

רכישה פרטית של שליטה בחברה

מאת

ידידיה צ' שטרן*

עסקאות פרטיות לרכישה של דבוקת שליטה בחברה שכיחות ביותר בשוק ההון הישראלי. הספרות המחקרית, בארץ ובעולם, מתחבטת זה שנים רבות בהבנת משמעויותיה והשלכותיה של העסקה ובשאלה אילו נורמות, אם בכלל, יש לקבוע על מנת להסדיר אותה. עיקר ההתחבטות מתמקדת בניסיון להכריע מהי דרך ההקצאה הגאוטה של התמורה המיוחדת המשולמת עבור השליטה (הפרמיה). במאמר זה מבקר המחבר חלק מדרכי הניתוח המקובלות של הסוגיה ומגדיר את יעדי המדיניות שראוי שינחו את מעצב הנורמה. לדעתו, שני יעדים אלו – יעילות כלכלית והגינות תאגידית – אינם יכולים להיות מוגשמים באורח משביע רצון באמצעות כלל כלשהוא של הקצאת הפרמיה ולכן הוא גורס שיש להסיט את מוקד הדין לעבר שאלות אחרות.

לדעת המחבר, פעולתם של כוחות השוק ביחס לרכישה פרטית של שליטה עלולה להביא לתוצאות תת-אופטימאליות מנקודת ראות של יעילות כלכלית מצרפית עקב קיומן של השפעות חיצוניות שליליות האופייניות לעסקה. לכן, בניגוד לדין הנוהג בישראל ובמדינות ארה"ב, ממליץ המחבר על התערבות נורמטיבית במטרה להקטין את מימדיו של כשל השוק. כדוגמה להסדר אפשרי מועיל הצעה להתניית עריכתן של רכישות פרטיות באמצעות שימוש בדרך הפיקוח המבני.

- א. הקדמה. ב. המחלוקת הנורמטיבית; 1. הפרמיה שייכת לחברה או לכל בעלי-המניות בחברה; 2. כלל ההודמנות השווה; 3. כלל אי-התערבות. ג. הבסיס התיאורטי למחלוקת.
1. דרכי הניתוח המקובלות; 2. השימוש בדרכי הניתוח; 3. ביקורת דרכי הניתוח; 4. מדרכי ניתוח אל יעדי מדיניות. ד. הקצאת הפרמיה כמכשיר להשגת יעדי מדיניות; 1. יעילות כלכלית; א. כלל של חלוקה בלתי שוויונית; ב. כלל של חלוקה שוויונית. 2. הגינות תאגידית; א. כלל של חלוקה בלתי שוויונית; ב. כלל של חלוקה שוויונית. ה. ההצדקה להתערבות נורמטיבית; 1. כשל השוק; 2. אי התאמת הדין הנוהג; א. חובות התנהגות בעת שימוש בשליטה; ב. חובות התנהגות בעת מימוש השליטה. ו. הצעה להסדר נורמטיבי; 1. מתן זכות ווטו למיעוט; 2. הדינאמיקה של ההסדר: תהליך קבלת החלטות של המיעוט; 3. המיעוט כמכריע אופטימלי; 4. כלליות ההסדר המוצע וגמישותו; 5. איכות החלטות של המיעוט; 6. עלות ההסדר המוצע. ז. רכישה פרטית והתפריט הכולל של הטכניקות המשפטיות לרכישת חברה; 1. ייתודה של הרכישה הפרטית; 2. השתלבות ההסדר המוצע בדיני הרכישה הנוהגים. ח. סיכום.

* מרצה בכיר, אוניברסיטת בר-אילן. תודה שלוחה לזוהר גושן, לישראל גלעד, לדוד האן, לציפורה כהן, לאוריאל פרוקצ'יה, ליוזם שחר ולארכס שטיין על ביקורת בונה שעזרה לשכלל את המוצר הסופי.

א. הקדמה

חלק-הארי של עסקאות לרכישת שליטה בחברות בישראל מתבצעות בדרך של "רכישה פרטית של השליטה בחברה" (להלן: "רכישה פרטית")¹. הרכישה הפרטית היא תוצאה של משא-ומתן ישיר, הנעשה מחוץ לבורסה, בין בעל מניות-השליטה לבין קונה פוטנציאלי המעוניין ברכישת כמות של מניות אשר זכויות ההצבעה הצמודות להן תאפשרנה לו להכתיב לחברה את שיקול-דעתו המסחרי. המציאות המסחרית מלמדת, שבדרך-כלל התמורה שהקונה משלם למוכר עבור המניות המייצגות שליטה בחברה עולה על שווי השוק של כל אחת מהמניות, כשהוא מוכפל במספר המניות המועבר בעסקה. ההפרש בין מחיר העסקה בפועל לבין שווי השוק של סך המניות המועברות (כשהן אינן חלק מבלוק-השליטה) מכונה "פרמיה". הקונה מוכן לשלם את הפרמיה משום שנוסף על מניות המועברות לבעלותו הוא גם רוכש ערך מוסף בעסקה – השליטה בחברה².

במבט ראשון דומה, שהרכישה הפרטית אינה צריכה לעורר כל דילמה משפטית מיוחדת: העסקה היא ידידותית ושני הצדדים לה נושאים ונותנים בחופשיות לגבי פרטיה; נסיבות העסקה אינן יוצרות לחץ מיוחד על מי מהצדדים לקבל הכרעות מעוותות או פזיזות, ואין לחשוש לפגמים כלשהם בגמירות-דעתם של הצדדים; בדרך-כלל שני הצדדים לעסקה הם משקיעים מתוחכמים ואין סיבה להניח שקיים ביניהם פער משמעותי כלשהוא ביכולת איסוף מידע מהותי הרלוונטי לעסקה או ביכולת הניתוח של אותו מידע אשר יצדיק מעורבות נורמטיבית קוגניטיבית להגנת הצד החלש; נשוא העסקה (המניות הנמכרות) הוא קניינו הבלעדי של המוכר ולכן העסקה ותנאיה חלים אך ורק על הצדדים לה ואין הם פוגעים או משפיעים על זכויותיהם של אחרים. ואכן, הדין הישראלי הנוהג וכמוהו גם הדין הרווח במדינות

1 ההסבר לשכיחות השימוש בטכניקה זו נעוץ במבנה השליטה הייחודי המאפיין חברות ישראליות ובנורמות המשפטיות המסדירות את העברות השליטה בישראל. ברוב החברות הנסחרות בבורסה כחל-אביב, בעלי השליטה בחברה מחזיקים בלמעלה מחמישים אחוז מזכויות ההצבעה. לפיכך, העברת השליטה בחברות אלו מותנית בהסכמת בעלי-השליטה וחייבת להיעשות באופן ידידותי. הדרך הקלה, הזולה והנוחה ביותר לביצוע רכישה ידידותית היא המיזוג הקלסי ולכן זוהי הטכניקה המשפטית המועדפת על רוכשי חברות בעולם כולו. לעומת זאת, בישראל אין אפשרות לקיים מיזוג קלסי בין חברות (להבדיל מהמיזוג כהוראתו בסעיף 234 לפקודת החברות [נוסח חדש], תשמ"ג-1983 [להלן: הפקודת]), מאחר שהדין הנוהג איננו מכיר בטכניקה זו. ראה שטרן, "מיזוג חברות בישראל" משפטים כ (תש"ן) 73, 105-109. לפיכך, נזקקים הצדדים לפנות לדרך האלטרנטיבית לרכישה ידידותית של שליטה – רכישה פרטית.

2 בישראל מתקיימות עסקאות שבהן התמורה המשולמת עבור מניות-השליטה נמוכה משווי השוק של סך המניות המועברות. ניתן להסביר את הפרמיה השלילית בדרך הבאה: מכירת שליטה מתבצעת בשוק השליטה ולא בשוק המניות. כיוון שהסחורה שבה סוחרים בשני השווקים איננה זהה, סביר להניח שגם נקודת-האיזון בין ההיצע לביקוש בשני השווקים תהיה שונה. זהו המקור להיווצרותה של הפרמיה. כאשר שני השווקים הרלבנטיים יעילים, סביר להניח שמכירת השליטה תתבצע בתנאים של פרמיה חיובית משום שהערך המוסף בעסקה. קיומה הא-נומלי (אך השיכח למדי בישראל) של פרמיה שלילית מקורו כנראה שעקב תחכומם היחסי של הסוחרים בשוק השליטה, שוק זה יעיל יותר בדרך-כלל משוק המניות. פרמיה שלילית מרמזת על חוסר-אמנם של הסוחרים בשוק השליטה במחיר המניה בשוק המניות ועל הערכתם שמחיר זה מוגזם. לפיכך, ככל שתגבר יעילותו של שוק המניות, כך גם תגדל השכיחות של תשלום פרמיה חיובית בעסקאות לרכישה פרטית.

משפטים כ
ארצות-ה
כפיפת ה
חובות ה
הרכישה
משפטיים
ברם,
הייתודית
והפסיקה
הרכישה
ny other
rate law"
מהי דרך
של מוכר
בחברה?
בנושא מ
של מאמ
הפרמיה:
ואינטרס
של הפרנ
במאמ
הניתוח ו
לקבוע עו
נורמטיבי
של העסי
האתרונה
נושאים:
כל אחת

3 בישר:
שהמו
בע"מ
כוללו
היא נ
עדכני
1465
ההתנ
4 הדין
רכש
הטיוג
אורג
לרכי
במשו
5 588

ארצות-הברית אינם קובעים שום הסדר נורמטיבי ייחודי לעסקאות אלו (למעט כפיפת הצדדים לעסקה לחובת אמון מסוימת, במסגרת העיקרון הכללי של הטלת חובות התנהגות על כל שימוש שעושה בעל-השליטה בשליטה³). בכך נבדלת הרכישה הפרטית משאר הטכניקות לרכישת שליטה, אשר לגביהן קיימים הסדרים משפטיים מורכבים בעלי אופי קוגנטי⁴.

כיום, חזותה הראשונית של העסקה, כמו גם חוסר ההתייחסות הנורמטיבית הייחודית אליה, מטעים. זה למעלה מחמישים שנה מתחבטות הספרות המחקרית והפסיקה האמריקנית באינטנסיביות רבה בהכנת משמעויותיה והשלכותיה של הרכישה הפרטית. פרופ' גילסון מעיד, שנושאים אלו "Have generated more controversy in relation to their substantive importance than virtually any other issue in corporate law"⁵. במישור הנורמטיבי התמקד עיקר הדיון בניסיון לקבוע מהי דרך ההקצאה הראויה של הפרמיה המשולמת בעסקה – האם היא רכוש של מוכר השליטה, רכושה של החברה או שמא יש להקצותה לכלל בעלי-המניות בחברה? מרכזיותה של שאלת הבעלות בפרמיה כה בולטת, עד שרבים מהכותבים בנושא מתייחסים אליה כאל השאלה היחידה המתעוררת בעסקה. מטרתו העיקרית של מאמר זה היא לטעון ולהוכיח שההתמקדות המסורתית בשאלה של חלוקת הפרמיה איננה ראויה. בחינה לעומק של מורכבות העסקה תגלה מערך של שיקולים ואינטרסים אשר לא ניתן לפותרם ולאזן ביניהם באמצעות כלל כלשהו של הקצאה של הפרמיה.

במאמר זה נחווה את דעתנו לגבי שאלות-היסוד בסוגייה: ראשית, מהן דרכי הניתוח הראויות של עסקה לרכישה פרטית של שליטה? שנית, האם על הדיון לקבוע עמדה באשר לשאלת הבעלות בפרמיה? שלישית, האם יש צורך בהתערבות נורמטיבית להסדרת הסוגייה, או שמא רצוי להפקיד את קביעת התכנים הכלכליים של העסקה אך ורק בידי שני הצדדים הישירים לה? ולבסוף, אם התשובה לשאלה האחרונה חיובית, מהי דרך ההתערבות הנאותה? הוויכוח האקדמי והציבורי במכלול נושאים אלו טרם הוכרע. להערכתנו, אף אחד מהטיעונים שהושמעו עד כה לגבי כל אחת מהשאלות האמורות לא זכה להסכמה רחבה של הקהילה המשפטית

³ בישראל קובעת הלכת הפסק, שעל מוכר השליטה מוטלת החובה שלא למכור את השליטה לקונה שהמוכר יודע על כוונות הבזיזה שלו כלפי החברה. ראה ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטוונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253. בארצות-הברית, חובות האמון של בעל-השליטה בעת עשיית עסקה בשליטה כוללות, נוסף על האיסור למכור את השליטה לבוזזים, גם איסור על מכירת שליטה שכוונתה העסקית היא מכירת משרה בחברה או מכירת הזדמנות מסחרית השייכת לחברה או לכלל בעלי-המניות. לדיון ערכני בכללים אלו ולבידיקת היקף תחולתם ראה Elhauge, "The Triggering Function of Sale of Control Doctrine", 59 *The University of Chicago L. R.* (1992) 1465. אנו גורסים, שחובות ההתנהגות המקובלות בדיון הנוהג אינן מתאימות להסדרת הסוגייה, ראה הדיון בפרק ה' 2 להלן.

⁴ הדיון האמריקני קובע שורה ארוכה של נורמות לגבי רכישת שליטה באמצעות טכניקה של הצעת רכש ומיווג. ראה להלן, פרק ז' 2. בישראל אין בקוד הקיים התייחסות לנושאים של העברת שליטה. הטייטה של הצעה לחוק חברות חדש, אשר גובשה על-ידי ועדת ברק, כוללת בחלק העוסק ב"שינויים אורגניים" פרקים המתייחסים למיווג, הצעת רכש, חילוטין ואיסוף, אך אין בה התייחסות ייחודית לרכישה פרטית. ראה נוסח הטייטה המגובשת של הצעות ועדת ברק מיום 30 במאי 1993 (ניתנת להשגה במשרד-המשפטים).

⁵ Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* (1986) 588.

כטיעון המיישב סופית את הסוגייה ולכן אנו נכניס את ראשנו בין ההרים הנישאים החלוקים לגביה⁶. כמוכך, שכיחותה המופלגת של העסקה בשוק השליטה הישראלי וההיערכות לקראת חקיקתו של חוק חברות חדש לישראל מעניקים לדיון בסוגייה משנה-חשיבות.

המאמר מסודר באופן הבא: בפרק ב נחאר את המחלוקת הקלסית בדבר הנורמה הרצויה להסדרת הרכישה הפרטית. כאמור, כל הצדדים למחלוקת מאוחדים בדעה שהנושא הנורמטיבי המרכזי הוא השאלה של הקצאת הפרמיה, אלא שהתשובות שהם נותנים לשאלה זו שונות זו מזו. בפרק ג נחתור להבין את הבסיסים התיאורטיים האפשריים לדעות השונות ונבקר אותם. הדיון יחשוף ליקויים אנליטיים חמורים בחלק מרכזי מהטיעונים המושמעים בוויכוח. חצי ביקורתנו יועילו בדילול יער הטיעונים מטיעונים שוטים ויאפשרו לנו להתרכז בבחינת הבסיסים הראויים לדיון — יעילות כלכלית והגינות. בפרק ד נשתמש בפרמטרים של יעילות והגינות לבחינת האסכולות המרכזיות המקובלות בקהילה המחקרית בארצות-הברית באשר להקצאת הבעלות בפרמיית-השליטה. כפי שתעלה הבחינה הביקורתית, אף אחת מהאסכולות איננה יכולה להבטיח את השגת היעדים האמורים באופן אופטימלי. לכן, אנו נערער על המוסכמה שלפיה השאלה המרכזית בנושא היא שאלת הבעלות בפרמיה ונטען שיש להסיט את מיקוד הדיון בסוגייה משאלת הבעלות בפרמיה לשאלות אחרות. בפרק ה נציג טיעון כללי בדבר הצורך בהתערבות נורמטיבית בעסקה. נוכיח שמאחורי החזות הפשוטה של העסקה — המצטיירת כהסכמה חוזית רגילה למכירת מניות — מסתתרת מורכבות עסקית הצופנת בחובה סכנות להיווצרותם של כשלי שוק העלולים לגרום לחוסר-יעילות בהעברת השליטה וחששות כבדי-משקל לפגיעה בלתי-הוגנת בציבור רחב של גורמים המושפעים מהעסקה. לפיכך, בפרק ו נציע הסדר נורמטיבי שגדולים סיכויו להבטיח כי רכישה פרטית תתרחש רק בתנאים של יעילות והוגנות. ההסדר המוצע אינו מתייחס לשאלת ההקצאה הנאותה של הפרמיה, אלא מפעיל מערך של פיקוח מבני בחברה שהשליטה בה נמכרת. בפרק ז נעמוד על ייחודה של הרכישה הפרטית יחסית לטכניקות האחרות לרכישת שליטה ונראה כיצד ההסדר הנורמטיבי המוצע על-ידינו משתלב בדיני-הרכישה הנוהגים לגבי הטכניקות האחרות.

ב. המחלוקת הנורמטיבית

שאלת ההתייחסות הנורמטיבית הרצויה לעסקאות למכירת שליטה בחברה העסקיה בעבר וממשיכה להעסיק בהווה את כל המעורבים בשוק השליטה. ראשית, המציאות המסחרית מלמדת כי הצדדים לעסקאות בשוק השליטה בארצות-הברית אינם נלהבים לעשות עסקאות למכירה פרטית של שליטה בין בעל-השליטה לקונה ללא שיתוף בעלי-מניות המיעוט. הסוחרים בשוק ויועציהם המשפטיים מרגישים בקיומו של

6 כבר בשנת 1965 הזהיר את עצמו פרופ' Berle מפני עיסוק בנושא: "Some risk is involved in adding to the spate of legal literature, dealing with the subject. It has been discussed and re-discussed" ראה 50 *Cornell Law Quarterly* (1965) 628.

משפטים כ
הבדל בין
מייצגות י
שבעלי-מ
(בעקיפין)
אלא היא
חוזרות ו
למצב הש
מקרים, ג
בנושאי נ
ושל החב
היצרתי,
המלומדי
אין כנ
הנוהג הכ
זאת אסת
המתחרות
על-אף שו
המקובלו

1. הפרמ
לפי עמדו
המניות ש
— תועבו
ערב העס
המובהק ו
Feldmann

7 ראה, ב
) 1, 31
על-יניה
ale of
stitute,
nent c
(1992)
מלאכה
8
ity of
(976) 9
ראה, ל
1986)
ewics,
sity of
(4) 647
10 (1955)

הבדל בין עסקה למכירת שליטה בפרמיה לבין עסקה רגילה למכירת מניות שאינן מייצגות שליטה, ולכן במקרים רבים הם נוטים לעצב את העסקה הראשונה באופן שבעלי-מניות המיעוט יוכלו גם הם להשתתף בה (ישירות) או ליהנות מתוצאותיה (בעקיפין). חשוב לציין, שהתחשבות במיעוט איננה תוצאה של נורמה פוזיטיבית, אלא היא מתקיימת על רקע וולונטרי. עדויות על שכיחות התופעה בעולם המעשה חוזרות ונשנות בספרות המשפטית הענפה, המתארת עסקאות אלו והן מתייחסות למצב השוק על-פני טווח זמן נרחב עד ימינו אלה.⁷ שנית, בתי-המשפט — ובכמה מקרים, גם בתי-המחוקקים או רשויות אדמינסטרטיביות בעלות סמכות תקינה בנושאי ניירות-ערך — התמודדו אף הם עם השאלה בדבר מקומם של המיעוט ושל החברה בעסקה הפרטית לרכישת השליטה. שלישית, ועיקר, אין ספק שהמקור היצירתי, עתיר הדמיון והממשי ביותר לניתוח הדין הרצוי בנושא, מצוי בכתבי המלומדים בצפון-אמריקה.

אין ככוונתי לעשות מיפוי וסקירה ממצה של כל העמדות והניואנסים שהניבו הנוהג המסחרי, הפסיקה, החקיקה, התקינה והכתיבה המשפטיים בנושא.⁸ תחת זאת אסתפק בתיאור כוללני ובראשי-תיבות של הגישות הנורמטיביות המרכזיות המתחרות זו בזו בהסדרת ההעברות הפרטיות של השליטה. ראוי לציין, כי על-אף שניתן להתייחס לעסקה בדרכים נורמטיביות מגוונות, הגישות הנורמטיביות המקובלות מתמקדות כולן בהיבט אחד של העסקה — הקצאת הפרמיה.

