

כפייה בין-קבוצתית במיזוג חברות

מאת

דוד האן*

"כופין אותי, עד שיאמר רוצה אני"
(יבמות קו, א)

הדמוקרטיה התאגידית נשענת על קבלת החלטות באסיפה הכללית המחייבות את כלל בעלי-המניות, רוב ומיעוט כאחד. קביעת כללי הכרעה עבור הצבעות באסיפה הכללית של בעלי-המניות היא מרכיב חיוני לפיתוח דינים שיאפשרו פעילות עסקית יעילה. אחת העלויות של כללי הכרעה בין רוב למיעוט היא בעיית הסחטנות המיעוט את הרוב. תופעה זו נסקרה בהרחבה בספרות; ברם, עיקר ההתמקדות הייתה בתופעת הסחטנות בתוך קבוצה מחליטה. עם זאת, עקב ניגודי אינטרסים בין משקיעים שונים, החלטות לא מעטות של חברה טעונות הצבעה של כמה קבוצות-משנה. חלוקה של קבוצת בעלי-המניות לקבוצות-משנה פותחת פתח לסחטנות בין-קבוצתית.

חוק החברות החדש נדרש לבעיה זו בהקשר של אישור עסקות מיזוג: הוא מאפשר לכפות את עסקת המיזוג על קבוצה מתנגדת. רשימה זו בוחנת את סיבו ופועלו של כלל הכפייה הבין-קבוצתית. הרשימה מאתרת את הפרמטרים השונים שיש בהם כדי להגדיל או לצמצם את חשש הסחטנות, ולאורם מנתחת את יעילותו של כלל הכפייה הבין-קבוצתית בעסקת מיזוג. הרשימה אף עורכת השוואה בין כלל ההכרעה הבין-קבוצתית במיזוג לבין כללי הכרעה בין-קבוצתית אחרים בתוך החברות, והם אישור עסקות חריגות עם בעלי-שליטה בחברות ציבוריות, ובחירת דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות.

א. מבוא. ב. הכרעה רב-קבוצתית: הצגת הבעיה וכלים לפתרונה. 1. קבלת החלטות בקבוצה; 2. הצורך בהפרדה לקבוצות-משנה; 3. ההכרעה הבין-קבוצתית ועלויותיה: בעיית הסחטנות; 4. מיתון הסחטנות ועידוד משא ומתן: כפייה על קבוצה מתנגדת. ג. סקירת הדין הנוהג במיזוג. ד. הפרמטרים המשפיעים על כוח הסחיטה במשא ומתן.

* מרצה, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן. מאמר זה הוא פיתוח של הרצאה שנשאתי ביום העיון "חוק החברות החדש – המהפכה הבאה?" שהתקיים באוניברסיטה העברית מטעם מערכת משפטים ביום 30.6.1999 לזכרו של פרופ' אהרן יורן ז"ל. ברצוני להודות לעדי איל, זוהר גושן, אודי הקר, שושי ליבוביץ', לאה פסרמן וידידיה שטרן על הערותיהם המועילות, ולאלון סלומון וברק רוזן על עזרתם המחקרית.

1. מספר הצדדים המשתתפים; 2. אורך הנשימה הכלכלי; 3. סופיותה של ההתקשרות בין הצדדים; 4. קיומה של אלטרנטיבה למציע. ה. הכרעה בין-קבוצתית בעסקת מיזוג: ניתוח ההסדר בחוק החברות. 1. הצורך בהוראת חוק חרות לכפייה על קבוצה מתנגדת; 2. יעילות הסדר הכפייה הבין-קבוצתית שבחוק: הפן המחוק; (א) כפייה בין-קבוצתית במיזוג: בין סוגי מניות לניגוד אינטרסים; (ב) כפייה בין-קבוצתית במיזוג: חברה פרטית מול חברה ציבורית; 3. יעילות הסדר הכפייה הבין-קבוצתית שבחוק: הפן הדיוני; (א) נטל הפנייה לבית המשפט; (ב) שיעור ההחזקות הדרוש לשם פנייה לבית המשפט; (ג) מהות הסעד שבית המשפט מוסמך לפסוק. ו. תרחיש עסקיים שונים – כללי הכרעה שונים: האמנם? ז. סיכום.

א. מבוא

אך נחקק, וזה לא מכבר נכנס לתוקף, וכבר זוכה חוק החברות, התשנ"ט-1999 להתאייסות אקדמית מקיפה, כמו גם לתהודה רבה בשוק הפרטי. יש הגורסים כי החוק מחולל שינויים ותמורות מהותיים בדין המסחרי הישראלי, ויש הגורסים כי מבחינה מהותית מחדש החוק את הדין רק בכמה סוגיות מסוימות.¹ יהיו חידושיו של החוק רבים או ספורים, עניינה של רשימה זו בהוראה מסוימת בו המשקפת חדשנות של ממש. הוראה זו עוסקת באפשרות לכפות עסקת מיזוג – באישור בית המשפט – על סוג או על קבוצה של בעלי-מניות שהצביעו נגד העסקה המוצעת.²

מקובלנו כיום, כי עניינם המרכזי של דיני החברות המודרניים הוא להתמודד עם עלויות הנציג (agency costs).³ במסגרת פעילותו של תאגיד מתעוררות עלויות הנציג בשלושה מישורים של יחסים: בין ההנהלה למשקיעי ההון העצמי (בעלי-המניות);⁴ בין בעלי-המניות או משקיעים אחרים לבין עצמם; ובין בעלי-המניות לבין ספקי

1 בין סוגיות אלה ניתן למנות את תכלית החברה (סעיף 11 לחוק החברות); הסתת מוקד תפקידו של דירקטוריון החברה מניהול ענייני החברה לפיקוח על ההנהלה הביצועית (סעיף 92(א) לחוק החברות); כללי שמירת ההון וחלוקה לבעלי-המניות (חוק החברות, חלק שביעי, פרק שני (סעיפים 301-313)); ורכישת חברות (חוק החברות, חלק שמיני (סעיפים 314-342)).

2 סעיף 321 לחוק החברות.

3 Michael C. Jensen & William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," 3 *J. Fin. Econ.* 305 (1976); Eugene F. Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm," 88 *J. Pol. Econ.* 288 (1980).

4 עלויות אלה גובעות מהתופעה של "הפרדת הבעלות מן השליטה", שכבר נדונה בספרות המשפטית והכלכלית מאז שנות ה-30 של מאה זו. ראו על כך Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932); Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," 26 *J. L. & Econ.* 301 (1983).

הון חיצוניים (הנושים).⁵ ההתמודדות עם עלויות הנציג הכרוכות בפעילות רב-צדדית – קרי: פעילות שבה מתעוררים חילוקי דעות בין בעלי-המניות או בין בעלי תביעות אחרות לבין עצמם – מתעוררת בהקשר העסקי-תאגידי חדשות לבקרים. פעולה או החלטה הטעונה את אישורה של קבוצת אנשים רחבה, כגון קבוצת בעלי-המניות, מעוררת מאליה, עובר לפעולה או להחלטה, בעיות תיאום בין מרכיבי הקבוצה, הנדרשים לקבל החלטה קולקטיבית.⁶ ריבוי בעלי זכות החלטה מעורר גם בעיית

5 ראו זוהר גושן, "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים", ספר זכרון לגואלטיארו פרוקציה 239, 242 (בעריכת אהרן ברק ואח', תשנ"ו).

6 בעיה קולקטיבית מתעוררת גם בקבלת החלטות על ידי נושים בחללות-פירעון. חוק החברות איננו מטפל בדינה של חברה חדלת-פירעון. אכן, לטעמנו, אחד התידושים הגדולים בחוק החברות הוא דווקא במה שאין בו. בניגוד לפקודת החברות המנדטורית, הותיר החוק את הסוגיות של שעבוד נכסי חברה ודיני פירוק חברות והבראתן מחוץ לתחומו. דבר זה נעשה בידועין ומתוך שיקול דעת; ראו דברי הסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2432, 8, פסקה יא(1) ('הצעת חוק החברות אינה כוללת בחובה פרק על פירוק החברה. בענין זה ימשיכו לעמוד בענין הוראות פקודת החברות בענייני פירוק. ועדת ברק סברה, כי מן הראוי הוא לאחד דינים אלה עם דיני פשיטת הרגל, תוך קביעת מסגרת אחידה לעניין זה, לתאגיד וליחיד'). תיחום התפרסותו של החוק וההותרה המושכלת של הסוגיות בדבר שעבוד נכסי חברה וחללות-הפירעון של חברה מחוץ לחוק החברות משקפת שינוי תפיסה בסיסי מצד המחוקק הישראלי. מגמתו של המחוקק היא לאחד את הדין החל על שעבוד נכסי החברה עם דין השעבודים הכללי, ואת דיני חללות-הפירעון של חברה עם דיני חללות-הפירעון של שאר החייבים. בכך הטמיע המחוקק באופן מהותי את משמעות היותה של החברה אישיות משפטית לכל דבר ועניין. ככזו, אין החברה נבדלת מחייב אחר הנדרש להתמודד כלכלית ומשפטית עם זכויותיהם של נושים שונים בנכסיו. כשם שלחברה יש נושים – מהם מובטחים ומהם שאינם, מהם שמקיימים עמה יחסי שוחר-משכיר ומהם שנושים בה מכה פסק-דין בנוזיקין – כך גם מערכת יחסיו של חייב בשר ודם עם נושיו. לעניין זה אין כל הבדל – פרקטי או עיוני – בין היותו של החייב ילוד אישה לבין היותו יציר הדין. ואמנם, ככרוב ענייניה העסקיים של החברה, לא דיני החברות משמשים כמערכת השולטת ומסדירה את ענייני החברה כי אם דווקא החוזים שהחברה צד להם והדין האזרחי הכללי. ראו Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (1991) 12. כך בדיוק ראוי להיות ההסדר המשפטי אף ביחס לענף המשפטי של דיני חייבים ונושים שאליו משתייכים הן הדינים העוסקים בשעבוד נכסיו של חייב והן אלה העוסקים בחללות-הפירעון שלו. אותן בעיות משפטיות המתעוררות בין חייב בשר ודם לבין נושיו מתעוררות גם בין חברה לנושיה. כשם שאין שתי מערכות של דיני חוזים, אחת לבני-אנוש ואחרת לתאגידים, וכשם שאין שתי מערכות של דיני נוזיקין, כך גם אין כל מקום בשיטת משפט מודרנית לקיים שתי מערכות של דיני חייבים ונושים. אכן, דיני חייבים ונושים מוסדרים בארצות-הברית באורח אחיד, וחלים הן על בני-אנוש והן על תאגידים. לעניין הדין המסדיר שעבוד נכסי חייבים ראו בעיקר את Article 9 ל-Uniform Commercial Code. דין אחיד מוצע זה אומץ על ידי בתי המחוקקים של מדינות הברית השונות, רובן ככולן. דיני חללות-הפירעון שם הם פדרליים וחלים באורח מובנה ואחיד על כל חייב, בין בשר ודם ובין תאגיד. ראו Bankruptcy and The Bankruptcy Code, 11 U.S.C. §§101-1330. כך המצב גם בקנדה (ראו Bankruptcy and

סחטנות:⁷ בעייתיות זו מתעוררת הן בהקשר של החלטה הטעונה אישור בתוך קבוצה נתונה, והן בהקשר של החלטה הטעונה את אישורן של קבוצות אחדות. הקשר זה האחרון הוא נושא דיונו.

ברשימה זו תיבחן בעייתיות ההכרעה בתרחיש עסקי שבו קיימות כמה קבוצות אינטרסים שונות בתוך קבוצת בעלי-המניות. נבקש להראות כי כלל משפטי המאפשר לכפות עסקה או החלטה מסוימת על קבוצה מתנגדת עשוי למתן את תופעת הסחטנות ולעודד את הצדדים מדעיקרא להגיע לעסקה (או החלטה) מוסכמת על הכל. ברם, כלל זה איננו תואם בהכרח עבור כל הקשר עסקי באשר הוא. פרמטרים שונים מעצבים את עמדות המיקוח היחסיות של הצדדים לעסקה, והם ישמשו אינדיקטורים למידת ישימותו של כלל הכרעה זה בכל הקשר עסקי שייבחן. במוקד הרשימה ייבחן כלל ההכרעה הבין-קבוצתית הנוהג במיזוג לפי חוק החברות, קרי: כלל המפצל את האסיפה הכללית של בעלי-המניות לקבוצות-משנה בעלות אינטרס הומוגני ומאפשר את ביצוע העסקה חרף ההתנגדות של חלק מקבוצות-המשנה.⁸ הכלל הנוהג ייבחן ויבוקר עיונית. בשולי הרשימה יועלו הרעיונות בשאלת הצדקת קיומם של כללי הכרעה שונים בהקשרים שונים בחוק החברות.

בפרק השני של המאמר ייבחנו שורשיה של תופעת ההכרעה הרב-קבוצתית ובעיית הסחטנות הכרוכה בה. בסופו של פרק זה יוצג כלל הכפייה הבין-קבוצתית כפתרון אפשרי לבעיה. בפרק השלישי, ייסקר פועלו של כלל הכפייה הבין-קבוצתית באישור עסקות מיזוג לפי חוק החברות הישראלי. בפרק הרביעי ייבחנו פרמטרים שונים שיש בהם, לדעתנו, להשפיע על כוח המיקוח היחסי של כל קבוצה וקבוצה המשתתפת בהכרעה ולעצבו. פרמטרים אלה יחדדו או ימתנו את עלותה המרכזית של ההכרעה הרב-קבוצתית – הסחטנות. בהתאם תתבהר מידת הישימות של כלל הכפייה הבין-קבוצתית בעסקת המיזוג. בפרק החמישי ינותח לגופו ההסדר הנוהג בחוק החברות ביחס לאישור עסקת מיזוג, ואף ייבחן ויבוקר על היבטיו השונים תוך יישום מסקנות הפרק הרביעי. בפרק השישי יעומת כלל הכפייה הבין-קבוצתית עם הסדרי הכרעה אחרים שבחוק הנדון.

Insolvency Act, Statutes of Canada, 1992, c. 27; וכן חוקי השעבודים של הפרובינציות השונות: ראו, למשל, את החוקים של אונטריו, Personal Property Security Act, R.S.O. 1990, c. P10, ושל בריטיש-קולומביה, Personal Property Security Act, R.S.B.C. 1996, c. 359. באנגליה חוקק הפרלמנט חוק מקיף בענייני חדלות-פירעון, המסדיר הן את חדלות-פירעונו של בשר ודם והן את חדלות-פירעונו של חברה, אולם בשני חלקים נפרדים של החוק הכולל. ראו, The Insolvency Act, 1986, c. 45, 4 Halsbury's Statutes (4th ed., 1987, Reissue, 1998).

7 ראו פרק 3.3 להלן.

8 סעיפים 320–321 לחוק החברות.

ב. הכרעה רב-קבוצתית: הצגת הבעיה וכלים לפתרונה

1. קבלת החלטות בקבוצה

מאפיין מרכזי בתאגידים הוא קיומה של התקשרות עסקית רב-צדדית. בניגוד לחוזה הסיפוס הקלאסי, שבו ניצבים משני צדי המתרס קונה ומוכר, או מזמין שירות וקבלן, ההתקשרות התאגידית טוהה וקושרת בין אוסף מורכב של פרטים. הפרטים השונים הקשורים בתאגיד משתייכים לקהילות שונות – בעלי-מניות, נושים, נושאי-משרה, עובדים, ספקים ועוד.⁹ כל אחת מקהילות אלה עצמה מורכבת מאוסף של פרטים. ההתקשרות הרב-צדדית בין הפרטים השונים בקהילה התאגידית נערכת מתוך שאיפה לניהול פעילות עסקית ארוכת-טווח, ללא יכולת צפייה מראש של כל התרחישים האפשריים שיעמדו בפני התאגיד בעתיד. משום כך, הכרח הוא למסד עבור הקהילה התאגידית מערכת אפקטיבית לקבלת החלטות, שתאפשר התמודדות עם שינויי הנסיבות העתידיים ועם השפעותיהם על פעילות התאגיד.¹⁰ לפיכך, בראשיתה של התופעה התאגידית נזקקו דיני החברות להגדיר מי מבין הקהילות השונות היא שתקבל החלטות עבור התאגיד כולו. בחירה זו נדרשה משום שקבלת החלטה בידי כל הקהילות האמורות, השונות כל כך זו מזו באופי השקעתן בתאגיד ובאינטרסים הכלכליים שלהן בו, משולה למסע של עגלה הנמשכת בידי ארבעה סוסים, שכל אחד מהם פונה לאחת מארבע רוחות השמים. תחת מסע בדרך כלשהי תיתקע העגלה ולא תנוע כלל. אף תאגיד בעל כמה אדונים ישותק, ויעילות פעילותו המסחרית תאבד.

בין הקהילות התאגידיות השונות מסורה קבלת ההחלטות לקהילת בעלי-המניות.¹¹ הטעם לכך הוא, שבשונה מיתר הקהילות התאגידיות, בעלי-המניות הם אלו שקשרו את התשואה על השקעתם ליתרת משאבי החברה לאחר סילוק התביעות של כל יתר הקהילות. מאחר שהאינטרס של בעלי-המניות הוא האינטרס השיווי במשאבי התאגיד, מתיישר האינטרס של תועלתם האישית של בעלי-המניות עם אינטרס השאת רווחי

9 ראו אוריאל פרוקצ'ה, "הבעלות על הפירמה וסייגיה – נושים, עובדים, אלמנות ויתומים בדיני-החברות", משפטים כב 301 (תשנ"ג).

10 ראו Easterbrook & Fischel, הערה 6 לעיל, בעמ' 66-67; Richard Allen Epstein, *Simple Rules for a Complex World* 246-251 (1997).

11 בעלי-המניות אינם מקבלים החלטות הנוגעות לניהול השוטף ולהפעלה העסקית של התאגיד. החלטות בתחומים אלה מסורות להנהלת החברה ולדירקטוריון שלה. ראו בעניין זה את סעיפים 121 ו-92(א) לחוק החברות, בהתאמה. לבעלי-המניות מסורה סמכות ההחלטה בענייני תשתית הנוגעים לעצם זכויותיהם המשפטיות כמחזיקי מניות (כגון שינוי התקנון ואישור עסקת מיזוג); בענייני מינוי הנציגים (הדירקטוריון ורואה-החשבון המבקר) שיפקחו על ההנהלה; ובענייני אישור עסקות בין החברה לבין גורמים בהם יש לנציג עניין אישי. ראו בעניין זה את סעיפים 57 ו-59 לחוק החברות.

התאגיד. לפיכך, הפקדת קבלת ההחלטות עבור התאגיד בידי בעלי-המניות תשיא את הרווחה הכוללת הצומחת מפעילותו.¹²

כאמור, בתוך קהילת בעלי-המניות אסופים פרטים רבים. הפקדת מערכת קבלת ההחלטות עבור התאגיד בידיהם תהיה אפקטיבית אם, ורק אם, היא תסטה מההסדרים של דיני החוזים הקלאסיים, שלפיהם כל שינוי של הסדר חוזי קיים טעון את הסכמת כל הצדדים לו. כאמור, מערכת קבלת ההחלטות בתאגיד נועדה להתמודד עם שינויי נסיבות עתידיים שאינם ניתנים לחיזוי מדויק מראש; כלומר: קבלת החלטות אפקטיבית משמעה שינוי של ההסדרים המשפטיים הקיימים משעת ההתאגדות והתאמתם למציאות המשתנה. בהינתן אוסף של פרטים רבים (בעלי-המניות), אין זה מעשי עוד לדבר על הסכמה פה אחד לכל שינוי מוצע. ככל שגדל מספר הפרטים קטנה יכולת ההסכמה פה-אחד על כל נושא. לו נדרשה הסכמה כזו במסגרת קבלת ההחלטות עבור התאגיד, היה התאגיד משותק ומקובע לפי ההסדרים המשפטיים הראשוניים שנקבעו בו. כל התאמה למציאות המשתנה הייתה בגדר אוטופיה, ולא הייתה מושגת כל יעילות. משום כך עוגנה מערכת שלטון הרוב בדיני החברות, לאמור: כפיית דעתו של הרוב באסיפה הכללית של בעלי-המניות על המיעוט. עיקרון זה של דמוקרטיה תאגידית מוכר זה עשרות בשנים בהקשרים שונים.¹³ במצב שבו קיימים פרטים רבים שבידיהם מסור כוח ההחלטה בעניין מסוים, מוצאים אנו כללי הכרעה שונים, שהשווה לכולם הוא שדעת הרוב (הדרוש) היא הקובעת ומחייבת את כלל חברי הקבוצה.¹⁴ הצדקה אחת לאימוץ דעת הרוב היא שכאשר יש דעות מגוונות ואין "צודק" ברור, ובהינתן הצורך בקיומו של כלל הכרעה כלשהו – עדיף לכבד את רצונם של רבים על פני רצון המיעוט.¹⁵ הצדקה אחרת לביכור הכרעתו של הרוב ואכיפתו על חברי הקבוצה כולה היא שבהינתן אינטרסים משותפים לפרטים רבים, ההסתברות היא שדעת רוב חברי הקבוצה משקפת נכון יותר את טובת הקבוצה

12 Easterbrook & Fischel, הערה 6 לעיל, בעמ' 67–70.

13 זוהר גושן, "הצבעה אסטרטגית בריגות-חברות: מדיקטטורה לדמוקרטיה", משפטים כג 109 (תשנ"ד), בעיקר בעמ' 159 ("הטענה של פגיעה [באמצעות הצבעה] בזכויות מוקנות מתעלמת מכך שזכויותיהם של מחזיקי ניירות-ערך מוגדרות מלכתחילה באופן הכופף אותן לשינויים עתידיים"). ראו עוד על כך אצל ידידיה צ' שטרן, "הגנת בעלי-המניות במיזוג חברות", משפטים כ 377, 385–384 (תשנ"א); אוריאל פרוקצ'יה, דיני חברות חדשים לישראל 303–318 (תשמ"ט).
14 השאלה מהו כלל ההכרעה הראוי והאופטימלי באסיפה הכללית של בעלי מניות נדונה כבר בהרחבה ובעיון בספרות, דבר המייתר את העיסוק בה במסגרת רשימה זו. בעניין זה ראו פרוקצ'יה, הערה 13 לעיל, בעמ' 318–303; Shmuel Nitzan & Uriel Procaccia, "Optimal Voting Procedures for Profit Maximizing Firms," 51 Public Choice 191 (1986); גושן, הערה 13 לעיל, בעמ' 150 ואילך (דיון בכללי ההכרעה אשר יתמודדו באופן יעיל עם בעיות ההצבעה האסטרטגית תחת ההצבעה העניינית של מחזיקי ניירות-הערך. המחבר מצביע בעניין זה על שתי בעיות קרדינליות של הצבעה אסטרטגית – הסחטנות והטפילות – ומציע כללי הכרעה ראויים לפתרון בעיות אלה).

