

הגנת בעלי-המניות במיזוג חברות*

מאת

ידידיה צ' שטרן**

א. הקדמה. ב. מסגרת הדיון; 1. רכישת חברה בדרך של מיזוג; (א) הדין בארצות-הברית; (ב) הדין המצוי בישראל; (ג) הצעות לדרך רצוי; 2. הגנת בעלי-המניות במיזוג – הדין המצוי; (א) הדין בארצות-הברית; (ב) אנלוגיה מדין מצוי בישראל. ג. המיזוג כמקור סיכון לבעלי-המניות; 1. המיזוג כמקור סיכון למיעוט; (א) גונוי של מיזוג-חילוט; (ב) הסיכון המשותף לכל מצבי מיזוג-חילוט; (ג) הסיכון המיוחד לכל מצב של מיזוג-חילוט; 2. המיזוג כמקור סיכון לכל בעלי-המניות; (א) מיזוג ביחמת מנהלי-המטרה; (ב) מיזוג ביוזמת אנשי-חוק. ד. הגנת בעלי-המניות – כשלון האמצעים המקובלים; 1. חובת האמון של המנהלים; 2. אישור בעלי-המניות; 3. שוק השליטה בחברות; (א) פיקוח על-ידי התחרות בשוק; (ב) כשלון הפיקוח – הפגיעה בתחרותיות; (ג) כשלון הפיקוח – סופיות העסקה. ה. אישור המיזוג והגנת בעלי-המניות; 1. סעד ההערכה המסורתית; 2. סעד ההערכה המוצע – הזכות למחיר הוגן; 3. הסעד המוצע כגורם מפקח; (א) מיזוג המהווה מקור סכנה למיעוט; (ב) מיזוג ביחמת מנהלי-המטרה; (ג) מיזוג ביוזמת אנשי-חוק; 4. שאלות שהסעד המוצע מעורר; (א) בעיות כלליות של סעד ההערכה; (ב) דרך קביעת ה"ערך ההוגן"; (ג) תביעות-סרק וסחטנות; (ד) פשרה; (ה) אופרטוניזם של בעלי-המניות; (ו) שנאת הסיכון של המנהלים; (ז) חלוקת רווחי המיזוג; 5. יעילותו היחסית של הסעד המוצע; (א) השוואה עם הסעד המסורתי; (ב) השוואה עם הפיקוח המבני; (ג) השוואה עם הפיקוח השיפוטי. ו. דחיית המיזוג והגנת בעלי-המניות; 1. כשלון מנגנוני-ההגנה; 2. העברת ההכרעה לבעלי-המניות; 3. פיקוח על-ידי רכישת בדרך חלופית; (א) הצעת רכש; (ב) אי-מעורבות ההנהלה. ז. סיכום.

* מאמר זה נכתב במהלך שהותי כ-Visiting Scholar ב-Harvard Law School. תודתי שלוחה למארחי שם על קבלת-הפנים ועל הקצאת-המשאבים, ולחברי מערכת "משפטים", ובמיוחד לעורכת ליאורה בילסקי, על הצרותיהם המועילות.

** מרצה לדיני-חברות, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בראילן, רמת-גן.

א. הקדמה

הטכניקה המשפטית של מיזוג חברות היא הדרך הבסיסית והנפוצה לרכישת חברות במשפט המשווה. במסגרתה מתבצעת פעולה משפטית ייחודית שבה החברה הרוכשת קונה את כל מניות החברה הנרכשת ובתמורה מעבירה לבעלי-המניות של החברה הנרכשת ערך מוסכם. עם השלמת העסקה, החברה הנרכשת מפסיקה להתקיים מבחינה משפטית והחברה הרוכשת מקבלת על עצמה את כל הזיקות המשפטיות של החברה המתאינת. אף שהצדדים לעסקה הם החברות עצמן, הקובעות ביניהן את תנאי המיזוג ומקבלות את ההחלטה להתמזג על-ידי אורגניהן המוסמכים, הרכוש המועבר בעסקה איננו רכוש החברה הנרכשת אלא רכוש הפרטי של בעלי-מניותיה.

להבנת הסיטואציה שבה נמצאים בעלי-המניות בחברה הנרכשת בעת העלאתה של הצעת מיזוג יש חשיבות מרובה, והיא הנושא המרכזי של מאמר זה. הצעת המיזוג מהווה פרשת-דרכים דרמטית בחייהם של החברה הנרכשת ושל המשקיעים בה הן בגלל מהותה העסקית – מכירת הבעלות המלאה בחברה והעברת תוכניה הכלכליים לחברה אחרת; הן בגלל צורתה ותוצאתה המשפטית – הסכם חוזי המחייב את בעלי-המניות למכור את רכושם לקונה מסוים במחיר אחיד ובזמן נתון ואשר בעקבותיו מתבטלת האישיות המשפטית של החברה הנרכשת. בעלי-המניות בחברה הנרכשת ניצבים מול סכנה כפולה: במקרה של קבלת הצעת המיזוג על-ידי אורגני החברה הנרכשת מוטלת על בעלי-המניות חובה חוקית לפעול לפי תנאי הסכם-המיזוג שלו התחייבה החברה, אף שהם, בכשירותם כבעלי-מניות, אינם צודדים לו. כל משקיע נאלץ לספוג את ההשלכות הכלכליות המשמעותיות העולות מהפסקת ההשקעה הנכפית עליו אף אם הוא, לאור שיקול-דעתו המסחרי המורה לו שלא למכור את המניות במחיר ובמועד הקבועים בהסכם-המיזוג, הצביע במסגרת אורגני החברה נגד המיזוג, וההחלטה להיעתר להצעת המיזוג נתקבלה בניגוד לדעתו. במקרה ההפוך, שבו נדחתה הצעת המיזוג על-ידי אורגני החברה הנרכשת, נמנעת מבעלי-המניות ההזדמנות העסקית לממש את רכושם במחיר המוצע במיזוג בלא שישותפו בהכרעה, ואולי אף בניגוד לרצונם; שכן, כפי שנראה להלן¹, האורגן המוסמך לדחות את ההצעה הוא דירקטוריון החברה.

המניע המרכזי להשקעתם של בעלי-מניות בחברה הוא תקוותם להשאת ההחזר על השקעתם. מכירת מניותיהם, בדרך של מיזוג או בכל טכניקה אחרת, היא מאורע מרכזי בחייהם כחברים בחברה, כיוון שהיא רגע-האמת שבו הרווחים שצברו במהלך כל תקופת השקעתם בחברה, למעט הדיבידנדים שחולקו להם, הופכים מרווחי-נייר תיאורטיים למציאות, ומאגר זכויות משפטיות – לתמורה כלכלית ממשית. מרכזיות העסקה של מכירת מניות יכולה להיות מוסברת על-ידי בחינתה יחסית למאורעות אחרים כחיי החברה המטופלים על-ידי חוקי החברות. הברית התיכון של הנושאים שבהם עוסק כל קוד חברות מודרני הוא ההגנה על רכוש

1 ראה להלן, סעיף 1.1(א).

המשקיעים בחברה מפני עיוותים שונים העלולים להקטין את רווחיות ההשקעה בחברות², לפגוע באמון המשקיעים בן ובכך להקטין את בסיס ההון החיוני לתפקודן של חברות. ל"רווחיות ההשקעה" פנים רבות, אולם אין ספק שהחשוב שבהם הוא הערך הסופי שבעלי-המניה מקבל עם מכירתה. לפיכך, מערכת תחקית המזניחה את הגנת בעלי-המניות ברגע המכריע של העלאת ההצעה לרכישת החברה בדרך של מיזוג, משולה לעיר מבוצרת המניחה את שער המרכזי פרוץ בעת התקפה, באשר הזנחה זו מרוקנת ממשמעות חלק גדול של שאר הסדריה.

בפרק ב.1, כבסיס לדיון, תוצג בקצרה טכניקת המיזוג כהוראתה בארצות-הברית ויתברר, כי לפי הדין הישראלי הנוהג אין דרך – סטטוטורית או הסכמית – לרכישת חברה בטכניקה זו בישראל. המלומדים סוברים, כי שיקולים של יעילות כלכלית מצביעים על כך שיש לחתור להתרת עריכתן של עסקאות-מיזוג בישראל ואף הוצעה הצעה לשינוי החוק ברוח זו³. עקרונית אנו תומכים בקריאה להכללת המיזוג בדיני-החברות המקומיים⁴ ועל רקע זה יתרכז הדיון כאן בשאלה הנגזרת של הגנת בעלי-המניות בחברה הנרכשת בדרך של מיזוג.

פרק ג יבהיר את האיום שהסדרי מיזוג עלולים להציב להשקעתם של בעלי-המניות בחברה הנרכשת (להלן: בעלי-המניות)⁵. בחינת גורמי הסיכון תיעשה תוך הבחנה בין סוגי מיזוג שונים על-פי זהות יוזמיהם. הניתוח המוצע יבהיר, כי המבנה המשפטי של המיזוג והכוחות הכלכליים המעורבים בו מציגים סיכוי גבוה לעיוות ההליך על חשבון בעלי-המניות בחברה הנרכשת⁶.

בפרק ד אסביר מדוע האמצעים המקובלים להגנה על בעלי-המניות לפי דיני-החברות הנוהגים – קרי: חובות ההתנהגות של המנהלים; והדרישה, במקרים מסוימים, להשגת אישורה של האסיפה הכללית – כמו גם פעולתם הספונטנית של כוחות-השוק התחרותיים המפעילים את שוק השליטה, אינם יכולים להקנות במידה מספקת את הסיכון האורב למשקיעים בחברה מתמזגת⁷. לכן אציע בפרק ה

2 כך, למשל, הכללים העוסקים באישיותה המשפטית של החברה, בנושאי המשרה בחברה ובדרכי תפקודם, בחלוקת הסמכויות בין האורגנים בחברה, בהון החברה, בכללי הצבעה, בניגוד אינטרסים, במיכונים להגשת תביעות ובנושאים רבים נוספים נארגו יחדיו למסכת נורמטיבית שמטרתה המרכזית היא הגברת הביטחון העסקי של בעלי-החברה ושמירה על ערך השקעתם בה.

3 ראה א' בבצ'וק ר"א פרוקצ'יה, "רכישת חברות" עיוני משפט יג (1988) 71. ההצעה מופיעה בשינויים קלים גם אצל א' פרוקצ'יה, דיני חברות חדשים לישראל (המכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש הרי סאקר, ג' טרסקי עורך, 1989) פרק 37.

4 להנמקת עמדתנו ראה י' שטרן, "מיזוג חברות בישראל" משפטים כ (1990) 73.

5 קיימים סיכונים גם לבעלי-המניות בחברה הרוכשת, אולם דיון בהם הוא מחוץ למסגרת מאמר זה. לפיכך, כל אזכור סתמי של בעלי-המניות להלן מתייחס לבעלי-המניות בחברה המוכרת.

6 החברה הנרכשת תיקרא להלן גם חברת-המטרה, והחברה הרוכשת תקרא לעתים החברה התוקפת, כדי להדגיש שלמרות האופי ההסכמי של המיזוג אסור לשכוח את השימוש שהחברה הרוכשת יכולה לעשות בו כדי להשתלט על החברה המוכרת בעזרת הנהלתה, תוך עימות עם בעלי-המניות ובניגוד לאינטרס הכלכלי שלהם. להבהרת סיטואציה זו ראה להלן, פרק 2.1.

7 בכך אנו חולקים על בבצ'וק ופרוקצ'יה הסוברים, כי הסדרתו של המיזוג הרגיל בחוק הישראלי איננה מחייבת בדרך-כלל נקיטת אמצעים מיוחדים להגנת בעלי-המניות. יחד עם זאת, גם בבצ'וק ופרוקצ'יה מכירים בצורך להכללת הוראות מיוחדות העוסקות בהגנת בעלי-המניות במקרה של מיזוג המחלט את מניותיו של המיעוט. ראה בבצ'וק ופרוקצ'יה (לעיל, הערה 3), 89-90.

להעניק לבעלי-המניות הסוברים כי התמורה המוצעת להם במיזוג איננה מספקת, את הזכות החוקית להתנתק ממחויבותם להחלטת החברה בדבר תנאי המיזוג ולקיים משא-ומתן נפרד עם החברה הרוכשת על מכירת מניותיהם. שני הצדדים, החברה הרוכשת ובעלי-המניות החולק, יהיו רשאים לפי ההסדר המוצע להעמיד את הוגנות עמדתו של הצד שכנגד למבחן בית-המשפט, אשר לתוצאותיו תהיינה השלכות כלכליות ומשפטיות חשובות. ברם, יעילות הסעד המוצע מוגבלת רק למקרים שבהם אורגני החברה הרוכשת הסכימו להצעת המיזוג ואין הוא יכול להבטיח את זכויותיהם של בעלי-המניות בחברה שמועצת-הדירקטורים שלה מסרבת לקבל הצעת מיזוג הוגנת שהוצעה לה. לכן, פרק ו' יטפל באופן נפרד בשאלת הגנתם של בעלי-המניות בהקשר האמור, תוך ניתוח יחסי-הגומלין בין המיזוג לדרך הרכישה החלופית – הצעת הרכש.

ב. מסגרת הדיון

כבסיס למאמר זה אשרטט תחילה את המסגרת הרחבה שבהקשרה יש לשבח את הדיון וההצעה שיובאו בהמשך. בחלקו הראשון של הפרק אציג באופן כללי את טכניקת המיזוג, ובחלק השני אתמקד בשאלה הספציפית של הגנת בעלי-המניות בחברה הרוכשת במצבים של מיזוג. שני חלקי הפרק יציגו בקליפת-אגוז את הגישות לנושא הנדון בהם בשיטת-המשפט האמריקנית⁸ ובשיטת-המשפט הישראלית.

1. רכישת חברה בדרך של מיזוג

(א) הדין בארצות-הברית

מיזוג חברות הוא טכניקה משפטית ייחודית לקניית נכס מסוים – השליטה המלאה (100%) בחברה הנוכשת. ייחודיותה של הטכניקה, כהוראתה בארצות-הברית, באה לידי ביטוי הן בפרוצדורה לעריכתה הן בתוכניה:
(א) פרוצדורה. התנאי הראשוני וההכרחי לעריכת מיזוג הוא, ששני הצדדים לו – החברה הרוכשת והחברה הנוכשת – יגיעו להסכמה מסחרית בדבר פרטי העסקה⁹.

8 שיטה זו נבחרה כמייצגת של המשפט המשווה כולו בגלל תחכומה היחסי, בגלל הניסיון הרב שנצבר בשימוש בה ובגלל היותה בסיס לחקיקה בארצות מערביות מתועשות אחרות וגם להצעות לדין עתידי בישראל.

9 ההסכמה המסחרית היא תוצאתו של הליך עסקי מורכב המתנהל בדרך-כלל באופן הבא: החברה הרוכשת מזהה את ההזדמנות העסקית הטמונה ברכישת השליטה המלאה בחברה הנוכשת. הנהלת-החברה הרוכשת פותחת במשא-ומתן עם הנהלת-החברה הנוכשת במטרה להגיע להסכם בדבר התנאים לרכישת החברה. במסגרת המשא-ומתן תדרוש החברה הרוכשת גילוי נאותים שונים על עסקי החברה הנוכשת, כגון מאזנים ודו"חות כספיים, חוויים של החברה עם ספקים, לקוחות ועובדים, רשימת לקוחות, גילוי מלא של התחייבויות החברה הנוכשת, הבטוחות שנתנה וקיבלה ושאר נתונים העשויים לעזור לחברה הרוכשת להגיע להערכת שוויה של החברה הנוכשת. על סמך מידע זה והערכת השוק כולו ינסו הצדדים להסכים על תג המחיר שיש להצמיד לחברה הנוכשת. כמרכיב ינסו הצדדים להגיע להסכמה בדבר תנאים אחרים של העסקה כגון סוג התמורה שתשלם החברה הרוכשת (במזומן, במניות החברה הרוכשת או במניות

את ההסכמה המסחרית על הצדדים להליכיש בלבוש משפטי בדמות הסכם-מיזוג בעל תוקף משפטי, המחייב את החברות החתומות עליו. הדין האמריקני סובר, כי עקב חשיבותו הכלכלית המיוחדת של הסכם-המיזוג אין להפקיד את הסמכות לביצועו בידי ההנהלות, אלא נדרש אישור מרובע של ההסכם על-ידי שתי מועצות-המנהלים ושתי האסיפות הכלליות של שתי החברות המעורבות¹⁰. לכל אחד מארבעת גורמים אלו זכות וטו למניעת העסקה. כלל ההכרעה הנדרש על-ידי דיני המדינות השונות לשם אישור המיזוג בתוך האורגנים של החברות איננו זהה, אולם המשותף לכל דיני-החברות הנוהגים בארצות-הברית הוא ההסכמה כי אין לאמץ כלל הכרעה של 100%. במלים אחרות, הפרוצדורה לעריכת מיזוג איננה מעניקה לבעל-המניה, ככזה, את כוח הווטו למניעת העסקה, והמיזוג יכול להתבצע על-אף התנגדותו של חלק מסוים מהמשקיעים בחברה לעריכתו. משהחליטו האורגנים שבסמכותם לכבול את החברה להסכם-המיזוג לאשרו, יש להגיש את ההסכם לרישום אצל הרשויות האחראיות לכך וכדרך זו הוא יקבל תוקף משפטי. אם לצורך קבלתה של הצעת המיזוג גם האסיפה הכללית וגם מועצת הדי-רקטורים של החברה הנרכשת צריכות לאשר את העסקה, הרי שלצורך דחייתה של הצעת המיזוג הדין האמריקני קובע, כי לדירקטוריון החברה הסמכות המלאה ושיקול-הדעת הבלעדי למנוע את התרחשות העסקה¹¹. הדירקטוריון איננו צריך להיוועץ באסיפה הכללית או לקבל את אישורה לדחיית המיזוג ולכן לעתים בעלי-המניות אפילו אינם מודעים להצעות שהוצעו לחברה.

(ב) תוכני המיזוג. אף שדיני המדינות השונות בארצות-הברית נבדלים זה מזה בפרטים של הסדרי המיזוג הנוהגים בהם, ניתן לאפיין את חוקי המיזוג האמריקניים על-ידי הדגשת התכונות הבסיסיות המשותפות הבאות:

מטרת המיזוג זהה תמיד — רכישת המכלול העסקי השלם של החברה הנרכשת. בכך שונה המיזוג משאר דרכי הרכישה של חברות, כיוון שרק הוא מאפשר העברה מלאה של כל הנכסים וכל ההתחייבויות של חברה אחת לידי זולתה. להגדרת מטרתה של העסקה באופן זה משמעות חשובה: הצדדים למיזוג אינם יכולים להגביל את תחולתה של העסקה לגבי נכסים או התחייבויות מסוימים שבבעלות החברה הנרכשת. מאחר שהרכישה היא טוטלית, תוכנו של מאגר הזיקות

של חברה אחרת, בהתחייבויות או בשילוב של סוגי תמורה אלו), מועד עריכת המיזוג, זכויותיהם של גורמים שונים בחברה הנרכשת — כגון מנהלים או נושאי-משרה בכירים אחרים או בעלי אופציות שונות לרכוש או להון החברה — כלפי החברה הרוכשת לאחר השלמת העסקה ועוד.

10 ראה, למשל, Model Business Corporation Act, sec. 11.01, 11.03 (MBCA); N.Y. Bus. Corp. Law, sec. 251, 271; Del. General Corp. Law, sec. 902, 903, 909. במצבים מיוחדים, כמו, למשל, מיזוג בין חברות קשורות או בין חברות מסדר-גודל שונים העומדות בתנאים מסוימים, חוקי המיזוג מגמישים דרישות אלו ומתיירים את המיזוג גם ללא אישור האסיפה הכללית. ראה, למשל, סעיף 11.03(g) ל-MBCA ולהלן, הערות 30 ו-37.

11 חוקי המיזוג המחייבים את הצגתה של הצעת המיזוג לאישור בעלי-המניות מסדירים אך ורק הצעות שאושרו על-ידי המנהלים. ראה, למשל, N.Y. Bus. Corp. Law, sec. 11.02, 11.03; MBCA, sec. 903(a), 909(a); Cal. Corp. Code, sec. 1001(a)(2), 1201.

המשפטיות המועבר בעסקה אינו מותנה בכוונת הצדדים, והוא עשוי לכלול גם זיקות שהצדדים למיזוג לא היו צריכים לגביהן או שרק צד אחד למיזוג היה צר להן. מטרתו העסקית של המיזוג – ההשתלטות על מכלול נכסי החברה הנרכשת – איננה מתבצעת על-ידי העברה ישירה של הנכסים בין הצדדים לעסקה, אלא על-ידי מכירתן של מניות החברה שבבעלותה הנכסים המבוקשים. ברם, אף שהחברה הנרכשת מוכרת במיזוג את מניות החברה המוחזקות בידי בעלי-המניות, אין בעלי-המניות, בכשירותם ככאלה, צד להסכם-המיזוג. ההסכם נערך בין החברות, ואילו בעלי הרכוש הנמכר אינם יכולים להשפיע על תנאיו או להכריע בשאלת קבלתו או דחייתו. ודוק: אמנם, קבלת המיזוג תלויה בהסכמת האסיפה הכללית של בעלי-המניות, אולם מעורבות בעלי-המניות בהחלטת המיזוג באה בכשירותם כאורגן של החברה ולא בכשירותם כבעלי-מניות יחידים. מאחר שהצדדים להסכם-המיזוג הן החברות עצמן, ניתן לקבוע כי ההשתלטות על החברה הנרכשת איננה יכולה להיעשות בניגוד לרצון ממסדה של חברה זו. מנגד, כפי שהוזכר לעיל, מאחר שבעלי-המניות בחברה הנרכשת אינם צד להסכם, נראה שהוא יכול להתבצע למרות התנגדותם של חלק מבעלי-המניות ותוך כפיית תנאיו על אותם בעלי-מניות. עם העברת כל מניות החברה הנרכשת לחברה הרוכשת מתבטלת אישיותה המשפטית העצמאית של החברה הנרכשת, והיא נבלעת בחברה הרוכשת. התמורה עבור המניות מועברת לידי מי שהיו בעלי-המניות בחברה הנרכשת ערב המיזוג, על-פי יחס החזקותיהם במניות אלו.

(ב) הדין המצוי בישראל

הדין הישראלי איננו מכיר טכניקה משפטית בעלת התכונות האמורות המאפיינות את המיזוג. סעיפים 233, 234 ו-236 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983¹² (להלן: הפקודה) מכונים לעתים בעגה המקצועית "סעיפי מיזוג", אולם, כפי שהוכח במקום אחר¹³, בדיקת תוכנם מגלה כי אין הם כוללים את המאפיינים האמורים של המיזוג כהוראתו בדין האמריקני ובמשפט המשווה.

יתירה מזו: לא רק שהחוק הישראלי איננו קובע הסדר סטטוטורי לעריכת מיזוג חברות, אלא שהוא גם לא מאפשר עריכת הסדר-מיזוג מתוך הסכמה חוזית בין שתי חברות. ראשית, כפי שראינו, הסדר-מיזוג מאפשר לחברה לכפות על בעלי-המניות בה את מכירת מניותיהם לגורם שלישי במחיר ובתנאים שאורגני החברה הסכימו להם. ברם, הדין הישראלי הנוהג איננו מכיר בכוחה של החברה להכריע בשאלת הבעלות הקניינית במניה השייכת למשקיע בחברה ללא הרשאה מפורשת בחוק¹⁴. שנית, תכונה מרכזית של המיזוג היא יכולתה של הטכניקה לאפשר לחברה הרוכשת לקבל על עצמה את כל התחייבויות החברה הנרכשת כלפי כולי עלמא. משמעות קביעה זו היא, שהצדדים למיזוג רשאים להמחות את התחייבויות החברה הנרכשת כלפי צד שלישי כלשהו לחברה הרוכשת, ללא

12 נ"ח 37 (תשמ"ד-1983) 761.

13 שטרן (לעיל, הערה 4), פרק ד.1.

14 שם, ליד הערה 98.

הסכמת הנושה. ברם, הוראותיו המפורשות של חוק המחאת חיובים אינן מתירות המחאת-חוב ללא הסכמה מוקדמת של הנושה¹⁵. לפיכך, הסכמה חוזית של החברה הרוכשת והחברה הנרכשת לעריכת מיזוג תאבד מתוקפה אם מי מנושי החברה הנרכשת לא יתן את אישורו לה.

לפיכך ניתן לסכם ולקבוע, שהמצב החוקי הקיים בישראל איננו מאפשר עריכת מיזוג חברות.

(ג) הצעות לדין רצוי

ועדה שמונתה על-ידי שר-המשפטים עוסקת בימים אלו בגיבוש הצעה לקוד חברות חדש לישראל. בבסיס דיוניה מונחת הצעתו של פרופ' א' פרוקצ'יה, התומכת בניתוק דיני-החברות הישראליים משיטת-המשפט האנגלית ובהסדרתם המפורשת והשיטתית של התורות התאגידיות העיקריות בגוף החוק¹⁶. במסגרת ההצעה לקוד חברות חדש מגבשים המלומדים פרוקצ'יה ובבצ'וק הצעה להסדר הנושא הכללי של רכישת חברות¹⁷. המציעים מדגישים את חשיבותה הרבה של טכניקת המיזוג ומציינים, כי יש לה יתרונות על-פני סוגי ההשתלטות האחרים¹⁸ ולכן הם מציעים את הכללתה בקוד החברות המוצע. הצעתם מפנימה את העקרונות הבסיסיים של המיזוג כהוראתו בארצות-הברית תוך שיפורם באמצעות הסדרים חדשניים ומקוריים חשובים. אם תתקבל ההצעה כדן מחייב בישראל, היא עשויה לפתוח דלת רחבה לעריכת עסקאות מהירות ויעילות לרכישת חברות בישראל. מאמר זה איננו חולק על הצורך בהכללתו של הסדר-מיזוג כדן הישראלי, אלא מתמקד בבחינת שאלה נקודתית שההסדר מעלה – הגנת בעלי-המניות בחברה הנרכשת.

2. הגנת בעלי-המניות במיזוג – הדין המצוי

(א) הדין בארצות-הברית

תיאור תכונותיו המאפיינות של המיזוג מלמד, כי המיזוג הוא התערבות בוטה בהשקעת בעל-המניה, באשר הוא כופה על המשקיע את שינוי החוזה העומד בבסיס היחסים בין המשקיעים לחברה או את סיומו החד-צדדי על-ידי החברה. הדין בארצות-הברית מכיר בקיומם של אמצעים שונים להגנת בעלי-המניות בחברה הנרכשת מפני האלמנט הכפייתי המסוכן שבמיזוג. בפרק ד להלן ייסקרו שלושה אמצעים כאלה – הפיקוח השיפוטי, הפיקוח המבני והפיקוח על-ידי כוחות-השוק – ותיחשפנה חולשותיהם. כפי שנבהיר, לדעתנו, הישענות על כוחם הפיקוחי של אמצעים אלו איננה יכולה לספק לבעלי-המניות הגנה מוצקה דיה כנגד

15 ראה סעיף 6 לחוק המחאת חיובים, תשכ"ט-1969.

16 פרוקצ'יה (לעיל, הערה 3), 11-10.

17 פרוקצ'יה ובבצ'וק (לעיל, הערה 3). ההצעה מופיעה גם בפרוקצ'יה (לעיל, הערה 3), פרק 37.

18 פרוקצ'יה (לעיל, הערה 3), 571.

שימוש-לרעה שיעשו אחרים בטכניקת המיזוג. ואמנם, בדיקה השוואתית מלמדת, כי הגופים המחקקים בכל המדינות בארצות-הברית אינם מסתפקים באמצעים הפיקוחיים הנ"ל והם טורחים להעמיד לרשות בעלי-המניות בחברה הנרכשת סעד נוסף וחשוב – סעד של הערכה – שתוכנו יתואר להלן בפרק ה.¹⁹

(ב) אנלוגיה מדין מצוי בישראל

מאחר שהדין הישראלי איננו מכיר בטכניקת המיזוג, ברור כי אין הוא קובע הסדרים מיוחדים להגנת בעלי-המניות במצבים של מיזוג. יחד עם זאת, הדין הישראלי, בהיותו מערכת נורמטיבית קוהרנטית המציבה לעצמה כמטרה מרכזית את הגנת המשקיעים בחברות, אינו מסתפק בהצגת פתרונות נקודתיים לכל מצב עובדתי, אלא מגבש על-ידי הסדריו השקפה בסיסית מסוימת בדבר הדרך והמידה שבה יש להגן על המשקיעים במצבים שונים המתרחשים בחיי החברה. כך, למשל, הפקודה מבחינה בין מצבי סיכון שונים המאיימים על השקעת בעלי-המניות והיא מעצבת את ההגנה על רכוש בעלי-המניות בסיטואציה המסחרית הנתונה בהתאם לסוג הסיכון, רמתו והיקפו. לפיכך, כאשר מתעורר הצורך לעצב פתרונות משפטיים למציאות מסחרית חדשה שהחוק לא הסדירה עד עתה, יש לטפל במציאות זו בהתאם להשקפת-עולמו הבסיסית של המחקק כדי שיישמר הגיונו הפנימי של ההסדר החוקי. באופן דומה נראה לנו, כי אין לגבש עמדה בשאלת הגנתם של בעלי-המניות במיזוג במנותק מהסדריה האחרים של הפקודה, אלא מתוך שאיפה לשלב את ההסדר שייקבע במרקם הסדריה האחרים של הפקודה. לשם כך יש לבדוק את גישת הפקודה להגנת בעלי-המניות במצבים המוכרים לפקודה והמעוררים רמה וסוג של סיכון האנלוגיים לסיכון המתעורר במיזוג.

הפקודה עוסקת בכמה מצבים אנלוגיים של שינויים דרסטיים בחיי החברה ובזכויות בעלי-המניות ובכולם היא נוקטת אמצעי זהירות מיוחדים להגנת המשקיעים. נזכיר שלושה מצבים כאלו: שינוי מסמכי-היסוד של החברה, פירוק החברה ורכישה כפויה של מניות על-פי סעיף 236 לפקודה. בכל שלושת המצבים הפקודה קובעת, שלצורך ביצוע הפעולה המשפטית אין להסתפק בהחלטת המנהלים או אפילו באישורה של הפעולה על-ידי רוב רגיל של בעלי-המניות, אלא, כתנאי לכניסת הפעולה המשפטית לתוקף היא צריכה לקבל את אישורו של רוב מיוחד של בעלי-המניות²⁰. לא זו אף זו: כאשר נדרשים בעלי-המניות להצביע בדבר שינוי מסמכי-היסוד של החברה, היינו: כאשר החלטתם אמורה לשנות את זכויותיהם החוזיות של כל המשקיעים, כולל אלו המתנגדים לשינוי, מוטלת עליהם חובה לעשות זאת בתום-לב ולטובת החברה בכללותה²¹. בכך הדין חורג מהעיקרון הכללי המקובל במשפט האנגלי שלפיו מותר בדרך-כלל לבעל-מניה להצביע כאוות-נפשו

19 לתיאור חוקי המדינות ראה *52 The George Seligman, "Reappraising the Appraisal Remedy" Washington L. Rev. (1984) 829, 831-832*.

20 ראה סעיפים 15, 25, ו-319 לפקודה.

21 ראה *Rights & Issues Investments Trust Ltd. v. Stylo Shoes Ltd. [1965] CH. 250, 256*.

מבלי שתוטל עליו חובת אמון כלפי החברה או כלפי שאר המשקיעים²². זאת ועוד: כיוון שבשאר המקרים שבהם חברה מקבלת החלטות קיצוניות לא הכיר המשפט המקובל בתחולתה של חובת אמון כללית על בעלי-מניות בעת הצבעתם, הפקודה קובעת כי בפירוק על-ידי בית-משפט או בפירוק-מרצון וכן במקרה של רכישה כפויה של מניות, החלטת הרוב המיוחד של בעלי-המניות תהיה כפופה לאישור בית-המשפט מלכתחילה (סעיפים 234 ו-257 לפקודה) או למעורבותו בדיעבד (לבקשת בעלי-המניות או בעלי-עניין אחרים – סעיפים 236 ו-335 לפקודה) או לפיקוחו (סעיף 342 לפקודה).

מסקירת גישתו של הדין הישראלי להגנת בעלי-המניות במצבים אנלוגיים למיזוג עולה, אם כן, שהמחוקק לא הסתפק באותם מצבים בהטלת דרישות מתונות, כגון אישור הפעולה ברוב רגיל באסיפה הכללית, אלא שאף לחזק את ההגנה באמצעות הסדרים משלימים מגוונים. הסיבה לכך, כנראה, היא הערכת המחוקק, שאין בכוחו של המנגנון הדימוקרטי לשמש בלם מספיק בפני ניצול-לרעה של ההסדרים המשפטיים השונים. לפיכך, אם מניחות הסכנה הנשקפת לבעלי-המניות במיזוג יתברר כי אין היא נופלת מהסכנה הנשקפת להם במקרים האנלוגיים שבהם הפקודה מטפלת²³, יהיה בכך כדי להסיק כי יישום השקפתה הכללית של הפקודה לגבי שאלת הגנתם של בעלי-המניות בהקשרו של המיזוג מחייב שלא לבסס הגנה זו אך ורק על הדרישה לאישור המיזוג ברוב רגיל של בעלי-המניות אלא עליה להישען גם על אמצעי-הגנה מיוחדים נוספים²⁴.

ניתן לסכם, כי האנלוגיה מהסדרי הפקודה, כמו גם הדין הנוהג בארצות-הברית, מכוונים אותנו למסקנה כי במקביל להכללתו של הסדר-המיזוג בדין הישראלי יש ליתן תשומת-לב מיוחדת לשאלת הגנתם של בעלי-המניות. נפנה אם כן לניתוח הסוגים השונים של המיזוג, תוך בחינת הסכנה המיוחדת שהם מעוררים עבור בעלי-המניות בחברה הנרכשת.

22 המשפט המקובל האנגלי, שבעקבותיו הלכה הפסיקה הישראלית, סובר כי בעלי-מניות אינם חבים חובת אמון לשאר המשקיעים וכי הצבעתם באסיפה הכללית רשאית להיות אופורטוניסטית. ניצנים לשינוי של הכלל בישראל מופיעים בפסיקה ומתוארים על-ידי המלומדים. ראה כהן, "שינוי תקנותיה של החברה הרשומה – הדין הקיים והצעות לשפור" מחקר משפט ב (תשמ"ד) 82, 110-121.

23 ניתן אף לטעון, כי הסכנה הנשקפת לבעלי-המניות מהמיזוג גדולה יחסית לסכנה הנשקפת להם מהמקרים שבהם הפקודה עוסקת עקב זמינותו הרבה של המיזוג: טכניקת-המיזוג קלה לביצוע, זולה יחסית ונקייה מהשלכות מכבידות אחרות. המיזוג אינו כרוך בתשלום חובות לנושים, בתשלום מסים, בהערכת נכסי החברה, בהשקעת זמן מרובה ובשאר הוצאות מכבידות המאפיינות שינויים דרסטיים המוסדרים בפקודה. לכן, למשל, גורם המחפש דרך להשתלט על רכושם של בעלי-המניות במחיר לא-הוגן יימנע מהשגת מטרותו באמצעות רכישה כפויה של מניות על-פי סעיף 236 לפקודה או מפירוק החברה, אלא יעדיף לפנות לטכניקת-המיזוג המאפשרת לו לממש את כוונותיו בביטחון גבוה ובעלות נמוכה יחסית.

24 אין בכונתנו לטעון, שעל הסדרי-המיזוג לאמץ את אותם הסדרים שהפקודה מציעה בהקשרים האנלוגיים, שהרי ייתכן כי כוחם של הסדרים אלו אינו יפה להסדרת המיזוג. כך, למשל, כפי שיוסבר בהמשך, הדרישה לאישורו של המיזוג ברוב מיוחד איננה מומלצת – ראה הטקסט להלן, ליד הערה 109, וגם הכפפתה של הצבעת המשקיע לחובת אמון תועלתה מסופקת; וראה הדיון בסעיף 1.1. כמו-כן גם התניית תוקפו של המיזוג באישור בית-המשפט עלולה לפגוע ביעילות הטכניקה באופן חמור; ראה שטרן (לעיל, הערה 4), סעיף 1.1(א).

ג. המיזוג כמקור סיכון לבעלי-המניות

כל בעל-הון המחליט להשקיעו במניה ער לכך, שעתיד הונו נשמש במידה מסוימת מידי. נוסף על השפעתם של אירועים חיצוניים לחיי החברה, שהסיכון הנובע מהם להשקעתו איננו משתנה עקב החלטתו לבחור בהשקעה בחברה, בעל-ההון נחשף להשפעתם של אירועים פנימיים לחברה. ההשקעה מושפעת ממעשיהם וממחולליהם של השחקנים השונים בחיי החברה, שהבולטים שבהם הם אורגני-היסוד של החברה – ההנהלה והאסיפה הכללית. סמכות המנהלים לנווט את החברה בחיי היומיום ללא מעורבות המשקיעים היא הגורמת למתח הבסיסי שבדיני-החברות, מתח הנוצר מההפרדה בין השליטה לבעלות²⁵. העיקרון הדימוקרטי, המעניק סמכות לרוב בעלי-המניות לקבל החלטות המחייבות את כלל המשקיעים, יוצר מתח בסיסי נוסף בין האינטרסים הנוגדים של קבוצות-משקיעים שונות. סמכות המנהלים וסמכות הרוב, כל אחת מהן לחוד, וצירופן יחדיו, יוצרות סיכון למשקיע בחברה²⁶ – סיכון המחייב קביעת הסודים להגנת בעל-המניה מפני שימוש קלוקל בכוח²⁷. בהקשר זה יש לבחון את שאלת מיזוגן של חברות. במיזוג – בין אם התמורה המועברת לבעלי-מניות במטרה משולמת במניות החברה הרוכשת ובין אם היא משולמת במזומן – ההנהלה²⁸ ובעל-השליטה²⁹ התומכים במיזוג מעוניינים להתערב באופן משמעותי בהשקעת בעלי-המניות: כאשר התמורה משולמת במניות החברה הרוכשת, ההנהלה ובעל-השליטה התומכים במיזוג מתכוונים לערוך שינוי דרמטי של אופי ההשקעה של בעלי-המניות³⁰; כאשר התמורה משולמת במזומן, תמיכתם במיזוג משמעה שהם מעדיפים להפסיק לחלוטין את ההשקעה בחברה.

25 ראה ספרם הקלסי של Berle & Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932) pp. 4–5, 66, 68.

26 בעל-המניה איננו יכול לבזר את הסיכון על-ידי השקעת הונו במניותיהן של כמה חברות, כיוון שהסיכון המדובר טבוע באופיה של החברה ולכן קיים בכל חברה שבה ישקיע. ביוזר אמיתי מחייב בחירה בהשקעה בצורת התארגנות אחרת.

27 חובות ההתנהגות של המנהלים, שפותחו בשיטת-המשפט המקובלת, וחובת האמון של בעלי-מניות-הרוב, הקיימת ברין האמריקני ובצורה חלקית בישראל (ראה לעיל, הערה 22) הן דוגמאות מרכזיות להגנת בעלי-המניות במקרים האמורים.

28 במאמר זה המונחים "הנהלה" ו"מנהלים" כוללים גם את מועצת-הדירקטורים ואת הדירקטורים של החברה אשר בידם המשפט המשווה מפקיד את הסמכות לאשר או לדחות הצעת מיזוג. המאמר מניח, שהאינטרסים של שתי הקבוצות זהים בהקשר לנושאים המועלים כאן.

29 המונח "בעל-שליטה" איננו מתייחס בהכרח למחזיק ברוב פורמלי של יותר מ-50% מכוח ההצבעה בחברה, שהרי במקרים רבים, ובמיוחד בחברות ציבוריות שמניותיהן פזורות בקהל הרחב, שיעור ההצבעה באסיפה הכללית איננו מגיע לכדי 100%. לכן "בעל-שליטה", "דוב" או "בעל מניות-הרוב" לצורך העניין הם כל מי שהמניות המוחזקות בידיהם ו/או בידי משתפי-פעולה עמם מבטיחות את קבלת עמדתם באסיפת בעלי-המניות (ראוי לציין, כי עקב ההבדל בין כללי ההכרעה הנהוגים בישראל בנוגע לנושאים שונים ייתכן, כי בעלי-מניות ייחשב בעל-שליטה לעניין מסוים, אך לא לעניין אחר). במקביל, המונחים "מיעוט" או "בעלי מניות-המיעוט" כוללים גם את הקבוצה המחזיקה ביותר מ-50% מכוח ההצבעה בחברה אם אין באפשרותה לנקוט צעדים ארגוניים שיביאו למימוש כוח זה.

30 בחברת-המטרה תומכי המיזוג מעוניינים כארגון שונה של מבנה החברה, בהחלפת תחום עיסוקה או בהרחבתו ובגיוונו על-ידי החלפת המניות במניות החברה הרוכשת. בחברה הרוכשת השינוי משמעותי רק כאשר היקף נכסיה של המטרה מהותי יחסית להיקף נכסיה של הרוכשת. במקרה כזה, אם התמורה

לעומתם, שארית בעלי-המניות המתנגדים לעסקה מעוניינים בשמירת המצב הקיים ללא נטילת הסיכון הכרוך בשינוי. שיטת-משפט המעדיפה, מסיבות מסחריות, את מימוש רצון ההנהלה והרוב במצבים אלו מעניקה להם כוח רב לשליטה ברכוש כל המשקיעים. פרק זה עניינו בהצגת הסיכון שלו נחשפת השקעת בעלי-המניות בחברה הנרכשת בדרך של מיזוג, עקב הפרדת השליטה מהבעלות ועקב החלת שלטון הרוב.

גישה אנליטית לניתוח הסיכון הטמון לבעלי-המניות במיזוג חייבת להבחין בין שני מקורות איום: האחד, בעלי-המניות השולטים בחברה; והשני, הנהלת החברה. תחילה יידונו המקרים שבהם בעלי-מניות המחזיקים שליטה-למעשה בחברת-המטרה יוזמים את המיזוג ויוצרים בכך סיכון להשקעתם של בעלי מניות-המיעוט. בחלקו השני של הפרק יידונו שני מצבים – מיזוג ביוזמת המנהלים ומיזוג ביוזמת אנשי-חוץ – שבהם האיום מרחף במידה שווה על האינטרסים של כל המשקיעים בחברת-המטרה. הבעייתיות במיזוג מהסוג הנדון בחלק הראשון מציגה מצב של ניגודי אינטרסים בין קבוצות משקיעים בחברה ונובעת ממערכת-היחסים הדימוקרטית המסדירה את יחסי המשתתפים בחברה. לעומת זאת, בחלק השני האינטרסים של כל המשקיעים זהים, אולם המיזוג מתאפיין ביצירת הזדמנות מיוחדת למנהלים לבגוד בבעלי-ההון ולנצל באופן לא-הוגן את הפרדת השליטה מהבעלות, תוך העדפת טובתם האישית על טובת המשקיעים. הדרישה החוקית להכשרת המיזוג על-ידי אישורו באסיפה הכללית אמורה להגן על בעלי-המניות, אולם, כפי שיוסבר, בהרבה מקרים אין בה תועלת של ממש, והעיקרון הדימוקרטי עלול לשמש כלי-משחק בידי ההנהלה להסוואת מעשיה הפסולים ולטיהורם.