1. הפרמיה שייכת לחברה או לכל בעלי-המניות בחברה

לפי עמדה זו, מוכר השליטה זכאי לקבל כתמורה בעסקה רק את שווי השוק של המניות שמכר. על הדין להבטיח כי התמורה הנוספת שמשלם הקונה — הפרמיה — תועבר כולה לאוצר החברה או תחולק כולה לכלל ציבור בעלי-המניות בחברה ערב העסקה. מלומדים שונים מחזיקים בגרסאות שונות של עמדה זו,⁹ אך דברה המובהק והמפורסם ביותר הוא בית-המשפט אשר קבע בפסק-הדין של *Perlman v. Feldmann*¹⁰, שעל מוכר השליטה להתחלק בפרמיה עם בעלי מניות-המיעוט. אף

7 ראה, בעבר, Berle, "Control in Corporate Law" 58 *Colum. L. Rev.* (1958) 1212, 1222; Jenings, "Trading in Corporate Control" 44 *California L. Rev.* (1956) 1, 31. גם כתבים בני-ימינו מעידים על-נוהג מסחרי דומה: ראה Hamilton, "Private Sale of Control Transactions — Where We Stand Today" 36 *Case-Western Reserve L. Rev.* (1985) 248, 251; Grass, Jr., "The Sale of Corporate Control" 19 *Corporate Practice Series* (BNA 1989) a-5; American Law Institute, *Principles of Corporate Governance — Analysis and Recommendations* 5.16 Comment c (proposed final draft 1992).

8 מלאכה זו נטלו על עצמם אחרים. ראה, למשל, Hamilton, *supra* note 7, O'neal, "Sale of a Controlling Corporate Interest — Bases of Possible Seller Liability", 38 *University of Pittsburgh L. Rev.* (1976) 9.

9 ראה, למשל, Berle, *supra* note 7; Berle, *supra* note 6; Bayne, *The Philosophy of Corporate Control* (Chicago, 1986); Brudney, "Fiduciary Ideology in Transactions Affecting Corporate Control", 65 *Mich. L. Rev.* (1966) 259; Greene & Junewics, "A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions" 132 *University of Pennsylvania L. Rev.* (1984) 647.

10 219 F.2d 173 (2d cir.), 349 U.S. 952 (1955).

שהשפעתו התקדימית של פסק-הדין על הפסיקה המאוחרת יותר של בתי-המשפט בארה"ב קלושה¹¹, העמדה שהוצגה בו הביאה להתעניינות עצומה בנושא¹². הדיו של פסק-הדין נשמעים עד היום, ומאז נתינתו הוא משמש נקודת-הפתיחה בדיון ברכישה פרטית של שליטה. לדעתי, השיבותו של פסק-הדין בכך שהוא מיקד את תשומת-הלב של הקהילה המשפטית בשאלת הפרמיה והרחיק את הדיון מאפיקים אחרים של התייחסות נורמטיבית לשאלות שמעוררת מכירה פרטית של שליטה בחברה¹³.

2. כלל ההזדמנות השווה (Equal Opportunity Rule)

בניגוד לעמדה הקודמת, כלל ההזדמנות השווה איננו מבטיח חלוקה שוויונית אוטומטית של הפרמיה, אלא מבטיח לכל בעלי-המניות שוויון בהזדמנות לקבלת חלקם היחסי בפרמיה. על-פי הכלל, על הדין להתערב בעסקה ולקבוע שהצעת רוכש לקניית מניות בפרמיה לא תהיה מופנית רק לבעל-השליטה, אלא תוגש, בתנאים זהים, לכלל בעלי-המניות ערב העסקה — רוב כמיעוט. כל בעל-מניה יוכל לבחור בין מכירת מניותיו במחיר הפרמיה לבין ויתור על ההזדמנות והמשך ההשקעה בחברה. לכלל זה תמיכה אקדמית לא-מבוטלת¹⁴ והוא אומץ בצורות שונות על-ידי הגופים העסקיים המובילים בשוק-ההון הבריטי¹⁵, על-ידי המחוקק בכמה מדינות בקנדה¹⁶, ועד לאחרונה הוא גם נהג בבורסה בתל-אביב מכוח הנחיות

- 11 ראה, למשל, *Clagett v. Hutchison*, 583 F.2d 1259, 1263 (4th cir. 1978) הקובע שאף שכלל של חלוקת הפרמיה הוא יפה תיאורית, אין הוא הדין הנוהג. וכן ראה, *Zellin v. Hanson Holdings, Inc.*, 48 N.Y.2d 684, 397 N.E.2d 387, 421 N.Y.S.2d 877 (1979); *Treadway Co. v. Care Corp.*, 638 F.2d 357 (2d cir. 1981).
- 12 גל התגובות נחלק לשניים: תגובות פרשניות ותגובות עקרוניות. הפרשנים מנסים ליתן טעם לפסיקה בית-המשפט באמצעות ניתוח עובדות המקרה הנדון. ראה, למשל, *Leech, infra note 13*; *Deutsch*, למשל, *Pertman v. Feldmann — A Case Study in Corporate Legal History*, 8 *University of Michigan J. L. Ref.* 1 (1974). לעומת זאת, התגובות העקרוניות מקבלות את פסק-הדין כהבעת עמדה נורמטיבית כללית בנושא של רכישה פרטית של שליטה בחברה והן מנסות להתמודד עמה. ראה, למשל, *Andrews, infra note 14*; *Berle, supra note 7*.
- 13 ואכן, גם שתי הגישות הנורמטיביות האחרות מטפלות בשאלת הפרמיה ומתעלמות מהשאלות האחרות.
- 14 ראה *Leech, supra note 13*; *Andrews, "The Stockholders' Right to Equal Opportunity in The Sale of Shares"* 78 *Harv. L. Rev.* (1965) 505; *Jenings, supra note 6*; *Leech, "Transactions in Corporate Control"* 104 *University of Pennsylvania L. Rev.* (1956) 725.
- 15 ראה כלל 9 ל-City Code on Takeovers and Mergers הקובע, כי ניתן לכפות על רוכשי שליטה חלקית בחברה (ובכלל זה גם על רוכשי שליטה בדרך של רכישה פרטית) את החובה להציע הצעת רכישה בתנאים זהים למניות שאר המשקיעים בחברה. לסקירת הכלל הבריטי ראה שטרן, "רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות" משפטים כא (תשנ"ב) 409, פרק ב, 1.
- 16 לסקירת התפתחות הדין בנושא זה באונטריו, קויבק, ובמדינות אחרות בקנדה ראה *Bailey & Crawford, "The Take-Over Bid by Private Agreement — The Follow-Up Offer Obligation"* 92 *Dalhousie L. J.* (1983) 93. באופן כללי, דיני גירות הערך של חלק מהמדינות קובעים כי מי שרוכש שליטה בעסקה פרטית ומשלם פרמיה העולה על אחוז סף מסוים מעבר לערך השוק של המניות (בדרך-כלל — 15%) חייב להציע את אותה הצעה גם לשאר בעלי-המניות בחברה.

משפטים כ"ג
 דירקטוריון
 בעבר לאמי
 3. כלל אי
 על-פי עמד
 הצדדים לע
 ייעוד התמ
 הזדמנות ע
 אי-ההתערנ
 הסוגייה. ה
 תסוג במק
 האמון של
 אין מקום
 בחברה.
 הגרסה
 בארצות-הנ
 17 ראה הנו
 ההנחיות
 לידיעת 1
 רשאת 2
 את הצעו
 8, ראה 8
 1983).
 כוח הצנ
 המנפיקו
 הפסיקה 19
 לעיל, הו
 האמורים
 המתמוד
 20 ראה במ
 10, הקו
 והתמורו
 2d 990
 (1981)
 21 ראה, לו
 38-623
 להראות
 נורמטיב
 את יעד
 עובדתי
 כמצבים
 החברה)
 של העב
 בשווי ז
 גם ה-ע

דירקטוריון הבורסה¹⁷. גם הוועדה המייעצת לרשות לניירות ערך בארה"ב המליצה בעבר לאמץ כלל זה, אולם ההמלצה לא נתקבלה¹⁸.

3. כלל אי-ההתערבות

על-פי עמדה זו, הדין איננו צריך להתערב בעסקאות פרטיות להעברת שליטה. הצדדים לעסקה אדונים לקבוע את כל תנאיה, ובכללם גם ההסדרים החוזיים בדבר ייעוד התמורה ובדבר זהות הצדדים לעסקה. לפיכך, המיעוט לא יוכל לדרוש הזדמנות שווה למכירת מניותיו, והמוכר הוא שיגרוף את מלוא הפרמיה. כלל אי-ההתערבות מופיע הן בספרות המשפטית הן בספרות העוסקת בניתוח כלכלי של הסוגייה. המשפטנים נוהגים לאמץ גרסה מתונה של הכלל, שלפיה אי-ההתערבות תסוג במקרים קיצוניים שבהם יש לראות בהעברת השליטה משום הפרת חובת האמון של המוכר¹⁹. לעומת זאת, הכלכלנים תומכים בגרסה קיצונית יותר, שלפיה אין מקום להתערבות נורמטיבית כלשהי בעסקאות לרכישה פרטית של שליטה בחברה.

הגרסה המתונה של כלל אי-ההתערבות היא השלטת כפסיקת בתי-המשפט בארצות-הברית²⁰ ויש לה תמיכה רחבה בכתיבה המשפטית שם²¹. דומה, כי

17 ראה הנחיות דירקטוריון הבורסה, המובאות בפרק יז לכרך 2 של מדריך הבורסה לחברות רשומות. ההנחיות קובעות, שכל החלטה לביצוע עסקה לרכישת שליטה, בכל טכניקה שהיא, חייבת להיות מובאת לידעת ועדה מיוחדת המתמנית על-ידי דירקטוריון הבורסה לצורך כך (סעיף 3 להנחיות). הוועדה רשאית להתנות את קיום העסקה בתנאים הנראים לה, וביניהם התניית העסקה בהסכמת הרוכש להרזיב את הצעתו לכלל בעלי-המניות בחברה (סעיף 4 להנחיות).

18 ראה, Report of Recommendations to the Securities and Exchange Commission 1 (July 8, 1983). המלצה 14 קבעה, כי כל עסקה לרכישת מניות, שבעקבותיה מחויק הרוכש במניות המייצגות כוח הצבעה העולה על 20% מכוח ההצבעה בחברה תהיה אסורה, אלא אם-כן תיעשה שירות מהחברה המנפיקה או בדרך של הצעת רכש (המבטיחה ממילא הזדמנות שווה לכל בעלי-המניות).

19 הפסיקה האמריקנית קובעת, שמכירת שליטה תיחשב הפרת חובת אמון בשלושה מקרים בלבד, ראה לעיל, הערה 3. יש הנורסים, שהפרשנות שנקטה הפסיקה האמריקנית כאשר להיקפם של שלושת החריגים האמורים היא כה רחבת עד כי ניתן לתאר את החריגים לכלל אי-ההתערבות ככלל נגדי (anti-rule), המתמודד בכלל אי-ההתערבות עצמו. ראה Elhauge, *supra* note 3, at p. 1481.

20 ראה במיוחד את פסק-דינו הקצר של בית-המשפט לערעורים של ניו-יורק בעניין Zetlin, *supra* note 10, הקובע כי הכלל שבהיעדר הפרה של חובת אמון בעל-השליטה יכול למוכרה בכל-פרמיה שהיא והתמורה כולה היא שלו הוא "long... settled law". לפסק-דין נוספים ברוח זו ראה, למשל, *Doleman v. Meiji Mut. Life Ins. Co.*, 727 F.2d 1480 (9th cir. 1984); *Delano v. Kitch*, 663 F.2d 990 (10th cir. 1981).

21 ראה, למשל, Hill, "The Sale of Controlling Shares" 70 *Harv. L. Rev.* (1957) 986; Hamilton, *supra* note 7; Gilson, *supra* note 5, 588-623. לאחרונה פיתח פרופ' Elhauge טיעון שתכליתו להראות כי הדוקטרינה הנוגדת בפסיקה האמריקנית – כלל אי-ההתערבות, מחד גיסא, והתערבות נורמטיבית בנוטיבות המיוחדות של שלושת החריגים שפורטו לעיל, בהערה 3, מאידך גיסא – משרתת את יעדי המדיניות של דיני רכישת חברות בצורה הטובה ביותר משום שהיא מבחינה בין מצבים עובדתיים שונים הרואים להתייחסות נורמטיבית שונה. הדוקטרינה מפעילה את כלל אי-ההתערבות במצבים שבהם בדרך-כלל העברת השליטה היא בעלת תוצאות כלכליות חיוביות (הגדלת ערכה של החברה). לעומת זאת, בשלושת המקרים החריגים – שהמשותף להם לדעת Elhauge הוא, שהנטיבות של העברת השליטה בהם מרמזות על סכירות גבוהה שלעסקה תהיינה תוצאות כלכליות שליליות (פגיעה בשווי החברה) – הדוקטרינה קובעת כי יש להתערב בהם נורמטיבית. ראה Elhauge, *supra* note 3. גם ה-American Law Institute גיבש הצעה שלפיה יש לאמץ את כלל אי-ההתערבות כנורמה-היסוד

עמדה זו היא גם הדין הפוזיטיבי החל בישראל: לאחר פקיעת תוקפן של הנחיות דירקטוריון הבורסה בתל-אביב²² ובלית נורמה סטטוטורית כלשהי בנושא, הצדדים לעסקה של מכירה פרטית של שליטה יכולים לקבוע את תנאי העסקה כראות עיניהם. עם זאת, לפי פסיקת בית-המשפט העליון בפרשת קוסוי, מוכר השליטה בישראל כפוף לעולן של נורמות-התנהגות מסוימות, וסביר להניח שהיקפן לא יהיה שונה באורח ממשי מהיקפן על-פי הפסיקה האמריקנית²³. הצעתו של פרופ' פרוקצ'יה לחוק חברות חדש בישראל גורסת גם היא עמדה זו²⁴. הגרסה הקיצונית יותר של כלל אי-ההתערבות נוסחה על-ידי חסידי הניתוח הכלכלי של המשפט מבית-הספר למשפטים של שיקגו ורכשה לה השפעה רחבה בספרות המשפטית העכשווית בנושא²⁵.

להסדרת רכישה-פרטית של שליטה. על-פי ההצעה, יש להגביל את היכולת של בעל-השליטה לעשות בה עסקה כרצונו במקרים חריגים שבהם מוכר השליטה אינו ממלא את חובת האמון שלו כלפי שאר בעלי-המניות. רשימת המקרים החריגים שבהם תהיה העסקה כפופה להתערבות נורמטיבית סגורה, וכוללת רק את שתי האפשרויות הבאות:

a) The controlling shareholder does not make disclosure concerning the transaction ... to other shareholders with whom the controlling shareholder deals in connection with the transaction; or (b) It is apparent from the circumstances that the purchaser is likely to violate the duty of fair dealing... in such a way as to obtain a significant financial benefit for the purchaser or an associate.

בשני מקרים אלו הסכנה של פגיעה בבעלי-מניות המיעוט היא מוחשית באופן המצדיק — לדעת מנסחי ההצעה — קביעת נורמה אשר תגן על המיעוט מפני העסקה, למרות החשש שהנורמה עלולה למנוע התרחשותן של העברות שליטה. ראה 7 note *supra*, *ALI, Principles of Corporate Governance*, #5.16.

22 ההנחיות נקבעו בשנת 1986 לתקופה קצובה ותוקפן הוארך מפעם לפעם עד שלבסוף פקע.
23 ראה ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק יל. פויכטונגר בע"מ, לעיל, הערה 3. חשיבות פסק-הדין היא בכך, שהוא הכיר בצורה ברורה בקיומן של חובות אמון של בעלי מניות-שליטה בעת מכירת השליטה. אכן, חידוש ההלכה שבפסק-הדין מגביל את עצמו למסגרת העובדתית הנידונה בו — האיסור על מכירת השליטה לבוזה. אך גראה שניתן לסבור ברמה גבוהה של ודאות, שפסק-הדין כבש את הדרך להחלה עתידית של הכטים אחרים בחובת האמון של בעלי מניות-השליטה, כנהוג בדין האמריקני.
24 ראה פרוקצ'יה, דיני חברות חדשים לישראל (תשמ"ט) 357-364. פרופ' פרוקצ'יה מבחין בין שני סוגים של נושאים המתעוררים במקרים של רכישה פרטית של שליטה: מכירה מפלה ומכירה חובלת. העניין הנדון בנושא הראשון מתייחס לשאלת הבעלות בפרמיה, ואילו הנושא השני עוסק בשאלת חובות האמון של בעלי-השליטה בחברה. ההצעה תומכת בגרסה המתונה של כלל אי-ההתערבות משום שהיא מתירה עשייתה של מכירה מפלה של שליטה, אך היא מטילה איסור על מכירה חובלת.

25 דבקותם של מלומדים הקשורים בבית-הספר למשפטים של שיקגו בכלל אי-ההתערבות, על שתי גרסאותיה, עקיבה: לראשונה היא הועלתה בצורה צנועה לפני כארבעים שנה — Comment, "Sale of Corporate Control", 19 *The University of Chicago L. Rev.* (1952) 869. בשנות השישים היא הובעה שוב ב"Comment, "Sales of Corporate Control and the Theory of Overkill", 31 *The University of Chicago L. Rev.* (1964) 725. בהמשך, כתגובה לכלל ההזדמנות השווה, העמדה נוסחה, מחדש על-ידי Javaras, "Equal Opportunity in the Sale of Controlling Shares — A Reply to Professor Andrews", 32 *The University of Chicago L. Rev.* (1965) 420. גם פוזנר, ממבשרי הניתוח הכלכלי של המשפט, הצטרף לעמדה זו, ראה 303 *Posner, Economic Analysis of Law*, (1977). לבסוף, ועיקר, איסטרברוק ופישל, שיקללו את הטיעון התומך באי-התערבות, הרחיבו אותו, נימקו היטב את הגרסה הקיצונית שלו והם שהכשירו לבבות רבים לקבלתה. ראה Easterbrook & Fischel, "Corporate Control Transactions", 91 *Yale L. J.* (1982) 698.

ריבוי העיסוק על שלל הפיו טיעונים וטיע פרק זה היא באמצעות איו השונים למחי סיווג גם

התומכת בהה (שתי הגישות בסוגיית הפר השלישית על את זה לעתני בהן. בפרק ג מהם הפרמטו את השימוש של רכישה נ בביקורת מתו בסוגיית הרכי

1. זרכי הני

הספרות המט דרכים אלטרו לבחינת העסי

א. ניתוח של

הגורסים טינ הזכות ממקדי שהועברו בעו צריכה להיח נאותה של ע חלקים כתמו מנכסים אלו הנכסים המוע לית מאן

26 אמנס, בדר אינה מרבת

ג. הבסיס התיאורטי למחלוקת

ריבוי העיסוק בשאלה הנדונה איננו מקל על ההתייחסות אליה. העמדות השונות, על שלל הפיתוחים המיוחדים של כל אחת מהן, יוצרות מבוך מורכב ומפותל של טיעונים וטיעונים-שכנגד, שהנכנס בשעריו מתקשה לבור בו את דרכו. מטרתו של פרק זה היא להתיר את הפקעת הארגומנטטיבית הסבוכה המאפיינת את הנושא באמצעות איתור וניתוח הבסיסים התיאורטיים המרכזיים שעליהם נשענים הצדדים השונים למחלוקת.

