

האוניברסיטה העברית
הפקולטה למשפטים

מיזוגים ורכישות

מועד ג' תשס"ח
פרופסור אסף חמדני

- משך הבחינה : שעתיים.
- ניתן להיעזר בכל חומר עזר.
- ענו על כל השאלות. כתבו בצורה עניינית ובהירה. פרטו את דרך הניתוח בה הגעתם אל התשובה. אם תשובתכם מסתמכת על פרט מסוים (סעיף חוק, תקנה, פס"ד וכו') אנא ציינו זאת במפורש.
- אין לחרוג ממגבלת העמודים המוקצבת לכל שאלה.

בהצלחה!

שאלה 1 (55 נקודות) (שני עמודים)

עמדה בע"מ (להלן: "עמדה") הינה חברה ציבורית בישראל המתמחה בניהול השקעות עבור העשירון העליון, ויש לה חוזים אישיים לניהול השקעות של אלפי לקוחות בארץ ובעולם. 46% ממניות עמדה מוחזקות בידי אפרת, המכהנת גם כמנכ"ל עמדה. בשנים האחרות, החלה עמדה לעסוק גם בביטוח ושירותים פיננסיים מתקדמים, תוך הנפקת אגרות חוב לציבור. בעקבות המשבר העולמי, נקלעה עמדה לקשיים בתשלום הריבית על אגרות החוב, וזאת בעיקר בשל השקעות כושלות במגזר המשכנתאות בארה"ב על ידי חטיבת השירותים הפיננסיים שלה. בתאריך 1.7.08 מודיע נציג מחזיקי אגרות החוב כי אם לא תשולם הריבית בתוך שבועיים, יפנו לבית המשפט בבקשה לצו פירוק. כתוצאה מכך, צונח מחיר המניה בבורסה ל-2 ₪ למניה.

אופק בע"מ (להלן: "אופק") היא חברה ציבורית העוסקת בביטוח. עמדה מחזיקה ב-5% ממניות אופק. אופק לקחה אף היא הלוואות בהיקף נרחב מבנקים גדולים בישראל ובחו"ל על מנת לממן את פעילותה. אופק מגלה עניין ראשוני ברכישה של עמדה, כאשר היא מעוניינת במיוחד בפעילות הביטוח וניהול ההשקעות. בעלי המניות של עמדה (למעט אפרת) זועמים על הקריסה במחיר המניה ולכן צפוי שחלק מהם יתנגד לכל עסקה. כמו כן, קיימת חוסר בהירות לגבי עמדתם של בעלי המניות של אופק.

א. הצדדים מתלבטים בין רכישת פעילות על ידי אופק לבין מיזוג שבו עמדה תהיה חברת היעד ואופק החברה הקולטת, כאשר התמורה תהיה במזומן. מהו מתווה העסקה עליו תמליצו לצדדים. מדוע?

לאחר מו"מ קצר, מחליטים הצדדים בתאריך 10.7.08 על עסקה במתווה הבא:

- בשלב הראשון, תזרים אופק לעמדה סכום של 20 מיליון ₪ לתשלום הריבית על האג"ח. תמורת סכום זה, יוקצו לאופק מניות המשקפות 18% מזכויות ההצבעה בעמדה (ההקצאה מתבצעת במחיר השוק של המניה במועד ההקצאה; לאחר ההקצאה תדולל אפרת ותחזיק בכ-37% מזכויות ההצבעה בעמדה בלבד).

