

מיזוג חברות בישראל

מאת

ד"ר ידידיה צ' שטרן

א. הקדמה. ב. יתרונות המיזוג; 1. אפיוני המיזוג; 2. המיזוג וטכניקות הרכישה האחרות; (א) מיזוג ורכישת כל הנכסים; (ב) מיזוג והצעות רכש; (ג) דרך-המלך – מיזוג; 3. המיזוג ומטרות הרכישה; (א) מטרות שהשגתן איננה תלויה בטכניקת הרכישה; (ב) מטרות המושגות על-ידי הצעות רכש; (ג) מטרות המושגות על-ידי מיזוג; (ד) סיכום. ג. טכניקות למיזוג חברות; 1. מיזוג מקוצר (Short Form Merger); 2. מיזוג משולש (Triangular Merger); 3. מיזוג משולש הפוך (Reverse Triangular Merger); 4. מיזוג חילוט (Freezeout Merger); 5. מיזוג חילוט משלים (Second Step Freezeout); 6. סיכום. ד. המיזוג ודיני-החברות בישראל: 1. "מיזוג" ישראלי-מנדטורי; (א) פשרה או הסדר; (ב) רכישת מניות המתנגדים; 2. ייחודו של המיזוג; (א) הפסקת השקעה כפויה; (ב) היעלמות האישיות המשפטית; 3. התאמת מתות ההסדר; (א) הדימוקרטיה בחברה; (ב) הדימוקרטיה ומיזוג חברות בארצות-הברית; (ג) הדימוקרטיה ומיזוג חברות בישראל; (ד) חיסול ללא פירוק. ה. סיכום.

א. הקדמה

רכישת חברות יכולה להתבצע תוך שימוש באחת מטכניקות-הרכישה העיקריות הבאות: רכישת נכסים, הצעת רכש ומיזוג חברות¹. בישראל קיימת המסגרת החוקית לרכישת

1. מקובל בישראל, כי השתלטות על חברה יכול שתיעשה באמצעות איסוף מניותיה באופן הדרגתי בשורה של עסקאות שאינן תלויות זו בזו. המעוניין ברכישת החברה מתקשר דרך הבורסה או מחוץ לכותליה עם בעלי-המניות ומגיע עמם להסכמים נפרדים, שתנאיהם אינם בהכרח זהים, לרכישת המניות שבבעלותם. פרקטיקה זו לרכישת חברה איננה רצויה, באשר היא יוצרת מצב לקוי של אי-ודאות בדבר סיכויי של הרוכש להשיג את השליטה בחברה. אי-הוודאות מעמידה בפני כל בעל-מניה את החשש שמא על-אף התנגדותו להצעה ישיג הרוכש את מטרותו באמצעות עסקאות אחרות ובכך יהפוך את מניותיו-שלו למניות-מיעוט בעלות ערך נחות; או, שמא, במקרה של חברה ציבורית, האיטוף יוליך להקטנה דרמטית של סחירות המניות עד כדי מחיקתן מן המסחר. חששות אלה עלולים

חברות בדרך של רכישת נכסים ובדרך של הצעת רכש, אך אין אפשרות לקיים מיזוג בין חברות.² החסרון בדיני החברות הישראליים בולט לעין נוכח העובדה כי מיזוג מקובל בעולם כדרך הנפוצה ביותר, הן מבחינת מספר העסקאות והן במונחים של ערך הנכסים הנרכשים, לרכישת חברות.³ מטרת מאמר זה לבחון את הצורך ואת האפשרות לאימוץ הסדר למיזוג חברות כחלק מהדין הנוהג בישראל.

בפרק ב, לאחר שיאופיין התהליך המשפטי של מיזוג חברות כהוראתו בשיטות המשפט של המדינות המתועשות, אטפל בשאלה הבסיסית של הצורך בגיווןן של הטכניקות לרכישת חברות. אנתח את יתרונות הרכישה בדרך של מיזוג על שאר דרכי הרכישה משני היבטים: בסעיף ב.2. אתמקד בבחינה השוואתית של שלוש הטכניקות המשפטיות לרכישה ואבהיר מדוע הטכניקה החסרה בדין הישראלי – טכניקת המיזוג – היא טכניקת הרכישה היעילה, הנוחה והעדיפה ביותר. בסעיף ב.3. תיבחן אותה שאלה מזווית-הראייה של המגיעים לרכישה ויובהר כי המיזוג אינו רק הדרך האלטרנטיבית היעילה ביותר לרכישת חברות, אלא הוא גם הדרך היחידה להשגת חלק חשוב של המגיעים החיוניים לרכישת חברות.

מיזוג חברות הוא שם קבוצתי המאגד תחתיו משפחה שלימה של פעילויות עסקיות. במסגרת זו לפרק ג מטרה משולשת: ראשית, הוא יתאר מגוון של טכניקות שונות המקובלות בשיטות-משפט זרות לעריכת מיזוג. שנית, אגב הדיון בטכניקות-המיזוג, ייחשפו שימושים שונים שהשוק יכול לעשות במיזוג חברות מעבר למטרתו המקורית, כטכניקת-רכישה המאחדת את פעילותן הכלכלית של שתי חברות. שלישית ועיקר, ניתוח הצרכים שהביאו ליצירת אינווסטר הטכניקות המאלתרות על נושא המיזוג יבהיר איך ניתן להתגבר על מרבית חסרונותיו של המיזוג, יחסית לשאר דרכי הרכישה, מבלי לאבד את יתרונותיו הברורים.

לאור יתרונותיו של המיזוג יש לתמוך על עובדת אי-הכללתו בדין הישראלי הנוהג. בשאלה זו יטפל פרק ד. ראשית, בסעיף ד.1. אנמק מדוע – לדעתי – ההסדרים המשפטיים המתוארים בסעיפים 233, 234 ו-236 לפקודת החברות הישראלית – הסדרים העשויים להביא לתוצאה העסקית של רכישת חברה והמכונים לפרקים "מיזוג" – אינם יכולים

לעוות את תהליך קבלת ההחלטות של בעלי-המניות ולגרור אותם להיענות להצעת הרוכש על-אף שלדעתם אין העסקה כדאית. מסיבה זו מומלץ לאסור על רכישת השליטה בחברה בדרך של איסוף מניות. ראה בבצ"ק ופרוקציה, "רכישת חברות" עיוני משפט יג (תשמ"ח) 71, 90-91.

2. פקודת החברות [נוסח חדש], תשמ"ג-1983, דיני מדינת ישראל (נוסח חדש) 37, 761 (להלן: הפקודה) משתמשת בסעיף 234 במונח "מיזוג". ברם, כפי שיוסבר להלן, אין לזהות את ההסדר המתואר בסעיף ה"ל", כמו גם בסעיפים הסמוכים לו, עם ההסדר של מיזוג החברות כהוראתו במאמר זה, באשר שני ההסדרים עוסקים במקרים הנבדלים זה מזה בטכניקה משפטית, בתוצאה עסקית ובהיקף תחולתם.

3. ראה (1985) 94-90, 1984, *W.T. Grimm & Co., Mergerstat Review*.

4. מניע חיובי לרכישה הוא מניע שהגשמתו תיצור ערך כלכלי חדש שלא היה בא לעולם אילו לא הרכישה. ראה שטרן, "רכישת חברות – המגיעים והערכתם", עומד להתפרסם במחקרי משפט ת (תש"ן) וכן ראה סעיף ב.3 להלן.

לשרת את המשק הישראלי בהשגת יעדי המיזוג, כהוראתו במאמר זה. לאחר-מכן, בסעיף ד.2. ייבחן ייחודו המשפטי של המיזוג יחסית לכללי-היסוד של דיני-החברות הישראלים – ייחוד המסביר את חוסר יכולתה של השיטה המשפטית לפתח פרקטיקה של מיזוג בלא התערבות חקיקתית. ברם, כפי שיוסבר בסעיף ד.3., ייחודו של המיזוג אינו עומד בסתירה שבמהות לעקרונות-היסוד של הדינים הנוהגים בישראל, ולכן – לדעתי – אימוצו של הסדר מיזוג בחוק הישראלי אינו דורש שינוי עמדות-יסוד של הדין הנוהג. במלים אחרות: עלותה של חקיקה מודרנית אשר תסדיר את הנושא של מיזוג חברות בישראל, במונחים של התאמה לשיטה הנוהגת, היא זולה. לפיכך מאמר זה ממליץ על הינתקות מגישתו השמרנית של המחוקק המנדטורי לנושא של רכישת חברות וקורא להרחבת משפחת האמצעים המשפטיים העומדים לעומדים לרשות הסוחרים בשוק השליטה בחברות בישראל, באמצעות חקיקתו של הסדר משפטי למיזוג חברות בדיון הישראלי.

ב. יתרונות המיזוג

ניתוח מגבולותיהן של דרכי הרכישה הנוהגות בישראל, יחסית לדרך הרכישה המוצעת, יבהיר את היתרונות הצפויים למשק הישראלי מאימוצו של הסדר משפטי למיזוג חברות.

1. אפיוני המיזוג

לפני בחינת יתרונותיו של המיזוג, יש לאפיינו. מיזוג הוא טכניקה משפטית המאפשרת למסדות המוסמכים של החברה המוכרת ושל החברה הרוכשת להגיע להסכמה בדבר תנאי מכירתן של כל מניות החברה המוכרת לחברה הרוכשת. עם ביצועה של החלטת המיזוג מתאיינת האישיות המשפטית של החברה המוכרת והיא נבלעת בחברה הרוכשת. תחת שתי החברות הנפרדות בעלות האישיות המשפטית העצמאית, הקיימות זו בצד זו ערב המיזוג, שורדת, עם סיומו, רק חברה אחת בעלת אישיות משפטית אחת. הפסקת קיומה המשפטי של החברה המוכרת מתרחשת כתוצאה ישירה של הליכי המיזוג ללא נקיטת הליכי פירוק פורמליים⁵. במסגרת העסקה מועברים באופן אוטומטי, כעניין שבחוק⁶, כל נכסיה והתחייבויותיה של החברה המתאיינת⁷ – מאגר שלם ובלתי-מוגדר

5. ראה סעיף ד.2(ב) להלן.

6. ראה, למשל, Del. Code Ann. Title 8 s. 259 (1983 & Supp. 1986); N.Y. Bus. Corp. Law s. 906 (Mckinney 1986).

7. החברה המתאיינת תכונה במאמר זה החברה המוכרת, החברה הנרכשת או חברת-המסרה. המונח "חברת-מסרה" מרמז על השתלטות עוינת, שבה החברה נשוא ההשתלטות, או נציגיה למשא ומתן, אינם מעוניינים בביצוע העסקה. לעומת זאת, מיזוג הוא עסקה ידידותית במובן זה שהנהלת החברה ואסיפתה הכללית מסכימים לתנאיו ומאשרים את ביצועו. אף-על-פי-כן, בחינת מהותו של המיזוג מניעה אותי להשתמש במונח "חברת-מסרה" לתיאור החברה הנבלעת במיזוג. ראשית, על-אף אופי

של זיקות משפטיות – לחברה השורדת⁸. החברה השורדת איננה יכולה לברור בין זיקות משפטיות שברצונה לקבל על עצמה ובין זיקות משפטיות מכבידות שאינן רצויות לה. זאת ועוד: אף אם ערב המיזוג החברה הרוכשת, באשמתה או שלא באשמתה, איננה צרה לקיומן או להיקפן של זיקות משפטיות מסוימות – אין היא רשאית להתנער מהן לאחר ביצוע העסקה. הסדרי המיזוג, השמים לעצמם כמטרה את הגנת האינטרסים של נושי החברה המתאיינת, קובעים כי על החברה הרוכשת להיכנס באופן מושלם – ללא כל יוצאים-מן-הכלל וללא שום הגנה משפטית שמקורה בהסדר חוקי או חוזי – לנעליה המשפטיות של החברה המתאיינת.

התמורה במיזוג נקבעת במשא-ומתן מסחרי הנערך בין הנהלות שתי החברות והיא מועברת ישירות לבעלי-המניות בחברה המוכרת. התמורה יכולה לכלול מניות בחברה הרוכשת, מזומן, אגרות-חוב, או כל תמורה אחרת. לסוג התמורה יש השלכות על כל המעורבים בעסקה השורדים לאחר השלמתה, קרי: בעלי-המניות בחברה הרוכשת⁹, החברה הרוכשת גופה¹⁰ ובעלי-המניות בחברה המוכרת¹¹. סוג התמורה מכריע גם בשאלת תחולתם של הסדרי-חקיקה שונים, דוגמת חוקי ניירות-הערך או חוקי המיסוי, על היבטים מסוימים של העסקה¹².

חוקי המיזוג הטיפוסיים קובעים פרוצדורה מדוקדקת, המשתנה בפרטים משיטה משפטית אחת לחברתה, שלפיה יש לערוך את העסקה. ככלל, מקובל כי על הסכם-

ההסכמי של המיזוג, הוא עלול להתבצע בתנאים הפוגעים באינטרסים הכלכליים של בעלי-המניות, מקצתם או כולם, בחברה המוכרת ובמובן זה יש בו יותר מאשר ניחוח של עוינות. לתיאור סכנות אלה ראה שטרן, "הגנת בעלי המניות במיזוג חברות" עומד להתפרסם במשפטים כ' (תש"ן), פרק 2. שנית, המיזוג משמש לעתים כשלב בתוכנית ההשתלטות עוינת. ראה להלן, סעיף 5.1.

8. החברה השורדת במיזוג תכונה החברה הקונה, החברה הרוכשת או החברה התוקפת.
9. מנקודת-הראות של בעלי-המניות בחברה הרוכשת, כאשר התמורה במיזוג היא מקצת ממניות החברה הרוכשת, עלות העסקה היא דילול כוחם בחברה. היינו: תמורת רכישת השליטה המלאה בחברה המטרה בעלי-המניות בחברה התוקפת מאבדים חלק מהשליטה בה. לעומת זאת, כאשר התמורה משולמת במזומן, מסולקים בעלי-המניות בחברה המטרה מכל מעורבות שהיא בשתי החברות.
10. מנקודת-הראות של החברה הרוכשת, כאשר התמורה במיזוג משולמת במניותיה, החברה איננה משולמת כנס בעל ערך עצמאי, אלא מוציאה ניירות המייצגים תביעה נגדה. היינו: ערך החברה הרוכשת – כמנחים של הערך הכולל של נכסיה – גדל עקב המיזוג. לעומת זאת, כאשר התמורה משולמת במזומן, החברה הרוכשת מוותרת על נכס (כסף) ומקבלת תמורתו נכס אחר (מניות-המטרה) שבתנאי שוק רגילים הוא שווה לו בערכו, ולכן גודלה הכולל של החברה איננו מושפע מהעסקה.
11. מנקודת-הראות של בעלי-המניות בחברה המוכרת, כאשר התמורה המשולמת להם במיזוג היא מניות החברה הרוכשת, משמעות המיזוג היא המשך השקעתם תוך שינוי אפשרי באופיה. לעומת זאת, כאשר התמורה במזומן, המיזוג כמוהו כמימוש השקעתם בחברה. הבדל זה עשוי להיות רב-חשיבות בשוק שחלים עליו חוקי מיסוי המבחינים בין החלפת השקעה לבין מימושה והרואים במימוש השקעה, אך לא בהחלפתה, אירוע בר-מיסוי. כמו-כן, סוג התמורה ישפיע גם על הדרך שבה יתייחסו דיני ניירות-הערך לעסקה. כשהתמורה היא במזומן, אין צורך בחשיפת מידע רב על החברה הרוכשת, כיוון שבעלי-המניות המוכרים אינם משקיעים בה; לעומת זאת, כאשר התמורה היא במניות, בעלי-המניות המוכרים משקיעים את הונם במניות החברה הרוכשת ולכן הם ראויים להגנת חוקי ניירות-הערך.
12. ראה לעיל, הערה 11.

המיזוג להיות מאושר הן על-ידי הדירקטוריונים של שתי החברות¹³ הן על-ידי בעלי-המניות¹⁴. רק עם הגשת חוזה-המיזוג החתום על-ידי האורגנים המוסמכים של שתי החברות לרשויות המתאימות, ובכנס המיזוג לתוקפו. הדרישה לאישורה של העסקה על-ידי הגופים האמורים בשתי החברות היא רבת-משמעות. היא מפקיעה מידי בעל הרכוש המועבר בעסקה – בעלי-המניות היחיד – את יכולת ההכרעה באשר לעתיד השקעתו בחברה ומעבירה יכולת זו לממסדה של החברה המוכרת¹⁵. בכך מתעורר בהקשרה של עסקת-המיזוג המתח הבסיסי המאפיין את דיני-החברות המודרניים, המתח בין השליטה בחברה לבעלות בה. כך, למשל, שיתופו של הממסד השולט בחברה בתהליכי המיזוג יאפשר לבעלי-המניות לנהל משא-ומתן יעיל יותר כגוף מאורגן הנתמך במומחיותם ובמקצועיותם של נציגיו. מנגד, נטילת יכולת ההכרעה מבעלי-המניות חושפת אותם לחשש המתעורר בכל מקרה שבו מועבר הכוח לידי נציג¹⁶.

לפיכך ניתן לאפיין את המיזוג, בקליפת-אגוז, כצורת רכישה הסכמית – משום שהיא תולדתו של מסמך חוזי החייב לקבל את אישורם של האורגנים המרכזיים בחברות המהוות צדדים לו¹⁷, וטוטלית – משום שהחברה הרוכשת משיגה שליטה מלאה (100%) בחברה המוכרת, משום שהחברה המוכרת נעלמת כליל עם השלמת העסקה, ומשום שכל הזיקות המשפטיות של החברה המוכרת כלפי צדדים שלישיים מועברות לחברה הרוכשת.

2. המיזוג וטכניקות הרכישה האחרות

השוואת טכניקת המיזוג עם טכניקות משפטיות אחרות שמטרתן זהה – רכישת חברה – מבהירה את אופיו המיוחד של המיזוג.

13. תלוּקת הסמכויות בין האורגנים השונים של החברה – תלוּקת המקובלת בדיני-החברות – תלוּקת גס על דרכי קבלתה של החלטת מיזוג בחברה הרוכשת ובחברה המוכרת. עריכת המשא-ומתן על תנאי העסקה מצויה בסמכותן של הנהלות-החברות, ואילו אישורו מסור לידי מועצות-הדירקטורים האמורות לפקח על הנהלות. ברם, כדי לפשט את הדיון כאן אנו, כי האינטרסים של שני האורגנים הללו זהים ולכן לא אבחנו ביניהם. לפיכך, במאמר זה, המונחים "הנהלה" ו"מנהלים" יתפרשו ככוללים גם את מועצת-הדירקטורים והדירקטורים.

14. ראה, למשל, (1984) S. 11.03, 12.02 (R.M.B.C.A.) Revised Model Business Corp. Act (Del. Code Ann. Title 8 s. 251, 271 (1983 & Supp. 1986)).

15. ראה להלן, סעיף ד. 2(א).

16. ראה להלן, בסקסט שלאחר הערה 86.

17. לצורכי מאמר זה, המדד היחיד לקביעת אופיה ההסכמי של טכניקת רכישת חברה הוא ההזיקות לתגובתה של חברת-המטרה לעסקה. לפיכך טכניקת-רכישה שאיננה מתחשבת בעמדת החברה המוכרת אלא פונה ישירות למשקיעים בה, איננה טכניקה הסכמית. במלים אחרות: טכניקת-רכישה יכול שתהא הסכמית על-אף שאפשר לכפותה על בעלי-המניות האינדיבידואליים בחברה ובלבד שאורגני חברת-המטרה צריכים להעניק אישורם לה. ולהיפך: טכניקת-רכישה לא תסווג כהסכמית אף אם כל בעלי-המניות האינדיבידואליים נעתרים לה אם ביצועה איננו מותנה בהצגתה לאישורו של ממסד חברת-המטרה.

(א) מיזוג ורכישת כל הנכסים

עסקה לרכישת כל הנכסים של חברה דומה למיזוג בכך, שהצדדים לה הן החברות עצמן ולא בעלי-המניות. תנאי שני סוגי העסקאות הללו מסוכמים במשאומתן בין הנהלות החברות המהוות צדדים להן, ולכן שתייהן "ידידותיות" למסדר השולט בחברות ערב העסקה. ברם, מיזוג שונה מרכישת נכסים בהיבטים רבים:

ראשית, להבדיל ממיזוג, כאשר חברה מוכרת את כל נכסיה לחברה הרוכשת אין קיומה המשפטי מתערער. החברה המוכרת, לאחר שמכרה נכסיה, רשאית לבחור אם להמשיך להתקיים או – וזה המקרה הרגיל – להתפרק מרצון. אם החברה בוחרת באפשרות הראשונה, ברור שעצם החלפת נכסי החברה בנכס אחר שיתקבל כתמורה בעסקה אינה פוגעת בעצמאותה המשפטית. במקרה זה העסקה משנה את הבסיס הכלכלי של החברה ואולי אף פוגעת בהצדקה להמשך קיומה, אך אין היא משנה את המציאות המשפטית. יתירה מזו: גם אם מחליטה החברה לתכופ את פירוקה למכירת הנכסים, ולחלק את התמורה שנתקבלה עבור הנכסים כדידינוד פירוק לבעלי-המניותיה – על אף שתוצאת ההתרחשות העסקית דומה לתוצאה של רכישת חברה, בעצם עסקת-המכירה אין כדי לפגוע באישיותה המשפטית של החברה המוכרת¹⁸.

שנית, במקרה של רכישת נכסים, מועברים לחברה הרוכשת רק הנכסים וההתחייבויות הכלולים במפורש בחוזה שבבסיס העסקה. בניגוד למיזוג, החברה הרוכשת איננה נכנסת לבעליה המשפטיות של החברה המוכרת ביחסיה עם צדדים שלישיים לעסקה. לפיכך, אם נתברר לאחר השלמת העסקה, כי לחברה המוכרת נכסים או התחייבויות שלא פורטו בהסכם, אין הם מזכים או מחייבים, בהתאם לעניין, את החברה הרוכשת.

שלישית, בניגוד למיזוג, עסקה לרכישת כל הנכסים אינה מהווה עסקה לרכישת חברה מבחינה משפטית. רכישת נכסים מעבירה את הבעלות בנכסי החברה המוכרת, ואילו המיזוג מעביר את הבעלות במניותיה. לכך השלכות שונות: התמורה בשתי העסקאות משולמת לבעלי הרכוש המועבר בהן. לפיכך, מאחר שבמיזוג הרכוש המועבר הוא מניות, התמורה בשקלת ישירות לידי בעלי-המניות. לעומת זאת, ברכישת נכסים, שבה הרכוש המועבר הוא נכסי החברה, התמורה עבדס משולמת לקופת החברה המוכרת. כמורכן, מטבע הדברים, אין לחוקי ניירות-ערך תחולה על עסקה לרכישת נכסים; ואילו עסקת-מיזוג, כיוון שהיא עוסקת בהעברת בעלות במניות, תהיה כפופה למערך חקיקתי זה. זאת ועוד: עסקה לרכישת נכסים איננה מפסיקה, כשלעצמה, את ההשקעה של בעלי-

18. שמירת קיומה המשפטי של החברה המוכרת בעסקת רכישת הנכסים עשויה להיות יתרון כאשר קיים ערך כלכלי לשמה המסחרית, למניסין שלה, לחווים שברשותה שאינם ניתנים להעברה וכדו'. מנגד, כאשר אין ערך עצמאי לקיומה של החברה המוכרת, השמירה על קיומה המשפטי עלול להיות בטל כלכלי. כדי לחסל את עסקי החברה ולחלק את תמורת העסקה בין בעלי-המניות, תיאלץ החברה לערוך תהליך פורמלי הצורך זמן ומשאבים של פירוק ולהשיב לתביעות שונות שתוצגנה במהלכו.