סיווג גם של הגישות הנורמטיביות שהוצעו בסוגייה מבדיל בין הקבוצה התומכת בהתערבות נורמטיבית באמצעות כלל של חלוקה שוויונית של הפרמיה (שתי הגישות הראשונות) לבין הקבוצה הסוברת, כי על הדין להימנע מלהתערב בסוגיית הפרמיה והמקבלת בברכה חלוקה בלתי-שוויונית של הפרמיה (הגישה השלישית על שתי גרסאותיה). שתי הקבוצות עושות שימושים שונים, הסותרים זה את זה לעתים, במאגר של הנמקות לשם הצדקת העמדות השונות שהן מחזיקות בהן. בפרק ג 1 נסקור בקצרה את דרכי הניתוח הקיימות של העסקה הנדונה ונבדוק מהם הפרמטרים הרלבנטיים לבחינת הנושא על-פי כל אחת מהן. בפרק ג 2 נבדוק את השימוש שהעמדות השונות עושות בפרמטרים אלו לשם הנמקת יחסן לעסקה של רכישה פרטית. לבסוף, בפרק ג 3 נעמיד את תקפותן של ההנמקות הללו בביקורת מתוך כוונה לאתר את הפרמטרים הנכונים והרלבנטיים להמשך הדיון בסוגיית הרכישה הפרטית של שליטה.

1. דרכי הניתוח המקובלות

הספרות המשפטית הדנה ברכישה פרטית של שליטה מנתחת את העסקה בכמה דרכים אלטרנטיביות, אשר כל אחת מהן מעמידה במרכז הדיון אמת-מידה שונה לבחינת העסקה.

א. ניתוח של הזכות

הגורסים טיפול בסוגיית הרכישה הפרטית של השליטה באמצעות ניתוח של הזכות ממקדים את תשומת-ליבם בשאלת הזיהוי של בעלי הזכות הקניינית בנכסים שהועברו בעסקה. כמו בכל עסקה אחרת, התמורה המתקבלת עבור הנכס המועבר צריכה להיות משולמת לבעל-הנכס. לפיכך, כל שנדרש לשם הסדרה נורמטיבית נאותה של עסקאות לרכישת שליטה הוא איתור הנכסים המועברים בהן, ייחוד חלקים בתמורה כנגד כל אחד מהנכסים המועברים, זיהוי הבעלים של כל אחד מנכסים אלו ערב העסקה והבטחת העברתם של חלקי התמורה המתאימים לבעלי הנכסים המועברים.

לית מאן דפליג, שהשליטה בחברה היא נכס עצמאי בעל ערך כלכלי רב²⁶.

²⁶ אמנם, בדרך-כלל, תנאי לבעלות בשליטה הוא הבעלות בנכס אחר — מניות; אולם הבעלות בשליטה איננה מובטחת, בדרך-כלל, לבעל מניה מסוימת אלא היא תלויה בהתממשותם של נסיבות ותנאים אחרים

לפיכך, בעסקה לרכישת מניות המייצגות שליטה בחברה, הקונה מקבל לידיו לא רק את הכמות המסוימת של מניות בחברה שהמוכר ניאות למכור לו (כמו בכל עסקה לרכישת מניות), אלא גם נכס נוסף ונפרד – השליטה בחברה. התמורה שמשלם הרוכש בעסקה מייצגת את הערכים שהצדדים לעסקה מייחסים לשני הנכסים הנמכרים: ערך השוק של המניות הנמכרות הוא התמורה בעד הנכס האחד, והפרמיה היא התמורה שמייחדים הצדדים עבור השליטה בחברה. לפיכך, על-פי הניתוח של הזכות, הפרמטר הרלבנטי להסדרה נורמטיבית של עסקה פרטית לרכישת שליטה הוא זיהוי נכון של הבעלים של שני הנכסים המועברים בעסקה וקביעת הסדר אשר יבטיח כי הם יקבלו את מלוא התמורה שיוחדה לכל אחד מהנכסים הללו²⁷.

ב. ניתוח של הסטטוס

בעל-השליטה הוא בעל סטטוס מיוחד בחברה: יש לו כוח השפעה ויכולת הכרעה ישירים (במסגרת האסיפה הכללית) או עקיפים (כשהוא ממנה את עצמו או אחרים כנושאי משרה בחברה) לגבי השימוש שתעשה החברה בכלל משאביה. לפיכך, להחלטותיו ולמעשיו בכשירותו כבעל-השליטה יש השלכה על שווי האינטרס של המשקיעים האחרים בחברה. כבמקרים אחרים²⁸, עמדת-הכח של בעל השליטה בנכסי הזולת דין הוא שתסויג נורמטיבית באמצעות כפיפתו של בעל-הכוח לחובות אמון אשר תבטחנה שהשימוש שהוא יעשה בכוחו יהיה שימוש הוגן ותם-לב. יודגש, שכל בעל-מניות צריך להיות כפוף לחובת התנהגות מסוימת – באשר לכל בעל-מניה יש השפעה מסוימת, יחסית לאחוזי החזקותיו, על רכושה של החברה, באמצעות זכות ההצבעה השמורה לו באורגני החברה – אך ברור שעמדת-הכוח המיוחדת של בעל-השליטה מחייבת להטיל עליו הגבלות יתירות בשימוש שמותר לו לעשות בעמדה זו.

אלה המעדיפים לנתח את עסקת-הרכישה הפרטית מתוך הדגשת הסטטוס המיוחד של בעל-השליטה גורסים, כי ראוי להחיל את חובות ההתנהגות של בעל-השליטה לא רק בעת שהוא מחזיק בשליטה ומשתמש בה, אלא גם בעת שהוא עושה בה עסקה ומעביר אותה לאחר. לדעתם אפוא, הפרמטר הרלבנטי להסדרת העסקה הוא הגדרה וזיהוי של חובות ההתנהגות המיוחדות שיש להטיל על בעל-השליטה בעת מכירתה.

היוצרים יחדיו קונסטלציה ייחודית של הרכב בעלות בהון המפקיד את השליטה בידי מי מבעלי-המניות. לשם המחשה, תיחנן העברת שליטה בחברה מיד ליד מבלי שהבעלים הקודם של השליטה שינה את היקף החזקותיו במניות החברה.

27 לדיון בשאלה מיהם הבעלים של השליטה ערב העסקה ראה פרק ג 2 להלן.

28 ראה, כללית, 795 (1983) *California L. Rev.* 71 *Fiduciary Law*; פרק, "ניגוד אינטרסים במילוי תפקיד" משפטים י (תשמ"א) 11. לסעיפי חוק המטילים חובת אמון על בעלי כח ברכושם של אחרים ראה סעיף 8 לחוק השליחות, תשכ"ה-1965; סעיף 10 לחוק הנאמנות, תשל"ט-1979; סעיף 96 כו לפקודת החברות; סעיף 38 לחוק הכשרות המשפטית והאפוטרופסות, תשכ"ב-1962.

ג. ניתוח של שיקולי הגינות

תוצאותיה הכלכליות של עסקה לרכישה פרטית של שליטה מורגשות לא רק אצל הצדדים הפורמליים לעסקה, אלא גם אצל אחרים, המושפעים ממנה בעקיפין. קיומה של העסקה מותנה כמובן בהסכמתם של הצדדים לה לתנאיה. לכל אחד מהם שמור הכח התיאורטי, ובדרך-כלל גם הכוח המעשי להטיל וטו על קיום העסקה, ולכן מוכר השליטה והקונה יכולים בדרך-כלל להגן על האינטרסים שלהם בעסקה גם ללא מעורבות נורמטיבית פטרנאליסטית אשר תסדיר את זכויותיהם ההדדיות. ברם, הגורמים האחרים, המושפעים מהעסקה אך אינם צדדים לה, אינם יכולים להגן על עצמם מפני ההסכמות שהמוכר והקונה יגיעו אליהן. לפיכך, קיימת גישה הגורסת כי במרכז הדיון בהסדרתן של רכישות פרטיות צריכה לעמוד השאלה, האם העסקה מעוררת חשש לפגיעה בלתי-הוגנת בגורמים אלה?

בעלי-מניות המיעוט בחברה (כמו גם החברה עצמה, העובדים, הנושים וציבור הצרכנים) אינם צדדים לחוזה המכירה של השליטה. עם זאת, אין ספק שהם מושפעים מתוצאותיה. העסקה קובעת מי יהיה בעל-השליטה אשר ינהיג את החברה ויכתוב לה את מהלכיה העסקיים. בעל-השליטה יכול להשפיע על שווי האינטרס שיש למיעוט בחברה ועל שיעור התשואה השוטפת שיקבל על השקעתו בחברה. בהקשר זה ראוי לציין כי הצד לעסקה — מוכר השליטה — מנטרל את השלכותיה ארוכות-הטווח לגביו משום שמעורבותו בחברה מסתיימת עם השלמת העסקה. דווקא המשקיעים שאינם צד לעסקה — המיעוט — הם המושפעים המרכזיים מהתוצאות ארוכות-הטווח של העסקה. הגורמים ניתוח של שיקולי הגינות סוברים, כי בשל עובדה זו על הדין לבדוק האם העסקה מעוררת סיכונים מיוחדים של פגיעה באינטרסים של בעלי מניות-המיעוט, ועליו לגזור מתוצאות הבדיקה את ההסדרים הנורמטיביים הראויים אשר יאזנו באורח הוגן את האינטרסים השונים של כל המושפעים מהעברת השליטה.

ד. ניתוח של שיקולי יעילות

יש הגורסים, כי השגת יעילות כלכלית היא היעד המרכזי שכלל דיני-הרכישה צריכים לשרת²⁹. באופן כללי עסקה היא "יעילה" מבחינה כלכלית אם הנכסים נשוא העסקה מועברים בה מידי משתמש שעושה בהם שימוש נחות לידי משתמש אשר ישיא את השימוש בהם. עיגון הנכסים בידי משתמש עדיף יוצר יתרונות כלכליים לצדדים לעסקה וגם תורם לרווחה המצרפית. דרך ניתוח זו גורסת, כי היעד שיש לחתור להשגתו הוא שההסדר הנורמטיבי של רכישה פרטית יגרום להעברת השליטה בחברה לידי המשתמש משיא הרווח בשליטה. במקביל, על ההסדר למנוע קיומן של עסקאות בלתי-יעילות אשר תקצינה את השליטה בחברה לידי משתמש תת-אופטימלי.

29 ראה פרוקציה, (לעיל, הערה 24), 566.

2. השימוש בדרכי הניתוח

הקורא לא יופתע לגלות, שמלומדים החולקים ביניהם בדבר דרך הניתוח שבה יש להשתמש לגבי הרכישה הפרטית יחלקו ביניהם גם בדבר התוצאה הנורמטיבית הראויה להסדרת הסוגייה. ברם, סקירת הספרות מלמדת, שגם מלומדים הגורסים אותה דרך ניתוח של העסקה אינם מגיעים לתוצאות נורמטיביות זהות. תת-פרק זה יסקור את השימוש שעושים המלומדים בכל אחת מדרכי הניתוח שנסקרו לעיל ויבהיר, כי אף אחד מהפרמטרים הרלבנטיים שיוחדו על-ידי דרכי הניתוח הנ"ל אינו מוליך למסקנה נורמטיבית חד-משמעית.

א. ניתוח של הזכות

הניתוח של הזכות גורס, שיש להעביר את התמורה בעסקה לידי הבעלים של הנכס נשוא העסקה. לפיכך, בעסקה לרכישה פרטית של שליטה השאלה המרכזית היא הזיהוי של הבעלים בשליטה ערב העסקה. בשאלה זו נחלקות הדעות: גורס שהשליטה בחברה היא נכס של החברה. לדעתו, כוח ההצבעה בכל מניה הועבר לידי בעל-המניה כדי שיעשה בו שימוש כבעלים, אך ריכוזו של זכויות הצבעה בידי גורם אחד, באופן המפקיד בידינו את השליטה בחברה, איננו מעניק לו את השליטה בחברה כרכושו הפרטי, אלא הוא מעביר לשימושו חלק מרכושה של החברה. כשם שלנושא משרה בחברה אין זכות קניין במשרה עצמה, כאשר המשרה היא חלק מהמיניזם של החברה, כך גם לבעל-השליטה אין בעלות בה בהיותה פונקציה של המיניזם של החברה. יכולתו של בעל-מניות השליטה לשלוט בחברה איננה חלק ממערך הזכויות הצמודות למניה. היא מוצר-לוואי של כשירותה של החברה להכריע בנושאים שונים באמצעות כלל הכרעה דמוקרטית של רוב (ולא באמצעות אחדות-דעים). לפיכך גורס Berle, שהפרמיה המתקבלת בעסקה פרטית לרכישת שליטה בחברה משתלמת תמורת "כוח השליטה", שהוא רכוש החברה, ולכן ראוי שהפרמיה תועבר לחברה³⁰.

Andrews מסכים עם Berle, שהשליטה אינה רכוש בעל מניות השליטה, אלא שלדעתו כוח השליטה אינו שייך לחברה אלא לכלל בעלי-המניות בה. כוח השליטה הוא אלמנט הטמון בכל מניה ומניה על-פי חלקה היחסי בסך כל הון-המניות של החברה ולכן בעליה של כל מניה, אף אם הוא מחזיק בחלק זעיר של מניות החברה, הוא בעלים בחלק יחסי של השליטה. אמת, בזמן השימוש בשליטה לא כל בעלי-המניות משתתפים באופן שיויוני ביתרונות הצומחים ממנה (כגון קבלת משרות בחברה), שכן נורמה שתבטיח זאת תהיה קשה מאוד ליישום. אולם במצבים של מכירת השליטה קל להבטיח את השויון בחלוקת הרווחים המופקים בעסקה,

30 ראה Berle, *supra* note 7, 1215; Berle, *supra* note 6, 638-639. יסודותיו של טיעון זה הונחו כבר בספר הקלסי Berle and Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932) 263, 243-244.

ב. ניתוח

האם הסטנ
עליו חובו
דעות שונ
הופכת או
וציבור המ
את מעמדו
המוכר בעו
ברוכש הש
מחלפו בו
יעדיף את
אין להתיר
אחרים,
בעל-השלי
בעטיה רא
לחווה), א
שלו (ובכ
מעמדו שי

31 ראה 40
32 *sity of*
, n. 13
33 ראה פר
34 t p. 31
35 לפיתוח
263, (9)
'1-274

וזאת באמצעות חלוקת הפרמיה בין בעלי-המניות כולם על-פי חלקם היחסי בחברה. לפיכך תומך Andrews בכלל ההזדמנות השווה האמור להבטיח תוצאה זו³¹. אחרים גורסים, כי הבעלות בשליטה שייכת לבעל מניות-השליטה. ראשית, ערב העסקה השולט הוא זה שיכול היה לעשות שימוש בשליטה, ואילו המיעוט היה מחויב לתמונת השליטה. לפיכך, כאשר מועברת השליטה מיד ליד, המיעוט איננו מוותר על שום נכס או זכות ואין הוא זכאי לקבל שום תמורה. כלל של חלוקה שיוויונית של הפרמיה עלול להעניק לו something for nothing³². שנית, אף אם נגרוס שמלכתחילה החברה או בעלי-המניות הם בעלי-השליטה, הרי שעם ביצועה של עסקה ראשונה בשליטה, הרוכש אשר משלם פרמיה תמורת השליטה קונה אותה מידי בעליה הקודמים (החברה או כלל בעלי-המניות) ומכאן ואילך הוא הבעלים של השליטה. לפיכך, החברה או בעלי-המניות אינם יכולים להיות צד למכירת השליטה החל ממכירה שנייה של שליטה ואילך³³. מטיעונים אלו נגזר כלל של אי-התערבות בשאלת יעוד הפרמיה.

ב. ניתוח של הסטטוס

האם הסטטוס של בעל-השליטה בחברה כבעל-כוח לגבי נכסי הזולת מחייב להטיל עליו חובות התנהגות מיוחדות בעת מכירה פרטית של שליטה? בעניין זה קיימות דעות שונות: דעה קיצונית אחת גורסת, כי עמדת-הכוח של השולט בנכסי החברה הופכת אותו לנאמן בנאמנות אשר נכסי החברה הם נכסיה והנהנים בהם החברה וציבור המשקיעים בה. לפי גשה זו, בעל-השליטה, כמו כל נאמן, אינו רשאי לנצל את מעמדו כנאמן כדי להפיק רווח אישי על חשבונם של הנהנים. הפרמיה שמקבל המוכר בעת מכירת השליטה מתפרשת כמעין-שוחד המועבר לו כדי שיסכים לבחור ברוכש השליטה כנאמן תחתיו³⁴. אם יתאפשר לנאמן להפיק תועלת אישית מבחירת מחליפו בתפקיד הנאמן, עלול תהליך הבחירה של המחליף להתעוות, כיוון שהנאמן יעדיף את המרבה במחיר ללא תלות בשאלת התאמתו לתפקיד. על-פי עמדה זו, אין להתיר אפוא חלוקה בלתי-שיוויונית של הפרמיה, אלא יש להעבירה לחברה³⁵. אחרים, הגורסים את כלל אי-התערבות בגרסתו המתונה, חולקים על סיווגו של בעל-השליטה כנאמן. לדעתם, בעל-השליטה אכן נמצא בעמדת-כוח מסוימת אשר בעטיה ראוי לכפוף אותו לנורמות-התנהגות כלשהן (ובכך הוא נבדל מצד רגיל לחוזה), אך עם זאת מותר לו לפעול לקידום לגיטימי ולהשאיר של האינטרס האישי שלו (ובכך הוא נבדל מנאמן, משלוח ומנושא משרה בחברה). השניות בתפישת מעמדו של בעל-השליטה מקרינה על מערכת-הנורמות הצריכה לחול על עסקה

31 ראה Andrews, *supra* note 14, 522, 538-540.

32 Comment, "Shareholders' Liability for Sale of Controlling Interest" 22 *The University of Chicago L. Rev.* (1955) 895, n. 13

33 ראה פרוקציה, (לעיל, הערה 24), 361-360.

34 Jenings, *supra* note 7, at p. 31

35 Hazen, "The Bayne ראה של Bayne, *supra* note 9 לסיכום עמדתו של Bayne ראה, *supra* note 9, 263, *J. Corp. L.* (1979) 263, 271-274.

למכירת שליטה: מחד גיסא, יש להטיל על בעל-שליטה חובת אמון מיוחדת בעת שהוא עושה עסקה בשליטה, כדי להרתיע אותו מלעשות את העסקה באופן שיפגע בחברה ובערך השקעת המיעוט בחברה. לפיכך, על הדין לאסור עליו להתקשר בעסקאות בשליטה שמטרתן פסולה³⁶ ואשר יש בהן עובדות מיוחדות המצדיקות התערבות נורמטיבית³⁷. מאידך גיסא, בדרך-כלל על הדין להתיר לבעל-השליטה למכור את מערך הכוחות והסמכויות הקשורים והנובעים מבעלותו בשליטה, ומותר לו לגרוף את מלוא הפרמיה המועברת בעסקה³⁸.

ג. ניתוח של שיקולי הגינות

חלק גדול מהכתיבה המטפלת בעסקאות למכירה פרטית של שליטה עוסק בבדיקת ההשלכות של העסקה על אלו שאינם צדדים לה — בעלי מניות-המיעוט. יש המדגישים כי הפעולה של העברת הבעלות בשליטה, כשלעצמה, עלולה לפגוע במיעוט. ראשית, קיים חשש שרוכש השליטה יעשה בה שימוש פסול — הוא עלול לבזוז את החברה; או שימוש כושל — הוא עלול להתגלות כמשתמש נאמן, אך תת-אופטימלי בשליטה. לבעל-השליטה הנוכחי הבוחר את הרוכש אין תמריץ חיובי להעדיף רוכש הגון או מוכשר; שכן, כאמור, אין הוא מושפע מתוצאות בחירתו. לעומת זאת, המיעוט, אשר יושפע ישירות מדרך תפקודו של הרוכש, אינו יכול להשפיע על הליכי בחירתו. שנית, לעתים המיעוט משקיע בחברה ומגדיר לעצמו את ציפיותיו ממנה על-סמך הכרתו את בעל-השליטה הקיים, את תכונותיו ואת מדיניותו העסקית המוכחת. השינוי בזהותו של בעל-השליטה עלול לשנות את אופי ההשקעה בחברה מן היסוד³⁹, בלי שיתאפשר למשקיעים להגן על עצמם מפני תוצאות השינוי שנכפה עליהם⁴⁰. העברת השליטה עלולה לשנות את אופי הסיכון שמציגה החברה למשקיעים בה באופן המנוגד להעדפת הסיכון הרצויה למשקיעים מקרב המיעוט. כך, למשל, אם המיעוט שונא סיכון, הוא ייפגע מעסקה אשר תעביר את השליטה מידיים סולידיות לידיים ספקולטיביות.

