מיזוג אינה טעונה אישור האסיפה הכללית של החברה הקולטת כל עוד:

77 סעיף 92(א)(2) לחוק החברות.

78 יתרה מכך, הצבעת אסיפה כללית על נטילת התחייבויות איננה בהכרח הליך האישור האופטימלי להגדלת התחייבויותיה של החברה, שכן בשל עקרון האחרייות המוגבלת עלולים בעלי המניות, כמו ההנהלה, לגלות גישה חובבת סיכונים תוך החצנה פוטנציאלית אל הנושים. ראו ד' האן "דחית חובות" עתיד להתפרסם במחקרי משפט כג (תשס"ו). ואכן, סיכוני נטילת התחייבויות חברת היעד מווסתים בחוק באמצעות חובת ההתנהגות של דירקטוריון כל חברה מתמזגת לפי סעיף 315, וזכות ההתנגדות של הנושים בבית המשפט לעסקת המיזוג, לפי סעיף 319 לחוק.

79 סעיף 1 לחוק החברות מגדיר את המונח "חברה קולטת" כדלקמן: "חברה שכל נכסיה והתחייבויותיה של חברת היעד עוברים אליה במיזוג".

80 ראו Delaware General Corporations Law § 251(f). השו גם: RMBCA § 6.21(f).

"החברה הקולטת אינה מקצה במסגרת המיזוג למעלה מעשרים אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה, וכתוצאה מההקצאה לא יהפוך אדם לבעל שליטה בחברה הקולטת כהגדרתו בסעיף 268; לענין זה יראו ניירות ערך הניתנים להמרה או למימוש למניות, שאותו אדם מחזיק או שיוקצו לו במסגרת המיזוג, כאילו הומרו או מומשו".

הסעיף קובע שתי חלופות, שבהתקיים אחת מהן תידרש הצבעת אסיפה כללית בחברה הקולטת: (א) מיזוג שבו מוקצים למעלה מ-20% מזכויות ההצבעה בחברה הקולטת; (ב) מיזוג שבו המניות המוקצות אינן מגיעות לכדי 20% מזכויות ההצבעה, אך כתוצאה מההקצאה יהפוך אדם לבעל שליטה בחברה הקולטת. ואולם, לבד משתי נסיבות אלה פוטר הסעיף את עסקת המיזוג מהצבעת האסיפה הכללית של החברה הקולטת⁸¹. כלומר, תיקון מס' 3 זונח את הגישה ההונית המסורתית כהצדקה לדרישת אישור האסיפה הכללית בחברה הקולטת. לשיטת המחוקק בתיקון מס' 3, כמו בכל עסקה אחרת שהחברה מתקשרת בה כך גם במיזוג: עצם דילול זכויות ההצבעה של בעלי המניות בחברה הקולטת כשלעצמו איננו מצדיק את הצבעתם. נדרשות נסיבות מיוחדות אשר להן השלכה יתירה על זכויותיהם של בעלי המניות כתנאי להצבעתם על אישור העסקה. נסיבות אלה עונות לאחד משני החששות העיקריים שעליהם עמדנו בראשית המאמר: החשש מפני דילול מהותי של זכויות ההצבעה של בעלי המניות הפסיביים בחברה ציבורית, או החשש מפני היווצרות בעיית הנציג שבין בעל שליטה (חדש) לבין יתר בעלי המניות.

ב) הקבלה להסדר הכללי של הצעה פרטית

סעיף 320(א) לחוק החברות דוחה את התפיסה המסורתית, שלפיה מיזוג הוא עסקה מיוחדת, בעלת היבטים המחייבים את הצבעת בעלי המניות כתנאי לאישורה. לעומת זאת, קריאה מדוקדקת של סעיף 320(א)(2)(ב) לחוק מלמדת כי המחוקק מבקש לערב את האסיפה הכללית של החברה הקולטת רק בנסיבות התואמות את אחד משני העקרונות שמנינו לעיל ביחס להסדר הכולל שנקבע בדין הצעה פרטית⁸²: כאשר שיעור הדילול מהותי דיו באורח המשנה משמעותית את שיעור זכויות ההצבעה של בעלי המניות הקיימים, או כאשר להקצאה יש השלכות על השליטה בחברה. אכן, סעיף 320(א) דומה בהוראתו לסעיף 270(5) הקובע את דין הצעה פרטית. על פניו נראה כי

81 כמו-כן, סעיף 320(א)(2) דורש הצבעה של האסיפה הכללית בחברה הקולטת אם המיזוג כרוך בשינוי התזכיר או התקנון שלה (ראו סעיף 320(א)(2)(א)), או אם קיים בחברה הקולטת בעל-מניות המחזיק ב-25% או יותר מאמצעי השליטה בחברת-היעד (ראו סעיף 320(א)(2)(ג)). עם זאת, בכחב העיקרי התיחסנו בלעדית לעסקות מיזוג שבהן לא מתקיימת אף אחת מנסיבות אלה וכל השאלה סבה סביב השפעת המיזוג על דילול בעלי-המניות הקיימים בחברה הקולטת.