המניות בחברה המוכרת. לעומת זאת, במיזוג, עצם העסקה מפסיק את השקעתם בחברה המוכרת¹⁹. נוסף על כך, מאחר שברכישת נכסים לא נמכרת הבעלות במניות החברה, אין לעסקה נגיעה במערך השליטה בחברה המוכרת ולכן – בניגוד למיזוג, שבו מגוּשֵׁל מִמָּסֵד החברה המוכרת מעמדתו – אין לרכישת הנכסים השפעה על מעמד המנהלים בחברה המוכרת.

כל ההבדלים שנמנו עד כה מדגישים את חוסר־הזהות שבין שתי העסקאות הידידותיות לחברה המוכרת. אין הם קובעים יתרון החלטי של אחת מהטכניקות על־פני רעותה, אלא הם מאפשרים ליוזמי העסקה את הגמישות שבבחירה בין שתיהן, כאשר עקב נסיבות העסקה ההבדלים בין שתי הטכניקות מצביעים על עדיפותה של אחת מהן²⁰. המקרה הבולט ביותר שבו תעדיף החברה הרוכשת את הטכניקה של רכישת כל הנכסים על המיזוג הוא תולדה של העובדה שבמיזוג החברה הרוכשת מקבלת את כל הזיקות המשפטיות של החברה המוכרת ללא הבחנה, בעוד שברכישת נכסים היא כפופה רק להתחייבויות שקיבלה על עצמה במפורש. מנקודת־ראותה של החברה הרוכשת, מאפיין זה של המיזוג עלול לעתים להוות מגבלה משום שהיא עלולה למצוא את עצמה כבולה לא רק בהתחייבויות הידועות של חברת־המטרה, אלא גם בהתחייבויות קיימות שחברת־המטרה לא דיווחה עליהן בשוגג או מתוך כוונת מרמה, בהתחייבויות מותנות או בהתחייבויות עתידיות צפויות או בלתי־צפויות.

יחד עם זאת, הגיסיון המצטבר בשיטות־המשפט הזרות ובישראל מלמד כי המקרים שבהם הצדדים בוחרים להשתמש בטכניקה של רכישת כל הנכסים הם מועטים יחסית. מסתבר, כי הסיבה המרכזית לחוסר־הפופולריות היחסי של עסקאות לרכישת כל הנכסים, נעוצה בעובדה שהוצאות העסקה של דרך רכישה זו הן בדרך־כלל גבוהות מאוד. רכישת כל הנכסים של החברה המוכרת איננה נערכת בהעלם אחד של חתימה על חוזה יחיד, אלא בדרך־כלל היא מחייבת את הצדדים לערוך הסכמים מפורטים נפרדים אשר יטפלו בהעברת הבעלות בכל אחד מהנכסים וההתחייבויות, המועברים לחברה הרוכשת. במיזוג, לעומת זאת, עלות ההוצאות המשפטיות הנובעות מהכנת ההסכמים הנפרדים לרכישת כל נכסי החברה והתחייבויותיה, ועלות הוצאות ההערכה הנדרשת באופן נפרד לגבי כל אחד מנכסים ומהתחייבויות אלה נחסכת, כיוון שהמיזוג מעביר את כל החברה כמקשה אחת לידי החברה הרוכשת²¹. נוסף על כך, אחת מתכונותיו המיוחדות של המיזוג היא הזריזות, החיסכון והיעילות שבה מושג פירוקה של החברה המוכרת. לעומת זאת,

19. אם התמורה במיזוג היא במזומן, נפסקת השקעתם סופית; ואילו אם התמורה היא מניות החברה הרוכשת, השקעת בעלי־המניות רק משנה את צורתה. ראה לעיל, הערה 9.

20. נוסף על כך, בחירת הצדדים בסוג העסקה תושפע ללא ספק מהתייחסותם של חוקי המס, ניירות־הערך, התגבלים העסקיים וכללי החשבונאות לשתי העסקאות.

21. מכירת החברה כעסק חי (Going concern) וכחטיבה כלכלית אחת מייטרת לעתים את הצורך בהערכה נפרדת של כל אחד מנכסי החברה. תחת זאת, הצדדים מעריכים את שוויה הכולל של החברה תוך הסתמכות על פרמטרים כלכליים אחרים.

ברכישת נכסים החברה חייבת לעבור את מסכת-הייסורים הארוכה וצורת המשאבים של פירוק פורמלי של החברה לפי הסדרים הנוהגים בשיטת-המשפט שלנו. לפיכך ניתן לסכם ולקבוע, כי בנסיבות רגילות פשוטות של עסקת-המזוג וחסכוניות מקנים לה יתרונות יעילות ברורים על-פני עסקה של רכישת נכסים, ולכן בדרך-כלל כאשר חברה מעוניינת להשתלט באופן ידידותי על רכוש של חברה אחרת, היא תעדיף לבחור בדרך המזוג. רק במקרים מיוחדים, שהבולט שבהם הוא המצב שבו לחברה הרוכשת בסיס לחשש מפני תוכנה של תיבת-הפנדורה המשפטית הנרכשת במזוג, החברה הרוכשת עשויה להחליט לוותר על החיסכון הניכר בהוצאות העסקה ולהעדיף את רכישת הנכסים הבזבזנית, אך הנעשית ברמת ביטחון גבוהה ביותר²².

(ב) מיזוג והצעת רכש

הצעת רכש נבדלת ממיזוג ומרכישת כל הנכסים בכך שאין היא ממוענת לחברת-המטרה, אלא היא פונה ישירות לבעלי-מניותיה של חברת-המטרה. מכך עולה כי ההצעה איננה זקוקה להכשרתה על-ידי אישורם של אורגני חברת-המטרה²³, ולכן אין היא חייבת להיות מבוססת על משא-ומתן בין הנהלות שתי החברות, אלא יכולה להיות תוצאתו של שיקול-דעתה המסחרי של החברה הרוכשת. עקב מאפיינים אלה נהוג להתייחס להצעת הרכש כאל הצעה "עוינת" לאינטרסים של הנהלת חברת-המטרה.

הצעת רכש היא הצעה פומבית המבקשת לשדל את בעלי-המניות בחברת-המטרה למכור את מניותיהם לחברה הרוכשת במחיר אחיד תוך פרק-זמן נתון, בכפיפות לתנאים שונים המפורטים בה. ההצעה מגשימה את מטרותיה אם בעלי-המניות הנעתרים לה מייצגים אחוז גבוה דיו של בעלות בחברה כדי להעניק לחברה הרוכשת שליטה בה²⁴. מימושה של הצעת רכש, בניגוד למימושו של המיזוג, איננו פוגע בקיומה המשפטי של החברה שמניותיה נמכרות.

מנקודת-ראותה של החברה הרוכשת יוזמת העסקה, למיזוג יש יתרונות חשובים על-פני הצעת הרכש. ראשית, אופיו הידידותי של המיזוג, שבו הנהלת החברה המוכרת משתפת פעולה עם תוכנית הרכישה, מגדיל את הסיכוי שבעלי-המניות יאשרו את

22. זהו המקרה השכיח ביותר להעדפת רכישת נכסים, אך לא המקרה היחיד. כך, למשל, בשיטת-משפט המתמייחסת לרכישת נכסים כאל פעולה עסקית רגילה שאישור המשקיעים בחברה הרוכשת איננו תנאי הכרחי לקיומה, יש לרכישת הנכסים יתרון על-פני המיזוג, הדורש אישור כזה, אם החברה הרוכשת מסופקת בדבר תוצאות הצבעתם של בעלי-המניות. כמו-כן, כאשר החברה הרוכשת היא חברה ציבורית רבת-משקיעים, עלות ההצבעה באסיפה הכללית, הנדרשת במקרה של מיזוג, עלולה להיות משמעותית עד כדי קיומו היתרונות העולים מהחיסכון שבהוצאות העסקה במיזוג.

23. לדעה אחרת ראה להלן, הערות 91 ו-92.

24. המונח "שליטה" איננו מוגדר בפקודה. כמה חוקים ישראליים, כמו גם חוקים שונים בארצות אחרות, מגדירים את המונח בדרכים מגוונות. לצורך הדיון כאן "שליטה" לא תוגדר באופן כמותי, אלא תיוחס למי שיש לו השפעה מכרעת, באופן ישיר או עקיף, על ניהול החברה או על מדיניותה.

העסקה. לעומת זאת, בהצעת רכש, התנגדות ההנהלה עלולה להעמיד בסימן של אי-ודאות את הצלחתה של רכישת השליטה. בעלי-המניות שמניותיהם מבוקשות יהססו להיעתר להצעת רכש שנוצגת ליד הגה החברה אינם מסכימים לה. לכן בדרך-כלל החברה הרוכשת תעדיף לפנות תחילה לדרך הבטוחה יותר – לדרך המיזוג. כמובן, אופי הידידותי של המיזוג מאפשר לחברה הרוכשת לערוך את העסקה במידה גדולה יותר של ודאות לא רק ביחס לעצם קיומה, אלא גם ביחס לתוכנה. במיזוג, החברה הרוכשת מנהלת משא-ומתן עם הנהלת החברה המוכרת, ובמסגרתו, כמו בכל משא-ומתן מסחרי רגיל, היא תוכל, כתנאי להשתתפותה בעסקה שבה חפצה, לכאורה, החברה המוכרת, לבקש פרטים על מצבה המסחרי של החברה המוכרת. חברה רוכשת הפונה לדרך המיזוג בהגית בדרך-כלל מניסיונות לדו"חות פנימיים של החברה הנרכשת, למפעלי החברה, לטכנולוגיות-הייצור שלה ולאנשי-מפתח בה, כך שבחירתה לרכוש את החברה, כמו גם תג המחיר שהיא בוחרת לשים עליה, נעשים באופן מושכל על בסיס מאגר נתונים סביר. לעומת זאת, בהצעת רכש אין שיתוף-פעולה בין ממסד חברת-המטרה ובין החברה הרוכשת כיוון שחברת-המטרה מתנגדת לרכישה. כתנאי העוינות שבהם מתנהלת בדרך-כלל הצעת הרכש, נחסמת בפני החברה הרוכשת הדרך המרכזית לאיסוף נתונים על נשוא העסקה והיא נאלצת לבסס את המחיר המוצע בהצעת הרכש על מידע פומבי או על הערכות מסחריות.

למיזוג יתרונות נוספים: בהצעת רכש אין להגית שהחברה הרוכשת תשיג את מלוא השליטה בחברת המטרה²⁵, כיוון שקטנה מאוד הסבירות שהצעה שתנאיה אחידים תענה על תוכניות ההשקעה של כל אחד מפרטיו של ציבור מגוון של משקיעים בעלי צרכים, הערכות מסחריות, תיקי-השקעות וטמפרמנט אישי שונים. לפיכך כל חברה הפונה לדרך רכישה של הצעת רכש חייבת לקחת בחשבון את העובדה, שגם אם היא תצליח במשימתה לרכוש את השליטה בחברת-המטרה, עדיין יהיה עליה לנהל את החברה שבשליטתה תוך התחשבות בשותפיה להשקעה – ציבור בעלי-מניות המיעוט²⁶. לעומת זאת, אם החברה הרוכשת מעוניינת בהשגת השליטה המלאה בחברה, משום שהיא מעוניינת כי פעולותיה בעתיד לא ייחשפו לביקורת ציבורית ומשפטית על-ידי טענותיו של מיעוט מסריח, יהיה עליה לבצע את הרכישה בדרך של מיזוג. זאת ועוד: מאחר שמיזוג נערך במשא-ומתן בין הנהלות, ניתן לשמור את יוזמת הרכישה הרחק מידיעת הציבור לאורך תקופה ארוכה. לעומת זאת, בהצעת רכש נסיון ההשתלטות נפתח בפנייה פומבית לכל בעלי-המניות, ולכן השוק בכללותו מודע מיידית לנסיון הרכישה ולפרטי תנאיו. שיתוף השוק במידע על

25. ראה Bebchuk, "Towards Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers" 98 Harv. L. Rev. (1985) 1693, 1714, n. 58.

26. גם המונח "מיעוט" לא יוגדר כאן באורח כמותי, אלא הוא השם שבו יכונה ציבור בעלי-המניות אשר איננו יכול לנבש תמימות-דעים לפעולה משותפת לצורך הפעלת השפעה מכרעת על ניהול החברה או על עיצוב מדיניותה.

האפשרות הפוטנציאלית שהחברה הרוכשת רואה בחברת-המטרה עלול או עשוי, תלוי בנקודת-המבט, לגרום להתפתחותו של מכרז על מניותיה על-ידי הגשתן של הצעות רכש נגדיות; בעוד ששמירת האינטימיות של דבר המיזוג באפולולית חדרי-ההנהלות עד לרגע בקשת אישורם של בעלי-המניות מקטינה את סיכויי התפתחותה של תחרות על מניות-המטרה. לכן, כאשר צפויה תחרות על מניות-המטרה, החברה הרוכשת עשויה לבחור במיזוג כטכניקת-רכישה עדיפה.

החברה הרוכשת תוותר על שלל היתרונות שהמיזוג מעניק לה, ותיזום רכישה בטכניקה של הצעת רכש, רק כאשר מגבלותיו של המיזוג לא יאפשרו לה שימוש בו או כאשר אין הוא מתאים לצרכיה המיוחדים. בקטיגוריה זו בולטים במיוחד המקרים הבאים: ראשית, תפקידה הישיר והקונסטרוטיבי²⁷ של הנהלת החברה המוכרת במיזוג (כמו גם ברכישת כל הנכסים) עלול לשמש אותה כאמצעי לבלימת כל ניסיון, אף אם יש בו הזדמנות כלכלית לבעלי-המניות בחברה המוכרת, לרכישת החברה שבשליטתם. התעקשות ההנהלה שלא להסכים לתנאי המיזוג (או רכישת הנכסים) תאלץ את החברה הרוכשת לזנוח את דרך הרכישה הידיוותית והעדיפה ולפנות להצעת הרכש העוינת תוך עקיפת התנגדותה של הנהלת חברת-המטרה והצגת ההזדמנות הכלכלית לשיקול-דעתם המסחרי של בעלי-המניות עצמם. שנית, החברה הרוכשת עשויה להעדיף את הצעת הרכש על-פני המיזוג כאשר היא מעריכה שהמניעים המנחים אותה לבצע את הרכישה יושגו על-ידי רכישת השליטה בחברה, אף ללא רכישת השליטה המלאה בה. במקרה כזה אין לחברה הרוכשת הצדקה מסחרית להשקעה הכספית הנוספת שתידרש לצורך רכישת כל המניות במיזוג, ולכן הצעת הרכש, המאפשרת רכישת חלק מהמניות לפי בחירת החברה הרוכשת, עדיפה. באורח דומה, כאשר עקב חוסר-אמצעים או חוסר-גזילות החברה הרוכשת איננה יכולה לממן את רכישת השליטה המלאה בחברה המוכרת, הצעת הרכש, ולא המיזוג, תהיה טכניקת-הרכישה המועדפת על-ידה.

נוסף על כך, החברה הרוכשת עשויה להעדיף את הצעת הרכש על-פני המיזוג עקב ההשפעה השונה של שתי טכניקות-רכישה אלה על חלוקת רווחי העסקה בין שני הצדדים לה. כך, למשל, ניתן לטעון כי מיזוג מחליש את כוחה של החברה הרוכשת מול בעלי-המניות בחברה המוכרת, יחסית לכוח המיקוח שלה בעת הצעת רכש. הטיעון מתבסס על הרגשת כוחם של בעלי-המניות בחברה המוכרת במשאומתן למיזוג כאשר הם מיוצגים על-ידי גורם אחד – ההנהלה, שהוא בעל ידע על החברה ועל דרכי ניהול משאומתן והמחזיק בידיו כוח וטו למניעת ההשתלטות. לעומת זאת, בהצעת רכש, כאשר ההנהלה מסולקת מזירת-העסקה, עלולים בעלי-המניות לאבד את יכולת התקשורת ביניהם באופן שיגביל את יכולתם לתאם ולגבש עמדות משותפות כלפי נסיון הרכישה. יש להניח,

27. כפי שהוסבר, ראה לעיל, הערה 14, חוקי המיזוג הנוהגים כמשפט המשווה דורשים את אישור ההנהלה למיזוג המוצע כתנאי לביצועו ולכן, למעשה, מפקד בידיו כוח וטו למניעת העסקה.

שהפגיעה ביכולתם של בעלי-המניות להגיב במשותף על הצעת הרכש, כמו גם חוסר-מומחיותם בעסקי החברה והשוק שבו היא מתפקדת, יחלישו את כוחם להתנגד לתנאי הצעת הרכש באופן שיגרום להעברת חלק גדול יותר מרווחי העסקה לחברה הרוכשת.²⁸

(ג) דרך המלך – מיזוג

שלוש הטכניקות שנסקרו בפרק זה שונות זו מזו. המיזוג הוא צורת הרכישה ההסכמית והטוטלית²⁹; רכישת הנכסים היא הסכמית אך לא טוטלית³⁰; הצעת הרכש איננה הסכמית³¹ ואיננה טוטלית³². כל שלוש הטכניקות מכונות בספרות המקצועית ובמאמר זה "טכניקות לרכישת חברה", משום שמבחינה עסקית הן מאפשרות לחברה הקונה להשיג צורה מסוימת של שליטה על עסקיה של החברה המוכרת. אולם מבחינה משפטית אין לכינוי משותף זה הצדקה. הניתוח לעיל מבהיר, כי נשוא העסקה של שלוש הטכניקות שונה: רכישת נכסים עניינה העברת נכסים; הצעת רכש עניינה העברת שליטה; ואילו טכניקת-המיזוג עניינה העברת השליטה המלאה. מיזוג החברות היא הטכניקה היחידה שתוכנה המדויק הוא רכישת חברה, משום שרק במסגרתה מתאפשרת לחברה הרוכשת קניית הבעלות המלאה בכל מניות החברה המוכרת וירישת כל תוכניה הכלכליים והמשפטיים.

כללו של דבר: רכישת נכסים והצעת רכש הן דרכים אלטרנטיביות להשתלטות על עסקיה של החברה המוכרת כשדרך-המלך – המיזוג – חסומה. כאשר לחברה הרוכשת בסיס לחשש מגטילתן העיוורת של התחייבויות החברה המוכרת, היא תרכוש את נכסיה. כאשר עקב מכשול שהנהלת חברת-המטרה מציבה לעסקה או עקב חוסר-רצון או אי-יכולת לרכוש את כל מניות החברה המוכרת לא מתאפשר או לא משתלם לפנות למיזוג,

28. לתיאור השפעתו של המכניזם של הדרכים השונות לרכישת חברות על חלוקת רווחי העסקה בין שני הצדדים לה ראה "Games Corporations Play: A Theory of Tender Offers" Leebron, 61 NYUL Rev. (1986) 153, 197-200.

29. ראה לעיל, סעיף ב.1.

30. בשיטת-המשפט האמריקנית מקובל, כי הכללים של עסקאות לרכישת "כל" הנכסים חלים גם על עסקאות שבהן מועבר רק רוב, כמותי או איכותי, של נכסי החברה המוכרת. ראה להלן, הערה 94. כמו-כן, כפי שהוסבר, עסקה לרכישת כל הנכסים כוללת רק את הזיקות המשפטיות שהצדדים הסכימו על העברתן, אך לא את הנכסים או ההתחייבויות שלגבי מכירתם לא היתה גמירות-דעת חרוזת. על-כל-פנים, אף אם הסכימו הצדדים להעביר את מלוא 100% של הנכסים וההתחייבויות, העסקה איננה טוטלית במובן זה שהמכנה המשפטי של החברה המוכרת איננו מושפע מהעסקה והבעלות במניותיה איננה משתנה.

31. ראה לעיל, הטקסט הסמוך להערה 22. לאור יתרונות המיזוג על הצעת הרכש סביר להניח, כי במקרים שבהם מובטח לחברה הרוכשת שיתוף-הפעולה של הנהלת החברה המוכרת, היא תעדיף להשתמש בטכניקת-המיזוג, ולכן בדרך-כלל היא תפנה להצעת הרכש רק כאשר הצעה עוינת היא הדרך היחידה הפתוחה לפנייה. יחד עם זאת, ישנם מקרים חריגים של הצעות רכש ירידותיות, שבהם הנהלת חברת-המטרה משתפת פעולה עם החברה הרוכשת. במקרים אלה החברה תרוכשת תעדיף את הצעת הרכש על-פני המיזוג, משום שאין היא רוצה או אין היא יכולה לקנות את כל מניות החברה. ראה לעיל, הערה 25.

תבחר החברה הרוכשת בהצעת רכש. אולם המיזוג הוא אופן הרכישה הראשוני והפשוט ביותר המועדף ברוב המקרים, כיוון שהוא מבוצע בדרך ידידותית, בהוצאות עסקה מינימליות, תוך צבירת מידב היתרונות והבטחת השגתה של שליטה מלאה בחברת-המטרה.

תפקודו של שוק השליטה בחברות מותנה ביכולתם של הסוחרים בו לתכנן את רכישת השליטה באופן אופטימלי, כך שיושגו עבורם מידב היתרונות ומינימום החסרונות בעסקה. עיקור שוק השליטה בישראל מהשימוש במכשיר המרכזי, הבסיסי, וברוב המקרים הנוח ביותר לרכישת חברה, פוגע בו קשות. הדין הישראלי הנוכחי מכריח את הרוכש להיזקק לסכניקות-רכישה מסורבלות, יקרות ומשניות באופיין ובכך הוא מקטין את התמריץ לרכישת חברות בישראל.

3. המיזוג ומטרות הרכישה

אדריכלה של רכישת חברה אמור להציב לעצמו שאלה כפולה: ראשית, מהם היתרונות הכלכליים שיושגו על-ידי הרכישה? שנית – ובהנחה שיש יתרונות כאלה – מהי טכניקת-ההשתלטות המתאימה להשגתם? בסעיף הקודם הנחתתי, כי מטרת הרכישה יכולה להיות מושגת בלא תלות בטכניקה הננקטת ולכן התרכזתי בבחינה השוואתית של היתרונות היחסיים של הטכניקות בלי להבחין בין המניעים השונים לרכישה. ברם, הגדרה מדויקת של התשובה לשאלה הראשונה – מהם מניעי הרכישה – עשויה לעתים לעזור בפתרון השאלה השנייה – בחירת הטכניקה הנאותה – כיוון שהיא עשויה להבהיר לחברה הרוכשת מהי דרך הרכישה היחידה, או לפחות המועדפת, שתענה לצרכיה.