36 לרונמאות ראה לעיל, הערה 3.
 37 ראה, למשל, *Brown v. Halbert*, 271 Cal. App. 2d 252, 76 Cal. Rptr 781 (1969). (הפער בין המחירים שהוצעו לבעל-השליטה לבין המחיר שהוצע למיעוט היה כה גדול, עד שבית-המשפט ראה בכך הפרת חובת האמון של מוכר מניות-השליטה). ראה גם *Jones v. Ahmanson & Co.*, 1 Cal. 3d 93, 460 P.2d 464, 81 Cal Rptr. 592 (1969) מהמיעוט את היכולת לבצע במניותיו פיצול (stock split) אשר יהיה מגדיל את סחירות המניות ומעלה את שוויין. למעשה, העברת השליטה אפשרה לבעלי מניות-הרוכב ליצור שוק למניותיהם ומנעה קיומו של שוק למניות-המיעוט).
 38 ראה ברק, שיקול דעת שיפוטי (1987) 497-496; 1010-1022; Hill, *supra* note 21 at p. 993-994.
 39 "שינוי הזהות של בעל-השליטה עלול להקרין שינוי על חלקים נרחבים של הוויית של החברה ובכלל זה תחומי עיסוקה, מדיניותה העסקית, הסיכונים שהיא נוטלת על עצמה, מדיניות חלוקת דיבידנדים והקצאת מניות חדשות וכו'" (שטרן, [לעיל, הערה 15] 430).
 40 לכאורה המשקיעים אכן יכולים להפסיק את השקעתם בחברה באופן וולונטרי באמצעות מכירת מניותיהם בשוק, אולם למעשה הדבר לא יאפשר להם להימלט מתוצאות העברת השליטה; שכן מחיר השוק שיקבלו עבור מניותיהם כולל בתוכו את הערכות הסותרים בשוק לגבי המשמעות הכלכלית של החלפת זהותו של בעל-השליטה. (שם, 430).

משפטי
 בתו
 היחס
 זאת, ב
 (או מע
 שימוש
 המסחר
 עסקה
 המוכר
 הטבעי
 בחלק
 כמתן
 במשאב
 דרך
 שכל
 בחברה.
 את כל
 מקום
 של בעל
 מההשק
 כשם
 שונים,
 את השו
 השליטה
 אחרי
 השליטה
 החלופי
 של החבר
 בפועל
 החובה
 של מניו
 41 ראה ב
 329,
 כללים
 של הט
 המיעוט
 מבחינ
 סעד
 מלכתח
 שבעל-
 למיעוט
 42 ראה 22



בתוך כך יש הסוברים, כי מכירת השליטה היא הזדמנות ל"יישור קו" במערכות-היחסים שבין המיעוט לבין בעלי-השליטה. למרות קיומן של נורמות האסורות זאת, בעל-השליטה מצל דרך קבע את שליטתו לשם הפניית משאבי החברה (או משאבי החברים) לחצרו-שלו באמצעות משכורות, ניצול הזדמנויות מסחריות, שימוש במידע-פנים, תזמון נוח של חלוקת דיבידנדים, ייחוס אישי של המוניטין המסחרי של החברה, התימת חוזים הנגועים בניגוד אינטרסים אסור או מותר וכד'. עסקה למכירת השליטה מעבירה את פוטנציאל הניצול החד-צדדי של החברה מיד המוכר ליד הקונה ולכן היא נקודת זמן נאותה למתן פיצוי למיעוט על הנזקים הטבועים בעמדת-הנחיתות שלו כמיעוט. ההתערבות הנורמטיבית לשיתוף המיעוט בחלקו היחסי בפרמיה נדרשת כדי להשיב לרש הגזול את כבשתו, והיא נתפשת כמתן סעד למיעוט מפני העדיפות הטבועה של בעל-השליטה בשימוש המתמשך במשאבי החברה.⁴¹

דרך אחרת להצגת טיעון דומה גורסת, כי ההגינות המבוקשת תובטח רק במקום שכל בעל-מניה יהיה זכאי לחלקו היחסי במירב היתרונות המופקים מההשקעה בחברה. בפועל אין אפשרות מעשית לחלק את כל היתרונות; למשל: לא ייתכן למנות את כל בעלי-המניות בחברה ציבורית לתפקידים בחברה. עם זאת, ראוי כי בכל מקום שחלוקה שוויונית של היתרונות אפשרית, הדין יבטיח זאת. מנקודת-המבט של בעל-המניה, אחד היתרונות החשובים ביותר העשויים לצמוח לו כתוצאה מההשקעה בחברה הוא היכולת להרוויח עם מכירת המניה. לכן, על-פי טיעון זה, כשם שדיני-החברות גורסים שוויוניות בטיפול לגבי כל בעלי-המניות בהקשרים שונים, כגון חלוקת דיבידנדים ושימוש בזכויות הצבעה, כך גם חשוב להבטיח את השוויוניות בין כל בעלי-המניות לגבי חלוקת הרווחים הנוצרים עקב רכישת השליטה בחברה.⁴²

אחרים מטפלים בנושא תוך השוואת העסקה לעסקאות אחרות, שבהן נסחרת השליטה בחברה. הדין הנוהג בארצות-הברית מבטיח, כי בטכניקות-הרכישה החלופיות לא יופלה המיעוט לרעה: במיזוג, מהות העסקה היא רכישת כל המניות של החברה הנרכשת על-פי תנאיו של חוזה המיזוג; קרי: כל בעלי-המניות שותפים בפועל לעסקה וכולם מקבלים אותה התמורה. בהצעת רכש, מוטלת על הרוכש החובה להפנות את ההצעה לכלל בעלי-המניות בחברה. אם נוצר עודף היצע של מניות, הרוכש איננו יכול לבחור את זהות המוכרים, אלא עליו לרכוש את

41 ראה ברונפלד, "בעד הצעות רכש – הערות לפרופ' פרוקציה" רבעון לכלכלה 146 (נובמבר 1990) 329, 332 המציג טיעון זה כדי להסביר את עמדת הכורסה לניירות ערך בתל-אביב לגבי הצורך בקביעת כללים להגנת המיעוט בעת עשיית עסקאות לרכישת השליטה החלקית בחברה. חולשותיו האנגליות של הטיעון עולות מכך, שקשה להצביע על קשר ישיר בין התרחשות העסקה לבין הצורך לפצות את המיעוט. מתן פיצוי בצורה עיוורת, תחת שישורת מטרת של הגינות, פוגע בהן. ראשית, הטיעון אינו מבחין בין בעלי-השליטה ישירים לבין בעלי-השליטה אחרים וכופה על כולם סנקציה אחידה. ברור שמתן סעד שאיננו נגזר מהעובדות איננו יכול להיות הוגן ויש לו השלכות שליליות על דרך התנהגות הצדדים מלכתחילה. שנית, הטיעון מבחין שלא בצדק בין בעלי מניות-מיעוט, שהשליטה בחברתם הועברה לאלו שבעל-השליטה בוחר להמשיך ולשדר אותם. שלישית, שיעור הפיצוי איננו קורלטיבי לנוק שנגרם למיעוט.

42 ראה Andrews, *supra* note 14, at pp. 521–522.

המניות המבוקשות מכל המציעים, על-פי דרך הענותם להצעה. אם בחר הרוכש בטכניקה של רכישת כל נכסי החברה, התמורה שישלם תועבר לחברה, וממילא היא שייכת בשווה לכל בעלי-המניות על-פי יחס בעלותם במניות החברה. מנגד, בעסקה של רכישה פרטית של שליטה, אם יתקבל הכלל של חלוקה בלתי-שוויונית של הפרמיה, מיעוט בעלי-המניות לא יוכל להתחלק עם הרוב ביתרונות שהצמיחה העסקה. מדוע, אפוא, יופלה המיעוט לרעה אם הרוכש בחר בטכניקת-ההשתלטות של רכישה פרטית של השליטה? על-פי עמדה זו, אין זה הוגן שצורת העסקה תחתוך את הזכויות המהותיות של המיעוט⁴³. באורח דומה יש הטוענים כי כלל של חלוקה בלתי-שוויונית של הפרמיה פוגע במיעוט, משום שבעקבותיו עלול המיעוט להפסיד את ההזדמנות העסקית הצפונה בביקוש שנוצר בשוק לרכישת השליטה בחברה. הרכישה הפרטית מונעת העברת השליטה באמצעות טכניקה אחרת, כגון הצעת רכש, אשר היתה יוצרת יתרונות כלכליים גם למיעוט⁴⁴.

גישה אחרת מטפלת בשאלת ההגינות תוך זיקה מסוימת לניתוח של הזכות: מוכר השליטה מעביר לרוכש את יכולת השימוש והפקת הרווחים מכל נכסי החברה, כולל אלה שהופקו עקב השקעת בעלי-המיעוט בחברה. "בתמורה ליתרון זה מוכן הרוכש לשלם מחיר פרמיה. מאחר שהיתרון של הרוכש נגזר מהשימוש שהוא עושה ברכושם של כלל בעלי מניות החברה, גם התמורה עבור היתרון דין הוא שתועבר ליד כלל בעלי-המניות"⁴⁵.

מול שלל הטיעונים האמורים גורסים תומכי החלוקה הבלתי-שוויונית, שעצם העסקה להעברת השליטה אין בה כל פגיעה בבעלי מניות-המיעוט. המיעוט היה כזה לפני העסקה ולכן מצבו לא שונה לרעה⁴⁶. אין כל בסיס להנחה א-פרוורית שהרוכש הממוצע גרוע יותר לחברה ו/או למיעוט מאשר מוכר השליטה הממוצע ולכן אין סיבה מיוחדת להגן על המיעוט⁴⁷. האפשרות שהשליטה תועבר מיד ליד וחוסר היכולת להשפיע על זהות הבעלים של השליטה הם חלק מכללי המסחר בפירמות המאורגנות בדרך של חברה, וכל משקיע מהציבור ודאי ער לכך בעת

43 לטיעונים מעין אלו ראה Bredney & Chirelstein, "Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers" 88 *Harv. L. Rev.* (1974) 297, 322-323; Gilson, *supra* note 5, at 588; Jennings, *supra* note 7, at pp. 16-18; Comment *supra* note 32, at p. 898. לפסיקה ברוח זו ראה, למשל, *Commonwealth Title Insurance & Trust Co. v. Seltzer*, 227 Pa. 410, 76 *Aff.* 77 (1910).

44 ראה *Andrews, supra* note 14, at p. 519; Green and Junewicz, *supra* note 9 at pp. 660-661.

45 ראה שטרן, (לעיל, הערה 15) 429. לדרך טיעון דומה ראה גם, Greene and Junewicz, *supra* note 9, at p. 660. ניתן לנסח טיעון זה תוך הדגשת הצדדים המימוניים של העסקה: הרוכש משיג את מטרותו - הכתבת מדיניות עסקית לחברה - בין אם הוא רוכש רק את מניות-השליטה בחברה (שליטה חלקית) ובין אם הוא רוכש את כל המניות בחברה (שליטה מלאה). לפיכך, כאשר הרוכש מקבל את כל מבוקשו מבלי שירכוש את מניות-המיעוט, הוא למעשה מממן את הרכישה באמצעות עזרתו, הבלתי-רצונית, של המיעוט שאת מניותיו לא קנה. ראה *Andrews, supra* note 14, at pp. 520-521.

46 לפסיק דין אמריקניים המקבלים תפיסה זו ראה Buxbaum, "The Internal Division of Powers in Corporate Governance" 73 *Cal. L. Rev.* (1985) 1671 n. 197.

47 ראה פרוקצ'יה, "רכישת חברות בישראל - שלושה מודלים" רבעון לכלכלה 144 (מאי 1990) 1, 6. אך יש הטוענים שאף אם נניח כי בממוצע היתס בין הסיכוי והסיכון המתעוררים עקב העברת השליטה הוא שונה, הרכישה הפרטית פוגעת במיעוט משום שהיא מטילה עליו לשאת בתוצאות של החלפת השליטה (הסיכוי והסיכון) באופן בלעדי (ובלתי-רלוונטרי); בעוד שמוכר השליטה אינו נחשף לתוצאות הללו על יתרונותיהם וחסרונותיהם. ראה, *supra* note 7, at p. 260. Hamilton,

שהוא משקיע בחברה⁴⁸. הפגיעה בציפיות המשקיעים הנגרמת עקב העברת השליטה איננה שונה במהותה מהפגיעה בציפיותיהם כאשר מתרחשים אירועים אחרים בחייה של החברה המשפיעים על אופי ההשקעה בה — כגון החלפת מנהלים, שינוי מסמכי-יסוד וקבלת החלטה על פירוק — ולכן כשם שהדין איננו מוצא לנכון לפצות את בעלי מניות-המיעוט בכל אחד מהמקרים האחרונים, כך גם לא נדרשת מעורבות נורמטיבית במקרה של מכירה פרטית של שליטה⁴⁹.

בשלב זה אין בכוונתנו להביע עמדה במחלוקת בין הצדדים כאשר לשאלה האם העסקה מאופיינת מעצם טבעה בחוסר-הוגנות כלפי המיעוט. ייתכן שרכישה פרטית מעוררת תחושה אינטואיטיבית של פגיעה במיעוט. עם זאת, מחקר אמפירי, אשר ניסה לבדוק את התוצאה הכלכלית של הרכישה הפרטית של השליטה על בעלי-המניות שלא נטלו בה חלק, מוליך למסקנה ההפוכה: לו האמינו הסוחרים בשוק שערך ההשקעה של המיעוט עתיד להיפגע, שיטתית, כתוצאה מהעברת השליטה הפרטית (עקב אחת או יותר מהסיבות שתוארו לעיל), היה סביר לגלות שמחיר מניות החברה ירד לאחר השלמת העסקה⁵⁰. ברם, מחקר אמפירי שנעשה בארה"ב מוכיח כי ההיפך הוא הנכון⁵¹.

48 לו תפץ המשקיע למנוע את העברת השליטה ללא הסכמתו, יכול היה להתנות את השקעתו בחברה בקביעתם של תנאים חוזיים אשר יגבילו את העבירות של המניות באופן המבוקש על-ידו או בקיומו של סעיף מצרנות. לחלופין יכול היה להשקיע בפירמה המאורגנת בדרך של שותפות, שבה הנמחה של האינטרס בשותפות איננו זכאי להתערב בניהול עסקיה. ראה סעיף 40 לפקודת השותפויות [נוסח חדש], תשל"ה-1975.

49 ניתן לטעון לקיומו של הבדל מהותי בין הפגיעה בציפיות המשקיעים במקרה של העברת שליטה לבין הפגיעה במקרים האחרים: בהעברת השליטה בעלי מניות-המיעוט אינם מעורבים בעסקה ודעתם איננה נשמעת ואיננה נלקחת בחשבון. לעומת זאת, במקרים אחרים של שינויים מרכזיים בתפקודה של חברה, הדין, אף שאיננו מבטיח לבעל-המניה היחיד שרצונו או ציפיותו יתמששו, מכיר בזכותו של המיעוט להתחבר בחהליך קבלת ההחלטות על-פי כללי ההכרעה הדמוקרטיים הקבועים בפקודת החברות או במסמכי-היסוד של החברה לגבי הנושא הנדון. כך, למשל, כאשר בעל-השליטה בחברה מעוניין לשנות את מסמכי-היסוד של החברה, יכול כל בעל-מניה להשמיע את טיעונו בנושא לפני האסיפה הכללית, לנסות לגבש מיעוט חוסם אשר ימנע את השינוי ולהצביע כראות עיניו. נוסף על כך, הדין מגביל את יכולת הפעולה של השולטים בחברה לגבי נושאים שונים בקיומן של עילות ספציפיות ואילו העברת שליטה מתבצעת על-פי רצון הצדדים ללא צורך בקיומו של הצדק, הסבר או עילה כלכליים או אחרים.

50 לדיון כללי באפשרות להשתמש במחירי מניות כאמת-מידה לבדיקת השפעותיהם של כללים נורמטיביים ראה Schwert, "Using Financial Data to Measure Effects of Regulation" 24 *J. Law & Econ.* (1981) 121.

51 המחקר גילה, כי בתכרות שנבדקו עלה ערך מניות-המיעוט במהלך התקופה המתחילה 20 יום לפני ההודעה על הרכישה הפרטית והמסתיימת 10 ימים לאחריה בממוצע ב-12.8%. אמנם, צמצום קבוצת-המדגם לחברות שבהן לא פורסמה כוונה לביצוע שלב שני, של השתלטות לאחר הרכישה הפרטית (כגון הצעת רכש או מיזוג משלים לרכישת מניות-המיעוט) משנה במידת-מה את התוצאה (העלייה הממוצעת לאותה תקופה היא 9.4%) אולם אין הוא משנה את המסקנה העיקרית. ראה Holdemess & Sheehan, "The Role of Minority Shareholders in Publicly Held Corporations — An Exploratory Analysis" 20 *J. Fin. Econ.* (1988) 317. מחקר זה משמש אסמכתא עבור הגורמים שהרכישה הפרטית איננה פוגעת במיעוט. ראה, Ribstein, *Business Associations* (Mathew Bender, 1990) 1004 וכן 2nd ed., 1990) *ALI, "Principles of Corporate Governance" supra note 7, # 5.16* Reporter note 1 על המסתמך על המחקר כדי להצדיק את גישתו החומכת בכלל אי-ההתערבות, למעט במקרים קיצוניים. להצעה מתודולוגית המעלה ספק מסוים בדבר כוח השכנוע של המחקר לצורך הסוגיה

ד. ניתוח של שיקולי יעילות

יש הגורסים, שנכונותו של הרוכש לשלם פרמיה מקורה בהערכתו שניהולה הנוכחי של החברה איננו יעיל וכי ערך השוק הנוכחי של מניותיה (המשקף נכוחה את שוויה הנוכחי) הוא תת-אופטימלי (יחסית לאפשרויות הגלומות בחברה). רכישת השליטה מאפשרת לרוכש לשתול בחברה קבוצת-ניהול חדשה אשר, להערכתו, תשיא את השימוש במשאבי החברה באמצעות כישוריה, קשריה ויתרונות נוספים שהיא נהנית מהם. הצלחת התוכנית העסקית תעלה את ערך השוק של החברה, כך שמחיר מניותיה יהיה גבוה לא רק ממחיר השוק הנוכחי שלהן, אלא גם ממחיר הפרמיה שבו הן נקנו על-ידי הרוכש. קיימת, אפוא, הנחה סבירה שהרוכש מוכן להמר בכספו על אמיתותה, שהעברת השליטה בפרמיה היא עסקה יעילה⁵². לפיכך, אליבא דעמדה זו, הסדר אשר יבטיח את עריכתן של העברות שליטה בפרמיה במידה הרבה ביותר הוא ההסדר האופטימלי⁵³. מנגד, אחרים מדגישים שהעברות שליטה בפרמיה עלולות לעתים להיות בלתי-יעילות. כאשר המוטיבציה של הרוכש איננה העלאת שווייה של החברה הנרכשת, אלא הגדלת תועלתו הפרטית של בעל-השליטה בשימוש במשאבי החברה הנרכשת, אין כל ביטחון שרוכש השליטה הוא המשתמש משיא הרווח בשליטה⁵⁴. לפיכך, מושמעת דעה ששיקולי יעילות מחייבים התערבות נורמטיבית למניעת רכישות ממניעים שכאלה⁵⁵. בהמשך המאמר ננתח בהרחבה את שני השימושים הסותרים שהמלומדים עושים בדרך הניתוח של יעילות⁵⁶.