15 גושן, הערה 13 לעיל, בעמ' 161 ("בהינתן העובדה שהרוב כופה אותה תוצאה גם על עצמו, יש להניח שההצעה היא הוגנת. אחרת, הרוב לא היה תומך בהצעה הפוגעת בזכויותיו").

כמכלול. הכרעת הרוב משקפת אפוא, מבחינה הסתברותית, את דרך הפעולה הרצונית – וממילא היעילה – של הקבוצה כמכלול. אכיפת בחירת הרוב על הקבוצה כולה מאפשרת להוציא אל הפועל עסקות רצוניות, שהן היסוד לנידוד נכסים אל המשתמשים היעילים ביותר. על פי קו מחשבה זה, שיקול היעילות הכלכלית הוא המצדיק את אימוצו של כלל הכרעה דמוקרטית, שבו דעת הרוב באסיפה הכללית של בעלי-המניות מחייבת אף את המיעוט המתנגד.¹⁶

2. הצורך בהפרדה לקבוצות-משנה

באימוץ כלל הכרעה המחייב את המיעוט לפעול על פי הכרעת הרוב לא סגי; מנגנון קבלת החלטות זה טעון ויקוק. לא אחת מחולקות מניות חברה לסוגים שונים, וזכויות שונות צמודות לסוגים השונים.¹⁷ שוני חבילת הזכויות הגלומה בסוגי המניות השונים משמעו שוני בתוכן הכלכלי המוחזק בידי בעלי המניות השונות. תרחיש שונים העומדים בפני ציבור מקבלי החלטות בתאגיד – הלא הם בעלי-המניות – עשויים (או עלולים) להשפיע באורח שונה על בעלי מניות שונות או על בעלי רכוש שונה. כך, למשל, עשויה לעמוד על הפרק הצעה להחלטה המשנה את זכויות העדיפות של בעלי מניות בכורה כדיבדנד המחולק על ידי החברה, או הצעה להחלטה הממירה עדיפות זו בפיצוי כספי אחר, משיקולים פיננסיים או משיקולי שליטה.¹⁸ בדומה, לעתים מבקשת חברה לשנות את מערך זכויות ההצבעה הצמודות למניות השונות. כך, למשל, כאשר חברות בישראל נערכות לקראת הצעת מניות לציבור, הן מאחדות את הון המניות שלהן ומשוות את זכויות ההצבעה השונות הצמודות לסוגי המניות השונים.¹⁹ כמו כן, לעתים מוצעת עסקה בין החברה לבין בעלי-מניות מסוים בה – על פי רוב

16 ראו בעניין זה את מאמרו המצוין של זוהר גושן, "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות", משפטים כט 17, 21–23 (תשנ"ח).

17 ראו, באופן כללי, סעיפים 20(ג), 33 ו-82(א) לחוק החברות. עם זאת, בחברות שניירות הערך שלהן מוצעים לציבור, דורש חוק ניירות ערך כי בהנפקה ראשונה של מניות לציבור (Initial Public Offering), או בהנפקה נוספת של מניות על ידי חברה שניירות הערך שלה רשומים למסחר בבורסה, תיעשה ההנפקה במניות העדיפות ביותר בזכויות הצבעה (סעיף 46 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968; סעיף 82(ב) לחוק החברות). בעניין הטיעונים בעד ונגד שוויון בזכויות הצבעה של ניירות הערך המוצעים לציבור ראו בג"צ 522/81 אברמזון נ' הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב, פ"ד לח(2) 1; פרוקצ'יה, הערה 13 לעיל, בעמ' 273–292.

18 בחברות אמריקניות מקובל הסדר תקנוני שלפיו אי-חלוקה של דיבדנד בכורה לבעלי מניות בכורה יגרום להחלפה פרסונלית של חברים בדיקטוריון בנציגים חדשים שימונו על ידי בעלי מניות הבכורה. ראו Ellingwood v. Wolf's Head Oil Refining, 38 A.2d 743 (Del. 1944). לשם הסרת איום פוטנציאלי זה מעל ראשי חברי הדיקטוריון, עשויה חברה להציע שינוי בזכויות הבכורה כדיבדנד.

19 ראו בעניין זה את ע"א 70/92 כלל תעשיות נ' לאומי פיא, חברה לניהול קרנות נאמנות, פ"ד מז(2) 329.

בעל-שליטה בחברה, או שמוצעת עסקה בין החברה לבין אדם אחר שלבעל-מניות בחברה יש בו עניין אישי. מצב דברים זה מציב את בעל-המניות האמור (בשונה משאר בעל-המניות בחברה) בעמדה של ניגוד עניינים קלאסי: האינטרס שלו באישור העסקה המוצעת על ידי החברה איננו דווקא טובת הקבוצה שאליה הוא משתייך (קרי: בעל-המניות של החברה), אלא טובתו האישית, שאותה יפיק כאשר האינטרסים האישיים שלו נטועים גם בצד השני של המתרס. במצב דברים זה, האינטרס האישי של בעל-השליטה בחברה שונה מהותית מהאינטרס של שאר בעל-המניות. בעוד הוא ניצב "רגל פה ורגל שם" משני צדי העסקה, האינטרס שלהם ממוקד אך ורק בטובת הקבוצה שלהם, קרי: טובת בעל-המניות של החברה.

הצד השווה לשתי הסיטואציות שהובאו כאן הוא שקיים שוני מהותי בהשפעה שיש להצעות שונות על גורלם של בעלי האינטרסים השונים בקרב בעל-המניות. שוני האינטרסים המהותי שולל מלכתחילה את עצם ההצדקה לכינוסם של כלל בעל-המניות של החברה תחת מטריה משותפת לשם קבלת החלטה שתחייב את הקולקטיב כולו.²⁰ תחת זאת, כדי לחזור ולאפשר מערכת קבלת החלטות יעילה ומזוקקת על פי רוב הדעות בקבוצה, יש לפזר את מכלול הפרטים (בעל-המניות) לקבוצות נפרדות, כאשר כל קבוצה תורכב מפרטים הומוגניים מבחינת האינטרס שלהם ביחס לנושא העומד להכרעה. פירוק הקבוצה הרחבה לקבוצות-משנה שהן הומוגניות מבחינת האינטרס המהותי של הפרטים המרכיבים אותן, פותר את בעיית ניגודי האינטרסים בקרב בעל-המניות. ממילא, משנפתרה הבעיה שחתרה תחת עצם הצדקת כפיית דעת הרוב על המיעוט בקבוצה, ניתן לשוב ולהפעיל את כלל הכרעת הרוב לגבי כל קבוצת-משנה: בהיותם בעלי אינטרס מהותי הומוגני, שוב קיימת ההצדקה לקבלת החלטה על פי קביעת הרוב.²¹

3. ההכרעה הבין-קבוצתית ועלויותיה: בעיית הסחטנות

פירוק הקבוצה שבידיה מסור כוח ההחלטה בעניין מסוים לקבוצות-משנה נדרש לשם זיקוק כלל ההכרעה. כאמור, אין כל הצדקה מעיקרא למסור בידי קבוצה הטרוגנית את יכולת ההחלטה בנושא מסוים, אם ההחלטה תתקבל על בסיס הכרעתו של רוב כזה או

20 גושן, הערה 16 לעיל, בעמ' 20.

21 אכן, בעיית ההכרעה האפקטיבית במצב של ניגודי אינטרסים בין בעל-המניות בחברה זכתה למענה חקיקתי בהקשר של אישור עסקה חריגה בין חברה ציבורית ובעל-שליטה בה. בעניין זה דורשים סעיפים 270(4) ו-275(א)(3)(א) לחוק החברות דרישות מצטברות להכשרת העסקה מרבב ניגוד האינטרסים שבו נוגעה: הן דרישת אישור הסכמי של כל קבוצות האינטרסים, כאשר במוקד ניצב מנגנון "השליש התומך" – היינו: הצבעה תומכת של לפחות שליש מקרב בעל-המניות הנוכחים והמצביעים אשר אינם בעלי עניין אישי בעסקה – והן, אם הוגשה תביעה התוקפת את תנאי העסקה, בחינה מהותית על ידי בית המשפט. דרישת תמיכת שליש מקרב בעל-המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה היא ביטוי למנגנון הפרדת קבוצת ההכרעה לקבוצות-משנה בעלות אינטרס הומוגני.

אחר בקרב הקבוצה. שוני האינטרסים שולל את היכולת לקבל החלטה יעילה עבור כל מרכיבי הקבוצה. במצב דברים זה, אין מקום לכפות את החלטה הרוב על המיעוט המתנגד. ההצבעה בקבוצות-משנה מזקקת את הליך קבלת ההחלטה בכך שהיא מאפשרת קבלת החלטות על בסיס קבוצתי ולא אינדיבידואלי, תוך התייחסות לקבוצות הומוגניות אם כי מצומצמות בהיקפן. בתוך כל אחת מקבוצות-המשנה משקפת עמדת הרוב את הטובה הכוללת של קבוצת המשנה.

ברם, אליה וקוץ בה: פירוק הקבוצה הרחבה לקבוצות-משנה משיב אל זירת ההחלטה שחקנים אחדים, גם אם ברמת משחק בין-קבוצתית. כדי לקבל החלטה אפקטיבית במערכת רב-קבוצתית נדרש אישורן של כל קבוצות-המשנה המצביעות. דרישה זו מוסרת בידי כל קבוצת-משנה כוח הכרעה אסטרטגי: לכל קבוצה יש זכות וטו על ההחלטה המוצעת. זכות וטו, שהיא כוח הכרעה היחיד (במובן של קבוצה בודדת), היא הזמנה לסחטנות.²² קבוצה עלולה להתנגד להחלטה המוצעת לא בשל התנגדותה הכנה להחלטה, אלא משום רצונה להטות את הכף לטובתה במסגרת משא ומתן עם שאר המשתתפים במשחק. כך, למשל, בהצבעה על עסקה מוצעת בין החברה לאדם אחר, שיש בה כדי להשפיע על הזכויות של סוגי מניות שונים בחברה, יכולה קבוצת-משנה להתנגד לעסקה המוצעת כדי לסחוט מהאדם האחר תנאים משופרים (מחיר) לקבוצה (להבדיל מתנאים משופרים לכלל הקבוצות הניצעות), או, לחלופין, לשם סחיטת שאר הקבוצות באותה חברה, שישלמו לה תמורת ויתורה על זכות הוטו ואישורה את העסקה.²³ ואכן, ככל שרב מספר השחקנים הנדרשים לאישור הפעולה, כך מקווה כל שחקן כי הוא יוכל להמתין ולהיות האחרון שאישורו נדרש – דבר שיעלה את כוח הסחיטה שלו.²⁴ התנהגות

22 Richard A. Epstein, "Holdouts, Externalities, and the Single Owner: One More Salute to Ronald Coase," 36 *J. L. & Econ.* 553, 560 (1993) ("to require, however, unanimous consent to permit anyone to exclude another creates intractable holdout problems").

23 על בעיית הסחטנות בתוך קבוצת מחליטים ראו אצל גושן, הערה 13 לעיל, בעמ' 117-121.

24 לבעיית הסחטנות במשחק רב משתתפים, ראו Lloyd Cohen, "Holdouts," in 2 *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* 236, 239 (Peter Newman ed., 1998). סחטנות מוצלחת (מבחינת האינטרס האישי של הסחטן) דורשת כיסורים ומיזמנות בניהול משא ומתן, התמקחות והעמדת פנים. נוסף על כך, הסחטן המיומן צריך לחוש בתזמון הנכון לסחיטה ולהיזהר ממתחת התכלית על המידה, פן ירדו כל מאמצי הסחיטה לטמיון עקב נסיגת הצד האחר מהמשא ומתן, או עקב פעולה אחרת של הצד האחר (בנסיבות שאפשרות כזו עומדת בפני הצד האחר), שהיא אמנם פחותה מהתוצאה האופטימלית לצד האחר, אך היא גם מרוקנת את עמדת הסחיטה של הסחטן מכל תוכן. כך, למשל, ביקש זכין של בית הימורים (קוינו) להקים בית הימורים על פני בלוק שלם באזור ההימורים של העיר אטלנטיק סיטי בניו-ג'רסי. לשם כך רכש את כל הבתים באותו בלוק למעט בית אחד. בעל אותו בית סבור היה, בצדק, כי ביתו מהווה מכשול חיוני אחרון בפני הגשמת יוזמתו העסקית של הזכין, ולפיכך יוכל לסחוט מהזכין מחיר מופקע עבור ביתו. בעל הבית מתח את סחיטתו יותר מדי, והזכין הקים קוינו שהקיף את הבית

אסטרטגית זו מצדן של קבוצות-משנה עלולה לסכל ex ante את ייזומן של עסקות יעילות, שכן יוזמי העסקה עלולים לקבל רגליים קרות מעצם המודעות ליכולת של כל קבוצת-משנה לסחוט אותם בהצלחה – ובכך לשחוק את שולי הרווח הצפוי ליוזמי העסקה.²⁵ נמצאנו למדים, כי הפתרון המשפטי שבא לזקק ולתקן את העיוות שבהכרעת הרוב בקבוצה ההטרוגנית – קרי: הצבעה בקבוצת-משנה – החרף והקצין בעיה אחרת, היא בעיית הסחטנות הבין-קבוצתית.²⁶

4. מיתון הסחטנות ועידוד משא ומתן: כפייה על קבוצה מתנגדת

ראינו כי בעיית הסחטנות היא תולדה של מערכת קבלת החלטות הדורשת הסכמה של כל קבוצת-המשנה הנדרשות להכריע בעניין מסוים. השחקנים המשתתפים במערכת קבלת ההחלטות מודעים לכוח הווטו המוחלט שלהם, ומתנהגים אסטרטגית בהתאם. להתנהגות אסטרטגית זו יש עלויות כלכליות של צמצום היצע העסקות היעילות, ועל כן היא דורשת התמודדות שתמזער את השפעותיה השליליות. פתרון אפשרי אחד להתנהגות האסטרטגית של קבוצת-משנה הוא הפחתת הרוב הדרוש בתוך אותה קבוצה לשם אישור עניין העומד להצבעה. ככל שקטן הרוב (הפנים-קבוצתי) הדרוש לאישור עניין העומד להצבעה, כך קטנה ההסתברות לנזקי ההתנהגות האסטרטגית של חברי קבוצת-המשנה.²⁷ ביטוי לפתרון בכיוון זה הוא מנגנון "השליש התומך" הקבוע בחוק החברות לאישור עסקה חריגה עם בעל שליטה²⁸ ולבחירת דירקטורים חיצוניים בחברה ציבורית.²⁹ לשם אישור מהלכים אלה דרושה אמנם הצבעה נפרדת של קבוצת-משנה – הלא היא קבוצת בעלי-המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה (במקרה של אישור עסקה חריגה עם בעל שליטה), או שאינם בעלי השליטה (במקרה של מינוי

האמור מכל עבריו. בכך רוקנה הסחיטה מתוכן, שכן כעת ברור כי בעל הבית יתפנה משם תמורת מחיר מינימלי מאחר שהבית אינו רואי עוד למגורים (עקב השינוי הסביבתי). ראו על כך Lloyd R. Cohen, "Why Tender Offers? The Efficient Market Hypothesis, the Supply of

.Stock, and Signaling," 19 J. Legal Stud. 113, 120-121 (1990).

Cohen, "Holdouts", הערה 24 לעיל, בעמ' 240.

עוד בעניין הקורלציה בין בעיות משפטיות שונות בדיני החברות, וכיצד מיתונה של בעיה אחת מחרף את הבעיה האחרת ולהיפך, ראו גושן, הערה 5 לעיל, בעמ' 274-276; Epstein, הערה 22 לעיל, בעמ' 557.

על מיתון תופעת הסחיטה הפנים-קבוצתית באמצעות פישוט הרוב הדרוש להכרעה, ראו גושן, הערה 13 לעיל, בעמ' 151.

בעל-שליטה לעניין זה מוגדר בסעיף 268 לחוק החברות כ"בעל השליטה כמשמעותה בסעיף 1 [קרי: "שליטה" כמשמעותה בחוק ניירות-ערך], לרבות מי שמחזיק בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית של החברה אם אין אדם אחר המחזיק בלמעלה מחמישים אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה".

ראו סעיפים 275(א)(3) ו-239(ב) לחוק החברות, בהתאמה.

דירקטורים חיצוניים); אולם קבוצת-משנה זו נחשבת כמי שאישרה את המהלך אפילו אם רק שליש מהמצביעים בה הצביע בעדו. במלים אחרות: הסחיטה ממותנת בכך שכדי לטרפד את המהלך ולהלך אימים על הגורמים המעוניינים בעסקה, נדרשים מובילי מהלך הסחיטה לגייס יותר משני-שלישים מהמצביעים בקבוצת-המשנה שיתמכו באסטרטגית הסחטנות.³⁰ פתרון זה אמנם מפחית את חשש הסחיטה אך אינו מעלים אותו לחלוטין, משום שברוב מסוים (אף כי גבוה) עדיין תוכל קבוצת-משנה, כצעד מחושב, לטרפד את אישורה של עסקה מוצעת.

30 על פי הוראות סעיפים 270 ו-275 לחוק החברות, תסוהר עסקה חריגה בין החברה לבין בעל שליטה בה, או בין החברה לבין אדם אחר שלבעל השליטה עניין אישי באישור העסקה עמו, מכל רבב של ניגוד עניינים רק אם עמדה בדרישות האישור המבני של סעיף 275 ולא נפסלה בבחינה מהותית של תנאיה על ידי בית המשפט. דרישת הכשרת עסקה חריגה בין חברה ציבורית לבין בעל-שליטה בה על ידי בית המשפט אמנם איננה דרישה שיש לקיימה עובר לעסקה המוצעת, אולם מבחינה מהותית לא די בהכשרת העסקה מצד כל קבוצת-המשנה בקרב בעלי-המניות. אף עסקה חריגה שזכתה לברכת כל הקבוצות הרלבנטיות מקרב בעלי-המניות עודנה חשופה לביקורת בית המשפט, אם יתברר בדיון משפטי עוקב כי אישור העסקה לא ענה על דרישת ההגבלה שהעסקה תהיה "לטובת החברה". ראו סעיף 270 לחוק החברות; וראו עוד בעניין אישור עסקה חריגה עם בעל-שליטה את תקנה 12 ס"ק (א) ו-(ב) לתקנות ניירות ערך (הגבלות בענין ניגוד עניינים בין חברה רשומה לבין בעל שליטה בה), התשנ"ד-1994.