במקום אחר הצגתי את קשת המניעים לרכישת חברה³³ תוך בחינת היתרונות שהם מעניקים לחברה הרוכשת. ערכתי שם הבחנה בין מניעים שהגשמתם תביא להוספת ערך כלכלי חדש, שלא היה קיים ערב העסקה, לבין מניעים שאינם שואפים ליצירת ערך כלכלי חדש. רכישה שהמניעים לה נמנים על הסוג הראשון תורמת להשגת יעד של מדיניות כלכלית, כיוון שהיתרונות שיוזם הרכישה מפיק נובעים מהקצאה טובה יותר של המקורות במשק. רכישה כזו רצויה והמניעים לה מוערכים כ"חיוניים". מנגד, היתרונות שמפיק יוזם רכישה, אשר המניעים לה נמנים על הסוג השני, מקורם אינו בערך הנוסף שהעסקה יוצרת – שהרי אין היא יוצרת ערך כזה – אלא בערכם הנוכחי של נכסי החברה הנרכשת. במלים אחרות: רוחחיה של החברה הרוכשת יוצרים הפסד מקביל אצל גורמים אחרים, כגון בעלי-המניות בחברה המוכרת או צדדים שלישיים אחרים. רכישה ממין זה, אף שהיא משתלמת ליוזמיה, איננה משרתת יעד של מדיניות כלכלית ולכן אין היא רצויה, והמניעים לה מוערכים כ"שלייליים"³⁴. על בסיס מאגר המידע האמור אבחן

33. ראה שטרן (לעיל, הערה 14), סעיף 2.

34. ראה שם, סעיף 3.1.

בסעיף זה מהן דרכי הרכישה המתאימות ביותר להגשמת כל אחד ממניעי הרכישה הנ"ל.

(א) מטרות שהשגתן איננה תלויה בטכניקת הרכישה

חלק מהמניעים לרכישת חברה יכולים להיות מוגשמים באופן דומה על ידי כל אחת מדרכי הרכישה. על קטיגוריה זו נמנות רכישות שמטרתן חיובית – הקטנת עלות המימון של החברה על-ידי הפגמת שוק ההון³⁵ או תגובה נאותה על שינוי בענף³⁶, כמו גם רכישות שמטרתן שלילית – השגת שליטה בענף³⁷ או סוגים שונים של אופורטוניזם ניהולי³⁸. בהקשרן של רכישות ממניעים אלה אין משמעות להבדלים השונים בין דרכי הרכישה כיוון שנקיטת כל אחת מהן תאפשר לחברה הרוכשת להשיג את מטרתה. לפיכך, החברה הרוכשת תבחר בין דרכי הרכישה השונות בהתחשב ביתרונות היחסיים של כל טכניקת רכישה כפי שהוסברו בסעיף הקודם.

חשיבותה המלאה של הפלורליזציה של דרכי הרכישה מתבררת כאשר בוחנים את המניעים האחרים לרכישת חברות. קבוצה אחת של מניעים, מצומצמת בהיקפה, יכולה להיות מושגת בעיקר – או רק – על-ידי הטכניקה של הצעת הרכש; ואילו קבוצה אחרת של מניעים, גדולה יותר, יכולה להיות מושגת בעיקר – או רק – על-ידי המיזוג³⁹.

(ב) מטרות המושגות על-ידי הצעת רכש

הצעת רכש היא הדרך המרכזית להגשמת שני מניעי השתלטות – אחד חיובי ואחד

35. קונצרן הוא מסגרת עסקית המאחדת בתוכה כמה חברות. כאשר החברות המרכיבות את הקונצרן מעמידות את משאביהן הפיננסיים לרשות הנהלת-העל של הקונצרן הנהלה יכולה להשתמש במשאבים אלה כשוק-הון פנימי ולשחרר את מרכיבי הקונצרן מתלות במקורות-הון חיצוניים. סביר להניח, כי הנהלת-הקונצרן היא מקצה יעילה של הון בין חלקי הקונצרן יותר מאשר שוק-ההון החיצוני, ולכן יש לצפות כי עלות המימון של חברות המתפקדות במסגרת קונצרן תהיה קטנה יחסית לעלות ההון של מתחרותיהן. ראה שם, סעיף 2.4.3.

36. שינוי בענף שבו מתפקדות החברות מחייב לעתים תגובה מצדן או אף את חיסולן של חלק מהן. כאשר ממסדי החברות מתקשים להגיב בצורה נאותה ומהירה על התמורה בענף, באים לעזרתם כוחות-השוק הכופים עליהן את ההתייחסות הנדרשת לשינוי במציאות בעזרת טכניקות-הרכישה. ראה שם, סעיף 2.6.2.

37. כאשר חברה רוכשת חברה מתחרה, היא מגדילה את כוחה היחסי בשוק שבו היא מתמחה ומקטינה את המתח התחרותי בו. תהליך זה עלול ליצור מונופול של אינטרס אחד בשוק ולפגוע בציבור הצרכנים. ראה שם, סעיף 2.6.1.

38. רכישת חברות מיטיבה לעתים עם מנהלי החברה הרוכשת. בין היתר היא מאפשרת להם לצבור כוח ויוקרה אישית, לשמור על כסאם, לגרוף רווחים פסולים ועוד. כתוצאה מכך עלולה ההנהלה להעדיף את האינטרס הפרטי של חבריה ולדחוף את החברה לעסקת-רכישה, על-אף שמנקודת-ראותם של המשקיעים בחברה העסקה איננה כדאית. מעשה כזה פסול באשר הוא נגוע בהפרת חובות ההתנהגות של המנהלים. ראה שם, סעיף 2.3.3.

39. אף כי חלק ממטרות הרכישה יכולות להיות מושגות באמצעות הטכניקה של רכישת כל הנכסים, אין אף מניע אחד שרכישת כל הנכסים היא הדרך היחידה או העדיפה להגשמתו. הדיון להלן לא יתעכב לציין את המניעים שאפשר, בין היתר, להגשימם בעזרת רכישת נכסים, כיוון שכל אותם מניעים ניתנים למימוש באופן זהה או עדיף באמצעות טכניקת-המיזוג או הצעת הרכש ויידונו במסגרות אלה.

שלילי: המניע החיובי גורס כי רכישת חברות היא הדרך שבה כוחות-השוק מפקחים על יעילות תפקודה של הנהלת-החברה⁴⁰. כאשר הנהלתה של חברה כושלת ורווחיה פוחתים, נוצר פער בין ערך השוק של מניותיה לבין הפוטנציאל הכלכלי שהמניות מייצגות. הכוחות התחרותיים בשוק מזהים את ההזדמנות המסחרית הגלומה ברכישת החברה במחיר שאיננו מייצג את הפוטנציאל הכלכלי הסמוך בה והם מביאים לרכישתה על בסיס מחיר השוק של מניותיה (בתוספת פרמיה). היתרון הגלום לחברה הרוכשת תלוי ביכולתה לשפר את תפקודה של חברת-המטרה לאחר רכישתה, ובכך להעלות את ערך מניותיה, ולכן התנאי המרכזי להצלחת העסקה הוא החלפת צוות הניהול המקצועי הכושל או הבלתי-אמין של חברת-המטרה, שגרם להדרדרות במחירי מניותיה. רכישה שמטרתה החלפת המסד הנוכחי של החברה אין להניח שתקבל בברכה על-ידי הממסד שהרכישה מבקשת לנשל מכהסאו, ולכן אין להניח שהיא תצא לפועל על-ידי טכניקת-רכישה ידידותית דוגמת המיזוג. לפיכך, רק הצעת הרכש העוינת – טכניקת-הרכישה היחידה שאיננה תלויה בקבלת הסכמת הנהלת החברה הנרכשת – תצלח להגשמת מניע רכישה זה⁴¹.

גם רכישת חברה המונעת על-ידי הרצון השלילי לבזוז את חברת-המטרה⁴² יכולה להתממש רק באמצעות הצעת הרכש. הבזיזה מתאפשרת לחברה הרוכשת כאשר היא יכולה לנצל את שליטתה בחברת-המטרה על-חשבון בעלי מניות-המיעוט בה. המיזוג, בהיותו טכניקה המעבירה לחברה הרוכשת לא רק את השליטה בחברת-המטרה אלא גם את מלוא הבעלות בה, יוצר עם השלמתו זהות מלאה בין האינטרסים של החברה המוכרת לאלה של הרוכשת. תכונת הטוטליות של המיזוג מסלקת את המיעוט מהחברה המוכרת ומבטלת את התמריץ לניצולה של דרך רכישה זו למטרות בזיזה. לעומת זאת, הצעת הרכש איננה טכניקת רכישה טוטלית. הצעת הרכש מאפשרת לחברה הרוכשת להשיג את עמדת השליטה בחברת-המטרה מבלי שהיא תטיל עליה חובה לרכוש את כל מניות-המטרה, ובכך היא יוצרת את ההזדמנות ואת הפיתוי לביצוע הבזיזה.

40. שטרן (לעיל, הערה 4), סעיף 2.3.1.

41. כדוגמא לכוחה הפיקוחי של הצעת הרכש על תפקודן היעיל של הנהלות אפשר לבחון את ערכה ההרתעתי של טכניקת-הרכישה העוינת כגורם מאזן בתהליך קבלת ההחלטות של הנהלת-החברה העומדת להגיב על הצעת מיזוג. אילולא קיומה של האופציה להשתלטות עוינת, הנהלת חברת-המטרה היתה יכולה לסכל כל עסקת-רכישה אף אם תנאיה סבירים. ראה הסקסט לעיל, לאחר הערה 27. מתן כוח-הווסט להנהלה היה עלול לעודד אותה לנצל כוח זה לטובתה ולהשחית את מידותיה, וסביר כי היה מביא לתוצאות בלתי-יעילות מבחינה כלכלית. כוחה ההרתעתי של הצעת הרכש מתקן עיוות זה כיוון שהוא משחק לידי של הרכש היכול לאיים על הנהלת חברת-המטרה, המסרבת להצעת המיזוג ההוגנת, בשימוש בטכניקה העוינת. לפיכך, בשיטת משפט המאפשרת עריכתה של הצעת רכש, כאלטרנטיבה למיזוג, מנהלי חברת-המטרה הדנים בהצעת מיזוג ייזהרו מקבלת החלטות חסרות רציונל כלכלי וידחו הצעת-מיזוג רק כשהם סבורים שתנאיה, אם יוצגו ישירות לבעלי-המניות בדרך של הצעת-רכש, יימצאו בלתי-קבילים על-ידם.

42. שטרן (לעיל, הערה 4), סעיף 2.5.1.

(ג) מסדות המושגות על-ידי מיוזג

טכניקת-המיוזג היא הדרך המשפטית המועדפת, ולעתים אף היחידה, להגשמתם של יעדי רכישה מגוונים. יתרונות האיחוד הקשורים בתפעול החברה⁴³ – יתרונות לגודל⁴⁴, יתרונות להיקף⁴⁵ ויתרונות הנובעים מאינטגרציה אנכית⁴⁶ או מצירוף משאבים משלימים⁴⁷ – הם אחד ממניעי הרכישה המשמעותיים ביותר. נראה לי, כי רכישה שמטרתה לקטוף רווחים אלה חייבת בדרך-כלל להתבסס על מידע מקיף של עסקי החברה המוכרת. רצוי, כי מידע זה יכלול פרטים מדויקים ככל האפשר על נכסיה המוחשיים והרווחניים של החברה, על טכנולוגיות-הייצור שבהן היא משתמשת, על תוכניותיה והזדמנויות המסחריות הפתוחות לפניה, על הישגים שונים מוכחים או צפויים בתחומי מחקר ופיתוח, על השקעותיה ארוכות הטווח, על טיב כשרונותיה וקשריה של הנהלת החברה וכדו'. גישות רבה ככל האפשר לחדרי-חדריה של החברה המוכרת, כולל חשיפת חולשותיה ויתרונותיה, עשויות להגביר באופן משמעותי את בטחונה של החברה הרוכשת בדבר קיומה של ההתאמה האסטרטגית בין שתי החברות, הדרושה לשם הצלחת השגתם של יתרונות האיחוד התפעוליים. ברם, בדרך-כלל דו"חותיה הציבוריים של חברה אינם כוללים את כל המידע הרגיש והחשוב הנ"ל ולכן אין הם יכולים להוות מקור מידע מספק לרוכש פוטנציאלי המזנע על-ידי הרצון ליצור רווחי איחוד תפעוליים. הגורם היחיד המחזיק במידע החיוני, והמחזיק עקב כך במפתח לעסקה, הוא הנהלת החברה המוכרת. זוית-ראייה זו מבהירה היטב את חיוניות שיתוף-הפעולה של ההנהלה עם החברה הרוכשת לצורך הצלחת העסקה ומבליטה הן את התאמתה המיוחדת של טכניקת-הרכישה ההסכמית והידידותית להשגת מסדות רכישה אלה – המיוזג – והן את מגרעותיה של טכניקת-הרכישה העוינת – הצעת הרכש – במקרים האמורים.

באורה דומה, גם רכישת חברה שבבסיסה הרצון לגנון את השקעות החברה הרוכשת⁴⁸, אף שעקרונית היא יכולה להתממש בעזרת כל אחת מטכניקות-הרכישה, עדיף לבצעה בדרך של מיוזג. הצלחת הגיוון תלויה בבחירה נכונה של חברה נרכשת אשר הגורמים הקובעים את תשואתה משפיעים באותה מידה, אך באופן הפוך, על תשואת

43. שם, סעיף 2.2.

44. איחוד שתי חברות לחברה גדולה אחת עשוי לפעמים לעזור להן בהקצאת משאבים יעילה יותר, למשל: על-ידי ריתור על כפילויות, המאפשר הוזלת העלות הממוצעת של כל יחידה המיוצרת על-ידי החברה המאוחדת.

45. לעתים עלות הייצור המשותף של מוצרים אחדים בחברה אחת עשויה להיות נמוכה מעלות הייצור של אותם מוצרים לו היו מיוצרים על-ידי חברות נפרדות.

46. יתרונות הנובעים מאינטגרציה אנכית נוצרים כאשר החברה הרוכשת משיגה שליטה רבה יותר על תהליך הייצור שבו היא מתמחה, על-ידי רכישת חברות המייצרות את חומרי-הגלם שלהם היא זקוקה או על-ידי רכישת חברות המקשרות בינה לבין הצרכן למוצריה.

47. יתרונות הנובעים מצירוף משאבים משלימים נוצרים בעסקת-רכישה שבה כל צד רוכש את היתרון היחסי של החברה האחרת בזול יותר מאשר אילו היה מפתח יתרון זה ממקורותיו-שלו.

48. שטרן (לעיל, הערה 4), סעיף 2.4.2.

החברה הרוכשת. מדידת המתאם הנכון בין עסקי שתי החברות קלה ומדויקת יותר כאשר הרכישה מתבצעת תוך שיתוף-פעולה של הנהלות שתי החברות, היינו: על-ידי טכניקת-המיזוג. עריכת הרכישה בדרך של מיזוג ידידותי תאפשר לוודא את מידת יעילותה של הרכישה במזעור הסיכון של החברה ובייצוב זרם ההכנסה הצפוי לה לאחר הרכישה. לעומת זאת, רכישה בדרך של הצעת רכש היא אפשרות נחותה כיוון שהיא נתקלת בעיונותם של מנהלי החברה הנרכשת ולכן היא חייבת להסתמך על השערה לגבי סיבה של חברת-המטרה והתאמתה למטרת הגיוון.

חברה המעוניינת להקטין את עלות ההון שלו היא נזקקת יכולה להשיג זאת באמצעות עריכת עסקה לרכישת חברה. הרכישה (בתנאי שתמורתה משולמת במניות החברה הרוכשת) תגדיל את היקף נכסי הגוף העסקי ותאפשר לו להציג בטחונות משמעותיים יותר להבטחת חובותיו. שיפור הבטחונות יקטין את רמת הסיכון של הגופים הפיננסיים המלווים לחברה הרוכשת ויתבטא בהורדת עלות המימון שיועמד לרשות החברה⁴⁹. הגשמת מניע זה לרכישה יכולה להיות מושגת על-ידי הצעת הרכש והמיזוג כאחד, אולם תוצאות השימוש בשתי האופציות אינן בהכרח זהות; לכן לעתים יש חשיבות לבחירת הטכניקה המתאימה: המיזוג, שתוצאתו איחוד משפטי מלא של שני הצדדים לו; והצעת הרכש, אשר איננה מבטלת את קיומה המשפטי הנפרד של החברה הנרכשת, אלא מעבירה את השליטה בה לחברה הרוכשת – הן טכניקות המאפשרות את הגדלת הבטחונות של החברה הרוכשת בדרכים שונות. במקרה של מיזוג, גדלים בטחונות החברה הרוכשת בסך נכסי החברה הנרכשת אשר עוברים לבעלותה הישירה⁵⁰; לעומת זאת, במקרה של הצעת רכש, הנכסים ממשיכים להיות בבעלות נפרדת של שתי החברות, אולם בטחונות החברה הרוכשת גדלים עקב צירופן של מניות החברה הנרכשת למאגר הנכסים המבטיח את חובותיה. בחירת דרך הרכישה המתאימה להגשמת המטרה של הגדלת בטחונות החברה תלויה בהערכותיו של ציבור הסוחרים בשוק הפיננסי לגבי רמת הסיכון שמייצגים סוגי הנכסים המוצעים להבטחת הונם: אם לרעתם נכסים מוחשיים מהווים בטוחה עדיפה על מניות בחברה שבשליטת החברה הלווה, אזי תועדף טכניקת-המיזוג.

כאשר סיבת הרכישה היא רצון לניהול יעיל יותר של חברות קשורות⁵¹, הצעת הרכש

49. שם, סעיף 2.4.1.

50. כפי שבואר לעיל, בסעיף ב.1, המיזוג מעביר לחברה הרוכשת לא רק את נכסי החברה הנרכשת אלא גם את כל חובותיה. לכך יש השלכה חשובה על השגת מטרת העסקה – הקטנת עלות ההון שלו נזקקת החברה הרוכשת; שכן, רמת הסיכון של החברה הרוכשת מושפעת, כמוכן, לא רק מההגדלה בנכסיה עקב המיזוג, אלא גם מההגדלה בהתחייבויותיה. לפיכך הצלחת החברה הרוכשת בהשגת מטרת הרכישה תלויה ביכולתה להשיג מידע מלא ומדויק על מצב התחייבויותיה של החברה הנרכשת.

51. שטרן (לעיל, הערה 4), סעיף 2.3.2.

מאבדת את מקומה כאופציה תחליפית – שווה בעילות למיוזג או נחותה ממנו – להגשמת המניע. ניהול חברות קשורות שהרכב הבעלות בהן איננו זהה לחלוטין עלול לעורר חיכוכים וניגודי אינטרסים בין הקבוצות השונות של בעלי-המניות. כך, למשל, חברת-אם ששליטתה בחברת-הבת איננה מלאה, עלולה להיתקל במצבים שבהם מיעוט בעלי-המניות בחברת-הבת יערים מכשולים על השימוש שהיא מעוניינת לעשות בחברת-הבת שבשליטתה. לחברת-האם אינטרס בסילוק המיעוט מחברת-הבת, ויעדים של מדיניות כלכלית מצביעים על חינוכותו של הסדר משפטי אשר יאפשר זאת. הצעת רכש המופנית לבעלי-המניות, נדיבה ככל שתהיה, לא יכולה להבטיח את סילוקו המלא של המיעוט מחברת-הבת כיוון שהצלחתה תלויה ברצונם הטוב של כל בעלי-המניות בחברת-הבת. לעומתה, טכניקת-המיוזג מפקידה בידי מוסדות החברה המוכרת – חברת-הבת – את הכוח והסמכות לקבל החלטת מכירה אשר תחייב את כל ציבור בעלי-המניות ותבטיח את העברת הבעלות המלאה בחברה המוכרת לחברה הרכשת ואת הגשמת יעדי המדיניות.

לא כל המניעים לרכישה שטכניקת-המיוזג מסייעת בהגשמתם הם חיוביים. ראשית, רכישת חברה, המיועדת להשיג יתרונות הנובעים מאשליות הרווח למניה⁵², יכולה להתבצע רק בעזרת המיוזג. האשליה מבוססת על מקסם-שווא שבייחוס חלק מהפרמטרים הכלכליים של חברה אחת לרעותה. ייחוס כזה ייתכן רק כאשר מתבצע איחוד משפטי של שתי החברות, ולפיכך רק המיוזג יצלח לכך. שנית, רכישת חברה המנסה לנצל את קיומו של כשל במידע לגבי ערכן האמיתי של מניות החברה הנרכשת⁵³ יכולה, עקרונית, להתבצע באמצעות כל טכניקות-ההשתלטות. יחד עם זאת, בדרך-כלל הנגישות הקלה ביותר למידע והיכולת הטובה ביותר להערכתו, לגיתותו ולשימוש נכון בו נמצאת בידי הנהלת חברת-המטרה. לפיכך, במקרה של ניסיון לניצול כשל מידע על-ידי השתלטות עוינת בדרך של הצעת רכש, ההנהלה תוכל להתגונן בקלות יחסית כנגד הרכישה על-ידי הבהרת שוויה האמיתי של החברה לבעלי-מניותיה. סביר אם כן להניח, שהרכישה תתבצע בדרך של מיוזג ידידותי שיבטיח את אי-המעורבות של המנהלים בחשיפת כשל השוק. הצעת הרכש תשמש כלי מתאים לשם ניצול ההזדמנות המסחרית רק במקרה הנדיר יחסית שבו החברה הרכשת נהנית מיתרון במידע לא רק לגבי בעלי-המניות ושאר הסוחרים בשוק-המניות, אלא גם לגבי הנהלת החברה הנרכשת.

(ד) סיכום

בסעיף ב.2. לעיל ניתחנו את טכניקת-המיוזג מתוך פרספקטיבה השוואתית והגענו למסקנה שהיא טכניקה עדיפה – במונחים של יעילות כלכלית וטכניקה משפטית – על

52. שם, סעיף 2.5.2.

53. שם, סעיף 2.5.3.

שאר דרכי הרכישה. בסעיף הנוכחי צעדנו צעד נוסף בהבנת חשיבות המיזוג. הדיון הבהיר, כי המיזוג איננו רק דרך רכישה תחליפית עדיפה אלא גם דרך רכישה שונה בתכלית. יתרונו של המיזוג מתבטא לא רק בהקלת ביצוען של עסקאות שאפשר לערוך באמצעים אחרים לפי הדין הקיים בישראל, אלא גם בהכשרת הדרך לביצוען של עסקאות שללא טכניקת-המיזוג לא היו מתקיימות. ניתוח יחסי-הגומלין בין מטרות הרכישה לבין טכניקות-הרכישה מלמד כי מטרות כלכליות חיוניות⁵⁴ חשובות מנקודת-הראות של יעדי מדיניות כלכלית⁵⁵ לא יכולות כלל להתממש, או לא סביר כי תתממשנה, בשוק שהשיטה המשפטית המסדירה אותו איננה מאפשרת מיזוגן של חברות. לפיכך – לדעתי – יש לתמוך בגיון היצע הדרכים המשפטיות המוליכות לרכישת חברה בישראל על-ידי הכללת הסדר למיזוג חברות בדין המקומי.

ג. טכניקות למיזוג חברות

מיזוג חברות אחדות לגוף משפטי ועסקי אחד יכול ללוש צורות שונות. גיונו של התפריט מאפשר ברירה ותכנון מושכל של דרך ביצוע המיזוג ומחייב את אדריכל העסקה – בדרך-כלל עורך-הדין של החברה הרוכשת – לעינות ביחס להשלכות העסקיות והמשפטיות המיוחדות כל טכניקת-מיזוג. תיאור טכניקות-מיזוג שפותחו בארצות-הברית⁵⁶, תוך הדגשת ההבדלים ביניהן לבין המיזוג הקלסי שאופיין בסעיף 1.1. לעיל⁵⁷, יבהיר את פוטנציאל השימוש הנרחב במיזוג.