הניתוח כאן ראה 91 Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* (1990 supp.) נוסף על כך, ניתן לטעון שעליית ערכי המניות של המיעוט איננה מוכיחה שהרכישה הוגנת כלפי המיעוט, אלא היא מוכיחה שההגנה הניתנת למיעוט על-ידי הדין הנהוג בארצות-הברית משיגה את מטרתה. כזכור, הדין הנהוג שם גורס התערבות נורמטיבית ברכישות פרטיות בשלושה מקרים חריגים (ראה לעיל, הערה 3). לכן אין להסיק מתוצאות המחקר שרכישות פרטיות הן הוגנות למיעוט גם במשטר של כלל אי-ההתערבות בגרסתו הקיצונית. ראה 1500 *supra* note 3, at p. 1500. זאת ועוד: המחקר מצביע על עליית ערך מניות-המיעוט לאחר העסקה יחסית לערךן ערב העסקה אולם ערך זה עדיין נופל משיעור הפרמיה שמקבל מוכר השליטה. היינו: התוצאות האמפיריות אינן משכנעות בדבר הגינות העסקה את מי שסבור כי טיפול הוגן במיעוט צריך להבטיח את זכותו לקבל את חלקו היחסי בפרמיה. לסיום יש להוסיף, שתוצאותיו של מבחן אמפירי שנעשה בשוקי-ההון של ארצות-הברית אינן ישימות בהכרח לגבי השוק הישראלי. שני השווקים נבדלים בפרמטרים רבים – מידת יעילותם, תחכום המשקיעים בהם, הכללים המשפטיים החלים עליהם, רמת האכיפה של הכללים החלים, הנורמות התרבותיות והעסקיות של הסוחרים בשוק, מבנה ההון הטיפוסי של החברות שמניותיהן נסחרות; מעורבותם של משקיעים מוסדיים בחברות שהם משקיעים בהן ועוד. לפיכך, כדי לגבש עמדה בדבר השלכותיהם של רכישות פרטיות בישראל על בעלי מניות-המיעוט, יש לעשות מבחן אמפירי בשוק המקומי, תוך התחשבות בהערות שפורטו לעיל.

52 לריכוז של אסמכתאות הגורסות כי העברות שליטה הן יעילות בעיקרן ראה Hamilton, *supra* note 7, at p. 253 n. 17.
 53 ראה Easterbrook and Fischel, *supra* note 25.
 54 לריכוז של אסמכתאות הגורסות שהעברות שליטה אינן יעילות ראה Hamilton, *supra* note 7, n. 20.
 55 ראה Andrews, *supra* note 14.
 56 ראה פרק ד 1 להלן.

3. ביקורת ז

לדעתי, שתי

יכולות לשמ

57 711-714.

58 העיקרון הכ

יש בה כדי

וזה לא חסר

59 ראה 704-3.

התומכים בכלל של חלוקה בלתי-שוויונית נעזרים בדרך הניתוח של יעילות גם באופן הבא⁵⁷: להבדיל משיקולי ההגינות, המתמקדים בהבטחה של טיפול שווה לכל אחד מבעלי-המניות בחברה, *ex post*, שיקולי היעילות מתמקדים בהבטחה של ההשאה של הרווחה המצרפית של ציבור בעלי-המניות — *ex ante*. נבהיר זאת: ניתוח של יעילות בודק את טיבה של העסקה לפי תוחלת הרווח הצפוי בה לכלל בעלי-המניות בחברה ולכן אין הוא מייחס חשיבות לאופן שבו יחולקו הרווחים המושגים בעסקה בין בעלי-המניות. לפיכך, דרך ניתוח זו מעדיפה לבדוק את טיבה של העסקה בעיני המשקיעים בחברה *ex ante*, כאשר שיקול-דעתם אינו מושפע מהדרך הספציפית שבה יחולקו הרווחים ביניהם בעסקה נתונה. אם המשקיעים סבורים שסוג עסקאות מסוים עשוי להגדיל את עוגת המשאבים הכוללת, הם יחפצו בו אף אם אינם יכולים להבטיח שכל אחד מהם אכן ייחנה כפועל מהגידול בעוגה באופן שוויוני, ובלבד שמצבו של אף משקיע לא יורע עקב העסקה⁵⁸. העדפתם היא רציונלית, משום שעצם קיומו של הפוטנציאל להגדלת העוגה משפיע על ערך השקעתם *ex ante* ומגדיל אותה. כל בעל-מניה יכול לבחור בין שתי חלופות: מכירת המניות לפני ביצוע העסקה, תוך מימוש עליית הערך עקב הפוטנציאל להגדלת העוגה או, לחילופין, המשך השקעה בחברה תוך נטילת הסיכוי והסיכון שבחלוקה הבלתי-שוויונית של הרווחים. יתירה מזו: בעל-המניה יכול להקטין את הסיכון ולשמר את הסיכוי באמצעות פיזור השקעותיו בחברות רבות, כך שבממוצע יובטח לו שחלקו בעוגה יגדל. לפיכך טוענים הכלכלנים, שחוסר-השוויון *ex post* הוא הכלל אשר ישיא את הרווחה המצרפית בעסקאות שונות, וביניהן הרכישה הפרטית של שליטה בחברות⁵⁹.

למעשה ניתן לראות בקרטיעון זה משום הכעת עמדה לא רק לגבי השאלה של יעילות העסקה, אלא גם באשר לשאלת הוגנותה: הטיעונים השונים שהועלו בדבר הוגנות העסקה בפרק ג 2 (ג) לעיל, בדקו את יחסי הרוב-מיעוט בחברה ספציפית בהקשרה של עסקה ידועה. ברם, הכלכלנים סוברים שיש להעריך את ההוגנות מנקודת-ראות רחבה יותר, הבוחנת את שוויון הסיכויים של כלל המשקיעים ליהנות מהרווחים הגלומים בתופעה של רכישה פרטית של שליטה. אמנם, כלל של חלוקה בלתי-שוויונית של הפרמיה אינו יוצר שוויון בדיעבד, אולם הוא שומר על שוויון הסיכויים מלכתחילה, ולכן, לשיטתם, הוא הכלל ההוגן.

3. ביקורת דרכי הניתוח

לדעתי, שתיים מתוך ארבע דרכי הניתוח אינן עומדות בביקורת אנליטית ולכן אינן יכולות לשמש בסיס להערכת ההסדר הראוי לרכישה פרטית של שליטה:

⁵⁷ Easterbrook & Fischel, *supra* note 25 at pp. 711-714.

⁵⁸ העיקרון הכלכלי התומך בעמדה זו הוא עקרון הפארטו (pareto), שלפיו פעילות כלכלית היא יעילה אם יש בה כדי לשפר את מצבם של חלק מהאנשים מבלי להרע את מצבם של האחרים — בבחינת זה נהנה וזה לא חסר.

⁵⁹ ראה Easterbrook & Fischel, *supra* note 25, at pp. 703-704.

א. ניתוח של הזכות

הספרות המשפטית העלתה טענות שונות – אופרטיביות ועקרונות – נגד השימוש שעשו חלק מהמלומדים בדרך הניתוח של הזכות. במישור האופרטיבי נטען, שהניסיון לחלק את התמורה המשולמת בעסקה להעברת שליטה בין שני סוגי הנכסים המועברים – שליטה וההשקעה הרגילה בחברה – הוא מלאכותי ויוצר בעיות הערכה קשות⁶⁰. כן נטען, שהתפישה הגורסת כי הבעלים בשליטה הוא החברה עצמה (ולכן היא הזכאית לקבל את הפרמיה) מוליכה לתוצאה הכלכלית הבלתי-סבירה שרוכש השליטה הוא שייהנה מהפרמיה שהוא עצמו שילם, באמצעות שליטתו בחברה שהפרמיה הועברה אליה⁶¹. במישור העקרוני ספגה דרך הניתוח של הזכות ביקורת, בעיקר מפני שתוצאותיה הובנו כפוגעות בעיקרון הבסיסי של השוק החופשי. כפי שראינו לעיל, התומכים בכלל של חלוקה שוויונית של הפרמיה גורסים, כי מאחר שהשליטה היא רכוש החברה או רכוש כל החברים בחברה (כולל אלו שאינם צדדים ישירים לעסקה), הצדדים לעסקה אינם יכולים לקבוע את ייעוד התמורה כרצונם. המתנגדים רואים בכך משום הגבלה בלתי-מוצדקת של כוחם של הצדדים להעביר נכסים כרצונם על-פי עקרונות השוק החופשי⁶². לדעתנו, מעבר לכל הטענות האמורות, לוקה דרך הניתוח של הזכות בכשל אנליטי בסיסי⁶³, שמקורו בחוסר-רגישות להבחנה שיש לעשות בין טיבו המשפטי של נכס לבין טיבה המשפטי של הזכות שיש לפלוני בנכס⁶⁴. השיטה המשפטית מטפלת באורח שונה בסוגים שונים של נכסים. לכל סוג של נכס מצמיד המחוקק מערך של זכויות וחובות הנלוות לנכס. זכויות וחובות אלו מאפיינות באורח שווה את כל הנכסים מאותו סוג, ואין הן משתנות עם שינוי זהותו של המחזיק בנכס⁶⁵. טיבו המשפטי של נכס הוא כלל הנורמות שהמחוקק בחר לאפיין את הנכס בהן. מעצב הנורמה קובע את טיבו המשפטי של כל נכס מתוך

60 ראה Hill, *supra* note 21, at p. 10; וכן דעת-המיעוט של השופט Swan בפסק-הדין של *Pertman v. Feldman*, *supra* note 10, at p. 180.

61 ראה Andrews, *supra* note 14, at p. 513.

62 "Legal arguments such as Berle advances and expressions of praise for the controlling shareholders who leans over backward in refusing profitable sales show how widespread is the tendency to ignore the social advantage of transfer of business properties at prices determined by free markets". ראה *Comment, supra* note 25, at p. 871. לדעתנו התקפה זו על Berle אינה מוצדקת. לידרו, השליטה אינה רכוש של הצדדים לעסקה ולכן אין לראות בהגבלת כוחם לסחור בה משום פגיעה בעקרונות השוק החופשי.

63 יודגש, כי הטענות האופרטיביות והעקרוניות המועלות בספרות המשפטית ואשר נסקרו לעיל מכוונות אך ורק נגד השימוש שעושים התומכים בכלל של חלוקה שוויונית של הפרמיה בדרך הניתוח של הזכות. לעומת זאת, הכשל האנליטי של דרך הניתוח שיוסבר להלן מסביר מדוע דרך הניתוח כשלעצמה איננה תקפה; ולכן – לדעתנו – כל שימוש בה, כולל של אלו התומכים בכלל של חלוקה בלתי-שוויונית, איננו חקף.

64 ראה ויסמן, "מושגי יסוד ביני קניין – סקירה ביקורתית" משפטים יא (תשמ"א) 41, 66-67.

65 כך, למשל, חוקי המקרקעין מאפיינים סוג נכס זה באמצעות מערכת-דינים מפורשת, המגדירה את תכונותיו של הנכס – היינו: את הזכויות והחובות הנלוות לו – מבלי להתנות את קיומן של התכונות בשאלות הקשורות בזהותו של המחזיק בנכס. ראה, למשל, פרק ג לחוק המקרקעין, תשכ"ט-1969 (להלן: חוק המקרקעין). המגדיר את תחום הבעלות במקרקעין ואת הגנת הבעלות וההחזקה במקרקעין.

משפטיכ
כוונה י
להגיע
מנסה ל
לפלוני
הפוטנצ
הנלוות
אלא הי
למצוא
לנכס.
ההח
מחטיאו
הזכות
בקבלת
בין הזכ
מכירת
השנייה
שליח
בכשל:
בנכס (ו
שיהא ז
מכירת
לנכס מ
בעת ע
הנכחיה
מוגבלו
מאמין"
יוקרה, ו
לפי עמ
רכישת
ההזדמ
זאת
מערכת-
בחינת ו
האמורין
מנגד, ט
מדין כל
66 ראה
מחק
67 שטר
68 שטר



כוונה לאזן בין כל האינטרסים המעורבים והמושפעים מהשימוש בנכס ובמטרה להגיע לתוצאה האופטימלית מנקודת-הראות של יעדי המדיניות ששיטת-המשפט מנסה להשיגה. מנגד, כפי שהצענו במקום אחר, "טיבה המשפטי של הזכות שיש לפלוני בנכס איננו מתמקד בטיבו המשפטי של הנכס, קרי: במערך הזכויות והחובות הפוטנציאליות הנלוות לנכס, אלא בקשר שבין בעל הזכות לנכס. בשונה מהזכות הנלוות לנכס, אין הזכות בנכס מגדירה או מאפיינת את הנכס ואיננה צומחת ממנו, אלא היא חיצונית לו, מופעלת לגביו ובלתי תלויה בתכניו"⁶⁶. לפיכך ברור שאין למצוא כל קשר הכרחי של סיבה ותוצאה בין הזכות בנכס לבין הזכות הנלוות לנכס.

ההתייחסות לשאלה של העברה פרטית של שליטה באמצעות ניתוח של הזכות מחטיאה נקודה בסיסית זו: הנחת-היסוד של דרך ניתוח זו גורסת, כי הבעלים של הזכות הקניינית בשליטה ערב העסקה זכאים אוטומטית, מכוח בעלותם בשליטה, בקבלת מלוא התמורה המשולמת בעת מכירת השליטה. ברם, ההנחה איננה מבחינה בין הזכות בנכס (הבעלות בשליטה) לבין הזכות הנלווית לנכס (קבלת התמורה בעת מכירת השליטה) והיא מתימרת ליצור תלוח הכרחית בין השניים, שלפיה הזכות השנייה נובעת בהכרח מהזכות הראשונה⁶⁷.

שלושת השימושים השונים שהמלומדים עושים בדרך הניתוח של הזכות לוקים בכשל אנליטי זהה: המלומדים חלוקים ביניהם רק באשר לשאלת זהות הבעלים בנכס (החברה, כלל בעלי-המניות או בעל מניות-השליטה), אך הם כולם מסכימים שיהא אשר יהא הבעלים של השליטה ערב העסקה — התמורה המתקבלת עם מכירת השליטה שייכת לו; היינו: כל המלומדים מניחים שהגדרת הזכויות הנלוות לנכס מסוג של שליטה בחברה כוללת בהכרח את קבלת מלוא התמורה המשתלמת בעת עשיית עסקה בשליטה. ברם, כפי שטענתי בהודמנות אחרת, "הנחה זו איננה הכרחית משום, שייחכן, למשל, כי הזכויות שהבעלות בשליטה מעניקה לבעליה מוגבלות ליכולת השימוש בשליטה — קרי, היכולת להכתיב לחברה את ה"אני מאמין" העסקי של המחזיק בשליטה, היכולת להנות מהטבות שונות כגון צבירת יוקרה, כוח, תגמולים פיננסיים וכדומה — אך לא לקבלת תמורתה בעת מכירתה. לפי עמדה זו מוכן הקונה לשלם את מחיר הפרמיה בעבור היכולת הניתנת לו עם רכישה השליטה להנהיג את החברה כרצונו, ואולם מחיר הפרמיה איננו מייצג את ההזדמנות המסחרית של מכירתה בעתיד"⁶⁸.

זאת ועוד: עיצוב הזכויות והחובות הנלוות לנכס מסוים צריך להיקבע על-ידי מערכת-דינים המתמחה בהסדרת התכנים המשפטיים של נכסים מסוג זה. לפיכך, בחינת הזכויות הנלוות לשליטה בחברה דין הוא שתיחתך על-ידי דיני-החברות האמורים לטפל בסוגיות המשפטיות המיוחדות את השליטה בחברה מנכסים אחרים. מנגד, טיבה המשפטי של הזכות בנכס איננו תלוי בטיבו של הנכס, אלא הוא נגזר מדין כללי המתמחה בהסדרת זכויות בנכסים באשר הם — דיני הקניין. הניתוח

66 ראה שטרן, "עיצובן המודרני של הזכויות והחובות הנלוות למניה — מהמקרה קניינית להנמקה עניינית" מחקרי משפט ט (תשנ"ב) 91, 100.

67 שטרן, שם, 105.

68 שטרן, שם, 106.

של הזכות פגום, אפוא, משום שהוא מתיימר להמליץ על הסדר לפתרון השאלה הסבוכה של רכישה פרטית של שליטה — שאלה, שכאמור, מיקומה המובהק הוא בזירת דיני-החברות; באמצעות היזקקות לשאלת הבעלות בשליטה — שאלה הלקוחה מתחום דיני-הקניין.

נקודה זו ניתנת להצגה גם בדרך פורמלית: חוק המקרקעין וחוק המיטלטלין, המגדירים את זכות ה"בעלות", כופפים את תוכנה המשפטי הכללי של הזכות "להגבלות לפי דין"⁶⁹. בכך מכיר המחוקק בצורך לעצב את הזכות הכללית של בעלות בנכסים תוך התחשבות באינטרסים מיוחדים הנדונים בדינים המתמחים בהסדרת טיבם המשפטי של הנכסים השונים. בהקשר דנן, דיני-החברות, שהם הדין המתמחה בסוגייה של רכישה שליטה, חייבים לעצב את עמדתם לגבי ההסדר הנאות של הסוגייה במנותק משאלת הבעלות. ההסדר שייקבע הוא המאפיין המשפטי הפנימי של השליטה בחברה — אלו הגנים המשפטיים של הנכס. הבעלות בשליטה כפופה "להגבלות לפי דין" משום שהדין המתמחה הוא הקובע את התוכן המשפטי של נשוא הבעלות. דרך הניתוח של הזכות לוקה אנליטית משום שהיא מניחה את עליונות הגדרת הבעלות בדיני-הקניין ומתעלמת מכפיפותם המהותית להגבלות לפי דין אחר. לפיכך, דרך ניתוח זו אינה יכולה — לדעתי — להיות בסיס לפתרון של שאלת הבעלות בפרמיה ולהסדרת העברה פרטית של שליטה.

ב. ניתוח של הסטטוס

גם דרך הניתוח של הסטטוס איננה ראויה. העמדה הגורסת את כלל החלוקה השוויונית, תוך הסתמכות על הניתוח של הסטטוס⁷⁰, מתיימרת לסווג את מערכת-היחסים שבין בעל-השליטה לבין שאר המעורבים בחברה בקטיגוריית סטטוס ידועה — נאמנות — ולפי זה היא מציעה לכפוף את בעל-השליטה למערך הנורמות הכלל שהשיטה המשפטית משיתה על נאמנים כאשר הם⁷¹. לדעתי, טיעון זה מתחמק מהשאלה הנדונה תחת שיתמודד עמה. הטיעון בונה את הגיונו על כמה נקודות-דמיון שבין בעל-השליטה לבין נאמן, אך אינו בודק עניינית אם ראוי לחשוף את בעל-השליטה — לפי המציאות המסחרית שבה הוא מתפקד ולפי מעמדו בחברה — למערך נורמות זהה לזה של נאמנים בהקשרים אחרים. הטיעון בורר את הנורמה באמצעות טכניקה גיליוטינית של קטלוג למגירות נורמטיביות שעוצבו לצרכים אחרים, ובכך הוא מגלה אטימות לייחוד שבמעמדו של בעל-השליטה בחברה ולרגישויות המיוחדות הנגזרות מכך⁷². באחת, הסיווג חוטא לאמת כיוון

69 ראה סעיף 2 לחוק המקרקעין וסעיף 2 לחוק המיטלטלין, תשל"א-1971.

70 ראה לעיל, סעיף ג, 2(ב).

71 עצם ההשוואה בין בעל-השליטה בחברה לבין נאמן עוררה התנגדות בקרב מלומדים שונים. ראה Levmore, "A Primer on the Sale of Corporate Control" 65 *Texas L. R.* (1987) 1061, 1067-1069; Lewis, "The Legitimate Transfer of Corporate Control — A Paradigmatic Study of the Custodial Concept", 13 *Creighton L. Rev.* (1979) 634, 674 n. 85; Brudney, *supra* note 9, at p. 259.

72 כך, למשל דיני-החברות מתירים, ככלל, לבעל מניות-השליטה להצביע באורגנים של החברה לשם קידום האינטרסים האישיים שלו. אמנם, הצבעות חריגות העולות, למשל, כדי "קיפוח" (סעיף 235 לפקודה) או "עושה המיעוט" (ראה ע"א 867/76 גליקמן בע"מ נ' ברקאי בע"מ, פ"ד לב (2) 281 תגוננה, אולם

שאינו בודק אותה. הסטטוס איננו חייב לגזור את הנורמה, אלא המציאות המסחרית היא הצריכה לעשות זאת.