ייתכן, כי שורש הדרישה המהותית המצטברת האמורה, הגלומה בהוראות סעיפים 270 ו-275 לחוק החברות, הוא בכך שהמחוקק מסתפק כאמור אך בשליש מקרב אלה שאינם נגועים בעניין אישי לשם אישור העסקה באסיפה הכללית של בעלי-המניות. המחוקק לא דרש את אישור העסקה על ידי רוב מקרב בעלי-המניות שאינם בעלי עניין אישי, משום שזהו פתרון לא פרקטי. ככל שמניותיה של חברה ציבורית פוזרות יותר בקרב הציבור, מידת האינטרס של כל משקיע מהציבור בענייני החברה הוא מזערי. המשקיע רואה בהחזקותיו חלק ממכלול תיק ההשקעות האישי שלו, ולא אינטרס ממשי בחברה הספציפית. פרדוקסלית, המציאות מוכיחה שמשקיעים מקרב הציבור כמעט ולא מופיעים לאסיפות כלליות של חברות ציבוריות. לדרוש רוב מקרב אותו מיעוט בעלי-מניות מהציבור שכן מופיע לאסיפה הכללית היה, כאמור, מותיר בידיהם כוח סחיטה חזק מדי. כדי לעקר תופעות אלה וכדי לאפשר את קיומן של עסקות הפחית המחוקק את הדרישה לאישור עסקה חריגה עם בעל-שליטה – כמו גם עם נושאי משרה של החברה – מרוב מקרב המיעוט ל"שליש תומך". ראו דברי ההסבר להצעת חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 5), התשנ"א-1991, ה"ח 2074, 358; כן ראו את דברי שר המשטרה רוני מילוא בקריאה הראשונה של הצעת החוק, ד"כ 122 (תשנ"א), 5252. נוסף על כך חידש המחוקק בחוק החברות וקבע סף מינימום של נוכחות של בעלי-מניות שאינם בעלי עניין אישי באסיפה הכללית, בשיעור 1% מקרב כלל בעלי זכות ההצבעה באסיפה הכללית, שאם לא יתמלא – לא תיזקק העסקה החריגה כלל לאישור "השליש התומך". ראו סעיף 275(א)(3) לחוק החברות.

מבחינה הסתברותית, שליש מקרב הקבוצה איננו משקף את טובת הקבוצה כמכלול. לפיכך לא הסתפק המחוקק בדרישה זו, וכפף את העסקה אף לביקורת מהותית פוטנציאלית של בית המשפט לשם הבטחת הוגנות העסקה כלפי בעלי-המניות שאינם בעלי עניין אישי בעסקה. ראו גושן, הערה 16 לעיל, בעמ' 65, בעיקר בהערות 115, 118 שם.

פתרון אפשרי אחר לבעיית הסחטנות הבין-קבוצתית הוא פתרון ברמה הבין-קבוצתית. מיתון הסחטנות ייעשה באמצעות עיקור כוח הווטו מידי כל קבוצה-משנה. תוצאה זו תושג באמצעות קביעה משפטית שתאפשר לכפות את ההחלטה או העסקה המוצעת על קבוצת-משנה מתנגדת. כפייה כאמור תאפשר לצדדים להיזקק להערכתו של גורם אובייקטיבי, על פי רוב – בית המשפט.³¹ כלומר: מחד גיסא, מערכת קבלת ההחלטות נותרת נאמנה להבעת הדעות ולהערכת טיב ההחלטה או העסקה המוצעים על ידי גורמים שהשפעת אותה הצעה או עסקה עליהם היא הומוגנית; אך מאידך גיסא, אף גורם איננו מחויב במפתח להצלחת ההצעה או העסקה כולה. הנחת היסוד של גישה זו היא שעצם עיקור כוח הווטו של קבוצת-המשנה תמתן את תמריצי הסחטנות האסטרטגית של אותה קבוצה, ובכך תוזיל ותייעל את המשא ומתן הרצוני בין הצדדים.³² אכן, לטעמנו, עיקר יעילותו של עיקרון הכפייה על קבוצה מתנגדת הוא בהשפעתו ex ante על כוח המיקוח היחסי של הצדדים, על יכולתם לנהל משא ומתן, ועל האפשרות להגיע להסכמה על תנאי העסקה. עצם קיומו של השוט בידי הקבוצות המעוניינות בעסקה – קרי: יכולת כפיית תנאי העסקה על הקבוצה הסרבנית – ממתנת את כוח המיקוח והסחטנות של קבוצה זו כלפיהם. כפי שהובהר, לדרישת ההסכמה מצד כל הקבוצות למשא ומתן יש עלויות עסקה שליליות, במובן זה שההתנהגות האסטרטגית שהיא מעודדת עלולה לצמצם מלכתחילה את ייזומן של עסקות יעילות.³³ יש הסבורים כי העלות האמיתית של דרישת הסכמה כוללת איננה באובדן עסקות יעילות, אלא בייקור

31 אלמלא השלמת המנגנון בדרך של אפשרות הערכת טיב העסקה על ידי הגורם האובייקטיבי היה מנגנון הכפייה מהווה פתח לכפיית עסקות בלתי יעילות על חלקים מתוך המכלול. כמו כן, במובנים של צדק היה כאן פתח לניצול בלתי הוגן של קבוצת מיעוט מתנגדת, הנותרת ללא סעד. מעבר לכך, אילו ביקש הדין לאפשר כפייה על קבוצה מתנגדת ללא אפשרות של בקרה שיפוטית, לא היה כל היגיון לקבוע מלכתחילה מנגנון הצבעה ייחודי לקבוצת-המשנה.

32 ד"ר גושן הבחין בין כללי הכרעה תאגידיים הטעונים את הסכמת כל המשתתפים במשא ומתן לבין כללי הכרעה המאפשרים לאשר עסקה לפי תנאים הנקבעים בהכרעת בית המשפט. כללי ההכרעה מהסוג הראשון סווגו על ידי ד"ר גושן ככללי קניין (property rules), ואילו כללי ההכרעה מהסוג השני סווגו על ידו ככללי אחריות (liability rules). ראו גושן, הערה 16 לעיל, בעמ' 42-43. סיווג כללים משפטיים לפי המכתנים של כללי קניין וכללי אחריות פותח בהקשר הנזיקי אצל קלברזי ומלמד; ראו Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, "Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral," 85 Harv. L. Rev. 1089 (1972).

לפי טרמינולוגיה זו, הדרישה לכנס אסיפות של קבוצות-משנה לשם אישור עסקה או פעולה מוצעת היא כלל קניין במובן זה שהעסקה לא תצא אל הפועל בלא הסכמת כל קבוצת-משנה. לעומת זאת, הפתרון הבין-קבוצתי הנזכר כאן, שלפיו ניתן יהיה לכפות את ההחלטה או העסקה המוצעים על קבוצה מתנגדת תוך אפשרות להערכת טיב ההחלטה או העסקה על ידי גורם אובייקטיבי, הוא כלל אחריות.

33 ראו גושן, הערה 16 לעיל, בעמ' 46-47; Easterbrook & Fischel, הערה 6 לעיל, בעמ' 159.

המשא ומתן גם בעסקות שבסופו של דבר ייצאו לפועל, ייקור שהוא תולדה מהקשחה וקישוב של עמדות המיקוח תחת משטר כאמור.³⁴

לא כן במשטר של כלל כפייה על קבוצה מתנגדת. מלכתחילה מודעת הקבוצה המתנגדת לכך שהערכתה (הנטענת) את מחיר העסקה איננה קנה-המידה הבלעדי לביצוע העסקה, שהרי ניתן להחליף את הערכתה זו בהערכת השווי האובייקטיבית של בית המשפט, העלולה להתברר כנמוכה מהערכתה של הקבוצה המתנגדת. בשל הסיכון כי בסופו של דבר תאושר העסקה לפי הערכת שווי הנמוכה משמעותית מהערכתה הנטענת, תסכים הקבוצה המתנגדת הפוטנציאלית לשאת ולתת עם הגורמים המעוניינים בעסקה על התמורה המוצעת, ותיאות להתפשר אף על תמורה הנמוכה מהערכתה הנטענת. מאידך גיסא, גם המעוניינים בעסקה מעדיפים לסיימה בהסכם רצוני ולהימנע מבחינתה לפי מדד שווי חיצוני, קרי: הערכתו של בית המשפט. אף הם מודעים לאפשרות שבית המשפט עלול להעריך את שווי החברות בשיעור גבוה מזה שהיווה בסיס לתמורה הנקובה לפי תנאי העסקה המוצעת. חשש זה ימתן את מידת ההפחתה של התמורה המוצעת בעסקה.

עולה, אפוא, כי חוסר הוודאות הכרוך בהפעלת ההליך השיפוטי, כמו גם יתר עלויותיו (זמן, הוצאות נלוות וכו'), ימתנו את עמדות הפתיחה של הצדדים, ויתמרצו אותם לשאת ולתת על הערכות השווי והתמורה המוצעת עד שיגיעו – כך יש לקוות – לתנאי עסקה מוסכמים.³⁵ עידוד המשא ומתן ודחיפת הצדדים לקבוע את חלוקת העוגה ביניהם באורח הסכמי הוא עיקר פועלו ותורמתו של כלל כפייה כאמור, כלומר: עיקר חשיבותו של דין הכפייה על קבוצה מתנגדת איננו בקביעת שווי "נכון" או "ראוי" על ידי בית המשפט ex post, אלא דווקא בהיותו כלי-שרת ex ante בידי הצדדים לעסקה המוצעת.³⁶ יכולת

34 Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law* 69 (5th ed., 1998).

35 לפי גישה זו, המוגישה את יתרונות כלל האחריות כמתמרץ משא ומתן, נותר למעשה הדין ניטרלי ביחס להערכה הסובייקטיבית של כל קבוצה את שווי העסקה, ואיננו חותר למציאת "השווי הנכון" של העסקה. עם זאת, יש בהערכות השווי השונות משום גילוי מידע (בעל מהימנות חשודה) מצד כל אחת מהקבוצות המשתתפות במשא ומתן על שווי העסקה, וחשיפת מידע זה כשלעצמה עשויה אף היא לשמש קטליזטור למשא ומתן ולגיבוש עסקה הסכמית. ראו Ian Ayres & Eric Talley, "Solomonic Bargaining: Dividing a Legal Entitlement to Facilitate Coasean Trade," 104 *Yale L. J.* 1027 (1995) (להלן: "Facilitate Coasean Trade"); Louis Kaplow & Steven Shavell, "Do Liability Rules Facilitate Bargaining? A Reply to Ayres and Talley," 105 *Yale L. J.* 221 (1995); Ian Ayres & Eric Talley, "Distinguishing Between Consensual and Nonconsensual Advantages of Liability Rules," 105 *Yale L. J.* 235 (1995).

36 לפיכך אין לבחון את יעילותו של כלל הכפייה על הקבוצה המתנגדת לפי טיב הצלחתו של בית המשפט לקבוע שווי אובייקטיבי של עסקה במקרים המובאים לפניו, אלא יש לבחון את יעילות הכלל לפי מספר העסקות שכלל אינן מגיעות לפתחו של בית המשפט... עקב קיומו של הכלל. ראו גם Epstein, הערה 22 לעיל, בעמ' 557-558 ("It will therefore be a frequent occurrence").

ההיזקקות של כל אחד מהצדדים להערכתו האובייקטיבית של בית המשפט משמשת קלף מיקוח במסגרת המשא ומתן על שווי העסקה והתמורה. כלי שרת זה נועד מלכתחילה לקדם עסקות רצוניות.³⁷

פועלו של כלל הכפייה הבין-קבוצתית דומה לפועלו של סעד ההערכה. בחוקי החברות של מדינות ארצות-הברית משמש סעד ההערכה פיצוי כספי לבעל-מניות המתנגד לעסקת מיזוג שאושרה, ובחלקן אף באישור החלטות אחרות בידי האסיפה הכללית של בעלי-המניות.³⁸ אף בישראל שילב המחוקק את סעד ההערכה בהקשר של עסקת רכישה כפויה של מניות המיעוט על ידי בעל שליטה בחברה ציבורית שהשיג 95% ממניות החברה.³⁹ אכן, הצד השווה שבהם הוא פיצויו של הצד המתנגד לעסקה על פי ערך שייקבע על ידי גורם אובייקטיבי – בית המשפט – ולא כפי שיכתיב יוזם העסקה. ברם,

that the ideal set of rules, measured from the ex ante perspective, will often produce a (set of outcomes that will be regretted by the participants to the transactions ex post"

37 ראו ירידיה צ' שטרן, "יישוב סכסוכים שעניינם דיני חברות: הבחירה בין התדיינות לפשרה", עיוני משפט יז 323, 330, 341 (תשנ"ג) ("איי-היזקקות לבית המשפט אינה מבטלת את חשיבותה של הנורמה הפוזיטיבית, אלא היא רק מפנה את דרך השפעתה מן המסלול הישיר – באמצעות אכיפת הנורמה בבית המשפט – למסלול עקיף... חשיבותה העקיפה של הנורמה הפוזיטיבית באה לידי ביטוי בהשלכותיה על ההסדרים המהותיים שיקבעו הצדדים למשא ומתן לפשרה... ההסדר הנורמטיבי מרתף על פני שולחן המשא ומתן וקובע במידה רבה את יכולת התמרון של הצדדים"). מאמרו של שטרן מתמקד בשלב הברירה בין התדיינות משפטית לבין פשרה מחוץ לכותלי בית המשפט, במצב שבו כבר בוצעה עסקה או פעולה משפטית מסוימת והצדדים כבר מצויים ב"סכסוך". ראו שם, בעמ' 325, הערה 4 סיפא. ראו עוד Robert H. Mnookin & Lewis Kornhauser, "Bargaining in the Shadow of the Law: The Case of Divorce," 88 *Yale L. J.* 950 (1979) (על הדין כקובע כללי מסגרת למשא ומתן על זכויותיהם של בני-זוג המתגרשים); אך ראו Robert Cooter et al., "Bargaining in the Shadow of the Law: A Testable Model of Strategic Behavior," 11 *J. Legal Stud.* 225 (1982) כל צד לדין משפטי ברבר התנהגותו הברומנית של הצד האחר עלולה למנוע צדדים מלהתפשר בתביעה משפטית, על אף שפשרה היא האינטרס המשותף של שני הצדדים, וחרף יכולתו של כל צד לייחס לתוצאות הדין המשפטי הסתברויות מוגדרות). טיעונו הוא, כי ניהול משא ומתן בצלן של הוראות הדין יפה ורלבנטי אף לעיצוב כללי משחק לשם קבלת החלטות בדבר עסקות מוצעות.

38 על סעד ההערכה ראו שטרן, הערה 13 לעיל, בעמ' 423–425; "The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker," 72 *Yale L. J.* 223 (1962); Hideki Kanda & Saul Levmore, "The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law," 32 *UCLA L. Rev.* 429 (1985); Jeffrey G. MacIntosh, "The Shareholders' Appraisal Right in Canada: A Critical Reappraisal," 24 *Osgoode Hall L. J.* 201 (1986); Robert B. Thompson, "Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law," 84 *Geo. L. J.* 1 (1995); Peter V. Letsou, "The Role of Appraisal in Corporate Law," 39 *B. C. L. Rev.* 1121 (1998).

39 סעיף 338 לחוק החברות.

מבחינה אנליטית סעד ההערכה וכלל הכפייה הבין-קבוצתית אינם מהווים חלופות מקבילות. סעד ההערכה נכנס לפעולה כפיצוי לבעל-המניה הבודד לאחר שאושרה העסקה בהצבעה. לעומת זאת, כלל הכפייה הבין-קבוצתית בא לחלץ פקק ממקומו ולאפשר את אישורה של העסקה כאשר ההצבעה נחלקת לקבוצות-משנה ורק חלקן תומכות בעסקה. ההצבעה במשטר של דמוקרטיה תאגידית מזוקקת דרך פירוק הקבוצה ההטרוגנית לקבוצות-משנה הומוגניות. כלל הכפייה הבין-קבוצתית נועד להתמודד עם תרחיש של הצבעה נוגדת בקבוצות השונות. בכך הוא משלים ומגשים את מנגנון הדמוקרטיה התאגידית, באשר ההתמודדות עם בעלי-המניות נערכת במסגרת הקבוצתית. לעומת זאת, סעד ההערכה מתייחס למעמדו של בעל-המניה הבודד אפילו בקבוצה שאישרה את העסקה. לשון אחר: כלל הכפייה הבין-קבוצתית הוא סעד הערכה קבוצתי.⁴⁰ יתרה מזאת: סעד הכפייה הבין-קבוצתית אף ישמור את מסגרת המשא ומתן

40 מחלוקת מלומדים נטושה סביב השאלה האם ראוי שבעל-מניה בודד המתנגד לעסקה ואשר כלול בקבוצת בעלי-מניות בעלת אינטרס הומוגני שתמכה בעסקה יהיה זכאי לסעד ההערכה. יש הסוברים כי בנסיבות אלה חל עיקרון הרוב, המשקף הסתברותית את טובת הקבוצה כולה. לפי גישה זו אין עוד מקום לטפל בנפרד ובאורה שונה בבעל-מניה חולק. ראו אריה בבצ'ק ואוריאל פרוקצ'יה, "רכישת חברות", עיוני משפט יג 71, 74 (תשמ"ח); Easterbrook & Fischel, הערה 6 לעיל, בעמ' 149, הערה 3. אחרים סוברים, כי בשל מגבלות יעילות פעולתה של אסיפת בעלי-מניות בחברה ציבורית, הנתונה להשפעה חזקה מצד הנהלת החברה, וכן בשל אפקט ההתערבות ברכישו של כל בעל-מניה כאשר מאושרת עסקת מיזוג, יש מקום לזכות אף בנסיבות אלה בעל-מניה בודד בסעד ההערכה. ראו שטרן, הערה 13 לעיל, בעמ' 399-402. הסוברים כי אפילו בעל-מניה בודד זכאי לסעד הערכה יוצרים למעשה זירה עסקית שבה מוחלפת מערכת הדמוקרטיה התאגידית בהתמודדות עסקית מול כל בעל-מניה כפרט. ראו שם, בעמ' 440. אליבא דסוברים כך נראה כי אין עוד צורך בפירוק אסיפת בעלי-המניות לקבוצות-משנה, וממילא אין צורך בהפעלת כלל של כפייה בין-קבוצתית. לשיטתם, כל בעל-מניה מהווה קבוצה לעצמו וסעד ההערכה הוא הכפייה ה"בין-קבוצתית". נעיר, כי לשיטה זו ראוי היה, אפוא, לבטל לחלוטין את הליך ההצבעה על עסקות שבו זכאי בעל-מניה בודד לסעד הערכה. תחת הצבעה ניתן היה להסתפק בנקיטת עמדה עקרונית בלתי-מחייבת של כל בעל-מניה בודד ביחס לעסקה המוצעת, וזאת כדי למנוע היווצרותה של דילמת אסיר. בעניין מניעתה של דילמת האסיר בהצעות-רכיש השוו את הצעתו של בבצ'ק להבעת עמדה תומכת/מתנגדת של כל ניצע טרם נקיטת ההחלטה הסופית אם להיענות להצעת-הרכש או לדחותה: Lucian Arye Bebchuk, "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers," 98 Harv. L. Rev. 1693 (1985); Lucian Arye Bebchuk, "The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy," 12 Del. J. Corp. L. 911 (1987). לעומתם, הסוברים כי יש מקום לפיקוח מבני של אסיפת בעלי-המניות כשהיא מחולקת לקבוצות הומוגניות, ושמים ייבם על הצלחת מנגנון זה לשקף עסקה יעילה, יידרשו לשאלת גורלה של עסקה שזכתה לברכת חלק מקבוצות-המשנה ולהתנגדותו של חלק אחר. מכל מקום, ככל שגישת המצדדים בסעד הערכה גם לבעל-מניה בודד נשענת על כשל הפיקוח של אסיפת בעלי-המניות, יפים דברים אלה בעיקר לחברות ציבוריות. על כן, אף הדוגלים בשיטה זו יידרשו לתת את דעתם על הכלל הראוי לפיקוח אסיפת בעלי-המניות על יעילותה של עסקה שבה מעורבות רק חברות פרטיות.

– וזהו מוקד דיוננו – בין קבוצות ולא בין אוסף מרובה של פרטים. באמצעות ההצבעות ילווה המשא ומתן בהחלפת רעות ומידע בין הפרטים המרכיבים כל קבוצה. גם ההתארגנות ויכולת הפנייה לבית המשפט (השוט המאיים המלווה את המשא ומתן) הופכים למעשיים יותר במסגרת קבוצתית.⁴¹

ג. סקירת הדין הנוהג במיזוג

מיזוג הוא עסקה שבה מועברים כל נכסיה והתחייבויותיה של חברת יעד (חברה י') לחברה קולטת (חברה ק'), שכתוצאה ממנה מתחלפת חברה י' ונעלמת אישיותה המשפטית.⁴² עסקת המיזוג מוכרת כעסקה ידידותית, כלומר: עסקה הזוכה לאישורם של האורגנים המוסמכים בחברות המתמזגות.⁴³ העסקה טעונה הן את ברכת הדירקטוריונים של כל אחת מן החברות המתמזגות והן את ברכת האסיפות הכלליות של בעלי-המניות של החברות האמורות. לאחר שהדירקטוריונים של החברות המתמזגות אישרו את העסקה המוצעת, הם עורכים הצעת מיזוג, וזו מועברת לאישור האסיפות הכלליות של החברות.⁴⁴ הרוב הדרוש בכל אסיפה כללית לאישור העסקה הוא רוב קולות רגיל, אלא אם נקבע אחרת בתקנון החברה.⁴⁵

תוצאה ישירה מחיסולה המשפטי של חברה י' במסגרת עסקת מיזוג היא שהשקעתם של בעלי-המניות של חברה זו באה אל קצה ומומרת במניות החברה הקולטת, בנייר ערך אחר שלה, בכסף מזומן או בכל רכוש אחר שווה ערך.⁴⁶ מהמרת ההשקעה במסגרת עסקת המיזוג מושפעים כל בעלי-המניות של חברה י', לרבות המיעוט שהצביע באסיפה הכללית

משום מה, המחוקק הישראלי נקט גישה כלתי עקבית בעניין זה. מחד גיסא, בעסקת מיזוג שם המחוקק את יתרו על אישור עסקת באמצעות הצבעות של אסיפות בעלי-מניות בצירוף כלל כפייה בין-קבוצתי, היינו: טיפול קבוצתי בבעלי-מניות בעלי אינטרס הזומגני. אין בהודאות המיזוג בישראל סעד הערכה לבעלי-מניות בודד החולק על עמדת קבוצתו; מאידך גיסא, ברכישה כפויה של מניות המיעוט בחברה ציבורית לא מתקיימת בחינה של העסקה בדרך של הצבעה, ושיטה זו מוחלפת על ידי סעד ההערכה המועמד לרשות בעלי-המניה הבודד המתנגד למהלך. השוו סעיפים 320 ו-321 לחוק החברות עם סעיפים 337 ו-338 לחוק.