54. כפי שהוסבר לעיל, בסעיף 3.3(ג), המיזוג הוא מכשיר משפטי הפותח שער בפני עריכת רכישות ממטרות חיוניות מגוונות כמו גם בפני רכישות שמטרותיהן שליליות. לדעתי, בצד פתיחת השער יש להציב לידו שומר בדמות הסדרי-לוואי משפטיים שונים שתכליתם למנוע ניצול-לרעה של טכניקת-המיזוג לעריכת רכישה ממניעים שליליים או לעיות אחר של המיזוג. דוגמא להסדר-לוואי משפטי שווהי מטרות מובאות אצל שטרן (לעיל, הערה 7).
55. לדיון ביעדי המדיניות הכלכלית של רכישת חברות ראה בבצוק ופרוקציה (לעיל, הערה 1) 73-74; ושטרן (לעיל, הערה 4), סעיף 3.1.
56. התנופה הגדולה של תופעת רכישת החברות גרמה לפיתוחן המואץ של הוריאציות למיזוג בשיטות משפט שונות. אנו נסתפק בתיאור טכניקות-המיזוג הנהוגות בארצות-הברית בלבד לא רק מפאת הצורך בתמצות הדיון, אלא גם משום תחכומם המיוחד של דיני הרכישה שם, המשמשים דגם להוקיען של שיטות-משפט רבות, ומשום שהן תוצאתו המשוכללת של הניסיון הרב שנצבר במערכת העסקית והמשפטית האמריקנית.
57. טכניקת-המיזוג שאופיינה לעיל, ושימשה בסיס לדיון עד כה, מוגדרת כ"קלסית" משום שכרוגולוגית היא קדמה לשאר טכניקות המיזוג שיפורטו להלן, משום שהיא משמשת בסיס לפיתוחן של הוריאציות השונות ומשום שתכונותיה משותפות למיזוג כפי שהוא מוגדר בתוקיהן של מדינות רבות. אופיה הקלסי של צורת מיזוג זו מודגש בארצות-הברית על-ידי כינויה כ"מיזוג סטטוטורי", זאת על-אף שאין היא צורת המיזוג היחידה המוגדרת בחוק. מינוח נוסף שבעזרתו נוהג לתאר את המיזוג הקלסי נגזר מסעיף 368 Internal Revenue Code המסווג את טכניקות-הרכישה בארצות-הברית לצורכי מס. המיזוג הסטטוטורי קרי לפי סיווג זה "Reorganization A". ראה גם להלן, הערה 64.

1. מיזוג מקוצר (Short Form Merger)

המיזוג הקלסי דורש מערכת-אישורים מורכבת של מועצות-הדירקטורים ושל האסיפות הכלליות של שתי החברות המערבות. לאור כלל זה שווה בנפשך מצב שכיח שבו חברה ציבורית גדולה, המרכיזה תחת שליטתה פעילות כלכלית ענפה המנוהלת בעזרת אשכול של חברות, מעוניינת – עקב שיקולי מס או סיבות ארגוניות, ניהוליות, עסקיות וכדומה – לערוך שינוי כלשהו במבנה הקונצרן או להקצות מחדש את המשאבים העומדים לרשותו בין חלקיו השונים. אחת הדרכים היעילות ביותר להשגת מטרת אלה ואחרות היא טכניקת-המיזוג שבאמצעותה החברה יכולה למזג לתוכה את העסקים שנוהלו עד כה על-ידי אחת מחברות-הבת שבשליטתה המלאה או החלקית. דא עקא, שכללי המיזוג הקלסי הדורשים השגת מערכת-האישורים המסועפת הנ"ל עלולים להתפיה באופן משמעותי את עלות השינוי במבנה הקונצרן, כיוון שהם מטילים על החברה את החובה להעמיד את השינוי, טריביאלי ככל שיהיה, להצבעתו של הגוף הרחב של המשקיעים בחברה. החברה תיאלץ לערוך מסמך שיתאר את פרטי העסקה ושיכלול, בין היתר, הסברים על מטרת העסקה, על החברה הרוכשת ועל תוכניותיה העסקיות, להפיצו בין כל בעלי-המניות המרובים, להמתין תקופה סבירה אשר תתן לכל המשקיעים הזדמנות נאותה להעריך את המסמך, לכנס אסיפה כללית מיוחדת של החברה או להמתין עד לכינוס האסיפה הכללית השנתית הרגילה ולערוך בה הצבעה על התלטת המיזוג. מאחר שקונצרנים עסקיים באופן מתמיד בהתאמת המערך העסקי שבשליטתם לתנאי המציאות המשתנים, הם עלולים לגלות שהעלות הכוללת של השגת האישורים הנדרשים לעריכת הפעולות הללו, במונחים של זמן והוצאות, היא משמעותית. עלות זו עלולה להתריתע אותם משימוש בטכניקת-המיזוג, למרות יתרונות היעילות הברורים שלה.

זאת ועוד: ככל ששליטתה של חברת-האם המוכרת גדולה יותר, כך גם בטל הצורך המעשי בהשגת האישורים למיזוג. הסכמת אורגני חברת-הבת איננה נחוצה משום שהיא מובטחת עקב שליטת חברת-האם באורגנים אלה. נוסף על כך, גם הסכמת בעלי-המניות בחברת-האם מיותרת, משום שהעסקה איננה משנה מהותית את זכויותיהם. לפיכך שיטות משפט אשר היו צרות לכך שבמקרים האמורים הדרישה לאישור המרובע של המיזוג היא יקרה ושמעמעותה פורמלית בלבד, מצאו דרך לוותר עליה. הן עיצבו טכניקת-רכישה מקוצרת הקרויה "מיזוג מקוצר", שלפיה מיזוגה של חברת-אם עם חברת-בת שבשליטתה המכרעת יכול להיערך אף ללא אישור בעלי-המניות בשתי החברות וללא אישור הנהלת החברה הנרכשת. כתנאי להסתפקות באישור החד-צדדי של המיזוג על-ידי הנהלת החברה הרוכשת נקבע, כי החברה השורדת במיזוג חייבת להיות חברת-האם⁵⁸, וכי השליטה של חברת-האם בחברת-הבת עובר לעסקה חייבת

58. בעסקת-מיזוג בין חברת-אם לחברת-בת החברה השורדת יכולה להיות חברת-האם (Up Stream Merger) או חברת-הבת (Down Stream Merger), לפי בחירת מתכנני העסקה. אולם לפי החוק

לעבור סף קבוע מסוים⁵⁹.

2. מיזוג משולש (Triangular Merger)

עלותו של אישור המיזוג באורגן האסיפה הכללית של החברה הרוכשת עלולה להכביד על ביצוע המיזוג לא רק כאשר הצדדים לו הן חברת-אם וחברת-בת, אלא גם כאשר אין כל קשר בין שתי החברות. במקום שחברה ציבורית גדולה אשר מגושת מפוזרות בקרב ציבור רחב מעוניינת לרכוש חברה קטנה יחסית, קשה להצדיק את ההטרדה היקרה של האסיפה הכללית של החברה הרוכשת. ככל שמתרחבים פערי הגודל בין שתי החברות, כך גם קטנה חשיבותה היחסית של העסקה עבור בעלי-המניות בחברה הרוכשת וקטנה ההצדקה העסקית לשיתוף האסיפה הכללית שלה בקבלת החלטת המיזוג⁶⁰. בתנאים אלה, מזווית-הראייה של החברה הרוכשת, החלטת המיזוג היא החלטה ניהולית עסקית שגרתית שכמותה מתקבלת רבות על-ידי ההנהלה המקצועית במהלך העסקים הרגיל של החברה, ולכן שיטות-המשפט הכירו בכך שיש לעצב את הפרוצדורה המשפטית לקבלתה באופן שיפקיד את הסמכות לביצועה באופן בלעדי בידי הנהלת החברה הרוכשת.

בטרם אתאר את טכניקת המיזוג המשולש, הפוטרת את החברה הרוכשת מהעמדת המיזוג לאישור האסיפה הכללית, ברצוני להסב את תשומת-הלב לחולשה מרכזית נוספת של המיזוג הקלסי, הבאה גם היא על פתרונה באמצעות המיזוג המשולש. אחד ההבדלים בין שתי דרכי הרכישה הידידותיות – המיזוג ורכישת הנכסים – הוא שהמיזוג מעביר לחברה הרוכשת את כל הזיקות המשפטיות של החברה המוכרת ללא כל יוצא-מן-הכלל, ואילו רכישת הנכסים מעבירה לחברה הרוכשת רק את הנכסים וההתחייבויות שהסכימה לקבל על עצמה. תכונה זו של המיזוג, אשר החברה הרוכשת איננה יכולה לרכך את השפעתה על-ידי הסכמים חוזיים עם החברה המוכרת, ואשר ההגנות השונות המקובלות

האמריקני, תחולת המיזוג המקוצר מוגבלת, מסיבות ברורות, רק למקרים שבהם חברת-הבת נבלעת בחברת-האם. ראה 11.04 s. Model Business Corporation Act (M.B.C.A.).
 59. חוקי המדינות בארצות-הברית קובעים סף-שליטה שונים להפעלת המיזוג המקוצר. ה-M.B.C.A. בוחר בסעיף 11.04 בסף שליטה של 90%. החוקים אינם מאפשרים עריכת מיזוג מקוצר בכל מקרה ששליטת חברת-האם בחברת-הבת מבטיחה את הסכמת אורגניה של חברת-הבת לעסקה – כמו, למשל, במקרה שחברת-האם מחזיקה במעט למעלה מ-50% ממניות חברת-הבת – עקב החשש לבעיית הנציג. החוקים מגבילים את המקרים שבהם אין צורך בהליכים פורמליים לאישור העסקה למצבים שבהם סף-השליטה של חברת-האם בחברת-הבת גבוה יחסית כדי להקל על חשש זה. ככל ששליטתה של חברת-האם בחברת-הבת ערב העסקה גדולה יותר, כך גם מתרחבת זהות האינטרסים בין שתיהן וקטן המניע של חברת-האם לנצל לרעה את הליכי המיזוג על חשבון חברת-הבת.
 60. הבדלי הגודל הניכרים בין שני הצדדים לעסקה אינם ממעיטים, כמובן, מחשיבות העסקה עבור בעלי-המניות בחברה המוכרת. לכן ברור, שקבלת אישורה של האסיפה הכללית בחברה המוכרת מוצדקת. בכך נבדלת עסקה זו ממזוג בין חברות קשורות שנדון לעיל, שם שליטת חברת-האם באורגני חברת-המסדה מעקרת מתוכן גם את הפרוצדורה לאישור המיזוג בחברה המוכרת ולכן המיזוג המקוצר מוותר גם עליה.

בדיני-החוזים, כגון טעות והטעיה, גם הן אינן מהוות מפלט ממנה – עלולה לעתים להתגלות כמגרעת רצינית משום שהיא מקטינה את ודאות החברה הרוכשת לגבי תוצאותיה הכלכליות של העסקה. למעשה, במסגרת המיזוג הקלסי החברה המוכרת אינה יכולה אף פעם להבטיח לעצמה באופן מלא את כדאיותה הכלכלית של העסקה משום שאין באפשרותה, טרם ביצוע העסקה, לוודא באורח מושלם את היקף ההתחייבויות של החברה המוכרת. לפיכך, כפי שהוסבר לעיל⁶¹, במקום שהחברה הרוכשת חוששת מהיבט זה של המיזוג היא עלולה להעדיף על פניו את הטכניקה של רכישת נכסים על-אף אי-יעילותה.

שני החסרונות האמורים של המיזוג הקלסי – עלות אישורו בחברה הרוכשת וחוסר-הוודאות הכרוך בו – יכולים להימנע על-ידי הרחבת מסגרתו כך שתכלול שלושה משתתפים. בטכניקת מיזוג משולש החברה הרוכשת (חברה א) מקימה, לצורך העסקה, חברת-בת (חברה ב). עם הקמתה של חברה ב מועברות כל מניותיה לחברה א, היינו: היא הופכת להיות חברת-בת בשליטה מלאה של חברת-האם, ובתמורה חברה א מעבירה חלק ממניותיה לחברה ב. חברת-הבת עורכת הסכם מיזוג עם החברה המוכרת (חברה ג) והיא החברה השורדת בו. חוזה-המיזוג הנערך בין חברה ב לחברה ג קובע, כי חברה ג תעביר את כל מניותיה לחברה ב ובתמורה יקבלו בעלי-מניותיה של חברה ג את נכסיה של חברה ב – הלוא הם חלק ממניותיה של חברה א⁶². עם שקיעת אבק העסקה, מתגלה המצב הכלכלי הבא: חברה א ממשיכה לשלוט שליטה מלאה בחברה ב. חברה ב, השורדת במיזוג, משתלטת על החברה המוכרת (חברה ג). מצבה העסקי של חברה ב לאחר העסקה זהה באופן מושלם למצבה העסקי של חברה ג ערב העסקה, כיוון שנכסיה והתחייבויותיה של חברה ב לאחר המיזוג זהים בכול לנכסים ולהתחייבויות של חברה ג לפני המיזוג. המשקיעים לשעבר בחברה ג מקבלים תמורת מניותיהם את חלק ממניות חברת-האם.

המיזוג במיזוג המשולש הוא שאף שמבחינה עסקית החברה הרוכשת היא חברת-האם, מבחינה משפטית הצד הפורמלי למיזוג הוא חברת-הבת. תכונה זו מאפשרת לו לשמור על כל יתרונות המיזוג הקלסי ולהתגבר על שתי מגרעותיו היחסיות שהוסברו לעיל. ראשית, מאחר שפורמלית החברה הרוכשת היא חברת-הבת, בטלה הדרישה

61. ראה הסקסט לעיל, לאחר הערה 20.

62. יודגש, כי במיזוג המשולש התמורה המשולמת לבעלי-המניות בחברה המוכרת איננה מניות החברה המוכרת (חברת-הבת), אלא מניות של חברה שאיננה צד בעסקה (חברת-האם). בעבר החוק האמריקני לא התיר עסקאות אלה משום שהוא קבע כי התמורה במיזוג חייבת להיות מניות החברה הרוכשת. מגבלה זו על כללי המשחק הוסרה בראשית שנות השישים, כשחוקי החברות הכירו בחוקיותן של עסקאות-מיזוג שהתמורה בהן היא מזומנים, מניות של חברה אחת או כל רכוש אחר. ראה סעיף 71 ל-M.B.C.A. בגרסתו משנת 1960. המיזוג המשולש הוא דוגמא חשובה לשימוש פורה בחיקון החוק.

החוקית לאישור העסקה על-ידי אורגן האסיפה הכללית של חברת-האם. החברה הציבורית עתירת-המשקיעים מרחיקה את עדותה על-ידי הקמת חברת-הבת ולכן אין היא כפופה למצוות החוקים המסדירים את המיזוג. תחת זאת, החברה הרוכשת הפורמלית – חברת-הבת – תעמיד את העסקה לאישור אסיפתה הכללית, אולם מאחר שבעל-המניות היחיד בה הוא חברת-האם, האישור יושג בזריזות וללא הוצאות משמעותיות. במלים אחרות: על-ידי החלפת המיזוג הקלסי במיזוג המשולש הדיון על אישורה של העסקה מועתק מתחום סמכותה של האסיפה הכללית בחברה אל תחום סמכותה של הנהלתה⁶³.

גם חולשתו השנייה של המיזוג הקלסי – נשיאת החברה הרוכשת באחריות המלאה לזיקות המשפטיות של החברה המוכרת – עשויה לבוא על תיקונה בעזרת המיזוג המשולש. במיזוג קלסי החברה הרוכשת מעמידה את כל רכושה ולא רק את שווי השקעתה בעסקה, כביטחון לפרעון התחייבויות החברה הנרכשת. לעומת זאת, במיזוג המשולש, מאחר שחברת-הבת היא הצד הפורמלי למיזוג, התחייבויות חברת-המטרה מוטלות עליה ולא על חברת-האם, והיא הנושאת בסיכון שבאי-הוודאות לגבי התחייבויות החברה הנרכשת. עקב עקרון האחרייות המשפטית המוגבלת של חברות, לא יוכלו נושי החברה הנרכשת, הזכאים לרדת על-פי חוקי המיזוג לנכסי חברת-הבת, לגבות את חובם מבעלת-המניות של חברת-הבת – חברת-האם – ולכן סיכונה של חברת האם מוגבל, כסיכונה של כל משקיע בחברות, רק לשיעור ההשקעה בחברת-הבת. המיזוג המשולש מאפשר אם כן לחברה הרוכשת להשיג באורח עקיף שליטה מלאה בחברת המטרה מבלי שתחשוף את עצמה להתחייבויות המשפטיות.

הצלחת המיזוג המשולש תלויה לא רק בכוח-המשיכה שלו עבור החברה הרוכשת, אלא גם בהסכמתם של בעלי-המניות בחברה המוכרת לקחת בו חלק. הללו לא יתנגדו לשתף פעולה עם תוכנית המיזוג המשולש, מאחר שלמרות מעורבותה של חברת-הבת בעסקה, התמורה הנשקלת לידם עבור מניותיהם משולמת במניותיה הסחירות של חברת-האם ולא במניותיה חסרות-השוק של חברת-הבת. המיזוג המשולש משפר את מצבה של החברה הרוכשת מבלי שבעלי-המניות בחברה המוכרת ישלמו את המחיר – בבחינת זה נהנה וזה לא חסר – ולכן גדולים סיכוייו להתממש.

3. מיזוג משולש הפוך (Reverse Triangular Merger)

לעתים החברה הרוכשת עשויה להיות מעוניינת בשמירת המסגרת המשפטית הנפרדת של שתי החברות המעורבות במיזוג לאחר העסקה. כך, למשל, במקום שלשמן המסחרי

63. המיזוג המשולש השומר את סמכות ההחלטה לערוך מיזוג במסגרת ההנהלה עשוי להיות רב-ערוך לא רק לשם זירוז והוזלת הרכישה, אלא גם לשם הבטחת אישורו בחברה הרוכשת. לפן זה חשיבות רבה, לאו דווקא חיובית, באשר הוא מאפשר להנהלת החברה הרוכשת, במקרים שבהם היא מסופקת ביחס ליכולתה לשכנע את ציבור בעלי-המניות בביתה-שלה לאשר את העסקה, לעקוף את בעלי-המניות ולהתעלם מהעדפותיהם.

של כל אחת משתי החברות יש ערך כלכלי, המיזוג הקלסי עלול להתגלות כצורת רכישה בעייתית באשר הוא כופה על הצדדים ויתור על אחת משתי הישויות המשפטיות המשתתפות בו. בדלית ברירה, נאלצו חברות רוכשות לפנות במקרים אלה לעזרתן של דרכי הרכישה המשניות. המיזוג המשולש ההפוך פתר גם קושי זה תוך שמירת יתרונות המיזוג הקלסי והמיזוג המשולש. טכניקה זו זהה בכול לטכניקת המיזוג המשולש, מלבד העובדה שהחברה השורדת במיזוג בין חברת-הבת לחברת-המטרה היא חברת-המטרה. בסיום הרכישה נעלמת חברת-הבת המתמזגת בתוך חברת-המטרה, ואילו חברת-המטרה, השומרת על קיומה ועל זהותה המשפטית והעסקית, נמצאת בשליטה מלאה של חברת-האם.

חוק החברות האמריקני, לדוגמא, קבע בשנת 1976 טכניקת-רכישה חדשה – החלפת מניות כפויה (Mandatory Share Exchange) – שנועדה להשיג תוצאות זהות לאלה של המיזוג המשולש ההפוך בדרך פשוטה יותר⁶⁴. בהחלפת מניות כפויה כל בעלי-המניות בחברה המוכרת חייבים להעביר את מניותיהם לחברה הרוכשת כנגד קבלת תמורה הקבועה בחוזה-ההחלפה. חוזה-ההחלפה טעון אישורן של הנהלות שתי החברות ואישור בעלי-המניות של החברה המוכרת טרם מימוש. השלמת העסקה הופכת את החברה המוכרת לחברת-בת בבעלות מלאה של החברה הרוכשת מבלי לפגוע באישיותה המשפטית, בדיוק כמו בעסקת מיזוג משולש הפוך, אולם ללא צורך בשיתופו של גורם שלישי.

64. ראה סעיף 11.02 ל-M.B.C.A. מעניין לגלות, שטכניקת החלפת המניות הכפויה לא התקבלה עדיין בחקיקה של רוב המדינות בארצות-הברית על-אף יתרונותיה הברורים. הסבר אפשרי לכך הוא אי-הוודאות לגבי תחולתו של סעיף פטור ממס פדרלי על טכניקת-רכישה זו: חוק המס האמריקני, ה-Internal Revenue Code (I.R.C.), קובע כי כל החלפה של מניות חברה תמורת מזומנים, רכוש או מניות של חברה אחרת היא מאורע ברי-מיסוי, אלא-אם-כן קיים פטור ספציפי לעסקה. סעיף 354 ל-I.R.C. מעניק פטור לעסקאות ריאורגניזציה של חברות המפורטות בסעיף 368(a)(1) שביניהן כלולים המיזוג הקלסי (Reorganization A), החלפת מניות וולונטרית (Reorganization B), רכישה כל הנכסים (Reorganization C) ועוד. מחברי ה-M.B.C.A. הציעו את השימוש בטכניקת-הרכישה של החלפת מניות כפויה מזווית-הראייה של דיני-החברות, אולם מאחר שאין ביטחון באשר לתחולת סעיף הפטור ממס פדרלי על העסקה, השימוש בה איננו מקובל. ראה Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* (1986) 533. באורח דומה, אנשי עסקים ועורכי-דין רשאים לעצב טכניקות רכישה חדשות ככל שדמיונם מתיר להם, ובלבד שתעסקה לא תסתור את עקרונות דיני-החברות וניירות-הערך. יחד עם זאת, הצלחתה של טכניקת-הרכישה תלויה גם במגוון רחב של שיקולים, שביניהם שמור מקום של כבוד לשיקולי מס. אזהרה ברורה זו יש להשמיע גם באופן המחוקק הישראלי אם וכאשר הוא יחליט על אימוצן של טכניקות-רכישה חדשות.

4. מיזוג חילוט (Freezeout Merger)⁶⁵

לסוגי המיזוג שנמנו עד כה יש מכנה משותף: בכולם המיזוג נועד לאחד פעילויות של שתי חברות על-ידי העברת החברה הנרכשת לידי החברה הרוכשת. לעומת זאת, במיזוג חילוט עסקינן בטכניקה לבנייה מחדש של חברה קיימת. תחילה אבהיר כיצד מיזוג חילוט יכול לשמש כלי בידי בעלי-השליטה בחברה לסילוק המיעוט מכל שותפות שהיא במערך ההשקעתי של החברה; לאחר-מכן אסביר כיצד הוא יכול לאפשר לבעלי-השליטה לאכוף שינויים מרכזיים על החברה, כגון שינויים במסמכי-היסוד שלה, בניגוד לדעת-המיעוט.

