

הדרך אל האקזיט

הדרך אל האקזיט עוברת דרך מנגנוני העברת מניות. אך מה עושים כשחלק מבעלי המניות אינם מעוניינים למכור את מניותיהם? האם ניתן לכפות אקזיט על מיעוט סרבן? שאלות ותשובות | עו"ד יניב אהרונוביץ

הובלת חברה לעסקת אקזיט היא תהליך מורכב דיו, גם בלי אירועים בלתי צפויים. מהמורות בלתי צפויות במהלך העסקה מתסכלות במיוחד כאשר הן מהסוג שאפשר היה למנוע מראש עם מעט מחשבה תחילה וצפיית הנולה. חלק מהמהמורות הבלתי צפויות נובעות מתכנון לקוי של מנגנוני העברת מניות בחברה. מהן, אם כן, הנקודות שכדאי לתת עליהן את הדעת כבר בשלב עריכת הסכם מייסדים, תקנון חב"ה או צירוף משקיע לחברה?

עסקת אקזיט

ראשית נגדיר מהי עסקת "אקזיט". עסקת אקזיט היא עסקה שמוגדרת ככזאת על-ידי החברה ובעלי מניותיה במסגרת תקנון החברה, או הסכם בעלי המניות. הגדרת האקזיט צריכה להיות מדויקת, ולכלול רק מקרים שמבחינת בעלי מניות החברה מהווים אירועים אמיתיים של "פרידה מהחברה". חשוב לציין שלא דווקא מדובר בעסקאות שבהן נמכרות כלל מניות החברה, או נמכרים כלל נכסיה. גם עסקאות שבמסגרתן נמכרת השליטה בחברה יכולות, בנסיבות מסוימות, להיחשב ל"אקזיטים"; וכך גם עסקאות בהן לא נמכר דבר, אלא ניתן רישיון בלעדי וארוך טווח לשימוש בקניין הרוחני העיקרי של החברה.

מדוע חשוב לוודא שתוקפן של זכויות סירוב והצטרפות, ומגבלות על העברת מניות לא יחולו על עסקאות אקזיט?



זכויות וטו

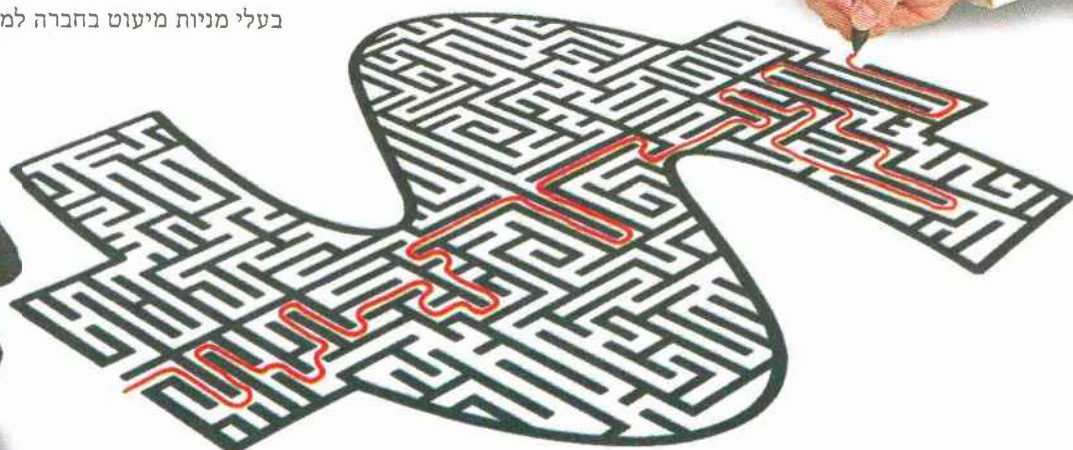
ככלל, גופי השקעה (כגון קרנות הון סיכון) המשקיעים בחברות מבקשים לפקח על קבלת החלטות מהותיות בחברה כדי לשמור על ערך השקעתם ולהבטיח תשואה נאותה. הפיקוח נעשה פעמים רבות באמצעות זכויות "וטו" במסגרת תקנון החברה, ובכלל זה זכות וטו על ההחלטה לבצע עסקת אקזיט. אולם, האינטרס של גופי ההש-