41 השוו: רע"א 4556/94 טצת נ' זילברשץ, פ"ד מט(5) 774 (התובענה הייצוגית מתמרצת את מחזיקי ניירות-הערך להפעיל באמצעות בית המשפט את הסעדים המוקנים להם מכוח הדין); שטרן, הערה 13 לעיל, בעמ' 424 (על חולשת האכיפה של סעד ההערכה האינדיבידואלי בארצות-הברית).

42 ראו סעיפים 1 (הגדרות "חברת יעד", "חברה קולטת" ו"מיזוג") ו-323 לחוק החברות.

43 ראו ידידיה צ' שטרן, רכישת חברות 228 (תשנ"ו).

44 שם, בעמ' 459–460; סעיפים 314 ו-320(א) לחוק החברות.

45 סעיפים 85 ו-320(א) לחוק החברות. באין קביעה אחרת בתקנונה של חברה, תיהנה כל מניה של החברה מקול אחד באסיפה הכללית (סעיף 82(ג) לחוק).

46 שטרן, הערה 43 לעיל, בעמ' 458.

נגד העסקה. כלומר: בתוך אישור עסקת מיזוג גלום אלמנט של כפייה על מיעוט מתנגד. הכפייה מתייחסת לקביעת התוכן הכלכלי של השקעתם ולמועד שינוי ההשקעה.⁴⁷ זהו, כאמור, ביטוי של עיקרון הדמוקרטיה התאגידית.⁴⁸ ברם, כמו בנושאים אחרים שעולים להצבעתם של בעלי-המניות, גם מיזוג עלול להשפיע באופן שונה על מניות שונות בחברה העומדת בפני מיזוג. כאמור, שוני זה יכול לנבוע מחלוקת מניות החברה לסוגים שונים, כלומר: המיזוג המוצע מתייחס להמרת ההשקעה של בעלי רכוש שונה. לחלופין, לעתים מצוי בקרב בעלי-המניות באחת החברות המתמזגות – נאמר חברה י – בעל שליטה שיש לו עניין אישי גם בחברה המתמזגת האחרת, חברה ק. מצב דברים זה מציב אותו, בשונה משאר בעלי-המניות בחברה י, בעמדה של ניגוד אינטרסים קלאסי ביחס להצבעה על עסקת המיזוג באסיפה הכללית של חברה י. ניגוד אינטרסים זה מצדיק עריכת הצבעה של קבוצת-משנה נפרדת, היא קבוצת בעלי-המניות שאינם מחזיקים במניות החברה המתמזגת האחרת.⁴⁹

עקב בעיית שוני האינטרסים בין בעלי-המניות השונים בחברה, קובע חוק החברות כי לצורך הצבעה על עסקת מיזוג מוצעת יש לפרק את האסיפה הכללית של בעלי-המניות לקבוצות-משנה. כהמשך ישיר להוראה הדורשת את אישור האסיפה כללית של בעלי-המניות לעסקת מיזוג, דורש סעיף 320(ב) לחוק החברות את אישור סוגי המניות השונים של חברה י,⁵⁰ וסעיף 320(ג) לחוק דורש את קיומה של אסיפת בעלי-המניות בכל אחת מהחברות המתמזגות, תוך נטרול אותם בעלי-מניות שגם מחזיקים, בעצמם או בעקיפין, ב"25% מכוח ההצבעה או מכוח מינוי הדירקטורים בחברה המתמזגת האחרת (רוב מקרב בעלי-המניות שאינם בעלי עניין אישי).⁵¹ לשם התמודדות עם בעיית הסחטנות הבין-קבוצתית הנובעת מההתפרקות לקבוצות-משנה⁵² קובע חוק החברות הסדר הכופה את העסקה על קבוצת-משנה מתנגדת.⁵³ זהו לשונו של סעיף 321 לחוק החברות:

47 שם, בעמ' 459, 505; שטרן, הערה 13 לעיל, בעמ' 378.

48 לעניין הצדקת עיקרון ההצבעה והדמוקרטיה התאגידית ראו פרק ב.1 לעיל.

49 ראו על כך פרק ב.2 לעיל.

50 סעיף 320(ב) לחוק החברות קובע לאמר: "היו מניות חברת היעד מחולקות לסוגים, טעון המיזוג גם אישור אסיפות סוג בחברת היעד".

51 סעיף 320(ג) לחוק החברות קובע לאמר: "בהצבעה באסיפה הכללית של חברה מתמזגת, שמניותיה מחולקות בידי החברה המתמזגת האחרת או בידי אדם המחזיק בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מסוג כלשהו של אמצעי שליטה בחברה המתמזגת האחרת, לא יאושר המיזוג אם התנגדו לו רוב מקרב בעלי-המניות הנוכחים בהצבעה שאינם נמנים עם החברה המתמזגת האחרת, האדם המחזיק כאמור או מי מטעמם, לרבות קרוביהם או תאגידים בשליטתם". "אמצעי שליטה" מוגדר בסעיף 1 לחוק כ"כל אחד מאלה – (1) זכות ההצבעה באסיפה כללית של חברה; (2) הזכות למנות דירקטור של חברה".

52 פוטנציאל הסחטנות עלול להתחזק עקב פעולתם של משקיעים אסטרטגיים, אשר ימחרו לרכוש מניות של חברת היעד לשם הפעלת הסחיסה סמוך לאחר הודעת הדירקטוריונים על הצעת המיזוג וטרם קיומה של האסיפה הכללית בחברת היעד לשם אישור הצעת המיזוג.

53 למען הסר כל ספק פרשני, מבהיר חוק החברות בסעיף 320(ו) כי על אישור עסקת מיזוג במצב

אשרה האסיפה הכללית בחברה מתמזגת את הצעת המיזוג לפי סעיף 320(א), רשאי בית המשפט, לבקשת בעלי מניות שלהם לפחות עשרים וחמישה אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה, לקבוע כי החברה אשרה את המיזוג, אף אם הצעת המיזוג לא זכתה לאישור של כלל אסיפות הסוג של החברה המתמזגת לפי סעיף 320(ב) או אף אם הצעת המיזוג לא זכתה ברוב הנדרש באסיפה הכללית של החברה המתמזגת לפי סעיף 320(ג).

הוראה זו, שבה מכיר המחוקק ביכולת כפיית החלטה על קבוצה מתנגדת, היא לטעמנו חידוש חשוב של חוק החברות. החוק מאפשר לחברת יעד (ובהקשר של פירוק ההצבעה על המיזוג עקב ניגוד אינטרסים של בעלי-מניות מסוים, גם לבעלי-המניות של החברה הקולטת)⁵⁴ לאשר עסקת מיזוג תוך שימוש באחת משתי חלופות: (א) אישור רצוני מצד כל הקבוצות המצביעות, ללא צורך בהעמדת העסקה לבחינה של בית המשפט (סעיף 320 לחוק); או (ב) כפייה על קבוצה מתנגדת, תוך בחינת העסקה על ידי בית המשפט (סעיף 321 לחוק).⁵⁵ יצוין, כי הסדר של כפיית החלטה על קבוצה מתנגדת נותג בקוד פשיטת-הרגל הפדרלי האמריקני ביחס לאישור של תכנית הבראה.⁵⁶

שבו בעלי-מניות כאחת החברות המתמזגות מצוי בניגוד אינטרסים, עקב החזקת 25% או יותר מאמצעי השליטה גם בחברה האחרת, לא יחול מנגנון השליש התומך של סעיף 275(א)(3), אלא רק ההסדר הקבוע בסעיף 320(ג).

54 ראו סעיף 320(ג) לחוק החברות.

55 כאמור, בהקשר אחר שבו מתעוררת במלוא חריפותה בעיית ניגודי-האינטרסים בין בעלי-המניות בחברה – אישור עסקה חריגה בין חברה ציבורית לבעל-שליטה בה – מפעילים סעיפים 270(4) ו-275(א)(3) לחוק החברות את מנגנון "השליש התומך" מקרב בעלי-המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה, ולא את מנגנון הכפייה על קבוצת-המשנה המתנגדת. ראו על כך בהערה 21 לעיל. לעיון במידת ההצדקה של כללי הכרעה שונים בחוק החברות לפתרון בעית קבוצת-המשנה, ראו פרק ו' להלן.

56 The Bankruptcy Code § 1129(b). אישור זה מכונה confirmation over a dissenting class. או בכינויו הפופולרי: cramdown. ראו Bank of America National Trust and Saving Association v. 203 North LaSalle St. Partnership, 119 S.Ct. 1411 (1999). ככלל, תכנית הבראה מוצעת טעונה את אישורם של בעלי התביעות (נושים) ובעלי האינטרסים הכספיים (בעלי-המניות) כלפי החברה החייבת, שתכנית ההבראה המוצעת משפיעה על זכויותיהם כלפי החברה. הללו מתכנסים בקבוצות (סוגים) ומצביעים על תכנית ההבראה המוצעת. תכנית הבראה תאושר באחת משתי דרכים: באמצעות אישורה על ידי כל אחת מן הקבוצות המצביעות (The Bankruptcy Code § 1129(a)), או באמצעות כפיית התכנית בצו של בית המשפט על הקבוצה שהצביעה נגד התכנית. בבוא בית המשפט לבחון את תכנית ההבראה ולהחליט אם לאשרה חרף התנגדותה של קבוצה מסוימת, שומה על בית המשפט לשקול האם התכנית היא "הוגנת וצודקת" (fair and equitable). עיקר משמעותה של הוראה זו היא כי על בית המשפט מוטל לוודא שכל קבוצה הנחותה בסדרי העדיפות החלוקתיים מהקבוצה המתנגדת לא קיבלה כל ערך כלכלי כלשהו במסגרת תכנית ההבראה כטרם חולק מלוא שווי תביעותיה המאושרות של הקבוצה המתנגדת (The Bankruptcy Code § 1129(b)(2)(B)). בעניין זה ראוי להדגיש כי לא

ד. הפרמטרים המשפיעים על כוח הסחיטה במשא ומתן

לאור האמור בפרק ב לעיל, יעילות כלל הכפייה הבין-קבוצתית והתאמתו לעסקה צריכה להיבחן על פי השפעות הכלל על כוח המיקוח היחסי של הצדדים למשא ומתן. לשם כך נפרט תחילה את הפרמטרים השונים המעצבים את כוח המיקוח היחסי של הצדדים עוד טרם אימוצו של כלל כפייה בין-קבוצתית או כלל הסכמה בין-קבוצתית. פרמטרים אלה הם: 1. מספר הצדדים המשתתפים במשחק המשא ומתן; 2. אורך הנשימה הכלכלי של כל צד; 3. סופיותה של ההתקשרות בין הצדדים; 4. קיומה של אלטרנטיבה למציע העסקה.

1. מספר הצדדים המשתתפים

מספר הצדדים המשתתפים במשא ומתן עובר לעסקה מתקמת הוא משתנה עובדתי שאינו מאפיין עסקה זו או אחרת. אכן, קיומן של קבוצות אינטרסים רבות ומגוונות מונע קבלת החלטה כקבוצה אחת ומקצין את עלויות הסחטנות האסטרטגית מצד כל קבוצת משנה.⁵⁷ לעומת זאת, משחק של משא ומתן דו-צדדי שונה ממשחק רב-צדדי. כוח ההכרעה או כוח הווטו של כל צד על העסקה הוא למעשה ביטוי למשא ומתן קלאסי בין שני צדדים לעסקה בתנאי שוק.⁵⁸ אי-הסכמה של כל צד עשוי ללמד כי טרם הגיעו למחיר

אחת המכשירים הפיננסיים שבהם משתמשים במסגרת תכנית ההבראה לשם חלוקה לבעלי התביעות הם ניירות ערך חדשים של החברה המובראת, המחליפים את התביעות או את הזכויות הקודמות כלפי החברה. בעוד ששווי התביעות המאושרות מוגדר וידוע, שווי ניירות-הערך החדשים המוקצים תחתם איננו עניין חד-משמעי. שווי ניירות-ערך אלה נגזר משווייה הכולל של החברה המובראת. שווי זה הוא פרי הערכה כלכלית הצופה פני עתיד ומנתחת בערכים נוכחיים (PV) את תזרים ההכנסות העתידי של החברה המובראת. שווי זה אינו בבחינת מדע מדויק. על פי רוב, תכנית הבראה נאלצת לעבור את נתיב האישור הכפוי על קבוצה מתנגדת, בסיועו של בית המשפט, במקום שבו סלע המחלוקת בין הקבוצות התומכות בתכנית והמתנגדות לה הוא הערכות שווי שונות ביחס לשווי החברה המובראת ככלל ונכסיה באופן פרטני. ראו Chaim J. Fortgang & Thomas Moers Mayer, "Valuation in Bankruptcy," 32 *UCLA L. Rev.* 1061 (1985); Barry E. Adler, "A Theory of Corporate Insolvency," 72 *N.Y.U. L. Rev.* 343, 352 (1997); וראו גם *In re Taffi*, 68 F.3d 306, 311 (9th Cir. 1995). ככל שהערכת שווי החברה המובראת נמוכה יותר, אין בה כדי לספק את מלוא תביעות הקבוצה המתנגדת, וממילא אין מקום לשתף בחלוקה קבוצות בעלות סדר עדיפות נחות יותר ולהפך.

ראו פרק ב לעיל. 57

אכן, ד"ר אירית חביב-סגל מאירה באור זה את מהותה של עסקת מיזוג תמורת מזומנים בין חברה אחת בשליטה מלאה של גורם פלוני לבין חברה אחרת בשליטה חלקית של אותו פלוני. לדבריה, במהותם של דברים מצוי משא ומתן דו-צדדי בין קונה (פלוני) לבין מוכר (שאר בעלי-המניות בחברה האחרת) ביחס לחלקם של שאר בעלי-המניות בחברה האחרת. ראו אירית חביב-סגל, דיני חברות לאחר חוק החברות החדש א 382 (תשנ"ט).

58

שבו תצא לפועל עסקה המבטאת יעילות לשני הצדדים. בהמשך הדברים נעמוד על השפעתו של מספר הצדדים המשתתפים על הליכי אישור עסקת מיוזג לפי חוק החברות.⁵⁹

2. אורך הנשימה הכלכלי

פרמטר חשוב אחר בניתוח עמדות המיקוח האסטרטגיות של הצדדים הוא אורך הנשימה הכלכלי של כל צד. בביטוי זה כוונתנו לאורך הזמן שכל צד מוכן למשוך את המשא ומתן בטרם יגלה את נכונותו להתקרב אל עמדתו של הצד האחר.⁶⁰ במיזוג, כבכל עסקה אחרת, מציע העסקה מעוניין בקיומה וביציאתה אל הפועל. עובר להגשת ההצעה הוא כבר קיים את בדיקות הכדאיות הכלכלית מבחינתו, ובהתאם להן הוא נערך והציע את העסקה עלפי תנאיו. עם זאת, מבחינת מציע העסקה, לא אחת יש חשיבות קריטית לממד הזמן לאישורה. מבחינתו, עסקה שלא תאושר תוך זמן קצוב לא תעמוד עוד על הפרק והוא ייסוג ממנה.⁶¹ לעומתו, קבוצה ניצעת איננה בהכרח להוטה להוציא אל הפועל את העסקה. היא מבקשת לשקול את היתרונות והחסרונות של ביצוע העסקה לעומת המצב

59 פרק ה.2(א) להלן.

60 בלשון פחות מעודנת כוונתנו לשיקול של "מי ימצץ ראשון". באנגלית מכונה תופעה זו "The game of 'Chicken'". על האפקט ההרסני של תופעה זו בהקשר לתכניות הבראה, ראו J. Bradley Johnston, "The Bankruptcy Bargain," 65 *Am. Bankr. L. J.* 213, 301-302 (1991); John D. Ayer, "Bankruptcy as an Essentially Contested Concept: The Case of the One-Asset Case," 44 *S.C. L. Rev.* 863, 896, n. 129 (1993).

61 ראו, למשל, "Canadian Airlines' Directors Endorse Takeover by Air Canada," *N.Y.* Times 6.12.1999, p. C2, col. 5 (הצבת שלושה ימים בלבד לצורך אישור עסקת המיזוג על ידי בעלי-המניות של חברת Canadian Airlines); "Telecom Italia Pushes Hard For Megamerger Approval – Olivetti, to Press Own Case, Says Same German Link Could Follow If It Wins," *The Wall Street Journal* 5.5.1999, p. A17; Dana Canedy, "Gas Company Gets Deadline on Offer By Columbia Energy," *N.Y. Times* 8.5.1999, p. C14, col. 5. עניין זה בא לידי ביטוי גם בפסק-הדין המפורסם *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985). מובן, כי מעורבותן של רשויות שלטוניות אחרות, לבד מבית המשפט, מאריכה את הזמן החולף עד לביצועה של העסקה בפועל. דוגמא קלאסית לכך היא מעורבות הרשות להגבלים עסקיים. עם זאת, גם טווח הזמן שקוצב המחוקק לרשויות אלה הוא מוגבל, למען לא יסוכלו האינטרסים העסקיים של הצדדים לעסקה. ראו סעיף 20(ב) לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988. להשוואה בין מדיניות נציבות האיחוד האירופי לבין מדיניות ארצות-הברית בעניין מגבלות זמן לרשויות ההגבלים העסקיים לאישור או דחית עסקות, ראו Helmut Bergmann, "Settlements in EC Merger Control Proceedings: A Summary of EC Enforcement Practice and a Comparison with the United States," 62 *Antitrust L. J.* 47 (1993).

הקיים.⁶² קבוצה מתנגדת תעורר את הפוטנציאל של היזקקות לבחינה שיפוטית של תנאי העסקה – הליך שהוא ממושך ויקר,⁶³ ואשר יפגע בעיקר בצדדים המעוניינים באישור העסקה וביציאתה אל הפועל. כלומר: ההבדלים באורך הנשימה הכלכלי פועלים לא אחת לטובת הקבוצה הסחטנית הפוטנציאלית. גורם זה עשוי לייקר, אפוא, את עלויות העסקה האסטרטגיות בהקשר המסחרי.

3. סופיותה של ההתקשרות בין הצדדים

הנחתנו היא, שצדדים לעסקה (לרבות קבוצות הומוגניות) פועלים בראש ובראשונה להשאת העושר האישי שלהם. שיקולי השאת העושר האישי עלולים כמובן לכלול שיקולים בלתי-יעילים לכלל, כגון שיקולי סחטנות; ברם, פרמטר הממתן את יצר הסחיטה קשור אף הוא בשיקולים רציונליים של תועלת אישית של הסחטן הפוטנציאלי. כאשר ניצבת בפני צד הזדמנות לסחיטה של הצד הניצב מולו, כדאי לו לסחטן הפוטנציאלי לשקול גם את שיקולי מערכת היחסים שתשרור בין הצדדים לאחר הפעלת הסחיטה.⁶⁴ הפעלת הסחיטה, בין אם העסקה תבוצע לבסוף ובין אם תסוכל, תותיר טעם מר בפיהם של הצדדים שגילו את דבר היותם מעוניינים בעסקה ונסחטו על ידי הסחטן. צדדים אלה ימתינו להזדמנות לנקום בסחטן.⁶⁵ בנסיבות שבהן נותרים הצדדים קשורים אהדדי במסגרת התאגידית אף לאחר הסחיטה, הזדמנות זו תבוא במוקדם או במאוחר בהצעת החלטה כלשהי שתעלה על הפרק.⁶⁶ אף הצד הסחטן מודע לכך: ככל שהמשחק התאגיד משחק כמשחק חוזר ולא חד-פעמי – ממותן מאליה כוח הסחיטה של כל אחד מן השחקנים.⁶⁷

המפתח לשקול את סופיותה או את אי-סופיותה של ההתקשרות בין הצדדים למשחק המשא ומתן הוא אופי התמורה המוצעת במסגרת העסקה. אם התמורה המוצעת לצד

62 מובן ששיקול מרכזי בבחינת העסקה יהיה המחיר המוצע.

63 על עלויות שיפוט גבוהות, לרבות עלויות חוסר המיומנות וההתמקצעות של בתי-המשפט בישראל בתחום המסחרי, ראו גושן, הערה 16 לעיל, בעמ' 54-56.