כאשר טכניקת-הרכישה הנקטת היא מיזוג שתמורתו משולמת במניות החברה הרוכשת, המיזוג לא יכול לגרום לסילוקם המלא של בעלי-המניות בחברה המוכרת משותפות בתמונת ההשקעה הכוללת. החברה הרוכשת אמנם מרחיקה אותם מהחברה המוכרת עם השתלטותה עליה, אולם היא מקבלת אותם כשותפים בחברה הרוכשת. לעומת זאת, כאשר החברה הרוכשת משלמת עבור מניות החברה המוכרת במזומן (Cash Merger)⁶⁶, היא משיגה שחרור מלא מכל שותפות עסקית עם שאר בעלי-המניות. באורח דומה המיזוג במזומן יכול לאפשר את סילוקם של בעלי-המניות מהשקעתם בחברת-המטרה לא רק על-ידי חברה זרה רוכשת, אלא גם על-ידי בעלי-השליטה בחברת-המטרה גופה. תוכניתם של בעלי-השליטה המעוניינים בהשתחררות משותפותם עם המיעוט מתגשמת בקלות יחסית ובוודאות מירבית על-ידי חילוט מניות-המיעוט בדרך הבאה: בעלי-השליטה מקימים חברה חדשה הנמצאת בבעלותם המלאה, מציעים הסכם למיזוג במזומן של החברה נשוא העסקה עם החברה שבשליטתם ומצביעים בעד אישור המיזוג המוצע ארבע פעמים – בהנהלות ובאסיפות הכלליות של שתי החברות המעורבות במיזוג, שם מובטח להם הרוב הנדרש. טכניקה זו היא דרך נוחה, זולה ויעילה ביותר להפיכת חברה ציבורית לחברה פרטית – הפרטה (Going Private). רכישת המניות המוחזקות בידי הציבור הרחב על-ידי מיזוג חילוט עשויה להקטין את מספר בעלי-המניות בחברה ולאפשר את מחיקתה מרשימת החברות הנסחרות בבורסה.

נוסף על כך, מיזוג חילוט יכול לשמש מכשיר בידי בעלי-השליטה לכפיית שינויים

65. למיזוג חילוט שמות נוספים: cash out ו- take out. מיזוג חילוט הוא הטכניקה המאפשרת את ביצועה של אחת מצורות הרכישה הבעייתיות והמדוברות ביותר כיום בארצות-הברית – הרכישה הממוגפת (Leveraged Buyout). בעסקה זו החברה הרוכשת מממנת את חלק-הארי של תמורת הרכישה על-ידי גטילת הלוואות מגורמים פיננסיים. כבטוחה להלוואות הנ"ל משעבדת החברה הרוכשת את נכסיה של חברת-המטרה. בדרך זו החברה הרוכשת יכולה להשתלט על חברת-המטרה תוך שימוש במקורותיה של האחרונה. הרכישה הממוגפת לא תידון ברשימה זו משום שייחודה הוא בעיקר בדרך מימון ואין היא מייצגת טכניקה משפטית שונה לרכישת חברות.

66. תיאור תבלי-הלידה של המיזוג במזומן בארצות-הברית מובא אצל Weis, "The Law of Take Out Mergers – A Historical Perspective" 56 NYUL Rev. (1981) 624, 627–630, 641, 648.

שונים על החברה. הנת, לדוגמא, שקבוצת בעלי מניות השליטה בחברה מעוניינת לשנות את מסמכי היסוד של החברה אולם היא נתקלת בהתנגדות המיעוט. גם כאן יקימו בעלי השליטה חברה חדשה שתהיה בבעלותם המלאה ובה יסדרו היחסים בין בעלי המניות במסמכי היסוד שינוסחו על ידי בעלי השליטה, כרצונם. לאחר מכן יגרמו בעלי השליטה לעריכתו של מיזוג בין שתי החברות, שבו החברה הרוכשת והשורדת תהיה החברה החדשה. בניגוד למיזוג חילוט, שמטרתו סילוק המיעוט, התמורה במיזוג חילוט שמטרתו כפיית שינוי מסמכי היסוד של החברה תשולם במניות החברה הרוכשת. על ידי כך, השלמת העסקה לא תצרוך כל משאבים פיננסיים (מלבד הוצאות העסקה) ויהיה ניתן לארגן את מבנה הבעלות בחברה החדשה באופן זהה לחלוטין למבנה הבעלות בחברה הנרכשת. תוצאתו היחידה של מיזוג חילוט זה איננה שינוי במבנה הבעלות בחברה, אלא שינוי הנכפה על המיעוט במערכת היחסים המשפטית, המוסדרת על ידי מסמכי היסוד של החברה. באורח דומה בעלי השליטה בחברה יכולים לכפות שינויים גוספים, למשל: במבנה ההון של החברה או בשמה, או אפילו לגרום לפירוקה תוך כפיית רצונם על המיעוט⁶⁷.

5. מיזוג חילוט משלים (Second Step Freezeout)

מה תעשה חברה רוכשת המעוניינת לרכוש את השליטה המלאה בחברת המטרה למרות התנגדותה של הנהלת חברת המטרה? לכאורה החברה הרוכשת נמצאת בדרך ללא מוצא, משום שאף אחת מדרכי הרכישה לא תאפשר לה את השגת מטרתה: המיזוג, בהיותו דרך רכישה טוטלית מתאים לצרכיה, אולם מאחר שהוא גם דרך רכישה הסכמית, אי אפשר לבצעו עקב התנגדותה לעסקה של הנהלת החברה המוכרת. גם רכישת הנכסים היא טכניקת רכישה הסכמית ולכן גם היא לא תאפשר את השלמת העסקה. דרך הרכישה השלישית – הצעת הרכש – איננה הסכמית, ולכן אפשר באמצעותה להתגבר על המחסום שהנהלה מציבה לעסקה, אולם מאחר שאיננה טוטלית אין היא יכולה להעביר

67. סעיפים שונים בפקודת החברות הישראלית מתייחסים עריכת שינויים אלה ושינויים אחרים רק אם רוב של למעלה מ-75% של בעלי המניות תומך בהם (וראה, למשל, סעיפים 15, 25, 37, 257 ו-319 לפקודה). מנגד, עריכת המיזוג, כקבוע בשיטות משפט מסוימות וכמוצע בישראל (ראה להלן), הערה 130), עשויה להתאפשר גם אם רק רוב פשוט של בעלי המניות תומך בו. חוסר ההתאמה בין כלל ההכרעה המוצע במיזוג, לבין כלל ההכרעה הנדרש בהקשרם של הסדרי הפקודה האמורים עלול לפתוח פתח לעקיפת הנורמות הקבועות בפקודה, על ידי עריכת מיזוג חילוט. על המחוקק הישראלי להיות ער לאפשרות זו ולספק בה במקביל לחקיקתו של הסדר מיזוג בישראל. לדעתי, הדרך להשגת סינכרוניזציה בין כללי ההכרעה השונים איננה מחייבת את האחדות ואינה מחייבת קביעת נורמות כלליות גורפות, כגון רכישה של מיזוג תהיה "מטרה עסקית" או איסור על עריכתו של "מיזוג מלאכותי" או קביעת כפיפותו הכללית של הסדר המיזוג להסדרים אחרים שבחוק. נורמות כלליות מעין אלה תחולתן רחבה מדי מחד גיסא, וניתנת לעקיפה ולפרשנות משפטית מעורפלת, מאידך גיסא. תחת זאת ניתן לנסח בהסדר הסטטוטורי של המיזוג, איסור שימנע באורח ישיר ומפורס פרקטיקה פסולה זו.

לרשות החברה הרוכשת את השליטה המלאה המבוקשת. כדי להתמודד עם מצבים אלה ואחרים⁶⁸ פותחה בפרקטיקה דרך רכישה דיר-שלבית ששלבה השני מכונה כאן "מיזוג חילוט משלים".

בשלב הראשון החברה הרוכשת תעקוף את התנגדותה של הנהלת החברה המוכרת על-ידי הפניית הצעת רכש לבעלי-המניות. מטרת החברה הרוכשת בשלב זה מוגבלת להשגת שליטה בחברת-המטרה ולכן ההצעה תזמין את בעלי-המניות למכור את הכמות המינימלית של מניות הדרושה לצורך זה. הצלחת השלב הראשון תאפשר לחברה הרוכשת להשתלט על מוסדות חברת-המטרה ולהחליף את ההנהלה הסרבנית באנשי-אמונה של החברה הרוכשת. לאחר-מכן, כשלב שני בתוכנית הרכישה, תציע החברה הרוכשת מיזוג בינה לבין חברת-המטרה. הצלחת השלב השני מובטחת מראש עקב השליטה שיש לחברה הרוכשת באורגני החברה המוכרת. בדרך זו, בסיום ההליך הכפול, תרכוש החברה את השליטה המלאה בחברת-המטרה למרות התנגדותה של הנהלתה המקורית.

6. סיכום

השוואת המיזוג הקלסי עם טכניקות-הרכישה האחרות הבהירה את עדיפותו הכללית עליהן, אולם גם חשפה כמה חולשות שלו⁶⁹. פשטותו ויעילותו היחסית הניעו את המחוקקים ואת ציבור הרוכשים לחפש דרכים שתאפשרנה שימוש במיזוג תוך התגברות על מגבלותיו. במסגרת זו יש לראות את קשת המוסציות המגוונות של טכניקות-הרכישה שהתפתחה סביב המסגרת המשפטית העקרונית של המיזוג הקלסי. הדיון כאן הדגים כיצד טכניקות אלה נותנות בידי החברה הרוכשת את היכולת לעצב את הרכישה בעזרת המיזוג באופן שיחסוך את עלותה המכבידה של מערכת-האישורים הנדרשת למיזוג הקלסי, שיפטור את החברה הרוכשת מנשיאה באחריות המלאה להתחייבויותיה של החברה המוכרת ויאפשר שמירת המסגרת המשפטית הנפרדת של שתי החברות המעורבות. שכלולו של המיזוג הקלסי באמצעות הטכניקות המתוארות מגדיל את יעילותו יחסית לשאר דרכי הרכישה⁷⁰.

68. מיזוג חילוט משלים יכול לשרת חברה רוכשת כאשר אין בידיה משאבים לרכישת הבעלות המלאה באופן מיידי. רכישת השליטה בשלב הראשון מבטיחה לחברה את האופציה להשלמת הרכישה לאחר-מכן, לכשיצטברו בידיה האמצעים לכך. כמו-כן החברה הרוכשת עשויה להעדיף את הרכישה בשני שלבים כאשר היא מהססת ביחס לשווייה האמיתי של החברה המוכרת. השליטה המועברת לידיה בשלב הראשון לרכישה תאפשר לה לבדוק את כדאיות העסקה לפני שהיא תשקיע את המשאבים הנוספים הדרושים לשם קניית השליטה המלאה.

69. ראה לעיל, סעיף ב.2.

70. הדיון בפרק זה הציג את היתרונות המושגים על-ידי גיוונן של טכניקות-המיזוג – יתרונות שידו של המיזוג הקלסי קצרה מהשיגם. יחד עם זאת, אין להתעלם מהסיכונים הנוספים, שבדרך-כלל אינם מתעוררים במיזוג הקלסי, הנוצרים על-ידי הרחבת קשת טכניקות-המיזוג. כך, למשל, במיזוג קלסי

כמו־כן חשף הדיון את השימוש שאפשר לעשות במיוזג לא רק ביחסים שבין שתי חברות זרות זו לזו, אלא גם במסגרת יחסי הכוחות הפנימיים בין קבוצות של בעלי־מניות בחברה. המיוזג בהקשר זה איננו מתפקד כטכניקה לרכישת חברה, אלא כאמצעי משפטי המאפשר לבעל־השליטה בחברה להשתמש באורח יעיל בשליטתו כדי להתגבר על התנגדותו של המיעוט לשינויים שבעל־השליטה חפץ בהם או כדי להרחיק את המיעוט מהחברה.

ד. המיוזג ודיני החברות בישראל

1. "מיוזג" ישראלי מנדטורי

שלל טכניקות־המיוזג שפורטו לעיל פותח בארצות־הברית כדי לענות על הצרכים המידיים של השחקנים השונים בשוק לרכישת חברות והוא מאפיין חוקי חברות מודרניים רבים. בישראל, סעיפים 233, 234 ו־236 לפקודה מכונים לעתים "סעיפי מיוזג", כנראה משום שהם מאפשרים רכישת שליטה מלאה בחברה. האם סעיפים אלה ממלאים תפקיד דומה בשיטת המשפט שלנו?

(א) פשרה או הסדר

סעיפים 233 ו־234 לפקודה הם סעיפי־סל, העוסקים בסמכותו של בית־המשפט לאשר פשרה או הסדר שנערכו בין החברה לבין נושיה או חברה ושזכו לאישורו של רוב מניין⁷¹ בעלי־המניות או הנושים הנוכחים בהצבעה, המייצגים לפחות רוב מיוחד של 75% מהערך המיוזג בהצבעה. תוכנם של ההסדר או הפשרה שבהם הסעיפים עוסקים איננו קבוע בהם⁷² או במקום אחר בפקודה, ולא בכדי: כל הגדרה של מונחים אלה

היוזמה לעסקה באה בדרך־כלל מגורם חיצוני לחברה ולכן השפעתו על כלל המשקיעים בחברה זהה. מנגד, טכניקות המיוזג המקוצר, מיוזג חילוט ומיוזג חילוט משלים מתאפיינות בכך שהיוזמה לביצוע העסקה מקורה בבעל השליטה בחברה המוכרת ערב עסקת־המיוזג, ולכן נוצרים גיגודי אינטרסים בין קבוצות־המשקיעים בחברה. העובדה שהמיוזג מוצע על־ידי אנשי־פנים המנהלים משא־ומתן עם החברה שבשליטתם והיכולים לכפות את עמדתם על שאר המשקיעים בחברה מעוררת חששות בדבר הוגנות תנאיה של העסקה. אופיו וחומרתו של הסיכון האמור משתנים מטכניקה אחת לרעותה והם מנותחים אצל שטרן (לעיל, הערה ז), סעיף 2.1. לבחינת הדרכים להגנת בעל־המניות בפני סיכונים אלה ואחרים ראה שטרן, שם.

71. דרישת החוק להצבעת מאשרת של רוב מניין הנוכחים איננה סבירה. כך, למשל, כאשר 99% ממניות־החברה מוחזקים בידי בעל־מניות אחד ואילו האחוז הנוסף מוחזק בידי 100 משקיעים זעירים, תוכנית להסדר שתתקבל על דעתו של בעל־השליטה בחברה ועל דעת של 49 משקיעים זעירים לא תעמוד בקריטריונים של הסעיף אם שאר בעלי־המניות המחזיקים בשבריר האחוז יתנגדו לה. הדרישה לרוב במניין גם פותחת פתח למציפולציות של חלוקת המניות בין כמה גורמים כדי להגדיל באופן מלאכותי את מספר הנוכחים באסיפה באופן שיבטיח את אישור ההסדר או הפשרה או את סיכולם.

72. סעיף ההגדרות – 233(ד) – איננו מפרש פשרה של "פשרה", וגם הגדרתו את המונח "הסדר" איננה ממצה.

תצמצם את היקף תחולתם ותפגע בתפקודם כסעיפי-מסגרת שבהם אפשר להשתמש לעריכת פעולות משפטיות מגוונות. ואמנם, הפסיקה האנגלית עשתה שימוש נרחב בסעיפים וקבעה כי במסגרתם חברות יכולות לערוך פעולות משפטיות בעלות אופי בלתי-אחיד, כגון ארגון-מחדש של מבנה הון-המניות של החברה בדרך של הסדר בין החברים, ארגון מחדש של מבנה חובות החברה בדרך של הסדר עם נושיה, שינוי תזכירה של החברה במקום שאין התזכיר קובע את דרך שינויו, עיכוב פירוקה של החברה בדרך של הסדר בין המשתתפים בפירוקה, וגם, בין היתר, פעולות שתוצאתן הכלכלית תהיה מיזוג פעילותן של שתי חברות⁷³. ברם, אין להניח כי מטרת המחוקק המנדטורי בסעיפים אלה היתה להסדיר כבדרך-אגב את הנושא החשוב והמורכב של רכישת חברה. הסעיפים האמורים אינם מגבשים שום דרך רכישה מוגדרת ואינם יוצקים תכנים ממשיים להרשאה הכללית הנובעת מהם לעריכת מיזוג. תחת זאת נראה, כי מטרת החוק היתה להעניק לבית-המשפט סמכות כללית באופיה שתאפשר לו לעזור לצדדים לקבל על עצמם פתרונות עסקיים לבעיות שונות המתעוררות במהלך חייה של חברה או במהלך פירוקה ואשר אין לגביהן הסדר חקיקתי מפורט. כותרת הפרק שבו מופיעים הסעיפים האמורים בפקודה – "שונות" – כמו גם תוכנם של הסעיפים הסמוכים העוסקים בנושאים כלליים כגון בוררות, ערובה להוצאות משפט או סעד למקרה קיפוח, מחזקים את ראיית הסעיף כסעיף-שלד לפתרון של בעיות לא-מוגדרות ולא כסעיף סובסטנטיבי שמטרתו לטפל במיזוג⁷⁴.

יתירה מזו: גם תוכנם של סעיפים 233 ו-234 מבהיר, כי אין הם יכולים למלא את מקומו של הסדר מיזוג מודרגי. ראשית, מיזוג חייב להיות מלווה הסדר חוקי להעברת התחייבויות החברה המוכרת כלפי צד שלישי לחברה הרוכשת. סעיף 234 ער לכאורה לצורך זה בקובעו, כי בית-המשפט רשאי להורות בדבר "העברת... החיובים כולם או מקצתם של החברה המעבירה לחברה הנעברת"⁷⁵, אולם הפסיקה האנגלית סייגה את סמכות בית-המשפט להורות על העברת החיובים לפי הסעיף בקובעו, כי אין ביכולתו לגרום לשחרור החברה המוכרת מהתחייבויות בעלות אופי אישי שנטלה על עצמה⁷⁶.

73. ראה, למשל, 1 W.L.R. 819 [1966] *Re National Band Ltd.* לפסיקה ישראלית המאפשרת את שינוי חלקי הוולונטריים של התוכיר באמצעות סעיפי ההסדר ראה ת.א. 513/60 תעשיית עסיס לכהל בע"מ נ' רשם החברות, פ"מ תש"ך (כג) 3.

74. ואמנם, הפסיקה האנגלית רואה בסעיף 209 ל-Companies Act 1948 (הסעיף המקביל לסעיף 236 לפקודה, שידון להלן) את הסעיף המרכזי המספל ברכישת חברות ולכן היא נוהגת לאכוף סטנדרט הוכחה גבוה ביותר לגבי הוגנות עסקת-רכישה שיוזמיה העדיפו להתעלם מסעיף 209 ולערוך אותה לפי סעיפים אלה. ראה 1 [1976] 3 All E.R. 382, [1975] *Re Hellenic and General Trust Ltd.* W.L.R. 123.

75. ראה סעיף 234(א)(1) לפקודה.

76. הכלל הוא כי בסמכות בית-המשפט לאשר רק הסכם או פשרה שהחברות השותפות לו היו יכולות לקבלו על עצמן לפי הדין הכללי גם ללא מעורבות בית-המשפט לפי הסעיף. לפיכך בית-המשפט איננו יכול לאשר העברת חוזים אישיים, כגון חוזי העסקה של עובדים, מהחברה המוכרת לחברה

לפיכך הצלחת המיזוג תלויה ביכולתם של הצדדים לו לשכנע את בעלי הזכות האישית כנגד החברה המוכרת להסכים להעברת החוזים לחברה הרוכשת. נוסף על כך, כאשר לעסקה יש השלכות על נושי החברה, וזהו המצב כמעט בכל מיזוג מודרני, הסעיף דורש את כינוסם של הנושים לאסיפה מיוחדת שבה תתבקש הסכמתם לעסקה. אם זכויותיהם של הנושים אינן בעלות אופי אחיד, עלול להתעורר הצורך לכנס אסיפות אחדות של סוגים שונים של נושים, והסכמת הרוב הכפול האמור – רוב במניין ובערך – של כל אחד מסוגי הנושים לעסקה תהיה חיונית לשם אישור המיזוג⁷⁷. הקשיים המעשיים החמורים המתעוררים עקב דרישות חוקיות אלה גרמו לכך, שבחיי המעשה תנאי מקדים לכל רכישת חברה המבוססת על ההסדר או הפשרה שבסעיפים 233 ו-234 הוא פרעון מלא של חובות החברה המוכרת לנושיה, כך שהסכמתם של הנושים לא תידרש⁷⁸. פרקטיקה זו מקטינה במידה רבה את יכולתם של הסדרים המבוססים על הסעיפים האמורים למלא את תפקידו של המיזוג המודרני.

שנית, להבדיל מהמיזוג, תקפותן של הפעולות העסקיות הנערכות על-פי הסעיפים האמורים מותנית באישורן על-ידי בית-המשפט. כמובן בסמכות בית-המשפט לתת הוראות המתערבות בתוכנה של העסקה. לפיכך הפשרה או ההסדר שבהם עוסק הסעיף אינם עסקה שתוקפה נובע מהסכמה חוזית בין הצדדים אלא הם תוצאה של פעולה שיפוטית שתכניה הכלכליים והסדריה המשפטיים כפופים לשיקול-דעתו של בית-המשפט. ההיזקקות לאישור העסקה על-ידי בית-המשפט גורמת בדרך הטבע לסרבול ולחוספת אלמנט משמעותי של הוצאות עסקה במונחים של זמן ושל כסף. הכפיפות לשיקול-דעתו של השופט – הן ביחס לעצם אישור העסקה הן ביחס להוראות שהוא ימצא לנכון להתנות בהן את ביצועה – פוגמת בוודאות הצדדים ובנכונותם להיכנס למחויבות העסקית הכרוכה ברכישה. הסעיפים האמורים אינם מציעים הסדר חוקי ברור שכל הפונה אליו יודע את שעומד לפניו, אלא הם מותירים את מלאכת עיצוב הרכישה לצדדים לה ולערכאה השיפוטית האמורה לתת צווים והוראות לביצועה על-פי שיקול-דעתה בכל מקרה ומקרה. סמכותו של בית-המשפט להתערב בעסקה איננה מוגבלת: היא כוללת את כל מרכיביה המרכזיים של העסקה כגון עתיד התחייבויותיה של החברה המוכרת, המשך קיומה או חיסולה, גובה התמורה וסוגה וכו', כמו גם "כל עניין שבשגרה"⁷⁹. לפיכך ניתן לקבוע, כי אף שהסעיפים האמורים עשויים להוביל אדר-הוק, בכפיפות לאישור בית-המשפט, לתוצאה הכלכלית המקווה של איחוד פעילויותיהן של שתי חברות – אין להניח כי על בסיס זה יכולה לצמוח האווירה העסקית הדרושה לשם

הרוכשת ללא הסכמתם של בעלי-הזכות לפי החוקים. ראה, למשל, *Nokes v. Doncaster*, [1940] A.C. 1014.

77. לשאלת קביעת סיווגם של הנושים ראה ע"א 691/69 השותפות נש – רבסקי ואח' נ' בנק לסחר חוץ בע"מ ואח', פ"ד כה(1) 465.

78. ראה 689 (1979) 4th ed., *H.L. Gower, Principles of Modern Company Law*.

79. ראה סעיף 234(א) (6) לפקודה.

פיתוחו של שוק שליטה פעיל ודינמי כמקובל בעולם המתועש.