- בשלב השני, יתבצע מיזוג שבו אופק תהיה החברה הקולטת ועמדה חברת היעד; התמורה לבעלי המניות של עמדה תהיה במזומן ותעמוד על 5 ש"ח למניה.
- על מנת להבטיח את אישור המיזוג באסיפה הכללית של עמדה, תחתום אפרת על הסכם שבו היא מתחייבת להצביע בעד העסקה באסיפה הכללית. במידה שהאסיפה הכללית לא תאשר את העסקה, מתחייבת אפרת למכור את כל מניותיה לאופק במחיר של 5 ש"ח למניה.
- ב. האם העסקה המוצעת טעונה את אישור האסיפה הכללית של חברת אופק? מהו הרוב הנדרש, אם בכלל?
- ג. בתאריך 14.7.08, יום לפני פקיעת האולטימאטום של מחזיקי האג"ח, מתכנס דירקטוריון עמדה לדון בעסקה. לאחר דיון של מספר שעות, מגיעים הדירקטורים למסקנה כי אין מנוס מאישור העסקה, וזאת למרות שאין אפשרות במסגרת הזמנים הקיימת לקבל הערכת שווי מבוססת או לנסות ולקבל הצעות מתחרות. אברהם, בעל מניות מהציבור, פונה אליכם בבקשה לחוות דעת לגבי תקפות החלטת הדירקטוריון לאשר את המיזוג. חוו דעתכם.
- ד. לקראת ההצבעה באסיפה הכללית של עמדה, שוקלת הנהלת אופק את האפשרות לרכוש כ- 5% ממניות עמדה באופן עצמאי בבורסה, וזאת על מנת להגביר את הסיכוי כי המיזוג יזכה לתמיכה באסיפה הכללית של עמדה. האם רכישת המניות אכן תסייע לאופק לגבש את התמיכה הנדרשת?

שאלה 2 (2 עמודים ; 45 נקודות)

- בהמשך לשאלה הקודמת, הניחו כי מועד ההצבעה באסיפה הכללית של עמדה נקבע ל-1.10.08. במהלך חודש ספטמבר 2008 חל שיפור ניכר ברווחיות של עמדה. על רקע זה, הדירקטוריון של עמדה מחליט לסגת מן העסקה ולבטל את ההצבעה המתוכננת באסיפה הכללית.
- א. אופק, אשר מחזיקה כעת בכ-20% ממניות עמדה, מעוניינת לחייב את אפרת למכור את מניותיה בהתאם להסכם. אולם, אפרת (אשר, כאמור לעיל, מחזיקה בכ-37% ממניות עמדה) טוענת כי אופק אינה יכולה לרכוש את מניותיה אלא במסגרת הצעת רכש מיוחדת. האם טענת אפרת נכונה? מהו לדעתכם הדין הראוי בנקודה זו?
 - ב. האם תשתנה תשובתכם לסעיף קטן (א) אם במועד כריתת ההסכם (לפני הקצאת המניות לאופק) החזיקה אפרת ב-40% בלבד ממניות עמדה?

62060

**האוניברסיטה העברית
הפקולטה למשפטים**

מיזוגים ורכישות

**מועד א' תשס"ח
פרופסור אסף חמדני**

- משך הבחינה: שעתיים.
- ניתן להיעזר בכל חומר עזר.
- ענו על כל השאלות. כתבו בצורה עניינית ובהירה. פרטו את דרך הניתוח בה הגעתם אל התשובה. אם תשובתכם מסתמכת על פרט מסוים (סעיף חוק, תקנה, פס"ד וכו') אנא ציינו זאת במפורש.
- אין לחרוג ממגבלת העמודים המוקצבת לכל שאלה.

בהצלחה!

שאלה 1 (50 נקודות) (שני עמודים)

גלגלים בע"מ (להלן: **החברה**) הינה חברה ציבורית העוסקת בתחום השכרת הרכב, אשר הוקמה בשנת 1985. דן, המכהן כמנכ"ל החברה, מחזיק במניות המקנות לו 31% מזכויות הצבעה. החברה הנפיקה בעבר גם מניות בכורה ללא זכויות הצבעה, אבל עם זכויות עודפות לקבלת דיבידנד (הניחו כי הדבר עומד בדרישות סעיף 46 לחוק ניירות ערך). חברת אלרן, המתמחה בתחום השכרת הרכב, מחזיקה ב-20% ממניות החברה. שאר המניות מוחזקות בידי הציבור. בין דן לאלרן אין הסכמים כלשהם ולאחרון אין ייצוג בדירקטוריון של גלגלים.

לגלגלים יש מספר חוזי ליסינג רווחיים מאד לטווח ארוך עם מספר משרדי ממשלה. במקביל, תלויות נגד גלגלים מספר תביעות ייצוגיות גדולות בגין הטעיית משקיעים.

בתאריך 1.1.2008 פונה אל דן שלמה, מנכ"ל אלרן, ומתעניין באפשרות לרכישת גלגלים על ידי אלרן.