64 ההנחה באסטרטגיה של סחיטה היא שאף הסחטן מעוניין, בסופו של דבר, בקיומה של העסקה, אלא שהוא מנסה להטות את חלוקת התמורה לטובתו. ראו "Holdouts", Cohen, הערה 24 לעיל, בעמ' 239. לפיכך, ההתייחסות כאן למערכת היחסים שתשרור לאחר ביצוע הסחיטה היא ליחסים שישדרו לאחר קיומה של העסקה שעמדה על הפרק.

65 ראו Douglas G. Baird, Robert H. Gertner & Randal C. Picker, *Game Theory and the Law* 173-174 (1994).

66 דברים אלה מקבלים משנה תוקף בהתייחס לקבוצת-המשנה של בעלי מניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה. צד בעל עניין אישי שכלפיו ניסו להפעיל סחיטה הוא בדרך כלל בעל-השליטה או בעל השפעה מהותי בתברה. נקל להבין כי גורם דומיננטי לא רק ימתין, אלא אף יזרוז את יום הנקם.

67 Baird et al., הערה 65 לעיל, בעמ' 173-174.

הסחטן היא במזומנים או ברכוש אחר, באופן שהשקעתו ממומשת והוא "עומד לצאת מן המשחק התאגידי", כי אז משחק הסחטן את "משחקו הסופי" עם הצד האחר, וסחטנותו עלולה לגדול בהתאם. לעומת זאת, אם התמורה המוצעת לצד הסחטן היא בניירות-ערך, משמעות הדבר היא כי הצדדים למשחק המשא ומתן יוסיפו להיות קשורים במערך התאגידי אף לאחר מכן. כאמור, בנסיבות אלה, שיקולי הסחטנות ממותנים עקב קיומו של "משחק גומלין" בהמשך הדרך. אכן, בעסקת מיזוג תמורת מניות או ניירות-ערך אחרים בחברה הקולטת יתקיים משחק חוזר בין הצד הסוחט לצד הנסחט,⁶⁸ אך המחלוקת על עצם שיעור ניירות-הערך שיקבל כל צד במסגרת העסקה מותירה את אינטרס הסחיטה במידה מסוימת. הטעם לכך הוא שסחיטה מוצלחת בשלב המשא ומתן תגדיל את חלקו של הצד הסוחט בחברה, ותקטין בהתאמה את מידת הפגיעה שיוכל לפגוע בו בעתיד הצד הנסחט.⁶⁹ לעומת זאת, בעסקת מיזוג תמורת מזומנים מתקיים מבחינת הצד הסחטן "משחק סופי" שאחריו הוא מתנתק מהצד הנסחט. בתרחיש כאמור גדל סיכון הסחיטה.⁷⁰

68 לעומת זאת, סחיטה מצד קבוצה המוכנה לטרפד ממש את הצעת המיזוג שוללת משחק חוזר בין הצד הסחטן לבין מציע העסקה שהוא צד שאיננו קשור, עובר לעסקה, בחברת היעד. עם זאת, יתקיים משחק חוזר בנסיבות אלה בין הצד הסחטן לשאר הצדדים (קבוצות-המשנה) בחברת היעד עצמה. מצב זה יתקיים בחברת יעד שבה קיימים סוגים שונים של מניות (סעיף 320(ב) לחוק החברות), או במצב של הצבעה בחברה על מיזוג עם חברה אחרת בה יש לבעל-מניות בחברה 25% או יותר מאמצעי השליטה בחברה האחרת (סעיף 320(ג) לחוק החברות).

69 הקטנת הפגיעה תושג אם הסחטן יצליח להשיג לעצמו אחוז החזקות בעל משמעות אסטרטגית לצורכי הצבעות בחברה, כגון בלוק חוסם או עמדת שליטה.

70 מבחינה אמפירית, המימון המועדף כיום למיזוג הוא בדרך של תשלום התמורה במניות. מחקר שהתפרסם לאחרונה השווה את התמורה שבה השתמשו בעסקות מיזוג גדולות בארצות-הברית מסוף שנות ה-80 ועד סוף שנות ה-90 של המאה העשרים. העסקות שנבחנו היו עסקות מיזוג בשווי של \$100,000,000 ומעלה. המחקר מראה מגמת שינוי בולטת לטובת עסקות מיזוג תמורת מניות. בשנת 1988, יותר מ-60% מהתמורה בעסקות המיזוג שולמה במזומנים, ופחות מ-2% שולמה במניות. לעומת זאת, בשנת 1998, יותר מ-50% מהתמורה שולמה במניות, ורק 17% שולמה במזומנים. ראו Alfred Rappaport & Mark L. Sirower, "Stock or Cash?," 77 Harv. Bus. Rev. 147 (1999).

שיקולי מיסוי מעודדים גם הם את קיומן של עסקות מיזוג תמורת מניות. מיזוג כאמור הוא אירוע הפסור ממס (או, ליתר דיוק, דוחה את חבות המס למועד מימוש מאוחר לו) הן ברמת החברות (על העברת נכסי חברת היעד לחברה הקולטת, למעט חבות של החברה הקולטת במס רכישה בשיעור 0.5% משווי מכירת נכסי המקרקעין המועברים אליה מחברת היעד) והן ברמת בעלי-המניות של חברת היעד (על המרת מניותיהם במניות החברה הקולטת). לעומת זאת, מיזוג תמורת מזומנים איננו נהנה מהטבת מס זו. ראו סעיפים 103ב ו-103ג(4) לפקודת מס הכנסה, תשכ"א-1961.

יושם אל לב, כי סעיפים אלה של פקודת מס הכנסה אינם אופרטיביים עוד לעסקות מיזוג בישראל, כאשר הגדרת "מיזוג" בסעיף 103 לפקודת מס הכנסה הינה "העברת כל הנכסים וההתחייבויות של חברה או של מספר חברות (להלן: חברה מעבירה) לחברה אחרת (להלן: חברה

4. קיומה של אלטרנטיבה למציע

מחירה של כל עסקה, כמו גם תנאיה המסוימים, תלוי במידה רבה בכוח המיקוח היחסי של הצדדים. אחד הגורמים המרכזיים בעיצוב כוח המיקוח היחסי של צדדים למשא ומתן עסקי הוא דרכי הפעולה החלופיות העומדות בפני כל צד. צד שיש לו אלטרנטיבות עסקיות חלופיות לעסקה המסוימת המוצעת, מגדיל את כוח המיקוח שלו ביחס לתנאי העסקה המוצעת. בהתאמה, יכולתו של צד לסחוט במהלך המשא ומתן תלויה רבות בהיצע החלופות העסקיות העומדות בפני הצד האחר.⁷¹ קיומן או העדרן של חלופות עסקיות שוות-ערך למציע העסקה היא שאלה עובדתית שצריכה להיבחן בכל מקרה לגופו. עם זאת, ניתן באופן כללי להצביע על שני מאפיינים המצמצמים את קיומן של חלופות שוות-ערך למציע של עסקת מיוזג בישראל. ראשית, השוק הישראלי מתאפיין בפעילות המתנהלת דרך קבוצות של חברות. תחומי מסחר רבים, כמו גם מרבית הפעילות המשקית, מצויים בידיהן של חברות אחדות בלבד.⁷² במשק קטן יחסית כמו המשק הישראלי לא עומדות בפני מציע עסקה חלופות מקבילות רבות, וממילא יכולת המשא ומתן בין הצדדים כבר איננה כל כך יעילה כבשוק פעיל יותר.⁷³ מאפיין זה הוא

קולטת), וחיסול החברה המעבירה ללא פירוק, בהתאם לצו מיוזג". "צו מיוזג" מוגדר כ"צו שניתן לפי סעיף 234 או לפי סעיף 238 לפקודת החברות". דא עקא, שסעיפים אלה של פקודת החברות בוטלו עם כניסתו של חוק החברות לתוקף. ראו בעניין זה את סעיף 367(א) לחוק החברות. כלומר: כיום יש לאקונה בדבר הסדרי המס החלים על עסקות מיוזג שיערכו לפי חוק החברות. יתר על כן: ההגדרה האמורה של "מיוזג" בפקודת מס הכנסה כלל לא הכירה בעסקת מיוזג המתקיימת ללא מעורבות בית המשפט. ברם, עסקה ללא מעורבות בית המשפט היא עסקת המיוזג הקלאסית לפי החוק החדש. לאקונה זו טעונה הסדר מיידי, ואכן, לאחרונה התגבשה יוזמת תיקון חקיקה בנציבות מס הכנסה, שלפיה תתוקן הגדרת "מיוזג" שבסעיף 103 לפקודת מס הכנסה ותותאם להוראות חוק החברות בעניין מיוזג. להגדרה האמורה תוסף סיפא כהאי לשנא: "או על-פי פרק המיוזג בחוק החברות". אף "צו מיוזג" יוגדר מחדש כ"צו שניתן לפי סעיף 351 לחוק החברות". ראו סעיף 2 לתזכיר חוק לתיקון פקודת מס הכנסה (תיקון), התש"ס-2000, 4.5.2000.

71 במלים אחרות ניתן לומר שקיומן של חלופות עסקיות מגדיל את היצע העסקות הניצבות בפני הצד הנסחט (פוטנציאלית), ולפיכך מוזיל את מחיר העסקה העומדת על הפרק – בעוד שהעדר חלופות עסקיות מקטין את ההיצע האמור (או מגדיל את הביקוש לעסקה המסוימת שעל הפרק) ולפיכך מייקר את מחיר העסקה הנדונה.

72 עם זאת יש לציין, כי מאפיין זה משתנה בהדרגה, עם חשיפת המשק הישראלי לתהליכי הגלובליזציה וקשירת עסקות בינלאומיות. אכן, עסקות בינלאומיות בכלל, ועסקות מיוזג בינלאומיות בפרט, מצויות מחוץ לתחום דיונה של רשימה זו, באשר הן מזיקות דיון מקדמי (וחשוב לא פחות) בדבר שאלת ברירת הדין המסחרי הלאומי (או הדין הבינלאומי) שיחול על העסקה. סוגיה זו אף לא זכתה לביטוי הולם בחוק החברות.

73 ראו Eric Rasmusen, *Games and Information: An Introduction to Game Theory* 227 (1989).

שיקול חשוב המכוון למדיניות שתעודד את קיומן של עסקות ותנסה לצמצם את העלויות האסטרטגיות עובר לקשירתן.⁷⁴ מאפיין זה רלבנטי ביחס לעסקות שונות בהקשר התאגידי, לרבות עסקות בין החברה לאדם אחר – עסקה שנושא-משרה בחברה או בעל-שליטה מעוניין בה עניין אישי.⁷⁵

המאפיין האחר רלבנטי יותר לעסקות מיזוג דווקא. כאמור, מיזוג היא עסקה שבה מתאחדות שתי חברות או יותר לאישיות משפטית אחת. עסקה זו מחברת את מלוא התכנים הכלכליים של הישויות השונות למערכת אחת. אחד המניעים הקלאסיים למיזוג הוא שיקולי הסינרגיה שתושג מהאיחוד האמור בין החברות.⁷⁶ שילוב הרמוני וסינרגטי בין חברות שונות אינו דומה לעסקה שבמסגרתה מועבר נכס מסוים אל חברה או ממנה. נדרשת כאן התאמה מערכתית בין החברות.⁷⁷ התאמה כאמור מצמצמת את היצע החלופות העסקיות הזמינות בפני מציע העסקה, ומגדילה אפוא את כוח המיקוח האסטרטגי של הצד האחר למשא ומתן.⁷⁸

74 מאפיין זה של המשק הישראלי שונה מתנאי המשק האמריקני, למשל, שבו קיים מגוון והיצע של גורמים מסחריים שעמם יכול צד לקשור עסקה חלופית, בעיקר בחברות הציבוריות. השיקול בדבר קיום היצע של חלופות בחברות ציבוריות אמריקניות הוביל את פרופ' קלארק לנסות נגד ההקלה בדבר קיומן של עסקות בניגוד עניינים בין חברה לבין נושא משרה בה. השוו Robert Charles Clark, *Corporate Law* 164-165 (1986).

75 אכן, שיקול זה יכול להסביר את ההקלה שנקט המחוקק בדורשו שליש תומך בלבד מקרב בעלי-המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור עסקה בין חברה ציבורית לבין בעל-שליטה בה. ראו סעיף 275(א)(3) לחוק החברות.

76 הסינרגיה יכולה להתבטא בנגישות לשווקים גיאוגרפיים חדשים, בהשגת שליטה בתהליך האספקה של חומרי הגלם של מוצרי החברה או בהפנמתו, בהפנמת תהליך השיווק של מוצרי החברה, בהפנמת הליכי מחקר ופיתוח ועוד. ראו בעניין זה שטרן, הערה 43 לעיל, בעמ' 153-160. דוגמא קונקרטית למיזוג על רקע של סינרגיה צפויה משילוב אמצעי התמסורת (כבלים) והתוכן (טלביזיה, עיתונות ובידור) עם מערך התקשורת (האינטרנט) מהווה עסקת המיזוג בין החברות Time Warner ו-Amercia Online. ראו לאחרונה גם את המיזוג הסינרגטי בין חברת אמדוקס, בעלת ההנהלה הישראלית, לחברת Solelect הקנדית. עסקה זו מתבצעת בין החברה המובילה בתחום פיתוחי מערכות גבייה (billing) לחברות תקשורת צר-פס (אמדוקס) לחברה המפתחת תוכנות גבייה לתקשורת רחבת-פס, ובייחוד תקשורת נתונים המבוססת על פרוטוקולי אינטרנט. ראו אליאב אללוף, "הרכישה הגדולה אי-פעם שביצעה חברה ישראלית בחו"ל: אמדוקס רוכשת סטארט-אפ קנדי במיליארד דולר", גלובס 29.2.2000, 34-35.

77 ראו, למשל, אביבה רזון, "כל כך הרבה סיכון, כל כך מעט סיכוי", גלובס 2.1.2000, 36.

78 כדוגמא לייחודיות עבור החברה הרוכשת יכולה לשמש עסקת המיזוג בין חברות התרופות הענקיות Warner-Lambert (להלן: WL) ל-Pfizer בארצות-הברית: WL היא יצרנית התרופה הנמכרת ביותר בעולם לדילול הכולסטרול בדם, היא תרופת ה-Lipitor. תרופת ה-Lipitor שווקה במשותף, תחת הסכם שיווק, על ידי WL ו-Pfizer. במהלך שנת 1999 קרמה עור וגידים עסקת מיזוג בין WL לחברת תרופות ענקית אחרת בארצות-הברית, American Home Products (להלן: AHP). אולם, חרף התרוממותה של עסקה בין WL ו-AHP, חזרה Pfizer בלהט ובאגרסיביות אחרי WL ושיפרה את הצעותיה לרכישת WL, תחילה בדרך של הצעת-רכש

ה. הכרעה בין-קבוצתית בעסקת מיזוג: ניתוח ההסדר בחוק החברות

1. הצורך בהוראת חוק חרות לכפייה על קבוצה מתנגדת

טרם חקיקת חוק החברות עוגן העיקרון בדבר כינוס אסיפות-משנה (אסיפות סוג) בחקיקה⁷⁹ ובפסיקה⁸⁰ עם זאת, לא היה כל סעיף חוק שהסמיך לאכוף עסקה או פעולה על קבוצה מתנגדת. יש הטוענים, כי אף בלא הוראה סטטוטורית כזו קיימת אפשרות לכפות החלטה על קבוצה שהצביעה בנפרד והתנגדה לה באמצעות בית המשפט, מכוח דוקטרינות חובות-ההתנהגות המוטלות על מיעוט וחובת תום הלב.⁸¹

דעתנו שונה. בלא הוראת חוק מפורשת המאפשרת כפייה על קבוצה מתנגדת, סבורים אנו כי האינטרסים הלגיטימיים הייחודיים לחברי קבוצה מסוימת ראויים להגנה בדרך של ביטוי עצמאי בקבוצה. לפיכך, קביעה כי התנגדות של קבוצה מסוימת לעסקה מוצעת נגועה בחוסר תום לב ובסחטנות איננה פשוטה כלל ועיקר. אדרבה, כוח ההכרעה נמסר לידיה כדי שתוכל להביע בחופשיות את מידת התאמת ההחלטה המוצעת לאינטרסים הלגיטימיים הייחודיים לה, בשונה מקבוצות אחרות! לפיכך, בלא התערבות המחוקק, נראה לנו כי לכל קבוצה אמנם הייתה מסורה זכות וסו על העסקה: בלא הסכמת הקבוצה, לא יכולה הייתה החלטה כאמור להתקבל. בחוק החברות בא המחוקק וביקש לסטות מהכלל המשפטי הדורש הסכמה בין-קבוצתית כוללת, והמירו בהקשר של מיזוג בכלל הכפייה לצורך התמודדות עם בעיית הסחטנות הבין-קבוצתית. סעיף 321(א) לחוק החברות מחדש אפוא וקובע כי יש אפשרות לכפות על סוג מתנגד, באישור בית משפט. בכך לא די: חידושו של המחוקק מושלם על ידי הוראת סעיף-קטן (ב), הקובעת לאמור:

בית המשפט לא יאשר בקשה לאישור מיזוג, אלא אם כן שוכנע כי הצעת המיזוג הוגנת וסבירה, בשים לב להערכת שווי החברות המתמוגגות והתמורה שהוצעה לבעלי-המניות.

סעיף 321(ב) מורה כי הבחינה המהותית של עסקת המיזוג על ידי בית המשפט תתרכז בהערכת שווי החברות ובתמורה המוצעת לבעלי-המניות. זוהי אמירה של המחוקק, המהווה חידוש מהותי. משכך מצווה בית המשפט, משמע כי גם הפוקוס של האינטרסים

עוינת, ולבסוף בדרך של מיזוג הסכמי – וכל זאת עקב רצונה לרכוש שליטה מוחלטת וודאית בהליכי שיווק ה-Lipitor. כלומר: ביחס לחברות הרוכשות התקיימה תחרות והתפתח מכרו למרבה במחיר, אולם מבחינת חברת-המטרה (WL), היה לה אלמנט ייחודי ששלל כל חלופה עסקית מהחברה הרוכשת, Pfizer.

סעיף 149 לפקודת החברות.

80 ראו למשל עניין לאומי פיא, הערה 19 לעיל.

81 גושן, הערה 16 לעיל, בעמ' 44, הערה 61. השוו סעיפים 192–193 לחוק החברות (בעניין החובות המוטלות על כל מי שכוח ההכרעה בידו).

שזכאית קבוצה לשקול בהצביעה על עסקת מיזוג מוצעת הוא שווי חבילת הזכויות שבידיה והתמורה המוצעת עבורה.⁸² לפי גישה זו של המחוקק, אינטרסים אחרים – כמו מעורבות רגשית או משפחתית בניהול ענייניה של החברה – הופכים משניים במערכת השיקולים הרלבנטיים נוכח עסקת מיזוג מוצעת.⁸³ אכן, התמקדות זו של המחוקק בשאלת השווי היא שהקלה עליו לסטות מעיקרון ההסכמה המסורתי ולאפשר כפייה על סוג מתנגד. אם, מהותית, לפי טיב האינטרסים הגלומים במניה, נסובה המחלוקת בין הצדדים אודות שווי ומחיר גרידא, אזי גם אם קבוצה מסוימת איננה משלימה לפי הערכתה הסובייקטיבית עם המחיר המוצע, ניתן להסתייע במנגנון הערכה אובייקטיבי (הערכתו של בית המשפט את שווי החברות בהשוואה לתמורה המוצעת) לשם הוצאת העסקה אל הפועל. השילוב בין ההסכמה המפורשת לכפייה על סוג מתנגד (סעיף 321(א) לחוק החברות) לבין הצרת מערכת השיקולים הרלבנטית והדגשת שיקולי השווי והתמורה (סעיף 321(ב)) הוא חידוש מהותי של המחוקק בדבר אופן אישורה של עסקת מיזוג על ידי האסיפה הכללית של בעלי-המניות.

2. יעילות הסדר הכפייה הבין-קבוצתית שבחוק: הפן המהותי

בפרק ג נסקרו הגורמים השונים המשפיעים על עמדות הצדדים השונים שבידיהם כוח ההכרעה בדבר גורלה של עסקת מיזוג מוצעת. כעת נבחן את ההסדר הקבוע בחוק החברות לגופו, תוך יישום השיקולים שנדונו לעיל. בהקשר זה יידונו עתה שלוש סוגיות מתחום הדין המהותי. ראשית תידון שאלת התאמת הסדר הכפייה הבין-קבוצתית לשני התרחישים שעליהם היא חלה, לאמור: תרחיש שבו מחלוקת המניות של חברת היעד לסוגים שונים, ולתרחיש שבו מצוי בעל-מניות מסוים בניגוד עניינים מהותי עקב החזקותיו גם בחברה המתמזגת האחרת; שנית תידון שאלת התאמתו של הסדר הכפייה

82 אמנם נכון הוא, כי נוסח הסעיף איננו מחייב פירוש שלפיו השווי הוא האינטרס הלגיטימי היחיד. בהחלט ניתן לפרש את הביטוי "הוגנת וסבירה" כמשקף גם דרישה במובן של *fair dealing*, כפי שנקבע בדלורד בפרשת *Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701 (Del. 1983). אכן, לדעתנו, עצם כינוס אסיפות של קבוצות-משנה יכול לשפר את "תנאי המשחק" של *fair dealing*, באשר כינוס של כל קבוצה בנפרד, כפוף לגילוי נאות לכל קבוצה, מתחד עבור המשקיעים את האינטרסים הכלכליים הספציפיים המעורבים בהחלטה. מכל מקום, נראה כי את הפוקוס המרכזי שם המחוקק על סוגיית השווי והתמורה.