(ב) רכישת מניות המתנגדים

בניגוד לרכישת חברה על-פי סעיפים 233 ו-234, תקפותה של עסקה לפי סעיף 236 לפקודה, שעניינה "תוכנית או חוזה שכרוכה בהם העברת מניות", איננה תלויה באישור בית-המשפט. סעיף 236 קובע, כי אם תוך ארבעה חודשים מרגע הפניית הצעה לרכישת מניות חברת-המטרה נעתרו לה בעלי-מניות המחזיקים לפחות 90% ממניות חברת-המטרה, שעובר להצעה לא היו בבעלות החברה הרוכשת – החברה הרוכשת רשאית לכפות את הצעתה, בתנאים זהים לאלה שנתקבלו על דעת הרוב, על בעלי-המניות הסרבניים ובכך להשיג שליטה מלאה בחברת-המטרה.⁸⁰

סעיף 236 מניח הנחה מסחרית סבירה, כי משיקולים של מדיניות כלכלית רצוי לאפשר לרוב מכריע של בעלי-המניות, המעוניין לנהל את החברה כרצונו, לרכוש את השליטה המלאה בה, כך שתימנע האפשרות שמיעוט שולי יטריד את הרוב על-ידי בדיקה בציציות שיקול-דעתו המסחרי. יחד עם זאת, יש להבטיח כי שילוח המיעוט מהחברה ייעשה באורח הוגן. לכן הסעיף מתיר את רכישת מניות-המיעוט רק לאחר שהוגנו העסקה הובטחה ביטחון כפול: ראשית, כדי שהרכישה תקבל חזקת-עסקה הוגנת הרוכש צריך לשכנע בכך 90% מהניצעים. אם רוב מכריע של בעלי-המניות הניצעים הסכים לתנאי הרכישה, יש להניח שסרבנות המיעוט אינה מוצדקת. שנית, גם חזקת ההכשר שהיעתרות הרוב מעניקה להצעה ניתנת להפרכה על-ידי פניית הסרבנים לבית-המשפט בבקשה למתן סעד.⁸¹

ההסדר הישראלי-מנדטורי⁸² שבסעיף 236 שונה מכל דרכי הרכישה המקובלות שנדונו בסעיף ב.2. לעיל, הן בטכניקה המשפטית הן בתוצאות העסקית, ולכן יש – לדעתי – לראותו כדרך רכישת עצמאית שנועדה להסדיר מקרה פרטי. השוואת הסדר זה עם שלוש דרכי הרכישה המקובלות תוכיח זאת:

(א) סעיף 236 והצעת רכש. הטכניקה לרכישת שליטה בהתאם לסעיף 236 היא דו-שלבית. השלב הראשון – הפנייה הישירה לבעלי-המניות בחברת-המטרה – מזכיר את העיקרון הבסיסי שבהצעת רכש. ואמנם, הסופרים האנגליים דנים במקבילה האנגלית של סעיף 236 בהקשרן של הצעות הרכש.⁸³ ברם, השלב השני שבו הרוב כופה

80. התמורה בעסקה יכולה להיות מניות החברה הרוכשת, מניות חברה אחרת, אגרות-חוב או מזומנים.

81. סעיף 236(א) לפקודה.

82. סעיף 236 לא תוקן מאז חיקוקו בפקודת החברות בשנת 1929. לעומתו, ההסדר האנגלי המקביל – בעבר, בסעיף 209 ל-Companies Act, 1948 ובגלגולו הנוכחי בסעיף 428 ל-Companies Act, 1985 – זכה לתשומת-לב ביקורתית רבה שבאה לידי ביטוי בשינויים שונים שנערכו בסעיף במהלך השנים.

83. ראה, למשל, Ch. 78 (1976) 22nd ed., Pennington, Company; Palmer, Company Law (4th ed., 1979) Ch. 27.

את רצונו על מיעוט הניצעים המסרב לעסוק עומד בסתירה ברורה לעקרון הוולונטריות שבהצעת הרכש. התוצאה המשפטית של שתי דרכי-הרכישה זהה מנקודת-ראותה של החברה המוכרת משום שבשני המקרים היא שומרת על קיומה המשפטי גם לאחר רכישתה. מנגד, מנקודת-ראותם של החברה הרוכשת ושל בעלי-המניות בחברה המוכרת יש הבדל בין שתי דרכי-הרכישה כיוון שהצעת הרכש, החפה מכל כפייה משפטית של בעלי-המניות למכור את מניותיהם, איננה מעניקה לחברה הרוכשת שליטה מלאה בחברה המוכרת; ואילו סעיף 236 מעוצב כדי להתגבר על מגבלה עסקית זו ולהעביר את השליטה המלאה בכל מניות החברה המוכרת לחברה הרוכשת.

(ב) סעיף 236 ורכישת נכסים. גם בחינת המודל הישראלי מול טכניקת רכישת הנכסים לא משאירה מקום לספיקות בדבר חוסר-הדמיון שבין שתי דרכי הרכישה הללו. הבולטים בהבדלים הרבים שביניהן הוא השוני שבנשוא הרכישה – מניות מול נכסים, והשוני בזהות הניצע – בעלי-המניות בחברה המוכרת מול החברה המוכרת עצמה. מהבחנות בסיסיות אלה נגזרים הבדלים רבים, בטכניקה ובתוצאה⁸⁴.

(ג) סעיף 236 ומיזוג. סעיף 236 מזכיר במידת-מה מיזוג כיוון שהוא מעניק לחברה הרוכשת, בשלבו השני, את הכוח המשפטי לכפות את בעלי-המניות למכור את מניותיהם⁸⁵. כתוצאה מכך, שני ההסדרים מאפשרים לחברה הרוכשת להשיג את השליטה המלאה בחברה המוכרת. יחד עם זאת, למרות הדמיון המסוים, אין – לדעתי – הצדקה לקטלוג ההסדר הישראלי כטכניקת-מיזוג ויש בקטלוג זה משום בלבול מושגים⁸⁶.

השלב הראשון של תוכנית-הרכישה לפי סעיף 236 עניינו שידול בעלי-המניות בחברה המוכרת, ולא הנהלתה, לשותף פעולה עם תוכנית-הרכישה. לשאלת זהות הנושאים והנותנים חשיבות ברורה: מחד גיסא, במיזוג, בעלי-המניות בחברה המוכרת – המיוצגים במשא-ומתן על תנאי הרכישה על-ידי הנהלת החברה – נהגים ממומחיות נציגיהם המעורים בפרטי מצבה המסחרי של חברת-המטרה, המכירים היטב את השוק

84. ראה, למשל, סעיל, סעיף ב.2(א).

85. השלב השני מזכיר את המיזוג המקוצר, ראה לעיל, סעיף ג.1., כיוון שמטרתם של שתי הטכניקות זהה: לאפשר לחברה הרוכשת, לאחר שרכשה את הרוכ המכריע של מניות החברה המוכרת, להשלים את רכישתה המלאה של חברת-המטרה.

86. בבצ'וק ופרוקציה (לעיל, הערה 1) 76, הערה 6, מסווגים את ההסדר בטקודה כדרך עקיפה וחלקית של "מיזוג מרצון" כדי לרמוז, כנראה, על ההסכמה הנדרשת מבעלי-המניות בחברה המוכרת בשלב הראשון לרכישה. אין בידי לקבל מינות זה: אחד ממאפייניו המרכזיים של המיזוג הוא אלמנט הכפייה (ראה לעיל, סעיף ב.1. ולהלן, סעיף ד.2(א)) ולכן צירוף המלים "מיזוג מרצון" מערב מין בשאינו מינו. לדעתי, יש להכיר בכך שהסדר-מיזוג כחוראתו במשפט המשווה ובמאמר זה איננו קיים בדין הישראלי ולהימנע, לפיכך, מלתאר את ההסדר הישראלי במונח עמוס משמעויות שאינו קיימות בו. אם בכל-זאת אנו מתפשים דמיון בין ההסדר הישראלי-מנדטורי לבין טכניקות-הרכישה שתוארו לעיל, נראה לי כי טכניקת-הרכישה המשולבת של הצעת רכש שלאחרית מתרחש מיזוג חילוס משלים (ראה לעיל, סעיף ג.5.) היא דרך-הרכישה הקרובה ביותר להסדר הקבוע בסעיף 236. ברם, גם קרבה זו היא קלושה כמו שמשתמע מהמשך הדיון להלן.

שבו היא טוחנת והבקיאים בדרך-כלל גם באמנות ההתמקחות. תהליך קבלת ההחלטות בהנהלה רציונלי יותר ופגיע פחות לטעויות שבשיקול-דעת מסחרי. נוסף על כך, בעלי-מניות המיוצגים על-ידי הנהלה זוכים ביתרונות שבניהול משאומתן ככוח כלכלי מאורגן. ההתארגנות מיטיבה עם הפרטים השותפים לה משום שהיא מעניקה להם את כוח-הווטו. מאידך גיסא, הייצוג חושף את המיוצג לתחלואי השליחות שהעיקרי שבהם הוא הפרתה של חובת האמון והעדפת האינטרס הפרטי של המנהלים על טובת החברה ובעלי-מניותיה. ההסדר המשפטי לרכישת שליטה, הקבוע בסעיף 236, שונה מהמיוזג בכך שהוא שולל מבעלי-המניות את היתרונות וחוסך מהם את החסרונות הנ"ל.

נוסף על כך, המכנה המשותף לכל טכניקות המיוזג שתוארו בפרק הקודם – היבלעות חברה אחת בחברתה – נעדר מסעיף 236. תוצאתה המשפטית של הטכניקה שבפקודה היא, שהחברה הרוכשת הופכת להיות בעלת-המניות היחידה בחברת-המטרה בלי שייפגע עצם קיומה המשפטי של זו. מכך נגזר, למשל, שהחברה הרוכשת איננה מקבלת על עצמה את כל התחייבויות החברה המוכרת כלפי צדדים שלישיים.⁸⁷

החשוב מכול, אף ששתי דרכי-הרכישה מעבירות את השליטה המלאה לחברה הרוכשת, התנאים להעברת השליטה בשתי הטכניקות שונים בתכלית: במיוזג, כיוון שהצעת השליטה מופנית לחברה, הפעלת הכפייה מותנית באישור העסקה על-ידי האורגנים של החברה; לעומת זאת, ברכישה לפי סעיף 236 הכפייה מותנית בקבלת הסכמה של בעלי-מניות יחידים המחזיקים לפחות ב-90% מהון-המניות של החברה שלא היו בידי החברה הרוכשת ערב הצעת הרכישה. היינו: המיוזג יכול להתבצע אף אם הסכימו לו רק 51% מבעלי-המניות או, במקרים מסוימים, אפילו אחוז קטן בהרבה.⁸⁸ ואילו הסדר הרכישה הישראלי יתמוטט, על-אף שרוב גדול של בעלי-המניות תומך בו, נוכח התנגדותו של מיעוט קטן יחסית, העלול לפעמים להגיע לאחוזים מועטים או אפילו לשבריר של אחוז.⁸⁹ לפיכך יעילותו ושמירתו של סעיף 236, ככלי משפטי-עסקי

87. סעיפים 2.ג.2. ו-3. לעיל הדגינו כיצד מיוזג בעזרת חברת-בת יכול להביא לתוצאה עסקית דומה לזו של סעיף 236, שבה קיומה המשפטי של החברה המוכרת אינו נפסק והחברה הרוכשת איננה מקבלת על עצמה את כל התחייבויות החברה המוכרת. ברם, מבחינת הטכניקה המשפטית, המיוזג שונה מסעיף 236 כיוון שבכל מקרה של מיוזג, ללא יוצא-מן-הכלל, קיים האלמנט המאפיין והבסיסי של חיטול אחת החברות המשתתפות ונסילת התחייבויותיה על-ידי החברה השורדת.

88. אישור העסקה על-ידי האורגנים של החברה איננו מחייב בהכרח הצבעה תומכת של רוב מוחלט של בעלי-המניות כיוון שבהרכב מקרים, בעיקר בחברות ציבוריות עתירות-משקיעים בעלי אינטרס קטן בחברה, חלק ניכר מציבור המשקיעים איננו משתתף בהצבעה עקב חוסר-עניין או מסיבות טכניות. לפיכך אם, למשל, משתתפים בהצבעה רק בעלי-מניות המייצגים 30% מההון, הצבעה תומכת של 16% בלבד תהיה מספקת לשם אישור העסקה.

89. סעיף 236 מתנה את קיום העסקה ברכישה של 90% מהמניות שלא היו בידי החברה הרוכשת עובר לרכישה. לפיכך אם החברה הרוכשת היא חברת-אם שבבעלותה – עובר לרכישה – 80% מהון המניות של חברת-המטרה, על החברה הרוכשת לשכנע לפחות 18% מבעלי מניות-המיעוט למכור את מניותיהם באופן וולונטרי. התנגדותם של 2% ומעלה מבעלי-המניות בחברה לתנאי העסקה תמנע את כפייתם עליהם ותביא להכשלת תוכנית הרכישה כולה.

משמעותי ליישום מדיניות כלכלית התומכת בעריכתן של עסקאות לרכישת חברות, מסופקת ביותר, ועל-כל-פנים איננה בת-השוואה למיזוג.

כללו של דבר: סעיף 236 עוסק במקרה פרטי, נדיר למדי, של רכישת חברה. בסעיף 2.ג) לעיל סיווגתי את שלוש דרכי-הרכישה המקובלות על בסיס הטכניקות המשפטיות (טכניקות הסכמיות ובלתי-הסכמיות) והתוצאות העסקיות שלהן (רכישות טוטליות ורכישות חלקיות). שימוש באותם קריטריונים לגבי דרך-הרכישה הישראלית-מנדטורית מלמד על ההבדלים בינה לבין שאר דרכי-הרכישה: פניית החברה הרוכשת נעשית לבעלי-המניות של החברה המוכרת ולא להנהלתה ולכן טכניקת-הרכישה המדוברת איננה הסכמית; ואילו העובדה שהיא מאפשרת רכישה כפויה של כל המניות מסווגת את תוצאתה העסקית כטוטלית. המיזוג, כמו שאר דרכי הרכישה, אינו עונה על אפיונים אלה של דרך-הרכישה הישראלית⁹⁰, ולכן אין – לדעתי – לראות את סעיף 236 כתחליף להסדר מיזוג (או לכל דרך רכישה אחרת) בישראל. היעדרותו של המיזוג מהגוף הישראלי מבהירה, כי הצרכים שלמענם נברא המיזוג בשיטות-משפט זרות ושלל האינטרסים שלהגשמתם הוא עבר תהליך אבולוציוני מרשים לא ממומשים ואינם מוגנים על-ידי דיני-החברות בישראל.

2. ייחודו של המיזוג

היעדרותו של המיזוג מהעולם המשפטי בישראל דורשת הסבר. מדוע שתי טכניקות-הרכישה האחרות נהוגות בארץ, ואילו מקומו של המיזוג נפקד? האם יש במיזוג תריגה מהותית מעקרוגותיה של פקודת החברות?

(א) הפסקת השקעה כפויה

הצעת רכש ורכישת נכסים אינן מעוררות בעיות מיוחדות בתחום דיני-החברות. הצעת רכש היא הצעה רגילה לרכישת מניות המופנית ישירות לבעליהן ולכן אין צורך באישורם של אורגני החברה – ההנהלה⁹¹ או האסיפה הכללית⁹² – לצורך השלמת העסקה. גם

90. תוס'הדמיון שבין דרכי-הרכישה ניתן להמחשה באמצעות הטבלה המשוות הבאה:

התוצאה העסקית	הטכניקה המשפטית	דרך הרכישה
רכישה טוטלית	הסכמית	מיזוג
רכישה חלקית	בלתי-הסכמית	הצעת רכש
רכישה חלקית	הסכמית	רכישת כל הנכסים
רכישה טוטלית	בלתי-הסכמית	סעיף 236 לפקודה

91. ישנן דעות הסוברות, כי גם בהצעת רכש יש לתת להנהלה תפקיד מכריע. לפי עמדה זו, ראיית הצעת הרכש כעסקה רגילה למכירת מניות היא מטולפת, משום שהצעת הרכש מתכוונת להשיג שליטה. היינו: הצעת הרכש לא נבדלת ממיוזג מבחינת מסרתה, ולכן, כמו במיזוג, יש להגן על בעלי-המניות

הצעה לרכישת נכסים היא הצעה לעסקה חוזית רגילה המופנית לבעל-הנכסים – חברת-המטרה. לכן אורגני החברה – ההנהלה האמונה על ניהול עסקי החברה ובדרך-כלל גם האסיפה הכללית⁹³ – הם האורגנים המוכשרים ולכן גם המוסמכים לספל בהצעה. שתי ההצעות, מבחינת הטכניקה המשפטית הנחוצה לביצוען, הן התרחשויות רגילות בחיי חברות שדיני-החברות המסורתיים של המשפט המקובל מוכשרים להסדירן. ההצעות הרגילות לרכישת מניות או נכסים מוכתרות כ"טכניקות לרכישת חברה" וזכות להתייחסות חקיקתית או תקינתית מיוחדת רק כאשר כמות הנכסים נשוא הרכישה עולה על סף יחסי מסוים – כמותי או איכותי – מכלל נכסי חברת-המטרה⁹⁴; או, במקרה של

בעזרת ההנהלה. ראה Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom" 35 *Bus. Law* (1979) 101, 104 116; Steinbrink, "Managements' Response to the Takeover Attempt" 28 *Case W. Res. L. Rev.* (1978) 882, 892. הדעה תחומת בהשאת המזבז הקיים מדגישה, כי הצעת רכש היא דרך הרכישה היחידה שבה אין להנהלה כל יכולת להכשיל את העסקה באופן ישיר. תפקיד הצעת הרכש הוא לשמש דרך-רכישה חלופית לפיקוח ולבקרה על תגובת ההנהלה לנסיבות לרכישת שליטה בדרך של מיזוג או רכישת נכסים. שיתוף ההנהלה בהצעת רכש יחסן אותה מפני ביקורתו הנחוצה של שוק השליטה. ראה Gilson, "A Structural Approach to Tender Offers – The Case against Defensive Tactics in Tender Offers" 33 *Stan L. Rev.* (1981) 819, 846–851.

92. הצעת הרכש מונה לכל בעל-מניה בכשירותו כבעל-מניה ומאפשרת לו לקבל החלטה עצמאית לגבי עתיד השקעתו. אף-על-פי-כן, יש הסיכורים כי העובדה שהחברה הרוכשת מפנה את ההצעה לציבור בעל-מניות המייצג את השליטה בה תגרום לעיוות החלטתו של כל בעל-מניה. בעל-המניה היחיד עלול להחליט למכור, בניגוד לשיקול-דעתו הכלכלי, מתוך חשש ששאר המשקיעים יענו להצעה והוא ייוותר כמיעוט זניח שהשוק למניותיו מוגבל. הצעה לפתרון העיוות גורסת, כי יש לאפשר לבעל-המניות להגיב בשני שלבים: ראשית, תגובה עקרונית המאשרת או הדוחה את ההצעה אך איננה מחייבת את בעל-המניה אישית ביחס למכירת מניותיו למציע. רק אם רוב בעל-המניות, שהצבעתם בשלב זה חופשית מעיוות, יאשרו את ההצעה – יינתן לה תוקף. לאחר-מכן, בשלב השני, כל בעל-מניה יחליט אישית ביחס למכירת מניותיו. ראה בכצ'ק (לעיל, הערה 25), 1747–1764. הצעה זו גורסת, למעשה, כי יש לאפשר לבעל-המניות להגיב באורגן על טיבה של ההצעה ולהפקיד בידי האורגן את הכוח לדחותה כליל.

93. רוב המדינות בארצות-הברית מתנות את מכירת כל נכסי החברה בהסכמת רוב מסוים של בעל-המניות הנזכרים באסיפה הכללית של החברה המוכרת. לדוגמא ראה סעיף 271 ל-Delaware Gen. eral Corporation Law וסעיף 79 ל-M.B.C.A. תדורשים רוב פשוט לאישור הרכישה. יש הסוברים שאישור בעל-המניות נחוץ כיוון שסיב ההחלטה הנדרשת איננו עסקי אלא השקעתי. החלטת המכירה יוצרת שינוי מבני בחברה ולכן היא גוררת למידותיהם של המשקיעים ולא תוטל כולה על כתפיהם של מנהל-העסקים. ראה Eisenberg, *The Structure of the Corporation* (1976) 260. אחרים מפקפקים בתקפות ההבחנה בין החלטה עסקית להחלטת השקעה בעסקה למכירת כל הנכסים. לדעתם, הצבעת האסיפה הכללית נועדה להגן על בעל-המניות בפני פעולה בלתי-כשרה של המנהלים אשר ימכרו את נכסי החברה שלא בסובתה כדי לקדם את האינטרסים הפרטיים שלהם. ראה Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* (1986) 525–526, 580.

94. אמת-המידה לקביעה אם הנכסים הנרכשים הם "כל" נכסי המטרה, ולכן העסקה טעונה אישור האסיפה הכללית, אם לא – שנויה במחלוקת. יש המדגישים את השאלה אם כמות הנכסים הנמכרת חיונית לתפעולה של החברה, כך שמכירתה תשפיע על עצם קיומה והגשמת מטרתה של החברה.

הצעת רכש, כאשר ההצעה לרכישת המניות עונה על תבנית עסקית מסוימת⁹⁵. במקרים אלה שיטות המשפט השונות נוהגות לקבוע כללים שלפיהם תתבצע הרכישה⁹⁶ כדי להגן על האינטרסים של קבוצות שונות המושפעות מהעסקה. אולם לצורך הדיון כאן חשוב להדגיש, כי כללים אלה אינם תנאים הכרחיים מבחינת דיני-התברות המסורתיים לעצם ביצוע העסקה, ולכן גם ללא חקיקתם היה ניתן לערוך עסקאות אלה בשיטת המשפט המקובל⁹⁷.

הצעה למיזוג שונה בתכלית, משום שהיא איננה מופנית לבעלי הרכוש נשוא ההצעה. במיזוג מתבקשת החברה, באמצעות אורגניה, לקבל החלטת מכירה ביחס לרכוש השייך לצד שלישי לעסקה – בעלי-המניות. אישורם של בעלי-המניות אמנם מהווה אלמנט קונסטитуטיבי בעסקה, אולם בעל-המניה מצביע רק בכשירותו כחלק מאורגן החברה ולא כבעל-רכוש. כשירותו של בעל-המניה בהצבעה היא מכרעת לגבי יכולתו להגן על רכושו: אילו בעל-המניה היה נדרש להצביע בכשירותו ככזה, הצבעתו היתה קובעת לגבי שאלת הבעלות הקניינית במניותיו ולא היתה לה כל השפעה על מניותיהם של

ברוך זו נקבע כי מכירה של 51% מנכסי החברה עונה להגדרה. ראה *Katz v. Bregman*, 431 A.2d 1274 (1981). אחרים חותמים להגדרה הבחנת את איכות הממכר. לפי עמדה זו, גם עסקה שבה רוב הנכסים אינם עומדים למכירה, אולם כל הנכסים התפעוליים נמכרים בה, תוגדר כ"מכירת כל הנכסים". ראה אייזנברג, שם, 259–256.

95. דיני ניירות-הערך הפדרליים בארצות-הברית אינם מגדירים את המונח "הצעת רכש". הפסיקה שם בדרך-כלל איננה מרגישה את כמות המניות הנרכשות אלא את תנאי הרכישה, כגון מחיר פרמיה, קביעת תקופת מקסימום להיענות בעלי-המניות להצעה, יכולתה של החברה הרוכשת לקנות רק כמות מסוימת של מניות ולא את כל המניות המוצעות וכו'. ראה, למשל, *Smallwood v. Pearl*, 548 F.2d 579, 597 (5th Cir., 1974).