זאת ועוד: אנו סבורים, שגם מלומדים הנמנעים מהטעות שבשימוש בקטיגוריות סטטוס כלליות והבודקים עניינית את הסטטוס הראוי שיש לייחס לבעל-השליטה, אינם מקדמים את הדיון בנושא; שכן, לדעתנו, אין הצדקה לראות בזהויה הסטטוס של בעל-השליטה דרך ניתוח עצמאית של הסוגייה: בדיקת המציאות המסחרית לשם איפיון הסטטוס של בעל-השליטה מכוונת את הבודקים לעשות שימוש בפרמטרים העומדים בבסיס דרכי הניתוח האחרות ולכן היא איננה מחדשת דבר. כך, למשל, קביעת הסטטוס של בעל-השליטה יכולה להיגזר מהשאלה הקניינית בדבר הבעלות בשליטה — שאלה העומדת בבסיס דרך הניתוח של הזכות⁷³. כמו-כן קביעת הסטטוס של בעל-השליטה יכולה להתבסס על בחינה של הכח שיש לו כלפי בעלי המניות האחרים בזמן מכירת השליטה ועל ההשלכות של עסקה זו עליהם⁷⁴. ברור כי אימוצו של פרמטר זה לשם קביעת הסטטוס מקבל למעשה את דרך הניתוח של שיקולי ההגיונות. לפיכך, לדעתנו, דרך הניתוח המהותית של הסטטוס אינה מחדשת דבר, אלא היא רק מציגה באדרת אחרת את הקריטריונים שדרכי הניתוח האחרות מעלות.

4. מדרכי ניתוח אל יעדי מדיניות

מהמקובץ עולה, שהבסיס התיאורטי הראוי לדיון בסוגייה של רכישה פרטית של שליטה הוא מצומצם מכפי שנראה במבט ראשון. דרכי הניתוח של הזכות ושל הסטטוס אינן ראויות להכלל בבסיס זה, כיוון שהן אינן עוסקות בתכנים הפנימיים של העסקה אלא בשאלות פריפריאליות (מיהו בעל-הנכס או מהו המעמד של מוכר הנכס) שאינן ייחודיות לרכישה פרטית ומשום שהן מתעלמות ממערכת-הדינים הייחודית לעסקה (דיני-חברות) ומעדיפות לטפל בה באמצעות לבוש משפטי חיצוני (דיני-הקניין או דיני-הנאמנות). לעומתן, דרכי הניתוח המתמקדות בשיקולים של הגינות ושל יעילות בוחנות את ההשלכות המהותיות של העסקה על הצדדים לה ועל אחרים המושפעים ממנה, והן מגסות להסיק מכך עניינית, ותוך התחשבות

הצבעות אינטרסנטיות של בעל-השליטה אינן פסולות. ייתכן כי ניתוח קפדני של הסיבות שהביאו את המחוקק להחידר לבעל המניה להשתמש במניות (להצביע בהן) כבעל אינטרס ולא כנאמן ילמד, כי יש לאפשר לו גם לממש מניות (למורכן) כבעל-אינטרס ולא כנאמן.

73 אלו הגורסים כי בעל-השליטה הוא נאמן, מבטאים למעשה עמדה החומכת בראיית השליטה כנכס של החברה. רק כך ניתן להבין את הדמיון הגטען להיות בין בעל-השליטה לבין הנאמן. באופן דומה, אלו המשתמשים בניתוח של הסטטוס כדי לגרוס את כלל איה-התערבות מביעים עמדה שלפיה השליטה איננה רכוש החברה ולכן בעל מניות-השליטה אינו מחזיק בעמדת נאמנות ומותר לו לקבוע את תנאי העסקה ולשמור לעצמו את היתרונות הכלכליים שניתן להפיק ממנה.

74 חובות ההתנהגות המוטלות על בעל-כוח — כגון נאמן, מנהל, שלוח, אפוטרופוס — נגזרות מהרצון של המחוקק להגן על אלו הכפופים לכוח זה — כגון נהנה, חברה, שולח, בן-חסות. לפיכך, הסיווג של בעלי כוח לקטיגוריות-סטטוס נעשה על בסיס בדיקה של טיב יחסי הכוח-כפיפות המאפיינים את יחסיהם עם אחרים. ככל שעמדת הכוח איתנה יותר כך גם גדלה ההצדקה למעורבות נורמטיבית מסיבית יותר. בהתאם לכך, סיווגו של בעל מניות-השליטה לקטיגוריות-סטטוס מסיימת ייקבע באמצעות ניתוח של עמדת-הכוח שלו כלפי בעל-המניות האחרים בחברה.

במערכת הנורמטיבית הרלבנטית של דיני-החברות, מהו הדין הרצוי לשם הסדרת העסקה.

ניתן לנסח את ההבדל בין שתי הקבוצות של דרכי הניתוח באופן הבא: הקבוצה הראשונה, הבוחרת בניתוח של זכות ושל סטטוס, קובעת קריטריונים משפטיים חיצוניים להכרעה בסוגייה, בלא שתגדיר לעצמה מהם יעדי המדיניות שהכללים המשפטיים אמורים לשרת בהקשרה של הסוגייה הנדונה. מנגד, הקבוצה השנייה של דרכי הניתוח קובעת יעדי מדיניות – הגינות או יעילות – הרגישים לטיבה של העסקה, ומהם היא מנסה לגזור את הכללים המשפטיים האופטימליים להשגתם⁷⁵. לפיכך, בהמשכו של הדיון נזנח את שתי דרכי הניתוח הראשונות ונתמקד בבדיקת התאמתם של פתרונות נורמטיביים שונים לשם הגשמתם של יעדי המדיניות ששתי דרכי הניתוח האחרות מציבות.

ד. הקצאת הפרמיה כמכשיר להשגת יעדי מדיניות

ניתן היה לצפות, שהמחלוקת התיאורטית רבת-הפנים לגבי דרכי הניתוח של העסקה תצמיח שלל מגוון של הצעות להסדרים נורמטיביים. ברם, כפי שראינו לעיל, בפרק ב, ציפיה זו איננה מתממשת: כל העמדות הנורמטיביות שהושמעו בסוגייה מאוחדות בגישה שיש לעצב את ההסדר הרצוי בסוגייה באמצעות טיפול בהבט אחד שלה – שאלת הבעלות בפרמיה. לפיכך, מנקודת-ראות תוצאתית-נורמטיבית, אין קושי לערוך סיווג חד-ממדי שלהן לשתי קבוצות-אם: אלו התומכות בכלל של חלוקה שוויונית של הפרמיה⁷⁶ מול אלו הגורסות כלל של חלוקה בלתי-שוויונית⁷⁷. מטרת הדיון בפרק זה היא לבדוק אם מי משני כללי החלוקה של הפרמיה עשוי לקדם את מימושן של רכישות שליטה יעילות והוגנות.

1. יעילות כלכלית

יעד של יעילות יקודם באמצעות כלל משפטי אשר יבטיח שני דברים: ביצוען של עסקאות יעילות ומניעתן של עסקאות בלתי-יעילות.

א. כלל של חלוקה בלתי שוויונית

מתן היכולת לצדדים לעסקה לקבוע את תנאיה אך ורק על-פי תמריציהם הכלכליים

75 לגבי היחס שבין יעדים כלכליים ולצורך שבהגדרת כללים שיביאו להגשמת היעדים ראה שטרן, "אנטומיה של פסיכיות שיפוטית בדיני חברות – קוצר הנורמה הפוזיטיבית" עיוני משפט יז (תשנ"ג) 811, 843-840.

76 כפי שראינו לעיל, ניתן להבחין בתוך אסכולה זו בין שלוש עמדות: האחת סוברת שיש להשיג שוויוניות על-ידי העברת הפרמיה לחברה; השנייה תומכת בשוויוניות באמצעות העברת הפרמיה לכלל בעלי-המניות בחברה ערב העסקה; והשלישית גורסת את כלל ההזדמנות השווה. ראה פרקים ב ו 1 ו-2 לעיל.

77 ראוי להדגיש שאף כי כלל של חלוקה בלתי-שוויונית יכול, תיאורטית, לכלול עמדות נורמטיביות שונות בדבר דרך החלוקה הבלתי-שוויונית של הפרמיה, הדיון לעיל הראה כי כל התומכים בכלל של חלוקה בלתי-שוויונית מאוחדים בדעה כי כל הפרמיה צריכה להיות שייכת למוכר השליטה, קרי: כלל של חלוקה בלתי-שוויונית למעשה גורס כלל של אי-חלוקה של הפרמיה.

משפטים כ"ג
יצר הנחה
העסקה תתן
קיומן של ע
בלתי-יעילות
יש להבו
לבעליה: ית
של בעל-הז
בעל-השליט
רכישה ע
במשאבי הז
אין כל ביט
דרך תפקודו
להמר עליה
המניות –
ולכן ניתן ל
לעומת
חד-צדדיים
לידי הרוכש
הרכישה נו
שהסכמתו
היותו בעל-
הפרמיה.
את ערכו
של היתרון
הכלכליים,
כי גודלו ע
נגזר מהתכו
X עבור הנ
את קשריו

78 כך, למש
החברה ו
תפעולתי
רווחיותו
79 כך, למש
אחר של
בחברה
החברה
עלול לו
יתרונות
להדגיש,
ולכן תת

יוצר הנחה סבירה שכאשר רוכש השליטה הוא משתמש עדיף בה, יחסית למוכר, העסקה תתממש. היינו: הכלל לחלוקה בלתי-שוויונית של הפרמיה אכן מבטיח קיומן של עסקאות יעילות. ברם, האם הוא מבטיח גם את ההיפך — שעסקאות בלתי-יעילות תמנענה? נראה לנו שהתשובה לשאלה זו היא שלילית.

יש להבחין בין שני סוגים של יתרונות כלכליים שהשליטה יכולה להעניק לבעליה: יתרונות אשר ייטיבו עם החברה כולה, ואגב כך יעלו גם את ערך השקעתו של בעל-השליטה⁷⁸ (להלן: יתרונות לחברה) ויתרונות אשר ייטיבו אך ורק עם בעל-השליטה⁷⁹ (להלן: יתרונות חד-צדדיים).

רכישה שמטרתה יצירת יתרונות לחברה נעשית כדי לשפר את השימוש שיעשה במשאבי החברה ולכן ניתן להניח שהיא מקדמת יעדים של יעילות כלכלית. אמנם, אין כל ביטחון שתוכניתו העסקית של הרוכש המכוונת (סובייקטיבית) לייעול את דרך תפקודה של החברה אכן תצלח (אובייקטיבית). אולם העובדה שהרוכש מוכן להמר עליה בכספו — הוא מוכן לשלם פרמיה מעבר לערך השוק הנוכחי של המניות — מבטיחה שהוא מתייחס ברצינות לתוכנית העסקית שלו לייעול החברה ולכן ניתן להתייחס אליה באמון.

לעומת זאת, רכישה שהמניע לה הוא תקוותו של הרוכש לגרוף יתרונות חד-צדדיים עלולה להביא להעברה של משאבים והזדמנויות מסחריות מהחברה לידי הרוכש, ולכן חזקה עליה שהיא פוגעת ביעילותה של החברה. מאחר שמניעי הרכישה נובעים מתקוותו לבזוז את משאביה לצרכיו באופן חד-צדדי, סביר להניח שהסכמתו לשלם פרמיה איננה מעידה על היותו משתמש עדיף בשליטה, אלא על היותו בעל-יכולת להפיק יתרונות חד-צדדיים מהחברה בשיעור העולה על זה של הפרמיה.

את ערכם של היתרונות לחברה עבור בעל-השליטה נכנה X, ואילו את ערכם של היתרונות החד-צדדיים — Y. הפוטנציאל להפקת שני הסוגים של היתרונות הכלכליים, ביחד ולחוד, קיים הן אצל מוכר השליטה הן אצל רוכש השליטה. ברור כי גודלו של כל אחד משני סוגי היתרונות אצל כל אחד משני הצדדים לעסקה נגזר מהתכונות המיוחדות של אותו הצד הרלבנטיות לעסקה. כך, למשל, ערכו של X עבור המוכר (X1) או עבור הרוכש (X2) תלוי ביכולתו של כל אחד מהם לנצל את קשריו העסקיים או את כושר הניהול או את החזון העסקי שלו עבור החברה

78 כך, למשל, רוכש השליטה עשוי להסכים לשלם פרמיה אם הוא מאמין שביכולתו לשפר את דרך תפקוד החברה באמצעים שונים, כגון מינוי קבוצת-ניהול עדיפה, שינוי מדיניותה העסקית או באמצעות יתרונות תפעוליים או מימוניים שהוא יכול להביא לחברה. אם תוגשמה ציפיותו של הרוכש, החברה תשפר את רווחיותה והדבר יבטא בעליית ערך כלל המניות של החברה, ובכללן מניות-השליטה של הרוכש.

79 כך, למשל, אם בעל-השליטה מעוניין לשחק את פעילותה של החברה משום שהיא מתחרה באינטרס עסקי אחר שלו או אם הוא גוזל ממנה הזדמנויות מסחריות הנקרות על דרכה או אם הוא מנצל את שליטתו בחברה כדי לגרום לה לתת עמו על הסכמים מסחריים המיטיבים עמו, הוא למעשה בזוז את רכוש החברה ואת רכוש בעלי-המניות. הדין הנוהג ער לאפשרויות שונות של שימוש-לרעה שבעל-השליטה עלול לעשות בכוחו, ולכן הוא קובע מערך נורמטיבי שמטרתו למנוע חלק מהאפשרויות של יצירת יתרונות חד-צדדיים לבעל-השליטה על חשבון שאר המשקיעים, (ראה לעיל, הערה 3). אולם ראוי להדגיש, שהדין הנוהג איננו פוסל קטיגורית צבירת יתרונות חד-צדדיים על-ידי בעלי מניות-השליטה, ולכן תתכנה רכישות המנוגעות על-ידי רצון ליצור יתרונות אלו בדרכים חוקיות, ראה להלן, פרק 2(2).

(היעילות האישית). במקביל, ערכו של Y עבור כל אחד מהשניים $(Y1, Y2)$ תלוי ב"פוטנציאל הבזיזה" המיוחד לכל אחד מהם.

אמנם, כלל של חלוקה בלתי-שוויונית מבטיח שהעסקה תקשר רק כאשר היא מביאה לאופטימום את רווחת שני הצדדים. לעסקה (היינו: רק כאשר מתקיים התנאי $(X2 + Y2 > X1 + Y1)$), אך הכלל איננו מבטיח את השגת האופטימום מנקודת-ראות של רווחה מצרפית של כל ציבור המשקיעים בחברה הנרכשת. הכלל מניח, כי היתרונות היחידים שהצדדים יכולים להפיק מהשליטה הם יתרונות לחברה (או לחילופין, שהיתרונות החד-צדדיים שהרוכש והמוכר יכולים להפיק מהשליטה זהים בגודלם) ולכן הוא מזהה בין האינטרס של הרוכש לבין האינטרס של כלל המשקיעים בחברה ומניח שהשימוש העדיף של הרוכש בשליטה יוליך להשגתה של יעילות מצרפית. עקב-האכילס של הכלל הוא בכך, שההנחה של זהות באינטרסים איננה ריאלי. בהרבה מקרים חלק מהיתרונות או כולם שהצדדים מצפים להפיק מהשליטה הם יתרונות חד-צדדיים שמקורם בפוטנציאל בזיזה עדיף (ואין כל סיבה עסקית להאמין שגודלם של יתרונות אלו עבור כל אחד מהשחקנים בשוק השליטה בחברות יהיה זהה). לכן, ייתכנו מצבים שבהם על-אף שהעסקה במחיר פרמיה תשתלם לשני הצדדים, היא תהיה בלתי-יעילה מנקודת-ראות מצרפית.

ניתן להמחיש את חולשתו של הכלל בדרך הבאה: במשטר של חלוקה בלתי-שוויונית, רכישת השליטה תתממש אם ורק אם סך היתרונות שיפיק הרוכש מהשליטה $(X2 + Y2)$ עולה על שוויה עבור המוכר $(X1 + Y1)$. הנח מצב שבו המוכר איננו מפיק שום יתרונות חד-צדדיים $(Y1 = 0)$, ואילו ערכם של היתרונות שהוא מפיק עקב יצירת יתרונות לחברה הוא 10 $(X1 = 10)$. לעומתו, היתרונות של הרוכש שמקורם ביתרונות עבור החברה מסתכמים ב-8 $(X2 = 8)$ (ולכן הוא משתמש בלתי-יעיל בשליטה) ונוסף על כך, עקב תכונותיו המיוחדות של הרוכש (למשל: כמתחרה לחברה הנרכשת) הוא מצפה להפיק יתרונות חד-צדדיים בשווי של 4 $(Y2 = 4)$. במקרה זה תועבר השליטה לידי הרוכש משום שאי-השוויון, שהוא תנאי לקיום העסקה, מתקיים $(8 + 4 > 10 + 0)$, הגם שהעסקה איננה מקדמת את היעילות⁸⁰.

ג. כלל של חלוקה שוויונית

Andrews סובר שכלל של חלוקה שוויונית בגרסה התומכת במתן הודמנות שווה לכלל בעלי-המניות להשתתף בעסקה באותם תנאים⁸¹, ירתיע רוכשים המתכוונים

80 יודגש, כי העובדה שהרוכש הוא ברוז גדול יותר מהמוכר איננה מסמלת, כשלעצמה, פגיעה ביעילות היעילות נמדדת רק על-פי גודלה של עוגת המשאבים הכוללת, ולא על-פי דרך חלוקתה בין השחקנים השונים. לכן, בדוגמא הנדונה הרוכש יכול היה להיות משתמש יעיל יותר, הגם שהוא בעל פוטנציאל בזיזה גדול מהמוכר $(Y2 > Y1)$, אם ערכם של היתרונות לחברה שהוא היה מפיק היה גדול יותר מהיתרונות לחברה שמפיק המוכר $(X2 > X1)$. פוטנציאל הבזיזה רלבנטי לבחינת היעילות רק משום שהוא מאפשר לרוכש בלתי-יעיל לרכוש שליטה מתוך תקווה להיבנות מהבזיזה. במונחים מתמטיים, פוטנציאל הבזיזה מאפשר לרוכש להשתלט על החברה הגם שהמשחק שהוא מתעתד לשחק סכומו שלילי (negative sum game).

81 ראה פרק ב' 2 לעיל.