1. המיזוג כמקור סיכון למיעוט

כל סוגי המיזוג הנדונים כאן מוצעים על-ידי קבוצת בעלי מניות-השליטה במטרה, המעוניינת להמשיך בהשקעתה בחברה גם לאחר ביצוע העסקה. המשותף לכולם הוא שאיפתה של קבוצת-השליטה להשתמש בכוחה כדי לסלק את בעלי מניות-המיעוט משותפותם בחברה על-ידי רכישת מניותיהם. טכניקות רכישת אלו יכנונו להלן מיזוג-חילוט (freezeout merger), משום שבניגוד למיזוג רגיל, אשר המניע לביצועו הוא הרצון לאחד את עסקיהן של שתי יחידות כלכליות, המניע המרכזי

למניות-המטרה היא מניות הרוכשת, יש למיזוג השלכה על מבנה הבעלות, ואולי אף על השליטה ברוכשת. אם התמורה היא נכסי הרוכשת (מזומן, אג"ח, מניות של חברה שלישית או כל נכס אחר), השלכות המיזוג על הרוכשת דומות להשלכותיו על המטרה. אולם כאשר חברת-ענק ממזגת לתוכה חברה קטנה יחסית, ההשפעה על בעלי-המניות בחברה הרוכשת אינה גדולה יותר במיזוג מאשר במקרה של כל עסקה רגילה ולכן אין הם זקוקים להגנה המיוחדת נשוא פרק זה. ברוח זו קובעים ה-MBCA בסעיף 11.03, וה-Cal. Corp. Code בסעיף 1201, כי בעלי-המניות בחברה הרוכשת אינם נדרשים לאישור המיזוג אם הרוכשת לא מנפיקה בעקבותיו מניות בשיעור העולה על 20% ממניותיה המוצאות עובר למיזוג.

לעסקאות אלו הוא השאיפה לארגן באופן שונה את מבנה הבעלות בחברה קיימת, תוך חילוטן של מניות המיעוט על-ידי בעלי השליטה בחברה. חילוט המניות מושג באופן כללי בשיטה הבאה: בעלי השליטה בחברת המטרה מקימים חברה נוספת שבשליטתם המלאה, וחברה זו מציעה לחברת המטרה מיזוג במזומן. שליטתם של המעוניינים בעסקה בשתי החברות מבטיחה את אישור המיזוג על-ידי האורגנים של שתי החברות. עם השלמת המיזוג כל בעלי המניות במטרה מקבלים מזומן עבור מניותיהם ובכך הם מאבדים את זיקתם לחברה. ברם, בעוד שהפסקת ההשקעה של המיעוט מתבצעת בפועל, הפסקת ההשקעה של בעלי מניות השליטה מתבצעת רק להלכה. למעשה, לא רק שהם שומרים על השקעתם בעזרת שליטתם בחברה הרוכשת, אלא שהם אף רוכשים את מניות המיעוט ובכך משתלטים לחלוטין על כל משאבי חברת המטרה.

המלומדים מחלקים את המיזוגים הנערכים ביזמות בעלי המניות לשלוש קבוצות, ומציעים ניתוח שונה ודרך התייחסות חקיקתית נפרדת לכל אחד מהם³¹. ניתוח זה חורג ממסגרת הדיון כאן ולכן אסתפק בתיאור כללי של גוני מיזוגים אלו ומניעיהם לצורך בדיקת השלכותיהם על הסיכון שהם מציגים להשקעת המיעוט.

(א) גווניו של מיזוג-חילוט

(א) הפרטה. מיזוג-חילוט מאפשר לקבוצת שליטה בחברה ציבורית לכפות על בעלי המניות מקרב הציבור למכור לקבוצה השולטת את השקעתם בחברה ובכך להביא למחיקת החברה מרשימת החברות שמניותיהן נסחרות בבורסה. היתרונות הכלכליים שבהפרטה ברורים: חברה הנסחרת בבורסה עשויה לעתים להעדיף את האנונימיות והחיסכון שנהנית מהם חברה פרטית³². נטייה כזו נצפית בחברות קטנות או בינוניות שההוצאות הכרוכות בציות לכללים של חוקי ניירות-הערך והבורסה מכבידות עליהן והיא מתגברת כתקופות שבהן השוק איננו מתפקד כדרך יעילה לגיוס הון מהציבור. אולם רבים סבורים שיתרונות אלו, כשלעצמם, אינם משכנעים, באשר הוצאות הרכישה של מניות הציבור מאפילות על הרווחים שיושגו במהלך ההפרטה³³. הדעת נותנת³⁴ והניסיון האמריקני מלמד³⁵, כי המניע האמיתי להפרטה הוא הערכתם המסחרית של השולטים בחברה – המבוססת בדרך-כלל

31 ראה מאמריהם של Borden, "Going Private – Old Tort, New Tort or No Tort?" 49 N.Y.U.L. Rev. (1974) 987, 989–1000; Green, "Corporate Freezeout Mergers: A Proposed Analysis" 28 Stan. L. Rev. (1976) 487, 490–496; Brudney & Chirelstein, "A Restatement of Corporate Freezeouts" 87 Yale L. J. (1978) 1354.

32 היתרונות הכלכליים יתבטאו בהקטנת הוצאות משפטיות וחשבונאיות; בהקלה של נטל הגשת הדיווח שחברה ציבורית כפופה לו; בהתרת ידיה של ההנהלה לנקיטת יוזמות חדשניות בלא חשש מלחץ ציבורי ומביקורת; באפשרות לנהל עסקים תוך ניצול הזדמנויות החברה וחלוקת משאביה ללא חשש לתביעות מהציבור וכדומה. ראה Borden (לעיל, הערה 31), 1020–1002.

33 ראה Brudney, "A Note on Note, "Going Private" 84 Yale L. J. (1975) 903, 923–924; "Going Private" 61 Va. L. Rev. (1975) 1019, 1028–1029.

34 למסקנה זו הגיעו Green (לעיל, הערה 31), 496–495; Brudney & Chirelstein (לעיל, הערה 31), 1367–1366 ואחרים.

35 ראה Berkowitz v. Power-Mate Corp., (1975) 342 A.2D 566.

על היכרותם האינטימית של רזיה — כי השוק שוגה בהערכת שוויין של מניות החברה וכי מחירן הנוכחי בבורסה, בצירוף פרמיה סבירה, נמוך משוויין האמיתי. ולכן רכישתן מהווה השקעה הזדמנותית.

(ב) מיזוג בין חברות קשורות. מיזוג-חילוט מאפשר לחברת-אם המחזיקה בשליטה, אך לא בשליטה המלאה, בחברה-בת, להעביר לרשותה את השליטה המלאה בבת, על-אף התנגדות בעלי-השליטה שבמיעוט. קניית המיעוט במצבים כאלו מקובלת כמהלך רצוי המונע חיכוכים וניגודי אינטרסים בין חברת-האם לבין המיעוט בבת³⁶. המיזוג המקוצר מהווה דוגמא למיזוג בין חברות קשורות³⁷.

(ג) מיזוג משלים. מיזוג-חילוט משמש גם שלב שני בתוכנית השתלטות על חברת מטרה (second step freezeout). כשלב הראשון נרכשת השליטה במטרה (על-ידי הצעת רכש או בעסקה פרטית עם בעלי-השליטה); ובשלב השני, תוך שימוש בשליטה, מתבצע מיזוג של המטרה לתוך הרוכשת. לתקיפת המטרה בשני שלבים יכולים להיות כמה מניעים: לעתים לרוכשת אין מספיק משאבים לרכישת כל מניות המטרה בבת-אחת ולכן היא מפצלת את תהליך הרכישה ומשיגה את מטרתה בשלבים. במקרים אחרים הרוכשת מהססת ביחס לשווייה של המטרה ולכן היא מגבילה את השקעתה בה עד לאחר שתברר, תוך שימוש בשליטה במטרה, את כדאיות קנייתן של מניות-המיעוט. יתירה מזו: השליטה מעניקה למחזיק בה את היכולת להמתין לשעת-כושר מתאימה לרכישת מניות-המיעוט במחיר זול. המשתלט, שטרפו מובטח, ישלים את ההשתלטות כשמחיר המניה בשוק בשפל או כאשר מכוח שליטתו מתברר לו, שלחברה צפוי עתיד מזהיר שעדיין איננו משתקף במחיר המניות. זאת ועוד: רכישת החברה כולה במיזוג מחייבת משא-ומתן עם הנהלתה ועלולה להקפיץ את מחיר הרכישה. לעומת זאת, פנייה לרכישת כל המניות בהצעת רכש, הגם שהיא נקיייה מחיטורן זה, מחייבת את המציע לרכוש את כל המניות המוצעות במחיר זהה³⁸, שהוא בדרך-כלל מחיר פרמיה³⁹. יתרונו

36 ניגודי האינטרסים יכולים להיווצר ביחס למדיניות חלוקת הדיבידנדים או ביחס לניצול הזדמנויות הנקרות לחברת-הבת — *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, (Del. 1971) 280 A.2D 717; ביחס לניצול הטבות מס שונות — *Case v. New York Central R.R.* (1965) 256 N.Y.S.2D 607; או ביחס לקביעת תנאי עסקאות בין חברת-האם לחברת-הבת — *Grimes v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.* 392 — F.Supp. 1393 (1974) N.D. Fla.

37 מיזוג מקוצר (short form merger) הוא מקרה פרטי של מיזוג-חילוט שבו חברת-אם המחזיקה בסף שליטה גבוה בחברת-המטרה, בדרך-כלל 90%, מעוניינת ברכישת שארית המניות בדרך של מיזוג. העסקה מכונה מיזוג מקוצר, כיוון שלצורך ביצועה הדין האמריקני מסתפק בהסכמת הדירקטוריון של החברה הרוכשת. ראה, למשל, סעיף 11.04 ל-MBCA. גם הצעתם של המלומדים בבצ'ק ופרוקצ'יה מכירה בסוג מיוחד של מיזוג-חילוט במצב שבו שיעור החזקותיו של המיעוט אינו עולה על 10% מכל אחד מסוגי מניותיה של חברת-המטרה. במקרה זה המציעים מכירים בצורך לאפשר לבעלי-השליטה לכפות את המיזוג על המיעוט ואת הגנת המיעוט הם סומכים על הסער המסורתי של הערכה, שבו ידובר להלן, בסעיף ה.1. יצוין, כי לדעתם זהו מקרה המיזוג היחיד שבו יש צורך בהפעלת הסער האמור. פרוקצ'יה (לעיל, הערה 3), 589.

38 לדוגמא, פרק י' להנחיות הבורסה בתל-אביב קובע בסעיף 5(א)(3), כי הצעת רכש תופנה בתנאים והים לכל בעלי-המניות מאותו סוג.

39 בהקשר זה, הפרמיה היא סכום הכסף העודף, מעל לערך המניה בשוק ערב העסקה, שמוכר המניה מקבל בעת מכירתה. קמצאים אמפיריים מגלים, כי הפרמיה הממוצעת שבעלי-המניות מקבלים בחברות

של המיזוג המשלים על המיזוג ועל הצעת הרכש הוא בכך, שבשלב הראשון הוא עוקף את הצורך בניהול משא-ומתן עם ההנהלה, ובשלב השני הוא מאפשר ניתוק התמורה הניתנת למיעוט מהצמדתה למחירי הפרמיה ששילמה הרוכשת לשם רכישת השליטה.

(ב) הסיכון המשותף לכל מצבי מיזוג-חילוט

הצד השווה לכל שלושת המיזוגים שתוארו – היותם מוצעים על-ידי בעלי-השליטה במטרה ערב המיזוג – מחייב בדיקה קפדנית של כשרותם. העובדה שהפושט על החברה הוא איש-פנים, המנהל משא-ומתן עם מנהלי החברה הממונים על-ידו, מעוררת חשש לפסלות העסקה. הגדרה מדויקת של הסיכון הצפוי למיעוט בכל המקרים האמורים של מיזוג-חילוט תתמקד בנקודות הבאות:

(א) אי-זהות באינטרסים. בעסקת מיזוג עם צד שלישי כל בעלי-המניות במטרה שותפים לרצון להגדיל את התמורה שיקבלו עבור מניותיהם. בנסיבות כאלו חילוקי-דעות באסיפה הכללית לגבי היענות החברה להצעת המיזוג אינם מייצגים ניגוד אינטרסים, אלא מבטאים הערכות חלוקות לגבי הדרך האופטימלית להשגת האינטרס המשותף. לכן, אם שיקול-דעתו המסחרי של הרוב מחייב את העסקה, אין לכאורה צורך בהתערבות המערכת המשפטית להגנת המיעוט. לעומת זאת, כאשר הרוכש במיזוג הוא בעל-מניות במטרה, נוצרות במטרה שתי קבוצות של בעלי-מניות בעלי אינטרסים נוגדים. מחלוקת באשר לאישור המיזוג תייצג במקרה זה את הבדלי המטרות שבין המצביעים ולכן איננה יכולה לשמש מדד להערכת טיבה של הצעת המיזוג.

(ב) אי-זהות בתמורה. בניגוד למיזוג עם צד זר לחברה, השפעתה של החלטת המיזוג על בעלי-המניות במטרה איננה זהה. החלטת בעלי-המניות לאשר את המיזוג המוצע תאפשר לחלק מהמצביעים לשמור על השקעתם ותאלץ את השאר להמיר את השקעתם בנכס אחר. ברור כי העובדה שהמשקיעים מקבלים תמורה שונה עבור מניותיהם מקשה על היכולת להבטיח חלוקה שווה של התמורה ביניהם. במלים פשוטות: עקרון הדימוקרטיה בחברה נועד לאפשר לה לתפקד ביצילות נוכח חילוקי-דעות בין השותפים, תוך הבטחת שוויון זכויותיהם. אולם בהקשר של מיזוג ביוזמת אנשי-פנים, כאשר הן האינטרס של בעלי-השליטה הן התמורה שיקבלו בעסקה שונים מאלו של המיעוט, קיים סיכון גבוה שהעיקרון הדימוקרטי עלול להיות מנוצל לשם העדפת בעלי-השליטה, כך שהחלטת האסיפה הכללית לאשר את המיזוג המוצע לא תגן על המיעוט אלא תשמש אמצעי להסוואת הפגיעה בו.⁴⁰

(ג) עיתוי העסקה. בעלי-השליטה המעוניינים במיזוג מכוונים את עיתויו לשם השגת מירב היתרונות עבורם. עקב היותם בעלי-השליטה אין הם חייבים למהר

המשמשות מטרות להצעות רכש בארצות-הברית עולה על 30%, ובהרכה מקרים מגיעה עד ל-50% מערך השוק של המניה. ראה המניה. ראה Jensen & Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence" 11 J. of Financial Economics (1983).

40 ראה Brudney & Chirelstein (לעיל, הערה 31), 1358-1357.

ולרכוש את המניות ברגע שמחירן בשוק יורד מתחת לשוויין הכלכלי, משום שאיש איננו יכול לרכוש את השליטה בחברה ללא הסכמתם. הם יכולים להמתין ליצירת פער גדול בין המחיר לערך הכלכלי עקב תנודות שוק-המניות או עקב מאורעות אחרים חיצוניים לחברה, ואז לכפות את המכירה על המיעוט⁴¹.

(ד) השפעה על מצב החברה. בעל-השליטה גם יכול לעודד את נפילת מחירי המניות של החברה על-ידי ניהולה באופן לא-יעיל, על-ידי הצרת צעדיה או על-ידי ניצול הזדמנויות של החברה באופן חוקי⁴² או פסול.

(ה) ניצול מידע-פנים. הרוכשים בעסקאות המדוברות נהנים מגישה חופשית למידע פנים של חברת-המטרה, שאיננו מצוי ברשות בעלי-המניות המוכרים. הם יכולים לנצל את הן באופן בלתי-חוקי – על-ידי הסתרתן מהמוכרים או על-ידי הצגתן בדרך מעוותת שתפגע בהערכת השוק את מניות החברה – הן באורח חוקי, לשם הערכה מינימליסטית של שווי-המניה, הערכה שלה אין הם עצמם שותפים⁴³.

(ג) הסיכון המיוחד לכל מצב של מיזוג-חילוט

הסיכונים המאיימים על השקעת המיעוט, כאשר איש-פנים מנסה לרכוש את מניותיו באמצעות מיזוג-חילוט, משותפים לכל סוגי העסקאות שתוארו. יחד עם זאת, מטבע הדברים, הסיכון לוכש צורות שונות בהקשרים השונים:

(א) הפרטה. החברה עלולה לנצל את תהליך ההפרטה על חשבון המשקיעים בשוק. החברה תפנה לציבור בהזמנה להשקיע בה כאשר המחירים בשוק גבוהים, תנצל ירידה במחירי השוק כדי לבצע הפרטה, ומשיעלו המחירים והשוק יתחזק – החברה תשוב ותהפוך ציבורית. בתהליך זה תנצל החברה את תנודות השוק כדי לשאוב כספים מהציבור ולכפות עליו את מכירת השקעתו במחירים זולים, ויש בכך – לדעת חלק מהמלומדים⁴⁴ – משום ניצול פסול של נכסי החברה.

זאת ועוד: במיזוג משלים ובמיזוג בין חברות קשורות, אם החברה השורדת היא חברה ציבורית, המיעוט יכול לרכוש בתמורה שקיבל עבור מניותיו במטרה את מניות החברה השורדת. בדרך זו הוא גם יוכל לחזור ולהשקיע בעסק שבו הוא מאמין וגם יוכל להעמיד במבחן אמיתי את הוגנות המחיר המוצע במיזוג. לעומת זאת, בהפרטה החברה הציבורית הופכת לפרטית, ומהלך זה נחסם בפני המיעוט. יש הסוברים, כי בכך נמנעת הדרך המרכזית לבדיקת מחיר המיזוג ולהשוואת התמורה שנכפית על המיעוט עם התמורה שבעל-השליטה מעניק לעצמו.

41 ראה Note (לעיל, הערה 33), 931. כפי שהוסבר לעיל, בהערה 39, מקובל שהתמורה במיזוג מעניקה למוכרים פרמיה מסוימת שהבסיס לחישובה הוא מחיר המניות בבורסה בזמן העסקה. לפיכך, מחיר בסיסי נמוך מאפשר לרוכש להציע פרמיה גבוהה, המהווה – למראית-עין של המוכרים מקרב הציבור – הצעה נדיבה, שלמעשה איננה מתגמלת באופן הוגן את המיעוט עבור מכירת מניותיו.

42 ראה פסק-דין Sinclair (לעיל, הערה 36).

43 ראה Brudney & Chirelstein (לעיל, הערה 31), 1366.

44 Note (לעיל, הערה 33), 931.

כמ־כֶּן – לטענתם – הפרטת החברה גורמת לכך שלא יהיה למניות החברה מחיר־שוק, שכנגדו יהיה אפשר להעריך את הוגנות המחיר שיקבלו בעלי־המניות שהשקעתם חולטה. מסיבות אלה הם ממליצים לאסור כליל מיזוג לצורך הפרטה⁴⁵. (ב) מיזוג משלים. במיזוג משלים יש המייחסים חשיבות מרובה לפער הזמן החולף בין שני שלבי המיזוג ולקשר המוצהר ביניהם. אם המיזוג מתרחש כשלב שני מידי עובר לרכישת השליטה, ניתן להבטיח את אינטרס המיעוט בקלות יחסית, אולם אם התרחשות השלב השני לא מובטחת מראש או לא עוקבת לרכישת השליטה, מתעוררים כוחות־שוק המקשים על הגנת המיעוט.

כאשר שני שלבי ההשתלטות – הצעת הרכש והמיזוג – עוקבים זה לזה, הם עשויים להוות תוכנית השתלטות אחת משולבת. תנאי לכך הוא, שהתוכנית לביצוע המיזוג המשלים, כולל המחיר שתציע הרוכשת עבור המניות בשלב השני, יובאו לידיעת בעלי־המניות כבר בשלב הראשון להשתלטות. במקרה כזה, הצבעת בעלי־המניות בשלב הראשון מביעה למעשה את עמדתם ביחס לתוכנית הרכישה כולה, כיוון שהם מודעים לכך שאם הם ייעתרו להצעת הרכש, ימשיך הרוכש בתוכניתו וירכוש את השליטה המלאה באמצעות המיזוג המשלים. לפיכך, אם הצבעתם בשלב הראשון תומכת בהעברת השליטה לרוכש, יש לראותה כהצבעה חיובית של האסיפה הכללית לאישור תוכנית הרכישה על שני שלביה. לפיכך, הגם שלמראית־עין השלב השני, שבו מתבצע המיזוג המשלים, נגוע בכל חולי ניגוד האינטרסים שפורטו לעיל, למעשה אין הוא אלא הוצאתו לפועל של רצון הרוב לקבלת תוכנית הרכישה. במלים אחרות, כיוון שתנאי המיזוג המשלים היו ידועים לבעלי־המניות עוד בטרם נרכשה השליטה בחברה, אפשר להתייחס גם לשלב השני בהשתלטות כאל עסקה שנערכה עם צד שלישי וזר לחברה⁴⁶.

מיזוג־חילוט שבו השלב השני להשתלטות איננו עוקב לשלב הראשון, מכונה מיזוג משלים דחוי. מיזוג זה שונה הן ממיזוג משלים מידי הן ממיזוג בין חברות קשורות: מצד אחד, לא מתמלאים בו התנאים ההכרחיים לאפיונו של מיזוג משלים מידי ולכן אין לראות את היענות בעלי־המניות להצעת הרכש כאישור כולל של כל תוכנית הרכישה; ומצד שני, המיזוג שונה ממיזוג בין חברות קשורות, מכיוון שלמרות היותו דחוי הוא מתבצע כשלב שני של תוכנית רכישה כוללת. לאפיון זה חשיבות מרובה לצורך הבנת הלחצים והעיוותים העלולים לפגוע בבעלי־מניות המטרה. בשלב הראשון להשתלטות בעלי־המניות אינם יודעים מהו המחיר שיוצע להם לכשיאנסו למכור את החזקותיהם בשלב המיזוג המשלים. לכך יש שתי השלכות מרכזיות: ראשית, בעלי־המניות אינם יכולים לצפות אם היצע המניות בשלב הראשון להשתלטות יעלה על הכמות המבוקשת בהצעת הרכש אם לאו. אם ההיצע יעלה על הביקוש, יקבל בעל־המניה את מחיר הצעת הרכש רק לגבי

45 ראה Brudney & Chirelstein (לעיל, הערה 31), 1370-1367.

46 Greene (לעיל, הערה 31), 510-508; Brudney & Chirelstein (לעיל, הערה 31), 1362-1359. בבצ'ק ופרוקציה מקבלים תפישה זו ומציעים, כי אם מתמלאת הדרישה דלעיל ואם פער־הזמנים בין שני השלבים לא עולה על שנתיים, המיזוג המשלים איננו מציג בעיה מיוחדת ולכן אין צורך בהגנת המיעוט. ראה פרוקציה (לעיל, הערה 3), 581.

חלקו היחסי (pro-rata) בכמות המניות שיקנה המשתלט בשלב זה. בשלב המיזוג המשלים יכתיב המשתלט מחיר נמוך יותר לקניית שארית המניות. לפיכך, חישוב התמורה האמיתית שיקבל בעל-המניות בעסקה עלול להיות הממוצע המשוקלל של המחיר שישלם הרוכש בשני שלבי הרכישה. לכן הסכמת המשקיעים למכור את מניותיהם במחיר הננקב בשלב הראשון, מבלי שהם צריכים ליכולת הרוכש לכפות עליהם מחיר שונה כשלב השני – בטעות יסודה, ואין לראותה כהסכמה לתוכנית הרכישה הכוללת.⁴⁷

שנית, ועיקר, כל בעל-מניה מודע לאפשרות שהצעת הרכש עלולה להעביר לרוכש את השליטה הגם שהוא לא מכר את החזקותיו. מצב כזה עלול לפגוע בו משום שהרוכש יוכל לכפות עליו את המכירה בשלב המיזוג בתנאים הנופלים מתנאי הצעת הרכש. לפיכך, בעל-המניה מצוי במצב המכונה "דילמת האסיר": עליו לבחור בין קבלתה של הצעת הרכש הלא-כלכלית לבין דחייתה, תוך הסתכנות במכירה כפויה של המניות במחיר גרוע יותר. אם מספיק בעלי-מניות יבחרו באפשרות הראשונה מתוך חששם מפני התרחשותה של האפשרות השנייה, יתמש חששם – בבחינת נבואה המגשימה את עצמה – והרוכש ישלם על החברה במחיר נמוך, שמרבית בעלי-המניות, לו הדבר היה בידם, לא היו מסכימים לו.⁴⁸ יש להדגיש כי הלחצים האמורים, הנובעים מפיצול תהליך הרכישה לשני שלבים, מתעוררים כבר בשלב הראשון לעסקה ולכן הם פוגעים בכל בעלי מניות-המטרה, ולא רק במיעוט.

(ג) מיזוג בין חברות קשורות. חברת-אם ממנה בדרך-כלל את מנהליה כמנהלים בחברת-הבת. הללו חבים חובת זהירות ואמון לחברות האם והבת כאחד. אולם, בדרך הטבע, הם רואים את חובותיהם לנותני לחמם בחברת-האם כחובות מרכזיות שאינטרסיהם של בעלי מניות-המיעוט בבת טפלים להם.⁴⁹ מצב דברים זה מגביר את הצורך במציאת מדד אובייקטיבי להערכת שוויין של מניות-המטרה. ברם, מדד כזה קשה לאיתור במקרה של מיזוג בין חברות קשורות. ראשית, ההצעות שהוצעו לפתרון בעיית המיעוט במיזוג משלים מיידי (ראה הטקסט לעיל, ליד הערה 45), אינן מתאימות למיזוג בין חברות אם ובת. עקב חלוקת הזמן, המחיר שבו רכשה בזמנו חברת-האם את החזקותיה בבת אינו יכול להעיד על שווי המניות בעת המיזוג. שנית, גם מחיר השוק של המניות בזמן המיזוג אינו יכול לשמש מדריך נאמן לשוויין האמיתי, כיוון שבמחיר זה משתקפים השליטה בחברת-הבת

47 Brudeney & Chirelstein, "Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers" 88 *Harv. L. Rev.* 297, 336-337 (1974).

48 ניוחח עיוות זה והצעה למניעתו באמצעות התערבות חקיקתית בשלב הראשון – שלב הצעת הרכש – מצויים אצל Bebchuk, "The Pressure to Tender: an Analysis and a Proposed Remedy" 12 *Del. J. Corp. Law* (1987) 911. הצעתם של בבצ'ק ופרוקצ'יה להסדרת דיני רכישת חברות בישראל מטפלת בעיוות זה דרך השלב השני לעסקה – שלב המיזוג המשלים. לדעתם, יש למנוע את כפיית המיזוג על בעלי-המניות בשלב השני על-ידי הפקעת אישור העסקה מהאסיפה הכללית של חברת-המטרה והעברתו לאסיפת בעלי מניות-המיעוט בלבד. ראה פרוקצ'יה (לעיל, הערה 3), 589-588.

49 Brudeney & Chirelstein (לעיל, הערה 47), 298.

והשימוש החוקי והבלתי-חוקי שעשתה בה חברת-האם. כל הסתמכות על מחיר השוק של המניה מטיל על המיעוט בבת את עלות שליטת האם בה⁵⁰. האפקט המצטבר של סיכונים אלו, או, מזווית אחרת, היתרונות העומדים לרשות איש-פנים המעוניין לערוך מיזוג-חילוט עם חברה שבשליטתו⁵¹, מבהירים כי המיעוט עומד במצב נחיתות בלתי-הוגן המגדיל את הסכון לעריכת עסקה בלתי-הוגנת לפי כללים שיכתיב השולט. מצב זה מחייב את התערבות המחוקק להגנת המיעוט בכל העסקאות שתוארו⁵².

2. המיזוג כמקור סיכון לכל בעלי-המניות

המנהלים עלולים לעשות שימוש פסול בכוחם כאנשי-פנים בחברה על-ידי השתלטות עליה או על-ידי שיתוף-פעולה או הימנעות משיתוף-פעולה עם צד שלישי המעוניין לעשות זאת. במקרה הראשון, כמו במיזוג-חילוט, ניגוד האינטרסים, שבו מצויים המנהלים המהווים צד למיזוג, ודאי, באשר המנהלים עומדים משני צדי העסקה. לעומת זאת, במקרה השני לא טבוע ניגוד אינטרסים הכרחי, אולם הסיטואציה מעמידה את המנהלים בפני פיתוי חריג לניצול מעמדם, ומחייבת גם היא הענקת הגנה מיוחדת למשקיעים.

(א) מיזוג ביוזמת מנהלי-המטרה

בשנים האחרונות, עם פיתוחן של שיטות-מיזוג חדשות, התרבה מאוד מספר ההשתלטויות על חברות שהגורם העומד מאחוריהן הוא הנהלת המטרה⁵³. בעסקאות

50 Brudney & Chirelstein (לעיל, הערה 47), 306.

51 כל העסקאות מתאפיינות בכך שהמשתלט יושב משני צדיו של שולחן המשא-ומתן. שיטת המשפט המקובל מכנה מצבים אלו "self dealing" ומתמודדת עמם באמצעות כללי חובת האמון. ברם, כללים אלו אינם מסוגלים להגן על המיעוט במיזוג-חילוט: ראשית, תחולתה של חובת האמון במשפט המקובל על יחסים בין בעלי-מניות מצומצמת ביותר; ראה לעיל, הערה 22. שנית, גם אם יוחלו הכללים על בעלי-מניות, אין הם מספקים פתרון נאות:

In the present context those standards lack the clear contractual or statutory basis which they have, for example... in insolvency reorganizations. Possibly for that reason courts rarely have been able to extend fiduciary safeguards beyond the point of simple fraud.

Brudney & Chirelstein (לעיל, הערה 47), 298.

52 מסיבה זו המלומדים בבצ'ק ופרוקצ'יה בחרו שלא ללכת בסוגיא של מיזוג-חילוט בעקבות הדין האמריקני הפוזיטיבי, אשר ככלל איננו מציב מכשולים מיוחדים על דרך עריכתם של מיזוגי-חילוט ואיננו מציע הסדרים מיוחדים להגנת בעלי-המניות במצבים אלו — אלא בחרו לעצב הסדר מורכב המכיל פתרונות שונים לסוגים שונים של מיזוג-חילוט. חלק מהצעותיהם מובאות לעיל, בהערות 37, 46 ו-48 ולהלן, בהערה 96. להשלמת תמונת הצעתם ראה פרוקצ'יה (לעיל, הערה 3), 587-590.

53 בעבר, המשתלט הטיפוסי היה גוף כלכלי גדול ששאף להתרחב באמצעות רכישת השליטה בחברה קטנה ממנו. שוק השליטה פעל בעיקר בזירתן של חברות קטנות ובינוניות שרכישתן היתה אפשרית. בשנות השמונים התהפך הגלגל, והקונגלומרטים שנוצרו על-ידי גלי ההשתלטויות הקודמים הפכו מטרות לנסיגות השתלטות של חברות קטנות או אינדיבידואלים. לראשונה בתולדות שוק השליטה בחברות בארצות-הברית השוק מחפד באופן מלא במובן זה שכל החברות בארצות-הברית, כולל הענקיות והרווחיות שבהן, מהוות מטרות פוטנציאליות להשתלטות. ראה Coffee, "Shareholders

אלו, המכונות בארצות-הברית "Management Buyout" (להלן: M.B.O.),⁵⁴ מנהלי המטרה – בשיתוף משקיעים מוסדיים או בנקים להשקעות – מקימים חברה חדשה העורכת מיזוג עם המטרה. התמורה בעסקה, בדרך-כלל מזומן או התחייבויות של החברה החדשה, מאפשרת את סילוקו המלא של ציבור המשקיעים מהחברה. למשתלט אין החזקות משמעותיות במטרה עובר להשתלטות ובכך מיזוגים אלו נבדלים מהרכישות המוצעות על-ידי בעלי-מניות במטרה. בהפרטה, במיזוג משלים ובמיזוג בין חברות קשורות מטרת המיזוג היא להעניק לבעל-השליטה את הבעלות על שאר המניות בחברה (השליטה המלאה); ואילו ב-M.B.O. המיזוג נועד להעביר למנהלים את הבעלות על מניות-השליטה במטרה. ניתוח הסיכונים הצפויים למיעוט במיזוג המוצע על-ידי בעלי-המניות התמקד בחשש מפני השימוש שהאחרונים יעשו בשליטתם בחברה במהלך עסקת הרכישה. המנהלים, החסרים מקדמה זו במאבק על רכישת החברה, נהנים מיתרון אחר המסכן את בעלי-המניות במטרה – הכוח שהמשרה שהם מחזיקים בה מעניקה להם.

ניתוח ההבדלים בין מיזוג ביוזמת בעלי-מניות במטרה לבין מיזוג ביוזמת המנהלים יחדד את הבנת הסיכון הצפוי לבעלי-מניות ב-M.B.O. מחד גיסא, מצבם של בעלי-המניות ב-M.B.O. עדיף, שכן כאשר המנהלים מתמודדים על השליטה בחברה כל בעלי-המניות שותפים לאותה מטרה – מיקסום התמורה; ומושפעים מהעסקה באורח זהה – סוג התמורה וגודלה שווים. לפיכך נחסך מהמשקיעים הסיכון שניגודי האינטרסים ביניהם יוצרים במקרה של השתלטות על-ידי בעלי-מניות. מאידך גיסא, בניגוד למיזוג יזום על-ידי בעלי-מניות, המשתלטים ב-M.B.O. הם נושאי תפקיד במטרה החבים לה חובת אמון. בעלי-מניה פועל לקידום ענייניו ולכן נסיונו להשתלט על החברה איננו מגונה, ובלבד שיהא הוגן. לעומת זאת, מנהל איננו משקיע, אלא שכיר המקבל שכר כדי שיעסוק בקידום אינטרסים של אחרים, ולכן פנייתו לרכישת המניות מתוך אינטרס אישי מהווה שינוי פתאומי החורג מכללי המשחק. בעלי-המניות צופים, שחברת-האם תממש את שליטתה במטרה ותרכוש את מניותיהם, אולם אינם צופים מהלך רכישה מצד גורם מקצועי האמור להיות חסר-פניות כיחס לשאלת הבעלות בחברה.⁵⁵

1-7, *versus Managers: The Strain in The Corporate Web* 85 *Michigan L. Rev.* (1986) 1, הגל הנוכחי מתאפשר עקב פיתוחן של טכניקות-מימון חדשות המאפשרות לגוף חסר-משאבים פיננסיים להשיג הלוואות דמיוניות לצורך רכישת המטרה. מנהלי חברות ציבוריות הם בדרך-כלל שכירי החברה וחסרי-יכולת לממן את רכישתה ממקורות עצמיים. שיטת-המימון החדשה מאפשרת להם לסחור ב"אג"ח זבל" (junk bonds) – הלוואות בעלות סיכון גבוה המעניקות ריבית גבוהה למלווה – תוך שימוש בנכסי חברת-המטרה כבטוחות וכך להשיג את ההון הדרוש לרכישת הבעלות בחברה. לתיאור התופעה ראה *The Congressional Research Service for the House Subcommittee on Telecommunications, Consumer Protection and Finance, the Role of High Yield Bonds [Junk Bonds] in Capital Markets and Corporate Takeovers* (December 1985).

54 עסקאות ה-M.B.O. הן זן אחד ממגוון סוגי השתלטויות הממומנות על-ידי חוב והמכונות קנייה ממומנת (leveraged buyout, או בקיצור: L.B.O.).

55 כוחו של טיעון זה מתמעט ככל ששכיחותן של עסקאות M.B.O. גוברת והולכת.

מעמדה של ההנהלה בחברה יוצר סיכונים רבים לעיוות תהליך הרכישה לרעת בעלי-המניות. ההנהלה מחזיקה במידע פנים החסוי בפני בעלי-המניות ויכולה לנצל, בין היתר, לצורך קביעת העיתוי המדויק של הרכישה. להנהלה דרכים להשפעה על ערך מניות החברה⁵⁶. היא גם מוכשרת הרבה יותר מבעלי-החברה להעריך את שווי החברה לאשורו. זאת ועוד, המנהלים מקבלים שכר כדי שיפתחו חוש אינטואיטיבי, שאיננו מסתמך בהכרח על מידע הפנים, שיעמוד להם לצורך ניהול החברה עבור המשקיעים, אולם הם משתמשים בו נגדם. למעשה, בעלי-המניות מממנים את רכישת הסכין שאותו עלולים המנהלים לנערץ בגבם. יחידה מזו: בחברות ציבוריות עתירות-משקיעים יכולת ההתארגנות של בעלי-המניות חייבת להיות מנותבת דרך ההנהלה. לגוף האמורפי של המשקיעים אין כוח רצון משותף או ניסיון עסקי קולקטיבי ללא גיבושו על-ידי נבחיריו. לכן שליטת ההנהלה באורגני החברה משאירה את המשקיעים ללא דרך התאגדות לשם ניהול משא-ומתן עם ההנהלה ולמעשה מסרסת אותם כגוף. מצב דברים זה מאפשר לשכיר, במידה רבה של ודאות, להודיע למעבידיו שהוא מפסיק לעבוד עבורם ולוקח את מפתחות העסק עמו⁵⁷.

בין אם נסבור כי השתלטות המנהלים יוצרת יתרונות כלכליים⁵⁸ ובין אם נדגיש את הצד הפיננסי שלה, שאיננו יוצר רווח כלכלי⁵⁹, האיום המרחף על בעלי-המניות במטרה ברור: ההנהלה במטרה נושאת ונותנת עם עצמה כאשר מצד אחד היא מתפקדת כנציגת המוכרים, וככזו היא אמורה לנסות ולהשיג תמורה גבוהה עבור מניות המטרה; ומצד שני היא הקונה המנסה לרכוש המניות במחיר נמוך ככל שניתן. שיטת-המשפט המקובל הכתירה בעבר עסקאות אלו כ-"self dealing" ואסרה אותן⁶⁰. האיסור לא היה תלוי בהוגנות העסקה, משום שהשיטה המשפטית לא רצתה להעמיד את המנהל במבחן קשה שבו הוא אמור להעדיף את חובתו כמנהל

56 ההנהלה יכולה לגרום לירידת מחיר המניה בשוק על-ידי כיעור פניה הציבוריים של החברה (למשל: בדרך של הגזמה בהשקעות ארוכות-טווח המקצצות ברווחיה המידיים של החברה או בדרך של דיווח פסימיסטי בדו"חות החברה ובמגעים עם הציבור), על-ידי בזוז משאביה (חלוקת משכורות שמנות להנהלה ולעובדים), על-ידי הורדת כדאיות ההשקעה בה (הפסקת חלוקת דיבידנדים והכרת הנהג זוה כמדיניות לטווח ארוך), על-ידי אי-ניצול הזדמנות עסקית או דחייתה וכדומה. ראה L. Lowenstein, "Management Buyouts" 85 Col. L. Rev (1985) 730, 740.

57 ראה Lowenstein (לעיל, הערה 56), 739.

58 ההשתלטות הופכת את המנהלים ממקבלי משכורת לבעלי-הון בחברה. הגדלת האינטרס האישי של המנהלים בחברה מגבירה את התמריץ שלהם לשפר את כיוציה. ראה H. Deangelo, A. Deangelo & E. Rice "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth" 27 J. L. Econ. (1984) 367, 371-374. ההשתלטות גם פותרת חלק ניכר מהבעיות המתעוררות בחברה המודרנית עקב הפרדת השליטה מהבעלות.

59 החברה הרוכשת, שהוקמה אך ורק לצורך ההשתלטות, איננה חברה יצרנית ולכן מיוזגה עם המטרה לא יכול להיות מונחה על-ידי השיקולים הכלכליים הרגילים — כגון כיוור, רווחי איחוד עקב אינטגרציה אנכית או אופקית וכדומה — הגורמים לביצוע עסקאות לרכישת חברות. לניתוח שיקולים אלה ראה שטרן, "רכישת חברות — המניעים והערכות" מחקר משפט ח (תש"ן) 255.

60 לפסיקה אנגלית ראה 2 CH. 488 Transvaal Land Co. v. New Belgium Land Development Co. (1914). הכלל האנגלי התקבל בישראל בע"א 247/47 רפאל ב' פעיל, פס"ע א 250, פ"ד ב 57, פסקים א 68.

על טובתו האישית כמשקיע⁶¹. אולם המשפט האמריקני התרכך במשך השנים ובתהליך אבולוציוני החל לסגת מהאיסור הקטיגורי ולאפשר עריכת עסקאות שבהן המנהלים נמצאים בניגוד אינטרסים עם החברה⁶² תוך אימוץ אמצעים משפטיים שונים להגנת בעלי-המניות⁶³. גם הדין הישראלי מכיר בסכנה הצפונה בעסקאות הנגועות בניגוד האינטרסים ומתלבט אף הוא בעיצוב התנאים המגבילים המיוחדים שרק בהתקיימם תוכל להתבצע עסקה ממין זה⁶⁴.

ככלל, מצב של ניגוד אינטרסים בין המנהל לחברה מהווה סכנה לחברה ולבעלי-המניות, משום שבמקרה זה תמריציו של המנהל להעדיף את תועלתו האישית גדולים מהתמריצים שהשוק מעניק לו להתנהג באופן המשיא את רווחת החברה⁶⁵. מטרתה של חובת האמון המיוחדת למקרי self dealing שפותחה, כאמור, במשפט המשווה ושהדין הישראלי מתלבט בה ונוטה לקבלה, היא לחזק את תמריציו של המנהל להעמיד את אינטרס החברה בראש מעייניו. ברם, לדעתי, אין די בחובת האמון הרגילה של מנהלים ואף לא בתנאים המגבילים המיוחדים המוצעים בארץ ובחו"ל להכשרת עסקאות הנגועות בניגוד אינטרסים, כדי לבטל את תמריץ המנהלים להעדיף את טובתם האישית במקרה המיוחד של ניגוד אינטרסים בעסקת-מיזוג שהמנהלים יוזמים אותה ומהווים צד לה: מצד אחד, בעסקת-מיזוג העניין שלגביו מתעורר ניגוד האינטרסים מכיל למעשה את כל התכנים הכלכליים

61 ראה 103 U.S. 651 (1880) *Wardell v. Union Pacific R.R. Co.*. בישראל ראה ע"א 267/55 טוקטלי נ' "שמשון", פ"ד יא 1569. לדברים רומים הנאמרים בהקשר רחב יותר ראה א' ברק, "ניגוד אינטרסים במילי תפקיד" משפטים י (תש"ם) 11. ניתן לטעון, כי יישום הלך-חשיבה זה כפשוטו יוליך להטלת איסור על המנהלים לבצע כל עסקה עם החברה וימנע כל אפשרות לביצוע M.B.O. בישראל.