96. ראה, למשל, סעיפים (f)-(14), (f)-(13) *Securities Exchange Act, 1934*, אשר נחקקו בארצות-הברית בשנת 1968 בחקיקה המכונה *Williams Act*. חקיקה פדרלית זו מטילה חובות גילוי נרחבות על החברה הרוכשת בהצעת רכש ועל אחרים, קובעת את כללי עיתוין של ההצעות, מעניקה זכויות שונות לבעלי-המניות בחברת-המטרה וכוללת איסורים על רמאות ומניפולציה בהצעות רכש. נוסף על כך, חוקי המדינות השונות בארצות-הברית וכללי הבורסות שם קובעים כללי התנהגות מחייבים לגבי הצעות רכש הנערכות בתחומן. במסגרת מאמץ חקיקתי ותקינתי זה יש לראות את ההצעות המושמעות בארצות-הברית לכפוף את קבלתה של הצעת רכש להסכמת ההנהלה או האסיפה הכללית של חברת-המטרה. ראה לעיל, הערות 72 ו-73. באנגליה, הקהילה העסקית רצתה למנוע חקיקה שתתערב בהסדרתן של הצעות רכש ולכן היא קיבלה על עצמה מרצון בשנת 1968 את עולו של קוד אקסטר-חוקי הקרוי *The City Code on Takeovers and Mergers* והכולל הוראות שמטרתן, בין היתר, הבטחת שוויון בין כל השחקנים בשוק השליטה הבריטי. בישראל ניסתה הבורסה בתל-אביב הנחיות האמורות להסדיר את נושא הצעת הרכש. ראה פרק י"ז להנחיות דירקטוריון הבורסה, שכותרתו "רכישת השפעה והצעות-רכש בחברות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה". בתצעת חוק החברות שהוגשה למשרד-המשפטים מוצע לכפוף את הסדרי הצעת הרכש לכללים המתמייחים הן לחברה התוקפת הן להנהלתה של חברת-המטרה. ראה פרוקציה, דיני חברות חדשים בישראל והמכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש הרי סאקר, ירושלים, 1989, פרק 37.

97. ראייה לכך היא תפקודו המלא, אם גם לא חסר-הפגמים, של שוק להצעות רכש בארצות-הברית ובאנגליה לפני שנת 1968.

אחרים. לעומת זאת, כאשר בעל-המניה מצביע כחלק מאורגן החברה, הצבעתו משפיעה באופן יחסי על עתיד השקעתם של כל השותפים בחברה, אך היא מקבלת תוקף רק אם זכתה בתמיכת הרוב הנדרש מקרב המצביעים. הצבעת בעל-המניה בשאלת אישור המיזוג איננה ערובה למימוש רצונו ביחס למניותיו, כיוון שהצבעתו נעשית בכשירותו כחלק מאורגן החברה.

מהאמור עולה, כי ייחודו של המיזוג הוא בכך שהוא מעניק לחברה כוח לכפות את שיקול-דעתם המסחרי של אורגניה על בעלי-המניות בשאלת עצם הבעלות במניה ובשאלת התמורה שיקבלו בעלי-המניות תמורת הוויתור הכפוי על השקעתם. כללי-המשפט הנהוגים בישראל אינם מכירים בכוחה של חברה לקבל החלטות אלה ללא הרשאתו המפורשת של החוק⁹⁸, ולכן ללא שינוי חקיקתי של כללים אלה אי-אפשר לערוך מיזוג חברות בישראל.

(ב) היעלמות האישיות המשפטית

בהצעת רכש וברכישת נכסים, טכניקת-הרכישה לא מחייבת את היעלמותה של אחת החברות המשתתפות. אם הצדדים בוחרים בכך, הם ישליכו את הקליפה המשפטית⁹⁹ המשמרת את פתיל-חייה של חברת-המטרה לאחר רכישתה, תוך שימוש בטכניקה המקובלת בשיטה המשפטית הנתונה לפירוק החברה. לפיכך דיני-החברות המקובלים מסוגלים לטפל בטכניקות רכישה אלה ללא צורך בהתאמה כלשהי. לעומתן, סגולתו המיוחדת והמאפיינת של המיזוג מאפשרת את הפסקת קיומן המשפטי של חלק מהחברות המשתתפות בעסקה ללא הליכי פירוק.

ייחודיות המיזוג בהקשר זה באה לידי ביטוי בשאלת גורל זיקותיה המשפטיות של החברה הנרכשת. הדין הישראלי מתנה את היעלמותה של חברה בעריכת הליכי פירוק

98. האם בעלי-המניות יכולים לקבל על עצמם, באמצעות שינויים של מסמכי-היסוד של חברה קיימת או, במקרה של חברה חדשה, באמצעות ניסוחם המקורי של מסמכי-היסוד, הסדר חוזי שתוכנו זהה להסדר הנהוג במיזוג והמאפשר את כפייתה של הפסקת ההשקעה על-פי החלטת אורגני החברה? נראה לי, כי עמדת הפקודה ביחס לשאלה זו ברורה: לו סבר המחוקק כי ניתן לאכוף הסדר מיזוג על בעלי-המניות בחברה המוכרת על-ידי שינוי של מסמכי-היסוד שלה בהחלטה מיוחדת של האסיפה הכללית של החברה, לא היה נזקק לעיצובן של טכניקות-הרכישה המוסדרות בסעיפים 233, 234 ו-236, כיוון שבעלי-המניות המחזיקים ברוב של שלושה-רבעים יוכלו לכפות את העסקה, בסענה שהיא נעשית בתום-לב ולטובת החברה, באמצעות שינוי תקנון החברה מבלי שייזקקו לאישור בית-המשפט (ברכישת לפי סעיפים 233 ו-234) או להסכמתו של רוב מכריע (ברכישת לפי סעיף 236). לפיכך ניתן להסיק, כי הדין הישראלי התקף לא רק שאיננו מסדיר את המיזוג באמצעות קביעתן של נורמות חקיקתיות, כמקובל בשיטות-משפט זרות, אלא הוא אף איננו מתיר את עריכתו באמצעים חוזיים.

99. לאחר מכירת כל הנכסים, הקיום המשפטי של החברה המוכרת איננו נפסק, אך מאחר שההצדקה המסחרית לקיומה בטלה, סביר להניח כי בעלי-המניות יפרקוה. לעומת זאת, הצעת רכש איננה משפיעה על תכניה הכלכליים של חברת-המטרה אלא הופכת אותה לחברת-בת של החברה הרוכשת אשר בידיה לבחור את עתיד קיומה המשפטי של חברת-המטרה.

שבמסגרתם מיוצגים האינטרסים של הנושים. לעומת זאת, המיזוג הקלסי מתחשב באינטרסים של נושי החברה הנרכשת בדרך שונה לחלוטין – על-ידי המחאה אוטומטית של חובות החברה הנרכשת לחברה השורדת. אולם המחאה אוטומטית זו איננה אפשרית ללא הסדרתה המפורשת בחוק החרות הישראלי, כיוון שחוק אחר, חוק המחאת חובים, איננו מתיר המחאת חוב ללא הסכמתו המוקדמת של הנושה¹⁰⁰. אף לו היה ניתן להסיק את הסכמתם מכללא של הנושים הרצוניים של החברה הנרכשת להמחאת חובם, באשר הם בוחרים להלוות את כספם לחברה בידעם כי החברה מסוגלת בעזרת המיזוג להעביר את התחייבויותיה כלפיהם לאישיות משפטית אחרת, שזהותה בזמן מתן ההלוואה איננה ידועה – אין דרך להסיק הסכמה כזו באשר להתחייבויות החברה כלפי הנושים הבלתי-רצוניים שלה, ולכן תוקפה של המחאת ההתחייבות המאפיינת את המיזוג חייב להיות מעוגן בחקיקה.

3. התאמת מהות ההסדר

ייחודו של המיזוג יוצר חוסר-התאמה בינו לבין הדין הישראלי הנוהג, אולם אין הוא מציג דרך-חשיבה שונה המבוססת על עקרונות זרים לפקודה. לו נבדל המיזוג מהדין הקיים במהות, ולא רק בטכניקה, אזי עלות אימוצו, במונחים של השפעתה על הסדרים אחרים ושמידת עקביות השיטה, היתה עלולה לגרום להיסוס בדבר כדאיות האימוץ. אולם, כפי שיוכח להלן, אין מקום לחשש זה.

(א) הדימוקרטיה בחברה

חיה של חברה מוסדרים באמצעות מערכת חוזית המכונה "מסמכי יסוד של החברה"¹⁰¹. המשפט המקובל סבר בעבר, כי כל בעל-מניה זכאי לאכוף את זכויותיו, בהיותו צד לחוזה, כנגד החברה או בעל-מניותיה¹⁰² וכי עריכתו של כל שינוי במערכת הזיקות המשפטיות המעוגנת בחוזה מותנית, כמו שינויו של כל חוזה אחר, בהסכמת כל הצדדים¹⁰³. לפי דין זה, כל בעל-מניה יחיד היה יכול להטיל וטו על החלטה לשינוי במסמכי

100. ראה סעיף 7 לחוק המחאת חובים, תשכ"ט-1969.

101. הפסיקה האנגלית אפיינה את התוכן והתקנון כחוזים בין החברה לחברים ובין החברים לבין עצמם בכשירותם כחברים בפסק-דין 1 ch. D. 881 [1915]. *Hickman v. Kent*. זו גם ההלכה הנוהגת בארץ. ראה, למשל, ע"א 189/76 מפלגת העבודה הישראלית נ' לוי ואח', פ"ד לא(2) 270, 265; ד"ב 39/80 ברדיגו ואח' נ' ד.ג.ב. טקסטיל בע"מ ואח', פ"ד לה(4) 197, 205, 215.

102. ראה, למשל, *Mason v. Pewabic Co.*, 133 U.S. 50 (1890).

103. ספרי המלומדים האמריקניים מהמאה שעברה עמוסים הוכחות לדין זה. ראה, למשל, Morawetz, A. *Treatise on the Law of Private Corporations* (2nd ed., 1886) 908. גם באנגליה עד לאמצע המאה ה-19 לא היה ניתן לשנות את מערכת הזיקות המשפטיות שבין בעל-המניות. רק בשנת 1856, עם אימוצו של ה-Joint Stock Companies Act, נערכה החלוקה של חוזה-החברה לשיני מסמכים כדי לאפשר גמישות מסוימת בתגובת החברה לשינוי בתנאים שבהם היא פועלת. המערכת החשובה של הסעיפים הקובעת את זכויותיהן המרכזיות (הקונסטרויציות) של החברים והנושים כונסה

החברה ולמנוע את ביצוען של מגוון פעולות עסקיות, כגון שינוי במבנה ההון של החברה, שקיומן תלוי בשינויים אלה.

יישומם הפשטני של עקרונות חוזיים על מערכת היחסים החוזית שבבסיס החברה נתקל בקשיים: הדרישה להסכמת כל המשקיעים לכל שינוי בכללי המשחק פגמה קשות ביכולת התפקוד של החברה שמצאה את עצמה שבויה תכופות בידי מתנגד עקשן, חסר שיקול-דעת מסחרי או סחטן¹⁰⁴. התפתחות המסחר חייבה את החברה לגמישות וליכולת התאמה לתנאים המשתנים באופן שלא התיר לה להיות תלויה ברצונו הטוב ובגחמותיו של כל משקיע. המחוקקים ובתי המשפט נאלצו להכיר בבעייתיות המיוחדת שחווה רב-צדדי מעורר ולתפור לו פתרון כמידותיו. המוצא שנבחר הוא שכלול העיקרון החוזי הרגיל, המעניק כוחות-וטו לכל משקיע ללא תלות בהיקף השקעתו¹⁰⁵, על-ידי העיקרון הדימוקרטי הקובע כי החלטות מסוימות בחיי החברה יתקבלו בהסכמת רוב, פשוט או אחר, חרף התנגדותם של חלק מהצדדים לחוזה.

השלטת מרותו של הרוב על המיעוט עוררה שאלות משפטיות קשות, חוזיות ואחרות, אולם עצם קבלת העיקרון של שלטון הרוב לא הוטל בספק מאז תחילת המאה העשרים והוא מהווה מרכיב מרכזי בכל חוק חברות מודרני. הגישה החדשה ערה לאפשרות שהדימוקרטיה עלולה לפגוע באינטרסים מסוימים, אולם היא סוברת כי הפגיעה המוגבלת רצויה אם היא הדרך היחידה להשגת יתרונות גדולים לחברה, לכלכלה ולרוב בעליה המניות. במאה הנוכחית השתרשה ההכרה כי יש להסיט את הדגש מההגנה על זכויות החוזיות-קנייניות של השותף הפסיבי להגנה על השימוש האגרסיבי שהרוב רוצה לעשות ברכוש החברה לטובת הכלל¹⁰⁶. העיקרון הדימוקרטי-תועלתני מתבצר גם בקריאה מוסרי: הצדק יושג על-ידי פיתוח רגישות מוסרית ליכולתה של הקבוצה לקדם את אינטרסה ולהתבטא בפעילות עסקית כרצונה מבלי שהפרט יוכל לסכל את כוונתה ולכפות את השקפתו.

בתזכיר החברה ונקבע כי אין אפשרות חוקית לשנותה; ואילו שאר ענייני החברה קובצו בתקנון החברה ונקבע כי ניתן לשנותם על-פי החלטת דימוקרטיה של החברים. ראה *Hutton v. Scarbor*. 2 Drew & SM 521 (1865) וכן ראה *Palmer* (לעיל, הערה 83) 54-55. במשך השנים נוספו בחוק האנגלי סעיפים המתיירים הכנסת שינויים גם בתזכיר החברה, אולם עד היום הכלל הבסיסי הוא שאין לשנות את סעיפי התזכיר אלא במקרים שהחוק התיר את השינוי במפורש. שריד זה לתפישה החוזית הנוקשה של מסמכי-היסוד של החברה חלחל גם לסעיף 8 לפקודה הישראלית.

¹⁰⁴. *Sprague v. Illinois River R.R.*, 19 Ill. 173 (1857) שנה; 140 לפני 140 שנה.

¹⁰⁵. ראה, למשל, *Gibson*, "How Fixed Are Class Shareholders Rights?" 23 *L. & Contemp. Prob.* (1958) 283, 291.

¹⁰⁶. ראה *Carney*, "Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes" *American Bar Foundation Research Journal* (1980) 69, 81.

(ב) הדימוקרטיה ומיוזג חברות בארצות-הברית

שיטת-המשפט הישראלית, אשר איננה מאפשרת עריכת מיוזג בין חברות, לא נאלצה עד כה להתמודד עם יישום העיקרון הדימוקרטי בהקשרו של המיוזג. לעומת זאת, בארצות-הברית, עקרון שלטון הרוב ביחס לקבלת החלטת מיוזג עבר תהליך התפתחות מרשים, שראשיתו בתיאוריית ה-Vested Rights, האוסרת שינוי כלשהו בזכויות בעל-המניה ללא הסכמתו¹⁰⁷ וסופו בהרשאה לעריכת מיוזג חילוט, ולכן יש עניין בסקירתו.

כבר בערוב המאה הי"ט שונו חוקי החברות של כמה מדינות בארצות-הברית כדי לאפשר לרוב לקבל החלטת מיוזג על-אף התנגדות המיעוט. אולם החוק הבטיח את המשך השקעתו של המיעוט, אם לא בחברה עצמה, לפחות בחברה המחזיקה במניותיה, בקובעו כי התמורה לבעלי מניות החברה המוכרת חייבת להיות מניות בחברה השורדת¹⁰⁸. בה-בעת בתי-המשפט עמדו על המשמר וסירבו לאפשר נסיונות לסילוק המיעוט בדרכים עקיפות¹⁰⁹, כדי שלא ייפגע אמון המשקיעים בחברות. בשנות הארבעים החוק של דלוואר התגמש והתיר לחברה הרוכשת לשלם תמורת מניות החברה המוכרת לא רק במניותיה-שלה אלא גם בניירות-ערך אחרים שהנפיקה¹¹⁰. מהלך זה אפשר לראשונה את הפסקת השתתפותם של בעלי מניות המיעוט בהשקעה ואת הפיכתם ממשקיעים לנושים, אולם בתי-המשפט עדיין לא ראו עסקאות אלה בעין יפה¹¹¹.

המעבר לשלב הבא, שבו ניתנה לגיטימציה מלאה לכוחו של הרוב לכפות על המיעוט להסתלק מהשקעתו בחברה, התרחש בהדרגה והגיע להשלמתו רק בשנות השישים, משהתירו חוקי המדינות שימוש במוזמן כתמורה בכל סוגי המיוזג¹¹². על רקע חוקי זה, בשנות השבעים, כאשר עקב נסיבות כלכליות שונות ירד ערך המניות בשוקי ארצות-הברית ונוצרה הזדמנות להשתלטות זולה על חברות, הפך מיוזג חילוט לדרך התנהגות

107. תולדות דוקטרינת ה-Vested Rights מובאות אצל Hovenkamp, "The Classical Corpora-
tion in American Legal Thought" 76 Geo. L. J. (1988) 1593.

108. ראה, למשל, 996 N.Y. Laws 58, 1896 Act of May 27, 1896, ch. 932, s. 58. סקירת ההיסטוריה החקיקתית של סעיפי המיוזג בדלוואר מובאת אצל Balotti, "The Elimination of the Minority Interests by Mergers Pursuant to Section 251 of the General Corporation Law of Delaware" 1 Del. J. Corp. L. (1976) 63.

109. כך, למשל, כאשר הרוב החליט על פירוק מרצון של חברה וקניית כל נכסיה על-ידי חברה אחרת שבבעלותו המלאה, קבע בית-המשפט כי הרוב הפר את חובת האמון שהוא חב כלפי המיעוט וכפה על הרוב להנפיק למיעוט מניות בחברה הרוכשת 483 U.S. Southern Pacific Co. v. Bogert, 250 (1919). לסקירת המגבלות שאכפו בתי-המשפט על השימוש בעיקרון הדימוקרטי בהקשר של החלטות מיוזג ראה Berle, "Corporate Powers as Powers in Trust" 44 Har. L. Rev. (1931) 1049, 1069-1072.

110. ראה בלוטי (לעיל, הערה 108) 65.

111. ראה וייס (לעיל, הערה 66) 633-641.

112. תיאור השינוי ההדרגתי בפסיקת בתי-המשפט ותיקון החוק להכשרת מיוזג במוזמן מובא אצל וייס, שם, 641-657.

מקובלת¹¹³.

המגמה להעדפת האינטרסים של רוב בעלי-המניות התומך במיזוג על-פני המתנגדים לו התחזקה בפסיקה האמריקנית המודרנית העוסקת באופן אינטנסיבי בנושאי מיזוג. ראשית, בית-המשפט העליון של ארצות-הברית חסם בפני המיעוט המתנגד לעסקה את אפשרות תקיפתה בעזרת חוקי ניירות-הערך הפדרליים העוסקים במניעת רמאות במניות¹¹⁴. שנית, בית-המשפט העליון בדלוואר, בסדרת החלטות עקרוניות הבודקות את הקריטריונים להתנהגות נאותה של הרוב במיזוג, הקטין עד מאוד את יכולתו של המיעוט להתנגד לסילוקו מהחברה. גקבע, כי כמעט ללא יוצא-מין-הכלל, המיעוט איננו יכול לקבל צו למניעת ביצוע של מיזוג שאושר על-ידי מוסדות החברה המוכרת באופן דימוקרטי וכי הסעד הבלעדי שלו המיעוט החולק זכאי, הוא קבלת הערך ההוגן של השקעתו בחברה¹¹⁵.

התפתחותו העקיבה של הכלל הדימוקרטי הביאה לשינוי בתפישת מעמדו של בעל-המניה בארצות-הברית. ראיית בעל-המניה היחיד כאיש-מפתח בחברה, אשר עקב זכויותיו החוזיות והקנייניות מוענק לו הכוח להטיל וטו על קשת רחבה של פעילויות בחברה ומוענקת לו חסינות בלתי-מוגבלת לגבי המשך השקעתו בה, הוחלפה בהכרה כי בעל-המניה היחיד הוא משקיע שכוחו בחברה מוגבל ופגיע כיוון שמעורבותו בחברה – וחשוב מכך: גם עצם שותפותו בה – תלויים במידת יכולתו להשפיע על אורגני החברה לקבל את עמדתו.

(ג) הדימוקרטיה ומיזוג חברות בישראל

תהליך הפגמת ייחודו של המיזוג – הפסקת ההשקעה הכפויה – במשפט האמריקני התרחש בהדרגה במשך מאה שנות חקיקה ופסיקה. יחד עם זאת – לדעתי – אין מניעה שהדין הישראלי, בהתבסס על העקרונות הדימוקרטיים המקובלים בו ועל הסדרים ספציפיים שונים שחברות ישראליות מתפקדות לפיהם, יעשה קפיצת-דרך ויתיר גם הוא עריכת עסקאות-מיזוג, הכופות את הפסקת ההשקעה על מיעוט המשקיעים בחברה, על כל צורותיהן.

113. שלושה סוגי מיזוג חילוס הפכו מקובלים: הפרטה, מיזוג חילוס לשילוח מיעוט מחברת-בת ומיזוג חילוס משלים לאחר הצעת רכש מוצלחת. ראה – Greene, "Corporate Freeze-out Mergers: A Proposed Analysis" 28 Stan. L. Rev. (1976) 487, 491-496.

114. בית-המשפט העליון קבע כי במקום שהרוב עמר בדרישות חוקי ניירות-הערך לגילוי מלא של כל המידע המהותי, אין המיעוט יכול לסעון לביטול העסקה עקב רמאות. אם לדעת המיעוט, התמורה הנכפית עליו בהסכם המיזוג איננה ראויה, הוא יכול להיעזר בחוקי המדינות המאפשרים לו לקבל תמורה הנקבעת על-ידי הערכה הוגנת של המניות שהועברו במיזוג, אולם חוקי ניירות-הערך הפדרליים אינם יכולים למנוע את עצם סילוקו מהחברה. ראה, *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977).

115. ראה הפסיקה המפורסמת והשנויה במחלוקת בעניין *Weinberger v. Uop Inc.*, 457 A. 2nd 701 (1983), אשר קבעה כי הרוב רשאי לבצע מיזוג חילוס גם כאשר אין לו הצדקה עסקית לכך.

העיקרון הדימוקרטי התקבל בפקודה בהקשרים רבים¹¹⁶, לכן חקיקתו של הסדר מיוזג בישראל מעוררת רק את שאלת היקף יישומה של הדימוקרטיה ולא את שאלת עצם קיום העיקרון. נראה לי, כי בחירתה של שיטה משפטית בדבר היקף תחולתה של הדימוקרטיה בחברה משקפת את בחירתה בדבר האיוון הנכון בין הצורך הכלכלי שבשמירת אמון המשקיעים בחברות (על-ידי הבטחת זכויותיהם החוזיות של המשקיעים) לבין הצורך הכלכלי לאפשר לחברה לתפקד באורח יעיל¹¹⁷. היינו: שינוי הדין הישראלי וקבלת העיקרון הדימוקרטי גם לצורך כפייתו של הפסקת השקעה במיוזג חברות איננו כרוך בשינוי עמדה פילוסופית¹¹⁸ או בפריצת-דרך משפטית מהותית לגבי טיבה של המניה, אלא הוא מעיד על הכרה בשינוי הנסיבות הכלכליות או על ניתוח שונה של אותן נסיבות.