82 ראו לעיל פרק 2.ג.

ביחס לחברה הקולטת מהווה סעיף 320(א1) מקרה פרטי של הדין הכללי של הצעה פרטית. ברם, בחינה משווה של שתי ההוראות חושפת פער כלשהו ביניהן. כזכור, דין הצעה פרטית קובע כי הצעה כאמור תדרוש הצבעה של בעלי המניות כתנאי לאישורה בהתקיים שלושה תנאים מצטברים: (א) הניצע הוא בעל מניה מהותי בחברה, או יהפוך להיות כזה בעקבות ההצעה הפרטית, (ב) המניות המוקצות בהצעה ידללו את זכויות ההצבעה הקיימות בחברה ערב ההקצאה ב-20% או יותר, ו-(ג) התמורה המשולמת כנגד המניות המוקצות איננה במזומנים או בניירות ערך נסחרים⁸³. מבין שלושה תנאים מצטברים אלה, מופיע בסעיף 320(א2)(ב) רק התנאי שהתמורה המשולמת במיזוג תדלל את זכויות ההצבעה הקיימות בחברה הקולטת ב-20% או יותר⁸⁴. ברם, לאמיתו של דבר אף התנאי השלישי שלפיו התמורה המשולמת כנגד המניות איננה במזומנים או בניירות ערך סחירים, מתקיים מאליו ביחס לחברה הקולטת. החברה הקולטת מקצה במיזוג מניות חדשות שלה כנגד רכישת כל נכסיה של חברת היעד ושל התחייבויותיה. על פי רוב, כלל הנכסים וההתחייבויות של חברת היעד אינם אך כסף מזומן וניירות ערך סחירים המוחזקים על ידה. הנכסים כוללים בדרך כלל מקרקעין, ציוד קבוע, מלאי עסקי, חובות לקוחות, מוניטין ועוד. אף ההתחייבויות של חברת היעד אינן מזומנים או ניירות ערך סחירים. ממילא נמצאת למד כי כנגד המניות שהיא מקצה מקבלת לידיה החברה הקולטת תמורה שאיננה כסף מזומן או ניירות ערך סחירים. אם כן, בשתיים משלוש הנסיבות המצטברות שנקבעו בדין הצעה פרטית כתנאי להצבעת בעלי המניות לאישור הקצאת המניות החדשה, מקבילים דין הצעה פרטית ודין אישור מיזוג בחברה הקולטת במלואם. עם זאת, לא ברור לנו פשר חוסר ההקבלה ביחס לנסיבה השלישית. כאמור, בהצעה פרטית דורש המחוקק את הצבעת בעלי המניות רק בתנאי נוסף שבו הניצע הוא בעל מניה מהותי או שיהפוך לכזה בעקבות ההקצאה. לעומת זאת, במיזוג אין כל סייג כאמור בסעיף 320(א2)(ב). עולה אפוא כי מיזוג טעון אישור האסיפה הכללית של החברה הקולטת אף אם אין כל בעל מניה מהותי בחברה הקולטת ולא ייווצר אחד כזה בעקבות המיזוג. ביקרנו לעיל את עצם עיגון המבחן של בעל מניה מהותי (החזקה של 5% בחוק החברות⁸⁵). ברם, לשיטת המחוקק, הסבור כי למבחן כזה יש משקל סגולי כלשהו, יש להקשות: מה פשר חוסר העקביות בין דין הצעה פרטית, שבה מבחן "בעל מניה מהותי" נדרש כתנאי להצבעת בעלי המניות, לבין דין מיזוג בחברה קולטת, שבה ויתר המחוקק על המבחן האמור?

83 סעיף 270(5)(א1) לחוק. לניתוח סעיף זה, ראו לעיל פרק ג.3.

84 השאלה הפרשנית האם חישוב הדילול מתייחס לזכויות ההצבעה הקיימות בחברה ערב המיזוג או בעקבותיו תידון להלן בפרק ד.4.א.

85 ראו לעיל, פרק ג.4.ב.

4. קשיים פרשניים בהסדר הקיים

לצד הקבלת דין המיזוג לדין הצעה פרטית, מעלה קריאה של סעיף 320(א) לחוק שני ספקות פרשניים באשר להיקף תחולתו. קשיים אלה עוסקים במועד חישוב הדילול ובאופן ההתייחסות לניירות ערך המירים במסגרת חישובי הדילול. על קשיים אלה נעמוד להלן כסדרם.