62 לחיזור התגמשות הכלל בארצות-הברית ראה *Marsh, "Are Directors Trustees? Conflict of Interests and Corporate Morality"* 22 *Bus. Law.* (1966) 35. כיום עסקאות הנגועות בניגוד אינטרסים מותרות בחוקיהן של מדינות מסוימות בארצות-הברית אם הן הוגגות לחברה ואם האינטרס הנוגד של המנהלים דוחק לחברה. ראה: *Special Project Note, "An Historical Perspective on the Duty of Care, The Duty of Loyalty and the Business Judgment Rule"* 40 *Vand. L. Rev.* (1987) 605, 624.

63 מעניין לגלות, כי למרות החששות הכבדים להרעת מצבם של בעלי-המניות כ-M.B.O., הניסיון האמריקני בעשור זה מצביע על רווחים משמעותיים לבעלי-מניות שמכרו את השקעתם בחברה למנהליה. *Lowenstein* (לעיל, הערה 56) ו- *Deangelo, Deangelo & Rice* (לעיל, הערה 58) מדוברים את הפרמיה ומציעים הסברים למקור הרווחים למוכרים ולקונים.

64 כך, למשל, סעיף 86 לפקודה מטיל על דירקטור שיש לו עניין אישי בעסקה של החברה חובה לדווח לדירקטוריון על עניינו בעסקה, אך הסעיף אינו מסדיר את היחסים שבין החברה והדירקטור בעקבות הגילוי. תקנה 80(5) לתוספת השנייה, שכידוע ניתן להתנות עליה, אוסרת על הדירקטור להצביע בכל עניין שבין החברה לבין חברה אחרת שהוא בעל-מניות בה. לסקירת נושא זה והצעה להסדרתו בישראל ראה פרוקצ'יה (לעיל, הערה 3), 338-348. בימים אלו הוגשה גם הצעת חוק לתיקון פקודת החברות, המציעה לבטל את סעיף 86 לפקודה והחותרת לקביעת מסגרת חדשה לטיפול במצבים של ניגוד אינטרסים. לפי ההצעה על נושא משרה בחברה להימנע מכל פעולה שיש בה ניגוד אינטרסים, אך החברה רשאית לאשר את הפעולה — בדרכים המפורטות בהצעה — אם נושא המשרה גילה לה את מהות עניינו האישי בפעולה ואם הוא פועל בתוס-לב ואין בפעולתו כדי לפגוע בטובת החברה. כמרכך מוצע לקבוע, כי נושא המשרה לא יצביע ואף לא יהיה נוכח בדיונים בעניין אישור פעולות שיש לו בהן עניין אישי. ראה הצעת חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 4), התש"ן-1990, הצ"ח 1981, ט"ז באדר התש"ן, 13 במרס 1990.

65 ראה פרוקצ'יה (לעיל, הערה 3), 344, הערה 30.

של החברה, שהרי מטרת המיזוג היא העברת עצם הבעלות בחברה למנהלים. היינו: תמריצי המנהלים להעדיף את טובתם האישית חזקים מהרגיל. מנגד, כפי שיוסבר בפרק הבא, מנגנוני הפיקוח של השוק⁶⁶ ושל האסיפה הכללית⁶⁷ על פעולות המנהלים לוקים באופן מיוחד – מעבר למגבלותיהם הרגילות במצבים סטנדרטיים של ניגוד אינטרסים – כאשר הם מנסים לרסן את התנהגותם של מנהלי חברת-המטרה בעסקת-מיזוג.

לפיכך, נראה שמיוזג ביוזמת מנהלי המטרה הוא דוגמא חמורה ומסוכנת במיוחד של ניגוד אינטרסים כאשר מול התמריץ המיוחד של המנהל להעדיף שיקולים זרים עומדים מנגנוני-פיקוח חלשים מהרגיל. לאור זאת נראה לנו, כי התרת מיזוגים שהמנהלים צד להם בישראל, ללא התערבות המחוקק להגנת המשקיע ומתוך הסתמכות על כללי חובת האמון הנהוגים במצבים של self dealing, עלולה להותיר את המשקיעים חשופים לעיוותים הרבים שתוארו לעיל, ויש בה סיכון רב.

(ב) מיזוג ביוזמת איש-חזן

האם בעלי-מניות העומדים בפני הצעת מיזוג של גורם חיצוני לחברה זקוקים להגנה מיוחדת מעבר ליכולתם להצביע באסיפה הכללית לאישור העסקה או לדחייתה? במבט ראשון דומה שהתשובה שלילית: כל בעלי-המניות מאוחדים למען השגתו של האינטרס המשותף המחמצה בהגדלת ערך התמורה שיקבלו במיזוג. גם משיעריך המיזוג, יושפעו ממנו כל המשקיעים באורח זהה, כיוון שאותה תמורה, מבחינת סוגה ומבחינת ערכה, תחולק לכולם. לכן הברלי הצבעה בין בעלי-מניות בדבר דרך התגובה למיזוג משקפים רק חילוקי-דעות מסחריים בדבר כדאיות העסקה, ולא ניגודי אינטרסים בסיסיים המעוררים חשש לקיומה של מזימה מתוכננת נגד חלק מהמשקיעים. זאת ועוד: ההנהלה איננה מעורבת כבעלת-הון במיזוג ולכן, לכאורה, היא מתפקדת כראוי כנציגת בעלי-המניות המנסה להשיג עבורם את התנאים הנוחים ביותר לכיצוע המיזוג. משא-ומתן המתנהל בין צדדים זרים חזקה עליו שניכר עסקה הוגנת עבור בעלי-המניות.

66 הטעון מובא במלואו ובהרחבה להלן, בסעיף 3.1. עם זאת, ראוי בהקשר הנוכחי למקד את השיעור באופן הבא: לכאורה ישועתם של בעלי-המניות מפני עריכת מיזוג אינטרסנטי ביוזמת המנהלים צריכה לבוא מכוחות השוק, אם המחזיר במיזוג המוצע עליידי המנהלים נמוך מערכה ה"אובייקטיבי" של המטרה, יומין המצב התערבות של משתלטים פוטנציאליים נוספים שיאבו לקנות את המטרה או את השליטה בה במחיר גבוה יותר. ברם, במציאות, סיכויי של תרחיש זה להתבצע אינם מבטיחים ותקוותם של בעלי-המניות להיבנות ממכר פתוח עתידה להיכזב. ההנהלה ודאי תרע לרפות את ידי הפונים אליה בהצעת מיזוג, שהרי בידה מסור כוח-הווטו למנוע את העסקה. ההנהלה גם לא תתקשה לחסום נסיונות לעוקפה על-ידי פנייה ישירה לבעלי-המניות בהצעת רכש: כפי שיוכרר להלן, בסעיף 3.1. ההנהלה יכולה לסכל את התפתחות המכר תוך שימוש בשלל טקטיקות-ההגנה המרובות העומדות לרשותה כנגד השתלטות עוינת. ההנהלה יכולה להקדים תרופה למכה ולנקוט טקטיקות-הגנה צופות פני עתיד – ראה (1973) 21 *Am. J. Comp. L.* "Advance Defensive Tactics Against Takeover Bids" Yoran, 531; או להגיב על נסיון ההשתלטות לאחר הכרתו – ראה *Cash Tender Offers* (1977). לאור זאת מסתבר, כי כוחות-השוק, ללא התערבות חקיקתית, משמשים משענת קנה רצון לבעלי-המניות.

67 ראה להלן, סעיף 2.1.

היינו: העיקרון הדימוקרטי, שאיננו מתפקד כיאות במצבים של ניגוד אינטרסים בין בעלי-מניות (ראה לעיל, סעיף 1.ג), משרת כיאות את המשקיעים כאשר מציע המיזוג הוא גורם חיצוני לחברה. גם ההפרדה בין השליטה לבעלות, ההופכת מסוכנת ביותר כאשר המנהלים מהווים צד לעסקה (ראה לעיל, סעיף 2.ג.א), איננה יוצרת איום מיוחד בעסקה זו. לפיכך, יש הסוברים כי הצבעת בעלי-המניות המאשרת את המיזוג נוסף, כמובן, על אישורו על-ידי המנהלים, הכפופים לחובת האמון הרגילה של המנהלים, די בהם כדי להעיד על כשרותו והוגנותו אף מבלי שיינקטו צעדים אחרים להגנת המשקיעים⁶⁸.

החוליה החלשה בראייה אופטימית זו של המיזוג על-ידי אנשי-חוץ היא חוסר-הבחנתה בפוטנציאל הגדול לעיוות הליכי המיזוג עקב מעורבותה המכרעת של ההנהלה בעסקה ועקב הפיתוי המיוחד במינו שהיא מציבה בפני המנהלים לניצול-לרעה של מעמדם. המציאות מלמדת, כי המנהלים יודעים להיבנות באופן לא-חוקי ממעמדם בחברת-המטרה בתרי אנפין: מחד גיסא, המנהלים נוטים לקבל הצעת מיזוג במחיר נמוך מהראוי ולהמליץ על קבלתה בפני המוכרים בתנאי שיוכח להם כי יקבלו בתמורה טובת-הנאה מהחברה המשתלטת⁶⁹. לחברה הרוכשת יש תמריץ ברור לקנות את שיתוף-הפעולה של הנהלת המטרה על-ידי חלוקת טובות-הנאה למנהלים אם עלות השוחד קטנה מההוצאות שיידרשו לשם רכישת השליטה כאשר ההנהלה מתנגדת לעסקה. התנגדות ההנהלה תאלץ את הרוכשים להעלות את מחיר ההצעה עד שהנהלה תתרצה או לפנות להצעת רכש, תוך סיכון כשלון ההשתלטות או לעליית המחיר עקב הצטרפותם של מעוניינים נוספים במטרה⁷⁰. ההסכמה הפסולה שבין הרוכשת להנהלת המטרה יכולה להיות מוסווית באורח מוצלח על-ידי חוזה-העסקה שמגנים שיוצעו למנהלים ושהרוכשת תוכל להצדיקם בתלותה בכישוריהם ובקשריהם של המנהלים הנוכחיים. מאידך גיסא, הנהלת המטרה עלולה להתנגד להצעת מיזוג נדיבה מנקודת-מבטם של בעלי-המניות ורצויה עבור החברה, עקב חששה כי תועבר מתפקידה על-ידי הבעלים החדשים של החברה. בשני המקרים, למרות חזותה כעסקה עם צד

68 האבחנה בין מיזוג עם אנשי-פנים לבין מיזוג עם רוכש חיצוני (arm's length merger) מקובלת על American Law Institute, *Principles* (לעיל, הערה 31), 1358-1357; על ה-Brudney & Chirelstein (לעיל, הערה 3), 3-6 (1985) *Transactions in Control*; *Analysis and Recommendations of Corporate Governance*; ועל המלומדים בבבצ'ק ופרוקצ'יה (לעיל, הערה 3). ברם, בעוד שבארצות-הברית ההסתמכות על הצבעת בעלי-המניות במקרה של מיזוג עם אנשי חוץ מניחה שנוסף על האישור הנדרש באסיפה הכללית יעמוד לרשות בעלי-המניות גם הסעד המסורתי הנוסף של הערכה (לתיאורו של סער זה ראה להלן, פרק ה.1), הרי שהמלומדים הישראלים משתיחים את הגנת בעלי-המניות על אישור האסיפה הכללית ללא פריסת רשת ההגנה הנוספת שבסער הערכה.

69 ראה, לדוגמא, 332 F. Supp. 544 (1971) *Feit v. Leasco Data Processing Equip. Co.*; בעיה דומה מתעוררת כאשר ההנהלה מחווה את דעתה באשר לכדאיות הצעת רכש; ראה *Singer v. Magnavox*, 380 A.2D 969 (1977). חריפות הבעיה בהצעת רכש קטנה במיזוג, כיוון שבמיזוג למנהלים מוצע כח-רוטו, ואילו הצעת הרכש מופנית ישירות לבעלי-המניות ולכן כוח המנהלים להשפיע על קבלת ההצעה איננו מובטח.

70 לספרות המנתחת תמריצים אלו ראה Brudney & Chirelstein (לעיל, הערה 46), הערה 92.

שלישי, העסקה נגועה בניגודי אינטרסים של ההנהלה, ותוצאתה הכלכלית איננה אופטימלית.

לאחר שמיקמנו את אינטרס ההנהלה בהליך שלו אין היא צד פורמלי, יש לברר את יכולתה להגשים אינטרס זה. שני הצדדים הפורמליים למיזוג – החברה הרוכשת וחברת המטרה – חייבים לתצל את משאם ומתנם דרך הנהלת המטרה. הצלחת המיזוג מותנית וקשורה בטבורה לעמדת ההנהלה הן משום שנדרש אישורה הפורמלי של ההנהלה לעסקה⁷¹ הן משום ששליטתה המעשית של ההנהלה על האסיפה הכללית יכולה להשפיע באופן משמעותי על ההחלטות המתקבלות על-ידי בעלי-המניות. אמנם, בידי האחרונים זכות המלה האחרונה באשר לקבלת הצעת-המיזוג או לדחייתה, אולם מאחר שבדרך-כלל הם לוקים בחוסר-מידע, בחוסר-הבנה, בחוסר-משאבים ובקונפורמיות, הדבר משחק דרך קבע לידיה של ההנהלה המעבירה החלטות כרצונה⁷². בכך אין רבותא גדולה כיוון שמעמדה המיוחד של ההנהלה מעניק לה כוח דומה לא רק בעת שינוי אורגני כמו מיזוג, אלא גם בכל היבטי קיומה של החברה. אכן, המציאות המסחרית, המכירה בעובדת ריכוזה של יכולת ההחלטה באופן מכריע בידי ההנהלה, מפעילה עליה כגוף ועל חבריה כיחידים לחצים פנימיים וחיצוניים לעשות שימוש אינטרסני בכוחם ולכן, כמשקל-נגד הרתעתי, הוטלה עליהם חובת אמון הנאכפת באמצעים משפטיים⁷³. נוסף על הפיקוח המשפטי, כוחות-השוק מעריכים ושופטים ללא הרף את תפקוד ההנהלה והם אמורים להתריע ולשמש כלב-שמירה כנגד פעולות ההנהלה הפוגעות בחברה ובמשקיעים. ברם, לדעתי, מיקומו המיוחד של המיזוג במסכת-חייה של החברה מרפה באורח רציני את כוח-ההרתעה של אמצעים אלו כלפי המנהלים בעת מיזוג ולכן מגביר את פגיעותם של בעלי-המניות⁷⁴.

כאשר לצדדים לעסקה מערכת-יחסים מתמשכת, ציפייתם ותקוותם להמשך היחסים והחשש כי מסחר לא-הוגן מצדם יגרם להפסקת היחסים או לפעולת-תגמול משפטית או מסחרית על-ידי הצד-שכנגד בעסקה, מהווים גורם מרתיע ומרסן מרכזי מפני הפרת כללי המשחק. כך, למשל, כאשר מנהלי החברה מנהלים משא-ומתן

71 ראה לעיל, הערה 10.

72 תלותה של האסיפה הכללית בהנהלה היא כמעט מושלמת. לבעלי-המניות אין בדרך-כלל מדיום מקשר עם המציאות העסקית של החברה ועם סביבתה הכלכלית, זולת ההנהלה. האסיפה מקבלת החלטות על סמך מידע שהנהלה אוספת ובוררת עבורה ובהתבסס על ההצרכות המקצועיות של ההנהלה. המשקיעים גמצאים דרך קבע במערה האפלטונית והמציאות מצטיירת לעיניהם דרך צללים שהנהלה בוחרת להציג לפניהם. ככל שהחברה גדולה יותר, כך גם גרל חוסר-האונים והתלות של בעלי-המניות בממסד המנהל את רכושם. Wall Street Rule הוא הכינוי שהעגה האמריקנית בחרה לציון העובדה שבעלי-המניות מצביעים באופן כמעט אוטומטי לאישור הצעות והמלצות של המנהלים. ראה, Nader Green & Seligman, *Taming the Giant Corporation* (1976) 90; וכן ראה גם הטקסט לעיל, ליד הערות 56 ו-57.

73 לניתוח כוחה הפיקוחי של חובת האמון ראה Davis, "Judicial Review of Fiduciary Decision making – Some Theoretical Perspectives" 80 NW. U. L. Rev. (1985) 1.

74 לניתוח דומה ביחס למקומה המיוחד של הצעת רכש בחייה של חברה ולהשלכות שיש לכך על ניגוד האינטרסים שבעסקה ראה Gilson, "A Structural Approach to Corporations – The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers" 33 Stan. L. Rev. (1981) 819, 834–840.

עם ספק של החברה, עם בנק מלווה או עם לקוח שלה, קיימת הנחה מסחרית סבירה שהתמריץ של כל אותם הסוחרים עם החברה לעשות זאת בהגנות גדל עקב רצונם להמשיך בפעילות מסחרית עמה. גם מנהלי החברה יהססו מפני העדפת טובתם על-פני האינטרס של החברה, כיוון שהם מצפים להמשיך בתפקידם גם לאחר השלמת העסקה והם יחששו מפני תגובתם של שווקי המוצר, ההון, הניהול והשליטה לפעולותיהם הלא-כשרות, אשר בהכרח ישתקפו ברווחי החברה ובמחירי מניותיה⁷⁵; ברם, המיזוג שונה מפעולות משפטיות אחרות בחיי חברה בהיותו פעולה דרסטית חד-פעמית אשר הצדדים לו אינם מתכננים ואינם יכולים לחזור עליו. ראשית, החברה המשתלטת משיגה בדרך-כלל את כל שביקשה עם השלמת המיזוג, ואין היא מצפה להמשיך מגע עסקי עם בעלי-המניות במטרה⁷⁶. ברור כי מבחינתה, לפחות ביחסיה עם המטרה, איבד גורם מרסן זה כל משמעות. שנית, הקורבנות הפוטנציאליים לעיוות תהליך המיזוג – בעלי-המניות במטרה – מורחקים מהחברה עם השלמת העסקה ולכן הם מאבדים במידה ניכרת את היכולת לשפוט את טיבה ואת כשרותה של העסקה לאור ביצועי החברה בעתיד. טיעון זה תקף במיוחד במקרה שכתוצאה מהמיזוג, החברה הופכת לחברה פרטית. שלישית, ועיקר, המיזוג הוא עסקה סופית גם מבחינתם של המנהלים במטרה. המנהלים עלולים לנצל את עמדת-הכוח שחוקי המיזוג מעניקים להם, כיוון שלאחר ביצוע המיזוג הם בדרך-כלל לא ימשיכו בתפקידם במטרה, או לחילופין הם ימשיכו לנהל את החברה עבור הרוכשים, שותפיהם למרמה. נקודה זו, הנראית טריביאלית במבט ראשון, חשיבותה מרובה לצורך הבנת כשלון פעולתם של כוחות-השוק על מנהלי המטרה, ולכן אטפל בה בפירוט בהמשך בסעיף ד.3(ג).

בבואנו לשקול את היקף ההגנה שלה ראוי בעלי-המניה, עלינו להתחשב לא רק ברמת הסיכון שהמנהל יבגוד בשולחיו, אלא גם בסוג ובהיקף הנזק שייגרם לבעל-המניה. המיזוג מהווה התערבות טראומטית במהלך חיי ההשקעה והמשקיע כאחד. כפי שהוסבר לעיל, מיזוג שתמורתו מזומנים כופה הפסקת השקעה ומימוש, בניגוד לרצון המשקיע המתנגד לו, במחיר ובעיתוי המוכתב למשקיע לפי נוחיותו של המשתלט⁷⁷. מאחר שמדובר במכירה של כל החברה, סביר להניח שהיקף העסקה, וממילא היקף הנזק הפוטנציאלי, עולה על המקובל בעסקאות סטנדרטיות. זאת ועוד: לעסקה הכפויה עלולה להיות השלכה מעבר לשאלת הוגנותו של המחיר, מאחר שמימוש ההשקעה עלול להטיל חבות מס על המשקיע. הקלת ביצועו של מיזוג פוגעת בגמישותו של המשקיע בתכנון המעורך הכללי של השקעותיו,

75 לחיזור דרך תפקודם של שווקים אלו ראה J.C. Coffee, "Regulating the Market for Corporate Control – A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance" 84 Colum. L. Rev. (1984) 1145, 1234–1238.

76 בעלי-המניות בחברה ציבורית הם בדרך-כלל אסופה מקרית של משקיעים שאינם מאוגדים מחוץ למסגרת החברה.

77 החשש המתואר לעיל בהקשרה של עסקת M.B.O. (ראה לעיל, ליד הערות 55–57), שהנהלה תנצל את מעמדה בחברה לטובתה-היא על חשבון טובת החברה ובעליה, קיים, בשינויים המתויבים, גם כאשר הנהלה איננה צד ישיר למיזוג, אולם יכולה להשפיע על מהלכו. לכן חלק ניכר מהצורך להגנת המשקיעים שנחשף בדיון לעיל, בסעיף 2.ג(א), רלבנטי גם בעסקת-מיזוג עם צד שלישי.

באשר היא מגבירה את חוסר-הוודאות בתכנון המס שלו. יתירה מזו: גם כאשר הסכם-המזוג קובע, כי התמורה בעסקה תהיה במניות החברה השורדת, הנוק למשקיע חורג מגבולות שאלת המחיר שקיבל עבור מניותיו. אמנם, שיטות-משפט המעוניינות לעודד רכישת חברות נוהגות לראות במניות המועברות המשך ההשקעה הקודמת ולכן הן פוטרות את המשקיע מתשלום המס, אולם גם מזוג "מתחשב" זה מתערב באורח בוטה בהשקעת בעל-המניה. המשקיע עלול למצוא את עצמו נאנס להיות מעורב בהשקעה לפי תנאים שלא הסכים להם בחברה המנוהלת על-ידי מנהלים שאינם זוכים לאמונו והעוסקת בהתמחות שאיננו מבין בה או שאיננו מאמין בסיכוייה העסקיים או שהוא מתנגד לה אידיאולוגית⁷⁸.

כללו של דבר: על-אף חזותה המרגיעה של עסקת-מזוג הנערכת ביוזמת איש-חזק, גם כה, כמו בשאר הסיטואציות שנמנו כפרק זה, חבוי פוטנציאל חמור לפגיעה מהותית בזכויות המשקיעים. הכוח לממש פוטנציאל זה שמור בידי הנהלת חברת-המטרה העלולה לעשות שימוש פסול במעמדה ובשליטתה בתהליכי ההצבעה הדימוקרטיים בחברה. שליטתה המלאה של ההנהלה בעסקה, האינטרס האישי הגדול שיש לה בקיומה או במניעתה, היות העסקה חד-פעמית וסופית באופן המעניק למנהלים חסינות יחסית מפני סנקציות של כוחות-השוק והיקפו הגדול של הנוק העלול להיגרם למשקיעים – כל אלה מחייבים פיתוח אמצעים מיוחדים להגנת בעלי-המניות מפני המנהלים גם כאשר יוזמת המזוג מקורה באנשי-חזק.

ד. הגנת בעלי-המניות – כשלון האמצעים המקובלים

כאמור, בעלי-המניות בחברת-המטרה חשופים לשתי צורות של עיוות כוחם של המנהלים בעת ששאלת מזוג החברה עולה על הפרק. כשהצעת המזוג הוגנת, עלולים חברי הדירקטוריון לדחותה מתוך מניעים אישיים, הזרים לטובת החברה; ובמקרה ההפוך, כשהצעת המזוג איננה מספקת, עלול הדירקטוריון להביא לקבלתה מתוך אותם מניעים לא-כשרים. להלן אסקור את המכלול המצומצם של דרכי הפיקוח על פעולות המנהלים, שמקורן בדיני-החברות הנוהגים בארץ או בדרך תפקודו של שוק-השליטה בחברות בישראל, ואבדוק את התאמתן למשימה

78 לכאורה כעל המניה בחברה ציבורית יכול להתגבר בקלות יחסית על סוג זה של התערבות בהשקעתו, וזאת על-ידי מכירת המניות שקיבל בשוק והשקעת התמורה לפי שיקול-דעתו המסחרי. אולם אלטרנטיבה זו איננה פותרת את מצוקתו של המשקיע: ראשית, המכירה עלולה להיות ממוסה כהשקעה שמומשה; שנית, אם המשקיע מחזיק אחוז לא-מבוטל ממניות החברה או אם מספר בעלי-מניות המחזיקים יחדיו באחוז כזה מעוניינים לצאת מהשקעתם הכפויה על-ידי פנייה לשוק, הדבר עלול לגרום ליירידת ערך המניה עקב עודף היצע; שלישית, בנקודת-זמן רבות מחיר השוק של המניה מושפע מגורמים חיצוניים לחברה ואיננו משקף את ערכה האמיתי ולכן הבורסה איננה מבטיחה למשקיע דרך מוצא הוגנת מהחברה; רביעית, ישנם סוגים של בעלי-מניות שאינם רשאים למכור מניותיהם בשוק מסיבות שונות, כגון היותם בעלי מידע-פנים וכדומה. חלק מנימוקים אלו והסברים נוספים הניעו את מנסחי ה-MBCA להעניק סעד של הערכה גם לבעלי-מניות בחברות הנסחרות בבורסה. ראה "Consult Changes in the Model Business Corporation Act Affecting Dissenters' Rights – A Report of the Committee on Corporate Laws" 32 Bus. Law. (1977) 1855, 1862-1863.

של פיקוח על תהליך קבלת ההחלטות של המנהלים העומדים בפני סיטואציה של מיזוג אפשרי של החברה שבניהולם. לאחר שפרק זה יבהיר את קוצר-ידן של דרכי הפיקוח הללו, יעסקו שני הפרקים הבאים בניתוח הפתרונות האפשריים לבעיה זו, תוך הבחנה בין שתי צורות העיות של הליכי המיזוג שהוזכרו לעיל.

1. חובת האמון של המנהלים

דרך הפיקוח המקובלת במשפט הישראלי על פעולות המנהלים נעזרת בפיקוח שיפוטי חיצוני על התהליך הפנימי של קבלת ההחלטות בחברה. הפיקוח מתבצע באמצעות קביעתן של נורמות התנהגות, המקובצות תחת הכותרת "חובת אמון", אשר הפרתן מטילה סנקציות על מנהלים החורגים מנורמות אלו. לדעתי, חובת ההתנהגות של המנהלים, כפי שפותחו במשפט המקובל ואומצו בפסיקה הישראלית, אינן מסוגלות, כשלעצמן, לספק הגנה יעילה לבעלי-המניות בחברה מתמזגת. כאמור, חובות אלו גובשו בשיטה משפטית שלא הכירה במיזוג ולא התירה לחברה לכפות את מכירת המניות על בעליהן. היסטורית, חובות האמון של המנהלים נועדו לגשר על הפער, שבין בעלי-ההון והשולטים בו בשיטה משפטית שאסרה על המנהלים להימצא במצב של ניגוד אינטרסים⁷⁹, אולם ניגוד האינטרסים מאפיין כל מיזוג חברות מודרני⁸⁰ ואין דרך להימנע ממנו⁸¹. ניגוד האינטרסים נובע מהעובדה,

79 ראה הטקסט לעיל, ליד הערות 60 ו-61.

80 כאשר בעלי-המניות (לעיל, סעיף 1.1) או המנהלים (לעיל, סעיף 2.2.א) יוזמים מיזוג, ניגוד האינטרסים ברור לכאורה. כאשר המיזוג נערך עם צד שלישי, חזות העסקה כשרה, אולם מהותה נגועה באותה בעיה. ראה הטקסט לעיל, ליד הערות 69 ו-70. בעסקת-מיזוג אין דרך להכשרת ניגוד האינטרסים על-ידי מנהלים שאינם נגועים בו, כיוון שניגוד האינטרסים נובע מעצם ההחזקה בתפקיד, ולכן כל המנהלים נגועים בו. להלן, בפרק 2.2, יובהר, כי גם אישורם של בעלי-המניות אין בו כדי להכשיר את ניגוד האינטרסים עקב שליטת המנהלים בחברה ציבורית על תהליך ההצבעה באסיפה הכללית וחוסר-העניין של המשקיעים מקרב הציבור בנעשה בחברה. ראה F. Easterbrook & D. Fischel, "Voting in Corporate Law" 26 J. L. Econ (1983) 395, 396, 402-403, 419-420.

81 עד כה הנחתנו, כי האינטרסים של המנהלים והדירקטורים זהים (ראה לעיל, הערה 28), ולכן סברתי כי הסיכון המאיים על בעלי-המניות איננו יכול להיות מוקהה כעזרת הפיקוח של הדירקטוריון על ההנהלה. עם זאת, ראוי לברר האם העברת ההכרעה בדבר הצעת המיזוג לידיהם של דירקטורים חיצוניים, שאינם בעלי-משרה בחברה, פותרת את שאלת ניגוד האינטרסים והגנת בעלי-המניות. שאלה זו מחייבת חקירה רצינית, החורגת ממסגרת מאמר זה, בשאלת כוחו של הדירקטוריון לפקח באופן אמיתי על המנהלים ובשאלת משמעות הכללתם של דירקטורים מטעם הציבור בדירקטוריון. הניסיון האמריקני מלמד כי כמה בתי-משפט בדלוואר מעניקים, בהקשרים שונים, משקל מיוחד לדרך הצבעתם של הדירקטורים החיצוניים מתוך הנחה שהם אינם נגועים בניגוד אינטרסים. ראה, למשל, Polk v. Good, (1986) 507 A.2D 693, 696; A.2D 531, 537. Puma v. Marriott, (1971) 283 A.2D 693, 696; A.2D 531, 537. אולם בתי-משפט אחרים נוקטים עמדה שונה, שלפיה גם לדירקטורים החיצוניים יש אינטרס ברור בעמדת החברה כלפי ניסיון ההשתלטות. הדירקטורים הללו אינם מוגנים מפני השאיפה הטבעית להמשיך במילוי תפקידם במטרה, הם מיוודים עם הדירקטורים בעלי-המשרה בחברה ולא בנקל יצביעו נגדם, הם נבחרים לתפקידם בדרך-כלל על-ידי הדירקטורים שאת החלטותיהם הם אמורים לבקר, והעיקר: הכרתם את עסקי החברה קלושה ונופלת מזו של הדירקטורים הפנימיים ולכן הם נוטים להסכים עם הערכות האחרונות. ראה Dynamics Co. of Pease, Am. v. CTS Co., 794 F.2D, 250 (1986), 107, S. CT. 1637 (1987). "Outside Directors: Their Importance to the Corporation and Protection from Liability" 12 Del. J. Cor. (1987) 25.

שלמנהלים ניתן כוח להטיל וטו על העסקה שתביא להיעלמות החברה שבה הם משרתים, וזאת על-ידי דחייתם את הצעת המיזוג החוסמת את הדרך בפני הצגתה לאסיפה הכללית⁸². האינטרס שלהם בשמירת מקום עבודתם – אינטרס הנמדד בכסף⁸³, ביוקרה⁸⁴, בעמדת-כוח⁸⁵ ובצורך בביטחון⁸⁶ – עומד בניגוד ברור להצעת המיזוג שאישורה תלוי בהסכמתם. מציע המיזוג צר לעובדה, שהצעתו חותרת תחת פסאם של המנהלים ולכן הוא עלול לנסות לרצותם בגמול מיוחד אשר ינוכה מהתמורה שיקבלו בעלי-המניות במיזוג.

בהקשר הרחב של יחסי שולח-שלוח קיימת אסכולה הגורסת, כי החלתם של כללי פיקוח משפטיים מסורתיים אין בה כדי לפקח באופן נאות על פעולת השלוח ואין היא מעניקה ביטחון סביר שהוא יפעל לטובת האינטרס של השולח. לפיכך, ספרות כלכלית עניפה מנתחת את דרך פעולתם של מוסדות אחרים, חוץ-משפטיים, התורמים להשגת מטרה זו⁸⁷. במקביל, בהקשרם של דיני-החברות⁸⁸, מתפתחת והולכת ההכרה כי חובת האמון המסורתית אינה יעילה דיה להגנת בעלי-המניות⁸⁹ וכי ישועתם של הללו חייבת להימצא באמצעי-פיקוח נוספים שכוחות כלכליים שונים מפעילים על מנהלי החברה. ברם, אף שכוחות אלו עשויים להועיל לשם הבטחת סטנדרט-התנהגות ראוי של מנהלי החברה בהקשרים מסוימים, הדיון בסעיף ד.3 להלן ילמד, כי אין להסתמך על כוחם הפיקוחי לשם הסדרה נאותה של סיטואציות של שינויים מבניים בחברה וכי אין להניח שהם ימלאו תפקיד מכריע בהגנת בעלי-המניות בחברת-המטרה במיזוג מפני הפרת חובת האמון של המנהלים. בהעדר תפקוד של כוחות-השוק, כוחה של חובת האמון לפקח על מנהלים הנמצאים במצב בלתי-נמנע של ניגוד אינטרסים הוא דל.

- 82 ראה לעיל, הערה 11.
- 83 המנהלים לא יוכלו למצוא בנקל תחליף שווה-ערך למקום-עבודתם הקודם, משום שהתנסות ניהולית קשורה בהרבה מקרים בצבירת ידע, בניסיון ובהתמחות שאינם ישימים בחברה אחרת.
- 84 השתלטות על חברה כמוה כהצבעת אי-אמון של השוק בהנהלת-החברה. בשוק משוכלל, מניע מרכזי להשתלטות הוא אמונת הרוכש שהנהלת-החברה איננה מצליחה למצות את הפוטנציאל הטמון בה.
- 85 ראה Gordon, *Business Leadership in the Large Corporation* (1961) 305–307; Eisenberg, *The Structure of the Corporation* (1976) 26, 30–34.
- 86 ראה Maurer, *Great Enterprise* (1955) 150–151.
- 87 Pratt & Zeckhauser, "Principals and Agents: An Overview", In: *Principals and Agents – The Structure of Business* (Pratt & Zeckhauser eds., 1985) 1.
- 88 לצורך הדיון כאן אין נפקות לשאלה המעסיקה מלומדים ישראלים, האם יש לאפיין את מערכת-היחסים בין המנהל לחברה כמערכת-יחסים הכפופה לדיני-השליחות או שמא אפינו המרכזי של המנהל הוא כאורגן ולכן מערכת-יחסיו עם החברה מוסדרת בראש-ובראשונה על-ידי התורה האורגנית. לעניין זה ראה סדרת המאמרים של ג' פרוקצ'יה, "חוק השליחות, תשכ"ה-1965 ומנהלי החברה" עיוני משפט א (תשל"א) 234; א' ברק, "חוק השליחות ותורת האורגניזם" עיוני משפט ב (תשל"ב) 302; ג' פרוקצ'יה, "חוק השליחות ומנהלי החברה (מס' 2)" עיוני משפט ב (תשל"ב) 627.
- 89 פישל מרחיק לכת בעמדה זו וטוען, שבעלי-המניות אינם זקוקים להגנה באמצעות כללי אחריות של מנהלים, משום שהסנקציות שכוחות-השוק מפעילים על המנהלים תשגנה את התוצאה המקוּוּה. לדעתו, חובות האמון מיותרות ומזיקות. ראה Fischel, "The Corporate Governance Movement" 35 *Vand. L. Rev.* (1982) 1259, 1287–1290.

זאת ועוד: הצלתו של הפיקוח על המנהלים באמצעות חובת האמון תלויה ביעילותה של אכיפת הפיקוח. אכיפת הבקרה השיפוטית תלויה במילויים של שני תנאים מצטברים: חשיפתה של הפרת החובה ונחישותו של בעל הזכות, שכנגדה החובה, לאכוף את החובה. ברם, הסיטואציה המיוחדת של מיזוג מציבה מכשולים רציניים בדרך לקיום התנאי הראשון, והמציאות של החברה הציבורית פוגמת בסיכויי הגשמתו של התנאי השני, ולכן מוטל צל כבד על יעילות הגנתם של בעלי-המניות בחברה ציבורית באמצעות חובת האמון כנגד הכרעות ההנהלה בעסקת מיזוג.

ראשית, חסרונן של בקורות השוק הבסיסיות על תגובתם של המנהלים להצעת המיזוג, שיוסבר להלן בסעיף ד.3, בצירוף ליכולת המנהלים להכשיל כל עסקה אלטרנטיבית שכוחות-השוק יבקשו לבצע, מקטינים את יכולתם של בעלי-המניות לאתר הפרת חובה של מנהלים.⁹⁰

שנית, גם בעלי-המניות החושדים כמניעתם של המנהלים יהססו לפנות לעזרת בית-המשפט. הפנייה לבית-המשפט כרוכה בהשקעת משאבים במונחים של ממן⁹¹ ושל זמן. בעל-המניה התובע מסתכן בכשלון תביעתו, וממילא – במימונה, כאשר ההכרעה בשאלה מושפעת באופן מכריע מניתוח עובדתי שקשה לצפות את גישת בית-המשפט אליו, ומשום שסטנדרט ההתנהגות להפרת החובה מעורפל⁹². זאת ועוד: בחברה שמניותיה מפורזות בציבור, לא ישתלם למשקיע בעל אינטרס קטן ליזום פנייה דו-קישוטית לערכאות, כאשר הוא לבדו נושא בחלק מעלויות ההליך ובסיכון לעלויות נוספות במקרה של כישלון, בעוד שרווחיו האישיים מאכזפת חובת ההתנהגות על המנהלים מצומצמים לחלקו היחסי בחברה⁹³.

הפקדת הפיקוח על המנהלים בידי בתי-המשפט עושה עוול לכל הצדדים המעורבים ולמערכת בכללותה. השופט איננו מוכשר לבחון רטרואקטיבית החלטות ניהוליות. חסרים לו הניסיון המסחרי, המומחיות, המידע ולעתים – גם הכישרון, שיאפשרו לו להיכנס לנעליו של המנהל ולקבוע אם טיב החלטתו סתרה את חובתו. חסרונות אלו בולטים כאשר ההתנהגות הנבחנת איננה עוסקת בהחלטה ניהולית שגרתית אלא בשינוי מכריע הנוגע לעצם קיומה של החברה והמחייב שיקול-דעת מסחרי מקיף ביחס למכלול עסקי החברה והשוק שבו היא מתפקדת. גלגול ההכרעה בנושאים מקצועיים, מתוחכמים וייחודיים לחברה, לפתחו של בית-המשפט, תעלה

90 בעסקה סטנדרטית תגובת כוחות-השוק מעניקה לבעלי-המניות בסיס להערכת הוגנות פעולתם של המנהלים; אולם במיזוג – כפי שיובהר להלן – כוחות אלו עלולים להיות משותקים ולכן מתעורר החשש שבעלי-המניות לא יבחינו בחוסר נקיין-הכפיים של המנהלים.

91 ראה מאמרו של Peckham, "A Judicial Response to the Cost of Litigation: Case Management, Two Stage Discovery Planning and Alternative Dispute Resolution" 37 Rutgers L. Rev. (1985) 253.

92 ראה Davis (לעיל, הערה 73), 55.

93 בעיה זו מוכרת בארצות-הברית כ-"Free Rider Problem". ראה, למשל, מאמרו של Levmore, "Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings" 92 Yale L. J. (1982) 49. לדין בשאלה זו ובהצעה לפתורונה באמצעות מתן תמריץ לבעל-מניות התובע בתביעה נגורת, ראה פרוקציה (לעיל, הערה 3), פרק 27.

לקופת הציבור בממון כבד, ואין להניח שתניב תוצאה "נכונה" במידה המצדיקה השקעה זו.

אי שביעות-הרצון מחובת האמון איננה מוגבלת רק למקרי מיזוג⁹⁴, אולם בהקשרו של המיזוג, שבו נפגמת, כאמור, לא רק המוטיבציה של בעלי-המניות לפקח על המנהלים או על בעלי-המניות הנגועים בניגוד אינטרסים, אלא גם היכולת שלהם לעשות זאת – נראה לי שחובת האמון איננה יכולה, כשלעצמה, לעמוד למיעוט כהגנה מפני עיוות ההליך. שיקולים אלו, בהצטרפם למסקנת הפרק הקודם שלפיה הסיכון שהמיזוג מציג לבעל-המניה חורג מרמת הסיכון המקובלת בחייה היומיומיים של חברה, מבהירים כי אין להסתפק באמצעי ההגנה הרגילים, קרי: חובת האמון שהדין מעמיד לרשות המשקיע, כנגד שימוש פסול שעלול המנהל או בעל-המניות המעוניין לעשות בכוחו.

2. אישור בעלי-המניות

שיטות-המשפט המאפשרות עריכת מיזוג דורשות את הבאתה של הצעת המיזוג להכרעת האסיפה הכללית כטרם תבוצע העסקה, ובעלי-המניות יחויבו להעביר את מניותיהם לחברה התוקפת⁹⁵. דרך פיקוח זו על תפקוד המנהלים שונה מחובת האמון באופן עקרוני, משום שהיא מסתמכת על המבנה הפנימי של חלוקת הסמכויות בחברה ואינה נזקקת להתערבות גורמים חיצוניים.

כלל ההכרעה הנדרש לצורך אישור המיזוג מעוצב כשיטות-המשפט השונות לפי השקפת-עולמן ביחס לתוכן ההסדר הדימוקרטי שיש לאכוף על המשקיעים ובהתחשב ברקע העוברתי להצעת המיזוג. כך, למשל, חוקי המדינות בארצות-הברית מתחבטים בין כלל הכרעה של רוב פשוט של המניות המשתתפות בהצבעה או של כל המניות המוצעות, לבין כלל המבקש את אישורם של שני שלישים מציבור המצביעים⁹⁶. כמו-כן, במקרה של מיזוג ביוזמת בעלי-מניות, יש הגורסים כי אין להביא במניין את קולם של יוזמי המיזוג, כך שאישור העסקה מותנה בהצבעתם התומכת של רוב מקרב בעלי-המניות שאינם קשורים ליוזמת המיזוג⁹⁷. מנגד, אחרים

94 דיון במהותה של חובת האמון חורג ממסגרת מאמר זה. לביקורת על התאמת תוכן החובה בארצות-הברית למקרי מיזוג או ניגוד אינטרסים ראה Johnson & Seigel, "Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors" 136 Univ. Penn. L. Rev. (1987) 315. Davis (לעיל, הערה 73), 97-61.