83 עוד בעניין מערכת האינטרסים העניינית הגלומה במניה, שעיקרה הוא אינטרס השווי של המניה, בשונה ממערכת האינטרסים הנגזרת מבעלות בנכסים מוחשיים מסורתיים, ראו *Lloyd Cohen*, "Holdouts and Free Riders," 20 *J. Legal Stud.* 351, 360 (1991). להבחנה האנליטית בין הזכויות הקנייניות במניה (שבחן בא לידי ביטוי אינטרס הבעלות על כל המשתמע ממנו), לבין טיבה של המניה כנכס הסעון יציקת תוכן כלכלי אל תוכו, ראו ידידיה צ' שטרן, "עיצובן המודרני של הזכויות והחובות הנלוות למניה – מהנמקה קניינית להנמקה עניינית", מחקרי משפט ט 91 (תשנ"ב).

הבין-קבוצתית לחברה פרטית ולחברה ציבורית; שלישית תידון שאלת ההצדקה לשילוב הסדר הכפייה הבין-קבוצתית בחוק בהקשר של מיזוג דווקא, ואי-שילובו בהקשרים אחרים.

(א) כפייה בין-קבוצתית במיזוג: בין סוגי מניות לניגוד אינטרסים

הדיון עד כה עסק בעלויות הסחטנות שעלולה להפעיל הקבוצה בעלת כוח ההכרעה בעסקה המוצעת על הקבוצות האחרות המשתתפות בעסקה. כמכשיר הממתן סחטנות – ובלשון אחר: מכשיר המעודד משא ומתן תוך מזעור עלויות ההתנהגות האסטרטגית – קובע חוק החברות בהקשר של אישור עסקת מיזוג, כי ניתן לאשר את העסקה תוך כפייתה על קבוצה מתנגדת בכל אחד משני ההקשרים הבאים: ראשית, כאשר מניות חברת היעד מחולקות לסוגים שונים ונערכת הצבעה נפרדת באסיפות כלליות של סוגי המניות;⁸⁴ ושנית, כאשר באחת החברות המשתתפות במיזוג מצוי בעל מניות המחזיק 25% או יותר מאמצעי השליטה בחברה האחרת, ובשל ניגוד אינטרסים זה נערכת הצבעה נפרדת של שאר בעלי-המניות בחברה הראשונה.⁸⁵ החוק מתייחס אל שני תרחישים אלה כאחד, ללא שום הבחנה ביניהם. לעיל ציינו, כי תופעת הסחטנות חזקה בעיקר בהקשר של משחק רב-צדדי.⁸⁶ לעומת זאת, במשחק דו-צדדי, המשא ומתן המתקיים בין הצדדים הוא בסך הכל משא ומתן קשוח, יותר או פחות, על הקצאת העושר ביניהם.⁸⁷ לכאורה, אפוא, אין זה מצב שבו עלויות העסקה מתייקרות עקב סחטנות.⁸⁸ ברם, בהקשר של משא ומתן דו-צדדי לקשירת עסקת מיזוג בישראל, מצטרפים פקטורים נוספים לשקלול כוח המיקוח היחסי של הצדדים. שלושת הפקטורים המרכזיים שנדונו לעיל בהקשר זה הם: העדר אלטרנטיבה ריאלית ממשית למציע העסקה, ההתאמה המערכתית הנדרשת במיזוג⁸⁹ ושוק דל יחסית.⁹⁰ שקלולם של גורמים אלה מחזק בישראל את כוח המיקוח של הצד הניצב עד כדי סחיטה, ואת אובדן העסקות היעילות שהוא יגבה ex ante. שיקולים אלה עשויים לתמוך בעמדת המחוקק, שקבע את עיקרון הכפייה הבין-קבוצתית. ניתן להוסיף ולבסס את גישתנו זו תוך קישורה אל מידת השפעתה על עמדות הפתיחה של הצדדים במשא ומתן אודות עסקת המיזוג. פרופסורים אירס וטאלי פיתחו את הגישה שלפיה טשטוש מעמדם האבסולוטי של צדדים בעלי אינטרסים במשאבים כלכליים

84 סעיף 320(ב) לחוק החברות.

85 סעיף 320(ג) לחוק החברות.

86 ראו פרק ד. לעיל.

87 ראו Cohen, הערה 83 לעיל, בעמ' 359.

88 Posner, הערה 34 לעיל, בעמ' 69.

89 אכן, ככל שהתועלת הצפויה למציע העסקה כתוצאה מקיומה גדול יותר, וזהו המצב בהצעת

עסקה גטולת אלטרנטיבות, כך גדל תמריץ הסחיטה לצד האחר. ראו Cohen, "Holdouts",

הערה 24 לעיל, בעמ' 240.

90 ראו פרק ד. לעיל.

מתמרץ את הצדדים לשאת ולתת, תוך פתיחת המיקוח ביניהם מעמדות קרובות יחסית.⁹¹ כאמור, מניע מרכזי לעסקת מיזוג יעילה הוא היווצרותה של סינרגיה עקב מיזוג החברות. כלומר: ערב המיזוג קיימים שני משאבים כלכליים בעלי ערך כלשהו, הלא הן שתי החברות הנפרדות. ההנחה היא שבעקבות השלמת המיזוג ייווצר משאב כלכלי חדש לגמרי. תוכנה הכלכלי של החברה הממוזגת גדול מסכום התכנים הכלכליים של החברות שהתמזגו. מעצם התחברותן של החברות, תוך התאמה מערכתית ביניהן, ייווצר ערך כלכלי חדש. התאמה מערכתית זו קובעת, למעשה, כי שני גורמים בלבד יכולים להשיג את הערך הכלכלי החדש: בעלי האינטרס בחברה א' (לענייננו נכנה אותם בלשון יחיד: ראובן) ובעלי האינטרס בחברה ב' (לענייננו נכנה אותם בלשון יחיד: שמעון). הערך הכלכלי החדש (הסינרגיה בחברה הממוזגת) יוכל להיווצר תוך חיבור האינטרסים של ראובן ושל שמעון, לאחר שראובן יקנה את חלקו של שמעון או ששמעון יקנה את חלקו של ראובן (קרי: מיזוג שתי החברות). המשא ומתן על מחיר העסקה מגלם משא ומתן על שני רכיבי ערך המגולמים במחיר העסקה: ערך תזרים המזומנים הצפוי על מניות החברה של הקבוצה המוכרת כיחידה עצמאית, בתוספת ערך הסינרגיה שתיווצר עקב העסקה. ההבדל בין שני ערכים אלו הוא, שביחס לערך הסינרגיה, עקב היותו תוצר של איחוד שתי החברות, חולקים למעשה ראובן ושמעון אינטרס יחסי בו (מאחר ששניהם המקורות להיווצרות ערך זה).⁹² לעומת זאת, ביחס לערך תזרים המזומנים על מניותיה של כל חברה כיחידה עצמאית יש לראובן או לשמעון, לפי העניין, אינטרס בלעדי. נניח עתה כי ראובן יבקש לקנות משמעון את חלקו. לשם כך יציע לשמעון, באופן אסטרטגי, מחיר נמוך. אם ראובן ושמעון חולקים אינטרס יחסי בערך הסינרגיה, יוכל שמעון להפוך את היווצרות על פיהן, בבחינת יהפוך המוכר לכאורה (שמעון) לקונה.⁹³ שמעון יוכל לומר

91 Ayres & Talley, "Solomonic Bargaining" 1061-1058, הערה 35 לעיל, בעמ' 1034-1035, 1061-1058.

92 עם זאת, פעמים רבות, עקב חוסר זהות בתשתיות של כל אחת מן החברות ערב המיזוג, הסינרגיה הצומחת מהמיזוג תהיה בעלת ערך גבוה לאחד הצדדים לעסקה ובעלת ערך פחות לצד האחר. ביחס להצעות רכש הראו מחקרים אמפיריים כי עיקר הרווחים הנגזרים מקיום העסקה נופלים בחלקם של בעלי-המניות של חברת המטרה עקב המכרז הפומבי המתקיים על ערך מניותיה. ראו M. Bradley, A. Desai & E. Han Kim, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," 21 J. Fin. Econ. 3 (1988).

93 מנגנון עסקי הפועל על עקרון דומה הוא מנגנון ההיפרדות העסקית בשיטת הבמב"י (Buy Me) (- Buy You Years, Ending in BMBY," <http://www.globes.co.il/cgi-bin/Serve_Archive_Arena/pages/English/1.4.1.2/1998118/1> 18.11.1998; "Elite: Strauss Expected to Buyout Federman for \$66 Mln," <http://www.globes.co.il/cgi-bin/Serve_Archive_Arena/pages/English/1.2.1.3/19970313/1> 13.3.1997 במסגרת התגוננותה של הנהלת חברת-מטרה מפני הצעת רכש עוינת, וסקטיקה זו אף זכתה, על-שם משחק הוידאו המוכר בו הנטרפים הופכים לשעה לטורפים לכינוי "פק-מן"; Deborah A. DeMott, "Pac-Man Tender Offers," 1983 Duke L. J. 116; Lester Brickman &

לראובן: "אם זהו הערך שבו אתה מעריך את הסינרגיה, אזי במחיר כה זול מוכן אני לקנות את חבילת האינטרסים שלך". היפוך יוצרות פוטנציאלי זה, תוך שהוא מערפל את הזהות המסורתית של השחקנים, מדרבן כל צד ex ante להציע מחיר הקרוב יותר אל נקודת ההסכמה ביניהם, ובכך מעודד משא ומתן יעיל וזול יותר.⁹⁴ אמנם, מפאת היקפו של המשאב הכלכלי הנרכש עלול שמעון (כמייצג את חבילת האינטרסים של בעלי-המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה; לא אחת, בעלי מניות אלה הם בעלי-מניות מיעוט או בעלי-מניות מן הציבור) להיתקל בבעיה של זמינות המימון לצורך ביצוע רכישה נגדית מידיו של ראובן. עם זאת, קושי לכאורי זה של שמעון הולך ופוחת ככל שהמגמה המודרנית היא לממן עסקות מיזוג במניות החברה השורדות בלבד.⁹⁵ לעומת זאת, ביחס לערך המוצע אסטרטגית על ידי ראובן לרכישת תזרים המזומנים על חבילת המניות של קבוצת שמעון, אין לשמעון כל יכולת להפוך את היוצרות ולהציע לרכוש חבילה זו מידיו של ראובן, באשר ראובן כלל איננו בעל אינטרס כלכלי כלשהו בחבילת קבוצת שמעון.⁹⁶ כאן, עקב כל הפרמטרים שצינו לעיל, ובראשם העדר אלטרנטיבה עסקית למציע, צצה שוב בעיית הסחטנות. שמעון, כנמצע ומוכר-לכאורי, יכול לסחוט את ראובן. הסינרגיה לא תבוא לעולם, ולעתים לא תוצע כלל, עקב בעלותו הייחודית של כל אחד מהצדדים על משאביו ויכולתו לנצל ייחודיות זו באופן אסטרטגי. הוראת סעיף 321 לחוק החברות מאפשרת לראובן לכפות את הצעתו על שמעון, בניגוד להערכת השווי הנסענת על ידי שמעון, לפי הערכת השווי האובייקטיבית של בית המשפט (הבלתי-מוערכת מראש על ידי הצדדים).⁹⁷ עצם טשטוש הערכת השווי המכרעת

Lawrence A. Cunningham, "Game Theory and Nonrefundable Retainers: A Response to Professors Croson and Mnookin," 2 *Harv. Negotiation L. Rev.* 69, 83 (1997)

את היפוך היוצרות האמור הציגו אירס וטאלי גם לפי הדוגמה הבאה: שני אוהדי פוטבול, סמית' וג'ו, מבקשים להמר ביניהם על הפרש הנקודות (point spread) בו תנצח "קבוצת הכחולים" את "קבוצת האדומים". משמעות ההימור היא, כי אם סמית' בחר בכחולים כמנצחים לפי שש נקודות, הרי שניצחון בהפרש של 5 נקודות ומטה של הכחולים, או ניצחון של האדומים, הופך את ג'ו לזוכה בהתערבות. הסדר בין סמית' וג'ו, לפי סמית' יקבע את הפרש הנקודות לטובת הכחולים, אך ג'ו יחליט לאחר קביעתו של סמית' איזו עמדה הוא נוקט ("מהמר על ההפרש" או "מהמר נגד ההפרש"), יוביל את סמית' לקבוע את הפרש הנקודות הריאלי בעיניו, שכן הוא איננו יודע כמה יבחר ג'ו ומה ייוותר לו עצמו עקב בחירתו של ג'ו. לפיכך, האסטרטגיה האינטרסנטית של סמית' היא לקבוע הפרש נקודות מאוזן וריאלי בעיניו. כל קביעה אחרת, מופרכת בעיניו, מציבה את סמית' בפני סיכון כי בקביעתו זו הוא יבקיע טאצ'דאון עצמי. ראו Ayres & Talley, "Solomonic Bargaining", הערה 35 לעיל, בעמ' 1072, הערה 133.

Ayres & Talley, "Solomonic Bargaining", הערה 35 לעיל, בעמ' 1031-1030.

ראו הערה 70 לעיל.

Ayres & Talley, "Solomonic Bargaining", הערה 35 לעיל, בעמ' 1031, הערה 10.

לבד משיקול חוסר הוודאות ביחס להערכת השווי אליה יגיע בית-המשפט, קיימים במערכת השיפוט הישראלית פרמטרים נוספים ההופכים אותה למערכת שיפוטית בעלת עלויות עסקה גבוהות. בין פרמטרים אלו ניתן למנות את חוסר ההתמקצעות של בתי-המשפט הכלליים בענף

לביצועה של העסקה מדרבן את הצדדים ex ante לפתוח במשא ומתן על העסקה מתוך עמדות פתיחה הקרובות בהרבה לנקודת ההסכמה ביניהם, תוך מיתון עלויות הסחיטה. זוהי יעילותו של הסדר הכפייה הבין-קבוצתית במיזוג.⁹⁸

עם זאת, ראוי לסייג דברים אלה. הראינו כי הכפייה הבין-קבוצתית יכולה למתן עלויות של משא ומתן אסטרטגי שיש חשש כי יתנהל על רקע הנחת ההתאמה המערכתית בין החברות המתמזגות ויצירת ערך סינרגטי עקב המיזוג. אולם, התאמה מערכתית ויצירת סינרגיה רלבנטיים דווקא במיזוג בין שני עסקים פעילים. כל עסק תורם במיזוג את המשאבים הכלכליים שלו לכור ההיתוך. לעומת זאת, לעתים תוצע עסקת מיזוג בין חברה צעירה לימים, נטולת עסק פעיל כלשהו, שהוקמה על ידי אחדים מבעלי-המניות של החברה הנרכשת לצורך קשירת עסקת מיזוג תמורת מזומנים.⁹⁹ עסקה זו איננה אלא רכישת חלקו של המיעוט בחברה הנרכשת על ידי שאר בעלי-המניות (שהקימו את החברה הרוכשת). בעסקת מיזוג תמורת מזומנים כאמור לא מתקיימות הנחות ההתאמה המערכתית ויצירת הערך הסינרגטי. לפיכך, לדעתנו, ראוי לתקן את החוק ולסייג את הוראת הכפייה הבין-קבוצתית כך שלא תחול על עסקת מיזוג בנסיבות האמורות.

(ב) כפייה בין-קבוצתית במיזוג: חברה פרטית מול חברה ציבורית

חוק החברות מחיל את הסדר הכפייה הבין-קבוצתית במיזוג על חברה פרטית ועל חברה ציבורית כאחת.¹⁰⁰ בחברה ציבורית, עקב הוראת חוק ניירות ערך בדבר השוואת זכויות

המסחרי-כלכלי, ואת עומס התיקים המפורסם בבתי-המשפט והשפעותיו על מימד הזמן. עלויות שיפוט גבוהות אלה הובילו את ידידי ד"ר גושן לתמוך, ככלל, בכללי הכרעה מסוג כללי קניין בקונטקסט התאגידי בישראל; גושן, הערה 16 לעיל, בעמ' 70-71. ואולם, לשיטתנו, אדרבה היא הנותנת. עלויות השיפוט הגבוהות הינן שיקול נוסף אשר מחזק את הצידוד בכללי אחריות דווקא. כלל אחריות מזיק את הצדדים לשירותי המערכת המשפטיים, באין הסכמה ביניהם. עלויות השיפוט הגבוהות עשויות, אפוא, לתמרץ את הצדדים – בפסיכולוגיה של "הפוך על הפוך" – להתרחק מן ההיזקקות למערכת שעלויותיה גבוהות ולמזער את עלויות העסקה על-ידי משא-ומתן והגעה להסכמה ביניהם. תחת כלל קניין, לעומת זאת, אין למערכת השיפוטית משמעות מתמרצת כאמור, שכן עבור אחד הצדדים למשא-ומתן החשש מהכפתו למערכת השיפוטית כלל איננה קיימת.

98 כאפקט של דרבון צדדים למשא ומתן להציע הצעות סבירות מבחינתן על ידי מסירת כוח ההכרעה הסופי בין הצעותיהם לגורם שלישי, בדומה לבית המשפט, ניתן להסתייע בדוגמאות אמת מתחום הבוררות לשם יישוב חילוקי-דעות כספיים על שיעור שכרם של שחקני בייסבול מקצועניים בארצות-הברית. ראו על כך – Roger Fisher, William Ury & Bruce Patton, *Getting to Yes – Negotiating Agreement Without Giving In* 87 (2nd ed., 1991).

99 עסקה זו מכונה מיזוג חילוט (freezeout merger), וראו שטרן, הערה 43 לעיל, בעמ' 527-531.

100 לשם השוואה, ההסדר בדבר הליכי אישור עסקה חריגה עם בעל-שליטה חל בחברה ציבורית בלבד. ראו סעיפים 270(4) ו-275 לחוק החברות. לניתוח השוואתי בין אישור מיזוג לאישור עסקה חריגה עם בעל-שליטה, ראו פרק ו' להלן.

ההצבעה של כל המניות לזכויות ההצבעה של המניות בעלות זכויות ההצבעה המועדפות,¹⁰¹ חלוקת מניות החברה לסוגים אינה עוד חזון נפרץ. החלוקה לקבוצות, הרלבנטית לצורך אישור עסקת מיזוג שבה מעורבות חברות ציבוריות בלבד, היא חלוקה לקבוצת בעלי-המניות שהם בעלי עניין אישי במיזוג ולקבוצת בעלי-המניות שאינם בעלי עניין אישי.

לעומת זאת, בחברות פרטיות ישימה אף החלוקה לקבוצות עלפי סוגי מניות שונים. סוגים אלה יכולים לבטא זכויות שונות הצמודות למניות מכל סוג. כך, למשל, ניתן לתאר חברה שבה קיימות מניות רגילות, מניות בכורה, מניות יסוד ומניות הנהלה. בשעת ההתאגדות וניסוח מסמך היסוד הצמידו המתקשרים בחברה הפרטית זכויות שונות למניות, חלקן בעלות משמעות אופרטיבית באופן ניהול החברה.¹⁰² לעתים מבטאות זכויות אלה ערך סנטימנטלי של מפעל חיים של קבוצת מייסדים מסוימת. כלום לא הרחיק המחוקק לכת באפשרו כפייה בין-קבוצתית אף על קבוצה בעלת אינטרסים ייחודיים, חוץ-כספיים, אלה? אכן, ניתן לומר, כי אף זכויות אלה אינן אלא ביטוי של ערך הניתן לתמחור בכסף, ואם עסקת המיזוג יעילה (על פי קנה-המידה האובייקטיבי של בית המשפט), יבוא ערך מתומחר זה לידי ביטוי בתמורה שתינתן לאותה קבוצת מניות. אולם, את האמירה כי "הכל ניתן לתמחור בכסף" ניתן לומר על כל רכוש של אדם, לרבות מיטלטליו ומקרקעיו. אימוץ קו מנחה כללי שכזה במשפט עלול היה לשבש מיסודו את כל המשטר הקנייני המסורתי. עם זאת, איננו חולקים בהקשר זה על עמדת המחוקק: אף בחברות פרטיות ראוי לאפשר התמודדות אפקטיבית עם חשש הסחטנות, מתוך מדיניות של מזעור עלויות המשא ומתן ועידוד קיומן של עסקות מיזוג יעילות. יתרה מזאת: כאמור, ריבוי קבוצות-המשנה הוא תרחיש שכיה יותר דווקא בחברות הפרטיות, שמניותיהן יכולות להיות מחולקות לסוגים שונים שעוצבו בתקנון החברה. לעומת זאת, בחברה ציבורית בישראל לא ניתן לגוון את זכויות בעלי-המניות וליצור סוגים שונים ביחס לכוח ההצבעה, בהתאם להוראתו הכופה של חוק ניירות-ערך. לפיכך, חשש הסחטנות עולה דווקא בחברות הפרטיות. אכן, בסופו של דבר, המניה – בשונה ממקרקעין ומחפצים אישיים של אדם – איננה רכוש מסורתי שאדם קשור אליו, הנחוץ לו לקיומו ולרווחתו האישיים. על פי רוב, מניה היא מכשיר השקעה כלכלי, למשקיע מן הציבור כלבעל שליטה בחברה פרטית, המגלמת אינטרסים כספיים.¹⁰³ לפיכך, שאלת הכפייה אכן נעה סביב שאלת המחיר. אשר על כן, ישים, לטעמנו, כלל הכפייה הבין-קבוצתית אף בחברות פרטיות. נכון אמנם שלעתים, בחברות פרטיות, גלויים לסוגי

101 סעיף 46 לחוק ניירות-ערך. ראו על כך הערה 17 לעיל.