(א) מועד חישוב הדילול

סעיף 320(א) דורש הצבעה של האסיפה הכללית בחברה הקולטת אם כתוצאה מן המיזוג ידוללו זכויות ההצבעה של בעלי המניות הקיימים בשיעור של 20% או יותר. ברם, הסעיף אינו מבהיר האם זכויות ההצבעה המוקצות במיזוג מהוות 20% מזכויות ההצבעה בהתייחס לסך זכויות ההצבעה בחברה הקולטת לפני המיזוג או לאחריו. לשם השוואה, בסעיף 270(5) לחוק החברות, העוסק בהצעה פרטית של מניות בחברה ציבורית, נקבע מפורשות כי חישוב אחוזי ההצבעה המונפקים יתבצע ביחס לסך זכויות ההצבעה לפני ההנפקה⁸⁶. מטעמי אחידות אנו סבורים כי יש לפרש את שני הסעיפים באורח דומה. לפיכך, ראוי כי גם את הוראת סעיף 320(א) נפרש ממחשבת דילול של 20% ביחס לזכויות ההצבעה הקיימות עובר לאישור עסקת המיזוג.

(ב) הכללת ניירות ערך המירים

קושי פרשני נוסף באשר לחישוב הדילול הנזכר בסעיף 320(א)(2)(ב) לחוק מתעורר כאשר לאופן חישוב אחוזי ההקצאה כאשר לחברה יש ניירות ערך המירים. הסיפה של הסעיף קובעת כדלקמן:

"לענין זה יראו ניירות ערך הניתנים להמרה או למימוש למניות, שאותו אדם מחזיק או שיוקצו לו במסגרת המיזוג, כאילו הומרו או מומשו".

החוק קובע לכאורה שיטת חישוב המבוססת על הנחה של דילול מלא, דהיינו: הנחה שלפיה כל ניירות הערך הניתנים להמרה אכן הומרו למניות. יחד עם זאת מותרת לשון הסעיף כמה שאלות ללא מענה. ראשית, לא ברור מתי תופעל הנחת הדילול המלא. כזכור, הסעיף דורש את אישור האסיפה ביחס לשני מקרים של הקצאת מניות במיזוג. הנחת הדילול חלה ללא ספק לצורך חישוב היקף החזקותיו של בעל מניות על מנת לקבוע האם הפך לבעל שליטה בעקבות המיזוג. לעומת זאת, לא ברור האם יש להביא

86 ראו גם הגדרת "הצעה פרטית חריגה" בתקנה 1 לתקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), תש"ס-2000. גם בארצות הברית (דלוור) נעשה חישוב הדילול לפי בחינת אחוזי ההצבעה בהשוואה לסך המניות המונפקות ערב העסקה. ראו Delaware General Corporations Law § 251(f).

בחשבון ניירות ערך המירים גם לעניין הקביעה האם המניות המוקצות מהוות למעלה מ-20% מזכויות ההצבעה. הספק נובע מהשימוש שעושה הסעיף בביטוי "שאותו אדם". לכאורה ניתן לטעון כי קריאת הסעיף כפשוטו מלמדת שיש להביא בחשבון ניירות ערך המירים רק לצורך הקביעה האם אדם מסוים הפך לבעל שליטה כתוצאה מהנפקת המניות במיזוג. מנגד, ספק אם יש הצדקה עניינית להתחשבות בניירות ערך המירים רק במקרה של הקצאה אשר כתוצאה ממנה נוצר בעל שליטה חדש.

בנוסף לכך, קריאה דווקנית של הסעיף מלמדת לכאורה כי לצורך הקביעה אם האדם שהוקצו לו המניות הפך לבעל שליטה, יובאו בחשבון ניירות הערך ההמירים המוחזקים בידי אדם זה בלבד (דהיינו: הנחת הדילול תחול רק לגבי ניירות הערך ההמירים המוחזקים בידי האדם אשר לגביו יש לבדוק האם הפך לבעל שליטה כתוצאה מן ההקצאה). לעומת זאת, לשון הסעיף ("אותו אדם") מלמדת כי לכאורה לא יובאו בחשבון ניירות ערך המירים המוחזקים בידי אחרים. מחד גיסא, ההיגיון הכלכלי מחייב להחיל את הנחת הדילול על כלל ניירות הערך של החברה⁸⁷. מאידך גיסא, ניתן לטעון שמטרת המחוקק בסעיף זה הייתה להחמיר לעניין חישוב ההחזקות רק עם אותו אדם אשר ייתכן כי יהפוך לבעל שליטה בעקבות המיזוג. פרשנות מחמירה זו מאפשרת להתמודד עם נסיבות שבהן יהיה משתלם רק לאותו בעל מניות אשר "מתנדנד" על סף השליטה לממש ניירות ערך המירים הנמצאים "מחוץ לכסף", וזאת על מנת להעלות את שיעור השליטה שלו בחברה.