95 ראה לעיל, הערה 11.

96 לסקירת חוקי המדינות ראה Fox & Fox, Corporate Acquisition and Mergers (1981) S. 24.02. עד שנות השישים שלט הכלל של שני-שלישים. בשנת 1962 חוקן סעיף 73 ל-MBCA, ובעקבותיו עברו חוקי מדינות רבות לכלל הכרעה נוח יותר של רוב רגיל.

97 בבצ'וק ופרוקצ'יה טוברים שהורישת המשפטית להסכמת בעלי-המניות למיזוג מבטיחה "בחירה לא-מאולצת", שלפיה תתרחש העסקה רק אם רוב בעלי-המניות במטרה מעריכים שהתמורה המוצעת במיזוג עולה על שווי המניות שבזיהם. לדעתם, בכך מושג היעדר המרכיב של יעילות כיוון שהסכמת הבעלים מבטיחה, "ברמת-הסתברות גבוהה", שהבעלות בנכס תימצא בידי מי שמייחס לו ערך גבוה יותר (ראה לעיל, הערה 3, 73-74). בהיותם ערים להבדל שבין מכירה של בעלים יחיד לבין מכירה על-ידי קבוצת-משקיעים, המחברים הנכבדים מציעים כלל שלפיו כאשר החברה הרוכשת היא בעל-מניות בחברת-המטרה ערב המיזוג, תישלל ממנה הזכות להשתמש במניותיה ולהצביע באסיפה הכללית הדנה

מהרהרים לגבי עצם יעילותה של האסיפה כמכשיר להגנת בעלי-המניות⁹⁸. לדעתי, אישור המיזוג באסיפה הכללית, על כל גוניו האמורים, איננו מבטיח את הוגנות העסקה כאשר שליטת המנהלים באסיפה הכללית של חברה ציבורית, האינטרס החשוב שיש להם בהכרעתם של בעלי-המניות ביחס למיזוג המוצע והמבנה של חוקי המיזוג גורמים לכך שהסכמת בעלי-המניות, על-אף חזותה הלא-מאולצת, עלולה להיות נתונה למניפולציה של גורמים אינטרסנטיים ולאבד בשל כך את ערכה האינפורמטיבי החיוני להבטחת יעילותה של העסקה.

שלטון ההנהלה בחברה שמניותיה נסחרות בשוק מרוקן במידה רבה את תוכנו של האישור למיזוג באסיפה הכללית. כאמור⁹⁹, לבעלי-המניות בחברה הציבורית הטיפוסית אין הכישרון, הניסיון, המידע הגלוי והחסוי, היוזמה והמניע¹⁰⁰ לבדוק באופן עצמאי ואמיתי את טיב ההצעה המונחת על שולחנם. הם חסרים את היכולת להתגבש כגוף לצורך החלפת דעות, גיבוש עמדות ונקיטת צעדים מאורגנים להג-שמתן. זאת ועוד: ההנהלה נהנית מיתרונות השליטה המעשית בחברה המאפשרים לה להטות את הצבעת בעלי-המניות לנוחותה. כך ההנהלה יכולה למנוע את העברתו של מידע-פנים רלבנטי לשאלת המיזוג לעיונה של האסיפה הכללית או להשפיע על ערך החברה, טרם המיזוג, כפי שהוא משתקף בדו"חות החברה, במחירי מניותיה ובדעת-הקהל¹⁰¹.

הכשל האינפורמטיבי של בעלי-המניות משתק את פעולתם בהקשרים שונים, אולם נזקן גדול במיוחד במצבים – דוגמת המיזוג – שבהם בעלי-המניות אמורים לתפקד כגוף המבקר את החלטות ההנהלה. להדגמת נקודה זו ניתן להשוות את מצבם של בעלי-המניות בעת שעליהם להחליט בדבר דרך תגובתם על הצעות לרכישת החברה, המוגשות להם בטכניקות שונות. בדרך-כלל, בין אם מדובר ברכישה בדרך של הצעת רכש ובין אם ברכישה בדרך של מיזוג, בעלי-המניות חסרי-האינפורמציה מתקשים להעריך את טיב ההצעה המוגשת להם. ברם, נחיתותם האינפורמטיבית-יחסית למציע הרכישה חמורה הרבה יותר במיזוג מאשר בהצעת

באישור העסקה, מאחר שהצבעתה של החברה הרוכשת או של מי שמצביע על-פי רצונה "אין לה כל ערך אינפורמטיבי". ראה שם, עמ' 77.

98 למגבלותיה של האסיפה הכללית כמכשיר להגנת בעלי-המניות בחברה ציבורית ראה Eisenberg (לעיל, הערה 85), פרקים 4-6. בהקשר של מיזוג נטען, כי אישור בעלי-המניות איננו מפקח על הוגנות העסקה, אלא משמש להסוואת תוכניה האמיתיים. ראה Manning, "The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker" 72 Yale L. J. (1962) 223, 228-229.

99 ראה לעיל, הערות 56 ו-72 והטקסט שלידן.

100 ראה Klein, "The Modern Business Organization: Bargaining Under Constraints" 91 Yale L.J. (1982) 1521, 1544, המסביר כי מאחר שבדרך-כלל למשקיע יש רק אינטרס קטן בחברה, ומאחר שבדרך-כלל עושרו מפורז בין כמה השקעות, המניע שלו לפעול בחברה מצומצם.

101 ראה לעיל, הערה 56 והטקסט שלפניה. מטעמים אלו – לדעתי – אין לצפות שהאינטרס של המיעוט יישמר במקרה של הצעת-מיזוג ביוזמת בעלי-המניות, אף אם הרוב הנדרש לשם אישור העסקה יהיה רוב מקרב בעלי-המניות שאינם שותפים להצעת-המיזוג. אמנם, כל המצביעים שותפים במקרה כזה לאותו אינטרס, אולם – כפי שמצינים Brudney & Chirelstein (לעיל, הערה 47), 300 – הקושי שבתיאום הפעולה בין בעלי-המניות בחברה ציבורית, יחד עם הסחירות המרובה של המניות בה, גורמים לכך שהמשקיעים אינם יכולים להסתמך על פעולתם הקבוצתית לדחייתו של הצעת-המיזוג.

רכש: בהצעת הרכש, העוינת בדרך-כלל את הנהלת חברת-המטרה, המציע איננו יכול להיעזר במאגר מידע-הפנים של החברה ובמומחיותם של מנהליה לצורך קביעת שוויה. הנהלת החברה המתנגדת לעסקה איננה משתפת פעולה עם המציע ולכן המחיר שנקב בהצעת הרכש מבוסס בדרך-כלל על מידע פומבי הגלוי לציבור הרחב והזמין, לפחות תיאורטית, גם לבעלי-המניות בחברה המוכרת. יתרונותיו של המציע, אם הם קיימים, אינם תוצאה של אינפורמציה עדיפה, אלא של ניתוח עדיף של אותה אינפורמציה, ולפיכך אין הם חורגים מהגבולות המקובלים במסחר הרגיל. לעומת זאת, במיזוג, שהוא עסקה ידידותית, הצעת הרכישה היא תוצאתו של משא-ומתן בין המציע להנהלת המטרה. במקרים רבים מציע המיזוג מבסס את הערכתו לגבי שווי החברה על מידע אקסקלוסיבי שקיבל מהנהלת החברה ותוך הסתמכות על מומחיותה¹⁰². בכך יוזם המיזוג נהנה מיתרון משמעותי על-פני בעלי-המניות החסרים מידע זה. הנהלת החברה עלולה שלא לחלוק את המידע עם בעלי-המניות בין אם משום שיש לה אינטרס אישי פסול בעריכת העסקה ובין אם משום שהיא אישרה את תנאיו, ולכן דחייתו על-ידי האסיפה הכללית של בעלי-המניות כמוהו בהצבעת אי-אמון בהנהלה. אי-גילוי המידע שבידי ההנהלה באופן שווה לשני הצדדים בעסקה מותיר את בעלי-המניות בעמדת נחיתות ברורה ופוגע ביכולתם לבקר באופן יעיל את תנאי המיזוג שעליהם הסכימה הנהלת החברה.

גם עצם המבנה של חוקי המיזוג פוגע ביכולתה של האסיפה הכללית להיות מעורבת באורח אמיתי בעסקה. ראשית, הפיקוח של בעלי-המניות יכול לבוא לידי ביטוי רק לאחר שההנהלה החליטה לאשר את המיזוג. אולם בעלי-המניות אינם מתבקשים לחוות את דעתם לגבי הצעת מיזוג שנדחתה על-ידי ההנהלה¹⁰³ ולכן בידי ההנהלה היכולת לקבל החלטה משמעותית זו תוך סיכול יכולתם של בעלי-המניות לפקח על החלטתם.

שנית, התגובה המתבקשת מהאסיפה הכללית מוגבלת ביותר: ההצעה מוצגת לפניה כעסקת-חבילה מגובשת שבידי המשקיעים הברירה לאמצה או לדחותה. בעלי-המניות חסרי-יכולת לקיים משא-ומתן לגבי תנאי המיזוג או להגיב להסדריו באופן גמיש, החיוני לשם השגת התוצאה המסחרית הרצויה ולשם פיקוח מלא על פעולות ההנהלה. כך, למשל, כאשר מוצע מיזוג בתנאים הנראים סבירים

¹⁰² העברת המידע מהמנהלים למציע איננה כשלעצמה מעשה פסול. אם המנהלים מאמינים בתום-לב שמכירת החברה תואמת את טובת החברה, מותר להם, ואולי זו אף חובתם, לפעול למען קיום העסקה בכל דרך חוקית, כולל על-ידי חשיפת מידע פנים בפני הקונה.

¹⁰³ ראה לעיל, הערה 11. בישראל סעיפים 109 ו-111 לפקודה מאפשרים למחזיקים כ-10% מההון המוצא של החברה לכנס האסיפה הכללית. יש בהסדר זה כדי לשפר במידת מה את יעילות הפיקוח של האסיפה הכללית, אולם אין בו די. גיוס של 10% מהמשקיעים אינו משימה קלה בחברות ציבוריות. יתירה מזו: הפקודה איננה מטילה חובה על המנהלים לדווח לבעלי-המניות על הצעת-המיזוג או על תנאיה, ולכן עצם קיומה, או תנאיה, לא יוודעו לבעלי-המניות, ומנגנון-הפיקוח של האסיפה הכללית יושבת. גם כאשר מציע המיזוג יצליח לעורר את עניינם של בעלי-המניות מקרב הציבור בהצעתו, תוך עקיפת ההנהלה, הדיון באסיפה הכללית עלול להיות רדוד עקב אי שיתוף-הפעולה מצד ההנהלה כחשיפת מניעיהם להתנגדות למיזוג. לבחינת האפשרות שכל הצעת-מיזוג המוגשת לחברה, גם זו הנדחת על-ידי הדירקטוריון, תועבר להכרעת האסיפה הכללית, ראה להלן, סעיף 2.1.

לבעלי-המניות, אולם הללו בדעה שהתמורה הניתנת למנהלים מוגזמת, אין הם יכולים למנוע את תגמולם המופרז של המנהלים אלא במחיר ויתור על העסקה כולה. היינו: הנהלה המצליחה להגיע להסכם-מיזוג כתנאים טובים יותר מציפיותיהם של רוב המשקיעים, יכולה לגרוף לכיסה הפרטי את הנתח המייצג את ההפרש בין התמורה שמציע הקונה לבין התמורה המינימלית העונה על ציפיות בעלי-המניות במטרה. מאחר שלהנהלה חלק לא-מבוטל בתהליך בניית מערכת-הציפיות של המשקיעים בחברה, היא תוכל לנצל לטובתה באופן פסול את חוסר התקשורת הישירה בין הקונה למוכרים בעסקה ואת חוסר-הגמישות של בעלי-המניות בתגובתם לעסקה.

שלישית, חוקי המיזוג בארצות-הברית מאפשרים למנהלים במטרה לבצע חלק ניכר ביותר מהליך ההתמזגות בטרם תובא עצם העסקה לאישורם או אפילו לידעתם של בעלי-המניות. המנהלים רשאים לחפש ולמצוא מציע פוטנציאלי של מיזוג, לנהל עמו משא-ומתן על תנאי העסקה, ואף, לפי פסיקתם של כתי-משפט מסוימים¹⁰⁴ — להגיע להסכם-מיזוג מוגדר עמו לפני קבלת אישורם של בעלי-המניות. לפי עמדה זו, אישורם של בעלי-המניות איננו תנאי מקדמי הכרחי ופורמלי שבלעדיו חוזה-מיזוג לא יכול להיחתם (כדוגמת קיבולו של חוזה, שבלעדיו החוזה לא קיים). אישורם של בעלי-המניות הוא רק תנאי לביצועו של החוזה בפועל, אולם אף ללא האישור יש בסמכותו של דירקטוריון המטרה להיכנס לחוזה-מיזוג מחייב עם הקונה. לכן, משנחתם חוזה-המיזוג, דחייתו על-ידי האסיפה הכללית תמנע מהחברה את מימוש התחייבותה החוזית ותגרום בהכרח להפרת החוזה על-ידי החברה. היינו: חתימת הדירקטוריון על הסכם מוקדם לביצוע המיזוג מרוקנת מתוכן ממשי את משמעות הפיקוח שבהבאתו לאישורם של בעלי-המניות, כיוון שדחיית המיזוג עלולה לחייב את החברה בתשלום פיצויים משמעותיים ביותר עקב הפרת חוזה-המיזוג. זאת ועוד: גם אם תאומץ הגישה הסבירה יותר האוסרת על מנהלים לחייב את החברה בחוזה-מיזוג ללא אישורם המוקדם של המשקיעים¹⁰⁵, עדיין רב כוחם של המנהלים להיכנס להתחייבויות אחרות בשם החברה, כך שאישור המיזוג על-ידי בעלי-המניות יהיה מובטח מעשית, אם גם לא משפטית¹⁰⁶.

104 ראה, למשל, *Jewel Cos. v. Pay Less Drug Stores Northwest Inc.*, (1984) 741 F.2D 1555, 634 F.2D 690, 703-704 (1980); *Crouse-Hinds Co. v. Internorth Inc.*, 1560-1564. בשני המקרים בתי-המשפט קבעו, כי לדירקטוריונים של שתי החברות סמכות להיכנס לחוזה-מיזוג אקסלוסיבי. לתיאור מוקדם של בעיה זו ראה *Ward, "The Legal Effect of Merger and Asset Sale Agreements before Shareholder Approval"* 18 *W. Res. L. Rev.* (1967) 780.

105 ראה, למשל, *Conagra Inc. v. Cargill Inc.* (1986) 222 Neb. 136, 156-158, 382 N.W.2D 576, 588. הקובע כי ללא אישור בעלי-המניות אין הדירקטוריון יכול לחייב את החברה להיכנס לחוזה-מיזוג. המחלוקת בין בתי-המשפט נסבה סביב השאלה אם חוקי המיזוג יורשים את אישור בעלי-המניות כתנאי מוקדם ליצירת חוזה-המיזוג או שמא האישור נחזק רק לצורך אכיפת ביצועו.

106 ההנהלה יכולה להתחייב כלפי החברה המשתלטת לנקוט מגוון אמצעים שיקטינו מאוד את הסיכוי שתתפתח תחרות על מניות-המטרה. מאחר שאמצעים אלו, הפוגמים בכוח הפיקוחי של בעלי-המניות, מהווים גם מכשיר מרכזי להשתמשם לאל של פעולת כוחות-השוק לבקרת תגובתיה של ההנהלה למיזוג — יידחה הדיון בהם להלן, סעיף ד.3(ב).

עד כה הובהר מדוע הגנת בעלי-המניות במיזוג איננה יכולה להסתמך באופן משמעותי על מנגנון הפיקוח המבני – אישור העסקה על-ידי האסיפה הכללית. יחד עם זאת, מאחר שברור כי טובה מסוימת עשויה לצמוח מהפקעת השליטה המלאה בהליך מידי המנהלים, אין אנו מציעים לוותר על הדרישה לאישור המיזוג על-ידי האסיפה הכללית. בכך אנו הולכים בעקבות התקיקה האמריקנית וההצעה לחוק ישראלי חדש¹⁰⁷.

בהקשר זה חשוב להדגיש, כי על המחוקק הישראלי לעצב את כלל ההכרעה שייקבע לצורך אישור המיזוג באסיפה הכללית תוך התחשבות בהסדריה האחרים של הפקודה. נסביר זאת: הפקודה קובעת, כי במקרים מסוימים חברה איננה יכולה לעשות מעשה או לשנות מצב משפטי, אלא-אם-כן החלטה על כך נתקבלה בהחלטה מיוחדת או בהחלטה של רוב שלא-מן-המניין בהסכמתם של לפחות שלושה רבעים מהחברים המצביעים באסיפה¹⁰⁸. אם יתקבל בישראל חוק מיזוג המתבסס על כלל הכרעה של רוב פשוט, הוא עלול לשמש מכשיר לעקיפת הסדרי הפקודה הדורשים רוב מיוחד. כך, למשל, על-פי הפקודה הנוהגת, קבוצת-משקיעים המחזיקה ב-51% ממניות חברה (להלן: חברה א) איננה יכולה לגרום להפחתת הון החברה, לשינוי תקנותיה או לשינוי שמה ללא הסכמה של יותר מ-24% מבעלי-המניות הנוספים. אולם אותה קבוצה עלולה להצליח במימוש כוונתה, למרות התנגדותם של 49% מהמשקיעים ובניגוד לכוונת המחוקק, תוך שימוש בטכניקת המיזוג. הקבוצה תקים חברה חדשה (להלן: חברה ב), שתהיה בבעלותה המלאה, אשר הסדריה החוזיים יהיו זהים בכול, למעט השינוי מטרת המיזוג – למשל: שינוי שם החברה – להסדריה החוזיים של חברה א. אם יחול כלל ההכרעה של רוב רגיל במיזוג, קבוצת-המשקיעים הנהנית מרוב רגיל בשתי החברות תוכל לגרום להן לערוך מיזוג שבמסגרתו תיבלע חברה א בחברה ב. בעלי-המניות אשר התנגדו לשינוי שם חברה א במסגרת האסיפה הכללית של החברה ייאלצו למכור את מניותיהם בחברה א לחברה ב ובתמורה יקבלו את מניות חברה ב. כאמור, ההסדרים החוזיים הנוהגים בחברה ב זהים בכול – למעט השינוי המבוקש – להסדרי חברה א, ולכן בסיומו של ההליך תשיג הקבוצה השולטת בחברה א את שינוי השם כרצונה ללא שום השלכות נוספות.

כללו של דבר: הסכנה שחקיקתם של הסדרי-מיזוג בישראל עלולה ליצור עבור ציבור המשקיעים איננה מוגבלת למצבים של רכישת חברות, אלא היא מתרחבת גם לגבי מצבים אחרים שבהם הפקודה דנה, אף שלכאורה אין בינם ובין המיזוג ולא כלום. ראית המיזוג מתוך הקשר זה מצביעה על הצורך החיוני ביצירת תיאום בין הסדרי-המיזוג לבין הסדרי הפקודה האחרים – משימה שלא נעסוק בה במסגרת זאת – כדי להגן על בעלי-המניות בחברה מתמזגת.

107- ראה לעיל, הערות 95-97.

108 החלטה מיוחדת המקבלת תוקף על-ידי כלל הכרעה של רוב מיוחד של שלושה רבעים, נדרשת לצורך שינוי שם החברה (סעיף 37 לפקודה), שינוי הונאה (סעיף 144 לפקודה), שינוי תקנותיה (סעיף 15 לפקודה), שינוי מטרותיה (סעיף 25 לפקודה), לצורך פירוק החברה (סעיפים 257 ו-319 לפקודה) ולצרכים מגוונים אחרים.

האם הדרך הנכונה להגנת המשקיע מובילה לאימוץ כלל שלפיו אישורה של הצעת מיזוג צריך להתקבל על-ידי רוב מיוחד של בעלי-המניות? אף שכלל של רוב מיוחד ימנע עקיפת הסדריה של הפקודה, כמתואר לעיל, ואף שכלל כזה מגביר במידת-מה את הפיקוח של בעלי-המניות על החלטות ההנהלה בעת מיזוג, כיוון שהוא מעניק משקל רב יותר להצבעתו של כל בעל-מניה – נראה לנו, שאין בו כדי למנוע את המכשלות הכלליות של הפיקוח המבני. ראשית, מגבלותיה של האסיפה הכללית – עקב חוסר-התאמתה למשימה של הערכת תנאי המיזוג ועקב חוסר-הגמישות בתגובתה למיזוג, מחד גיסא, ויתרונותיה המכריעים של ההנהלה – על-ידי שליטתה למעשה בתהליך קבלת ההחלטות באסיפה ועל-ידי יכולתה לדחות הצעת מיזוג ללא מעורבות האסיפה, מאידך גיסא – יוצרים חוסר-איוון בכוחות הצדדים בסיטואציה של מיזוג. קשיים אלו מובנים בהסדר-המיזוג ואין לפותרם באמצעות שינוי כלל ההכרעה הנדרש לאישור המיזוג.

שנית, היתרון שבהגנה הנוספת שכלל הכרעה ברוב מיוחד מעניק לבעלי-המניות מקוץ במידה רבה על-ידי החסרונות ששיטה של רוב מיוחד כרוכה בהם. אם החלטת מיזוג תותנה בהסכמת רוב גבוה, עלול להיווצר מצב שבו קבוצת-מיעוט תוכל לכפות את רצונה על החברה כולה ולמנוע את קיום רצונם של רוב המשקיעים. שיטה המעדיפה כלל של רוב רגיל מניחה, כי היתרונות שיפיק הרוב התומך בעסקה יעלו על ההפסדים שייגרמו לבעלי-המניות המתנגדים לה, ולכן העסקה, בראייה כוללת של כל הצדדים לה, יוצרת רווח נקי¹⁰⁹. לפיכך, העדפת כלל של רוב מיוחד השומר במידה מסוימת על השקעתם של בעלי-המניות חייבת להישקל כנגד החשש שיש בכלל משום פגיעה ביעילות העסקה.

3. שוק השליטה בחברות

הפיקוח השיפוטי והפיקוח המבני מסתמכים על מעורבותם של בעלי-המניות – בדרך של נקיטת יוזמה לאכיפת חובות ההתנהגות של המנהלים או בדרך של בקרת החלטותיהם של המנהלים באסיפת בעלי-המניות – בהליך המיזוג והם תוצר של נורמות חקיקתיות או פסיקתיות. לעומתם, הפיקוח באמצעות הכוחות

109 ראה Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* (1986) 506. לעומת זאת, שיטה המתנה את אישור העסקה ברוב גבוה יותר תיתלה בטיעון שייחבנו מקרים שבהם ההפסד למיעוט גדול יותר מהרווח הכולל למחזיקים במניות-הרוב, מאחר שהפסדם סובייקטיבית גדול יותר מהרווח הצפון לרוב. ראה Carney, "Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes" 69 *American Bar Foundation* (1980) 110–118. לפיכך יש הסוברים, כי ההנחה, שאם רוב הפרטים בקבוצה מפיקים תועלת מהחלטה מסוימת אזי בהכרח גם לקבוצה כולה, ככזו, צומחת הנאה מאותה החלטה – סובלת מאי-תקפות לוגית. ראה W.H. Werkmeister, *An Introduction to Critical Thinking: A Beginner's Text in Logic* (1963) 28–29. ייתכן כי זו הסיבה שהמחוקק הישראלי מעדיף כלל של רוב מיוחד בהקשרים שונים, ובין היתר הוא דורש הסכמתם של 90% מהניצעים בעסקה לפי סעיף 236 לפקודה. תמיכה בכלל זה מביע Carney, הקובע כי "The higher the percentage vote required, the more certain we are that aggregate shareholder gains are likely to exceed losses". שם, עמ' 118.

התחרותיים המפעילים את שוק השליטה איננו תוצאה של יוזמה או מעשה כלשהו של בעלי-המניות ואיננו תלוי במדיניות חקיקתית או פסיקתית כלשהי¹¹⁰. לפיכך, הגנת בעלי-המניות באמצעות כוחות השוק חסינה מפני הביקורת שמתחנן על שתי דרכי הפיקוח האחרות. אף-על-פי-כן, כפי שיובהר להלן, לא ניתן להשתית את הגנת בעלי-המניות במיזוג על פעולתם הפיקוחית של כוחות-השוק.

(א) פיקוח על-ידי התחרות בשוק

מקום שבו המנהלים במטרה מעדיפים את טובתם האישית על-פני טובת החברה ונעתרים להצעת מיזוג במחיר נמוך ה"מעול" את בעלי-המניות, נכנסים לפעולה מיידית כוחות-השוק המבחנים בעיות שבהחלטת המנהלים ופועלים ללא התערבות משפטית כדי לתקנו. לפי תסריט זה, אם השוק מעריך כי הצעת המיזוג המקורית, שהמנהלים תומכים בה, נמוכה משווייה האמיתי של המטרה, יתערבו בתהליך הרכישה גורמים נוספים אשר יציעו מחיר גבוה יותר עבור מניות המטרה בסוחרם, כי גם מחיר זה רווחי עבורם. נקל להיווכח, כי בשוק משוכלל מובטח שיתפתח תהליך תחרותי של מכרז פתוח על מניות-המטרה אשר יימשך כל עוד המחיר המוצע במיזוג יהיה נמוך משווי המניות, כפי שהשוק מעריך אותו. התחרות על השליטה במטרה תביא למיקסום ערך מניותיה עבור המחזיקים בהן, כך שהצעת המיזוג שתתבצע לבסוף תהיה במחיר שלא יפחת מהמחיר שהאופטימיסטים מבין מעריכיה של החברה בשוק, המעוניינים ברכישתה, מוכנים לשלם עבור השליטה בה.

כפי שנרמז כבר, רבים מהחסרונות המאפיינים את הפיקוח השיפוטי על המנהלים באמצעות חובות ההתנהגות של המנהלים אינם קיימים כאשר הפיקוח מתבצע על-ידי כוחות-השוק. פיקוח שיפוטי איננו מתרחש מעצמו, אלא עצם קיומו מותנה בהתערבות חשדם של בעלי-המניות בדבר כשרות החלטתם של המנהלים, בנכונותם להסתכן בנטילת היוזמה להגשת התביעה, ביכולת התארגנותם לבצע משימה זאת, בדבקותם במטרה תוך סירוב להצעות פשרה המיועדות להיטיב עמם על חשבון שאר המשקיעים וביכולת ההוכחה של הפרת החובה בבית-המשפט לפני שופטים המונחים על-ידי קריטריונים כלליים ואשר לא תמיד מוכשרים למשימה הנדרשת מהם. לעומת זאת, כוחות-השוק השליטה מתפקדים באופן ספונטני לחלוטין ללא מעורבות בעלי-המניות או המערכת המשפטית וללא תלות בחשיפת מניעיהם האמיתיים של המנהלים במטרה, ולכן ברור כי הפיקוח המושג על-ידי פעולתם ודאי יותר, יעיל יותר וזול יותר מאשר הפיקוח המוצע על-ידי אכיפתן של נורמות-התנהגות בבית-המשפט. זאת ועוד: הפיקוח השיפוטי מתפקד רק לאחר

110 עם זאת, אפשר להעלות על הדעת אמצעים חקיקתיים שישפיעו על יכולת הפעולה של כוחות-השוק. כך, למשל, חוקים אמריקניים מנסים לקבוע בחקיקה מסגרת התנהגות שתאפשר וחודד שיתופם של גורמים רבים ככל האפשר במאבק השליטה. לפי גישה זו, החוק צריך לקבוע גורמה שתחייב את המנהלים להפיק בציבור את דבר הצעתם למשקיעים, להעביר למעוניינים להשתתף במכרז על המניות — לאחר הבטחת שמירה על סודיות — את כל המידע הדרוש ולהמתין במשך תקופת-זמן סבירה המאפשרת עיכול החומר וגיבוש הצעה מתחרה. דרך זו נקט ה-American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, Transactions in Control* (1985) 15-18.

מעשה, בעוד שכוחות-השוק מסייעים במניעת ההתרחשות הלא-רצויה מלכתחילה. לכך יש השלכות ברורות לגבי עלות הפיקוח לכל המעורבים בעסקה ולמערכת בכללותה.

(ב) כשלון הפיקוח – הפגיעה בתחרותיות

חרף הפיתוי להטיל את הגנת בעלי-המניות במיזוג על פעולתם האלגנטית והנוחה של כוחות-השוק, אני בדעה כי הם לא יסכנו לכך. יעילות התחרותיות כמנגנון מרכזי להבטחת האינטרסים של בעלי-המניות תלויה לפחות בשלושה תנאים: קיומו של שוק משוכלל, חוסר-התערבות בפעולתו התקינה ותחולתם של כללי השוק על כל מקורות הסיכון של בעלי-המניות במטרה. כפי שיובהר, שלוש דרישות אלו אינן מתמלאות. תחילה אניח את קיומו של שוק משוכלל לשליטה בחברות ואת פעולתו התקינה, ואבדוק עד היכן ידו מגעת.

(א) מניעת התחרותיות על-ידי זהות בין המוכר והקונה. כזכור, מיזוג משמש מכשיר רב-עוצמה בידי בעלי השליטה המעשית בחברה המעוניינים לרכוש את כל מניותיה. אנשי-פנים אלו יכולים לערוך מיזוג-חילוט כדי לגרום להפרטת החברה, למיזוג עם חברה קשורה או כמיזוג משלים המהווה חלק שני בתוכנית השתלטות. בפרק 1.1 לעיל, הובהר מצב הנחיתות שבו מצוי המיעוט בחברה העומדת לפני ביצוע עסקה מסוג זה והנחיצות בהגנתו. אמנם, במיזוג-חילוט מועברת השליטה מיד ליד, ולכן, לכאורה, אמורים כוחות-השוק לשמש גורם מפקח, אולם מאחר שיש זהות מלאה בין האינטרסים של הקונים (החברה החדשה שבכעלות מלאה של בעלי השליטה במטרה) לבין האינטרסים של הגוף המכריע בחברה המוכרת (בעלי-השליטה), ברור כי משותקת לחלוטין יכולתו של השוק לפתח תחרות על השליטה במטרה. אף לו רצה מאן דהוא להתמודד עם היתרונות האינפורמטיביים האדירים של בעלי-השליטה לגבי ערכה של המטרה, ולהציע, דרך משל, הצעת רכש לבעלי-המניות – אין לו שום דרך לנצח במאבק¹¹¹, משום שהצלחת כל אחת מדרכי רכישת השליטה חייבת לקבל, אם בדרך של החלטה אישית של בעלי-מניות השליטה (בהצעת רכש) או על-ידי החלטה של ארגון החברה (במיזוג או ברכישת נכסים), את ברכת בעלי השליטה המעשית בחברה. כאחת, המיעוט אינו יכול להסתמך על פעולת כוחות-השוק בעת הצעת מיזוג מטעם בעלי השליטה בחברה, משום שהמשחק מכור.

מלומדים הערים לבעיה המיוחדת שמיוזוג כיוזמת אנשי-פנים מעורר, מציעים לקבוע בחקיקה כי במיזוג מסוג זה תימנע מיוזמי המיזוג היכולת להשפיע על החלטת האסיפה הכללית ביחס למיזוג. לפי הצעתם, הרוב הנדרש לצורך אישור המיזוג יהיה חייב להיות רוב מתוך קולות בעלי-המניות שאינם קשורים עם מציע הצעת המיזוג¹¹². אף שחשיבותה של הצעה זו כמכשיר להגנת בעלי-המניות ברורה,

111 אלא-אם-כן, והסיכויים לכך מצומצמים, יוכל המתחרה על השליטה, בעזרת שיתוף-פעולה של בעלי-המניות, להוכיח בבית-המשפט את הפרת חובת האמון של המנהלים או של בעלי-המניות, בהעדיפם את המיזוג עם החברה שבכעלותם על-פני הצעתו.

112 ראה בבצוק ופרוקציה (לעיל, הערה 3), 73-74; וכן לעיל, הערה 97.

אין היא מונעת — לדעתי — את כשל השוק שתואר לעיל. אמנם, ההצעה מסכלת את שליטתם הגמורה והתד-צדדית של בעלי-השליטה בתהליך סילוק המיעוט מהחברה ובתנאי הסילוק, אולם אין היא מאפשרת לכוחות-השוק להעלות הצעות רכישה אלטרנטיביות לתוכנית המיזוג של בעלי-השליטה בחברה. אף אם תתקבל המלצת המלומדים, אין בה כדי למנוע מבעלי-השליטה להתנגד קטיגורית לכל תוכנית מיזוג המתחרה בהצעתם ואין בה כדי למנוע מהם להכשיל כל הצעת רכש שתובא לפני בעלי-המניות כתחליף למיזוג. כוח-הווטו של בעלי-השליטה למניעת מכירת השליטה בחברה לכל מתחרה אחר מוריד באופן דרסטי את שווי המניות שבידי המיעוט ומסכל את פעולתם הפיקוחית של כוחות-השוק.

(ב) חסימת התחרויות באמצעים חוזיים. האם בשאר מקרי המיזוג, כאשר האינטרסים של כל בעלי-המניות במטרה זהים והתמורה שהם יקבלו בעת מכירת השליטה זהה, ישמשו כוחות-השוק השליטה אמצעי מגן יעיל להגנתם מפני שימוש פסול של המנהלים ככוחם? ככלל שוק אחר, גם בשוק שבו המוצר העומד למכירה הוא השליטה בחברת המטרה¹¹³, הכוחות העיקריים המשפיעים על התהוות המחירים בשוק הם הביקוש וההיצע. הביקוש מבטא את רצונות הצרכנים, הלוא הם המעוניינים בשליטה בחברה, והוא תלוי, בין היתר, במחיר המוצר ובמספר הצרכנים המעוניינים בו. ההיצע תלוי בשאלת קיומם של מוצרים חלופיים לשליטה במטרה, כגון שליטה בחברה אחרת העשויה להצמיח יתרונות זהים לחברה הרוכשת. כללית ניתן להעריך, כי עקב ייחודו של המוצר ההיצע יהיה מוגבל. דברים אלו נכונים במיוחד כאשר המניע לרכישת השליטה מסתמך על ההתאמה המיוחדת שבין החברה הרוכשת לחברה הנרכשת¹¹⁴. אכן, השוק לרכישת חברות בישראל מצומצם ולעתים קרובות אין בו מוצר חלופי לרכישת השליטה בחברת-המטרה. לפיכך, לא נדירים המצבים שבהם גודלו של ההיצע יהיה יחידה אחת בלבד. במקרים אלו יישומו של חוק ההיצע והביקוש לגבי התחרות על השליטה במטרה מלמד, כי כל עוד הכמות המבוקשת גדולה מהכמות המוצעת, ייווצרו בשוק לחצים להעלאת מחיר המוצר. מחיר המוצר ייקבע כאשר ייווצר שיווי-משקל, היינו: כאשר הכמות המבוקשת לא תעלה על יחידה אחת.

במציאות, גם אם נשער את קיומם של התנאים הבסיסיים לקיומו של שוק לשליטה בחברות בישראל, קיימים גורמים המתערבים בקביעת הביקוש לשליטה בחברה והמקטינים שלא באמצעות תחרות את מספר המעוניינים ברכישת השליטה (הכמות המבוקשת) ובכך מחבלים ביכולתו של השוק להעלות את מחיר הרכישה עד לשווי האופטימלי של המטרה כעניי הסוחרים בשוק. כאשר רוכש פוטנציאלי מגלה עניין ברכישת השליטה בחברת-המטרה, נוצרת לעתים תכופות דינמיקה פנימית כעסקה המפעילה לחצים לחסימתו של הביקוש הנוסף למוצר. הכוח המניע

113 ודוק: המוצר העומד למכירה הוא השליטה במטרה ולא מניותיה. בכך נבדל שוק-השליטה מהשוק למניות-המטרה (כאשר היא חברה ציבורית) — הבורסה.

114 חלק משמעותי מהמניעים לרכישת חברות מניחים התאמה כזו. ראה, למשל, תיאור מניעים הקשורים בתפעול החברה ובמימונה המנותחים אצל "שטרן, "רכישת חברות — המניעים והערכתם" מחקר משפט ח (תש"ן) 255, פרקים ב.2 ו-ב.4.

מאחורי התפתחות אנטי-תחרותית זו יכול להיות מציע הצעת המיזוג או הנהלת המטרה או שניהם כאחד.

המציע חושש מהתפתחות תחרות על השליטה במטרה ולכן, עוד לפני שיגיש את הצעת המיזוג לדיירקטוריון-המטרה, הוא עלול להתנות את ביצוע העסקה בהסכמתו של הדיירקטוריון לכבילתה של החברה בתנאים חוזיים שיבטיחו לו מקדמה ממשית במאבק השליטה או אפילו את מכירת השליטה ללא פתיחת העסקה לקהל הרחב. גם להנהלת-החברה, הנושאת ונותנת על תוכן חוזה-המיזוג, ולדיירקטוריון, שחותם על החוזה עוד לפני הגשתו לאישור בעלי-המניות¹¹⁵, יש אינטרס בכבילת החברה: פעמים שאינטרס זה עומד בניגוד לטובת החברה ופעמים שהוא בא לשרתה.

ייתכנו הסכמי-מיזוג המעניקים עדיפות לרוכש הספציפי שהמניע לחתימתם הוא רצון ההנהלה וציפייתה לקבלת טובות-הנאה אישיות מהרוכש עקב השירות שהם מעניקים לו בהזילם או בהבטיחם את תהליך ההשתלטות או בהקילם עליו, או הסכמים שהמניע להם הוא חשש ההנהלה מרכישת החברה על-ידי גורם זר העלול לנשלח מכסאה ולכן היא מעדיפה להבטיח, כי הרכישה תבצע על-ידי גורם ידידותי. במקרים אלו המנהלים מעניקים שירות-דוב לבעלי-המניות, משום שהם גורמים להקטנת התמורה שתתקבל במיזוג כדי לשפר את מעמדם האישי.

מנגד, לעיתים טובת החברה דורשת כי ייחתם הסכם-מיזוג עם הרוכש הפוטנציאלי, אולם הלה מתנה את הגשת הצעתו כמתן ערובות שהעסקה תצא לפועל. דרישת המציע עשויה להיות לגיטימית, משום שהכנת הצעת-המיזוג כרוכה בהשקעת זמן, בויתור על הצעות-מיזוג אחרות או על הזדמנויות עסקיות שונות, במכירת נכסים של המציע או בארגון-מחדש כדי שהמיזוג לא ייצור מונופול אסור, בהשקעת משאבים לא-מבוטלים בהוצאות העסקה וכדומה. הטלת עלויות אלו על מציע, כאשר עצם ביצוע העסקה מוטל בספק, עלולה להרתיעו מייזומה של הצעת-מיזוג ובכך עלולה להיות מוחמצת ההזדמנות העסקית של חברת-המטרה¹¹⁶. לפיכך, גם מנקודת-הראות של חברת המטרה, יש, לעתים, לאפשר לה להיכנס להסכם-מיזוג בלעדי שיעניק לרוכש הפוטנציאלי מעין ביטוח שהשקעתו לא תהא לריק¹¹⁷. באורח דומה, כאשר הנהלת-המטרה מאמינה כי הצעת השתלטות עוינת עלולה לפגוע בחברה, היא תפנה בבקשת עזרה לרוכש פוטנציאלי ידידותי, המכונה "אביר לבן", ותנסה להעניק לו מקדמה על-פני המציע העוין כדי לעודדו לשתף

115 ראה לעיל, הצרה 104.

116 לכאורה אין מניעה שחברת-המטרה תסרב לדרישת הבלעדיות מתוך הסתמכות על כוחות-השוק שימצאו לה רוכשים אחרים כך שלא תוחמץ ההזדמנות המסחרית. כרם, בפועל, הדרישה לבלעדיות מציגה למטרה אולטימטום עסקי; שכן הרוכשת הפוטנציאלית איננה מבקשת בלעדיות לאחר שבדיה הצעה עסקית מגובשת, אלא היא מתנה את עצם גיבוש ההצעה בקבלת הבלעדיות. לפיכך, על החברה הנרכשת להחליט אם ברצונה להעניק בלעדיות זו לפני שקיימת הצעה עסקית מוגדרת שניתן להעמידה במבחן השוק. אמנם, סירוב להעניק את הבלעדיות נושא בחובו סיכוי לחברת-המטרה — סיכוי שהשוק יצמיח הזדמנויות עסקיות טובות מההצעה שהרוכשת הפוטנציאלית היתה מגבשת לו קיבלה את הבלעדיות — אולם מחירו המידי כרוך: יציאת הרוכשת הפוטנציאלית ממעגל המעוניינים ברכישת החברה. חברת-המטרה חייבת לבחור אם להעניק את הבלעדיות אם לאו, בלי שתוכל לבדוק בשוק אם המחיר של הסירוב צולה על ערכו של הסיכוי.

117 ראה *Dmg. Inc. v. Aegis Corp.*, Del. Ch., C.A. No. 7619 (June 29, 1984).

עמה פעולה וכדי להגדיל את סיכוייו במאבק השליטה. הכרת המנהלים במקרים אלו מנחה אותם למנוע את התפתחות התחרות על השליטה בחברה מתוך רצון למלא את תפקידם נאמנה ולהגן על בעלי-המניות במטרה. מהאמור ברור, כי כל ניסיון לצבוע באופן אחיד, שחור או לבן, את כל המצבים שבהם הסכם-המיוזג פוגע בתחרותיות, חוטא לאמת.

המניעים החיוביים והשליליים למניעת התחרות על השליטה בחברה הביאו לפיתוחן של טקטיקות חוזיות מגוונות שישומן בהסכמי-מיוזג פותח בהצלחה בארצות-הברית. יעילותם של "סעיפי בלעדיות" בחוזי-המיוזג (exclusive merger covenants) תלויה בהצלחתם לגרום למזעור ערך המטרה לאחר רכישתה עבור כל המשתתפים בשוק, למעט הרוכש שהנהלה רוצה בהצלחתו (להלן: הרוכש המועדף) או ביכולתם לגרום למיקסום עלות הרכישה של המטרה והוצאות העסקה עבור כל המתחרים, למעט הרוכש המועדף¹¹⁸.

חלק מהטקטיקות מתרכזות בתפקודה העתידי של הנהלת-המטרה. כך, למשל, חוזה-המיוזג יכול לכלול הבטחה של הנהלת-המטרה להשתדל כמיטב יכולתה לגרום לכך שהאסיפה הכללית של המטרה תאשר את המיוזג עם הרוכש המועדף (best efforts) או התחייבות שהנהלה לא תעניין גורמים נוספים ברכישת החברה ולא תפעל לאיתורם (no-shop) או סעיף האוסר על ניהול משא-ומתן עם גורמים אחרים (no-negotiation) ועל הפצת מידע שאיננו פומבי בקרב ציבור המתעניינים ברכישת השליטה בחברה.