באורח דומה ניתן לנתח את החלת העיקרון הדימוקרטי על מיוזג חברות מנקודת-הראות של חלוקת הסמכויות בין אורגניה של החברה. עסקת מיוזג חברות מחייבת שיתוף-פעולה בין הנהלות החברות המעורבות בה לבעלי-המניות בחברות אלה. תפקיד הנהלות הוא לזווג את העסקה ולקרום עליה עור וגידים. בכלל זה עליהן להגדיר את מטרות העסקה, לאתר את היעד המתאים למיוזג, לשאת ולתת ביחס לתנאי העסקה ולנסח את חוזה-המיוזג. תפקיד בעלי-המניות בכשירותם כאורגן האסיפה הכללית של החברות המעורבות הוא להעריך את התוצר המוגמר, פרי עבודת המנהלים, ולהחליט אם לאשרו. אולם סביר להניח, כי אף אם שני גופים אלה מעוניינים בהשגת מטרה זוהי, המכונה באופן כללי "טובת החברה", לא תמיד הם רואים אותה ואת הדרכים להגשמתה עין בעין¹¹⁹. שוני זה גובע מהפער הגדול שבין השקפת-העולם העסקית, ההשכלה המקצועית וקווי-האופי של המנהל המקצועי הממוצע ושל בעלי-המניות הממוצע ומהניגוד ברצון, בשאיפות ובמניעים המאפיינים והמזינים את תהליך קבלת ההחלטות בשני מגזרים אלה. הנהגת החברה המעוניינת בכניסה לשטחי-פעולה חדשים, בנקיטת יוזמה מסחרית ובהתרחבות נתקלת לעתים בחסתיגותם של בעלי-המניות, המעוניינים בשמירת רווחיות, בזיליות ובהשגת ביטחון להשקעתם, והחוששים מיוזמה עסקית

116. ראה דוגמאות בטקסט להלן, סמוך להערה 122 ואילך.

117. משקיבלו דיני-החברות בישראל את העיקרון שלפיו הרוב רשאי לפגוע בזכויות חוזיות של המיעוט על-ידי החלטות תר-צדדיות, הובהר כי תיחום גבולות הדימוקרטיה איננו שאלה מוסרית או סוציאלית אלא מהווה תוצאה של ניתוח אינטרסים כלכליים.

118. לניתוח פילוסופי של זכויותיהם של בעלי-המניות ראה Pilon, "Do Corporations Have Rights? On Treating Corporate People Justly" 13 Ga. L. Rev. (1979) 1245.

119. הפקדת הגה החברה בידי המנהלים בעת שזו מגיעה לצמתי-חיי מעוררת סיכון שהמנהלים ישתמשו בכוחם לשם העדפת אינטרסיהם האישיים על-פני טובת החברה ובעלי-מניותיה. היינו: מעבר לשאלה הנדונה כאן ביחס לניגוד ההשקפות הלגיטימי בין בעלי-המניות והמנהלים באשר לפרשנות טובתה של החברה, מתעורר מתח נוסף, הקיים בכל היבטי קיומה של החברה, אולם הוא חריף במיוחד בעת קבלת החלטת מיוזג, בין המניעים הכשרים לאלה הפסולים באשר להחלטת המיוזג שהמנהלים יוזמים. לדין בשאלה זו ראה שטרן ולעיל, הערה 7.

הנושאת בחובה אלמנטים של אי-ודאות, סיכון ושינוי אופי ההשקעה. שמירת שיווי-המשקל בין העדפויותיהן הסותרות של שתי הקבוצות הללו היא אחד מהאתגרים החשובים של כל קוד חברות. כללים משפטיים הנותנים עדיפות חד-צדדית למנהלים עלולים לערער את אמון ציבור-המשקיעים בחברות ולגרום לניזון בסיס ההון ההכרחי לתפקודן. מנגד, התחשבות יתרה בעלי-המניות עלולה לסרס את פעילותן היוצרת של החברות ולהביא לקפיאה על השמרים. לפיכך, כדי שהחברה כמוסד כלכלי-משפטי תוכל להמשיך ולמלא את ייעודה, השיטה המשפטית חייבת לאזן את המתח האמור בהקשרים השונים של קיומה של החברה, ובין היתר – בנושא של קבלת החלטה לרכישת חברה.

מתוך אספקלריה זו נראה לי, כי הדין הישראלי הקיים חוטא בכך שהוא מתנה את רכישתה המלאה של החברה בקבלת הסכמתם של בעלי-המניות המחזיקים בלמעלה מ-90% של ערך המניות העומדות למכירה. דין זה מהווה שריד לא רצוי לגישה חד-צדדית המעדיפה באופן בולט את שיקל-דעתם של בעלי-המניות ויש לתלות בו חלק גדול מהאחריות לקיפאון היחסי בשוק השליטה בחברות בישראל¹²⁰. מנגד, עקב השלכותיה החשובות של העסקה על ציבור-המשקיעים ועקב חריגתה הברורה ממהלך עסקיה הרגיל של החברה, הדעת נותנת, כמו גם בחינה השוואתית של הסדרי הפקודה, כי אין לראות במיזוג החלטה גיהולית גרידא ולכן אין להפקיד את הסמכות הבלעדית לקבלת החלטת מיזוג בידי המנהלים. דרך-הביניים אשר תאזן בין המגמות השונות של בעלי-המניות והמנהלים חייבת לשמור על זכותם של בעלי-המניות להתנגד לעסקת-הרכישה, אולם היא חייבת להגביל את כוחם כך שלא תמנענה עסקאות, שהמנהלים ורוב המשקיעים סוברים שהן נושאות רווח, עקב דיקטטורה של המיעוט. החלת העיקרון הדימוקרטי על עסקאות למיזוג חברות תשחרר את המנהלים מהכבלים שמיעוט בעלי-המניות חפץ לשים על יוזמותיהם העסקיות. הגמשת כלל ההכרעה הנדרש לשם רכישתה של חברה תאפשר להנהלה לנווט את החברה באופן מקצועי לא רק בתפקודה היומיומי, אלא גם בגיבוש הכרעות מרכזיות בשאלות הנוגעות למהותה, כגון מדיניות השקעותיה, ארגון זכויות המשקיעים בה, אופיה, כיווני התפתחותה ואפילו עצם קיומה של החברה¹²¹. הטיעון האמור עלול לעורר את ההתנגדות הבאה: ההצעה להחלת העיקרון הדימוקרטי על מיזוג שונה מהותית מהחלתו הנוכחית בדין הישראלי, באשר לפי הדין הנוהג שלטון הרוב מופעל רק במסגרת שינוי זכויות וחובות חוזיות של בעלי-מניות, אולם אין הוא יכול לפגוע בעצם הזכות הקניינית של בעלי-המניה במניה. לפי קו-מחשבה זה קיים הבדל עקרוני בין שינוי מצבם המשפטי והכלכלי של השותפים לבין

120. כאמור, גם התליית של העסקה באישורה על-ידי גורמים חיצוניים לחברה, כגון אסיפת נושיה או בית-המשפט, תכביר מאוד על ביצוע הרכישה.

121. לדין בכללי ההכרעה האפשריים ובהשלכותיהם על קביעת תוחלת הרווח של התאגיד ראה פרוקציה ולעיל, הערה 96, פרק 20, והאזכורים המופיעים בהערות שם.

שינוי זהותם. ברם, לדעתי, גם הדגשת ההבדל בין עיצוב הזכות לבין ביטולה אין בה כדי להקשות על החלתם של דיני-המיוג בישראל. בחינת יישומו של העיקרון הדימוקרטי בפקודה מגלה, כי אילוץ של מיעוט בעלי-המניות למכור את מניותיו איננו סותר במהותו את ההסדר הישראלי הקיים:

ראשית, סעיף 15 לפקודה מתיר לרוב מיוחד (75%) לשנות את תקנון החברה. הפסיקה קבעה כי השינוי, אם נעשה בתום-לב ולטובת החברה, יחול לא רק לגבי זכויות עתידיות או זכויות קיימות של בעל-מניה¹²², אלא גם כאשר מטרתו הפקעת מניות שבבעלות המיעוט¹²³. שלטון הרוב מופעל בהקשר זה, אמנם בכפיפות למגבלה של טובת החברה, באופן ישיר לשם סילוק המיעוט מהחברה. שנית, החלטה לפירוק חברה מרצון¹²⁴ או על-ידי בית-משפט¹²⁵, מתקבלת, בין היתר, באמצעות החלטה מיוחדת של אסיפת בעלי-המניות. גם כאן, החלטה דימוקרטית מאלצת את המיעוט המתנגד לפירוק לוותר על השקעתו בחברה ולקבל תחתי דיבידנד פירוק^{126, 127}. שלישית, כפי שהוסבר לעיל¹²⁸, הדין הישראלי מכיר בטכניקות לרכישת השליטה המלאה בחברה על-אף התנגדות המיעוט לעסקה. סעיפים 233 ו-234 לפקודה קובעים כי חברה ישראלית יכולה למכור את כל נכסיה או את מניותיה, במסגרת פשרה או הסדר, אם ההחלטה על כך נתקבלה על דעת הרוב הנדרש בפקודה ואם בית-המשפט אישר את העסקה. יתירה מזו: טכניקת הרכישה המפורטת בסעיף 236 לפקודה מקבלת באופן ישיר את העיקרון הדימוקרטי ביחס לכפיית המיעוט למכירת מניותיו על-פי תנאים שנתקבלו על דעת

122. ראה ע"א 161/80 מוניץ נ' "אתגר" הקלוב הישראלי החדש למסחר ביהלומים בע"מ, פ"ד לה(3) 795.

123. כך, למשל, נקבע כי שינוי תקנון שמטרתו להפקיע מניותיו של חבר שהוא בעל-מניות בחברה מתחזק עשוי להיות לטובת החברה, ולכן הוא מותר. ראה *Sidebottom v. Kershaw, Leese & Co.* Ltd. [1920] 1 Ch. 154 (C.A.). לדיון בשינוי תקנות ראה כהן, "שינוי תקנותיה של החברה הרשומה – הדין הקיים והצעות לשיפור" מחקרי משפט ב (1982) 82.

124. ראה סעיף 319 לפקודה.

125. סעיף 257 לפקודה קובע, כי אחת מהעילות לפירוק חברה על-ידי בית-המשפט היא החלטת החברה. במקום שהחלטת הפירוק נובעת מכשלונו העסקי של החברה – כישלון המסכל את מימוש מטרתיה – אין היא מהווה חריג לדיני-החוזים המתירים הפסקת קיומו של החוזה עקב סיכולו. אולם הפקודה הישראלית מאפשרת לחברה להחליט בדרך דימוקרטית על פירוקה גם כשמטרתיה מושגות ובכך יש סטייה מעקרונות חוזיים מקובלים.

127. בכמה מקרים הרוב רכש את נכסיה המשמעותיים של החברה המתפרקת ושילם תמורתם, במזומן ובכך ניסה להשיג את התוצאה הכלכלית של מיוג חילוס מבלי להיזקק לטכניקה זו. לתגובה שלילית של בתי-המשפט לסילוק המיעוט בדרך זו ראה *Kellogg v. Georgia-Pacific Paper Corp.* 227 F. Supp. 719 (W.D. Ark. 1964). במקרים אחרים המדווחים בפסיקה האמריקנית, הושגה התוצאה הכלכלית המבוקשת, סילוק המיעוט מהחברה, עוד לפני שהחוק התיר את עריכת המיוג המזומן על-ידי הקדמת מכירת נכסי החברה לפירוקה: הרוב גורם לחברה למכור את כל נכסיה לחברה אחרת שבבעלותו המלאה של הרוב ומעביר למיעוט את חלקו בתמורה המתקבלת עבור הנכסים כדיבידנד פירוק. ראה *Theis v. Spokane Falls Gaslight Co.*, 34 Wash. 23, 74 p. 1004 (1904).

128. ראה לעיל, סעיף ד.1.

הרוב המכריע של בעלי-המניות בחברת-המטרה¹²⁹.

כל הדוגמאות האמורות שונות בפרטיותן מהמיוזג: לפי המוצע כאן, קבלת המיוזג מסורה לשיקול-דעתו של רוב המצביעים באסיפה הכללית והוא הבורר האחרון בנושא¹³⁰; ואילו בכל המקרים האמורים שבהם הפקודה מקבלת את העיקרון הדימוקרטי המאפשר כפיית הפסקת השקעתו של המיעוט היא מסייגת את כוח הרוב על-ידי דרישה לאישור העסקה ברוב מיוחד או מכריע וכן על-ידי דרישה לאישור העסקה על-ידי בית-המשפט מלכתחילה או בדיעבד, באמצעות התניית העסקה בהוכחה שהיא נעשתה בתום-לב ולטובת החברה. מסתבר כי האמצעים הנלווים שהפקודה נוקטת נועדו להבטיח את ציבור המשקיעים מפני הסיכון המיוחד האורב לו בהסדר המפקיד את הכוח לכפות את הפסקת ההשקעה בידי רוב בעלי-המניות, אולם אין בדרישות חוקיות נוספות אלה כדי לטשטש את נכונותו העקרונית של הדין הישראלי לאפשר לחלק מסוים של המשקיעים לגקוט פעולה המבטלת באופן ישיר או עקיף את עצם הזכות הקניינית של בעלי-המניות במניותיהם. זאת ועוד: ההחלטה הדימוקרטית להפסקת ההשקעה נכפית על המיעוט בחברה ישראלית, בין אם הרוב מכפיף את עצמו לה ובין אם הוא ממשיך בהשקעתו. לפיכך אימוצו של הסדר מיוזג או אפילו הסדר מיוזג חילוט בישראל איננו סותר עקרונות בסיסיים של הפקודה¹³¹ ושל הדין הכללי¹³².

129. מבחינה מסוימת כוח הכפייה להפסקתה של השקעת המיעוט על-פי סעיף 236 מרחיק לכת אף יותר מכוח הכפייה המופעל במסגרת המיוזג: במיוזג, הפסקתה של השקעת המיעוט בחברה מותנית בקבלת החלטה דימוקרטית של אורגן האסיפה הכללית להשתתף בעסקה; ואילו בסכניקת-הרכישה המפורסמת בסעיף 236 כוח הכפייה איננו מופקד בידי אורגן החברה, אלא בידי בעלי-המניות אינדיבידואליים המחליטים כל אחד בכשירותו כבעל-מניה אם להיעתר להצעה.

130. בשאלת בחירתו של כלל ההכרעה האופטימלי למיוזג חברות חלוקים דיני-החברות של מדינות ארצות-הברית והמלומדים שם. פרוקצ'יה (לעיל, הערה 196), סעיף 391, מציע לאמץ כלל הכרעה דיספוזיטיבי של רוב המניות המשתתפות בהצבעה ושאינן נמנעות. מאמר זה בוחן רק את עצם התאמת העקרונות הדימוקרטיים של המיוזג לדין הישראלי, ולכן אין הוא נוקט עמדה בדבר כלל ההכרעה הרצוי.

131. חברת המטרה איננה מחזיקה ואיננה סוחרת במניותיה אלא מקבלת החלטה הכופה את בעלי-המניות לסחור במניותיהם, לפיכך אין המיוזג מעורר שאלות של הפחתת חון אסורה או של סיוע החברה בקניית מניותיה. הרוב בחברה הרוכשת איננו מאלץ את המיעוט לקנות את מניות החברה או להגדיל חבותו בכל דרך אחרת האסורה לפי סעיף 23(ב) לפקודה, אלא רק כופה עליו את שיקול-דעתו העסקי ביחס לרכישת מניותיה של חברה אחרת.

132. לכאורה, סכניקת-המיוזג, המאפשרת את אכיפת הפסקת ההשקעה על-ידי החלטה של הרוב, מנוגדת לדיני-החוזים משום שמשמעותה היא הכרה ביכולתו של צד לחוזה להפסיק באופן חד-צדדי את קיומו ולשלול מהצד האחר לחוזה את זכויותיו החוזיות. אף-על-פי-כן ניתן ליישב את התוצאות המשפטיות של המיוזג עם העקרונות המקובלים של דיני-החוזים: הסבר אחד לכך מצוי אנלוגיה בין מצבו של המיעוט בחברה המוכרת לבין מצבו של בעל רכוש המופקע לצרכי-ציבור. ראה דיון בכיוון זה ב-"Federal United Corp. v. Havender, 11 A.2D 331, 338 Sup. CT. (1940). הסבר אחר, מקובל יותר, גורס כי הכוח לכפות על המיעוט, בדרך דימוקרטית, את הפסקת ההשקעה, בין אם הוא

(ד) חיסול ללא פירוק

ייחודיותו השנייה של המיזוג – היעלמות חברת-המטרה ללא הליכי פירוק¹³³ – גם היא איננה זרה לפקודה הישראלית. סעיף 234 העוסק בפשרה והסדר קובע, כי בית-משפט רשאי להורות על חיסול החברה המעבירה ללא פירוק. הצד השווה העקרוני שבשני ההסדרים הוא ההכרה בכך שפירוק איננו הדרך היחידה לחיסול האישיות המשפטית. יחד עם זאת, קיים הבדל ביניהם: החיסול שבפקודה נעשה על-ידי צו בית-משפט, ואילו חברת-המטרה נעלמת במיזוג על-ידי אקט חוזי. בחיסול חברה במסגרת הסדר ופשרה בית-המשפט דואג לזכויות כל המעורבים והמושפעים מהחיסול, אך במיזוג הנושים אינם מיוצגים ודברם אינו נשמע ולכן ברור שאימוץ טכניקת-המיזוג בפקודה מחייב התאמה מסוימת של החקיקה לפתרון בעיה זו. לענייננו חשוב להדגיש, כי ההתאמה הנדרשת איננה תוצאתו של שוני מהותי-עקרוני בין דיני-החברות הנוהגים והסדר המיזוג המוצע, אלא היא נדרשת כדי לטפל בשאלת התאמתו של המיזוג להסדר חקיקתי שאיננו מיוחד לחברות – הסדר העוסק בהמחאת חיובים¹³⁴.

ה. סיכום

מאמר זה עניינו בבחינת הצורך והאפשרות העקרוניים לאימוץ הסדרי מיזוג חברות במסגרתה של השיטה המשפטית הקיימת בישראל.

היתרונות החשובים הגלומים בפתיחת הדרך בפני רכישתה של חברה בדרך של מיזוג אינם מוטלים בספק. ראשית, כטיעון כללי, ברור כי שיטה משפטית הדוגלת בפלורליזציה של טכניקות-רכישה מסייעת לתפקודם של השווקים המוסדרים על-ידה. סקירה השוואתית של התכונות המאפיינות כל אחת מדרכי-הרכישה מבהירה את הצורך בקיומן, זו בצד זו, כחלופות המאפשרות גמישות, תחכום ויעילות כלכלית מירבית בתכנון הרכישה. גיוונו של תפריט הרכישה מאפשר לאדריכל העסקה לעצבה ברגישות תוך התחשבות באינטרסים המורכבים הכרוכים בה. יתירה מזו: מעבר לטיעון הכללי בדבר חשיבות גיוונו של התפריט המשפטי לרכישת חברה, מאמר זה מציג את יתרונותיה המיוחדים של טכניקת-המיזוג ומנתח את תפקידה כאמצעי המשפטי הראשוני והיעיל ביותר, או, בהקשרן של מניעי רכישה מסוימים, כאמצעי המשפטי היחיד להשגת מטרות הרכישה. נוסף על כך, המאמר דן באפשרויות לשימוש יצירתי במיזוג הקלטי, על-ידי

מעוגן בחוק ובין אם בחקנון החברה, מהווה חלק מתנאי החוזה בין הצדדים ואיננו פוגע בציפיותיהם. כללי המיזוג אינם פוגעים בחופש החוזים משום שבעלי-הון השוקלים השקעה בחברה הכפופה לחוקי מיזוג, ערים לכך שבנסיבות מסוימות החוזה לו הם שותפים מעניק להם רק את הערך ההוגן של השקעתם ולכן הם יכולים לבחור שלא להשקיע בצורת ארגון זו. ראה *Carney* (לעיל, הערה 106). הערה 18.

133. ראה לעיל, סעיף ד.2(ב).

134. שם.

פיתוחן של טכניקות-מיוזג המעדנות ומשכללות אותו והמאפשרות את תפירתו "על-פי מידה" בהתאם לצורכי החברות המעורבות בעסקה.

על-אף שהמיוזג הוא המכשיר המשפטי החשוב והמרכזי לרכישת חברה, הדין הישראלי הנוהג איננו מאפשר את עריכתו. ניתוח ההסדרים הנהוגים בפקודת החברות הישראלית לרכישת חברה חושף את מגבלותיהם החמורות ואת קוצר-ידם למלא את הצרכים שלמענם נוצר המיוזג בשיטות המשפט המשווה. שמרנותו של הדין הישראלי, המנסה להתמודד עם הדינמיקה המרתקת והמורכבת של שוק השליטה בחברות בעזרת סעיפים מגדטוריים מסורבלים וחסרי-תחכום, גורמת עוול לציבור-המשקיעים בישראל וקשה לקבלה.

זאת ועוד: בניגוד לדרכי הרכישה האחרות, המיוזג איננו יכול להיערך דה-פקטו באמצעות הסכמה חוזית בין החברה הרוכשת לחברה המוכרת. ייחודו של המיוזג – כוחם של אורגני החברה לכפות על בעלי-המניות להפסיק את השקעתם בחברה ולגרום לחיסול החברה המוכרת ללא נקיטת הליכי פירוק – איננו מאפשר את הכללתו במשפחה המצומצמת של טכניקות-הרכישה הנהוגות בישראל ללא נקיטת יוזמה חקיקתית.

הגדרה מדויקת של ייחודו של המיוזג חשובה משום שהיא מבהירה את המסגרת החקיקתית המינימלית ההכרחית לשם הפעלתו של הסדר מיוזג סטטוטורי בישראל¹³⁵. בחינת ההסדר החקיקתי הנדרש מגלה, כי אין בטכניקת-המיוזג חומרי-יסוד העלולים לגרום לאי-הצלחת השתלטה בגופם של דיני-החברות בישראל. הפקודה מכירה בכוחו של העיקרון הדימוקרטי המאפשר לרוב בעלי-המניות, באמצעות אורגן האסיפה הכללית, לכפות את שיקול-דעתו המסחרי על כל בעלי-המניות בנושאים רבים, כולל ביחס לתוכן ההשקעה (בחברה הרוכשת) וביחס לעצם המשך קיומה (בחברה המוכרת), ולכן אין מגיעה שתכיר גם בכוחו של הרוב לקבל החלטה על מכירת או רכישת חברה. לפיכך ניתן להמליץ על קביעתו של הסדר-מיוזג בדיני-החברות הישראליים לא רק כאשר הוא מוצע כחלק משינוי מקיף בפקודה, אלא גם במסגרתה של יוזמה חקיקתית צנועה יחסית הבאה לפתור רק את שאלת המיוזג גופה.

135. חקירתנו בדבר הגדרת ייחודו של המיוזג איננה מטפלת בבחינת פרטי ההסדרים הפוזיטיביים הרצויים בחקיקה הישראלית של מיוזג חברות. כך, למשל, הדין בהסדרים הרצויים לשם הגנת האינטרסים של בעלי-המניות או של הנושים המושפעים מהחלטת המיוזג, יידחה למסגרתם של מאמרים נפרדים.