א. הצדדים יודעים כי קרן ההשקעות תשואה, המחזיקה ב-7% ממניות גלגלים, צפויה להתנגד לעסקה בכל מקרה. גם מחזיקי מניות הבכורה של גלגלים צפויים להתנגד. כמו כן, בעלי המניות של חברת אלרן נתונים בסכסוך מתמשך ולכן קיימת חוסר וודאות לגבי אופן הצבעתם. ביחס לכל אחת מהאפשרויות הבאות, חוו דעתכם בדבר הליכי האישור הנדרשים (מי נדרש לאשר בשני הצדדים ובאיזה רוב). **אין צורך להתייחס לדרישות סעיפים 268-281 לחוק החברות.** (40 נקודות)

1. הצעת רכש מלאה של אלרן עבור כל מניות גלגלים; התמורה תהיה במזומן.

2. מיזוג משולש הפוך: אלרן תקים חברת בת, אשר תתמוזג עם גלגלים. חברת הבת תהיה החברה הקולטת וגלגלים תהיה חברת היעד. המיזוג יתבצע לפי סעיפים 314-327 לחוק החברות והתמורה לבע"י המניות של תהיה במזומן.

3. מיזוג רגיל: אלרן תתמזג עם גלגלים לפי סעיפים 327-314 לחוק החברות, כאשר אלרן תהיה הקולטת וגלגלים היעד. התמורה לבעלי המניות תהיה מניות של אלרן.

ב. הניחו כי אלרן מעוניינת ברכישה על מנת לזכות בחוזי הליסינג, אך חוששת מההשלכות הכספיות במקרה בו בית המשפט יקבל את תובענות הייצוגיות כנגד גלגלים. אלו מתווי כרישה מבין המתוארים לעיל יאפשרו לה ליהנות מן ההכנסה בגין החוזים המיוחלים תוך צמצום החשיפה לתובענות הייצוגיות? (10 נקודות)

שאלה 2 (50 נקודות; שני עמודים)

הניחו כי הצדדים מחליטים על ביצוע העסקה במהלך של מיזוג. דן מנחל מטעם גלגלים את המו"מ על תנאי העסקה. הצדדים מסכימים על מחיר של 20 ₪ למניה (מחיר כולל של 50 מיליון ₪). הסכם המיזוג כולל סעיף המזכה את אלרן בפיצוי בסך 15 מיליון ₪ אם האסיפה הכללית לא תאשר את העסקה. דן חותם על טיוטת ההסכם ומביא אותה לאישור הדירקטוריון. בפני הדירקטוריון מופיע יצחק, מעריך שווי המתמחה בתחום הרכב ואשר מכהן כדירקטור בחברת אלרן. יצחק קובע כי המחיר של 20 ₪ למניה משקף את השווי האמיתי של גלגלים. הדירקטוריון מאשר את העסקה פה אחד.

עם פרסום העסקה, פונים גורמים שונים לדירקטוריון של גלגלים ומתעניינים ברכישת החברה במחיר גבוה יותר מ-20 ₪ למניה. הדירקטורים מתכנסים לדיון חירום, שבו מתברר לדירקטורים לראשונה כי דן לא ניסה לקבל הצעות מתחרות לפני שחתם על ההסכם. הדירקטורים דנים בהצעות השונות. הדירקטורים מגיעים למסקנה כי ההצעה הגבוהה ביותר הינה זו של משה, המוכן לשלם מחיר של 24 ₪ למניה. עם זאת, הם דוחים את הצעת משה משתי סיבות: ראשית, כיוון שסכום הפיצוי עולה על הפרש במחיר בין הצעת אלדן להצעת משה (המחיר הכולל אותו מוכן משה לשלם הוא 60 מיליון ₪); שנית, משה מודיע על כוונתו לערוך פיטורים בהיקף גדול עם רכישת החברה. על רקע זה, מחליט הדירקטוריון פה אחד להמליץ לאסיפה הכללית על המיזוג עם אלרן. האסיפה הכללית מאשרת את המיזוג ברוב הנדרש.

א. אהוד, בעל מניות מהציבור, פונה אליכם בבקשה לחוות דעת בדבר תוקף המיזוג והאפשרות שלו לקבל פיצוי במקרה בו המיזוג ייצא אל הפועל. חוו דעתכם. (40 נקודות)

ב. מהו לדעתכם ההסדר הראוי באשר ליכולת הדירקטוריון לכלול בהסכם המיזוג סעיף המקנה לחברה הרוכשת פיצוי משמעותי במקרה שבעלי המניות לא יאשרו את העסקה? (10 נקודות)