התערבות אגריסיבית יותר ויעילה יותר בתפקודו של שוק השליטה מציגות הטקטיקות השנויות במחלוקת והמקובלות מאוד של פיצויי ביטול (termination fee) והברחת נכסים או מניות (stock or asset lock-up). כאשר הצדדים מעוניינים במתן בלעדיות באמצעות הטקטיקה של פיצויי ביטול, הם יכללו בהסכם-המיוזג התחייבות חוזית שלפיה תוטל חובת תשלום פיצויים על חברת-המטרה אם המיוזג המובטח לא יתממש. המאורעות שעם התרחשותם יופעל סעיף הפיצויים הם דחיית המיוזג על-ידי האסיפה הכללית¹¹⁹ או הצלחתו של משתלט מתחרה לעבור סף-בעלות מסוים במניות המטרה¹²⁰. אם הפיצויים הקבועים גבוהים יחסית לשווי החברה, ירתיע הדבר את בעלי-המניות מלסרב לעסקה כיוון שערך מניותיהם יושפע מירידת ערך החברה. באופן דומה יהססו המתחרים בשוק לרכוש חברה שעל צווארה מונחת התחייבות חוזית כבדת-משקל.

מטרתה המוצהרת של טקטיקת הברחת הנכסים או המניות היא זיהוי האינטרס המיוחד הגורם לאטרקטיביות של חברת-המטרה בעיני המתחרים בשוק על השליטה בה ועיצוב הסדר חוזי, אשר אמור להיכנס לתוקף עם התרחשותו של מאורע המסמל

118 ראה Gilson (לעיל, הערה 109), 827.

119 ראה, למשל, הסכם-המיוזג ב- Friedman v. Baxter Travenol Laboratories Inc., Del. Ch., C.A. No. 8209 (February 18, 1986), שבו נקבע כי דחיית המיוזג על-ידי בעלי-המניות תעלה לחברה בתשלום פיצויים בסך 300 מיליון דולר.

120 ראה, למשל, עניין Dmg. Inc. v. Aegis Corp. (לעיל, הערה 118), שבו מוזכר סעיף בהסכם-מיוזג המחייב את המטרה בתשלום הוצאות משפטיות ופיצויים כבדים אם צד שלישי ישיג 40% ממניות-המטרה עד לתאריך נקוב.

את פתיחתו של מאבק שליטה על המטרה, המיועד לפגוע באינטרס זה ולהעבירו לרשות הרוכש המועדף. דוגמאות מספר יסייעו בהבנת יעילותה של הטקטיקה כמכשיר לחסימת פעולתו של שוק השליטה:

הסכם-המיזוג יכול לקבוע, כי הרוכש המועדף יקבל מתברת-המטרה אופציה לרכישת מניות¹²¹ במחיר נמוך מהמחיר המשווער שיציעו המתחרים על השליטה. המאורעות המפעילים את האופציה הם רכישה של הצעת-המיזוג על-ידי בעלי-המניות או הגשת הצעה מתחרה לרכישת אחוז מסוים ממניות-המטרה. האופציה מבטיחה את יתרונו של הרוכש המועדף מכל החזיתות. אם יופיעו מתחרים להצעת המיזוג, יזכה בעל-האופציה במקדמה משמעותית במאבק, כיוון שעלותה של רכישת המטרה עבורם גדולה יותר מאשר עבורו¹²². אף אם נחישותם של המתחרים תביא להשתלטותם על המטרה, למרות היתרונות המוענקים לרוכש המועדף, עדיין תשתלם העסקה לאחרון, כיוון שהמניות שרכש במחירים קדם-תחרותיים ייקנו על-ידי המתחרים במחירים בתר-תחרותיים שהשוק יכתיב. זאת ועוד: אף אם ידחו בעלי-המניות את הצעת המיזוג שלו לפני התפתחותה של תחרות, סביר להניח כי הדחייה תנבע מציפייה להצעות השתלטות נדיבות יותר או לפחות מהערכת המשקיעים כי מחיר המיזוג המוצע הוא נמוך מדי. בין כך ובין כך מימוש האופציה מעניק לרוכש המועדף מניות במחיר שהשוק, או לפחות רוב המשקיעים בחברה, מאמינים שהוא מחיר מציאה ולכן יש סבירות גבוהה שיימצא קונה למניות במחיר גבוה יותר ממחיר הרכישה. ראוי להדגיש, כי יעילותה של האופציה כטקטיקה למניעת התפתחותה של תחרות גדלה ככל שעולה חלקה היחסי של האופציה מכלל המניות המונפקות. האופציה הופכת קטלנית, היינו: מימושה מעניק את השליטה עצמה, אם שיעורה עולה על 100% מהמניות המוצאות בערב הענקתה¹²³. דוגמא נוספת משמש המקרה שבו דירקטוריון-המטרה מעניק לרוכש המועדף אופציה לרכישת הנכסים החשובים של החברה – נכסים שבלעדיהם לא ישתלם

121 מנהלי-המטרה מעוניינים לנקוט את טקטיקת החסימה באופן מהיר ללא היוקדות לאישורם של בעלי-המניות ולכן מתן האופציה לרכישת מניות לרוכש המועדף ישרת את רצונם רק כאשר האופציה מתחייסת למניות קיימות שאינן מונפקות. באין מניות כאלה, יעדיפו מנהלי החברה להבריח את נכסי החברה ולא את מניותיה; שכן הגדלת ההון כרוכה בשינוי בתזכיר החברה שלו נדרשת הסכמת האסיפה הכללית.

122 אם נניח, כי שליטה במטרה מחייבת רכישת יותר מ-50% ממניותיה ושהרוכש המועדף קיבל ומימש אופציה לרכישת 30% מהמניות, הרי שהמחיר הגבוה שייקבע עקב התחרות יהיה המחיר שייאלצו המתחרים לשלם עבור כל מניות-המטרה (במיזוג) או עבור 51% ממניותיה (בהצעת רכש). לעומת זאת, הרוכש המועדף יוכל להשיג את אותה עסקה בעלות מופחתת כיוון שרכש 30% מהמניות במחיר נמוך שלא הושפע מכוחות-השוק, כך שלגביו נזקה של התחרות יבוא לידי ביטוי רק לגבי 70% (במיזוג) או 21% (בהצעת רכש) ממניות-המטרה.

123 ראה, למשל, *Data Probe Acquisition Corp. v. Datatab Inc.* 722 F.2d 1 (2d Cir. 1983), Cert. Denied, 465 U.S. 1052 (1984), שם הוענקה לרוכש המועדף אופציה של 200% מהמניות המוצאות של המטרה. כללי הבורסה הנייריות מגבילים את אפשרות השימוש באופציה לשם חסימה מושלמת של תחרות בקרובם שכל מתן אופציה לרכישת מניות בשיעור העולה על 18.5% מהמניות המוצאות חייב לקבל את אישור בעלי-המניות. *New York Stock Exchange, New York Stock Exchange Listed Company Manual* Sec. 312.00 (1983 & Supp. I 1984).

למתחרים בשוק לרכוש את המטרה¹²⁴. מטרת האופציה להברחת נכסי הכתר של החברה (crown jewels lock-up), כמזה כמטרת האופציה שנדונה לעיל – העדפת אחד המעוניינים בהשתלטות על המטרה תוך דיכוי התחרות החופשית על השליטה בה. יחד עם זאת, דרך פעולתן של שתי האופציות שונה: האופציה הנכסית מנסה לכער את פני החברה ולהפוך נסיכה לצפרדע, ואילו האופציה למניות המטרה מטפלת במבנה הבעלות בה. הברחת הנכסים משחקת את כוחות השוק על-ידי מועדור ערך המטרה לרוכשים הפוטנציאליים, בעוד שהאופציה למניות המטרה עושה זאת בעזרת העלאתה של עלות הרכישה למתחרים בשוק. רבים חיכוטי הפסיקה והמלומדים בארצות-הברית בשאלת סמכותם של הדי-רקטורים לנקוט טקטיקות שונות להענקת בלעדיות ובשאלת תוקפן החוקי¹²⁵. דיון בשאלות אלו מחייב מסגרת התייחסות נפרדת ויידחה להזדמנות אחרת. יחד עם זאת ראוי להדגיש – לדעתי – כי ניסיון לפתור את הבעיה בעזרת החלת הנורמות של חובות ההתנהגות של המנהלים מזמין כישלון¹²⁶. כל ניסיון קטלוג של הטקטיקות השונות לקטיגוריות מותרות או אסורות לפי בסיס עובדתי איננו נראה מבטיח¹²⁷.

124 מכירת הנכסים או מתן האופציה למכירתם הן עסקאות שבסמכות ההנהלה לעשותן ללא אישור בעלי-המניות. לפיכך, דירקטוריונים של חברות אמריקניות שהיו מעוניינים באמצעי-הגנה יעיל נגד השחלטות עוינת על החברה שבניהולם העניקו לרוכש המועדף אופציה לרכישת אינטרס בשדה-נפט אטרקטיבי שבבעלות החברה (Mobil Corp. v. Marathon Oil Co., 669 F.2D 366, [6th Cir. 1981]), כוח הצבעה בשותפות המהווה נכס מרכזי של החברה (Thompson v. Enstar Corp., 509 A.2D 578, [Del. CH 1984]) או אפילו מחלקת שלימות בחברה (Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition Inc., 781 F.2D 264 [2D Cir. 1986]).

125 כמנסה לעיל, בהערה 104, בפסיקה האמריקנית קיימות שתי עמדות שונות ביחס לסטטוס של הסכסוך-המיוזג בשלב שבו דירקטוריון-החברה חתם עליו בשמה, אולם בעלי-המניות עדיין לא אישור אותו. רוב בתי-המשפט בארצות-הברית מחזיקים בעמדה, שהחתמה מחייב את החברה כאופן מושלם, אלא שלצורך ביצועו נדרש אישורם של בעלי-המניות. כוחם הכללי של הדירקטורים להיכנס להתחייבויות בשם החברה חקף גם לגבי הסכמי-מיוזג ולכן יש תוקף משפטי מחייב לטקטיקות-החסימה הכלולות בהם. ראה Belden Corp. v. Internorth Inc. (1980) 90 Ill. App. 3D 547, 413 N.E.2D 98. קרמחשבה שונה רואה בהסכמת האסיפה הכללית להצעת-המיוזג קיבול פורמלי של ההסכם ובהיעדרה אין הסכמי-המיוזג מחייב. ראה, לדוגמא, Conagra Inc. v. Cargill Inc. (לעיל, הערה 105). הריון בשאלה זו בבתי-המשפט בארצות-הברית סובב סביב פרשנות חוקי החברות והחוזים החלים על העסקה. שאלות חשובות יותר, עקרוניות ולא פרשניות, מתעוררות ביחס לבחירת ההסדר הרצוי בסוגייה – ההסדר שלפיו יוצבו דיני-החברות. התייחסות לשאלות אלו, כגון בחינת תפקידן של טקטיקות-החסימה כגורם המפריע להתפתחותן של מכרו על מניות-המטרה, אשר, מצד אחד, ימעיט את ערך המניות, אולם מצד שני, יעודד ייזומן של השתלטויות מרוכזות שיכניאו להגברת יכולת הפיקוח על הנהלות החברות ולכן ישרתו את כלל ציבור המשקיעים, מצויה בעיקר בהקשרו של הדיון באמצעי-ההגנה העומדים לרשות חברה המעוממת עם הצעת רכש עוינת. סוגיית העדפתו של שותף למיוזג על-פני מתחרים בשוק היא אנלוגית, אך לא זהה, לסוגיית טקטיקות-ההגנה בעסקה עוינת.

126 אוולטידה של חובת האמון בהדברת התנהגות אינטרסנטית של מנהלים בעת מיוזג תוארה לעיל, בסעיף 1.7.

127 בתי-המשפט נפנו לבדוק בכמה מקרים את תוכן הטקטיקה של הברחת הנכסים או המניות מתוך ניסיון לקבוע אם המנהלים הפרו את חובותיהם. ראה, למשל, Macandrews & Forbes Holdings Inc. v. Revlon Inc., 501 A.2D 1239 (1985); Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisition Inc. (לעיל, הערה 113). הניסיון לאפיין החלטה עסקית לגבי סעיפי הסכמי-המיוזג כהחלטה נכונה או שגויה והיומרה להבחין בין מצבים עובדתיים בהקשר לטקטיקות-ההגנה, מחייבים את בית-המשפט להעריך את שיקול-דעתם של המנהלים הן ביחס לעצם ההיקקות לחסימת התחרות הן ביחס לתנאיה. שתי

לצורך הדיון שלנו חשוב להבהיר, כי מדיניות משפטית המפקידה בידי בית-המשפט את ההכרעה בשאלת כשרותה של טקטיקת הבלעדיות מבטלת את כוחו הפיקוחי של השוק על התנהגות המנהלים בעת מיזוג באשר היא מאפשרת עקרונית את השימוש בטקטיקה ומתלה את מניעת השימוש בה לרעה ביכולתו הפיקוחית של בית-המשפט. העתקת כובד-המשקל מהשוק הספונטני לבית-המשפט חושפת את תהליך הפיקוח לכל המגבלות שנמנו לעיל¹²⁸. הסרת המגבלות על תפקודו של השוק מחייבת הטלת איסור מוחלט על כל הצורות למתן בלעדיות, ואמנם הסדר כזה מושך את העין¹²⁹. אולם, כפי שהודגש לעיל¹³⁰, האיסור עלול לספוט צדיק עם רשע ולפעול למניעת עסקאות שהחברה והכלכלה בכללותה מעוניינות בהן. הפסיקה במשפט המשווה סירבה עד כה ללכת בדרך זו¹³¹.

כפי שמוסבר בפרק זה, מגבלותיו של השוק בפיקוח על פעולות הדירקטוריון וההנהלה בעת מיזוג מתפשטות אל מעבר לשאלת העדפתו של אחד הרוכשים על-פני שאר השוק ונובעות גם מאופיו של מיזוג-החילוט השם לאל את פעולת השוק¹³² ומרדידותו של שוק השליטה בישראל¹³³. לפיכך, מזווית-הראייה הנבדקת כאן, כלל קיצוני הגורס פסיביות מוחלטת של המנהלים והאוסר עליהם להעדיף את אחד מהמתחרים בשוק איננו בעל ערך רב¹³⁴.

(ג) רדידות השוק הישראלי. במהלך הדיון שהבהיר את מגבלות כוחות הפיקוח של השוק הנחתי את עצם קיומו של שוק שליטה יעיל בישראל¹³⁵. ברם, הנחה זו איננה עומדת במבחן המציאות, באשר השוק הישראלי הקטן איננו משופע בגורמים

משימות אלו דורשות מומחיות מסחרית לא-טריביאליות וחורגות מגדר עיסוקו הרצוי של בית-המשפט. ראה *Johnson & Seigel* (לעיל, הערה 94), 376-373.

128 ראה, למשל, לעיל, ליד הערות 91-93.

129 המלצה ברוח זו, תוך הרגשת החשש שטקטיקת-החסימה יפגעו בפיקוח של כוחות-השוק ושל בעלי-המניות על החלטת הדירקטוריון לקבל הצעת-מיזוג, מובאת אצל *Gilson* (לעיל, הערה 109), 847-844.

130 ראה לעיל, ליד הערה 117.

131 חסימת התחרותיות בעזרת הברחת נכסים או מניות מקבלת תוקף, באין ראייה על מניעים זרים, על-ידי רוב בתי-המשפט בארצות-הברית. בכמה מקרים סירב בית-המשפט לבדוק את החלטות המנהלים, בהחילו על בחירתם ברוכש המועדף את ה-Business Judgment Rule, המחסן את שיקול-דעתם העסקי מפני התערבותו של בית-המשפט. ראה *Crouse-Hinds Company v. Internorth Inc.* (לעיל, הערה 104); וכן *Buffalo Forge Co. v. Ogden Corp.*, 717 F.2D 757 (2D CIR. 1983). גם במקרים שבהם פירש בית-המשפט את טקטיקת-החסימה כפעולה המפרה חובת התנהגות של מנהל (ראה פסקי-הדין המובאים לעיל, בהערה 127), נעשה הדבר תוך ניתוח פרטי העסקה לגופם ולא מתוך השקפה האוסרת שימוש אפרורי בכל טקטיקת-חסימה.

132 ראה לעיל, ליד הערה 110.

133 ראה להלן.

134 ברם, בעל חשיבות מרובה הוא כלל דומה האוסר על נקיטת טקטיקת-הגנה כנגד הצעות רכש בהקשר להגנת בעלי-המניות מפני דחיית הצעת-מיזוג על-ידי הדירקטוריון. ראה להלן, סעיף 3.1.

135 יעילותו של שוק מותנית בעיקר בקיומם של מספר רב של משתתפים רציונליים המעוניינים להתחרות על הסחורה המוצעת בו במטרה למקסם את רווחיהם ובורימה חופשית של מידע חיוני על הסחורה לכל המעוניינים בה. ראה *Fama, "Random Walks in Stock Markets Prices" 21 Fin. Analysts J.* (1965) 55, 56.

כלכליים המסוגלים להציע אלטרנטיבות להצעת מיזוג ולהשתתף באופן אמיתי במכרז על השליטה במטרה. תוחלתה של ההישענות על כוחות-השוק קטנה ככל שחברת-המטרה גדולה יותר – שכן מתמעטים הקונים הפוטנציאליים המסוגלים לרכשה¹³⁶ – או כשחברת-המטרה עוסקת בענף המחייב מומחיות המקשה על מי שאיננו מצוי בענף את הערכת כדאיות הרכישה עבורו או את תפוצלה לאחר רכישתה.

כמובן, עקב היקפו המוגבל של המשק הישראלי, גם אם קיים גורם בעל ההתמחות הנדרשת, שיש ביכולתו המקצועית והפיננסית לרכוש את המטרה – עלולה היוזמה העסקית להיבלם כהתאם להוראות חוק הגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988, כיוון שהעסקה עלולה לגרום ליצירת מונופולין או לפגיעה משמעותית בתחרות באותו ענף. ואכן, הניסיון הישראלי¹³⁷, להכדיל מהניסיון האמריקני¹³⁸ והאירופאי¹³⁹, מלמד שהתהליך הספונטני של יצירת תחרות לרכישת השליטה במטרה איננו מתרחש, ויש לייחס זאת, בין היתר, להעדר אינפורמציה פומבית המאפיין את השוק, לחוסר-תחכומה של התחיקה והתקינה המסדירות העברת שליטה בחברות ונושאים קשורים¹⁴⁰, למגבלותיהם של שוקי-ההון ב-ישראל¹⁴¹ ולהיעדרם של משתתפים, מהארץ או מארצות אחרות, המסוגלים לעכל

136 כמובן, טקטיקות-המימון המוחזקות העשויות לאפשר לחברה קטנה לרכוש חברה גדולה ממנה, אינן מפותחות בישראל.

137 הניסיון הישראלי איננו יכול להתייחס ישירות לנושא הנדון, כיוון שהחוק הישראלי איננו מכיר במיזוג. שיתוקן של שוק-השליטה בישראל מתבטא בעיקר בהקשר להיעדרה של תחרות על שליטה בחברות תוך שימוש בהצעות רכש.

138 דוגמא מאירת-עיניים לפעולותיהם של כוחות-השוק בדרך של מכרז אירעה בשנת 1988 בארצות-הברית, במאבק ההשתלטות המפורסם על חברת RJR Nabisco. דירקטוריון חברת-המטרה העריך, כי מחיר מנייתיה בשוק נמוך משוויין האמיתי ולכן יזם ניסיון השתלטות על החברה בעזרת הטכניקה של רכישה ממונפת, כאשר לצורך העסקה העריך הדירקטוריון את שווייה ב-17.3 מיליארד דולר. על-אף גודלה הרמיזי של המטרה התארגנו תוך ימים ספורים שתי קבוצות נוספות, שהגישו הצעות מתחרות אשר העריכו בצורה נדיבה יותר את חברת-המטרה. כתום שבעה שבועות של מאבק נמכרה השליטה לקבוצה שהעריכה את שווי המטרה ב-25.1 מיליארד דולר. כוחות-השוק בארצות-הברית הפגינו את יעילותם ועוצמתם בהגנה על בעלי-המניות מפני המנהלים כמונעם מהמנהלים רכישת חברה ששווייה גדול מתקציבה השנתי של מדינת ישראל במחירי-מציאה, והביאו, בתהליך מהיר וחסר-עלות, לעליית ערך התמורה בעסקת ההשתלטות הגדולה בהיסטוריה בכ-45%.

139 קרחת הרכישות חצתה את האוקיאנוס האטלנטי זה מכבר והיא מהווה כוח מרכזי בעיצוב הכלכלה האירופאית לקראת שנת 1992. בבריטניה לבדה מתרחשות מדי שנה כ-1,500 עסקאות-השתלטות על חברות בריטיות בערך של כ-40 מיליארד דולר. ראה הדיווח ב-The New York Times, July 23, 1989, p. 1. גם באירופה אין גודלה של החברה מהווה הגנה מפני רכישתה. כך, לדוגמא, קבוצת-משקיעים מבריטניה, מצרפת ומאוסטרליה הגישה הצעה בסך 21 מיליארד דולר לרכישה עוינת של חברת B.A.T. Industries – החברה השלישית בגודלה בבריטניה.

140 עצם היעדרה של חקיקה ישראלית המאפשרת רכישת חברות בדרך הזולה והנוחה ביותר – המיזוג – תורמת באופן משמעותי לרדידותו של שוק-השליטה בישראל.

141 חלק לא-מבוטל מהחברות שמנייתיהן נסחרות בבורסה הישראלית אינן מאפשרות לכוחות-השוק לסחור בשליטה בהן. תופעה זו נובעת, בין היתר, מקיומן הנפוץ של חברות שזכויות ההצבעה של מנייתיהן אינן שוות עקב חלוקתן לסוגים שונים. חברות אלו מנפיקות לציבור מניות חסרות זכות-הצבעה (nonvoting common) ובכך הן משיגות הון חיוני לתפקודן, ללא חשיפת בעלי-המניות השולטים בהן וממסד החברה שמונה על-ידם לאתגריו של השוק.

אינפורמציה עסקית מורכבת, לגבש על בסיסה החלטת השקעה ולגייס את המשאבים הדרושים לביצועה בפרק-הזמן הקצר שבין פרסומו של נסיון ההשתלטות לבין השלמתו.

(ג) כשלון הפיקוח – סופיות העסקה

אף לו הנחנו, כי מתמלאים כל התנאים לקיומה של התחרותיות בשוק השליטה בחברות, נראה כי הפיקוח על פעולות המנהלים בחברת-המטרה אינו יכול להסתמך על פעולתם של כוחות-השוק.

עובדת היותו של המיזוג עסקה סופית¹⁴², חד-פעמית, המשנה את מבנה הבעלות בנכסי החברה ומבטלת את קיומה המשפטי, מעניקה למנהלים חסינות יחסית מפני פעולתם הענישתית של כוחות השווקים השונים. השוק הראשוני המנחה את התנהגותם של מנהלים רציונליים, שוק הניהול בחברות, פועל בדרך-כלל לשם הגבלת התנהגות אסורה של המנהלים, תוך שימוש בשני אמצעי בקרה פנים-חברתיים הניזונים מההיררכיה הפנימית בחברה: לחץ על המנהלים מצד הכפופים להם, המעוניינים לעלות בהיררכיה הפנימית של החברה, ולחץ מלמעלה, של דירקטוריון החברה המפקח על ביצועי ההנהלה והעלול להחליפה במקרה של כישלון¹⁴³. שני מנגנונים אלו מאבדים כליל את כוחם ביחס להנהלת המטרה ואינם מונעים בעדה מלשתף פעולה, שלא כדין, עם המשתלט במקרה של הצעת-מיזוג לא-כלכלית, או מלסרב, ממניעים אנוכיים, להצעת מיזוג הוגנת. המנהלים עלולים לאשר מיזוג לא-כלכלי ללא חשש מפיקוח פנימי של מנגנוני החברה מאחר שהגשמתו בעזרתם תעביר את השליטה במנגנוני החברה לידי הגורם שעמו שיתפה ההנהלה פעולה. סביר, כי הדירקטוריון החדש שימונה לאחר ההשתלטות יהלל ולא יגנה את פעולות המנהלים שאפשרו את ההשתלטות. הוא-הרין במקרה ההפוך שבו המנהלים מנסים לחסום ניסיון השתלטות רצוי: התנגדות המנהלים למיזוג הוגן נובעת מהערכתם כי עם מימוש המיזוג הם יפוטרו. למעשה המנהלים מצויים בין הפטיש – ביצוע המיזוג יביא לאיבוד משרתם, לבין הסדן – הכשלת המיזוג היא בניגוד לאינטרס בעלי-המניות, מהווה הפרת חובותיהם כמנהלים ועלולה להפעיל נגדם את הסנקציה של כוחות-השוק. בעולם של מנהלים רציונליים ולא-מוסריים סביר כי הם יכריעו, בין שתי הברירות הגרועות, לטובת ההתנגדות למיזוג, באשר הסכירות שההתנגדות תזוהה כפעולה אנוכית ושכוחות-שוק הניהול יביאו עקב כך לפיטורי המנהלים איננה ודאית; ואילו הסיכוי שהמשתלט על החברה יעדיף למנות את אנשיו ויחליף את ההנהלה הקודמת הוא – בעיניהם – רב, ואולי אף ודאי. כללית ניתן לקבוע, כי ברוב המקרים השלמת ההשתלטות גוררת אחריה אובדן משרתם של המנהלים במטרה ולכן חששם של המנהלים להחלפתם על-ידי כוחות שוק הניהול אינו מרתיע. איפכא מסתברא: ידיעת המנהלים כי יוחלפו

142 כלכלנים נוהגים לקטלג עסקאות אלו כ-"Final Period Transaction", ראה Gilson (לעיל, הערה 109), 580-577.

143 ראה Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm" 88 J. Pol. Econ. (1980) 228.

בתום העסקה ממריצה אותם לנסות ולהשיג יתרון אחרון, על-ידי שיתוף-פעולה עם המשתלט, בטרם יפנו את עמדת-הכוח שלהם.

מנהלי-חברה נחשפים גם לביקורת של גורמים מחוץ למסגרת החברה על-ידי פעולתם של שוק-ההון ושוק השליטה בחברות. כישלון ניהולי יתבטא בירידה ברווחיות החברה שתגרור בעקבותיה ירידה בערך מניותיה. מחיר נמוך של מניות החברה הופך אותה לפגיעה להשתלטות ולמטרה פוטנציאלית, באשר מחיר רכישת השליטה בה, בעיקר בדרך של הצעת-רכש, נמוך. כאמור, ההשתלטות מבשרת החלפת מנהלים ולכן מהלכם התקין של שוקי ההון והשליטה בחברות יעודד את המנהלים לתפקד באופטימום יכולת לטובת החברה ובעלי-מניותיה כדי שיובטח כי החברה לא תהפוך מטרה להשתלטות. אולם, במיזוג, מקום שבו המנהלים יודעים כי החברה הפכה מטרה להשתלטות, ברור כי קור-מחשבה זה איננו תקף לשם הכוונתו של תהליך קבלת ההחלטות של מנהלים במיזוג.

שוק המוצר אמור לפעול באופן חיובי על המנהלים, כיוון שתפקוד לא-יעיל של הנהלה גורם לכך שמחיריהם של מוצרי החברה או של השירותים שהיא מספקת יהיה בלתי-תחרותי. התמשכותו של מצב זה לאורך זמן יוליך בהכרח להכחדתה של החברה ולאובדן משרתם של מנהליה. כרם, ברי כי פעולתו של שוק המוצר כגורם חיובי לדרכון המנהלים חסרת-משמעות לגבי עסקאות-השתלטות שהן עסקאות סופיות.

כוחות-השוק מקובלים על-ידי רבים, כלכלנים כמשפטנים, כגורמים מרכזיים המסייעים לריסון פעולות המנהלים ולהבטחת האינטרס של כלל בעלי-המניות מפני ניצול החברה על-ידי המנהלים השולטים בה למעשה¹⁴⁴. ניטרולם של כל הכוחות הללו מהשפעה על תגובת המנהלים בזמן עסקה מהותית כמו מיזוג מבהיר את חריפותה המיוחדת של בעיית הפרדת השליטה מהבעלות בהקשר זה. בהיעדרם של אמצעי-המגן הכלכליים שהשווקים האמורים מספקים לבעלי-המניות, מתחזק מאד הספק אם די בכללים המשפטיים המקובלים שתוארו בסעיפים 1.1 ו-2.1 לעיל, כדי למנוע מהמנהלים עריכת מיזוג משיקולים אופורטוניסטיים המנוגדים לטובתם של בעלי-המניות.

לצורך העלאת הצעתנו בדבר הדרך הנאותה להגנת בעלי-המניות במיזוג יפוצל הדיון לשני חלקים: בפרק הבא תועלה הצעה להגנת המשקיעים בחברה שמועצת-הדירקטורים שלה אישרה תוכנית-מיזוג, ובפרק שלאחריו נייחד את הדיבור לחברה שהדירקטוריון שלה דחה הצעת מיזוג.

ה. אישור המיזוג והגנת בעלי-המניות

לאור הממצאים המצביעים על מגבלותיהם הבולטות של הפיקוח השיפוטי – הכופה את חובת האמון; הפיקוח הסטרוקטורלי – המחייב את אישור העסקה

144 ראה עבודותיהם של Manne, "Mergers and the Market for Corporate Control" 73 J. Pol. Econ. (1965) 110; Alchain, Demsetz, "Production, Information Costs and Economic Organization" 62 Am. Econ. Rev. (1972) 777; Fama & Jensen "Separation of Ownership and Control" 26 J. L. & Econ. (1983) 301.

על-ידי המשקיעים; והפיקוח על-ידי כוחות-השוק בשמירת האינטרסים של בעלי-המניות בעת מיזוג – אעבור לבחינת האפשרות שטכניקת המיזוג תניח לכל בעל-מניה לפקח באופן אישי על הוגנות המיזוג. לשם כך על השיטה המשפטית להכיר ביכולתו של בעל-המניה המתנגד לעסוק לתרגם את התנגדותו לשפת המעשה. ביטוייה של ההתנגדות יכול להיות או על-ידי מניעת העסקה כולה או על-ידי מניעת יישומה ביחס למניות המוחזקות על-ידי המתנגדים לה. הסדר חוקי המאפשר לכל בעל-מניה למנוע את ביצוע המיזוג כולו מוסר לידי כח וטו המנוגד לעקרונות הדימוקרטיים העומדים בבסיס דיני-החברות ויש להניח, כי הוא יפגע אנושות בעצם האפשרות שחברות תתמזגנה. לפיכך, שומה על השיטה המשפטית לאמץ הסדר שיאפשר את ביצוע המיזוג לפי החלטת המחזיקים ברוב המניות בחברה, תוך שמירת הזכויות של המתנגדים למיזוג המעוניינים בכך על-ידי איר-החלת תנאי המיזוג על המניות שברשותם. טכניקה משפטית זו חייבת להבטיח, שבעל-המניות המתנגדים לעסקה ימכרו את כל מניותיהם לחברה המשתלסת כדי שהמיזוג לא יופרע, אולם היא תאפשר למתנגדים לשאת ולתת באופן עצמאי על הערכת השווי ההוגן של רכושם.

1. סעד ההערכה המסורתי

הדין הישראלי איננו מכיר בסעד כללי של הערכה, אך דיני-החברות של כל 50 המדינות שבארצות-הברית¹⁴⁵ ושל מדינות נוספות¹⁴⁶ מעניקים לבעל-המניה אופציה למכור את מניותיו לחברה לפי ערכן ההוגן. האופציה ניתנת למימוש על-ידי הליך משפטי עם התרחשותם של מאורעות קיצוניים מסוימים בחייה של החברה, שהמרכזי ביניהם הוא המיזוג¹⁴⁷. הסעד המכונה זכות או סעד להערכה (appraisal right or remedy) מאפשר לבעל-מניות המוצא את עצמו במיעוט דרך הימלטות מתוצאות ההחלטה הדימוקרטית, אם הוא ממלא אחר דרישות פרוצדורליות לא-פשוטות הקבועות בחקיקה ובמסמכי-היסוד של החברה. הסדר טיפוסי¹⁴⁸ להענקת הסעד בארצות-הברית כולל את השלבים הבאים: לפני ההצבעה לאישור המיזוג באסיפה הכללית של חברת-המטרה, על בעל-המניה

145 ראה אזכורי החוקים השונים אצל Seligman (לעיל, הערה 19), 831-832.

146 החוק היפני, למשל, מעניק זכות להערכה לבעלי-מניות המתנגדים למיזוג. ראה Japanese Commercial Code (SHOHO) sec. 242-245. השוק האירופאי המשותף (EEC) ומדינות מרכזיות החברות בו, דוגמת מערב-גרמניה וצרפת, אינם מכירים בזכות זאת.

147 חוקי המדינות בארצות-הברית חלוקים באשר להגדרת המקרים שבהם יוענק הסעד לבעל-המניות. מאורעות דוגמת מכירת כל או כמעט כל נכסי החברה, רכישת נכסים אלו או שינוי מסמכי-היסוד של החברה מעוררים את זכותם של בעלי-המניות בחברה לקבל סעד של הערכה רק בחלק מהמדינות בארצות-הברית. המכנה המשותף לכל חוקי המדינות בארצות-הברית הוא ראייתם את המיזוג כעסקה המצדיקה הפעלת זכותם של המשקיעים למכירת מניותיהם מחוץ למסגרת חוזה-המיזוג.

148 לתיאור החוקים השונים ראה Seligman (לעיל, הערה 19), 857-858.

להודיע לחברה בכתב על כוונתו לדרוש את הסעד אם יאושר המיזוג. כדי להיות זכאי למכור את מניותיו לחברה, על המשקיע להצביע באסיפה הכללית נגד העסקה המוצעת, ולאחר שההצעה למיזוג אושרה על-ידי החברה, על-אף הצבעתו החולקת, עליו לשלוח לחברה דרישה בכתב לתשלום הערך ההוגן של מניותיו ולהפקיד את מניותיו כדי שלא יוכל לחזור בו מההליך שבו החל. נוסף על כך, בעל-המניות חייב לנסות ולנהל משאומתן עם נציגי החברה לגבי קביעת הערך ההוגן במשך תקופה הקבועה בחוק. אם לא הושגה הסכמה לגבי הערך ההוגן של המניות שישולם לבעל-המניות החולק, הוא רשאי לפנות להליך משפטי שבו יעריך בית-המשפט, או מומחה מטעמו, את שווי המניה.

הסעד על היבטיו השונים משמש שק-אימונים לחבטות ביקורתיות בעלות עוצמה ומיקוד משתנים. המבקרים טוענים, כי זכות ההערכה משרתת שירות-דוב הן את בעל-המניות הנזקקים לה הן את החברה¹⁴⁹. בעל-המניות נרעעים מפנייה לעזרת הסעד, משום שהם מתקשים לעמוד בהוצאות הכרוכות בהפעלת הפרוצדורה של ההליך¹⁵⁰ וגם עקב חוסר-הוודאות לגבי תוצאותיו¹⁵¹. נחיתות מצבם כרוכה לא רק עקב העובדה שהנהלת החברה מממנת את מאבקה בהם ממקורותיה הזמינים והפחות מוגבלים של החברה אלא גם לאור היתרון האינפורמטיבי האדיר שיש לנהלת החברה בהליך האמור להעריך את מצבה הכלכלי של החברה ואת שווי מניותיה¹⁵². זאת ועוד: יש המאמינים כי עצם קיומו של סעד ההערכה עלול לשמש באופן פרדוקסלי כסות לביצועם של מיזוגים פסולים, שכן בתי-המשפט עלולים להשתמש בסעד כתחליף לבדיקתה של עסקת-המיזוג גופה ולסרב – או לפחות להסס – להעניק צווי-מניעה או פיצויים לבעל-מניות חולקים¹⁵³.

לדעת המבקרים, לסעד ההערכה תוצאות גרועות גם מנקודת-ראותה של החברה. החברה חשופה לאפשרות תביעה שערכה לא ידוע מראש, העלולה לפגוע ביכולת תפקודה של החברה. מאחר שכל התביעות המוגשות מטילות חובה לתשלום מידי של מזומנים, החברה, אף אם היא יציבה ומבוססת, עלולה להיקלע לבעיות נזילות.

149 ראה, למשל, ביקורתו הקלסית של Manning, The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker (לעיל, הערה 98); כן ראה Hariton v. Folk, "De Facto Mergers in Delaware: *Arco Electronics Inc.*" 49 Va. L. Rev. (1963) 1261.

150 ההוצאות כוללות שכר טרחת עורך-דין, הוצאות שכירת שירותיהם של מעריכים ועדים מומחים, אגרות בתי-משפט וכדומה. לפי החוק הנוהג ברוב המדינות, כל בעל-מניה חייב לנהל את הדיון באופן עצמאי ולכן כל ההוצאות הנ"ל מוטלות כמלואן על כל בעל-מניה. זאת ועוד: בשיטות-משפט הממסות רווחי מימוש השקעה במניות, עלות ההליך לבעל-המניה כוללת גם את מס-ההון שמוטל עליו לשלם עקב מימוש השקעתו בחברה עם מכירת מניותיו במסגרת הליך ההערכה. מס זה לא חל בדרך-כלל על בעל-מניות המשתתף במיזוג שתמורתו משולמת במניות החברה הרוכשת ולכן אפשר לראותו כחלק מעלות הסעד. ראה 79 E.L. Folk, "Valuation of Dissenters Stock Under Appraisal Statutes" 1453 N. 1 Harv. L. Rev. (1966).

151 לדיון בדרך הערכת המניות ראה להלן, סעיף 4(ב).

152 ראה, למשל, תסכולם של בעל-המניות כפי שמתאר אותו באופן ציורי בית-המשפט ב-*Singer v. Magnavox Co.* (לעיל, הערה 69), 1362.

153 ראה Manning (לעיל, הערה 98), 227-229. המלומדים והפסיקה חלוקים לגבי היחס שבין הסעד להערכה לבין שאר הסעדים העומדים לרשות בעל-המניה. ראה, למשל, להלן, הערות 158 ו-166. חששו של Manning תקף במיוחד לפי הדעות הסוברות כי סעד ההערכה הוא אקסקלוסיבי ואין בלתו.

במצב עדין מעין זה קיים חשש שמיעוט קטן יוכל לסכל כוונת מיזוג כשרה של רוב מכריע, הוך הפרה למעשה של העקרונות הדימוקרטיים המקובלים בחיי החברה¹⁵⁴. חששה של החברה מייבושה ממזומנים עלול לעודד תביעות של בעלי-מניות או איומים לתביעות שמטרתן להטריד את החברה כדי שתשתכנע להעניק לבעל-המניה הטבות מעבר למגיע לו תמורת הסכמתו למיזוג.

הביקורת על סרבולה, עלותה וחוסר-יעילותה של הזכות להערכה, כמו גם החששות מפני הסיכונים הכרוכים בהפעלתה, לא נשארו חסרות-מענה. בצד תגובה המנתחת את חוסר-תקפותה של הביקורת¹⁵⁵ נחלצו רבים להציע דרכים לעיצוב חדש של הזכות, ובעיקר לעיצוב הפרוצדורה הראויה להפעלתה, באופן שיקטין את כוחה של הביקורת הנ"ל¹⁵⁶. בראייה כוללת של התפתחות דיני-החברות האמריקניים מסתבר, כי ההכרה בחשיבותה של הזכות באה לידי ביטוי ברור בכוח הישרדותה המרשים של הזכות בכל אזורי השיפוט בארצות-הברית, למרות הביקורת בת 30 השנים¹⁵⁷. נוסף על כך, הצורך בזכות להערכה מומחש באופן כולט בתשומת-הלב החדשה שמקדישים לה מציעי החקיקה והמלומדים בארצות-הברית, אשר לא רק מביאים לריענונה, אלא גם מרחיבים את תחולתה באורח משמעותי¹⁵⁸.

154 ראה Manning (לעיל, הערה 98), 233-238.

155 ראה Eisenberg (לעיל, הערה 85), פרק 7.

156 ראה, למשל, Conard, "Amendments of Model Business Corporation Act Affecting Dissenters", The American Law Institute, ; Seligman ; Rights" 33 Bus. Lawyer (1978) 2587 (לעיל, הערה 19); Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, Council Draft No. 10, (1988) 199-239.

157 ראה Fischel, "The Appraisal Remedy in Corporate Law" American Bar Foundation Research J., (1983) 875, 881-882. הבוחן את כוחו של טיעון זה.