לבסוף, נציין כי המחוקק אינו קובע עמדה מפורשת בדבר אפשרות החלת הסעיף על סיטואציה של שרשרת עסקות מיזוג שבהן מונפקות זכויות הצבעה ואשר תוצאתן המצטברת היא יצירת בעל שליטה או הקצאה של למעלה מ-20% מזכויות ההצבעה. גם בהקשר זה, גדר הספק נובע במידה רבה מההתייחסות המפורשת למצב דברים זה בסעיף 270(5), העוסק בהצעה פרטית מהותית. כמו כן, אין התייחסות לשאלה האם העברת מניות רדומות המוחזקות בידי החברה הקולטת מהווה "הקצאה" כמשמעותה בסעיף⁸⁸.

5. קשיים תכליתיים בהסדר הקיים לפי תיקון מס' 3

תיקון מס' 3 עדכן את התפיסה על אודות דרישת ההצבעה של בעלי המניות בחברה הקולטת לאישור מיזוג. תחת דרישה מיושנת ונטולת כל הצדקה, שלפיה בכל עסקת מיזוג נדרשת הצבעה של בעלי המניות, דורש תיקון מס' 3 את הצבעתם רק בנסיבות

87 בעיה לשונית דומה מתעוררת בנוגע להגדרת "הצעה פרטית חריגה" בתקנה 1 לתקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), תש"ס-2000, אשר קובעת כי: "יראו ניירות ערך הניתנים להמרה או למימוש למניות שיונפקו לפי ההצעה הפרטית, כאילו הומרו או מומשו".

88 לשם השוואה, הגדרת המונח "הצעה פרטית" בסעיף 1 לחוק החברות כוללת מפורשות גם מכירת מניות אשר החברה רכשה בעבר לפי סעיף 308 לחוק החברות.

אשר בהן יש לדעת המחוקק חשש לדילול מהותי של זכויות ההצבעה של בעלי המניות ובנוסף קיים חשש לדילול השווי הנכסי הכלכלי של השקעתם. לחלופין, דורש תיקון זה את הצבעת בעלי המניות בנסיבות שבהן המיזוג יוצר שליטה ראשונית בחברה הקולטת. אף כי תיקון מס' 3 נוקט גישה ראויה יותר מזו של החוק המקורי, חשובה גישת התיקון לכמה קשיים עיוניים. הקושי המרכזי, שעליו עמדנו לעיל, הינו היעדר הצדקה להתייחסות ייחודית לעסקת המיזוג לצורך הגנת בעלי המניות מפני דילול. פרט לקושי יסודי זה ניתן להצביע על קושי נוסף הנוגע למבחן שמאמץ תיקון מס' 3 למדידת דילול זכויות ההצבעה מהותי (מבחן 20 האחוזים). בעניין זה מקבילה הביקורת שלנו על הוראת סעיף 320(א) לחוק לביקורת לעיל לגבי הוראת סעיפים 270(5)(א) ו-274 לחוק ביחס להצבעת בעלי מניות לאישור הצעה פרטית⁸⁹. כל האמור שם ביחס להצעה פרטית יפה אף כאן ביחס להוראת החוק הדורשת אישור האסיפה הכללית בחברה קולטת במיזוג.

ה. הגנת בעלי מניות במיזוג חברה פרטית

עד כה דנה הרשימה בדילול זכויות ההצבעה של בעלי מניות בעסקאות שונות, בין בהצעה פרטית ובין במיזוג. ואולם הדיון נסב סביב החברה הציבורית. עם זאת, סעיף 320(א) לחוק דורש הצבעה של האסיפה הכללית גם במיזוג של חברה פרטית. בפרק זה נעסוק בסוגיות הייחודיות הנובעות מדרישה זו.

1. הכלל: היעדר דרישת הצבעה בדילול זכויות ההצבעה

הנפקת מניות הינה אחת מן הדרכים המרכזיות לפגיעה בבעלי מניות מיעוט בחברה פרטית. על כך יעידו מספרם הרב יחסית של פסקי הדין של בית המשפט העליון אשר עוסקים בגבולות ההגנה על בעלי מניות בחברה פרטית מפני פגיעה באמצעות הנפקת מניות⁹⁰. הדין כיום מגן על בעלי המניות בחברה פרטית בכמה דרכים. ראשית, החוק קובע הגנות שיפוטיות בדמות חובות האמון המוטלות על נושאי משרה ועילת הקיפוח, אשר חלות גם על ההחלטה להנפיק מניות. שנית, יכולת הנפקת המניות לפי החלטת הדירקטוריון מוגבלת בשיעור ההון הרשום הקבוע בתקנון החברה. שלישית, סעיף 290(א) לחוק החברות מעניק לכל בעל מניות בחברה פרטית בעלת סוג אחד של

89 ראו לעיל פרק 4.2, א, ג.

90 רוב פסקי הדין מתמקדים בעילה של קיפוח המיעוט (או בעבר עושק המיעוט), ראו לדוגמה עניין גליקמן בע"מ, לעיל הערה 3; ע"א 226/85 שאשא חברה לניירות ערך והשקעות בע"מ נ' בנק "אדנים" למשכנתאות והלוואות בע"מ, פ"ד מב(1) 14. יש לפחות פסק דין אחד אשר בחן את הסוגיה בפרספקטיבה של הפרת חובות האמון של נושאי משרה. ראו ע"א 741/01 קוט נ' עזובן ישעיהו איתן ז"ל, פ"ד נז(4) 171.