קעה הללו לא תמיד יעלה בקנה אחד עם האינטרסים של קבוצות בעלי מניות אחרות בחברה - המייסדים, משקיעים פרטיים שהשקיעו בחברה בתחילת דרכה, ולפעמים גם גופי השקעה אחרים. למשל, סביר להניח שמייסדי החברה ומשקיעי early stage יסתפקו באקזיט בערכים נמוכים יותר מאשר הערכים שיספקו קרן הון סיכון, שמחוייבת להשיא את ערך השקעתם של משקיעיה. מומלץ להימנע ממתן זכות וטו גורפת על עסקאות אקזיט, ולנסות לגשר עם פערי האינטרסים הללו באמצעות קביעת פרמטרים שבהתקיימם אין תחולה לזכויות הוטו. נהוג לקבוע פרמטרים המתחייבים לתשואה מינימלית למשקיעים ול-סכום מינימלי שיתקבל בפועל בעסקת האקזיט. אם עסקת אקזיט פוטנציאלית עומדת בפרמטרים שהוסכמו, המשקיע אמור לכבד את סיפוקו וזכות הוטו שלו לא תהיה תקפה. כל עסקה שאינה עומדת בפרמטרים הללו, תדרוש את אישורו של המשקיע.

האם ניתן לכפות אקזיט על מיעוט סרבן?

אפשרות אחת היא לפנות למכירה בדרך של מיזוג. במסגרת מיזוג העסקה היא ברמת החברה הנמכרת, ולא ברמת בעלי מניותיה, ולכן (בדרך כלל) לא נדרשת הסכמתו של כל אחד מבעלי המניות בחברה. עם זאת, שיקולים שונים (מסחריים, משפטיים ומיסויים) עשויים להוביל למסקנה שדרך זו אינה כדאית.

כדי להתגבר על מקרים של בעלי מניות סרבנים, קיים מנגנון "מכירה כפויה" (bring along או drag along), שבאמצעותו יכולים בעלי מניות המעוניינים למכור את מניותיהם והמהווים רוב משמעותי בחברה לכפות על בעלי מניות מיעוט למכור את מניותיהם. סעיף 341 לחוק החברות מהווה מנגנון מכירה כפויה סטטוטורי. לפי סעיף זה, אפשר לכפות על בעלי מניות מיעוט בחברה למכור את מניותיהם



אם "בעלי מניות שבבעלותם 80% מן המניות העומדות להעברה הסכימו בתוך חודשיים" להצעה לרכוש את כל מניות החברה. אך נוסחו של סעיף 341 לחוק החברות מעורר מספר קשיים. למשל, אם מניותיה של חברה מחולקות לסוגים, האם נדרש שבעלי מניות שבבעלותם 80% מכל סוג מניות יסכימו להצעת הרכש? לא ברור. כמו כן, לוחות הזמנים הקבועים בסעיף הם לוחות זמנים שלא מתאימים לקצב העסקאות הנעשות היום בשוק.

מסיבות אלה ואחרות, רוב החברות בוחרות לקבוע בתקנוניהן הוראות מכירה כפויה שסוטות מהוראות סעיף 341, לרבות לעניין שיעור ההחזקת הנדרש כדי לכפות מכירה, והצורך ברוב מתוך כל סוג של מניות (חשוב לקבוע כמפורש שהוראות התקנון בעניין זה גוברות על הוראות סעיף 341).

"דרך הצטרפות נמוך יותר מקל על עסקאות אקזיט, שכן נדרש רוב קטן יותר כדי לכפות על יתר בעלי המניות מכירה"

רף הצטרפות נמוך יותר מקל על עסקאות אקזיט, שכן נדרש רוב קטן יותר כדי לכפות על יתר בעלי המניות מכירה. גם כאן - כמו בעניין זכויות הוטו - עשויים להיווצר התנגשויות אינטרסים בין בעלי מניות מסוגים שונים, או המחזיקים שיעור רים שונים ממניות החברה; וגם כאן - כמו בעניין זכויות הוטו - פתרון מקובל להתנגשות הוא קביעה, בצד רף שיעור ההחזקות, של פרמטרים כלכליים שרק בהתקיימם אפשר יהיה לכפות מכירת מניות.

הקפדה על התייחסות לנושאים שנסקרו לעיל כבר בשלב ניסוח הסכם המייסדים של החברה או תקנונה, או בשלב גיוס כספים ממשקיעים, יכולה לחסוך עצבים, תסכול ומפח נפש גדול בבוא האקזיט המיוחל.

הכותב הוא שותף במחלקת מיזוגים ורכישות במשרד עו"ד תדמור ושות' פרופי יובל לוי ושות'. המידע המופיע במאמר זה אינו מהווה יעוץ משפטי מכל סוג שהוא או המלצה בנוגע לעניינים משפטיים. מומלץ לפנות אל עורך דין על מנת לקבל יעוץ משפטי פרטני