158 בשנים האחרונות הספרות המקצועית שוב איננה חוקפת את עצם זכותו של בעל-המניה לסעד של הערכה, ותחת זאת היא מתרכזת בבחינת הדרכים להגברת יעילותו של הסעד על-ידי צמצום עלות השימוש בו ופישוט הליכיו. השינויים ביחס העולם המשפטי לסעד ההערכה מודגמים באופן נאה על-ידי שינויי העמדה של ה-MBCA בשאלת תחולתו של היקף הסעד. ביקורתם של Manning ושל אחרים הביאה בשנת 1969 לעיצוב-חדש של סעיף 80(c) ל-MBCA באופן ששלל את מתן סעד ההערכה לבעלי-מניות בחברות שמניותיהן נסחרות בבורסה או שהן מוחזקות בידי מספר מינימלי מסוים של בעלי-מניות. כ-25 מדינות אימצו גרסות שונות של הצעה זו. השלכתו של החריג על תחולת הסעד רבה משום שמירב החברות הציבוריות הגדולות מאוגדות כמדינות שאימצו הגבלה זו למתן זכות ההערכה. אולם תחת מיחת הנשיקה שהיתה צפויה לסעד, המלומדים תקפו את החריג לתחולתו והציעו, במקביל, דרכים לשכלול יישומו. תוצאת מתיחת הפנים של הסעד לא איחרה להשפיע על מנסחי ה-MBCA, אשר בשנת 1978 שבו לשנות את סעיף 80(c) בכמה אופנים, ובין היתר החזירו את המצב לקדמותו באופן המבטל את חריג השוק לתחולת הסעד. ראה Conard (לעיל, הערה 156), 2595-2596 The American Law Institute (לעיל, הערה 156), 250. מעבר לשאלה הנדונה כאן, יש כדוגמא זו כדי להמחיש את דרכי תחולתו של כוח הטיעון המדעי לעבר הגופים המחוקקים בארצות-הברית. דוגמא נוספת להרחבת חשיבותו של הסעד בעשור האחרון, הפעם באמצעות השפעת הכתיבה האקדמית על הפסיקה, מהווה שאלת בלעדיות תחולתו של הסעד. בית-המשפט של דלור פסק בעבר, כי בעל-מניה הרשאי לדרוש את סעד ההערכה איננו מאבד את זכותו להשתמש בסעדים כלליים אחרים, כגון הגשת בקשה למניעת ביצוע העסקה, אם יעלה בידו להוכיח כי למיזוג לא היתה מטרה עסקית ראויה מלבד הרחקתם של בעלי-המניות מהחברה. ראה Singer v. Magnavox, (לעיל, הערה 69); Lynch v. Vickers Energy, 429 A.2D 497 (Del. 1981). לדעת מבקריה הרבים של פסיקה זו, היא ביטלה חלק גדול מחשיבותו של הסעד. ראה, למשל, Easterbrook & Fischel, "Corporate Control Transactions" 91 Yale L. J., (1982) 698, 723-725. בשנת 1983 חזר בו בית-המשפט העליון של דלור ושכ קבע את בלעדיותה

2. סעד ההערכה המוצע – הזכות למחיר הוגן

הצעתנו להגנת בעלי-המניות במיזוג מקבלת את העיקרון הבסיסי שעליו מושתת סעד ההערכה המסורתי, קרי: מתן האופציה לבעל-המניה המתנגד למיזוג לדרוש הערכה נפרדת של מניותיו, תוך חיובו למכור מניותיו לחברה הרוכשת, אך היא משנה אותו ומוסיפה עליו הסדרים נלווים שונים. לדעתנו, הסעד המוצע עשוי לשמש פתרון אחיד שכוחו יפה להגנת בעלי-המניות בכל מצבי המיזוג שפורטו בפרק 3 לעיל, בין אם המיזוג נערך ביוזמת בעלי מניות-השליטה, המנהלים או אנשי-חוק. אלו עיקריו של הסעד המוצע¹⁵⁹:

(א) בעל-מניות החולק על תנאי המיזוג ינהל משא-ומתן¹⁶⁰ עם הנהלת החברה הרוכשת על שווי המניות שברשותו¹⁶¹. אם לא הגיעו הצדדים להסכמה תוך תקופה קצרה מיום אשרור הסכם-המיזוג, תגיש החברה הצעת-מחיר בכתב לבעל-המניות. אם הצעה זו לא נראית לבעל-המניות החולק, יגיש לחברה הצעה סופית בכתב להערכת המניות שברשותו. על החברה לקבל או לדחות את הצעתו של המוכר. לוח-הזמנים לחילופי ההצעות בין הצדדים ולתגובות עליהן ייקבע על-ידי החוק כדי להבטיח את יעילות ההליך. אם הסכימו הצדדים על ערכן של המניות, תבוצע מכירתן כמוסכם, וכל צד ישא בהוצאותיו.

(ב) אם תהליך המשא-ומתן הכזיב, יפנו הצדדים לבית-המשפט בבקשה להערכת השווי ההוגן של מניות חברת-המטרה ביום המיזוג. בית-המשפט ימנה לצורך המשימה בודק מומחה מטעמו, שיעריך את שווי המניות העומדות למכירה על-פי קריטריונים מקצועיים המקובלים בשוק העסקי להערכת חברות מהסוג המדובר¹⁶².

הכמעט-מוחלטת של זכות ההערכה של בעלי-המניות במיזוג, ראה *Weinberger v. UOP Inc.*, 457 A2D 701, 715 (S. CT. Del. 1983) ולהלן, הערה 166.

159 מטרתנו בסעיף זה מצמצמת לעריכת היכרות בסיסית עם דרך פעולת הסעד המוצע בישראל כדרך להבטחת אינטרסיהם של בעלי-המניות בחברות מתמזגות. ניתוח מפורט יותר של הסעד ודרך פעולתו יובא בהמשך הפרק.

160 הצעת החקיקה של ה-MBCA רואה אף היא את עידודם של הצדדים ליישב את הסכסוך בדרך של התדיינות פרטית כמטרה מרכזית להגברת יעילותו של הסעד. ברוח זו מציעים מנסחי הקוד לדוגמא להחליף את השימוש במונח "Appraisal Right" במונח "Cashout Right". ראה *Conard* (לעיל, הערה 156), 2592.

161 הסעד המסורתי מעמיד את חברת-המטרה, ולא את החברה הרוכשת, כבעל-הדין של בעל-המניות החולק, ומטיל עליה את התובה לנהל משא-ומתן או להתעמת עם בעל-המניה בדיון משפטי לשם קביעת המחיר שעליה לשלם לו עבור מניותיו. בישראל הדין הנהוג אוסר על חברה לרכוש את מניותיה, ולכן, אם לא תתקבלנה הצעות הקודאות לשינוי דין זה, לא תתאפשר החלת הסעד בצורתו המסורתית. לדעתנו, אין לייחס חשיבות רבה לזהותו של בעל דגם הפורמלי של בעלי-המניות בהליך ההערכה, כיוון שמבחינת התוצאות הכלכליות של העסקה תוטל עלות הסעד בכל מקרה על החברה השורדת לאחר המיזוג. אם ישולם הערך ההוגן של המניות לכל התובעים, תתאפשר בניסת המיזוג לתוקף, ושתי החברות, המטרה והרוכשת, תתמזגנה לישות כלכלית ומשפטית אחת ולכן אין נפקא מינה לשאלה זהותו של המשיב בהליך. יעד אפשרי שלישי להטלת החיוב לרכישת מניות החולקים למיזוג הוא ציבור בעלי-המניות בחברת-המטרה שאישר את המיזוג. ראה *Iowa Code Ann. sec. 491.25* (1949).

162 לשאלת דרכי קביעתם של קריטריונים אלו ראה להלן, סעיף ה.4(ב).

(ג) המחיר שייקבע כ"הוגן" במשאומתן בין הצדדים או בהליך השיפוטי (העלול לכלול במקרים המתאימים גם ערכאת-ערעור) יחייב את בעלי-המניות המוכר ואת החברה הקונה.

(ד) ליחס באחוזים בין המחיר הסופי שהציע כל צד במשאומתן לבין התמורה שתיקבע בהליך השיפוטי תהיינה השלכות על הקצאת הוצאות ההליכים בין הצדדים: אם התמורה המוצעת על-ידי החברה במשאומתן קטנה באחוז מסוים, שייקבע בחוק¹⁶³, מהמחיר שהניב ההליך – תוטלנה הוצאות ההליך כולו על החברה הרוכשת. לעומת זאת, אם התמורה המבוקשת במשאומתן על-ידי המוכר עולה באחוז מסוים, שייקבע בחוק¹⁶⁴, על הערך ההוגן שהושג בהליך – תוטלנה הוצאות אלו על בעלי-המניות החולק. אם מתברר כי אופיין של שתי ההצעות הנגדיות במשאומתן זהה, היינו: הפער באחוזים בין הצעותיהם הסופיות של שני הצדדים למשאומתן לבין המחיר שנקבע בהליך עולה או יורד מהסף הנ"ל – ישא כל צד בהוצאותיו.

מוצע כי בעלי-המניות המתנגדים למיזוג יוכלו לאחד את תביעתם לפתיחת ההליך השיפוטי של ההערכה. עקב כך, אם תוצאת ההליך תטיל עליהם את עלות ההליך (חלקה או כולה), ישא כל בעלי-מניות רק בחלק מההוצאות.

(ה) בכל מקרה שיתברר, כי התמורה הקבועה בהסכם-המיזוג קטנה באחוז מסוים, שייקבע בחוק, מהתמורה שתשולם לבעלי-המניות החולקים בהתאם לתוצאות המשאומתן או ההליך השיפוטי – תופעל חוקה חוקית, הניתנת להפרכה, שלפיה מנהלי-המטרה הפרו את חובת האמון שלהם כלפי החברה ובעלי-המניות¹⁶⁵. כל בעלי-המניות בחברת המטרה, כולל אלו שאישרו את המיזוג, יוכלו לפתוח בהליך להוכחת הפרתה של החובה¹⁶⁶.

163 במדינת קליפורניה החוק קובע, כי אם הערך ההוגן בהליך השיפוטי מגיע כדי 125% או יותר מהצעת החברה, בית-המשפט רשאי להטיל על החברה את הוצאות עורכי-הדין והמומחים בהליך. ראה Cal. Corp. Code, sec. 1305(e) (Deering 1977 & Supp. 1984). כמובן ראה Seligman (לעיל, הערה 19), 865, המציע הסדר דומה.

164 אין הכרח שהטיית האתחול הקובעת לעניין חלוקת עלותו של ההליך תהיה זהה עבור שני הצדדים למשאומתן. ניתן לטעון, כי עקב חוסר-המידע של בעלי-המניות לגבי תוכניה הכלכליים של החברה ותלותם הגדולה באינפורמציה שהנהלה מספקת להם יש להחיר לבעלי-המניות הטיית אחוז גדולה יותר מאשר לחברה המוכרת.

165 ודוק: לצורך הטלת עלותו של ההליך על הצדדים הסעד בודק את הפער בין המחיר שנקבע בהליך השיפוטי של ההערכה לבין עמדות הצדדים במשאומתן. לעומת זאת, לצורך קביעת החוקה של הפרת חובת האמון, הפער הרלבנטי נמדד בין המחיר שנקבע בהליך ההערכה (בדרך של משאומתן או בהליך השיפוטי) לבין המחיר שנקבע בהסכם-המיזוג.

166 הדין האמריקני חלוק בשאלת האקסקלוסיביות של סעד ההערכה. ראה Seligman (לעיל, הערה 19), 836-835; ולעיל, הערה 158. לדיון מוקדם בשאלה זו ראה Vorenberg, "Exclusiveness of the Dissenting Stockholder's Appraisal Right" 77 Harv. L. Rev. (1964) 1189. בפסק-הדין רבי-ההשפעה של Weinberger (לעיל, הערה 158), 715-714, נקבעה ההלכה השלטת כיום שלפיה בעל-מניות הזכאי לסעד של הערכה בדרך-כלל איננו יכול לבקש סעדים אחרים דוגמה צור-מניעה לעסקה או פיצויים. עם זאת, בית-המשפט הכיר בחריגים מספר לבלעדיות הסעד, כגון רמאות, הטעיה ו-self-dealing, אשר התרחשותם מאפשרת לבעלי-המניה לדרוש התערבות שיפוטית התורגת מגדר הסעד. קריהמחשבה המוצג ברשימה זו, המטיל על הסעד משימת פיקוח על המנהלים לטובת כל בעלי-המניות,

3. הסעד המוצע כגורם מפקח

הסברים רבים, חלקם כושלים, ניתנו להצדקת מתן הסעד המסורתי של הערכה לבעלי-המניות במיזוג¹⁶⁷, אך רק תשומת-לב מועטה¹⁶⁸ ובלתי-מספקת¹⁶⁹ הוקדשה להארת חשיבותו של הסעד כמכשיר מרכזי להגנת בעלי-המניות בחברה מתמזגת מפני הסיכונים הצפויים להם, שפורטו בפרק ג לעיל. עיצובה של הזכות להערכה, כפי שהוצגה לעיל, נועד לאפשר לה למלא מטרה זו.

סעד ההערכה פועל בשני מישורים כמקביל. ראשית, הסעד נחלץ להגנתו של בעל-מניה הסובר, כי תנאי מיזוג מוצע אינם הוגנים בהעניקו לבעל-המניה את הזכות לקבלת הערך ההוגן של מניותיו. שנית, ועיקר, הסעד, אם יתוכנן כראוי, עשוי למלא תפקיד-מפתח כגורם מפקח על הוגנות תנאי המיזוג. אם לכל בעל-מניות תהיה זכות שהפעלתה נוחה וזולה לדרוש את הערך ההוגן של מניותיו בעת מיזוג, תשמש הזכות תמריץ ריאלי לנושאים ולנותנים על תנאי המיזוג לעשות זאת בתום-לב.

ההסדר המוצע יפקח באופן יעיל על כל המעורבים במיזוג באופן הבא: קביעתו של לוח-זמנים לניהול משא-ומתן בין הצדדים והמרצת הצדדים לנקיטת עמדה אחראית במשא-ומתנם מגדילות את הסיכוי שהמחלוקת ביניהם תיושב באופן מהיר וזול ללא מעורבות בית-המשפט. בעלי-המניות בחברת-המטרה, המאמינים שהתמורה המוצעת במיזוג איננה הוגנת, לא יחששו לסרב לקבלה ולעמוד על זכויותיהם, באשר החוק יאפשר להם, במירב המקרים, להשיג את הערך ההוגן של המניות ללא היזקקות לבית-המשפט ובעלות מועטת. נגזר מכך, כי קברניטי החברה הרוכשת, על-אף רצונם להקטין את התמורה שתשולם עבור המטרה, ייזהרו מפני

כולל אלו שאישרו את המיזוג, מחייב — לדעתי — נקיטת עמדה המאפשרת שימוש בהליך ההערכה כמנוף לתקיפת עצם המיזוג, אם מתבררת תוסר-הוגנותו. הסעד המוצע קובע קריטריון ברור, לאו דווקא בלעדי, לפתיחת הליך כזה.

167 ההסבר המסורתי לסעד גורס, כי הוא נועד להגן על המיעוט מפני רודנותו של הרוב בשיטה הדימוקרטית. הסברים דומים תולים את הסעד בשינוי אופי ההשקעה הנכפה על בעל-המניות או בראיית המיזוג כמעין הפקעת רכוש של בעל-המניה. ראה מאמריהם המוקדמים של Weiner, "Payment of Dissenting Shareholders" 27 Colum. L. Rev. (1972) 547; Levy, "Rights of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment" 15 Cornell L. Q. (1930) 420. לכיקורת על הסברים אלו ראה Manning (לעיל, הערה 98), Fischel (לעיל, הערה 157), H. Kanda & S. Levmore, "The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law" 32 Ucla L. Rev. (1985) 429, 430-432, 434.

168 ראה Kanda & Levmore (לעיל, הערה 167), 443-445.

169 כוחו הפיקוחי של הסעד, אשר תואר על-ידי Kanda ו-Levmore, צריך להיות מופעל — לדעתם — רק כאשר ידוע שהמנהלים מצויים במצב של ניגוד אינטרסים. ניתוחם מתרכז בהסברתם ובאפיונם של חוקים מכמה מדינות ביחס למטרות הסעד, אך איננו עומד על הדרך שבה הסעד יכול להשפיע על תהליך קבלת ההחלטות של המנהלים במקרי מיזוג רגילים, על הפרוצדורה שיש לאמץ לשם החלת הסעד לאור הבנת מטרותיו, על הקשר בינו ובין חובת האמון של המנהלים וכדומה.

עריכת העסקה במחיר עושיק. נגישותו של הסעד עלולה לגרום להגשתו של גל תביעות לקבלת הערך ההוגן של המניות במזומן. נוסף על כך, אם הפער בין המחיר שהציעה החברה לבין המחיר שנקבע בהליך יעבור את הסף הקבוע בחוק, תיאלץ החברה לממן את ההליכים נגדה. מנהלי המטרה, הצלע השלישית והמרכזית במשולש-אינטרסים מורכב זה, יחששו מתביעות אישיות נגדם שבהן תוטל עליהם המשימה הקשה של הרמת הנטל להוכחה שהפער במחיר לא נובע מהפרתה של חובת האמון. כמ-כן, אם תוכח הפרתה של חובת האמון של מנהלי המטרה, הדבר יכול לשמש מנוף להוכחת חלקה של החברה הרוכשת בקלקול המידות ולהזין גל נוסף של תביעות חוזיות לביטול המיזוג, או – למצער – לעורר תביעות מצד בעלי-המניות שאישרו את המיזוג לקבלת הפער במחירים. באחת, הסעד המוצע יפעל כגורם מפקח על תנאי המיזוג באמצעות הפעלת לחץ לקביעת הערך ההוגן הצפוי של מניות החברה במשא-ומתן שווה-כוחות כמחיר-מינימום בעסקה. הניתוח המסורתי של תפקיד סעד ההערכה מתרכז בבחינת תוצאותיו של המיזוג לאחר התרחשותו. לעומת זאת, הגיתוח המוצע כאן מתבסס על הכנסת שינויים מסוימים בסעד אשר מטרתם להשפיע על הדרך שבה נקבעים תנאי המיזוג מלכתחילה¹⁷⁰, בבחינת הקדמת התרופה למכה. הזכות לערך הוגן, כפי שהיא מוצגת כאן, איננה דואגת רק לאינטרסים של בעלי-המניות שמצאו עוז, יוזמה ומשאבים לחלוק על המיזוג, אלא גם, ובעיקר, לרווחת כל בעלי-המניות בכל החברות, בין אם הן עומדות בפני הצעת מיזוג מוגדרת ובין אם לאו. תפקידו זה של הסעד מתמלא על-ידי השימוש בו כגורם מונע, המרתיע מפני עריכת עסקאות בלתי-הוגנות. נדגים את כוחו הפיקוחי-הרתעתי של הסעד המוצע במניעת הסיכונים השונים האורבים לבעלי-המניות במיזוג, שפורטו בפרק ג לעיל:

(א) מיזוג המהווה מקור סכנה למיעוט

ראינו לעיל¹⁷¹, שכאשר בעלי מניות-הרוב יוזמים את המיזוג, חשופים בעלי מניות-המיעוט לסכנה שהרוב יכוון את עיתוי המיזוג לרגע שבו ייווצר פער גדול בין מחיר המניות בשוק לבין שוויין הכלכלי, ואז יכפה את העסקה על המיעוט. לדעת חלק מהצופים בשוק השליטה בחברות, ניצול הזדמנות זה הוא המניע המרכזי לעריכת הפרטה של חברה ציבורית¹⁷². הזכות לערך הוגן מבטיחה את המיעוט מפני סכנה זו משום שאם הוא סבור שמחיר השוק איננו מייצג נאמנה את שווי הסחורה הנמכרת הוא יוכל לבקש את עזרת הסעד להערכה, המבוסס על הערכה עצמאית של המניות ללא קשר למחירן בשוק¹⁷³.

במיזוג משלים רחוי מופעל לחץ על בעלי-המניות למכור את מניותיו בשלב הראשון להשתלטות – שלב הצעת הרכש – מתוך חשש שאם לא ייעתר לה הוא ייאלץ למכור את מניותיו בשלב השני והמשלים של ההשתלטות – שלב המיזוג

170 זווית-ראייה זו של הסעד נבחנה לראשונה על-ידי Fischel (לעיל, הערה 157), 876.

171 ראה לעיל, לאחר הערה 40.

172 ראה לעיל, ליד הערות 33 ו-34.

173 ראה להלן, בסעיף 4(ב).

— במחיר גרוע יותר שייכפה עליו¹⁷⁴. מצב זה, הידוע בכינויו "דילמת האסיר", עלול להוליך לעיוות בתהליך קבלת ההחלטות של בעלי-המניות העומדים לפני הצעת רכש. תפקידו של סעד ההערכה בהקשר זה הוא לחלץ את בעלי-המניות מכבלי הדילמה. הסעד מבטיח להם לפחות את הערך ההוגן של מניותיהם בשלב השני להשתלטות ולכן הם יכולים לשקול את טיבה של הצעת הרכש ביתר חופשיות¹⁷⁵.

מיוזג בין חברות קשורות מאופיין בקשיים במציאת מדד אובייקטיבי להערכת שוויין של המניות הנמכרות, כאשר מחיר השוק של מניות חברת-הבת משקף את השליטה שחברת-האם שולטת בה¹⁷⁶. גם כאן הזכות למכירת המניות לחברה בערכן ההוגן במנותק ממחיר השוק מבטיחה את אינטרסיהם של בעלי מניות-המיעוט ומפקחת על המשא-ומתן שמנהלי חברת-הבת מנהלים עם שולחיהם בחברת-האם.

(ב) מיוזג ביוזמת מנהלי המטרה

מעמדה המועדף של הנהלה, המעוניינת להשתלט על החברה שבניהולה, יכול להתבטא בהרעה פסולה של תנאי המיוזג עבור בעלי-המניות. ההנהלה עלולה שלא לחשוף מידע-פנים על עתיד החברה הנוגע, למשל, בהזדמנויות עסקיות המוצעות לה, או שהיא עלולה לנקוט מדיניות שתדכא באופן מלאכותי את ערך השוק של המניות כדי להבטיח את ההשתלטות במחירי מציאה¹⁷⁷. סעד ההערכה יגביל את השימוש שיוכלו המנהלים לעשות באמצעים פסולים אלו. הסעד לא רק שיבטיח ערך הוגן לבעלי-המניות, במנותק מהמחיר שבו הן נסחרות בשוק¹⁷⁸, אלא גם יעמיד את המנהלים בפני חקירה שיפוטית לגבי שווייה האמיתי של החברה¹⁷⁹.

(ג) מיוזג ביוזמת אנשי חוץ

הנהלת-החברה שולטת במיוזג, אף אם הוא נערך עם צד שלישי, על-ידי יכולתה להטיל וטו על העסקה ועל-ידי שליטתה המעשית בהחלטות שתתקבלנה באסיפה הכללית. האסיפה הכללית מתפקדת כרוב המקרים כחותמת-גומי עקב חוסר במידע, ביכולת, בעניין ובאמצעי-פעולה המאפיינים את תפקודה כגוף¹⁸⁰. ההנהלה עלולה לנצל את היעדרו של בעל-הבית בחברה לשם השגת טובת-הנאה אישיות¹⁸¹. סעד ההערכה משרת את בעלי-המניות גם כאן, בהסיט את מרכז-הכובד של הפיקוח

174 ראה תיאורו של מצב זה לעיל, בהערה 48.

175 ראה Fischel (לעיל, הערה 157), 879.

176 ראה לעיל, ליד הערות 49 ו-50.

177 ראה לעיל, הערה 58.

178 ראה להלן, בסעיף ה.4(ב).

179 הליכי קביעת הערך ההוגן עלולים, כאמור, להוביל ליצירת חזקה של הפרת חובת האמון של מנהלי-המטרה ולריון משפטי שיחקור את תפקוד המנהלים בתקופה שקדמה לעסקה, שכמהלכו ייחשפו מסמכים ועובדות פנימיות של החברה.

180 ראה לעיל, ליד הערות 71 ו-72.

181 ראה לעיל, לאחר הערה 68.

על פעולות המנהלים מהאסיפה הכללית, המשותקת למעשה, אל בעלי-המניה היחיד המעוניין בנקיטת פעולה ובהגנה על רכושו¹⁸². הצעתי גורסת כי לעזרתו של בעל-המניה, הניצב מול ההנהלה ומנגנון האישור האוטומטי של החלטותיה באסיפה הכללית, צריך להיחלץ החוק אשר יעניק לו שיניים בנסיונו לשאת ולתת עם חזקים ממנו. בהקשר זה ברורה חשיבות ההצעה המטילה את הוצאות ההתדיינות על החברה ואת חוקת הפרתה של חובת האמון על שכם המנהלים אם מתברר שהערך שנקבע בהליך ההערכה עולה באורח משמעותי על המחיר שהציעה החברה במשא-ומתן או, בהתאמה – על התמורה שנקבעה במיזוג.

מנהליה של חברת-המטרה עומדים בפני פיתוי מיוחד. ניתוח מיקומה של העסקה בחייהם העסקיים של כל השותפים לה מלמד כי העסקה סופית עבורם. עובדה זו מעמידה את בעלי-המניות במצב פגיע, משום שהיא מחסנת את המנהלים מפני פעולתם הענישתית של כוחות השווקים השונים¹⁸³. חקיקתו של סעד ההערכה המוצע עשויה למתן את האופי הסופי של המיזוג. זכותו של בעל-המניה לדרוש את הערך ההוגן של מניותיו והעמדתה של שאלת הערך ההוגן במרכז חקירה של אופי מעשי המנהלים והחברה הרוכשת מבהירים לגורמים אלו, כי אם התמורה המוצעת לא תספק את בעלי-המניות, קיים סיכוי סביר שעסקת-המיזוג לא תהיה עסקה סופית ותעמוד לביקורת נוספת במשא-ומתן מסחרי או בדיון משפטי. נגישותו הקלה-יחסית של בעל-המניה לסעד המוצע גדולה הרבה יותר מאשר נגישותו לאמצעים המשפטיים האחרים העומדים לרשותו, כגון תביעה על הפרתה של חובת האמון; ולכן, מנקודת-הראות של המנהלים, סעד ההערכה מערער את סופיותה של העסקה הרבה יותר מאשר האמצעים האחרים. הסעד בהקשר זה משמש גורם מרתיע המרכך את הפיתוי של המנהלים והחברה הרוכשת לנצל את המיזוג לצורכיהם על חשבון בעליה של החברה.

4. שאלות שהסעד המוצע מעורר

סעד ההערכה מכיר בזכותו של בעל-המניה לחזור בו, במקרים ובתנאים מסוימים, מהשקעתו בחברה ולדרוש מהחברה (או מגורם אחר, כגון מי שמעוניין לרכוש את החברה) את שווי השקעתו. ניתוח סעד זה, אשר אם יאומץ יגרום להרחבה חשובה של אגד הזכויות הצמודות למניה והשייכות לבעל-המניה, מעורר שאלות חשובות ומגוונות. חלק מהשאלות שפתרון נדרש עוסק בבעיות כלליות של הערכה המתעוררות לגבי יישום הסעד בכל הקשר שהוא, וחלק מהשאלות עוסק בבעיות המתעוררות כאשר נערך ניסיון ליישום הסעד בהקשר המיוחד הנדון כאן – הגנת בעלי-המניות בסיטואציה של מיזוג.

182 לולא הסעד, בעל-מניות המשוכנע בטיבו השלילי של המיזוג לא היה יכול למנוע את ביצועו אלא-אס-כן הצליח להוכיח שהמנהלים הפרו את חובת האמון שלהם. למגבלותיו של הליך זה יחסית לסעד המוצע ראה להלן, סעיף ה.5(א).

183 ראה לעיל, ליד הערות 74-76.

(א) בעיות כלליות של סעד ההערכה

השאלות מהסוג הראשון, הכללי, עוסקות, למשל, בנושאים הבאים: הגדרת הקריטריון המהותי המעורר את זכות בעלי-המניות לסעד, יישום הקריטריון באופן המאפשר איתור העסקאות (נוסף על המיזוג) או המאורעות שבהם יש הצדקה להפעלת הסעד, בחינת ההשלכות שיש לסעד על יכולתה של החברה לתכנן את פעולותיה לטווח ארוך ועל שווייה כעסק חי (going concern), בדיקת העדפתם של בעלי-המניות בקבלת הסעד על פני ציבורים אחרים הקשורים לחברה (כגון מחזיקי אג"ח של החברה ושאר נושיה), שאלת זכותו של בעל-המניה במשטר המאפשר לו לקבל את הערך ההוגן של המניה לבקש את עזרתם של סעדים נוספים, כגון צו למניעת התרחשות העסקה או האירוע ועוד. אף שפתרון קשת השאלות הנ"ל חיוני לשם גיבוש מדיניות משפטית נאותה להפעלת סעד ההערכה, מאמר זה לא ידון בהן מאחר שעניינן איננו מיוחד דווקא ליישום הסעד בעת עריכת מיזוג בין חברות. הניתוח המלא של שאלות מהותיות אלו חייב להיערך במסגרת נפרדת שתתרכז בבירור כללי של עצם הזכות של בעל-מניה לזכות במקרים המתאימים – ולא דווקא בעת מיזוג – לערך ההוגן של השקעתו.

(ב) דרך קביעת ה"ערך ההוגן"

נושא כללי נוסף שחשיבותו מרובה נוגע בשאלת דרכי ההערכה, ובמיוחד בהגדרת הקריטריונים הנאותים להערכה. שאלה אחרונה זו, שמהותה עסקית-כלכלית ולא משפטית, העסיקה רבות את בתי-המשפט בארצות-הברית¹⁸⁴ ואת הספרות המשפטית שם¹⁸⁵ בהקשרים רבים וגם בעת הפעלת הסעד על-ידי בעלי-מניות בחברה מתמזגת. נראה שהסיבה לכך היא התלות הגלויה לעין שבין יכולתם של בתי-המשפט לקבוע סטנדרטים ברורים שלפיהם ייקבע הגודל המדויק של ה"ערך ההוגן" של מניות החברה, ובין שאלת יעילותו של הסעד. הקושי שבקביעת דרכי ההערכה ניזון, בין היתר, מאלמנט המומחיות המאפיין הערכה כמותית של כל עסק,

184 במשך שנים רבות שלטה בפסיקה בארצות-הברית דרך הערכה שפותחה בבתי-המשפט של מדינה דלוור ונקראה Weighted Average Method או Delaware Block. שיטה זו בדקה נתונים שונים של החברה, כגון ערך נכסיה, שווי השוק של המניה, רווחיה וכדומה, וייחסה משקל מסוים לכל נתון כדי להגיע לתוצאה משוקללת של הערך ההוגן של המניה. ראה, לדוגמא, *In Re General Realty & Utilities Corp.*, Del. Ch., 52 A.2D 6, 14-15 (1947). דרך הערכה זו הוחלפה בפסיקה מאוחרת יותר בגישה ליברלית, המוכנה להתחשב בכל טכניקה או שיטת-הערכה המקובלת על הקהילה העסקית. במסגרת זו, בתי-המשפט היו מוכנים להתחשב גם בציפיות לגבי ערך עתידי של החברה, וכלבר שאין הן בגדר ספקולציות. ראה *Weinberger v. UOP Inc.* (לעיל, הערה 158). למרות התרח הרצוזה להערכה ליברלית חזר בתי-המשפט של דלוור, בהודמנות הראשונה שנקרתה לו, והשתמש דווקא ב-*Delaware Block* Method, ראה *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2D 929 (Del. 1985).

185 ראה, למשל, *Schaefer, "The Fallacy of Weighting Asset Value and Earnings Value in the Appraisal of Corporate Stock"* 55 Cal. L. Rev. (1982) 1031; Comment, "Valuation in the Context of Share Appraisal" 34 Emory L. J. (1985) 117; *Fischel* (לעיל, הערה 157), 893-890; Chazen, "Fairness from a Financial Point of View in Acquisitions of Public Companies: Is 'Third Party Sale Value' the Appropriate Standard?" 36 Bus. Law. (1981) 1439.

ובמיוחד עסק חי; ומגוון עיסוקיהן של חברות המקשה על קביעת אמות-מידה להערכה שתהיינה ישימות באופן זהה לגבי כל החברות.

כאמור, גם שאלה הנוגעת לדרך ההערכה של מניות החברה איננה מיוחדת דווקא לסיטואציה הנדונה כאן, ולכן הדיון הכולל בה – קרי: הגדרת הפרמטרים הרלבנטיים לקביעת "הערך ההוגן" של המניה והגדרת משקלם היחסי – לא ייערך במסגרת זו. יחד עם זאת נראה, כי לצורך השלמתה של תמונת הדיון בסעד רצוי להבהיר לפחות מאיזה פרמטרים הסעד איננו נגזר:

(א) הערך ההוגן ומחיר השוק של המניות. קיימת מגמה בחקיקה בארצות-הברית הסוברת, כי אין צורך בסעד ההערכה אם למניות-המטרה שוק פעיל, כיוון שבעל-המניות החולק על המחיר שנקבע במיזוג יוכל לקבל את הערך ה"נכון" של השקעתו באמצעות מכירת מניותיו בשוק¹⁸⁶. מגמה זו מתבססת על הנחת יעילותם של שוקי-ההון כפי שפותחה בספרות הכלכלית¹⁸⁷. הדעה הנוגדת מנמקת בהרחבה את חוסר-יכולתו של השוק לספק לבעלי-המניות את הביטחון הנדרש להבטחת רכושם¹⁸⁸. נוסף על הנימוקים המוזכרים בספרות הנ"ל, לדעתי, אין לקבל את הערכת המניה בשוק הישראלי כראיה חותכת לשווייה הכלכלי ההוגן במובנו של סעד ההערכה; וזאת בגלל אופיים הלא-יציב של שוק-המניות הישראלי והכלכלה הישראלית המושפעים תכופות מגורמים חיצוניים למצבה של החברה. זאת ועוד: אין מקום לקבל את הערכות השוק לגבי שווי המניה בעת מיזוג גם עקב מצב ניגוד האינטרסים המיוחד המאפיין את מערכת-היחסים בחברת-המטרה, העלול לגרום להתערבותם של המנהלים במסחר במניותיה¹⁸⁹. יתר על כן: גם ללא כל עיוות של הליך קביעתו של ערך המניה בשוק אין לזהות בין ערכה בשוק לבין "הערך ההוגן" לצורכי סעד ההערכה. מחיר המניה בשוק מייצג את הערך השולי שלה, היינו: את ערכה בעיני בעלי-המניות המעוניינים למוכרה במחיר הנמוך ביותר, ולא את הערך הממוצע שלה. בעלי-המניות הנכפים למכור את מניותיהם במיזוג רשאים להחזיק בדעה, כי ההערכה השולית של המניה לוקה ואין לדרוש מהם להסתפק במחיר זה. אכן, אחת ממטרותיו של סעד ההערכה היא לאפשר לבעלי-המניות להעמיד את הערכתם לגבי שווי מניות החברה מעבר למחירן בשוק (inframarginal valuation) לביקורת על-ידי בדיקת ערכן ההוגן בדרך של משא-ומתן או על-ידי בית-המשפט¹⁹⁰.

(ב) הערך ההוגן והציפיות המיוחדות של בעל המניה. כשם שמחד גיסא, הערך השולי של המניה איננו צריך לספק את בעל-המניה, כך גם, מאידך גיסא, אין

186 ראה לעיל, הערה 158.

187 ראה, למשל, Fama, *Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices* (New York, 1976) 133-168.

188 ראה, למשל, *Consult Changes in the Model Business Corporation Act Affecting Dissenters' Rights: A Report of the Committee on Corporate Laws* (לעיל, הערה 85), 84-79.

189 ראה, למשל, לעיל, ליד הערה 56.

190 ראה Kanda & Levmore (לעיל, הערה 167), 441-437.

לאפשר לו לקבל את מלוא הערך הסובייקטיבי שהוא מעניק, אף אם בתום-לב, למניה. בתי-המשפט בארצות-הברית מסכימים כי ציפיות ספקולטיביות, חזון אישי או אינטואיציה מסחרית סובייקטיבית של בעל-המניה לגבי עתידה של חברת המטרה אינם צריכים להשפיע על תג המחיר שהליך ההערכה יצמיד למניות החברה¹⁹¹.

(ג) הערך ההוגן ותוצאותיו הכלכליות של המיזוג. דעות המלומדים מעבר לים חלוקות באשר לשאלה אם הערך ההוגן שיקבל בעל-המניות צריך להיות מוערך בהתחשב בתוצאותיו הכלכליות הצפויות (או המוכחות) של המיזוג¹⁹². רוב חוקי המדינות של ארצות-הברית קובעים כי רווחי המיזוג (או הפסדיו) לא ישוקללו כחלק מהערך ההוגן של המניה. נראה, כי יש לתמוך בדעה זו כיוון שהיתרונות (או החסרונות) הכלכליים שיצר המיזוג לא היו משפיעים על ערך המניה אילולא התרחשות העסקה ולכן לבעלי-המניות טרם העסקה אין ציפייה סבירה לקבלת יתרונות אלו. כמובן בעלי-המניות המתנגדים למיזוג אינם משתתפים בסיכון הכרוך בעסקה ולכן אין זה סביר שיוכלו ליהנות מתוצאותיה. לבסוף, כלל הערכה המחלק את רווחי המיזוג בין בעלי-המניות המתנגדים למיזוג יעודד רבים מבעלי-המניות לסרב למיזוג ולבקש סעד של הערכה, בייחוד באותם מקרים שבהם השוק מניח כי עסקת-המיזוג מוצלחת. לכך יש השפעה שלילית על ההסתברות להתרחשות עצם העסקה – למרות, ואולי אף בגלל, הערכת השוק את יעילות העסקה כיוצאת ערכים כלכליים חדשים – כיוון שכלל הערכה זה יקטין את הסיכוי שיושג הרוב הדרוש באסיפת בעלי-המניות של חברת-המטרה לאישור העסקה. כמובן דרך ההערכה האמורה תקטין את התמריץ של הקונים הפוטנציאליים לבצע את המיזוג, כיוון שהם יאלצו לקבל בעל-כורחם שותפים לרווחי יוזמתם העסקית. לפיכך, בהנחה שהמדיניות המשפטית מעוניינת לעודד עסקאות להעברת שליטה בדרך של מיזוג, נראה שאין להטיל על רוכשי השליטה לכלול את רווחי המיזוג בהערכת הערך ההוגן של מניות המתנגדים לעסקה.

מהאמור עד כה עולה, שעל ההערכה להתרכז בפרמטרים אובייקטיביים בלבד ולערוך בדיקה עצמאית של "הערך ההוגן" של המניה – בדיקה שאיננה תלויה במחיר השוק של המניה עובר לעסקה ואיננה נגזרת ממחיר השוק של המניה לאחר העסקה (כאשר התוצאות הכלכליות של המיזוג משתקפות במחיר השוק). מובן כי במסקנה זו לא סגי וכי יש לקבוע באורח חיובי מהם הגורמים הכלכליים שיש לשקלל כדי להגיע לתוצאה המבוקשת. כאמור, לא נעסוק במשימה זו במסגרת הנוכחית עקב כלליותה של השאלה, אולם ראוי יהיה להדגיש כי על-אף הבעייתיות וחוסר-הוודאות הטבועים בהערכת המניות מסתבר שהדינים השונים אינם נרתעים מלהשתמש בסעד. כפי שצוין לעיל, סעד ההערכה המסורתי נהוג בחוקי החברות של כל מדינות ארצות-הברית זה תקופה ארוכה ובמסגרתו מתבצעות באופן סדיר הערכות של שוויין של מניות. גם הדין הישראלי הנוהג מניח, שעצם ההערכה האובייקטיבית של המניה תיתכן, והוא מוכן להיעזר בה כדי להגן על האינטרסים

191 ראה, למשל, Weinberger (לעיל, הערה 158).

192 ראה Fischel & Easterbrook (לעיל, הערה 158).

של בעלי-המניות, כאשר מתעורר מצב של קיפוח בעלי-המניות¹⁹³. נוסף על כך, גם הצעתם של המלומדים בבצ'וק ופרוקצ'יה להסדר הנושא של רכישת חברות מאמצת לגבי סוג מסוים של מיזוג-חילוט את סעד ההערכה המסורתי, תוך הנחה סמויה שתימצא הדרך הנאותה לקביעת השווי ה"נכון" של המניה¹⁹⁴.

נראה לנו, כי אין להשאיר את הצד המקצועי-טכני של משימת ההערכה בידי בית-המשפט, כאשר אין הוא מוכשר לבצעה. תחת זאת, על בית-המשפט להיעזר בעצת מומחים שעיסוקם בכך, ותפקידו של בית-המשפט יצטמצם לפיקוח על ההליך. שיפור הליכי ההערכה יוכל להיות מושג אם יוקם מוסד מיוחד שיתמחה בהערכת חברות עבור בית-המשפט. מוסד כזה, אשר עלות פעולתו תמומן על-ידי הנוקמים לשירותיו, יצבור נסיון וידע מקצועי ויוכל לגבש דרכי הערכה שיטתיות ולהסתמך על תקדימים של הערכות קודמות. ביצוע ההערכות על-ידי מוסד מוכר אחר שישמש שליח בית-המשפט יאפשר לו, לאורך זמן, לצבור מוניטין כגוף אובייקטיבי ויקל על משימת הפיקוח של בית-המשפט. יתירה מזו: ריכוז ביצוען של ההערכות אצל גוף אחד יתרום לגיבוש נורמות קבועות וקריטריונים אחידים וידועים להערכת חברות ויפזר במידה רבה את אי-הוודאות הכרוך בהליך.

בעוד שהדיון בנושא של הקריטריונים להערכה איננו מיוחד לשאלת הגנתם של בעלי-המניות במיזוג, שורת הנושאים המהותיים¹⁹⁵ שיידונו להלן מטפלת בשאלות שפתרון נדרש לצורך יישום ההערכה כאמצעי להגנת בעלי-המניות בחברה מתמזגת.

(ג) תביעות סרק וסחטנות

סעד ההערכה מפקיד בידי בעל-המניה היחיד את הפיקוח על תנאי המיזוג. בדרך זו כל בעל-מניה מקבל לידיו כוח-מיקוח משמעותי, שכן ביכולתו, באופן חד-צדדי, לגרור את החברה להשתתף בהליך שיפוטי נושא הוצאות, אשר במהלכו עלולים להיחשף פרטים עסקיים שונים על החברה ואשר יש בו אלמנט מטריד כרוך עבודה. מסיבה זו מוצע, כי במקום שיתברר בהליך השיפוטי כי הערך ההוגן של המניה איננו עולה על מחיר סף מסוים – סף שייקבע באחוזים מערך התמורה שהחברה הרוכשת במשא-ומתן הסכימה לו (למשל: 120%) – בעל-המניה ישא בחלקו

193 סעיף 235(א) לפקודת החברות קובע: "היו ענייניה של חברה מתנהלים בדרך שיש בה משום קיפוח של חלק מחברה, ראשי בית-המשפט, לפי בקשת חבר, לתת הוראות הנאות לו לשם הסרת הקיפוח, ובהן הוראות שלפיהן יתנהלו ענייני החברה בעתיד או ירכשו חברי החברה, או החברה עצמה, מניות ממניותיה".

194 ההצעה גורסת, כי במיזוג-חילוט שבו שיעור ההחזקות של המיעוט אינו עולה על 10% מכל אחד מסוגי מניותיה של חברת-המטרה, התרופה של בעלי מניות-המיעוט החולקים על הערך שנקבע במיזוג היא פנייה לבית-המשפט בבקשה להערכת שווי המניה. ראה פרוקצ'יה (לעיל, הערה 3), 589-590.

195 יישום הסעד המוצע מעורר גם שורה של שאלות דיוניות, כגון קביעת הדרך והמועד שבו בעל-המניה צריך להודיע על רצונו לקבל את הערך ההוגן של השקעתו וכדומה. שאלות אלו לא יידונו כאן עקב קוצר היריעה. לניתוח שאלות פרוצדורליות המתעוררות בעת הפעלת הסעד המסורתי בארצות-הברית ראה Kaplan, Problems in the Acquisition of Shares of Dissenting Minorities, 34 Bos. Univ. L. Rev. (1954) 291.

בהוצאות הליכי ההערכה¹⁹⁶. אם הערך ההוגן של המניה ירד מהסף שנקבע כגבול תחתון לסבירות קובלנתו של בעל-המניה (למשל: 70% מערך הצעתה הסופית של החברה במשאומתן) ישא האחרון בעלות ההליך כולו. הקצאתה של עלות ההליך בהתאם לעמדה שהצדדים לו נוקטים – תתרום להבראתם של בעלי-המניות מקדחת ההתדיינות ולמניעתה של חמדנות יתירה משני הצדדים.