102 כגון זכות בלעדית של מחזיקי מניות הנהלה למנות את מנהלי החברה. ראו, למשל, רע"א 460/90 לאו נ' טוקטלי, פ"ד מה(3) 387; ע"א 186/77 סוכנויות השכרת רכב נ' טרבלוס, פ"ד לג(1) 199.

103 Cohen, הערה 83 לעיל; ("Sentiment" *Foshay v. U.S.*, 68 F.2d 205, 207 (8th Cir. 1933) "rarely controls and people buy shares in corporations in order to share in the earnings being made and to be made")

מניות מסוימים ערכים חוץ-כספיים מיוחדים;¹⁰⁴ אולם המענה לחשש מפני התעלמות הכפייה הבין-קבוצתית מערכים אלה וחוסר תמחורם יימצא ביכולת ההתנאה החוזית על הסדר הכפייה הבין-קבוצתית.¹⁰⁵ חברה פרטית המבקשת לתפורר לה את דיני המיזוג כפי מידתה שלה ולשקלל ערכים חוץ-כספיים,¹⁰⁶ חופשית לעשות כן בדרך של התנאה תקנונית.¹⁰⁷ בכך תתלה על עצמה שלט מחייב האומר: "לא למכירה (כפוייה)".

3. יעילות הסדר הכפייה הבין-קבוצתית שבחוק: הפן הדיוני

לאחר שנדונו היבטים של תאימות הסדר הכפייה הבין-קבוצתית מתחום המשפט המהותי, יידונו עתה שאלות דיוניות אחדות שלדעתנו יש בהן חשיבות לבחינת יעילותו של הסדר הכפייה הבין-קבוצתית בעסקת מיזוג: על מי ראוי להטיל את נטל הפנייה לבית המשפט – על תומכי העסקה או על מתנגדיה? האם דרוש שיעור החזקות מסוים לצורך רכישת זכות פנייה לבית המשפט? מהו הסעד שבית המשפט מוסמך לפסוק במסגרת דיון אודות עסקת מיזוג הנתונה במחלוקת בין-קבוצתית?

(א) נטל הפנייה לבית המשפט

אחד הגורמים המשפיעים על כוח המיקוח היחסי של הקבוצות השונות במשא ומתן הוא אורך הנשימה הכלכלי של כל צד.¹⁰⁸ ביחס לעסקת מיזוג הצבענו על אורך נשימה כלכלי הפועל לטובת הקבוצה הניצעת – בהשוואה לקבוצה המציעה את העסקה – ומגדיל את פוטנציאל הסחיטה מצדה.¹⁰⁹ הכפייה הבין-קבוצתית תוך אפשרות היזקקות לבית המשפט נועדה למתן פוטנציאל סחטנות זה. אולם, כדי שהסדר הכפייה הבין-קבוצתית יפעל באופן אפקטיבי ויעיל, יש לתת את הדעת לשאלה על מי ראוי להטיל את נטל

104 כך, למשל, מניות מסוימות יכולות לשקף זכויות שניתנו לבעליהן עקב כישוריו הייחודיים. מניות אלה אינן נושאות ערך כלכלי הניתן לתמחור עבור אחרים. ראו למשל את תיאורו של השופט שמגר לרקע ההיסטורי להקצאת מניות ההצבעה והניהול (מניות סוג א) לידי המנחה, בנימין ברדיגו, בד"נ 39/80 ברדיגו נ' ד.ג.ב. 9 טקסטיל, פ"ד לה (4) 197, 198.

105 ואכן, סעיף 324 לחוק החברות קובע לאמר: "אין בהוראות פרק זה, כדי למנוע מחברה להתחייב בחוזה או בתקנון להימנע מביצוע מיזוג או להתנות את ביצוע המיזוג בתנאים." עוד על התנאה דיספוזיטיבית ותפקיד המחוקק בהצגת דין יעיל כברירת-מחדל מוצעת עבור הצדדים, ראו את חילופי המאמרים בין פרופ' פרוקצ'יה ופרופ' טדסקי: אוריאל פרוקצ'יה, "זה חוזה? זה חפץ? זה חוק! תרומתה הקונסטרוקטיבית של הכלכלה לערפול מושגי-היסוד במשפט", משפטים יח 395 (תשמ"ח); גד טדסקי, "על הדין הדיספוזיטיבי", עיוני משפט טו 5 (תש"ן); אוריאל פרוקצ'יה, "הדין הדיספוזיטיבי באספקלריה של פרופסור טדסקי", עיוני משפט טו 385 (תש"ן).

106 כמו גם התאמת כללי המיזוג שלה להוראות תקנוניות בדבר הגבלת עבירות מניותיה.

107 Epstein, הערה 10 לעיל, בעמ' 258–259.

108 ראו פרק ד.2 לעיל.

109 שם.

הפנייה לבית המשפט בעניין זה: האם על הקבוצה המציעה את העסקה (הנסחטת), או על הקבוצה הניצעת (הסוחטת)? בהתחשב בעלויות השיפוט הגבוהות בישראל, ובפרט במונחי הזמן שצורך ההליך השיפוטי,¹¹⁰ מובנת הטענה כי הוראת החוק המטילה את נטל הפנייה לבית המשפט על מציעי העסקה¹¹¹ משחקת לידי בעל אורך הנשימה הכלכלי ומסייעת לו לסחוט אפקטיבית את הצד שלא יהיה להמתין למיצוי ההליכים השיפוטניים. דבר זה עלול להרתיע רוכשים פוטנציאליים ex ante מהצעת עסקות מיזוג יעילות.¹¹² הפתרון המוצע על ידינו לחוסר איזון זה הוא שינוי הוראת החוק, כך שנטל הפנייה לבית המשפט יוטל על הקבוצה המתנגדת לעסקה. כך יוכלו צדדים המעוניינים בקיום העסקה להוסיף ולהניעה קדימה, אף אם לא עברו דרך בית המשפט. אם מתנגדת קבוצת-משנה כלשהי לעסקה, תוכל אותה קבוצה לפנות לבית המשפט בבקשת סעד. בדונו בסעד המבוקש על ידי הקבוצה המתנגדת יבחן בית המשפט את תנאי העסקה ויעריך את שווי החברות והתמורה הראויה לקבוצה המתנגדת. על פי הצעה זו, אפוא, תעבור עסקת המיזוג "במסלול הירוק" ותצא לפועל בכל מקרה שאושרה על ידי קבוצת-משנה כלשהי,¹¹³ ואפילו מתנגדות לה שאר קבוצות-המשנה.¹¹⁴ מסלול העסקה האמור שונה מעסקת מיזוג שאושרה על ידי כל קבוצות-המשנה המצביעות. עסקה שאושרה על ידי כל קבוצות-המשנה תחוסן מפני תקיפת תנאיה בבית המשפט (להלן: המסלול המוחסן). עסקה שאושרה על ידי מקצת מקבוצות-המשנה תהיה חשופה לתקיפת תנאיה בבית המשפט על-ידי קבוצות המתנגדות (להלן: המסלול החשוף). קיומם של שני מסלולים לאישור עסקת מיזוג זה לצד זה, המחוסן והחשוף, הוא שמשפיע על תנאי המשא ומתן בין הצדדים לעסקה, עובר לאישורה, ומעניק לכל צד כוח מיקוח יחסי, אך לא מוחלט. הצד המציע את תנאי העסקה זוכה ביתרון בכך שאיננו זקוק להסכמת כל קבוצת-משנה. אף קבוצה איננה מחזיקה בכוח וטו על תנאי

110 דוגמא עדכנית לעצירה דה-פקטו של רכישת שליטה בחברה, עקב התמשכות הדיון השיפוטי בעניין רכישת השליטה האמורה היא פרשת ניסיון ההשתלטות העוינת של קבוצת אדגר השקעות על תכרת משולם לוינשטיין הנדסה וקבלנות בע"מ. לבקשת המתנגדים לעסקת ההשתלטות, קרי: משפחת לוינשטיין (בעלי-השליטה המסורתיים), הוציא בית המשפט המחוזי צו מניעה זמני כנגד המרת האג"חים שבידי קבוצת אדגר למניות והשתלטותה על החברה באמצעות ניצול כוח ההצבעה הגלום במניות האמורות. ראו ת"א (ת"א) 2011/17/98 לוינשטיין נ' אדגר השקעות ופיתוח (לא פורסם, 9.2.1999). צו מניעה זה עודנו עומד בתוקפו, באשר הפרשה הנדונה עודנה תלויה ועומדת בערעור בבית-המשפט העליון (רע"א 998/99 אדגר השקעות ופיתוח נ' לוינשטיין).

111 ראו סעיף 321(א) לחוק החברות.

112 ראו גם גושן, הערה 16 לעיל, בעמ' 46-47.

113 לניתוח ההסתפקות באישורה של קבוצת-משנה בודדה כתנאי סף לאישור המיזוג, ראו סעיף ה.3(ב) להלן.

114 גישת "המסלול הירוק" לאישור עסקת המיזוג מבוססת דרך שני עניינים: ראשית, על-ידי שחרור הצד המעוניין בקיום העסקה מן הצורך לקבל אישור שיפוטי עובר לעסקה, כאמור בטקסט דלעיל; ושנית, על-ידי הגבלת הסעד שמוסמך יהיה בית-המשפט לפסוק לקבוצות המתנגדות לעסקה לפיצויים כספיים בלבד. עניין הסעד יידון בסעיף ה.3(ג) להלן.

העסקה. מאידך גיסא, גם הצד המתנגד לתנאי העסקה המוצעים זוכה ביתרון, בכך שתנאי העסקה המוצעים לא בהכרח יחולו עליו ותחתיהם יוכל הוא לזכות, באמצעות בית המשפט, בתנאים אחרים. כאמור, טענתנו היא שהמשא ומתן שיתנהל בין הצדדים ביחס לתנאי העסקה יתנהל בצל היתרונות היחסיים האמורים, ירכך במידה מסוימת את עמדות המיקוח האינטרסנטיות של כל צד, ויקרבם לידי הסכמה על תנאי העסקה. כלומר: אנו צופים כי מרבית עסקות המיזוג יאושרו במסלול המחוסן, בעוד שהמסלול החשוף מהווה בעיקר צל מאיים על כל הצדדים במהלך המשא ומתן.¹¹⁵

לפי גישתנו המוצעת תאושר עסקת המיזוג ותצא לפועל בכל מקרה, בין אם אשרוה כל קבוצות-המשנה ובין אם רק חלקן. לפי גישה זו, ערכו של פירוק קבוצת בעלי-המניות לקבוצות-משנה איננו בהגדרת שחקנים שאישורם את העסקה הוא תנאי לקיומה. הפירוק לקבוצות-משנה נועד אך לצורך הצבת קבוצות הומוגניות ביחס לאינטרס שלהן בעסקה. קבוצות אלה – ולא בעלי-מניות יחידים – הן שיאמרו את דברן ביחס לעסקה שעל הפרק, התומכות הן בעסקה אם לאו. קבוצה שתתנגד לעסקה תוכל לפנות לבית המשפט בבקשת סעד.¹¹⁶

115 ניתוחנו זה בדבר השפעת קיום המסלולים החלופיים על תהליך המשא ומתן בין הצדדים לעסקה מושתת על ההנחה כי חשיפת העסקה לדיון שיפוטי היא תוצאה אשר כל הצדדים למשא ומתן מבכרים להימנע ממנה. ברם, הנחה זו עצמה תתקיים כאשר הדיון השיפוטי עלול להסב נזק לכל אחד מן הצדדים בהשוואה לתוצאות הכלכליות של עסקה מוסכמת. הנחה זו יכולה להתקיים בהינתן התנאים השיפויים הבאים:

ראשית, הקבוצה אשר פוטנציאלית מתנגדת לתנאי העסקה עלולה לסבול הפסדים כספיים עקב ההזיקקות לבית המשפט. הפסדים כספיים אלה יכולים ללבוש צורה כפולה: (א) הוצאות משפט משמעותיות במקרה של הפסד בתביעתם המשפטית; ו-(ב) אי-כפיפות ההכרעה השיפוטית בדבר תנאי העסקה הראויים עבור הקבוצה המתנגדת, לתנאי העסקה המקוריים שהוצעו לקבוצה המתנגדת על ידי הצדדים שתמכו בעסקה. כלומר: תנאי העסקה המקוריים שהוצעו לקבוצה המתנגדת לא יישמשו כמחיר מינימום בדיון השיפוטי, וקבוצה זו עלולה למצוא עצמה בתום הדיון השיפוטי עם פיצוי כספי שהוא נמוך אפילו מתנאי העסקה המקוריים. תנאי העסקה המקוריים שימשו כתנאים המוצעים לקבוצה הניצעת עבור תמיכתה בעסקה. משהתנגדה הקבוצה, לא ינחו תנאים אלה את הערכתו העצמאית של בית המשפט.

שנית, החשיפה לדיון השיפוטי עלולה לייקר את תנאי העסקה עבור הקבוצות התומכות בתנאי העסקה המקוריים. ייקור זה אף הוא ילבש שתי צורות: (א) הוצאות משפט משמעותיות, במקרה שבית המשפט פוסק כי העסקה נערכה בתנאים שפגעו בקבוצה המתנגדת; ו-(ב) תוספת המחיר שיוזמי העסקה יידרשו לשלם לקבוצה המתנגדת, עקב הערכת השווי הגבוהה שקבע בית המשפט. עוד מובן, כי למען לא יפחית משך זמן התנהלות הדיון המשפטי את הערך הנוכחי (PV) של תוחלת ייקור העסקה מבחינת הקבוצות התומכות בה (דבר אשר יחזיק את מידת ההרתעה שבדיון השיפוטי כלפי מכתבי תנאי העסקה המקוריים), ראוי כי בית המשפט יצמיד את התשלום ויפסוק עליו ריבית לפי חישוב מיום הגשת התביעה.

116 ערך פוטנציאלי נוסף הגלום ביצירת קבוצות-המשנה הוא בכך שעצם הסיווג לקבוצות-משנה משדר לציבור המשקיעים מידע אודות שוונות האינטרסים ביחס לעסקה. השוו: Kevin A. Kordana & Eric A. Posner, "A Positive Theory of Chapter 11," 74 N.Y.U. L. Rev. 161,

(ב) שיעור ההחזקות הדרוש לשם פנייה לבית המשפט

בהקשר של כפייה בין-קבוצתית מתעוררת השאלה אם ראוי לדרוש יחס מינימלי כלשהו בין מספר הקבוצות התומכות בעסקה המוצעת לבין מספר הקבוצות המתנגדות, שאי-עמידה בו ישפיע על יכולת הכפייה על הקבוצות המתנגדות. דעתנו היא כי אין לדרוש יחס מינימלי כאמור. לעיל הערנו, כי קבלת ההכרעה בקבוצות-משנה נולדה מתוך מדיניות שנועדה לפתור את הבעיה של קבלת הכרעה בקבוצה שבה קיימים ניגודי-אינטרסים.¹¹⁷ הכרעת הרוב בקבוצה כאמור איננה משקפת את טובת הקבוצה כולה. לפיכך פיצלו את הקבוצה הכללית לקבוצות-משנה, הומוגניות באינטרס שלהן. מכאן נובע, לדעתנו, כי יכולתן של קבוצות-משנה אלה או אחרות התומכות בעסקה המוצעת לכפותה על הקבוצה המתנגדת איננה יכולה להיעשות לפי מפתח של רוב ומיעוט בין-קבוצתי.¹¹⁸ מכיוון שהפיצול לקבוצות-משנה נועד לפזר את ניגודי-האינטרסים שבקבוצה הכללית, הרי שהתליית יכולת הכפייה על קבוצת-משנה מתנגדת בכך שרוב קבוצות-המשנה המצביעות יתמכו בעסקה מחזירה בדלת האחורית את כפיית דעת הרוב (דרך הרובד הבין-קבוצתי) על המיעוט, חרף ניגודי האינטרסים שביניהם. דין הדורש את אישור העסקה על ידי רוב מקרב קבוצות-המשנה – בטרם תתעורר זכאות הפנייה לבית המשפט לשם אכיפת העסקה על קבוצת-המשנה המתנגדת – יחזירנו לנקודת ההתחלה של הכרעה על בסיס ניגודי אינטרסים, ואם כן – מה הועילו חכמים בתקנתם? לשון אחר: מכיוון שכל קבוצת-משנה היא שחקן נטול מכנה משותף עם שאר השחקנים, אין בהכרעת רוב מול מיעוט בין שחקנים אלה כל ביטוי של הכרעה יעילה או הוגנת.

אכן, אין זה מפליא להיווכח כי קוד פשיטת הרגל האמריקני, כתנאי מקדמי לאישור תכנית הבראה בבית משפט, מסתפק בכך שקבוצה אחת מבין הקבוצות המצביעות על תכנית ההבראה הצביעה בעד התכנית, יהיה מספר הקבוצות המתנגדות אשר יהיה.¹¹⁹ מטעם זה אין בידינו לקבל את קביעת המחוקק, שבהקשר של כפייה בין-קבוצתית

(1999) 211-220 (סיווג נפרד של נושים לצורכי הצבעה על תכנית הבראה לפי Chapter 11 עשוי לעודד השקעה במידע אודות החברה מצד אותם נושים). עם זאת, אין לייחס חשיבות רבה מדי למידע הגלום בסיווג האמור. טעם אחד לכך הוא שהמידע ממילא יובא לירידת ציבור המשקיעים מכוח חובת גילוי אינטרסים אישיים בעסקה. ראו סעיף 320(ה) לחוק החברות; וראו עוד תקנה 33א לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970 (חובת גילוי עסקה שאינה בתנאי השוק, בין חברה ציבורית לבין בעל עניין בה). טעם נוסף הוא שגילום המידע הנגזר מעצם הסיווג נתון אף הוא לבעיית-נציג, שכן קיים חשש כי הסיווג עצמו נערך על ידי המסוג לצרכיו האסטרטגיים (קרי: להבטחת התוצאה הרצויה מבחינתו בהצבעה). ראו Kordana & Posner, הערה 116 לעיל, בעמ' 217.

117 ראו פרק ב.2 לעיל.

118 לדעה שונה ראו בבצ'וק ופרוקצ'יה, הערה 40 לעיל, בעמ' 79.

119 The Bankruptcy Code, § 1129(a)(10).

לאישור עסקת מיזוג דורש פנייה לבית המשפט מצד בעלי-מניות המחזיקים לפחות 25% מכלל זכויות ההצבעה בחברה.¹²⁰

(ג) מהות הסעד שבית המשפט מוסמך לפסוק

שאלה אחרונה בעניין כפייתה של עסקת המיזוג על קבוצה מתנגדת דרך בית המשפט מתייחסת למהות הסעד שמוסמך בית המשפט לתת, אם וכאשר ימצא שתנאי העסקה שהוצעו אינם תואמים את הערכתו האובייקטיבית ביחס לתנאי העסקה המסוימת שלפניו. לפי לשונו של החוק דומה כי בית המשפט מוסמך לתת צו-מניעה לטובת הקבוצה המתנגדת.¹²¹ ברם, אם וכאשר יינתן צו-מניעה, לא יוכל הצד המעוניין בעסקה לבצעה ללא הסכמתו של הצד שלטובתו ניתן הצו. הוסף לכך את העובדה כי לא אחת הצד הניצע הוא בעל אורך הנשימה הכלכלי הארוך יותר, ונמצאת מחוק שנית את תמריצי הסחיטה של הקבוצה הניצעת (הסחטנית). כלומר: עצם האפשרות להשיג צו מניעה שיחסום לחלוטין את יכולתו של מציע העסקה לבצעה ללא הסכמת הקבוצה המתנגדת, מגדיל ex ante את תמריצי הסחטנות מצד הניצע, וכך עלול להרתיע גורמים עסקיים מיזום עסקות מיזוג יעילות. נוסף על כך, מחקרים הראו כי לצווי מניעה יש אפקט פסיכולוגי בעל דינמיקה שלילית על הצדדים המעורבים בדיון אודותיו. משניתן צו מניעה, מטען האיבה המצטבר בין הצדדים הוא כה משמעותי עד שהם יסרבו לשאת ולתת עוד זה עם זה לשם השגת תוצאה מוסכמת.¹²² אמנם, אפקט שלילי זה מתקיים לאחר שניתן כבר צו מניעה, ברם, עצם הפוטנציאל כי בית המשפט יתן צו מניעה מעביר מסר פסיכולוגי כשלעצמו. כאשר צד מודע לכך שהאינטרס הכלכלי שלו מוגן על ידי צו מניעה, הוא מפתח זיקה חזקה יותר לאותם משאבים כלכליים, כלומר: הקבוצה המתנגדת (סחטנית) תזהה את המניות המוחזקות על ידה כרכוש "אישי" שלה. דבר זה יוביל אותה לייחס ערכים כלכליים מוגדלים ומוגזמים לאותו רכוש, בהיותו "שלה".¹²³ בכך שוב תסוכלנה – או למצער תתייקרנה – עסקות מיזוג פוטנציאליות יעילות.

