

הקרב על הדירקטוריון

המאבק בין סקופוס לאופטיבייס על השליטה בדירקטוריון סקופוס מזכיר מאבקים אמריקניים על חברות ענק

16:05 ,02/06/2008 פרופ' שרון חנס ופרופ' עמרי ידלין - גלובס

בחול"ל, ובייחוד בארצות-הברית, נפוצה תופעה של השתלטות על חברות נגד רצון ההנהלה והדירקטוריון של חברת המטרה. תופעה זו הציתה את הדמיון של שחקנים בשוק ההון, כמו גם של חוקרים בתחום. שלא כמו בעסקה שגרתית, שבה מתנהל מו"מ שליו בין צדדים שמטרתם משותפת, הרי שהשתלטות עוינת מלווה במאבק בין שני גופים ויותר. כל צד נוקט שלל טקטיקות משפטיות ועסקיות לקידום עמדתו ולסיכול עמדת יריבו, ופעמים רבות יוצאים בעלי המניות נשכרים מהמאבק. לעיתים הרווח נובע מהפרמיה שאותה מציע להם המשתלט, ולעיתים מכך שההנהלה הקיימת נאלצת לשנס מותניים כדי להתגונן ולנקוט צעדים המעלים את ערך החברה, או שהיא מוצאת חלופה אטרקטיבית אחרת להצעת המשתלט.

בדרך-כלל לא נותר לנו, המשפטנים בישראל, אלא להתקנא בפעילות המרתקת שמתרחשת בתחום זה בחול"ל. הבעלות המרוכזת בחברות הציבוריות בישראל, מאפשרת לבעל השליטה לחסום ניסיונות להשתלטות עוינת. מקרים בודדים, כמו השתלטות יצחק תשובה על חברת דלק בסוף שנות ה-90, או ההשתלטות על חברת גירון בתחילת שנות ה-2000, הם חריג, המעיד על הכלל.

מנגד, בחברות ישראליות הנסחרות בארצות-הברית, מבנה השליטה פחות מרוכז, ודומה יותר למבנה הטיפוסי לחברה אמריקנית, שבה הבעלות בחברות מפוזרת מאוד. כך, בעוד שלחברה ישראלית הנסחרת בישראל יש קבוצת שליטה, בהיקף ממוצע של 70%, לחברות ישראליות הנסחרות בחול"ל יש קבוצת שליטה בהיקף ממוצע של 40%. כך שקיים סיכוי גבוה יותר שיתרחשו בהן מאבקי שליטה.

ואכן, בימים אלה מתרחש מאבק שליטה כזה בחברת סקופוס. אמנם המסחר בניירות הארץ שלה מתבצע בארצות-הברית, אך סקופוס היא חברה ישראלית (מאוגדת בישראל), הכפופה לחוק החברות הישראלי, מנהליה וחברי הדירקטוריון שלה ישראלים, וגם חלק ניכר מבעלי מניותיה ישראלים.

הגמוניה בדירקטוריון

המאבק בסקופוס שונה ממאבקי השליטה הבודדים שהיו בישראל. בעוד שהמאבק במקרים הקודמים שהזכרנו (דלק וגירון) נסב על רכישת מניות החברה, הרי שמוקד המאבק כרגע בחברת סקופוס מצוי במינויים לדירקטוריון. על הפרק עומדת בקשת חברת אופטיבייס, בעלת מניות משמעותית של סקופוס, למנות מספר דירקטורים חדשים לחברה. אמנם, לא מדובר בהחלפה כוללת של הדירקטוריון, אך נראה כי ההגמוניה בדירקטוריון תעבור לאופטיבייס אם הצעתה תתקבל.

הניסיון להחליף את הדירקטוריון נתקל בסרבול משפטי המכונה "דירקטוריון מדורג": על-פי התקנון של סקופוס, בכל שנה מתחלפים רק שליש מחברי הדירקטוריון. הוראה תקנונית זו מקשה על מי שמנסה להשתלט עליה. לכן, כדי להחליף את כל חברי הדירקטוריון, מבקשת אופטיבייס מבעלי המניות לשנות את התקנון, כך שכל הדירקטורים יעמדו לבחירה מיידית. שינוי תקנון זה מצריך את הסכמת בעלי מניות המחזיקים יותר מ-75% ממניות החברה.

המאבק מעניין במיוחד כי שני הצדדים (דירקטוריון סקופוס ואופטיבייס) מתקשרים עם בעלי המניות, ומנסים לשכנע אותם במגוון טענות צבעוניות, מבחינת התוכן והסגנון. המאבק מזכיר בזעיר-ענפין מאבקים אמריקניים על חברות ענק, והדבר אינו מפליא, שכן עורכי הדין של הצדדים (עו"ד עידו צמח ממשדק גולדפרב-לוי-ערן, וד"ר שחר הדר ממשדק גרוס-חודק) התחילו את דרכם במשרדים אמריקניים בולטים, שמאבקים כאלו מתנהלים באמצעותם באופן תדיר.

בלב הטיעונים של שני הצדדים מצויה התייחסות לעסקה אחרת, שעומדת ברקע המאבק בין החברות, אשר עוסקות בתחום הווידיאו הדיגיטלי. לפי טענת דירקטוריון סקופוס, אופטיבייס מעוניינת לבצע התקשרות מרחיקת-לכת עם החברה שבמסגרתה תרכוש סקופוס את הפעילות העסקית של אופטיבייס, תמורת הקצאת מניות נרחבת של סקופוס לאופטיבייס. עוד טוענת הנהלת סקופוס, כי בעבר התנהל מו"מ בסוגיה זו בין הנהלת סקופוס לאופטיבייס, אך המגעים כשלו כי דירקטוריון סקופוס לא קיבל את התנאים שהציעה אופטיבייס. לטענת הנהלת סקופוס, מטרת המאבק לשינוי מבנה הדירקטוריון ולמינוי דירקטורים חדשים היא להסיר מהדרך את הדירקטורים המתנגדים לעסקה.