הקצאת עלותם של הליכי ההערכה באופן המוצע תפעל באורח יעיל למניעת תביעות סחטניות או מטרידות דווקא באותם מקרים שבהם סביר להניח כי התנגדות בעל-המניה לעסקה היא בעלת אופי סחטני, קרי: כאשר ערך המניה על-פי הסכם המיזוג סביר בעיני רוב המשקיעים. במקרה כזה בעל-המניה המבקש את סעד ההערכה ימצא את עצמו מתעמת עם החברה לכד או בשיתוף קבוצה מצומצמת של בעלי-המניות, ולכן, במקרה שיתברר כי עליו לשאת בהוצאות ההליך, חלקו בסך כל ההוצאות יהיה גבוה. מנגד, כאשר סביר להניח כי תביעת בעל-המניות להערכה מעוגנת כדן במציאות – קרי: כאשר חלק משמעותי של המשקיעים מחננד לערך שנקבע בהסכם המיזוג – הפתרון המוצע כאן לא ירתיע את בעל-המניות מלפנות להליכי ההערכה, משום שאף אם יתברר בסיום ההליך כי הערך שנקבע במיזוג הוגן, העלות שתוטל על כל אחד מהם תהיה קטנה עקב חלוקתן של הוצאות ההערכה בין כל המתנגדים לעסקה.

(ד) פשרה

בוחו של הסעד המוצע טמון לא רק בתרופה שהוא נותן לבעלי-המניות המתנגדים לתנאי המיזוג, אלא גם ביכולתו לפקח על הוגנותם של תנאי המיזוג עבור כל בעלי-המניות. מטרה זו תושג, בין היתר, על-ידי האפשרות שהסעד המוצע נותן לכל בעלי-המניות, גם אלו שהסכימו למיזוג, לתקוף את נורמות-ההתנהגות של מנהלי המטרה בעזרת החזקה שמנהלי המטרה הפרו את חובת האמון שלהם, אם קיים פער גדול בין המחיר שנקבע במיזוג למחיר שנקבע בהליך.

לכאורה היה ניתן לחשוש לתפקודו של מנגנון-פיקוח זה עקב יכולת החברה ומנהליה להתפשר עם בעלי-המניות המתנגדים למיזוג: מקום שמנהלי החברה מעריכים שמחיר המניה בהסכם המיזוג איננו הוגן וכי עובדה זו עלולה להיחשף במהלך הליכי ההערכה, הם ישתדלו למנוע את עריכת ההליך השיפוטי כדי למנוע את יצירת החזקה שהם הפרו את חובת האמון ואת חשיפתם לתביעת בעלי-המניות. לפיכך, המנהלים עלולים לשחד את בעלי-המניות המתנגדים ולהגיע עמם לפשרה בשלב המשאומתן הקודם להליך השיפוטי של ההערכה. התפתחות כזו תסרס חלק

196 בעלי-המניות החולקים ישאו, כאמור, בהוצאות ההתדיינות כדי להרתיעם מפני הטרת החברה שלא לצורך. התכונות הרוכשות, אשר תיגררנה להתדיינות בלא עזול בכפן ובעל-כורחן, תתייחסנה להוצאות אלו כחלק מעלותה של השגת השליטה במטרה. לכך תהיה השלכה שלילית, משום שהגדלת עלותן של ההשתלטויות תביא לצמצום המקרים שבהם הן תתבצענה. הקטנת הסיכוי לביצוע הרכישה תפגע בציבור בעלי-המניות בכללותו משום שהיא תקטין את סיכוייהם לקבל פרמיה עבור השקעתם ומשום שהיא תקטין את כוחה של הרכישה כגורם מפקח על התנהגות המנהלים. למרות האמור, להערכתנו, משתלם לבעלי-המניות כגוף לספוג השלכות שליליות אלו תמורת טובות-ההנאה שיפיקו מסעד ההערכה כגורם מרסן ומרתיע במקרי מיזוג.

ניכר מכוחו ההרתעתי והפיקוחי של הסעד ולכן יש לעצב את הסעד באופן שהיא תימנע. לדעתנו, ניתן לעשות זאת על-ידי קביעה כי חזקת הפרתה של חובת האמון של המנהלים תתעורר לא רק כאשר קיים פער גדול בין מחיר המניה במיזוג ובין מחירה על-פי הערכת בית-המשפט, אלא גם כאשר פער כזה קיים בין מחיר המניה במיזוג ובין מחירה כפי שנקבע במשא-ומתן הפרטי שבין החברה לבעלי-המניות המתנגדים. מובן, כי כדי להעניק שיניים לפתרון זה יש לקבוע כי יפורסם תוכנו של ההסכם בין בעלי-המניות המתנגדים לבין החברה.

(ה) אופורטוניזם של בעלי-מניות

האם לאור ההצעה שכל בעלי-המניות, כולל אלו שהסכימו לתנאי המיזוג, יוכלו ליהנות מתוצאות המשא-ומתן או ההליך השיפוטי של ההערכה שיזמו בעלי-המניות המתנגדים, יש לחשוש שבעלי-המניות יעדיפו שלא ליזום את הליכי ההערכה? לכאורה, ההסדר המוצע מאפשר להם ליהנות משני העולמות: מחד גיסא הם משתתפים במיזוג, מקבלים מיידית את הערך שנקבע בו ואינם מסתכנים בנשיאה בהוצאות ההליך אם ההערכה תוכיח שמחיר המיזוג הוגן; מאידך גיסא, אם יתברר עקב תביעתם של אחרים כי ההליך היה פגום, הם תמיד יוכלו להצטרף לעגלת המתנגדים ולהיעזר בחזקה המשפטית של הפרת חובת האמון של המנהלים כדי לתבוע את ביטול חוזה-המיזוג או פיצויים חוזיים. מאחר שמצב דברים כזה עלול לעודד פסיכיות של בעלי-המניות ולהמעט מערכו הפיקוחי של הסעד, הסעד המוצע קובע, כי בעלי-המניות שנענו להצעת-המיזוג יוכלו ליהנות מפרי יוזמתם של בעלי-המניות המתנגדים רק כאשר הפער בין מחיר המיזוג למחיר ההערכה עולה על אחוז מסוים. אולם בכל המקרים שבהם הפער אינו גדול עד כדי כך, בעלי-המניות שבחרו בפסיכיות ובתמיכה בעסקה לא יוכלו לחזור בהם מהסכמתם (אלא-אם-כן יפתחו בהליך חדש על בסיס עילה עצמאית וללא עזרתה של חזקה משפטית נגד המנהלים) ולא יוכלו לדרוש את המחיר שנקבע בהליך, אף שהוא גדול מהמחיר שנקבע בהסכם-המיזוג.

(ו) שנאת הסיכון של המנהלים

האם האלמנט של הקביעה לחזקת הפרתה של חובת אמון שבסעד המוצע אינו חריף מדי באופן העלול למנוע כיצועם של מיזוגים רצויים מבחינה כלכלית? על-פי טענה זו, חזקת האחריות של המנהלים תגדיל את שנאת הסיכון של מנהלים רציונליים ביחס למיזוג, והם עלולים לנקוט עמדות קשוחות ולסרב להצעות מיזוג הוגנות ויעילות.

אכן, החשש האמור מחייב זהירות בעיצובו של סעד ההערכה. הגנתם של מנהלים הגונים אמורה להישמר על-ידי כרית-הביטחון שתסופק להם בדמות האחוז שייקבע כסף המפעיל את החזקה החוקית להפרתה של חובת האמון. על המחוקק לקבוע סף זה תוך התחשבות בטעויות אפשריות של המנהלים, שאינן מצביעות על הפרת החובה ובגמישות אפשרויות ההערכה השונות של המניות. מינונו של הסף צריך להיעשות בזהירות כדי לאזן בין יעילותו כגורם הרתעתי לבין החשש שהוא ימנע

ביצוען של עסקאות הוגנות. נוסף על כך, אם למרות הסף המגן עליהם יילקו המנהלים בשמרנות יתר ויסרבו למיזוג ראוי, ייכנסו הם לקטיגוריה הנדונה להלן. בפרק הבא¹⁹⁷.

(ז) חלוקת רווחי המיזוג

נגישותו הנוחה של כל בעל-מניה להליכי ההערכה עלולה לכפות את הערך ההוגן של המניה כמחיר-מינימום לכל עסקת-מיזוג, כיוון שהנושאים והנותנים על תנאי המיזוג יעשו זאת בצל החשש שהסעד יופעל. עובדה זו עלולה לשכנע את החברות הרוכשות-בכוח, כי אין בשוק "מציאות" הראויה לרכישה ולגרום למניעת התרחשותן של נסיונות השתלטות¹⁹⁸.

נראה לי, כי אין בטיעון זה ממש. המניע הרצוי לעסקת-מיזוג איננו ניצול הזדמנות הנובעת מהערכה מוטעית של שווי מניות-המטרה על-ידי השוק. העשרת החברה הרוכשת בשווי הפער שבין מחיר השוק לבין מחירה האמיתי של החברה על חשבון הוצאת כסף זה מידי בעלי-המניות של המטרה איננה משרתת שום מטרה כלכלית ועלולה לערער את אמון המשקיעים בהוגנות שוק-המניות. לפיכך, הפעלת הסעד המוצע, הגורם לשמירת הערך ההוגן של ערך המניה לבעליה, פועלת באופן חיובי למניעת רווחים ספקולטיביים על חשבון בעלי-המניות. לעומת זאת, מיזוג מוצלח מנקודת-ראות כלכלית הוא מיזוג היוצר רווחים עקב שילוב הכוחות בין שתי החברות השותפות לו (synergistic gains). הרווחים עשויים לנבוע משיתוף-הפעולה שבין מערכות הייצור, השיווק והניהול של שני הגופים או מניצול משותף של משאבים, דוגמת מידע עסקי או מדעי, קשרים, מקורות מימון וכדומה¹⁹⁹. כדי שסעד ההערכה לא יפגע בקיומן של עסקאות המונעות על-ידי מטרות חיוביות אלו יש לקבוע כי הערך ההוגן של המניה שבעל-המניות בחברת-המטרה זכאי לו לא יכול את הרווחים הצפויים לרוכש עקב המיזוג²⁰⁰. בעל-המניה זכאי לקבל את חלקו בחברה ערב המיזוג (pretransaction value); ואילו החברה הרוכשת, הנוטלת את היוזמה העסקית לביצוע המיזוג ואת הסיכון וההשקעה הכרוכים בו, זכאית ליהנות מתוצאות פעולתה המתבטאות בשיפור מצבן של החברות עקב מיזוגן.

197 ראה להלן, פרק ו, הדן באמצעים להגנתם של בעלי-המניות מפני סירובם של המנהלים למיזוג הוגן. הקשר הריון בפרק הבא הפוך: ההנהלה מנצלת את מעמדה לשם שמירת אינטרסיה בחברה. אולם הצד השווה בשני המקרים הוא הנזק הנגרם לבעלי-המניות על-ידי המנהלים הדואגים לעורם-הם. הפתרון שאציע להלן – הרכישה החילונית בדרך של הצעת רכש – ישים גם כאן.

198 להשלכות השליליות של מיעוט התרחשותן של השתלטויות על מצבם של בעלי-המניות בכלל החברות ראה לעיל, הערה 196. לפיתוחו של טיעון זה בהקשר דומה ראה Easterbrook & Fischel, "The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer" 94 Harv. L. Rev. (1981) 1161.

199 ראה, למשל, Steiner, *Mergers: Motives, Effects, Policies* (1975) 47-95; ובן שטרן (לעיל, הערה 114).

200 עמדה זו נוקטים רוב חוקי החברות בארצות-הברית. ראה לעיל, לאחר הערה 192. במקרה של מיזוג-חילוט יש הסוכרים, כי הערך ההוגן של המניה צריך לכלול גם את השפעת המיזוג על ערך המניה. ראה *The American Law Institute* (לעיל, הערה 156), 205.

מהאמור עולה, כי סעד ההערכה המוצע מבחין בין מיזוגים בעלי ערך כלכלי לבין מיזוגים חסרי-ערך: מחד גיסא, הסעד עוזר למערכת המשפטית למנוע קיומן של עסקאות שההצדקה המרכזית לביצוען היא עשיית רווחים ספקולטיביים תוך ניצול חולשתם של בעלי-המניות; מאידך גיסא, הסעד מונע פגיעה במסגרת החוקית הכללית של המיזוג הרואה לעצמה כמטרה את עידודן של עסקאות היוצרות רווח אמיתי לחברות המעורבות ולכלכלה בכללותה.

5. יעילותו היחסית של הסעד המוצע

יעילותו של סעד ההערכה המוצע כגורם פיקוחי על התנהגות המנהלים יכולה להיבחן תוך השוואתו עם כוחם הפיקוחי של האמצעים האחרים הקיימים להגנתם של בעלי-המניות – סעד ההערכה המקובל בארצות-הברית, אישור המיזוג על-ידי בעלי-המניות וחובת האמון של המנהלים.

(א) השוואה עם הסעד המסורתי

תומכיו של סעד ההערכה המסורתי רואים בו כוח בולם מפני מיזוג לא-הוגן, משום שהוא אמור לערר חשש אצל המשתלטים מפני החלטתם של בעלי-המניות לדרוש את הערך ההוגן של מניותיהם במזומן ובכך להטיל נטל כספי כבד על החברה הנרכשת. לנטל זה שני היבטים: שוויו וסוגו. נראה לי, כי שווי התמורה איננו יכול להוות כוח מרתיע אמיתי במירב המיזוגים, משום שהסעד המסורתי איננו מגן על בעלי-המניות שנעתרו להצעת המיזוג, אלא מעניק רק לבעלי-המניות החולק את הערך ההוגן של מניותיו. היינו: על-אף קיומו של הסעד, משתלם לרוכש לחתור לעסקה לא-הוגנת משום שעל-אף שהסנקציה שתופעל נגדו על-ידי מיעוט בעלי-המניות עלולה לעלות את ערך התמורה הסופית בעסקה, תמורה זו עדיין תהיה נמוכה מהערך ההוגן של כל המניות שנרכשו בעסקה הודות להסכמתם של רוב בעלי-המניות למכור את החזקותיהם במחיר הנמוך מהמחיר ההוגן. גם ההיבט השני של הסעד – סוג התמורה שנדרש הרוכש להעביר לבעלי-המניות החולקים – כוחו ההרתעתי מוגבל. בעבר, כאשר הפרקטיקה הנפוצה היתה שהתמורה במיזוג היתה משולמת במניות החברה הרוכשת, הכנסת האלמנט המזומן לעסקה היוותה גורם מרתיע כלשהו. אולם כיום מיזוגים במזומן נוהגים תדיר בארצות המערב המתועשות, והשגת הכסף למימון מתבצעת ביעילות ובקלות-יחסית בעזרת תכנון וגמישותו של שוק-ההון. אם צודקת הנחת שברבית המקרים מיזוג לא-הוגן מהווה הזדמנות עסקית גם לאחר תשלום הערך ההוגן לחולקים עליו, אזי אפשר להניח שהחברה תוכל לשכנע מוסד מלווה בכדאיות העסקה תמורת הסכמתה לאפשר לו לגרוף את חלקו בעסקה הקוסמת.

הביקורת האמורה מבהירה את חוסר-יעילותו של סעד ההערכה המסורתי במניעת עסקאות לא-הוגנות. נראה, כי עיצובו המקובל של הסעד בדין האמריקני נועד

למלא רק תפקיד מוגבל בהגנת מיעוט בעלי-המניות המתנגדים למיזוג נתון, לאחר ביצועו. שימוש בסעד לצרכים רחבים יותר כגורם המגן על כלל בעלי-המניות (ולא רק המיעוט) בכלל החברות (בין אם הן מהוות מטרה לרוכש ידוע ובין אם לאו) וכמכשיר למניעה ex ante של התרחשות מיזוגים לא-הוגנים על-ידי הרחעת הנהלת המטרה והחברה הרוכשת, מחייב את עיצובו מחדש ברוח המוצעת כאן. הוספת האלמנט של העברתן של הוצאות ההתדיינות על החברה ושל העברת נטל ההוכחה על המנהלים לגבי שאלת הפרתה של חובת האמון הופכת את האיום שבסעד לממשי גם במצבים של מיזוג במזומן.

(ב) השוואה עם הפיקוח המבני

עקב-האכילס בהגנתם של בעלי-החברה מפני המנהלים השולטים בה נעוץ בה גבלת כוחם של בעלי-המניות לתפקד ולהגיב על המתרחש בחברה באופן אישי. דיני-החברות קידשו את כלל אי-ההתערבות של בעלי-המניות בניהול החברה כדי לאפשר למנהלים, שמקצועם ומומחיותם בכך, לנווט את חייה המסחריים של החברה כהבנתם. כדי לאזן את תמונת השליטה בחברה, ובכך להקטין את עלות השימוש בכוח הייצוג, דיני-החברות שמים סייג לכלל אי-ההתערבות בקובעם כי החלטות מיוחדות, החורגות מחיי היומיום של החברה, תוצגנה לאישור האסיפה הכללית. דא עקא, כפי שהוסבר לעיל²⁰¹, עקב גידולה של החברה הציבורית הגורם לקשיים ניכרים ביכולת התיאום בין בעלי-המניות, הפופולריות של ההשקעה במניות ההופכת את השוק לאנונימי ומבנה דיני-החברות אשר איננו מאפשר למשקיעים לאסוף מידע ולגבש עמדה באופן עצמאי – אין בכוחה של הדרישה החוקית לקבלת אישור בעלי-המניות כדי להציב את הסייג הנדרש להתנהגותם האופורטוניסטית של המנהלים. סעד ההערכה מכיר במגבלות הפעולה של בעלי-המניות כאורגן של החברה ולכן הוא מפקיד את הפיקוח על פעולות המנהלים בידי כל בעל-מניה באופן אישי. יכולתם המקובצת של בעלי-המניות לפעול באופן אישי (כתובעים את הערך ההוגן של מניותיהם) תרתיע את המנהלים באופן ממשי יותר מאשר יכולתם של בעלי-המניות לפעול כאורגן של החברה. הסתתה של משימת הפיקוח מזירת האסיפה הכללית והטלתה על כתפי בעלי-המניות היחידים תגדיל את יעילות הפיקוח, כיוון שהגורם המפקח איננו נשלט על-ידי נשוא הפיקוח.

הסעד פוגע במידה מסוימת בעקרון אי-ההתערבות של המשקיעים בהחלטות המנהלים, אולם הגנת בעלי-המניות מפני הסיכון המיוחד האורב להם עם מיזוגה של החברה מצדיקה פגיעה זו. נוסף על כך, כפי שהוסבר לעיל²⁰², כשם שהסעד המוצע מגביל את יכולת המנהלים לנצל את כלל אי-ההתערבות על חשבון בעלי-המניות, כך הוא גם כולל אמצעים אשר יגרמו לצמצום התערבותו של בעל-המניה במקרים שבהם הפיקוח איננו נדרש או שהוא טרדני.

201 ראה לעיל, סעיף ד.2.

202 ראה לעיל, הדין בסעיף ה.4(2).

(ג) השוואה עם הפיקוח השיפוטי

כשלונה של חובת האמון של המנהלים בפיקוח על פעולותיהם בעסקת-מיזוג נובעת, בין היתר, מחוסר התמריץ של בעל-המניה להסתכן בהתדיינות המשפטית²⁰³. סעד ההערכה פועל לעידודו של בעל-המניה לנקוט יוזמה להגנת רכושו על-ידי הקטנת הסיכון שלו הוא נחשף בהליך. ראשית, לפני בעל-המניה נפתח ערוץ-תקשורת זול למשאומתן עם ההנהלה ללא מעורבות בית-המשפט. שנית, גם אם דרך המשאומתן לא הניבה את התוצאות המקוות מבחינתו, לא יירתע בעל-המניה ממיצוי זכויותיו בבית-המשפט. בעל-מניות החולק על החלטת המיזוג איננו מעמיד לדיון ישיר את נאמנותם של המנהלים ואת עמידתם בסטנדרטים מעורפלים של חובות התנהגות, אלא קורא תיגר על הערך שנוקב בעסקה למניותיו. שינוי של מיקוד הדיון הוא רב-ערך משום שהוא מצמצם באורח מהותי את השאלות השניות במחלוקת, מעניק אופי ענייני ולא-אישי להתדיינות ומתרכז בהערכה בעלת גון אובייקטיבי יותר של ערך הרכוש תחת בחישה שלאחר מעשה בהוכחת מעשיהם ובהערכת מניעיהם של המנהלים. ההבדל שבין שני ההליכים מומחש על-ידי השוואת סוג ההכרעה השיפוטית הנדרשת מבית-המשפט בשני המקרים: בדיקת התנהגותם של המנהלים בעסקה מחייבת הפעלת שיקול-דעת שיפוטי מהסוג המורכב ביותר. היא כרוכה לא רק בהוכחתן של עובדות חלקלקות, אלא גם באפיון התנהגותם של המנהלים על-פי סטנדרטים מוסריים ומסחריים ובהגדרת טיב חובתם של מנהלים במצבים דומים. לעומת זאת, הערכת המניות במסגרת הסעד המוצע תוכרע בעיקר על-פי חוות-דעתו של מומחה מטעם בית-המשפט, אשר יתבסס בהערכתו על כל המידע המצוי בחברה ובשוק ביחס לעסקיה, ואשר לצורך הערכה ישתמש בקריטריונים מסחריים טכניים. אופיו השונה של ההליך מזרז את ביצועו, מקטין את עלותו ומגביר את הוודאות של בעלי-המניות לגבי תוצאותיו ולכן תפחת רתעתם מההגנה על זכויותיהם.

זאת ועוד: הסעד המוצע מבקש להרחיע את המנהלים מפני זניחת מחויבותם לכלל בעלי-המניות ולכן הוא משתמש בתוצאות הליך ההערכה כבסיס להוכחת הפרת החובה של המנהלים על-ידי העברת נטל ההוכחה שלא הופרה החובה על כתפי המנהלים²⁰⁴. העברת הנטל – אשר לא רק תרתיע מלכתחילה את המנהלים מלהשחית את מידותיהם, אלא גם תפשט את ההליכים להוכחתה של הפרת החובה – תהווה גורם ממריץ נוסף ליצירת מעורבות של בעלי-מניות בהליכי הפיקוח על המנהלים בעזרת חובת האמון.

מכשול מרכזי נוסף בהפעלתה של חובת האמון נובע מהקשיים המרובים של בעל-המניה בחשיפת הפרת החובה של המנהלים עקב סופיותה של עסקת-המיזוג וחסרונן של בקורות-השוק²⁰⁵. כאמור, הערכת המניות בהליך שיפוטי או במשאומתן מסחרי נוטלת מהמיזוג את אופיו הסופי ומציעה קריטריון חילופי המסייע

203 ראה לעיל, סעיף 1.7.

204 ראה הדיון לעיל, לפני הערה 170.

205 ראה לעיל, ליד הערה 90.

לבעלי-המניות באיתור הפרת החובה. כמו-כן יש להניח, כי בהליכי הערכה של התכרה כמשא-ומתן או בהליך השיפוטי תידרש הנהלת-החברה לגלות יותר מטפח של מידע-פנים המצוי ברשותה על מצבה האמיתי של החברה ובכך ייזרק לראשונה אור על נושאים העשויים להבהיר את רמת ההקפדה של המנהלים על חובותיהם במהלך המיזוג. חששם של המנהלים מפני חשיפה זו עשוי להוות נדבך נוסף בבניית מערכת-ההרתעה שתמנע מהמנהלים לנצל את כוחם באופן פסול בעת מיזוג.

ו. דחיית המיזוג והגנת בעלי-המניות

במשפט המשווה מקובל, כי דירקטוריון חברת-המטרה מחזיק בכוח-הווטו לגבי הצעות מיזוג המוגשות לחברה. הצעת המיזוג מוצגת להנהלה המעבירה אותה להכרעת הדירקטוריון. דחיית ההצעה על-ידי הדירקטוריון איננה ניתנת לערעור לפני אורגן אחר של החברה. כך נבדלת דחיית המיזוג מקבלתו, שכן, כאמור, לצורך קבלת המיזוג אי-אפשר להסתפק בהסכמת הדירקטוריון לעסקה ונדרש גם אישור האסיפה הכללית²⁰⁶. מצב דברים זה מעניק עמדת-כוח חשובה למועצת-המנהלים העלולה לדחות הצעת מיזוג מתוך מניעים אישיים. זאת ועוד: ניגוד האינטרסים בדחיית של הצעת המיזוג טומן בחוכו את זרעי הבעיה המקבילה של קבלת החלטת מיזוג פסולה, כיוון שהמנהלים עלולים לנצל את כוח-הווטו שלהם בדחיית המיזוג כדי לסחוט הטבות אישיות מהמציע. האחרון יפצה את עצמו על ההוצאה הנוספת בהרעת תנאי המיזוג לבעלי-המניות, תוך הבטחת האגפים על-ידי יצירת ברית לא-קדושה עם המנהלים והדירקטוריון. במלים אחרות: כמו כלים שלובים, הסדר שיצליח למנוע את עיוות ההחלטה לדחיית המיזוג יועיל גם לפתרון נושא הפרק הקודם על-ידי הקטנת הלחצים לעריכת מיזוג פסול.

1. כשלון מנגנוני-ההגנה

אף אחד מאמצעי ההגנה שהוזכרו בפרקים ד ו-ה לעיל לא יצליח להגנת בעלי-המניות מפני החלטה נגועה של הדירקטוריון לדחיית של הצעת מיזוג רצויה. ראינו, כי חובת האמון של המנהלים לא מתאימה לפתרון מצבי מיזוג המאופיינים על-ידי ניגוד אינטרסים ברור ועל-ידי היות העסקה המוצעת סופית²⁰⁷. אכיפת החובה קשה במיוחד כאשר החלטת המנהלים דוחה את המיזוג משום שעצם דבר ההזדמנות העסקית עלול שלא להתגלות למשקיעים. פרוטוקול דיוני המנהלים והחלטותיהם אינם נגישים לציבור בעלי-המניות ולכן אף אם יפיץ המציע את דבר הצעתו ברכים, ייקשה על בעל-המניות לברר את הבסיס לסירוב המנהלים להצעה.

206 ראה לעיל, הערות 10 ו-11.

207 ראה לעיל, סעיף 1.1.

גם המבנה הפנימי של חלוקת הסמכויות בחברה לא מסוגל לפקח על החלטת הדירקטוריון, משום שלפי הכלל המקובל במשפט המשווה, הצעת המיזוג, משנרדחתה על-ידי מועצת-המנהלים, איננה מוצגת לאישור האסיפה הכללית²⁰⁸. כוחות שוק-השליטה, גם אם נניח את תפקודם בישראל, אינם רלבנטיים לגבי החלטה שלילית של הנהלת החברה²⁰⁹. כוחות-השוק יכולים להביא את הסוס אל השוקת, היינו: לגרום להעלאתה של הצעת מיזוג הוגנת, אולם אין הם יכולים להכריחו לשנות ממנה²¹⁰. גם מתן סעד של הערכה לבעלי-המניות, בצורתו המסורתית או בדרך המוצעת בפרק הקודם, איננו מתאים למניעת עיוותו של הליך דחיית המיזוג על-ידי מועצת-המנהלים, משום שהחלטת אורגן החברה איננה מחייבת את בעלי-המניות להיפרד מהשקעתו בחברה או לשנות את אופיה, ולכן איננה מעוררת את הזכות לסעד.

יחד עם זאת, אפשר להעלות על הרעת הצעה לעיצוב הסעד באופן שיעניק את הזכות להערכה לבעלי-מניות חולקים הסוברים שהתמורה במיזוג שנדחתה הוגנת. לפי הצעה זו, כל בעל-מניות יוכל לדרוש את קניית מניותיו על-ידי החברה במחיר שהוצע במיזוג. אם דחיית המיזוג על-ידי ההנהלה היא החלטה מסחרית מוצדקת, משום שערכה הכלכלי האמיתי של המניה עולה על הערך המוצע, יש להניח כי רוב בעלי-המניות לא יבקשו את הסעד. גם אם כמה משקיעים יעדיפו לנצל את ההזדמנות ולצאת מהשקעתם בחברה, לא יינזקו החברה ושאר בעלי-המניות, כיוון שרכישת המניות במחירי-ההזדמנות היא עסקה משתלמת. לעומת זאת, אם המחיר המוצע במיזוג הוגן, תימנע הנהלת-החברה מפני דחייתו באופן שרירותי מחשש לתביעות מרובות של בעלי-מניות לרכישת מניותיהם על-ידי החברה. ריבוי תביעות כזה עלול להוליך להשתלשלות המאורעות הבאה: מצבה הכלכלי של החברה ייפגע, כיוון שהיא תרכוש את המניות במחיר המייצג את היתרונות הכלכליים שמציע המיזוג ביקש להשיג מבלי שתוכל ליהנות מהם. כתוצאה מהעסקה הכושלת ירד ערך מניותיה של החברה והיא תיחשף כמטרה נוחה לנסיון השתלטות עוין בדרך של הצעת רכש שיביא להחלפת ההנהלה²¹¹.

208 העלאת הנושא ביחזמת בעלי-המניות אפשרית, אולם בדרך-כלל תיתקל בקשיים מרובים. ראה לעיל, הערה 103. בחינה של ההיגיון המסתתר מאחורי הכלל תובא להלן, בסעיף 2.1.

209 אם הצעת-המיזוג שנדחתה היתה נמוכה מערכה ההוגן של החברה, אין צורך בהגנת בעלי-המניות. לעומת זאת, אם ההצעה שנדחתה היתה במחיר הוגן, אין להניח שהשוק יציע הצעה גריבה יותר.

210 העלאתן של הצעות מיזוג גרועות יותר מההצעה שנדחתה, או היותה של ההצעה שנדחתה ההצעה היחידה לרכישת החברה, אינן יכולות לספק ראיה מכרעה לטיבה של ההצעה ובוודאי שאינן מטילות על ההנהלה תובע לבצע את המיזוג המוצע.

211 בחינת יישומה של הזכות להערכה באופן האמור מחייבת התמודדות עם נושאים שונים, חלקם מצויים בתחום דיונו וחלקם גולשים אל מעבר לו. כך, למשל, במשפט המשווה, עיקר תפקידה של הזכות נתפש כפתירת דרך-מוצא למי שנכפית עליו הפסקת השקעתו בניגוד לרצונו. מתן הזכות לבעלי-מניות שמצב השקעתם איננו משתנה, אלא שנמנעת מהם מכירתו, חורגת לחלוטין מגבולות ההנמקה המסורתית של הזכות ומחייבת השתתתה על אדני הגיון הפיקוח בלבד. לכך יכולות להיות השלכות רבות, בין היתר, ביחס להגדרתם המדויקת של המאורעות המפעילים את מתן הסעד. דוגמא נוספת להשלכות יישומו האמור של הסעד מהווה ההכרח שיווצר לשנות את ריני-החברות הישראליות באופן שתותר רכישת מניות על-ידי החברה שהנפיקה אותן (ההצעה להטיל את הנטל לתשלום הערך ההוגן על החברה

למרות האטרקטיביות שיש בשימוש האמור בסעד ההערכה נראה לי, כי אין הסעד יכול לשמש מכשיר להגנת כלל ציבור בעלי-המניות ולהרתעת המנהלים מפני הפרת חובותיהם באמצעות סירוב להצעת מיזוג ראויה. כאמור, הסעד עשוי להגן על כלל ציבור בעלי-המניות אם הוא יאלץ את ציבור מנהלי-החברות להיעתר להצעות מיזוג הוגנות עקב חששם מהחלפתם כתוצאה מסתברת של הפעלת תגובת-השרשרת שפורטה לעיל. כזכור, השלב האחרון בחד-הגדיא האמור לעמוד לימינם של בעלי-המניות מסתמך על כוחה ההרתעתי של ההשתלטות העוינת בדרך של הצעת רכש. כרם, קטן הסיכוי שתנועת ההתנגדות להחלטת הנהלת-החברה תהיה רחבה דיה לגרום להפעלת הסעד באופן שיביא להרעת מצבה של החברה עד כדי סיכון שליטתם של המנהלים בה. בניגוד למקרים המקובלים להפעלת הסעד, שבהם בעלי-המניות נדרשים לפעולה פוזיטיבית בדמות ההצבעה המאשרת את החלטת המנהלים להתמוג, במקרה של סירוב ההנהלה למיזוג, בעלי-המניות כלל אינם מודעים להצעה ואינם נדרשים להגיב לה. סביר להניח, שאי-המעורבות המאפיינת תגובת בעלי-מניות בדרך-כלל תתעצם כאשר הם אינם נדרשים לנקוט שום עמדה, בבחינת שב ואל תעשה. זאת ועוד: לדעתי, הסעד לא יגביר את חששם של המנהלים מפני החלפתם על-ידי השתלטות עוינת, כיוון שייזומה של השתלטות זו איננו תלוי אך ורק בתגובת בעלי-המניות להחלטת המנהלים בדרך של מימוש הזכות להערכה, אלא – כפי שיוסבר להלן, בסעיף 3.1, הוא יכול להתממש בדרך פשוטה יותר, על-ידי החברה הרוכשת שהצעתה למיזוג נדחתה²¹².

2. העברת ההכרעה לבעלי-המניות

כאמור, המשפט המשווה מתלה את ביצוע המיזוג באישור בעלי-המניות, אולם איננו מעביר את החלטת המנהלים לסרב למיזוג בביקורת בעלי-המניות. לאור כשלון כל אמצעי-הפיקוח האמורים על החלטת המנהלים לדחות את המיזוג, ובמיוחד לשיטת הסוברים שיש ממש בפיקוח הסטרוקטורלי בעת אישור המיזוג²¹³, נשאלת השאלה מדוע בחרו שיטות-המשפט להבחין בין אישור המיזוג לדחייתו ומדוע הן קבעו כי יש ליטול את ההכרעה לגבי דחיית המיזוג מסמכות בעלי-המניות? דרך חשיבה אחת תבחין בין שני המצבים ותאפיין את דחיית המיזוג כהחלטה עסקית המסורה לשיקול-דעתם הבלעדי של המנהלים; ואילו קבלת המיזוג, בהיותה שינוי אורגני בחברה הגורם להפסקת ההשקעה של בעלי-המניות הנוכחיים בחברה, תאופיין כהחלטה השקעתית החייבת להתקבל על-ידי בעלי-המניות. לדעתי, הבחנה זו רעועה, כאשר אפיונה של קבלת המיזוג כהחלטה השקעתית מכתיר בהכרח את

הרוכשת נראה לעיל, סעיף 2. והערה 161] איננה ישימה במקרה הנדון כיוון שעקב התנגדות ההנהלה לא מתבצעת הרכישה).

212 גם מגבלות הפיקוח על המנהלים בדרך של רכישה חלופית, הנעוצות ביכולתם של המנהלים להתגונן מפני רכישה עוינת הוגנת (ראה להלן, סעיף 3.1(ב)), אינן נפתרות על-ידי השימוש בזכות ההערכה.

213 ראה לעיל, סעיף ד.2.

דחייתו כהחלטת השקעה שלילית. בשני המקרים מוכרע גורל אותה עסקה ולכן האינטרס של בעלי-המניות בהחלטה המתקבלת זהה²¹⁴.

נראה לי, כי הפתרון לשאלה זו ולשאלת הגנתם של בעלי-המניות כדחיית הצעת מיזוג כרוך בהבנת תפקידיהם השונים והמשלימים של הדרכים האלטרנטיביות לרכישת חברות. מיזוג חברות נועד לאפשר השתלטות רגועה וידידותית על חברה שהמסדר השולט בה מעוניין לסייע ברכישתה. לעומת זאת, הצעת הרכש היא השתלטות עוינת, שכוונתה לעקוף את ממסדה של חברת-המטרה. הצעת הרכש מופנית ישירות לבעלי-המניות מתוך כוונה להשתלט על החברה למרות התנגדותו של הממסד וכדי להחליפו. מנקודת-ראותו של המציע, המיזוג עדיף על דרך הרכישה האלטרנטיבית של הצעת רכש, מכמה היבטים: ראשית, המיזוג מאפשר למציע להשיג שליטה מלאה בחברה. שנית, עריכת העסקה בשיתוף-פעולה עם הנהלת המטרה מאפשרת למציע לקבל מידע חיוני על המטרה ונכסיה ולחוש באופן מציאותי ומקצועי את האווירה העסקית שבה היא מתפקדת. שלישית, ניהול המשא-ומתן בין הנהלות החברה הרוכשת לחברת-המטרה מקל על שמירת חשאיות העסקה המתקדמת ומאפשר את מעשה-המרכבה של הכנת תנאים באווירה שלווה יחסית, האמורה לפעול לטובת כל הצדדים. גם לבעלי-המניות במטרה אינטרס, שרכישת השליטה תיעשה בדרך של מיזוג, כיוון שכך הם מיוצגים בעסקה כגוף אחד על-ידי נבחריהם בהנהלה וצוברים עוצמה במשא-ומתן. נוסף על כך, ניהול המשא-ומתן וביצוע העסקה תוך שיתוף-פעולה בין הנהלות מקצועיות, סביר, כי בתנאים רגילים יניב עסקה "נכונה" יותר מנקודת-הראות של המשק בכללותו.

הצעת רכש, להבדיל ממיזוג, איננה מוגשת להנהלת החברה, אלא מופנית ישירות לבעלי-המניות, ולכן נמנעים מהצדדים היתרונות שנמנו לעיל. ראשית, הצעת רכש שהצליחה מסתיימת בדרך-כלל ברכישה חלקית של המטרה²¹⁵, המאלצת את הרוכש לקבל שותף המגביל את פעולותיו²¹⁶. שנית, בהצעת רכש לא נערך כל משא-ומתן בין ההנהלות ולכן, במקרים רבים, המציע צריך לגבש את הצעתו בבחינת ירייה באפילה, באשר הוא חסר מידע פנימי על מצבה של המטרה²¹⁷. שלישית, הפנייה למשקיעים היא פומבית ולכן מזמינה לחצים שונים על כל המעורבים. זאת ועוד: ידיעותיהם של בעלי-המניות לגבי ערכה של החברה ולגבי השוק שבו היא מתפקדת קלושות ולכן תגובתם להצעת הרכש עלולה להיות שגויה. בעלי-המניות מתבקשים להגיב, כל אחד באופן עצמאי וללא יכולת אמיתית לתיאום עמדות, על הצעת

214 טיעון זה מתחזק לאור ראיית קשרי-הגומלין שבין הכוח שיש למנהלים לרדות את המיזוג לבין תוכן ההצעה שחוגש על-ידי המציע לאישורם. ראה בפתיח לפרק זה.

215 ראה "Towards Undistorted Choice and Equal Treatment In Corporate Take-Overs" Bebachuk, 98 Harv. L. Rev. (1985) 1693, 1714, Note 58.

216 היתרונות שבסילוק המיעוט מהמטרה נדונו לעיל, בסעיף ג.1.

217 יודגש, כי גם אם נניח ששער השוק של המניה מבטא באורח מושלם את שווייה של החברה בזמן נתון, עדיין החברה הרוכשת תחתור לקבל מידע פנים על חברת-המטרה. מידע זה יאפשר לה להעריך בביטחון רב יותר אם רכישת חברת-המטרה תשיג את מניעי הרכישה שבבסיס העסקה. היינו: מידע פנים במקרה זה אינו משמש להערכת שווייה. האובייקטיבי הנוכחי של החברה אלא הוא כלי-עזר להערכת שווייה הסובייקטיבי עבור החברה הרוכשת בעתיד.

הרכש. עקב כך אין הם יכולים לנהל משאומתן עם המציע ולכן העסקה מאבדת חלק גדול מגמישותה ונערכת בנוסח של הכול או לא כלום.

ההשוואה בין המיזוג לבין הצעת הרכש מלמדת, כי עקב היתרונות שהמיזוג מציע לכל המעורבים בעסקה, בדרך-כלל יעדיפו הצדדים לערוך את רכישת החברה בדרך של מיזוג. גם הניסיון מלמד, כי בשיטת משפט המאפשרת שימוש בשתי דרכי-ההשתלטות הנדונות כאן, המיזוג היא הדרך הבטיחית והראשונית שאליה יפנה המעוניין ברכישת החברה בשלימותה. ברם, יתרונות המיזוג יאבדו חלק ניכר מערכם אם השיטה המשפטית תחייב את ההנהלה להגיש את הצעת המיזוג שנדרחה על-ידה לאישור בעלי-המניות. סירוב ההנהלה לתנאי העסקה ימנע את שיתוף-הפעולה העומד בבסיס יתרונות המיזוג. הרוכש, מצד אחד, ובעלי-המניות, מהצד השני, לא יוכלו לברור את דרכם בצורה מושכלת, שכן האינפורמציה החיונית למוכרים ולקונים מצויה בידי גורם שאיננו נותן את ברכתו לעסקה. חוסר-היכולת של בעלי-המניות להסתייע בהנהלת-המטרה לצורך קביעת תנאי המיזוג יגרום לאיבוד יכולתה של חברת-המטרה לנהל משאומתן עם המציע. כמו הצעת רכש, המיזוג תחת משטר זה יעמיד לפני בעלי-המניות הצעה קשוחה, שמומחיותם של המנהלים לא עזרה בהכנתה.

יתירה מזו: העמדתה של דחיית המיזוג להכרעת בעלי-המניות לא רק משווה את מגרעותיו למגרעות הצעת הרכש, אלא אף יוצרת מגרעות נוספות הנובעות מההבדל המבני שבין שתי דרכי-ההשתלטות. הצעת הרכש מופנית לבעלי-המניות באופן אישי ואין היא מערבת את חברת-המטרה בהצעה; ואילו המיזוג מופנה אל החברה, ובעלי-המניות מצביעים לגביו כאורגן. להבחנה זו נפקויות מנקודת-ראותם של בעלי-המניות ומנקודת-ראותה של החברה.

ראשית, בהצעת רכש בעלי-המניות אינם נכפים למכור את מניותיהם בניגוד לרצונם, שהרי ההצעה מופנית לכל אחד מהם בנפרד. הסדר זה מתקבל על הדעת לאור מגבלות הצעת הרכש – מנקודת-ראותם של בעלי-המניות – כגון אי-יכולת החברה לנהל משאומתן עם הרוכש והעובדה שהעסקה לא עברה את ביקורתם של המנהלים. לעומת זאת, במיזוג, החלטת רוב המשקיעים להיעתר להצעה מחייבת את כל בעלי-המניות כיוון שהיא מתקבלת באורח דימוקרטי על-ידי אורגן של החברה. הפסקת ההשקעה הכפויה סבירה כל עוד מוגנים המשקיעים על-ידי היתרונות שהמיזוג מציע להם, כגון ייצוג על-ידי ההנהלה במשאומתן ויצירת כוח-מיקוח משותף. הסדר-מיזוג, בניגוד לדעת המנהלים, מפשיט את בעלי-המניות מהיתרונות שהתארגנותם בחברה מעניקה להם, אולם חושף אותם לחסרונות של התארגנות כזו.