מניות את הזכות (כל עוד לא נקבע אחרת בתקנון) להשתתף בכל הנפקת מניות עתידית. לבסוף, בפרקטיקה קיימים מנגנונים רבים, בעיקר בהקשר של השקעות על ידי קרנות הון סיכון, על מנת למנוע דילול של בעלי מניות בחברה פרטית⁹¹. ברם, מכלל הן שומע אתה לאו: ככלל, דיני החברות אינם דורשים הצבעה באסיפה הכללית של חברה פרטית כתנאי מקדים לדילול זכויות הצבעה של בעלי המניות הקיימים. נעמוד עתה בקצרה על שניים ממנגנוני ההגנה האמורים, הגבלת ההון הרשום והסעד למקרה קיפוח. לאחר מכן נבחן את דרישת אישור האסיפה הכללית שקבע המחוקק ביחס לעסקת מיזוג.

(א) חלוקת הסמכויות: מסגרת ההון הרשום

כזכור, מסגרת ההון הרשום קובעת אימתי תאושר הנפקת מניות חדשה בידי הדירקטוריון לבדו, ואימתי תידרש מעורבות האסיפה הכללית. אם ההנפקה החדשה המוצעת תקצה מניות מעבר לגבול ההון הרשום הקבוע בתקנון החברה, תידרש האסיפה הכללית, עובר להנפקה, לאשר שינוי תקנון המגדיל את מסגרת ההון הרשום. הדיון הקלאסי בדבר חלוקת הסמכויות בין בעלי המניות לבין הדירקטוריון מתמקד בדרך כלל בחברות ציבוריות. למיטב ידיעתנו, קיימת ספרות מועטה בלבד העוסקת בשאלת המקרים הראויים להבאה בפני האסיפה הכללית של חברה פרטית⁹². אכן, חלוקת הסמכויות חשובה בעיקר בחברות הציבוריות, שבהן יש הפרדה אישית ברורה בין הדמויות האנושיות המכהנות בדירקטוריון לבין בעלי המניות. האחרונים הם דמויות המשקיעות בחברה אך שומרות על פסיביות ועל ניתוק מניהולה המעשי. לצורך הדיון אפוא ניתן להניח כי בין בחברה ציבורית ובין בחברה פרטית דרישת ההצבעה באסיפה הכללית הגיונית רק כאשר מדובר בעסקות שיש להן השלכה משמעותית על מערכת היחסים בין בעלי המניות ככאלה (כגון בעלי המניות בחברת היעד בעסקת מיזוג, פירוק החברה או שינוי תקנון).

(ב) הגנה שיפוטית: סעד למקרה קיפוח

עילה מרכזית שעליה יכולים להסתמך בעלי מניות בחברה פרטית המבקשים לתקוף הנפקה של מניות חדשות הינה עילת קיפוח המיעוט, המעוגנת כיום בסעיף 191 לחוק החברות⁹³. אולם מהפסיקה העוסקת בנושא עולה כי בעלי המניות יישמעו בטענה זו רק

91 ראו למשל: D. G. Smith "The Venture Capital Company: A Contractarian Rebuttal to the Political Theory of American Corporate Finance?" 65 *Tenn. L. Rev.* (1997) 79, 125–126;

M. A. Utset "Reciprocal Fairness, Strategic Behavior & Venture Survival: A Theory of Venture Capital-Financed Firms" [2002] *Wis. L. Rev.* 45, 67

92 להתייחסות להיבטים פרוצדורליים הנוגעים להצבעת בעלי המניות של חברה פרטית, ראו פרוקצ'יה, לעיל הערה 13, בע' 528–533. לדיון כללי בסוגיות הייחודיות לחברות פרטיות, ראו Easterbrook & Fischel, *supra* note 12, ch. 9.

93 לסקירה של התפתחותה של עילת הקיפוח לפני חקיקת חוק החברות, ראו צ' כהן "הסעד למקרה קיפוח — מהותו והיקף תחולתו" מחקרי משפט ה (תשמ"ז) 28. לבחינה עיונית של עילת

כאשר הנפקת המניות מביאה לדילול שווי נכסי-כלכלי של המניות⁹⁴. הנפקת מניות אשר מביאה להקטנת כוח ההצבעה גרידא של בעלי מניות אינה נחשבת לפגיעה המצדיקה את התערבות בית המשפט. כפי שנראה להלן, מתייחס סעיף 320(א) לדילול במישור זכויות ההצבעה בלבד. ככזה, הוא איננו תואם את הגישה הכללית העולה מן הפסיקה העוסקת בנושא.