לרכוש את השליטה כדי להפיק יתרונות חד-צדדיים מבלי שיפגע במוטיבציה של רוכשים שכוונתם היא להשתלט על החברה במגמה ליצור יתרונות לחברה.⁸² על-פי הטיעון, כאשר מטרת הרכישה היא הגברת היעילות והעלאת ערך החברה, הכלל של מתן הזדמנות שווה לא ירחיע את הרוכש אלא ישרת את מטרותיו. הרוכש מאמין, שמניות החברה יהיו שוות תחת שליטתו יותר ממחיר הפרמיה שהוא מוכן לשלם, ולכן הכלל הקובע שעליו לרכוש גם את מניות המיעוט במחיר הפרמיה איננו מטיל עליו נטל, אלא מאפשר לו לקנות סחורה נוספת במחירי מציאה.⁸³ לעומת זאת, רוכש בלתי-יעיל, המתכוון ליצור יתרונות חד-צדדיים לעצמו על חשבון החברה (ושאר המשיקיעים בה), לא ימצא שום תועלת בהשתלטות שבסיומה הוא יהיה בעל כל המניות של החברה הנרכשת. היתרונות שבבזיזה מקורם בכך שהיא נעשית על חשבון אחר. לפיכך, כלל של הזדמנות שווה המטיל חובה על הרוכש לקנות מניות נוספות (מעבר לסך המניות הנדרש לשם העברת השליטה) ממניות החברה שהוא מתכוון לבזוז, מקטין את התמריץ שלו לבצע את העסקה.⁸⁴ גם במקרה שהרוכש בעל כוונות הבזיזה יתעקש על קניית אחוז מוגבל ממניות החברה (כדי שהבזיזה תהיה אפשרית וכדאית), עתיד כלל ההזדמנות השווה למנוע את העברת השליטה לידיים בלתי-יעילות. על-פי הכלל, במקרה כזה הרוכש איננו רשאי לקנות את כל המניות המבוקשות מבלי-השליטה, אלא עליו להציע את ההזדמנות למכור את המניות במחיר פרמיה לכלל בעלי-המניות, ועליו לקנות את המניות המבוקשות מכלל המציעים, על-פי יחס החזקותיהם במניות החברה (pro-rata). הכלל גורם לכך, שמוכר השליטה יישאר בעל מניות-מיעוט בחברה גם לאחר ביצוע העסקה, ולכן הוא יימנע מלמכור את השליטה לידיים בלתי-יעילות העלולות להוריד את ערך מניות-המיעוט שיישארו בידיו.⁸⁵

כלל של חלוקה שוויונית בגרסה של מתן הזדמנות שווה אמור לגרום לסלקציה ספונטנית, ללא התערבות משפטית, בין רכישות בלתי-יעילות, שתימנענה, לבין רכישות יעילות שסיכויי התרחשותן אינם מושפעים מהכלל.⁸⁶ ברם, גם אם נקבל את תקפותו של הטיעון של Andrews לגבי יכולתו של כלל ההזדמנות השווה למנוע רכישות בלתי-יעילות,⁸⁷ נראה לנו שהכלל, כמו שאר הגרסאות של כלל החלוקה השוויונית, לוקה בכך שאין הוא עומד בדרישה המשלימה של יעד המדיניות הנדון – הבטחה שרכישות יעילות תתממשנה.

רוכש מוכן לשלם פרמיה עבור השליטה אם הוא מעריך שהוא משתמש עדיף בשליטה, ורק ככל שהוא מעריך את עדיפותו בשימוש בשליטה. גם המוכר מוכן להיפרד מהשליטה רק אם הוא מעריך שהפרמיה שיקבל עולה על ערכה האופטימלי של השליטה בידיו; קרי: עמדת כל צד למשא-ומתן באשר לשעור הפרמיה מלמדת

82 ראה Andrews, *supra* note 14, at p. 527.

83 ID., 519.

84 ID., 528–529.

85 ID., 517–518.

86 ID., 528–529.

87 רבים תוקפים חלק זה של הטיעון מסיבות שונות. ראה, למשל, Javaras, *supra* note 25, at p. 423. הגורם שלשם מניעתן של רכישות בלתי-יעילות לא יספיק כלל ההזדמנות השווה, אלא יש להטיל על הרוכש את החובה לרכוש את השליטה המלאה (מאה אחוז) בחברה בכל מקרה.

על הערכתו לגבי רמת היעילות שלו בשימוש בשליטה. כאשר מגיעים הצדדים להסכמה בדבר שיעור הפרמיה, יש בכך כדי להעיד על הערכתם-שלהם את יעילותם היחסית בשימוש בשליטה. כלל של חלוקה שוויונית, על כל גרסאותיו, משנה מצב זה מעיקרה. הוא מתערב במשא-ומתן שבין הצדדים באשר לגודלה של הפרמיה וכופה עליהם התחשבות באינטרסים של צד שלישי באופן העלול לפגוע ביעילותה של העסקה.

כדוגמא להשלכותיו הבלתי-יעילות של הכלל ניתן לשקול את המערכת העובדתית הבאה: הנה בעל שליטה המחזיק ב-50% ממניות החברה. הנה גם כי מחיר השוק של השליטה הוא X, כי בעלי-השליטה מעריך את שווייה עבורו ב- $X + 6$ וכי הרוכש הפוטנציאלי מעריך שהשימוש שהוא יעשה בשליטה יעלה את שווייה עד כדי $X + 10$. על-פי כלל של חלוקה בלתי-שוויונית, ניתן להניח שבהינתן המסכת העובדתית האמורה, העסקה תבצע והשליטה תמכר לרוכש הפוטנציאלי, שהוא המשתמש היעיל בשליטה, תמורת פרמיה העולה על 6 והקטנה מ-10. ברם, אם השיטה המשפטית תכפה על הצדדים כלל של חלוקה שוויונית, תיווצר הדינמיקה המימונית הבאה:

(א) במשטר של כלל חלוקה שוויונית, הגורס שמלוא הפרמיה שייכת לחברה, בעל-השליטה יסרב למכור כיוון שהוא יקבל רק את מחיר השוק של המניות שימכור - X.

(ב) במשטר של כלל שוויוני, הגורס שהפרמיה שייכת לכלל בעלי-המניות (ובהם בעל-השליטה), ניתן להעלות שתי אפשרויות: האחת, שבעל-השליטה יסרב למכור אם לא יקבל פרמיה שעולה על 6, למשל: 8. לפיכך, הרוכש יאלץ לספוג את עלותו של הכלל השוויוני וישלם פרמיה מוגדלת של 16. מאחר שהרוכש מעריך כי השימוש האופטימלי שניתן לעשות בשליטה אינו מצדיק מחיר כזה (אלא רק פרמיה של 10), הוא יימנע מלרכוש את השליטה, למרות העובדה שהוא משתמש עדיף בנכסי החברה. האפשרות האחרת היא, שהרוכש יסרב לקנות אלא אם-כן הפרמיה הכוללת שתשולם בעסקה תהיה קטנה מ-10, למשל: 8. במקרה כזה, הכלל של חלוקה שוויונית יקטין את חלקו של המוכר בפרמיה (4) אל מתחת לשווי השליטה בעיניו (לפחות 6), ולכן הוא יימנע מלמכור את השליטה, הגם שהוא משתמש נחوت בה.

(ג) גם במשטר של כלל ההזדמנות השווה יש לבחון שתי אפשרויות: אם הרוכש יגביל את היקפה של הצעת הרכישה לכמות מניות המסמלת שליטה, ולא יסכים לשלם עבורן פרמיה העולה על 8, שיעור הפרמיה שיקבל בעל-השליטה יהיה תלוי בהיקף ההיענות של בעלי מניות-המיעוט להצעה. למשל: אם בעלי מניות-המיעוט יציעו למכירה כמות של מניות העולה על רבע הכמות הכללית המוצעת לרוכש, הפרמיה שיקבל בעל-השליטה עבור הוויתור על השליטה לא תספיק אותו $(6) = (8 \times 0.25) - 8$. וההיפך: אם בעל-השליטה יתעקש לקבל פרמיה של 8, הרוכש יתבקש לשלם בעסקה מעל לשווייה בעיניו (10), אם כמות המניות אשר תוצע למכירה על-ידי בעלי מניות-המיעוט, המבקשים לנצל את ההזדמנות למכור במחיר פרמיה, תעלה על רבע מכמות המניות שמוכר בעל-השליטה בעסקה $(10) = (8 + (0.25 \times 8))$.

משפטים)
לכאור
הראשונ
להגביל
עבור ה
ישתלם
השנייה,
המניות
נוספות
עקב הט
אם לרוכ
רכישה
הוא מש
אחרים
אשראי⁸
באשר ש
בעלת סי
רכישה פ
שוק-ההו
קשייו ש
במידע ק
או בעלי
בהם, שכ
של הפיז
עבור המ
הנדרש א
מקורותיו
ההזדמנו
הנרכשת
חלק גדו

88 519
יתרונ
בעל-י
הנוספ
הגורב
של הו
89 ראה
90 1488
91 1488
המנהו
השלי
-638

לכאורה הניתוח האמור של שתי האפשרויות לעיל לוקה כדלקמן: באפשרות הראשונה, אם הרוכש הוא משתמש יעיל בשליטה, אין סיבה להניח שהוא יבחר להגביל את היקפה של הצעת הרכישה; שהרי מחיר הפרמיה שהוא יידרש לשלם עבור המניות הנוספות זול יחסית משוויין של מניות אלו המצויות בידיו ולכן ישתלם לו לקנות מניות נוספות מעבר לכמות המייצגת שליטה. גם באפשרות השנייה, אם הרוכש הוא משתמש יעיל, אין סיבה להניח שהוא יסרב לשלם עבור המניות למעלה מ-10%; שהרי עבור התמורה הנוספת שהרוכש ישלם הוא יקבל מניות נוספות במחירי מציאה. ברם, אחרים כבר צמדו על הקשיים העלולים להתעורר עקב הטלת החובה על הרוכש להגדיל את היקף השקעתו בחברה הנרכשת: ראשית, אם לרוכש אין מקורות עצמיים מספקים, הוא יאלץ לגייס הון נוסף כדי לממן את רכישת המניות הנוספות בהתאם למצוות הכלל. Andrews סובר כי מאחר שהרוכש הוא משתמש יעיל, הזקה שמשימת גיוס ההון תעלה בידו והוא יצליח לשכנע אחרים להשתתף עמו בהרפתקה העסקית (באמצעות קניית מניות-מיעוט או מתן אשראי)⁸⁸. אולם אחרים גורסים, שהתשובה המימונית האמורה איננה מספקת, כאשר שוק-ההון איננו מושלם (לא תמיד ימצא בו הכסף הדרוש לשם השקעה בעלת סיכויים טובים) ולכן כלל ההזדמנות השווה עלול למנוע התרחשותה של רכישה פרטית (יעילה) במקרה של כשל שוק בשוק-ההון⁸⁹. נוסף על כך, גם אם שוק-ההון מתפקד היטב, לעתים לא יצליח הרוכש למצוא בו את ההון הנדרש משום קשייו של הרוכש לשכנע את השוק בטיב תוכניתו (עקב סודיות התוכנית, חוסר במידע קונקרטי וכו')⁹⁰. כמרכז המשקיעים החיצוניים שיגייס הרוכש (בעלי מניות או בעלי אג"ח) יאלצו לשאת בהוצאות שליחות (agency cost) שהרוכש איננו נושא בהם, שכן הם צריכים לפקח על השימוש שהרוכש עושה בכספם. העלות הנוספת של הפיקוח עלולה לגרום לכך שההשקעה היעילה עבור הרוכש לא תהיה יעילה עבור המשקיעים החיצוניים⁹¹. זאת ועוד: גם אם הרוכש יצליח ללוות את ההון הנדרש או לחילופין אם הוא יכול לממן את רכישת המניות הנוספות באמצעות מקורותיו העצמיים, הוא עשוי להימנע מביצוע הרכישה, למרות יעילותה. כלל ההזדמנות השווה מאלץ את הרוכש לקנות מספר גדול יותר של מניות החברה הנרכשת (מעבר לדרוש לשם השגת מטרותיו העסקיות) ובכך הוא גורם לו לרכו חלק גדול של רכושו באינטרס עסקי ספציפי, בניגוד לבחירתו. הנורמה השוויונית

88 Andrews, *supra* note 14, at p. 519. נוסף על כך, מבהיר Andrews — אם הרכישה עתידה ליצור יתרונות כלכליים, יוכל הרוכש לשכנע את בעלי מניות-המיעוט שלא לנצל את ההזדמנות או לשכנע את בעלי-השליטה הנוכחי שלא יעמדו על מכירת כל מניותיו בחברה ובכך יימנע הצורך ברכישת המניות הנוספות מעבר למבוקש על-ידי הרוכש. לדעתו, רק במקום שהן המוכר הן מיעוט בעלי-המניות והן כל הגורמים בקהילה הפיננסית לא ישהכנעו ביעילות העסקה, תימנע התגשמות הרכישה הפרטית עקב הכלל של ההזדמנות השווה. ראה ID., 519, 531-532.

89 ראה Clark, *Corporate Law* (1986) 497.

90 Elhauge, *supra* note 3, at p. 1488.

91 ID., טיעון זה מתבסס על ממצאיו של Booth שלפיהם ערך המניות בידי בעלי-השליטה או בידי המנהלים גבוה יותר מאשר ערכן בידי אחרים משום שהסיכון שהם חשופים לו קטן יותר ולכן הוצאות השליחות שלהם קטנות יותר. ראה Booth, "Management Buyouts, Shareholder Welfare and the Limits of Fiduciary Duty" 60 *N.Y.U. L. Rev.* (1985) 630, 633-638.

מגבילה את יכולתו של הרוכש לבזר את השקעותיו בין מספר עסקים ובכך היא מגדילה את חשיפתו של הרוכש לסיכונים העסקיים שהרכישה הפרטית מציבה⁹². לפיכך, בניגוד לסברתו של Andrews, סירובו של הרוכש לקנות את מניות-המיעוט בפרמיה אין בו כדי להוכיח שהרכישה איננה יעילה, אלא הוא יכול לנבוע מחשש רציונלי של רוכש יעיל מפני חשיפה לסיכון בלתי-מבוזר.

היינו: הגם שיעד המדיניות של יעילות כלכלית תומך בביצועה של העסקה בנתונים שהזכרו, הכלל של חלוקה שוויונית, על שלוש גרסותיו, עלול למנוע את ביצועה. השליטה תישאר בידי המשתמש התת-אופטימלי, ובכך תיפגע הרווחה המצרפית ורווחתם של בעלי מניות-המיעוט (שעליהם הכלל השוויוני בא להגן). כלל של חלוקה שוויונית מטיל על הצדדים לעסקה חובת תשלום של מס לטובת צד שלישי. דרך חלוקת הנשיאה בנטל המס בין שני הצדדים לעסקה נקבעת בהתאם לגמישויות היחסיות של הביקוש וההיצע. אם המס יוטל על הרוכש, הוא יגרום לצמצום מלאכותי של הביקוש לשליטה בחברה; ואילו אם הוא יוטל על המוכר הוא יגרום להקטנה מלאכותית של ההיצע. בכל מקרה, עלות הכלל של חלוקה שוויונית פוגעת ביכולתם של הצדדים לגבש את תנאי העסקה באופן תחרותי אשר יביא להעברת השליטה בתנאי אופטימום של שיווי-משקל כלכלי בין ההיצע לביקוש. לכן הכלל עלול לפגוע ביעילות הכלכלית.

נוסף על כך, כלל של חלוקה שוויונית, בגרסה של מתן הזדמנות שווה, עלול למנוע רכישות יעילות בהתקיים התנאים השכיחים הבאים: הרוכש מעוניין רק בכמות מניות מוגבלת (המעניקה למחזיק בה את השליטה בחברה), ובעלי מניות-המיעוט מעוניינים לנצל את ההזדמנות הניתנת להם למכור חלק יחסי ממניותיהם. במקרה כזה המוכר לא יוכל למכור את כל החזקותיו בחברה (to disinvest), אלא רק את חלקו היחסי בכמות המבוקשת. אם המוכר ייעתר להצעת הרכישה בתנאים אלו, הוא עלול להפוך בעל מניות-מיעוט בחברה שאין לו בה עניין. חשש זה עלול למנוע ממנו לשתף פעולה עם הרוכש, למרות יעילותו היחסית של הרוכש.

מהמקובץ עולה, ששני הכללים המקובלים להסדרת הסוגייה של רכישה פרטית אינם עונים לאתגר של יעילות כלכלית. אמנם, כלל של חלוקה שוויונית תורם למניעת עסקאות בלתי-יעילות (בכל מקרה שהשליטה תימכר, הרוכש יהיה משתמש עדיף מהמוכר), אולם הוא עלול למנוע גם את קיומן של עסקאות יעילות (לעתים, הגם שהרוכש הוא משתמש עדיף, השליטה לא תימכר לו). לעומת זאת, כלל של חלוקה בלתי-שוויונית תורם למימושן של עסקאות יעילות⁹³, אולם אין הוא מונע

92 ראה Javaras, *supra* note 25, at p.426.

93 חלוקה בלתי-שוויונית משמנת את גלגלי השוק בכך שהיא מונעת את ה"מס" שכלל שוויוני היה מטיל על הצדדים, ובכך היא מגדילה את הסיכויים שרוכשים יעילים יוכלו לבצע עסקאות. ברם, אפילו הכלל הבלתי-שוויוני איננו מבטיח שבכל מקרה של רוכש יעיל העסקה תחבצע. הנח מצב שבו הרוכש הוא משתמש עדיף בשליטה, אולם היתרונות החר-צדדיים שהוא יכול להפיק מהשליטה נמוכים באופן משמעותי מהיתרונות שיכול להפיק המוכר. כך, למשל, אם $X1 = 100$ ו- $X2 = 120$ ואילו $Y1 = 10$ ו- $Y2 = 10$, על הדין לעודד את ביצוע העסקה, משום שהרוכש הוא משתמש יעיל יותר בשליטה ($X2 > X1$); אולם בפועל העסקה לא תחבצע משום ששוויה של השליטה עבור הבעלים הנוכחי (140) גדול משוויה עבור הרוכש (130) $(X1 + Y1 > X2 + Y2)$. במצב עוברתי זה בולט קוצר-היד

משפטים כ

קיומן של
לשמר מ
בלתי-יעיל

2. הגינו

המלומדי
מגוונות.
של המונ
הגנה כל
הגנה ספ
העברת ה
מהרווחי
ההגינות).
הפרמיה
"הגינות".

(א) כלל

אין ספק
כל המשק
בלתי-שוו
לא תמיד
כלכליים
של המיעו
אי השוויו
להשיג יתו
תשיא את
שאר המש
אין להניח

(ב) כלל ש

הכלל השו
העסקה -
לעיל. רא
העברת הפ
רג לעיל,

של הני
הבלתי-
ראה ה

קיומן של עסקאות בלתי-יעילות. במלים אחרות: כלל של חלוקה שוויונית עלול לשמר מצב בלתי-יעיל, ואילו כלל של חלוקה בלתי-שוויונית עלול ליצור מצב בלתי-יעיל.

2. הגינות תאגידית

המלומדים טוענים את המונח "הגינות" בתכנים שונים ומעניקים לו פרשנויות מגוונות. כפי שעולה מהדיון לעיל, בפרק ג(ג), ניתן לסווג את המשמעויות השונות של המונח לפחות לארבע קטיגוריות: (א) הבטחה של שוויון בתנאי העסקה; (ב) הגנה כללית על המיעוט עקב מעמדו הנחות בחברה ופיצוי על מעמד זה; (ג) הגנה ספציפית על המיעוט מפני הפגיעה הכלכלית הישירה שהוא עלול לספוג עקב העברת השליטה; (ד) הבטחה של שוויון הסיכויים של כלל המשקיעים ליהנות מהרווחים הגלומים בתופעה של רכישה פרטית של שליטה (בדיקה *ex ante* של ההגינות). בבואנו לבדוק את מידת הצלחתם של שני הכללים הנוגעים לדרך חלוקת הפרמיה בהשגת יעדים של הגינות, עלינו להתייחס למגוון התכנים הכלולים במונח "הגינות".

(א) כלל של חלוקה בלתי-שוויונית

אין ספק שהגינות במובנים א-ג לעיל, המושתתת על ערכים של שוויון בין כל המשקיעים בחברה, איננה יכולה להיות מושגת על-ידי כלל הדוגל בחלוקה בלתי-שוויונית. לדעתנו, גם הגינות במובן של השאת רווחי המשקיעים *ex ante* לא תמיד תוגשם על-ידי הכלל: כאשר המניע היחיד לרכישה הוא השגת יתרונות כלכליים עבור החברה, העסקה תגדיל את עוגת הרווחים מבלי שתקטין את הפלח של המיעוט בבחינת זה נהנה וזה לא חסר, ולכן ההגינות במובן ד תישמר למרות אי השוויוניות. ברם, כפי שהראינו, רכישות עלולות להיות מונעות גם על-ידי רצון להשיג יתרונות חד-צדדיים לרוכש. במקרים אלו הרכישה הפרטית של השליטה לא תשיא את הרווחה המצרפית של המשקיעים, אלא היתרונות לרוכש יבואו על חשבון שאר המשקיעים בחברה (הקצאה-מחדש של עוגת המשאבים). בהינתן עובדה זו, אין להניח שכלל בעלי-המניות יבחרו *ex ante* בכלל אי-ההתערבות.