שנית, ניהול הצעת הרכש מחוץ לעולמה של החברה איננו צורך את משאביה. כל דיכפין יבוא ויציע – על חשבונה. לעומת זאת, המיזוג מפעיל את מנגנוני-החברה ולכן עלות הצבעתם של בעלי-המניות ביחס להצעת מיזוג מוטלת על החברה. הכלל המקובל משתמש בכוח-הווטו של המנהלים כמסננת המונעת הפעלה לא-מוצדקת ובזבזנית של האסיפה הכללית. ברם, אם דחיית ההצעה על-ידי המנהלים לא תמנע את הדיון בה באסיפה הכללית, יוכל כל צד שלישי להכניס את החברה להוצאות ניכרות אם יעלה מלפניו להציע הצעת מיזוג – חסרת שחר ככל שתהיה.

קיצורו של דבר: המיזוג במתכונתו המקובלת במשפט המשווה הוא שיטת-רכישה ידידותית המתנהלת תוך שיתוף-פעולה בין הנהלות שתי החברות. שינוי הכלל כך שיעניק למציע המיזוג יכולת ערעור על החלטת דחיית המיזוג על-ידי המנהלים לפני בעלי-המניות עלול לגרום לאווירה עוינת בעסקה ולאיבוד היתרונות הכרוכים בה. עקיפת ההנהלה איננה מתאימה גם לראייתו של המיזוג כהצעה המופנית לחברה כגוף נפרד מבעלי-מניותיה. לכן, על-אף ההגנה המסוימת²¹⁸, שממנה עשויים ליהנות בעלי-המניות שסירוב ההנהלה להצעת מיזוג יובא לאישורם – אין להמליץ על הסדר זה.

3. פיקוח על-ידי רכישה בדרך חלופית

יתרונותיו הכוללים של המיזוג מקנים לו מקום כטכניקת-הרכישה המועדפת, אך אינם מייתרים את הצורך בדרכי-רכישה אחרות. להצעת הרכש כמה תפקידים חיוניים²¹⁹ ובהם גם פתרון הסוגיא שלפנינו.

(א) הצעת רכש

השתלטות בדרך של מיזוג או של רכישת נכסי-המטרה מופנית לחברת-המטרה כגוף משפטי עצמאי, ולכן הצלחתה מותנית בהסכמתה של הנהלת-המטרה לעסקה. לו השימוש בטכניקות אלו היה הדרך הבלעדית לרכישת חברות, הממסד הניהולי של חברות היה בעל כוח מונופוליסטי למכירת השליטה בחברה. מגרעותיו של הסדר כזה, מנקודת-ראותם של בעלי-המניות במטרה, פורטו לעיל, בפרק ג. ייתודה של הצעת הרכש הוא בכך, שהיא מאפשרת לחברה התוקפת שימוש בטכניקת-רכישה שונה, אשר איננה מפנה את הצעת הרכישה לחברת-המטרה ולכן הצלחתה איננה מותנית באישור הנהלת-החברה או כל אורגן אחר שלה²²⁰.

חוקי החברות גורסים, כי בדרך-כלל זקוקים בעלי-המניות להשגחת המנהלים בהגנה על רכושם, ולכן הם מעניקים למנהלים עמדת-כוח שממנה אמורים המנהלים לתווך בין המשקיע ובין המציאות העסקית. במקביל, השיטה המשפטית ערה לחולשותיו של הסדר המפקיד את המפתח לכל השתלטות בידי גורם אנושי אחד, ולכן היא עיצבה את הצעת הרכש כאמצעי אשר מטרתו להשגחה על המשגחה. הצעת הרכש פותחת ערוץ-תקשורת ישיר בין שוק-השליטה בחברות לבין בעלי-השליטה²²¹ ובכך היא שוברת את המונופולין של המנהלים בשוק זה.

218 לעיל, בפרק ד.2, הבעתי את ספקותי ביחס למעשיות יכולתם של בעלי-המניות בחברה ציבורית גדולה להצביע בניגוד לדעת ההנהלה.

219 למשל: כאשר המציע איננו מעוניין או איננו יכול לרכוש את כל מניות-המטרה, הוא יעדיף פניה בהצעת רכש לקניית האחוז המבוקש ממניות-המטרה על-פני ההשתלטות המלאה בדרך של מיזוג.

220 תפקידה של הצעת הרכש כשסתום-ביטחון מפני שליטת המנהלים בהליכי העברת שליטה בחברות נבדק על-ידי Herzl, Schmidt & Davis, "Why Corporate Directors Have a Right to Resist a Tender Offer" 61 Chi. B. Rec. (1979) 152, 159 (לעיל, הערה 109), 851-846.

221 הצעת הרכש אינה הדרך היחידה למכירת השליטה ישירות מבעלי-המניות, שכן המעוניין בשליטה יכול לעקוף את התנגדות המנהלים ולהשיג את מטרתו על-ידי איסוף מניות בעסקאות פרטיות או בשוק שלא בדרך של הצעת רכש. ברם, יתרונה של הצעת הרכש על-פני איסוף המניות בולט, כאשר בהצעת רכש

לפיכך, כאשר המנהלים דוחים משיקולים אישיים הצעת מיזוג במחיר ובתנאים הוגנים, המציע, הסבור כי המחיר המוצע על-ידו משקף את שוויין האמיתי של המניות, יכול לעקוף את התנגדותה הפסולה של ההנהלה על-ידי פנייה ישירה לבעלי-המניות בדרך של הצעת רכש במחיר זהה למחיר הצעת המיזוג²²².

עצם קיומה של הצעת הרכש כדרך אלטרנטיבית להשתלטות על החברה מבטיח לכאורה את האינטרס של בעלי-המניות בחברה המשמשת מטרה למיזוג. כאשר תרון הנהלת-חברה בהצעת מיזוג היא תהסס לדחותה, אם להערכתה סביר כי ההצעה תאושר על-ידי בעלי-המניות משתוגש להם כהצעת רכש²²³. אם תשתמש ההנהלה בכוח-הווטו ותדחה את ההצעה, יופעל מנגנון-הביקורת הבא: ממה נפשך, אם בחר הקונה להמשיך בהצעתו המקורית ולפנות בהצעת הרכש לציבור המשקיעים, ממילא מתבטל אלמנט הכפייה העומד בבסיס החששות שהמיזוג מעורר, וניתנת האפשרות לכל בעל-מניה להכריע באופן עצמאי באשר לטיבה הכלכלי של ההצעה. לעומת זאת, אם העדיף המעוניין בשליטה שלא לתרגם את המיזוג להצעת רכש והחליט להימנע מהגשת הצעתו לבעלי-המניות, הרי יש בכך כדי להעיד, לפחות במירב המקרים²²⁴, שלדעתו אין ההצעה עשויה להתקבל על דעת בעלי-המניות וכי צדקו המנהלים שדחו אותה.

מנגנון-הפיקוח באמצעות הרכישה האלטרנטיבית איננו מושלם במובן זה שאין ביכולתו למנוע השלכות כלכליות שונות הנובעות מניגוד האינטרסים של המנהלים. המנהלים יכולים לכפות את החלפתה של דרך-ההשתלטות ולכן הן המציע הן

נמכרת השליטה ואילו איסוף המניות עניינו מכירת מניות בלבד. נגזר מכך כי מי שאוסף מניות חייב להשקיע ממון באיסוף המניות בלא שתוכנן לו הצלחה ברכישת השליטה, בעוד שמציע הצעת הרכש מבטיח לעצמו מראש את יכולתו לבטל את הרכישה כולה אם יתברר כי כמות המניות שבעליהן נעתרו להצעתו אינה מבטיחה לו את השליטה בחברה. זאת ועוד: נשמעים קולות התומכים בהטלת איסור על רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות (ראה פרוקציה ובבצוק [לעיל, הערה 3], 88-87; וכן שטרן [לעיל, הערה 4], הערה 1). אם תתקבל דעה זו, תיוותר הצעת הרכש הדרך הבלעדית להשגת שליטה בניגוד לרצון המנהלים.

222 הצעת הרכש אינה מותנית בקיומו של שוק לשליטה בחברות כיוון שהיא אינה תוצר של גידול בתחרויות בביקוש למטרה, אלא היא מייצגת את הביקוש שקדם לדחיית המיזוג בשינוי צורה.

223 המנהלים והדירקטוריון ישקלו את הסיכויי שדחיית המיזוג תועיל למניעת ההשתלטות מול הסיכון שבהתממשות הצעת הרכש. הסיכוי יחושב בהתאם לנחישות הרצון של המציע להמשיך במאבק השליטה, יכולת ההשפעה של ההנהלה על ההחלטות האישיות של הניצעים בהצעת הרכש וכמוכן כהתחשב כחמורה המוצעת. הסיכון שהמנהלים וחברי הדירקטוריון נוטלים על עצמם תלוי בעיקר בהערכתם את גורלם האישי במקרה של שיתוף-פעולה עם מציע המיזוג. אם החלטתם איננה ודאית, הרי שההתנגדות למיזוג עלולה לעלות להם במשרתם לאחר השלמתה של הצעת הרכש והם עשויים להימנע ממנה. לעומת זאת, אם ברור להם שעם ביצוע המיזוג הם יוחלפו, הרי שמבחינתם העסקה סופית ולכן סביר שהם יתנגדו לה אלא אם-כן גורמי סיכון אחרים, דוגמת חשיפתם הציבורית כמפסידנים או ככלת-אמינים, תרתיעם מכך.

224 המציע עלול לסגת מהגשתה של הצעת הרכש באותם המקרים שבהם, עקב השוני שבין שתי דרכי ההשתלטות וחוסר-התאמתה של הצעת הרכש לצרכיו, ההפרש בין עלות הצעת הרכש עבורו לבין עלות המיזוג המקורי עולה על הרווחים שהוא צופה מההשתלטות. כך, למשל, הצעת רכש עלולה שלא להוות תחליף למציע המעוניין בהשתלטות מלאה מיידית על כל מניות-המטרה או לרכוש פוטנציאלי המתנה את ההשתלטות בחשיפתו של מירע הנמצא ברשותה הבלעדית של הנהלת-המטרה.

בעלי-המניות מושפעים מדחיית הצעת המיזוג המקורית, השונה בכמה נקודות חשובות²²⁵ מעסקת הצעת הרכש שתבוצע בפועל. אולם העובדה המרכזית היא שבעזרת מנגנון-פיקוח זה, ללא התערבות שיפוטית וללא צורך בקיומו של שוק יעיל שבו נסחרת השליטה בחברות, מובטחת העברת השליטה בין קונה מרצון למוכר מרצון, על-אף התנגדות פסולה של המנהלים.

(כ) אי-מעורבותה של ההנהלה

תנאי בסיסי להצלחתה של הצעת הרכש כגורם מפקח על התנהגות המנהלים בעת מכירת השליטה בחברה הוא הרחקתו של הליך הצעת הרכש מתחום שליטתם של המנהלים. מעצם טבעה של הצעת הרכש, המתנהלת מחוץ למוסדות החברה וללא מעורבות אורגנית, ברור כי ממסד החברה איננו יכול למנוע באופן ישיר את העברת השליטה בחברה למציע, אם כך עולה לפניהם של המחזיקים במירב מניות ההצבעה בחברה. אולם שיטות-המשפט מכירות בדרכים עקיפות מרובות, המבוצעות ברמות שונות של תחכום, שבאמצעותן מנסים מנהלי-המטרה להשפיע על כוונותיהם של הרוכשים הפוטנציאליים של החברה ולדכא את שאיפתם להשתלט עליה או להכתיב לבעלי-המניות במטרה את דרך תגובתם להצעת הרכש. דיון בדרכי-התערבות אלו חיוני לשם הערכת כוחה הפיקוחי של הצעת הרכש בעת סירוב המנהלים להצעת מיזוג.

הצעות רכש עוינות משמשות מכשיר מרכזי להחלפת או לפחות לאיום על הממסד השולט בפועל בעושר האגדי המצוי בידי חברות, לכן לא מפתיע לגלות, כי עושר זה מנוצל על-ידי מנהלי-החברות כדי לחסום את הפונקציה הפיקוחית של הצעת הרכש. דמיונם היוצר של מיטב המוחות המשפטיים הניתנים להשכרה בארצות-הברית עסוק מזה שני עשורים בעיצוב טקטיקות-הגנה (defensive tactics), המיועדות לעמוד לרשות ממסדה של חברת-המטרה, המעוניין להכשיל ולהדוף הצעות השתלטות עוינות. לצורך הדגמת היכול הפורה שמאמץ זה הניב, אמנה שלושה אבות-טיפוס לטקטיקות-הגנה המקובלות בארצות-הברית: סוג ראשון של חסימות חותר לשינוי במסמכי-היסוד של החברה, כך שיכללו סעיפים אשר יקשו על רכישתה²²⁶. חסימה כזו חייבת להיות מאושרת על-ידי בעלי-המניות, שהרי כל שינוי במסמכי-היסוד חייב להתקבל בהחלטה דימוקרטית על-ידי רוב בעלי-המניות. בעלי-המניות עלולים לסרב לאשר את החסימה שתפקיד אותם לשבט או לחסד בידי המנהלים ושתקטין את התחרות על מניותיהם, ולכן הדירקטורים נוקטים

225 ראה לעיל, ליד הערות 215-216.

226 מסמכי-היסוד ינוסחו באופן שיבטיח, כי החלפת המנהלים או קבלת החלטות משמעותיות אחרות לתפקוד החברה תחייבנה אותה רק אם אחד גבוה של כוח ההצבעה בחברה הצביע בעדן (supermajority rule). כך, למשל, הכללתו של סעיף במסמכי-היסוד הקובע כלל הכרעה של שלושה-רבעים עלולה להעלות את מחיר רכישת השליטה ב-50% לפחות. מסמכי-היסוד גם יכולים לקבוע חלוקה מחדש של כוח ההצבעה בחברה. לדוגמא: אפשר ליצור מניות-הכרעה ולהפקידן בידי גורם שהנהלה בוטחת בו. חסימה אחרת תושג אם הדירקטוריון יקבל את אישור בעלי-המניות לקביעת הסדר תקנוני שלפיו תהליך החלפת הדירקטוריון יוקשה, למשל, על-ידי קביעת תקופת-זמן ארוכה שבמהלכה לא יוכלו בעלי-המניות להתערב באישור הדירקטוריון.

סוג שני של חסימות, שאיננו תלוי בשיתוף-הפעולה של המשקיעים. חסימות אלו מתרכזות בשינוי מבנה ההון של החברה באופן שייקר מאוד את רכישת השליטה בה²²⁷. הטקטיקה השלישית שינקטו המנהלים כדי להדוף הצעת רכש עוינת תעשה שימוש בכוחם כשלוחי החברה או כאורגניה, המאפשר להם להיכנס להסדר חוזי²²⁸ או לפעילות אחרת²²⁹ בשם החברה, המכוונים למנוע את הצעת הרכש או לפגוע בה. חלק מהחסימות מיועד להכשיל הצעת רכש ידועה (post-offer tactics) וחלקן מצוּבצ לצורכי הרתעה כללית, הצופה פני העתיד (pre-offer tactics) או (shark-repellent).

כאמור, המשותף לכל טקטיקות-ההגנה שהמנהלים יוזמים הוא תכליתן המיועדת למנוע מלכתחילה או, במקרה של חוסר-הצלחה, להכשיל בדיעבד את פניית הקונים לבעלי-המניות. יעד זה מושג על-ידי יצירת מכשלות כלכליות או משפטיות בדרכה של הצעת הרכש. כרם, השימוש שהמנהלים יכולים לעשות בטקטיקות-ההגנה הופך אותן לחרכ-פיפיות: הן עשויות לעזור למנהלים במילוי חובותיהם כלפי החברה

227 טקטיקת-ההגנה המורדנית והיעילה ביותר, שעקב תכונותיה הפכה לחסימה השכיחה ביותר כיום בין חברות ציבוריות בארצות-הברית, היא גלולת-הרעל (poison pill). שם ציורי זה ניתן להסדר שבו החברה מחלקת זכויות כריכידנד לבעלי-מניותיה, בדרך-כלל בצורה של מניות-בכורה, שמימושן מותנה בהתרחשותו של מאורע מפעיל. עם התרחשותו של המאורע המפעיל – הגשתה של הצעת רכש לבעלי-המניות או צבירת אחזקת מסרים ממניות-המטרה בידי גורם כלשהו – מוענקת לבעלי-המניות הזכות לרכוש מניות נוספות בחברת-המטרה (flip-in plan) או בחברה התוקפת (flip-over plan) או למכור את מניותיהם לחברה (back-end plan) במחיר אטרקטיבי במיוחד. הזכויות, אם הן מוענקות בצורה של מניות, עשויות לכלול גם זכויות-הצבעה מיוחדות (voting plan) המעלות את סף השליטה בחברה. הגלולות השונות שהנהלת המטרה יכולה לרקוח לקיבתו של המשתלט הן מגוונות. המשותף לכולן הוא תוצאתן: העברת השליטה בחברה ללא שיתוף-הפעולה של ההנהלה הופכת יקרה וקשה יותר. גלולת-הרעל מוכנסות למחזור-הרם של החברה לפי החלטת ההנהלה, ללא היזקקות לאישור בעלי-המניות והן ניתנות בדרך כלל לניטרול לפי רצון ההנהלה. בכך מוטט מאזן-הכוחות הבסיסי בין בעלי-המניות לבין המנהלים באופן חד לטובת האחרונים.

228 הדיקטטורין עשוי לעניין גורם זר ידידותי (white knight) ברכישת השליטה בחברה לפי תנאים שהנהלה סוברה שהם עדיפים על התנאים המוצעים בהצעה העוינת (ראה לעיל, ליד הערה 117). ההנהלה יכולה גם לערוך חזה-מיוג עם גורם החפץ בטובתה ולהברית דרכו את נכסי החברה או את מניותיה (lock-up; ראה לעיל, ליד הערות 118-124). אפשרויות נוספות הן ייזום הצעת רכש שתציע חברת-המטרה לרכישת השליטה בחברה התוקפת (pack man), שידול הרוכש להפסקת נסיון ההשתלטות הצוין בעזרת קניית המניות שרכש במטרה במחיר פרמיה (greenmail), הכנתם של הסררי-פרישה נריכים במיוחד למנהלי-המטרה במקרה של השתלטות עוינת על החברה (golden parachute), רכישת חברה אחרת כדי ליצור בעיות של הגבל עסקי אם תחממש ההשתלטות העוינת או כדי ליצור גוף גדול מדי שירתיע את המשתלט או שלא יתאים לתוכניותיו העסקיות וכדומה.

229 תגובה נפוצה להצעת רכש עוינת היא פנייה להתדיינות משפטית המעכבת את ההליך והעשויה להטיל הוצאות עסקה משמעותיות על המעוניין בשליטה. לדיון בטקטיקה זו ראה Wachtell, "Special Tender Offer Litigation Tactics" 32 Bus. Law. (1977) 1433. בשיטה משפטית המתירה לחברה לרכוש את מניותיה, מנהלי-המטרה יכתיבו לה מדיניות של רכישת מניות אשר תרחיק מהישגידו של המשתלט את כמות המניות שנרכשה. ראה מאמרם של C.M. Nathan & Sobel, "Corporate Stock Repurchases in the Context of Unsolicited Takeover Bids," 35 Bus. Law. (1981) 1545. לשקירה כללית של הטקטיקות השונות ראה (1981) Fleischer, Tender Offers: Defenses, Responses and Planing. לערכון לגבי טקטיקות שפותחו לאחרונה ראה Lipton & Brownstein, Takeovers Responses and Director's Responsibilities – An Update" 40 Bus. Law. (1985) 1403.

וכלפי בעלי-מניותיה, אך, במקביל, יש בהן את הפוטנציאל שיאפשר למנהלים לעשות בהן שימוש-לרעה תוך הפרת אותה מערכת של חובות. מחד גיסא, ההנהלה יכולה להשתמש בכוח המוענק לה כדי להגדיל את רווחת בעלי-המניות וזאת על-ידי אילוצו של הרוכש להיכנס למשא-ומתן עמה, אשר ישיא את התמורה שתשולם בעסקה וימנע את ניצול חולשתם של בעלי-המניות²³⁰; או כדי להרוויח זמן שיאפשר להנהלה להפיץ מידע על החברה ולהביא להיווצרות התנאים שיאפשרו את התפתחותו של מכרז על מניות המטרה; או כדרך למניעת הצעת רכש שתכליתה פגיעה בחברה או המהווה שלב ראשון בתוכנית השתלטות כוללת, שלאחריה יבוא מיזוג משלים הפוגע במיעוט²³¹. חימוש המנהלים באמצעי-התגוננות נגד הצעת רכש מעניק להם ביטחון מסוים בניהול החברה. טקטיקת-ההגנה משחררת אותם מהצעה תמידית אל מעבר לכתפם בחשש למתקפה שתסלק אותם מעמדתם, ולכן הם פנויים למלא את תפקידם בהבטחת פיתוחה וצמיחתה של החברה לטווח ארוך.

מאידך גיסא, ההנהלה עלולה להפעיל את הכוח לחסימתה של הצעת הרכש מתוך אותם מניעים אישיים פסולים שהוסברו לעיל בהקשר לשימוש הפסול של ההנהלה בכוח-הווטו שלה למניעת ביצועו של מיזוג²³². הסבירות לשימוש פסול בטקטיקת-ההגנה לצורך סיכול הצעת רכש גדול יותר מהחשש לסיכול המיזוג שלא כדין, כיוון שהצעת רכש, בניגוד למיזוג, היא בדרך-כלל עוינת למנהלים ולכן המוטיבציה שלהם להתנגד לעסקה גדולה יותר. טקטיקת-ההגנה יעילה נותנת למנהלים הנמצאים במצב ברור של ניגוד אינטרסים את הקלף המכריע בכל מאבק שליטה בחברה, כיוון שהיא חוסמת את הדרך היחידה להשתלטות בניגוד לרצון המנהלים.

ספרות משפטית רבה מנסה לגבש את הכלל המשפטי הראוי, שלפיו יש לנהוג כשאלת טקטיקת-ההגנה תוך התמודדות עם ההנמקות השונות והסותרות שהובאו לעיל. יש הסוברים, כי את שאלת השימוש בחסימות יש להשאיר לשיקול-דעתם הבלעדי של המנהלים, אשר יוגבל על-ידי חובות ההתנהגות המסדירות את התנהגותם כמצבים אחרים שבהם תפקידם מחייב הפעלת שיקול-דעת מסחרי²³³. בקצה ההפוך של ספקטרום-הדעות נמצאים המדגישים את תפקידה הפיקוחי של הצעת הרכש הגורסים כי אין להנהלה כל תפקיד בעת שמוצעת לחברה הצעת רכש ועליה לשמור על פסיכיות מוחלטת לגבי העסקה²³⁴. בין שני קצוות אלו נשאר

230 כפי שהוסבר לעיל, ליד הערות 215-216, מגרעותיה של הצעת הרכש יחסית למיזוג נובעות מסילוקה של ההנהלה משולחן העסקה. החסימה מחזירה את ההנהלה לתמונת ההשתלטות ובכך מאפשרת התגברות על מגרעות אלו.

231 ראה Note, "Protecting Shareholders Against Partial and Two Tiered Takeovers: The Poison Pill Preferred" 97 Harv. L. Rev. (1984) 1964.

232 ראה לעיל, ליד הערות 83-86.

233 ראה, למשל, Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom" 35 Bus. Law. (1979) 101; Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom: An Update After One Year" 36 Bus. Law. (1981) 1017.

234 ראה, למשל, Easterbrook & Fischel (לעיל, הערה 198); Gilson (לעיל, הערה 109); S.E.C. Office of Chief Economist, "A Study on the Economics of Poison Pills" Fed. Sec. L. Rep. (CCH) (1986) 83,971.

מרווח-מחיה רב למגוון הצעות שונות. כך, למשל, מוצע כלל של פסיביות מתונה שלפיו תותר התערבות ההנהלה רק לצורך יצירתה של תחרות על מניות-המטרה או לצורך תקיפה של כשרות פעולותיה של החברה התוקפת²³⁵, או כלל המתיר חסימות רק אם הן אושרו על-ידי בעלי-המניות²³⁶. אחרים מציעים להתיר שימוש בטקטיקות-הגנה תוך הגבלת המנהלים בכללים של חובת אמן שיועצבו במיוחד לצורך זה²³⁷. הוועדה המייעצת שליר הרשות לניירות-ערך בארצות-הברית (S.E.C.) הוציאה דו"ח המכיל כ-50 הצעות המיועדות לטפל בשאלת טקטיקות-ההגנה²³⁸. מאמר זה אין עניינו בהכרעה בין בעלי המחלוקת ביחס לטיבה של הצעת הרכש וביחס לתגובת המנהלים לה²³⁹. עיקר תשומת-הלב מוקדשת כאן לשאלת הגנתם של בעלי-המניות במיזוג. בהקשר זה חרג הדיון לבדיקת השלכות-הגומלין שיש להצעת הרכש כמכשיר פיקוח על התנהגות הדירקטוריון בעת שמובאת לפניו הצעת מיזוג. ראינו, כי כוחה הפיקוחי של הצעת הרכש תלוי בכלל השיטה משפטית נוקטת באשר ליכולת ההתגוננות של ההנהלה מפני הצעת רכש. מנקודת-ראות המתחשבת אך ורק בהיבט הנדון כאן²⁴⁰ — הגנת בעלי-המניות במטרה מפני דחיית

235 ראה: Bebhuk, "The Case for Facilitating Tender Offers" 95 *Harv. L. Rev.* (1982) 1028; Gilson, "Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense" 35 *Stan. L. Rev.* (1982-1983) 51 (לעיל, הערה 109); 881-875; בבצוק ופרוקציה (לעיל, הערה 3), 86-84.

236 ראה: Lowenstein, "Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation" 83 *Col. L. Rev.* (1983) 249.

237 ראה: Oesterle, "Target Managers as Negotiating Agents for Target Shareholders in Tender Offers: A Reply to the Passivity Thesis" 71 *Cornell L. Rev.* (1985) 53.

238 ראה: S.E.C. Advisory Comm. On Tender Offers, Report of Recommendations, *Fed. Sec. L. Rev.* (CCH) (Special Report, 1983).

239 בתי-המשפט בדלור, המנוסים יותר מכל טריבונל אחר בבחינתן של טקטיקות-הגנה, נוטים לאמץ גישה שלפיה יש לדירקטורים כוח לחסום את הצעת הרכש בעזרת טקטיקות-ההגנה המתוארות, בכפיפות לכך שבתי-המשפט לא ימצא שהם עשו זאת תוך הפרת חובות האמן או הוהירות המוטלות עליהם. ראה, למשל, *Panther v. Marshall Field & Co.* 646 F.2D 271, (7th Cir., 1981). למרות ניגוד האינטרסים הברור שבו נמצאים המנהלים היוזמים את החסימה ולמרות היות העסקה טופית, ההקשר הכללי של הדיון בחוקיות החסימות בארצות-הברית הוא ה-*business judgment rule* המניח, כי באין ראיה סותרת, פעולות המנהלים הן תוצאה של שיקול-דעתם המסחרי שבית-המשפט לא יתערב בו. עם זאת, בתי-המשפט לא נתנו רשיון כללי לחסימות והכירו ביכולתן להפריע לפעולתו של מנגנון-השוק, ולכן העבירו את נטל ההוכחה הראשוני על המנהלים. בכמה פסיקות נקבע, כי על ההנהלה להראות תחילה שמניעת ההשתלטות מוצדקת מעבר לרצונה של ההנהלה להשאר אוטונומית. משהוכח אלמנט זה, מוטלת על החובעים חובת ההוכחה כי החסימה נבעה אך ורק ממניעים אישיים של המנהלים. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2D 946 (Del. 1985); *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2D 1346 (Del. 1985); *Revlon Inc. v. Macandrews & Forbes Holdings Inc.*, 506 A.2D 173 (Del. 1986). לסקירה פסיקה מוקדמת יותר ראה: Harrington, "If It Ain't Broke, Don't Fix It: Propriety of Defenses Against Hostile Takeover Bids" 34 *Syracuse L. Rev.* (1983) 977, 991-1001.

240 לאיסור החסימות היבטים נוספים, במסגרת דיני-החברות ומחורן להם, שמעצב המדיניות חייב להתחשב בהם. כך, למשל, הטלת האיסור על מעורבות המנהלים בגיבוש תגובתם של בעלי-המניות להצעת הרכש מטילה מגבלה כבדה ביותר על זכותו הבסיסית של בעל-רכוש לקיים משא-ומתן בעת מכירתו, ביוון שללא מעורבות המנהלים לא תיחכן התארגנותם של בעלי-המניות ככוח מסחרי המסוגל לשאת ולתת.

המיזוג שלא בטובתם על-ידי המנהלים – עדיף כלל קיצוני המטיף לפסיביות גמורה של המנהלים בעת הצעת רכש. כלל כזה מעניק שיניים להצעת הרכש כמכשיר השתלטות אלטרנטיבי ומאפשר עקיפה יעילה של התנגדות אינטרסנטית של ההנהלה להצעת מיזוג הוגנת. ככל שהכלל שתגרוס השיטה המשפטית יהיה ליברלי יותר ביחס ליכולת ההתנגדות של הדירקטורים, כך יכורסם כוחה הפיקוחי של הצעת הרכש בהיבט הנדון.

2. סיכום

דרך קבלת ההחלטות בחברה משתנה לפי אופי ההחלטה העומדת לדיון. פקודת החברות הישראלית קובעת, כי החלטות ניהוליות שוטפות תתקבלנה על-ידי הנהלת החברה או אנשים או גורמים שהיא הסמיכה לכך. החלטות מרכזיות יותר מבחינת השלכותיהן על החברה או החלטות בעלות אופי השקעתי מקבלות תוקף רק לאחר אישורן על-ידי אורגן האסיפה הכללית של החברה ברוב רגיל, או במקרים מיוחדים – ברוב מיוחד. המלצה להכללת הסדר למיזוג חברות כדיני החברות הישראליות חייבת להתמודד עם הבעיה של שיבוץ החלטת מיזוג במבנה זה של קבלת החלטות. ברור, כי אין להפקיד בידי המנהלים את הכוח הכלצרי לקבלת החלטה רבת-חשיבות דוגמת מיזוג. גם דרישה לאישור המיזוג על-ידי רוב מיוחד של בעלי-המניות בעייתית הן מחשש שהמיעוט ינצל את כוח-הווטו שניתן לו כדי לסחוט את הרוב תוך הפעלת טירניות של המיעוט, הן, ובעיקר, מחשש ששמרנות עסקית של מיעוט בעלי-המניות עלולה לשמש מחסום בפני התרחשותן של עסקאות רצויות וחיוניות לחברה ולמשק. לפיכך, במשפט המשווה נהוג ברוב המקרים לבחור בדרך-הביניים ולסווג את עסקת-המיזוג במסגרת ההחלטות שקבלתן מותנית בהסכמתו של רוב דימוקרטי רגיל של בעלי-המניות.

העיקרון הדימוקרטי מניח לשולטים בחברה, המסוגלים לגייס רוב מעשי להצעתם, לכפות את רצונם על שאר המשקיעים. ברם, הכוח שהעיקרון מעניק לבעל-השליטה אסור שיהא מנוצל ללא הבחנה. העיקרון חיוני לשם ניהולו היעיל של הון שמקורו במספר גדול של משקיעים, אולם אין ליישמו ללא הגדרתם של כללים אשר יקבעו לו מגבלות שתמנענה מבעל-השליטה לפעול באורח פסול וללא פיתוחם של אמצעי-בקרה, שיכטיחו את שמירת הכללים הללו. פסיקת בתי-המשפט בישראל מגלה לאחרונה עירנות לצורך זה והחלה לפתח כללים של חובת אמון בין בעלי-המניות, אשר לאורם תימדדנה הגינותן של החלטות האסיפה הכללית²⁴¹. לדעתי, גם אם יאמץ הדין הישראלי את ההיקף והתוכן של

ההתערבות הבוטתה במנגנון הבסיסי ביותר לניהולו של כל שוק, ושוק השליטה אינו יוצא מהכלל לענין זה, מעוררת שאלות הכרוכות בהבנת זכויותיהם הקנייניות של בעלי-המניות ובהערכת הפגיעה הכלכלית שהאיסור עלול לגרום למשקיעים ולתמרין שלהם להשקיע במניות בעתיד. ראה Haddock, Macey & McChesney, "Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers" 73 *Virginia L. Rev.* (1987) 701.

241 ראה לעיל, הערה 22.

חובת האמון בין בעלי-המניות המקובלת במשפט המשווה, ובעיקר בדין החל במדינות ארצות-הברית, והיא תצורף לחובת האמון הנוהגת כיום בדין הישראלי ביחסים שבין בעלי-המניות לבין המנהלים – אין בכך כדי להגן באופן מספק על בעלי-המניות בחברה מתמזגת. בסיטואציה של מיזוג מצטרפים יחדיו גורמים רבים העלולים לפתות את בעלי-המניות השולטים בחברה²⁴², או את מנהליה²⁴³, לבצעו או להימנע ממנו באורח שיפנה אליהם את מירב טובת-ההנאה על חשבון בעלי-המניות, מקצתם או כולם.

בכואו להתמודד עם המתח שבין שני האינטרסים המכוונים להשגת יעילות כלכלית, אך העלולים לפגום ולכרסם האחד ביעילות האחר – כפיית החלטת מיזוג שאושרה על-ידי החלטה דימוקרטית של אורגני-החברה על-אף התנגדות המיעוט, מצד אחד, ושמירה על רכושם של המשקיעים בחברה, רוב כמיעוט, מפני הטיית של החלטת המיזוג לטובת החברה הרוכשת בעזרת המנהלים, מצד שני – המשפט המשווה מוצא עזר מסוים בקיומו של שוק-שליטה יעיל. כוחות-השוק התחרותיים אמורים לפעול באופן חבוי, אך אפקטיבי, ללא מעורבות משפטית וללא צורך בהגדרת כללי התנהגות של בעלי-מניות ושל מנהלים, להגנת האינטרסים של בעלי-המניות ולחלוקה הוגנת של רכוש החברה וההזדמנות המסחרית הגלומה בה בין בעלי-המניות המוכרים ובין החברה התוקפת. ברם, סופיותה של עסקת-המיזוג, הפגיעה בתחרותיות באמצעים חוזיים או על-ידי זהות בין המוכר לקונה ורדידותו של שוק-השליטה בישראל מצטרפים כולם לסכל את יעילות השימוש בשוק-השליטה כגורם המפקח על הוגנות העסקה²⁴⁴.

נוסף על כך, גם אמצעי-הבקרה הקלסיים המיועדים לרסן את התנהגות המנהלים – קרי: הפיקוח המבני, שבמסגרתו נדרש אישור האסיפה הכללית לעסקה, והפיקוח השיפוטי, האוכף נורמות התנהגות על המנהלים – אינם מספקים פתרון נאות להדברת נטייתם של המנהלים להעדיף את אינטרסיהם האישיים במיזוג חברות²⁴⁵.

לקריסתה של מערכת הפיקוח על תנאי המיזוג השלכות חמורות. שיטה משפטית הנכשלת בציווד בעלי-המניות בחברת-המטרה בתבלין שיגן עליהם מפני פגיעותם החמורה בעת מיזוג עלולה למצוא את עצמה מערערת את שורש הצדקת קיומם של מיזוגים. מעבר להשלכות המוסריות הברורות שיש למצב זה, הוא עלול לחבל ביעד המדיניות המרכזי של המיזוג – השגת יעילות כלכלית. שלטון הרוב, הפרדת השליטה מהבעלות והסיטואציה המיוחדת של מיזוג יביאו לכך, שספקולנטים יעשו שימוש בטכניקת-רכישה זו כקיצור-דרך לעשיית רווחים קלים בשוק-המניות. תחת שהמניע למיזוג יהיה הרצון ליצירת רווחים כלכליים הנובעים מהשגתם של יעדי יעילות, המיזוג עלול לנכוע משאיפה לנצל את היתרון שהשיטה

242 ראה לעיל, סעיף 1.ג.

243 ראה לעיל, סעיף 2.ג.

244 ראה לעיל, סעיף 3.ד.

245 ראה לעיל, סעיפים 1.ד ו-2.

המשפטית מעניקה לחברה הרוכשת. הצעות מיזוג תופנינה ללא הבחנה לכל החברות, כולל היעילות שבהן, כיוון שרווחי החברה הרוכשת יובטחו על-ידי עצם השימוש בטכניקת-המיזוג, המעמיד אותה בעמדה נוחה לנטילת חלק מרכושם של בעלי-המניות, ולא על-ידי פרמטרים כלכליים המאפיינים את חברת-המטרה והחברה הרוכשת.

הצעתי לפתרון בעיית הגנתם של בעלי-המניות במיזוג ממליצה על קביעה בחוק של זכות, שתהיה צמודה לכל מניה, לקבלת "הערך ההוגן" של המניה במקרה שהחברה המנפיקה הופכת למטרה בעסקת-מיזוג²⁴⁶. תוכנה של הזכות המוצעת היא לאפשר לכל משקיע, החולק על מיזוג שאושר על-ידי האורגנים המוסמכים של החברה, לפרוש ממנו ולדרוש את הערך ההוגן של מניותיו. הזכות לא מונעת מהחברה הרוכשת את השגת השליטה המלאה במטרה, כיוון שאין היא מאפשרת לבעל-המניה להימנע מהפסקת השקעתו בחברה, אולם היא מגנה על זכויותיו בכך שהיא מאפשרת לו לעמת את הערך שנקבע למניה בהסכם המיזוג עם הערכתו-שלו את שווייה על-ידי יצירת הסדר חוקי שיעודד את שני הצדדים לקיים משא-ומתן בנושא. העמדות שניקטו החברה ובעל-המניה תחייבנה אותן במובן זה, שאם הן תהיינה בלתי-סבירות – לפי החלטתו של בודק חיצוני – הן תטלנה על הנוקטים אותן את עלות ההליך כולו. לזכות המוצעת חשיבות מרובה לא רק בהגנת רכושו של בעל-מניות לאחר ביצוע המיזוג, אלא, ובעיקר, בהרתעה מלכתחילה של בעל-השליטה או המנהלים מפני ניסיון לעריכת מיזוג בתנאים לא-הוגנים. כוח-ההרתעה יתבסס על העובדה, שאם הערכת המניה, כפי שתסוכם במשא-ומתן או על-ידי הבודק החיצוני, תעלה באחוז מסוים, שייקבע בחוק, על ערכה לפי הצעת המיזוג – יוטל על בעל-השליטה והמנהלים הנטל להוכיח שהפער בהערכות איננו תוצאה של הפרת חובת האמון מצדם בעת ביצוע המיזוג.

הסעד המוצע לא יכול להגן על משקיעים מפני החלטה אינטרסנטית של דירקטוריון-החברה לדחות הצעת מיזוג הוגנת המוצעת לה²⁴⁷. לפיכך נראה, כי הגנת זכותם של בעלי-המניות למכור את מניותיהם במסגרת המיזוג תוכל להישמר רק אם החברה הרוכשת תוכל לעקוף את התנגדות ממסד-המטרה על-ידי הפניית הצעתה באופן ישיר לבעל-המניות בה. הצעת רכש היא דרך-הרכישה היחידה שבה קיים ערוץ-תקשורת ישיר בין המוכרים לקונים בעסקה למכירת שליטה. לפיכך, אם תבטיח השיטה המשפטית את חוסר-המעורבות של הנהלת-המטרה בתהליך קבלת ההחלטות של הניצעים בהצעת רכש, תימנע הנהלה זו מפני התנגדות פסולה להצעת מיזוג הוגנת, באשר היא תחשוש מפני הגשתה של אותה הצעה באופן עדין בדרך של הצעת רכש²⁴⁸.

כללו של דבר: השגת האיזון בין הצורך הכלכלי במיזוג חברות לשם השגת יעדי יעילות לבין הצורך הכלכלי והמוסרי בהגנת רכושם של בעלי-המניות מחייבת את

246 ראה לעיל, סעיף 1.1. גם העברת החלטת הדירקטוריון על דחייתה של הצעת המיזוג להכרעת האסיפה הכללית איננה סבירה. ראה לעיל, סעיף 2.1.

247 ראה לעיל, סעיף 3.1.

248 שם.

השיטה המשפטית לנקוט דרך-ביניים המאפשרת את כפייתה של החלטת המיזוג על כל בעלי-המניות, תוך הבטחת זכותם לקבלת "הערך ההוגן" של מניותיהם. איזון זה תורם אלמנט נוסף להגדרת טיב היחסים שבין בעל-המניה לחברה: כפיית ההחלטה הקיבוצית, המתקבלת על-ידי הרוב באופן דימוקרטי, נוטלת מהפרט המשקיע את אחד ממאפייניה המרכזיים של הבעלות – הזכות להכריע באופן עצמאי על המשך ההשקעה או על הפסקתה, ומעבירה אותו לאורגני-החברה. המחיר שציבור המשקיעים בכללותו משלם תמורת ההנאה שהוא מפיק מיתרונות היעילות הכלכליים שהמיזוג מביא עמו בא לידי ביטוי בדלדול מסוים של זכויות בעל-המניה ברכושו. ההכרעה בשאלות חשובות, דוגמת זהות הקונה שלו תועבר המניה, מועד המכירה, ובעיקר – ערך הרכוש הנמכר, נשמטת משליטתו הישירה של בעל-הרכוש ומועברת להכרעת האסיפה הכללית. יחד עם זאת, אם תתקבל הצעתו של מאמר זה, תוגבל עלות זו במגבלות של הגינות, אשר תייצגנה את המחיר שישלם ציבור רוכשי החברות עבור היתרונות שהוא יפיק מהכללתו של הסדר-מיזוג בדין הישראלי. באגד הזכויות הצמודות למניה תיכלל זכות לקבלת הערך ההוגן של המניה ללא תלות בערכה בשוק-המניות בתאריך כלשהו או בהערכתה על-ידי אורגני-החברה. הסדר-המיזוג ימנע מבעל-המניה את הפריבילגיה של דרישת מחיר מוגזמת או של מימושה של אמונה סובייקטיבית לא-מבוססת בדבר שווי רכושו, אולם יאפשר לו לקבל את הערך ההוגן האובייקטיבי המינימלי של השקעתו עם התרחש המיזוג.