2. דרישת ההצבעה בחברה קולטת במיזוג: ייחודיות תמוהה

א) רגישות לדילול זכויות הצבעה

כפי שראינו בפרק 3.ג לעיל, בעסקת מיזוג דורש כיום תיקון מס' 3 לחוק את אישור האסיפה הכללית בחברה הקולטת בנסיבות שבהן כרוך המיזוג בדילול זכויות ההצבעה⁹⁵. כלומר: אם התמורה שהחברה הקולטת תשלם לבעלי המניות של חברת היעד איננה במניות החברה הקולטת, לא תידרש כל הצבעה של האסיפה הכללית בחברה הקולטת⁹⁶. ברם, לטעמנו צמצום זה, אף כי רצוי הוא כשלעצמו, איננו פותר את בעיית חוסר העקביות הכללית בחוק. כאמור לעיל, חוק החברות אינו מעמיד לרשות בעלי המניות בחברה פרטית מנגנוני הגנה מפני דילול זכויות ההצבעה שלהם, בין באמצעות דרישה לאישור האסיפה הכללית ובין בדרך אחרת, וזאת כל עוד המניות המונפקות החדשות הן במסגרת ההון הרשום.

חוק החברות אף אינו רואה לנכון להעניק לבעלי המניות בחברה פרטית מעמד בקביעה, האם יהיה לחברה "בעל שליטה" אם לאו. לאור עמדה כללית זו של חוק החברות עולה השאלה מדוע יש להגן על בעלי המניות בחברה פרטית מפני דילול זכויות ההצבעה דווקא בהקשר של עסקות מיזוג. ודוק: החשש מפני פגיעה בבעלי המניות על ידי דילול זכויות ההצבעה שלהם קיים בכל מקום שבו רוכשת החברה נכס או שירותים בתמורה למניות, לרבות בעסקות של רכישת נכסים, רכישת חברות-בנות ואף מיזוג משולש. כאמור לעיל, קשה להצביע על מאפיין ייחודי של עסקת המיזוג אשר מצדיק את ביצור ההגנה המוענקת לבעלי המניות מפני דילול זכויות ההצבעה שלהם דווקא בעסקות מסוג זה.

מעבר לשיקול העקביות בחוק, השאלה אם יש מקום לדרישת אישור בעלי המניות בשל דילול כוח ההצבעה בחברה פרטית מהותית גם מבחינה עניינית. הצדקה לכאורית

הקיפוח, ראו E. B. Rock & M. L. Wachter "Waiting for the Omelet to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression in Close Corporations" 24 *J. Corp. L.* (1999) 913.

94 ע"א 132/81 ג"י. טורס נ' חאייק, פ"ד לח(2) 425; חביב-סגל, לעיל הערה 3, בע' 456-466.

95 ההסדר הקבוע בסעיף 320(א) לחוק ביחס לאישור האסיפה הכללית של חברה קולטת לעסקת מיזוג נסקר לעיל בפרק 3. לפי החוק, הוא ישים בין ביחס לחברה ציבורית ובין ביחס לחברה פרטית.

96 סעיף 320(א) לחוק החברות.

אפשרית לדרישת ההצבעה האמורה הינה פער האינטרסים בין בעלי השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. הצדקה זו מתבססת על החשש כי בעלי הכוח לנווט את ענייניה של החברה הפרטית יעשו שימוש בעסקת המיזוג על מנת לפגוע בזכויות המיעוט. ברם, לטעמנו אין בכוחו של חשש זה להסביר את סעיף 320(א) במתכונתו הנוכחית, וזאת בשל כמה טעמים. ראשית, סביר להניח כי בעלי מניות שליטה המבקשים לפגוע במיעוט ינסו להשיג עסקה אשר תביא לדילול נכסי-כלכלי דווקא⁹⁷. בהנחה כי הרוב מחזיק בזכויות הצבעה המקנות לו שליטה אפקטיבית, קשה לראות מה התועלת שתצמח לו מפגיעה נוספת בכוח ההצבעה של בעלי מניות המיעוט. שנית, גם בהנחה כי עסקת המיזוג מהווה ניסיון מטעם בעלי מניות המחזיקים בשליטה לפגוע במיעוט על ידי דילול זכויות ההצבעה שלו, המנגנון הקבוע בחוק החברות כיום אינו אפקטיבי. החוק אינו דורש כי עסקת המיזוג תאושר על ידי רוב מיוחד באסיפה הכללית⁹⁸. ההסתפקות ברוב רגיל לאישור מיזוג באסיפה הכללית איננה יכולה לשמש הגנה משפטית לזכויותיו של מיעוט החושש מניצולו לרעה. מאחר שההסדר הנוכחי לאישור עסקת מיזוג אינו מעניק זכות הצבעה ייחודית לבעלי מניות המיעוט⁹⁹, לא ניתן להצדיק אותו בהתבסס על החשש לניצול לרעה של כוחו של רוב בעלי המניות תוך פגיעה במיעוט.