הצעתנו היא, אפוא, לשנות את הסעד שקבוצה מתנגדת תוכל להשיג בבית המשפט בדיון אודות עסקת מיזוג. תחת אפשרות לחסימת ביצוע העסקה יבהיר החוק כי הסעד הבלעדי לקבוצה מתנגדת הוא קבלת תמורה כספית, לפי הערכת השווי האובייקטיבית

120 סעיף 321(א) לחוק החברות.

121 סעיף 321(ב) לחוק קובע בזו הלשון: "בית-המשפט לא יאשר בקשה למיזוג, אם בית-המשפט ימצא כי תנאיה אינם הוגנים וסבירים בשים לב לשווי החברות המתמזגות והתמורה המוצעת" (ההדגשה הוספה).

122 Ward Farnsworth, "Do Parties to Nuisance Cases Bargain After Judgment? A Glimpse Inside the Cathedral," 66 U. Chi. L. Rev. 373 (1999).

123 ראו "Ayres & Talley, 'Solomonic Bargaining', הערה 35 לעיל, בעמ' 1101-1102 (בדבר ההשפעה הפסיכולוגית של כלל קניין לעומת כלל אחריות על נכונות צדדים לנהל משא-ומתן).

של בית המשפט, כנגד חבילת הזכויות שבידיה.¹²⁴ סעד כאמור ימתן עד מאוד את כוח הסחטנות האסטרטגי של קבוצות מתנגדות פוטנציאליות. כלל כאמור גם יאזן יותר בין הצדדים וימתן משקעים פסיכולוגיים, ובכך יתרום את חלקו לעידוד ייזומן של עסקות מיזוג. אכן, גם כאשר הסעד הבלעדי יהיה פיצוי כספי, תוסיף יכולת המתנגדים להפעיל את מנגנון ההערכה האובייקטיבית של בית המשפט לשמש כגורם ממריץ לכל הצדדים לשאת ולתת עד להשגת תנאי עסקה מוסכמים.

1. תרחישים עסקיים שונים – כללי הכרעה שונים: האמנם?

עניין נוסף הראוי לבחינה בפן המהותי של כללי ההכרעה הוא פשר קיומם של כללי הכרעה בין-קבוצתיים שונים בחוק החברות. לשם ההשוואה: בעסקת מיזוג ניתן, באישור בית המשפט, לכפות את העסקה על קבוצה מתנגדת;¹²⁵ באישור עסקה חריגה של חברה ציבורית בה יש לבעל-השליטה עניין אישי, יש לקבל את אישורם של שליש מקבוצת בעלי-המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה;¹²⁶ ואילו בנושאים אחרים שעניינם שינוי זכויות של בעלי-מניות – כגון שינוי תקנוני כלשהו – יש לקבל את אישורן של אסיפות הסוג השונות שזכויותיהן מושפעות מהשינוי המוצע.¹²⁷ את מידת ההצדקה להבדל בין כלל ההכרעה שבמיזוג לבין כללי ההכרעה האחרים יש לבחון על רקע הפקטורים המתקיימים בכל אחד מתרחישים העובדתיים האמורים. לעיל ניסינו לבסס את טעמנו לתמיכה בכלל האחריות של הכפייה הבין-קבוצתית בהקשר של עסקת מיזוג.¹²⁸ כעת נבחן את כללי ההכרעה בהקשרים אחרים בחוק החברות. הקשר אחד הוא שינוי זכויות של סוג מניות. הקשר זה מתעורר בישראל בעיקר בחברות פרטיות.¹²⁹ שינוי זכויות הצמודות לסוג מניות הוא שינוי תקנוני הדורש את

124 רוח דומה נשבה מבין כותלי בית-המשפט העליון של מדינת דלוור בארצות-הברית בפרשת *Weinberger*, ממנה נראה היה כי בית-המשפט העליון של דלוור רואה בסעד ההערכה, לו זכאים בעלי-מניות המתנגדים לעסקת מיזוג שאושרה, משום סעד ייחודי; עניין *Weinberger*, הערה 82 לעיל. ברם, בית-המשפט העליון של דלוור חזר וריכך את עמדתו, בהבהירו כי סעד ההערכה אינו ייחודי במקום בו מתעוררת טענה כי האורגנים של החברה לא פעלו בהגינות פרוצדורלית בהנעת מנגנוני אישור העסקה; *Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corp.*, 489 פ.2ד 1182 (דל. 1988); *Cede & Co. v. Technicolor*, 542 פ.2ד 1099 (דל. 1985); עוד בענין סעד ההערכה והדילמה בדבר בלעדיותו, ראו *Easterbrook & Fischel*, הערה 6 לעיל, בעמ' 157–160.

125 סעיף 321 לחוק החברות.

126 סעיף 275(א)(3) לחוק החברות.

127 סעיף 20(ג) לחוק החברות.

128 ראו סעיף ה.2(א) לעיל.

129 ראו סעיף ה.2(ב) לעיל.

אישורה של אסיפת אותו סוג.¹³⁰ אם השינוי המוצע עוסק בזכויות סוג מסוים, לפנינו למעשה משחק דו-צדדי בין אותו סוג לבין שאר בעלי-המניות. אם מדובר בשינוי זכויות של סוגים שונים, כגון בארגון מחדש של ההון לקראת הנפקה ציבורית, קיים פוטנציאל של משחק רב-צדדי.¹³¹ כאמור, עלויות הסחיטה גבוהות יותר במשחק רב-צדדי.¹³² בהקשר של שינוי זכויות של סוג, או סוגים, מהווה משחק המשא ומתן עובר לשינוי המוצע משחק ראשון אך לא סופי בין הצדדים, שכן הם יישארו משקיעים באותה חברה גם לאחר ההחלטה על השינוי, תהא ההחלטה עצמה אשר תהא. אכן, פוטנציאל קיומו של "משחק גומלין" בהמשך, ביחס להצעת החלטה אחרת שתעלה על סדר-היום, ממתן לכאורה את פוטנציאל הסחיטה של כל צד. ברם, לא אחת שינוי הזכויות יתייחס למידת ההשפעה של אותו סוג בחברה, אם באמצעות כוח הצבעה היחסי של מניות אותו סוג ואם באמצעות זכותו של אותו סוג למנות דירקטורים. במשא ומתן על תוכן הצעת ההחלטה מתמקחים אפוא הצדדים על שיעור השפעתם היחסית העתידית בחברה, ובהתאמה על יחסי הכוחות ב"משחקי הגומלין". גורם זה כשלעצמו מקטב את המשא ומתן ומשמש פרמטר נוסף העלול להגביר שיקולי סחטנות.¹³³ שיקול זה מושך אפוא לכיוון של כלל הכרעה ממתן סחיטה דוגמת כלל הכפייה הבין-קבוצתית. לפיכך טוב היה לו המחוקק היה שוקל אם לא ראוי לאמץ כלל הכרעה דיספוזיטיבי¹³⁴ של כפייה בין-קבוצתית אף בהקשר זה.

הקשר אחר שבו קיים כלל הכרעה בין-קבוצתית הוא אישור עסקה חריגה בין חברה ציבורית לבין בעל-שליטה בה או בין החברה לאדם אחר כאשר לבעל-השליטה יש עניין אישי באישורה.¹³⁵ הצעת עסקה כאמור לחברה היא משחק דו-צדדי בין הקבוצה בעלת העניין האישי באישור העסקה לבין קבוצת שאר בעלי-המניות. אף בהקשר זה, כבהקשר של שינוי זכויות של סוג מניות, משחק המשא ומתן עובר לאישור העסקה המוצעת הוא משחק לא-סופי, שכן על פי רוב שני הצדדים יישארו משקיעים בחברה אף לאחר ההחלטה על העסקה, תהא ההחלטה אשר תהא.¹³⁶ יתר על כן: בהקשר זה חשש הקבוצה שבידיה כוח ההכרעה על העסקה החריגה המוצעת (קרי: בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי) מקיומו של "משחק הגומלין" מתעצם נוכח זהותו של "היריב", קרי: בעלי השליטה בחברה. אלה, מן הסתם, יידעו לנקום את נקמתם מהר ובאורח כואב. על פניו שיקול זה מפחית עוד יותר את חשש הסחיטה. נוסף על כך ניתן לצפות כי בשונה ממיוזג הדורש

130 סעיף 20(ג) לחוק החברות.

131 ראו למשל את עניין לאומי פיא, הערה 19 לעיל.

132 ראו פרק ד. לעיל.

133 שיקול זה קיים גם במיוזג המוצע תמורת ניירות-ערך. ראו הטקסט שליד הערות 68–69 לעיל.

134 על יכולת ההתנאה על כלל ההכרעה המוצע ראו הטקסט שליד הערות 105–107 לעיל.

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

136 המקרה הקלאסי של עסקה חריגה הוא מכירה או השכרה של נכס של החברה הציבורית לאדם האחר, או קנייה או שכירה של נכס ממנו על ידי החברה. פעולות אלה אינן משנות את עצם ההחזקות של בעלי ניירות-הערך הקיימים.

תיאום מערכתי בין הצדדים לו, עומדות למציע חלופות עסקיות לעסקה הספציפית המוצעת, דבר שממתן שוב את חשש הסחיטה. לבסוף, בשונה הן ממיזוג והן משינוי זכויות של סוג מניות, ההתמקחות איננה על שיעור ניירות-הערך העתידיים שתחזיק כל קבוצה, קרי: על שינוי מידת הכוח שיהיה בידי כל צד לקראת משחקי הגומלין. שקלול פרמטרים אלה יכול להוביל למסקנה בדבר עדיפותו של כלל הדורש את הסכמת קבוצת בעלי-המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה לעסקה המוצעת. ברם, המחוקק חשש כנראה מהשפעותיה מגבירות הסחטנות של דלות האלטרנטיבות העסקיות האקוויוולנטיות במציאות השוק הישראלי, ולכן נטש את עיקרון ההסכמה הטהור האמור. תחת זאת קבע המחוקק הכרעה של "שליש תומך".¹³⁷ אולם, כלל זה, חרף שיקולי הפרגמטיות שבו, איננו משקף יעילות, שכן שליש (או מיעוט) מקרב קבוצה איננו מבטא את טובת הקבוצה כמכלול.¹³⁸ ואם כן – מה תועלת יש בו? אם אמנם המציאות האמפירית מצדיקה את חשש הסחטנות עקב העדר אלטרנטיבות עסקיות זמינות בשוק הישראלי, אנו מציעים לשקול לאמץ, תחת מנגנון "השליש התומך", את הכלל הדורש את הסכמת רוב מקרב בעלי-המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה, ולהשלימו באמצעות הוראת הכפייה הבין-קבוצתית, כפי שעשה המחוקק בעסקת המיזוג.

מנגנון "השליש התומך" הופעל על ידי המחוקק בהקשר נוסף בחוק. אחד מהשינויים שהנהיג החוק החדש הוא בביטול הוועדה הציבורית למינוי דירקטורים-מקרב-הציבור בחברה ציבורית.¹³⁹ תחת זאת קבע החוק כי דירקטורים חיצוניים ימונו על ידי האסיפה הכללית.¹⁴⁰ לשם ביטוי מעמדם של דירקטורים אלה כמייצגי אינטרס רחב וכגורם עצמאי ומאזן כנגד בעלי השליטה בחברה, דורש החוק את האישור הנפרד של קבוצת בעלי-המניות שאינם בעלי השליטה למינוי הדירקטורים החיצוניים המוצעים. ברם, לשם אישור מינויים על ידי הקבוצה האמורה, מסתפק המחוקק בתמיכת שליש מקרב קבוצה זו.¹⁴¹ בפסקה הקודמת חלקנו על עצם הרציונליות שבמנגנון השליש התומך ככזה. דברים אלה יפים אף בהקשר של מינוי דירקטורים חיצוניים, אך בכך לא סגי. לעניות דעתנו, בהקשר זה האחרון, בשונה מאישור עסקות חריגות עם בעלי-שליטה, ראוי היה לשמור על כלל ההסכמה הטהור של אישור מינוי הדירקטורים החיצוניים על ידי רוב מקרב קבוצת בעלי-המניות שאינם בעלי שליטה. ההחלטה העומדת על הפרק בהקשר זה שונה בתכלית מההחלטה בדבר אישור עסקת מיזוג או אישור עסקה חריגה עם בעל

137 ראו הערה 30 לעיל.

138 ראו גם גושן, הערה 16 לעיל, בעמ' 65.

139 ראו סעיפים 96ב(א) ו-96(ו) לפקודת החברות.

140 סעיף 239(ב) לחוק החברות. תפקודה של הוועדה בוטל על ידי החוק החדש, על רקע זאת ש"הוועדה שהוקמה מכוח [פקודת החברות] (המורכבת משופט, יו"ר רשות ניירות ערך ויו"ר הבורסה) התקשתה לעיתים לאתר קשרים בין המועמדים לכהונת דירקטורים לבין החברה, וכן נוצרו קשיים מינהליים במינוי דירקטורים". ראו דברי ההסבר לחלק שישי פרק ראשון סימן ו' להצעת חוק החברות, ה"ח תשנ"ו, בעמ' 82.

141 סעיף 239(ב)(1) לחוק החברות.

שליטה. תפקידם של דירקטורים חיצוניים הוא לחזק את מערך הפיקוח על הנהלת החברה ובכך לשרת את עניינם של מחזיקי ניירות הערך ככלל ושל מחזיקי ניירות הערך מהציבור בפרט. כאשר במינוי כאמור עסקינן, אין מדובר בשאלות של הערכת שווי עסקה והתמורה המשולמת בגינה. תוכן הנושא העומד להכרעה הוא שאלת טיבם, כישוריהם והתאמתם של המועמדים לתפקיד המיועד להם. בעניין זה אין חשש ממשי של סחטנות מצד הקבוצה שלידה נמסר כוח ההכרעה. העניין פשוט איננו רלוונטי. אם הקבוצה תתנגד למינויים המוצעים, יהיה זה מן הסתם על רקע ענייני בדבר חוסר התאמת המועמדים לתפקיד. ניסיון לחלץ לעצמם נתח תמורה נוסף מקבוצת בעלי-השליטה אין כאן. ענייניות החלטות קבוצת בעלי-המניות שאינם בעלי השליטה בהקשר זה משתלבת עם היות החלטות אלה יעילות. לפיכך, בהקשר זה ראוי היה למחוקק לדבוק בכלל הכרעה בין-קבוצתי הסכמי, הדורש את אישור רוב בעלי-המניות שאינם בעלי-השליטה.¹⁴²

ז. סיכום

החלטות רבות בהקשר התאגידי טעונות אישור של קבוצת מחליטים, יהיו אלו בעלי-המניות או הנושים. לא אחת, "קבוצה" זו אינה אלא הכלאה הטרוגנית של קבוצות-משנה הומוגניות. הכרעת הרוב תהיה יעילה רק אם תיערך בקרב קבוצות החלטת הומוגניות. הפתרון לבעיית ההטרוגניות היא בפיצול הקבוצה ההטרוגנית לקבוצות-משנה הומוגניות. ברם, פתרון וקוץ הסחטנות בו: בידי כל קבוצת-משנה מסור כוח וטו אסטרטגי, היכול לשמש מכשיר יעיל לחליבת יתר הקבוצות כתנאי להסכמתן. סחטנות זו היא עלות עסקה המייקרת את המשא ומתן, אך חמור מכך – היא עלולה לסכל מדעיקרא את עצם קיומם של משאים ומתנים ולדכא יוזמות עסקיות בעלות יעילות פוטנציאלית. דרך אפשרית למזעור עלות זו היא קביעה משפטית המסמיכה את אותן קבוצות המעוניינות בהחלטה לכפותה על הקבוצה המתנגדת (הסחטנית), תוך מתן אפשרות לקבוצה הנכפית להיזקק לסעד בבית המשפט. בהפעלת מנגנון זה מוחלפות הערכותיהם הסובייקטיביות של הצדדים את שווי העסקה בהערכתו האובייקטיבית של בית המשפט.

מאמר זה בחן את השפעותיו של כלל הכפייה הבין-קבוצתית על הצדדים לעסקת מיזוג חברות. גישתנו היא, שכאשר קיים חשש לסחטנות, יש בכוחו של כלל הכפייה הבין-קבוצתית לקדם משא ומתן יעיל בין הצדדים, מנוטרל ברובו מהתנהגות אסטרטגית. בעסקת מיזוג מוצעת קיים, לדעתנו, חשש סחטנות עקב קיומם של פרמטרים שונים. ראש וראשון לגורמים אלה הוא דרישת ההתאמה המערכתית בין החברות המתמזגות,

142 כאמור לעיל, ייתכן כי המחוקק חשש מבעיות פרגמטיות של חוסר שיתוף פעולה רציונלי מצד יתר בעלי-המניות, דבר שיכשיל הליכי מינוי אפקטיביים של דירקטורים חיצוניים. אולם, כאמור, לדידנו, בהעדר חשש של סחטנות, אין הצדקה של ממש לסטות מכלל ההסכמה.

דבר שבאופן ריאלי מנטרל ממציע העסקה את קיומן של חלופות עסקיות. לפיכך נוטים אנו לתמוך בעמדת המחוקק בסעיף 321 לחוק החברות, המאפשר את כפיית עסקת המיזוג על קבוצה מתנגדת. עם זאת, אנו ממליצים לסייג כלל זה ולא להחילו בעסקת מיזוג תמורת מזומנים, הנערכת בין חברת יעד לבין חברה רוכשת נטולת פעילות עסקית, שהוקמה על ידי חלק מבעלי המניות של חברת היעד ושעיקר קיומה הוא לצורכי רכישת מניותיהם של יתר בעלי המניות בחברת היעד. נוסף על כך, לטעמנו, לוקה הוראתו של סעיף 321 לחוק בכמה היבטים פרוצדורליים המפחיתים מאפקטיביות מנגנון הכפייה, ולפיכך הצענו תיקונים להיבטים פרוצדורליים אלה. הצעתנו העיקרית בעניין זה היא להגביל את סמכותו של בית המשפט לפסוק לטובת קבוצה מתנגדת מקרב בעלי-מניות פיצויים כספיים בלבד.

עוד בחן המאמר בקצרה את מידת ישימותו של כלל הכפייה הבין-קבוצתית בהקשרי הכרעה אחרים בחוק החברות, ואלה מסקנותינו: אף ביחס להכרעה בין-קבוצתית באסיפות סוגי מניות בחברה פרטית, מן הראוי היה לשקול לאמץ כלל הכרעה דיספוזיטיבי של כפייה בין-קבוצתית. בהקשר של עסקה חריגה עם בעל-שליטה בחברה ציבורית, אם המחוקק עצמו (עקב שיקולי פרגמטיזם) כבר סטה מכלל הכרעה הסכמי טהור לטובת כלל אחר (כלל "השליש התומך"), ראוי היה לשקול לאמץ אף כאן, באופן קוהרנטי, כלל הכרעה של רוב מקרב הקבוצה נטולת האינטרסים האישיים באישור העסקה, תוך הוספה של כלל הכפייה על קבוצה מתנגדת. לעומת זאת, בהקשר של מינוי דירקטורים חיצוניים לחברה ציבורית, דעתנו היא כי תוכן ההחלטה לגופו מנטרל כל חשש של סחטנות, ואם כן – אין מקום לאמץ בהקשר זה מנגנון של כפייה על הקבוצה המתנגדת או מנגנון של "שליש תומך".

דבר אחרון בטרם סיום: חוק החברות חוק חדש הוא. בהתאמה, עסקת המיזוג לפי דיני החברות בישראל חדשה אף היא. ממילא, לפחות בהקשר של עסקות מיזוג, בישראל אין לנו עדיין ניסיון אמפירי שיתמוך בעמדות שנקטנו במאמר זה ביחס לכללי ההכרעה השונים או שיסתור אותן. מבחנם האמיתי של כללי ההכרעה השונים הוא ביישומם בחיי המעשה. מכל מקום, הצלחתו של כלל הכפייה הבין-קבוצתית תימדד באי-הפעלתו בבת-המשפט. כלומר: ככל שימעטו המקרים שבהם יגיעו לדיון בבית המשפט צדדים לעסקת מיזוג אשר התגבשה תוך התנגדות אחת הקבוצות, כך תתחזק אמפירית הנחתנו כי עצם קיומו של מנגנון כפייה בין-קבוצתית מתמרץ בהצלחה את הצדדים למשא ומתן, תוך מזעור עלויות הסחטנות, ומוליכם לעסקה מוסכמת על כל הקבוצות. כאשר כך הם פני הדברים, וכל הקבוצות מסכימות בעקבות המשא ומתן לתנאי העסקה, אכן פועל כלל הכפייה הבין-קבוצתית את פעולתו הנעלמה: הצדדים הגיעו לעסקה מוסכמת תחת צלו של החוק.