חברת אופטיבייס אינה מכחישה או מאשרת את האפשרות שבעתיד היא תהיה מעוניינת להחיות את העסקה המרכזית שלגביה התנהל מו"מ בעבר. אך לטענתה, גם אם עסקה כזו תתגבש בעתיד במתכונת זו או אחרת, הרי שחוק החברות של ישראל מספק הגנה מתאימה לבעלי מניות החברה. במיוחד, מציינת אופטיבייס כי לאישור העסקה (אם יהיה צורך), תידרש הסכמת שלישי מהמיעוט האובייקטיבי בחברה.

אם אכן עומדת עסקה מעין זו ברקע מאבק ההצבעה על הדירקטוריון, הרי שאופטיבייס דייקה בתיאור המצב המשפטי. עסקה עתידית בין סקופוס לאופטיבייס תצריך אישור כזה של בעלי המניות. אולם, פיצול העסקה לשניים - ראשית, הצבעה על שינוי בדירקטוריון, ושנית, העלאת העסקה לדיון ובסופו של יום לאישור של שלישי מהמיעוט - יקל על אופטיבייס לאשרה. לו הייתה אופטיבייס מודיעה כבר עתה על העסקה המתוכננת ותנאיה, ומבקשת למנות דירקטורים שיודיעו מראש על עמדתם ביחס אליה, הרי שההצבעה על מינויים לדירקטוריון הייתה גם הצבעה על העסקה העומדת על הפרק (זאת אף אם היה נדרש לעסקה אישור פורמאלי נוסף אחר-כך). מהלך מאוחד כזה היה דורש החלטה נוכחית של בעלי המניות באשר לדירקטוריון ברוב של 75% (לרבות המניות המוחזקות בידי אופטיבייס), רוב שעולה על אישור השלישי של המיעוט שיידרש בעתיד.

החלטה מאוחדת כזו, שבה החלפת דירקטורים היא למעשה אישור עסקה, שכיחה בהשתלטויות אמריקניות שבהן המשתלט מעוניין לרכוש את מניות חברת המטרה. כדי להסיר את התנגדות הדירקטוריון, מבקש המשתלט להחליף את חבריו, ובו-זמנית הוא מציע לבעלי המניות לרכוש את מניותיהם, ומודיע להם את המחיר המוצע, כך שההצבעה על החלפת הדירקטורים היא בעצם הצבעה על הרכישה. במקרה של סקופוס, המצב שונה, כי החלפת הדירקטורים (ושינוי מבנה הדירקטוריון) מופרדת מהצבעה אפשרית על העסקה העתידית, שאינה עסקה פשוטה של רכישת מניות.

התוצאות בקרוב

לכאורה, אם כן, לבעלי המניות של סקופוס יעמוד יתרון, לו יתקשו על כך שחברת אופטיבייס תחשוף את הקלפים באשר לעסקה העתידית בטרם יאושרו חילופי הדירקטורים. חשיפה כזו תאפשר להם לשפוט באופן מדויק יותר את היתרונות והחסרונות של החלפת הדירקטוריון, ולמונעה במקרה שבו מרבית בעלי המניות סבורים שהעסקה המוצעת אינה משרתת את האינטרסים שלהם. יתר על כן, הנהלת סקופוס יכולה אף לטעון, שסירובה של אופטיבייס לגלות את פירטי העסקה העתידית מעיד על כך שהיא עצמה יודעת שאילו היתה מגלה את פרטי העסקה היו בעלי המניות של סקופוס דוחים אותה, ועל כן בעל מניות רציונאלי של סקופוס צריך להצביע נגד ההצעה של אופטיבייס. לפי גישה זו, אם אכן ההצבעה מתקיימת בצילה של עסקה עתידית, הרי שאפילו אם אופטיבייס אינה חייבת בחשיפת פרטיה, קיים טעם לפגם בכך שהיא נמנעת מחשיפה כזו.

מצד שני, אופטיבייס עשויה לטעון שחשיפה מוקדמת של העסקה ותנאיה, עלולה להעמידה בחיסרון משמעותי, שכן החשיפה מעניקה לסקופוס מעין אופציה חינם אין כסף. כמו כן, אופטיבייס עשויה לטעון, שגם אם בעלי המניות של סקופוס אינם יודעים מה בדיוק יהיו תנאי העסקה העתידית, הם יודעים כבר היום את הפרוצדורה שעל פיה תתקבל ההכרעה לגבי העסקה.

מכאן, שיש בידי בעלי המניות כלים כדי להחליט אם הם מעדיפים שההכרעה בעסקה המוצעת תוכרע על-ידי חברי הדירקטוריון הנוכחיים, ללא שיתוף בעלי המניות, או שתוכרע על-ידי חברי הדירקטוריון שמציעה אופטיבייס, בתוספת שליש מבעלי המניות של המיעוט. ההחלטה מסורה כעת לבעלי המניות של החברה, ואת תוצאות המאבק המעניין נראה בקרוב.

* הכותבים הם מהפקולטה למשפטים ומרכז פישר לממשל תאגידי ורגולציה של שוק ההון באוניברסיטת תל-אביב.