ב) רגישות להיווצרות "שליטה"

סעיף 320(א) דורש אישור של האסיפה הכללית להקצאת מניות במסגרת מיזוג אף בנסיבות שבהן אין דילול מהותי, אם כתוצאה מן המיזוג ייווצר לחברה בעל שליטה. אכן, בהקשר של חברה ציבורית נוקט המחוקק הישראלי מאמצים ניכרים על מנת לאפשר לבעלי המניות בחברה להטיל וטו על יצירת בעל שליטה חדש, בין באמצעות הקצאת מניות ובין באמצעות איסוף מניות¹⁰⁰. עם זאת, המחוקק אינו יוצר הסדרים מקבילים לגבי חברה פרטית. לפיכך הסדר ייחודי זה במיזוג לוקה בחוסר עקביות. יתר על כן, מעבר לשיקולי העקביות ספק אם יש הצדקה עניינית להענקת הגנה שכזו בהקשר של חברות פרטיות.

סעיף 320(א) אף מעורר שאלה פרשנית ביחס לדרישת ההצבעה באסיפה הכללית כאשר הנפקת המניות במיזוג יוצרת "בעל שליטה" בחברה פרטית קולטת. לצורך פרשנותו מפנה סעיף 320(א)(2)(ב) להגדרת בעל שליטה בסעיף 268 לחוק. סעיף זה

97 השו, בארצות הברית, *In re Tri-Star Pictures, Inc., Litigation* 634 A.2d 319 (Del. 1992).

98 דרישת רוב מיוחד כאמור קיימת בעסקות מיזוג שבהן מעורב בעל מניה עם בעלות צולבת בשתי החברות. ראו: סעיף 320(ג), (ד) לחוק.

99 יתר על כן, החוק אינו דורש כי בעלי המניות באסיפה הכללית של החברה הקולטת יקיימו אסיפות סוג. הדרישה לקיומן של אסיפות סוג חלה רק על בעלי המניות בחברת היעד. ראו סעיף 320(ב) לחוק החברות.

100 ראו סעיפים 270(5) (הצעה פרטית אשר כתוצאה ממנה נוצר בעל שליטה); 328 (הצעת רכש מיוחדת) לחוק החברות.

מגדיר את המונח "בעל שליטה" לצורך השימוש בו בסעיפים 270(4) ו-275, דהיינו: לצורך עסקות הנערכות בחברה ציבורית בלבד. בצד הקביעה בסעיף 268 לחוק כי מי שמחזיק למעלה מ-25% מזכויות ההצבעה בחברה ייחשב בעל שליטה, מפנה סעיף זה להגדרת המונח "שליטה" בסעיף 1 לחוק ניירות ערך. הגדרה זו קובעת כמבחן ל"שליטה" את "היכולת לכוון את פעילות התאגיד". לאור אימוצה של הגדרת "בעל שליטה" מסעיף 268 ויישומו בעסקת המיזוג כמצוות סעיף 320(א1), קיימת אפשרות עקרונית כי גם בעל מניות אשר מחזיק בפחות מ-25% מזכויות ההצבעה בחברה פרטית ייחשב כבעל שליטה בנסיבות שבהן אין כל בעל מניות אחר בחברה האמורה אשר מחזיק ב-50% ממניותיה או יותר! למותר לציין, כי מבחן השליטה הקבוע בחוק ניירות ערך הינו עמום ופוגע בוודאות.

ספק נוסף מתעורר באשר ליישום הסעיף במקרה שבו קיים הסכם הצבעה בין בעלי המניות. הגדרת המונח "שליטה" בסעיף 268 לחוק החברות מפנה בעקיפין להגדרת "החזקה" בחוק ניירות ערך. הגדרה זו כוללת גם החזקת מניות יחד על ידי שני בעלי מניות או יותר¹⁰¹. הרשות לניירות ערך הביעה עמדתה כי התקשרות בהסכמי הצבעה למינוי דירקטורים עולה כדי החזקה יחד כמשמעה בחוק ניירות ערך¹⁰². ספק בעינינו האם עמדתה הגורפת של הרשות עולה בקנה אחד עם הוראות הדין. אף שאלת תקפותה המשפטית של הפרשנות המוצעת על ידי הרשות לניירות ערך חורגת ממסגרת הדיון במאמר זה. לצורך הדיון דנן נבקש אך לציין כי אם אמנם עמדת הרשות מהווה פרשנות נכונה של הדין, יהיה צורך בבחינת הסכמי הצבעה בין בעלי המניות בחברה פרטית על מנת לקבוע האם יש צורך באישור עסקת המיזוג על ידי האסיפה הכללית של החברה הקולטת.

יודגש, כי אי הבהירות כאן אינה הכרחית. ניתן היה לפתור את מרבית השאלות בהתייחסות חקיקתית מתאימה. קשה להצביע על הצדקה עניינית להשארת סוגיות אלה לפרשנות עתידית של בתי המשפט¹⁰³.

101 המונח "החזקה" מוגדר בסעיף 1 לחוק ניירות ערך ככולל החזקה ביחד עם אחרים. המונח "החזקת ניירות ערך או רכישתם ביחד עם אחרים" מוגדר בסעיף 1 לחוק ניירות ערך כהחזקת ניירות ערך או רכישתם בשיתוף פעולה בין שניים או יותר לפי הסכם, בין בכתב ובין בעל פה.

102 עמדה זו של הרשות הובעה בהקשר של החובה לצאת בהצעת רכש מיוחדת לפי סעיף 328 לחוק החברות. ראו חוזר הרשות לני"ע מיום 24/02/04, "ביצוע הצעת רכש מיוחדת בעקבות חתימה על הסכם הצבעה" (באתר הרשות לניירות ערך <http://www.isa.gov.il>).

103 על השיקולים המנחים לבחירה אופטימלית בין כללים מוגדרים מראש לבין סטנדרטים של התנהגות המקנים שיקול דעת רחב לבתי המשפט, ראו L. Kaplow "Rules Versus Standards: An Economic Analysis" 42 *Duke L.J* (1992) 557.

ו. סיכום

רשימה זו עסקה בשאלת מעורבותם של בעלי מניות בחברה בתהליך אישור הנפקת מניות חדשה על ידי החברה. הנפקת מניות חדשה מדללת את זכויות ההצבעה של בעלי המניות הקיימים, ועלולה לעיתים אף לדלל את שוויין הכלכלי של המניות (כאשר התמורה המשולמת בעד המניות החדשות נמוכה מערכן הכלכלי). בשל חששות אלה קבע המחוקק בתיקון מס' 3 לחוק החברות כי בעסקות מסוימות, בהתקיים נסיבות מסוימות, תדרוש הנפקת מניות חדשה אישור מראש של האסיפה הכללית של החברה. העסקות שבהן ידרש אישור אסיפה כללית כאמור הן:

(א) הצעה פרטית של מניות בחברה ציבורית לבעל מניה מהותי או לניצע שכתוצאה מן ההצעה יהפוך לבעל מניה מהותי, המדללת את זכויות ההצבעה של המניות הקיימות ב-20% או יותר;

(ב) הצעה פרטית של מניות בחברה ציבורית שכתוצאה ממנה יהפוך אדם לבעל שליטה בחברה;

(ג) הצעה פרטית של מניות בחברה ציבורית לבעל שליטה בה;

(ד) הנפקת מניות חדשה על ידי חברה קולטת, בין פרטית ובין ציבורית, בעסקת מיזוג המדללת את זכויות ההצבעה של המניות הקיימות ב-20% או יותר;

(ה) הנפקת מניות חדשה על ידי חברה קולטת, בין פרטית ובין ציבורית, בעסקת מיזוג שכתוצאה ממנה יהפוך אדם לבעל שליטה בחברה.

אף כי תיקון מס' 3 שיפר בהחלט את דין ההצעה הפרטית ואת דין המיזוג בהשוואה להוראות חוק החברות עובר לתיקון, הרי שהוראות התיקון עודן לוקות. רשימה זו ניתחה בביקורתיות את הוראות תיקון מס' 3 לחוק. ביחס לכל אחת מן העסקות האמורות, סקרה הרשימה את הוראות החוק ועמדה על קשיים פרשניים שהן מעוררות. יתרה מזאת, הרשימה הצביעה לא אחת על חוסר עקביות בין הוראות החוק השונות, הן בין אלה שנסקרו לבין עצמן והן בינן לבין הוראות נוספות של חוק החברות, כאשר לעניות דעתנו חוסר עקביות זה הינו נטול כל טעם והצדקה. ברם, מעבר לאמור לעיל, עיקר ביקורתה של רשימתנו היא ביחס לקשיים התכליתיים הגלומים בהוראות תיקון מס' 3. כפי שהראינו, בהוראות תיקון מס' 3 הלך לטעמנו המחוקק לא אחת שבי אחר הוראות הדין האמריקני בסוגיות המקבילות. ואולם הוראות הדין האמריקני נתפרו למידותיהן של חברות ציבוריות בבעלות בזורה. לעומתן החברה הציבורית המצויה בשוק ההון הישראלי היא חברה הנתונה לבעלות מרוכזת של בעל שליטה דומיננטי. חברות אלה מעוררות בעיות משפטיות שונות מאלה המתעוררות ביחס לחברות ציבוריות בבעלות בזורה. לפיכך הוראות תיקון מס' 3 אשר יובאו מארצות הברית בלא לעבור שינוי והתאמה מקומיים טעונות תיקון בהתאם לקווים שהתוונו ברשימה זו, למען יהלמו את מידותיהן של החברות הציבוריות בישראל.