(ב) כלל של חלוקה שוויונית

הכלל השוויוני מטפל בשאלת ההגינות במובנה הפשוט ביותר — שוויון בתנאי העסקה — אך אין כל ביטחון שהוא מקדם את ההגינות כשאר המובנים שתוארו לעיל. ראשית, האסכולה הגורסת שהשוויוניות צריכה להיות מושגת באמצעות העברת הפרמיה לחברה או לכל בעלי-המניות⁹⁴ איננה יוצרת הסדר הוגן במובנים ב ו-ג לעיל, משום שאין קשר הכרחי בין שיעור התמורה המועברת על-פי הכלל לבין

של הניסיון להסדיר את הסוגיה באמצעות כללים לחלוקת הפרמיה. הן הכלל השוויוני והן הכלל הבלתי-שוויוני לא יובילו להשגת התוצאה היעילה.

94 ראה הדיון לעיל, בפרק ב 1.

הפגיעה הכלכלית הישירה במיעוט עקב העסקה, ומשום שהפיצוי למיעוט איננו נקבע על-פי הקריטריונים הרלבנטיים לפגיעה בו עקב מעמדו הנחות בחברה לפני העסקה או אחריה. האסכולה הגורסת את השוויוניות באמצעות כלל ההזדמנות השווה⁹⁵, אכן מטפלת בשאלת ההגינות בצורה רצינית יותר – היא מנסה למנוע רכישות שמטרתן פגיעה במיעוט – אך גם היא איננה קושרת בין הפגיעה בעבר ו/או בעתיד כבעלי-המניות לבין הפיצוי שיוענק להם, ובכל מקרה היא מכריחה את בעלי-המניות למכור את השקעתם בחברה אם הם חפצים בפיצוי כלשהו. בעלי-מניות שאינם חפצים במכירת ההשקעה – עקב שיקולים "פנימיים" לעסקה, כגון הערכתם את שווי החברה, או בגלל שיקולים "חיצוניים" לעסקה כגון שיקולי מס אישיים – אינם מטופלים בדרך הוגנת בשום מובן שהוא.

שנית, כפי שראינו לעיל, כלל של חלוקה שוויונית מטיל מס על העסקה, וכתוצאה מכך הוא עלול למנוע התרחשות של עסקה יעילה. הכלל עושה לסיכול פעולתם הפיקוחית של כותות-השוק על השימוש שעושה בעל-השליטה בשליטה, ובכך הוא מונע מבעלי-המניות את ההזדמנות המסחרית שבהשאת ערך השקעתם בחברה באמצעות העברת השליטה לידי משתמש עדיף. בכך פוגע הכלל באינטרסים הכלכליים של הציבור שעליו הוא בא להגן. מי שסובר שהגינות פירושה שוויוניות לא יפרש את אי-השאת רווחי המיעוט כבלתי-הוגנת כלפיו (באשר אי-העברת השליטה איננה מפלה את המיעוט לרעה). אולם אלו הגורסים שיש לצקת למונה הגינות את מובן ד לעיל, יפרשו את הכלל השוויוני כבלתי-הוגן. כזכור, ההגינות על-פי פרשנות זו איננה נמדדת במונחים של שוויוניות *ex post*, אלא מטרתה היא לזהות את האינטרס המצרפי של בעלי-המניות לפני עשיית העסקה ולקבוע את הכלל המשפטי שיבטיח שמירתו של אינטרס זה בלי שתיגרם פגיעה לחלק מבעלי-המניות. היינו: שאלת ההגינות ושאלת היעילות קשורות זו בזו כיוון שההגינות מותנית במידת היעילות של העסקה. חוסר-היעילות של הכלל השוויוני יפגע בבעלי-המניות – אשר לא יקבלו את ההחזר האופטימלי על השקעתם – ולכן ניתן להניח שבעלי-המניות לא יעדיפו את הכלל השוויוני *ex ante*, ובמובן זה הכלל איננו הוגן.

ה. ההצדקה להתערבות נורמטיבית

כל התערבות נורמטיבית פטרנליסטית בעסקה שבין שני צדדים חפצים חייבת הסבר⁹⁶. בפרק הקודם, אגב הביקורת על הגישות השונות לגבי דרכי ההקצאה של הפרמיה, נחשף ההצדק להתערבות נורמטיבית בעסקה שתוכנה הכלכלי הוא רכישה פרטית של שליטה. כפי שהוכח, ההימנעות מהתערבות נורמטיבית בעסקה (שבה מצדדים תומכי הכלל של חלוקה בלתי-שוויונית של הפרמיה) איננה יכולה להבטיח את הגשמתם של יעדי המדיניות. בפרק זה ננסה באופן רחב וכולל את עמדתנו בדבר הצורך בהסדר נורמטיבי קוגנטי של הסוגייה.

95 ראה הדין בפרק ב 2.

96 אכן, סעיף 24 לחוק החוזים (חלק כללי), תשל"ג-1973, קובע כי "תוכנו של חוזה יכול שיהיה ככל אשר הסכימו הצדדים".

1. כשל השוק

ברכישה פרטית יגיעו אליה לא תו לקיומו של ניגוד צדדים שלישיים: מסתלק מהשקעת של העברת השל האינטרסים של הופך לבעל-אינט השליטה שבידיו חדר-צדדיים על-ח אשר האינטרס ש נשאר מושקע בה לו לבזז את משא עיצובה. כתוצאה שונים של חוסר-תת-אופטימליות.

ניתן לנסח טי הכלכלה: עבור קו – עבור כל המי את היעילות המצ לעסקה גורפים מ להניח שהעסקה בעסקה. אולם יש כך שהעסקה יעיל אינם אך ורק תוצו: או כולם, מהעברו לעסקה מחצינים א הפרטית של כל זה המצרפית משום שווה או גבוה מע את עוגת המשאבי על חשבונם של א צדדים לעסקה שיתחשבו בשאלת בין היעילות הפרי בעסקה; שכן כוד אולם במצבים שנ

1. כשל השוק

רכישה פרטית של שליטה מתעורר חשש, שההסכמה ששני הצדדים לעסקה יגיעו אליה לא תביא לתוצאות אופטימליות מנקודת-ראות מצרפית עקב האפשרות לקיומו של ניגוד אינטרסים בין רווחתם של הצדדים לעסקה לבין הרווחתה של צדדים שלישיים: ראשית, מוכר השליטה, שבידיו המפתח לקביעת תנאי העסקה, מסתלק מהשקעתו בחברה עם השלמת המכירה, ולכן אין הוא מושפע מההשלכות של העברת השליטה על עתיד החברה. אי-הזהות שבין האינטרסים שלו לבין האינטרסים של החברה ברור. שנית, רוכש השליטה, אף שעם השלמת העסקה הופך לבעל-אינטרס בחברה, איננו בהכרח בעל אינטרס זהה לזה של החברה. השליטה שבידיו מאפשרת לו לנצל את משאבי החברה לשם הפקת יתרונות חד-צדדיים על-חשבון החברה ושאר המשקיעים בה. לעומתם, המיעוט בחברה, אשר האינטרס שלו קרוב במידה רבה ביותר לאינטרס של החברה, (כיוון שהוא נשאר מושקע בחברה גם לאחר העסקה ומשום שאין לו עמדת-כוח המאפשרת לו לבזוז את משאבי החברה), איננו נוטל חלק בעסקה ואיננו יכול להשפיע על עיצובה. כתוצאה מכך, כפי שראינו לעיל, העסקה עלולה להיות נגועה בגוונים שונים של חוסר-הגינות כלפי המיעוט, והיא עלולה להביא לתוצאות כלכליות תת-אופטימליות.

ניתן לנסח טיעון זה בצורה אחרת, תוך שימוש במונחים השאולים משדה הכלכלה: עבור קובעי המדיניות, יעילותה של עסקה צריכה להימדד באורח מצרפי – עבור כל המשק, ולא פרטית – עבור הצדדים לעסקה. לעתים ניתן להסיק את היעילות המצרפית מהיעילות הפרטית: כאשר הרווחים הפרטיים שהצדדים לעסקה גורפים מקורם ביצירת יתרונות כלכליים חדשים (net social gain), ניתן להניח שהעסקה יעילה מצרפית, בהיותה משיאת שימוש במשאבים המועברים בעסקה. אולם ישנם מצבים שבהם קיומה של היעילות הפרטית איננו מעיד על כך שהעסקה יעילה מצרפית: לעתים הרווחים המופקים על-ידי הצדדים לעסקה אינם אך ורק תוצאה של יצירת יתרונות כלכליים חדשים, אלא הם נובעים, חלקם או כולם, מהעברת משאבים מצדדים שלישיים לצדדים לעסקה. היינו: הצדדים לעסקה מחצינים את העלויות שלה על אחרים (externalities). במקרים אלו היעילות הפרטית של כל הצדדים לעסקה איננה מעידה על כך שהעסקה מגדילה את היעילות המצרפית משום שיתכן כי ערך הפגיעה בצדדים השלישיים כתוצאה מהעסקה שווה או גבוה מערך היתרונות שהצדדים לעסקה מפיקים. העסקה איננה מגדילה את עוגת המשאבים, אלא מחלקת אותה בצורה המעניקה עדיפות לצדדים לעסקה על חשבונם של אחרים.

צדדים לעסקה פועלים לשם השאת רווחיהם בעסקה (היעילות הפרטית) בלא שיתחשבו בשאלת היעילות המצרפית. לפיכך, במקרים שבהם קיימת חזקה של זהות בין היעילות הפרטית לבין היעילות המצרפית, אין צורך בהתערבות נורמטיבית בעסקה; שכן כוחות-השוק הם שיבטיחו את השגת היעד של יעילות מצרפית. אולם במצבים שבהם יש לחשוש כי הדינמיקה העסקית תיצור פער בין היעילות

הפרטית לבין היעילות המצרפית, אין להניח שכוחות-השוק, המופעלים על-ידי הצדדים המעוניינים בייעילות הפרטית, יוליכו לייעילות מצרפית. מקובל לכנות מצב כזה "כשל שוק", והוא מצדיק התערבות נורמטיבית קוגניטיבית אשר תמנע מהצדדים לעסקה להשיג את היעילות הפרטית בדרך של פגיעה בייעילות המצרפית. הניתוח לעיל הראה, כי עסקה למכירה פרטית של שליטה נמנית עם סוג המצבים שבהם ניתן לחשוש ליצירת פער בין היעילות הפרטית של הצדדים לעסקה לבין היעילות המצרפית, כאשר מטרת הרכישה היא יצירת יתרונות חד-צדדיים לרוכש⁹⁷. הצדדים לעסקה עלולים להשיג את מטרתם באמצעות התצננה של עלויות העסקה על החברה, תוך פגיעה באינטרסים של שאר בעלי-המניות, של העובדים ושל הנושים⁹⁸. לפיכך נדרשת התערבות נורמטיבית אשר תמנע את כשל השוק⁹⁹ ותבטיח שהעסקה תתרחש רק כאשר היא יעילה מצרפית.

2. אי-התאמת הדין הנוהג

הדין הנוהג איננו מתעלם מקיומו של כשל השוק. הוא מנסה לטפל בו באמצעות

97 לכאורה התערבות נורמטיבית בעסקת הרכישה איננה מוצדקת, משום שאין כל סיבה להניח שהרוכש הוא בעל תאוות בזיוה, כשרון בזיוה או אפשרויות בזיוה גדולים יותר מאלו של המוכר. היפוכו של דבר: המוכר, בזיוהו בעל-השליטה בחברה, מודע יותר מאחרים לאפשרויות הבזיוה מהחברה. מדוע, אפוא אנו חוששים מהחצנת העלויות עקב העברת השליטה ומדוע אנו חוששים מהיתרונות החד-צדדיים שהרוכש עלול להפיק יותר מאלו העלויות עקב העברת השליטה ומדוע אנו חוששים מהיתרונות החד-צדדיים כן, ראוי להבהיר שפוטנציאל הבזיוה נגזר במידה רבה מההתאמה בין הפרופיל העסקי האישי של הברז לבין הפרופיל העסקי של החברה. ראה לעיל, פרק ד, 1(א). כך, למשל, סביר להניח, שלמתחרה עסקי של חברה יש פוטנציאל בזיוה גבוה יותר מאשר לבעל-השליטה הנוכחי או לשאר הסוחרים בשוק אשר אין להם עסק מתחרה בחברה. העובדה שהרוכש מוכן לשלם מחיר גבוה ממחיר השוק עלולה לרמז שהוא בעל פוטנציאל בזיוה גבוה יותר מאחרים. ניתן להמחיש חשש זה כדרך הבאה: בעל-השליטה הנוכחי, בהיותו מודע לאפשרות הבזיוה מקופת החברה, עלול לזוּם פנייה למתחרה (או לכל מי שנמצא בנסיבות המאפשרות לו ליהנות באופן אופטימלי מהבזיוה) ולחשוף לפניו מידע על אפשרויות הבזיוה כדי לשכנעו לשלם לו, לבעל-השליטה הנוכחי, מחיר גבוה יותר משווי השליטה עבורו. היינו: המוכר עלול להבין מכרו על הפוטנציאל לבזוז את החברה, כך שבסופו של הליך תימצא השליטה בידיו של בעל פוטנציאל הבזיוה הגבוה ביותר.

98 הדין כאן מתמקד בחשש מפני החצנת עלויות על בעלי-מניות ומתעלם מהאפשרות של החצנת עלויות על אחרים, כגון נושים ועובדים. קבוצות אחרות אלו עלולות להיות קורבן להעברת שליטה, הנעשות בכל טכניקת-רכישה, ולא דווקא כרכישה פרטית, ולכן הדין בהגנה עליהן איננו ייחודי לנושא הנדון כאן.

99 כשל השוק שתואר עלול לאפשר לרוכש בלתי-יעיל להשיג את השליטה. עם זאת, עצם הרכישה הראשונית של השליטה איננה מבטיחה לרוכש את המשך שליטתו בחברה גם בעתיד. אם הרוכש יתברר כמושמש תת-אופטימלי בשליטה, ירד ערך מניות החברה ויתעררו הכוחות התחרותיים שבשוק אשר יביאו להחלפתו באחר, יעיל הימנו. ההשתלטות השנייה תתרחש למרות התנגדותו של בעל-השליטה הנוכחי (הרוכש הראשון) באמצעות אחת מטכניקות-הרכישה העוינות — הצעת רכש או איסוף מניות. ברם, הסיכוי להתרחשותו של הליך שוקי מתקן טעויות קטן והולך ככל שגדל חלקו של בעל-השליטה הבלתי-יעיל בחברה. בישראל, המקרה השכיח הוא שבעל-השליטה מחזיק בלמעלה מתמישים אחוז מאמצעי השליטה בחברה (להגדרת מונח זה ראה סעיף 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968) ולכן בדרך-כלל לא ניתן להתליף את בעל-השליטה הבלתי-יעיל באמצעות השתלטות עוינת. מציאות זו מוסיפה פן נוסף להצדקה הכללית להתערבות נורמטיבית כרכישה פרטית, שכן כשל השוק שבהעברת השליטה לרוכש בלתי-יעיל יוצר מצב ללא תקנה (ללא הסכמת הרוכש), החסין מפני המשך תפקודם של כוחות-השוק.

משפטים כ"ג תשנ"ד
התערבות נור
על בעלי מניות
מהנורמות עונ
בידיהם (קרי,)
חלקן האחר עו
הראשון מנסה
מנסה למנוע ו
מדוע הסדר זה
(א) חובות הח

הדרך הפשוטו
לעסקה בשיעו
יפנימו את מל
הנוהג נוקט לנ
אמון הבאות י
השפעות חיצו
קיפוחו, חשוף
לגרום לבעלי-
שחובות ההתו
את כשל השו
ליד.

עקב-האכזי
בהפנמת העלו
הפיקוח השיפ
הנורמה. כדי
בשכיהות קיו
(ב) בעל הזכו
תוכה בפועל ג
גבוהה¹⁰³.

ראשית, או
אי-מעורבות ב
המשקיע מתאו
מערך הציפיו
החלות על בו

- 100 ראה לעיל, פ
- 101 ע"א 817/79
- 102 ראה 661-61
- 103 הדין בפסקו
- משפטים כ)
- 104 ראה, למשל,

התערבות נורמטיבית קוגניטיבית, שתוכנה הוא קביעה של נורמות התנהגות החלות על בעלי מניות-שליטה בחברות (הגרסה המתונה של כלל אי-התערבות)¹⁰⁰. חלק מהנורמות עוסק בדרכי השימוש שרשאים לעשות בעלי-השליטה בכוח שהופקד בידיהם (קרי, מה יכול בעל-השליטה לעשות בה לאחר רכישתה ועד לרגע מכירתה). חלקן האחר עוסק בדרכי המימוש של השליטה (היינו, בעת מכירת השליטה). החלק הראשון מנסה למנוע החצנה של עלויות על-ידי בעל-השליטה, ואילו החלק השני מנסה למנוע העברה של שליטה לידי מי שעלול להחזיק את העלויות. להלן נבהיר מדוע הסדר זה, על שני חלקיו, איננו מספק.

(א) חובות התנהגות בעת שימוש בשליטה

הדרך הפשוטה למניעת החצנה של עלויות-עסקה היא על-ידי הטלת מס על הצדדים לעסקה בשיעור ההחצנה. אם יוצרי ההשפעה החיצונית יאלצו לשאת בה, הם יפנימו את מלוא העלות החברתית של פעולותיהם וכך יימנע כשל השוק. הדין הנוהג נוקט לכאורה דרך זו: הוא מטיל על בעל מניות-השליטה "מסכת של חובות אמן הבאות לשמור את בעל הכוח בפני השימוש בכוחו"¹⁰¹. בעל-השליטה, היוצר השפעות חיצוניות שליליות באמצעות ביזה של קופת-החברה, עושק המיעוט או קיפוחו, חשוף על-פי הדין הנוהג בפני שורה של סנקציות¹⁰². מטרת הסנקציות היא לגרום לבעל-השליטה להפנים את עלויות פעולותיו. לפיכך, לו ניתן היה להניח שתחובות ההתנהגות החלות על בעל-השליטה בשימוש בשליטה די בהן כדי למנוע את כשל השוק, לא היה צורך בהתערבות נורמטיבית בעת העברת השליטה מיד ליד.

עקב-האכילס של פתרון זה הוא בכך, שהצלחת פעולתן של נורמות ההתנהגות בהפגמת העלויות מותנית בהפעלת מנגנון מסורבל ומורכב של פיקוח שיפוטי. הפיקוח השיפוטי סובל מבעיות רבות הנוגעות בין היתר ליכולת האכיפה של הנורמה. כדי שבעל-השליטה יימנע מהחצנת עלויות אסורה, עליהם להשתכנע בשכיחות קיומם של שלושה תנאים מצטברים: (א) ניתן לחשוף את הפרת החובה; (ב) בעל הזכות, שכנגדה החובה, יהיה נחוש לאכוף את החובה; (ג) הפרת החובה תוכח בפועל בדיון המשפטי. בפועל, השכיחות למילויים של שלושת התנאים איננה גבוהה¹⁰³.

ראשית, אופי ההשקעה של בעלי מניות-מיעוט מוליך אותם לנקוט קו של אי-מעורבות בנעשה בה. כלכלנים ומשפטנים המגתחים את מערך התמריצים של המשקיע מתארים את אדישותם של בעלי-המניות כמתבקשת וכרציונלית¹⁰⁴. לפיכך, מערך הציפיות של בעלי-המניות איננו כולל שימוש אקטיבי בנורמות ההתנהגות החלות על בעל-השליטה. במקרה של אי שביעות-רצון מתפקוד בעל-השליטה,

100 ראה לעיל, פרק ג 2.

101 ע"א 817/79 קוסי נ' בנק פויכטונגר לעיל, הערה 3, 285.

102 ראה 651-661 Henn and Alexander, *Corporations* (3rd. ed., 1983).

103 הדיון בפסקה זו חוזר על חלק מהטיעונים המובאים אצל שטרן, "הגנת בעלי המניות במיווג חברות", משפטים כ (תשנ"א) 377, 403-406 לגבי יכולת האכיפה של חובת אמן על נושאי משרה בחברה.

104 ראה, למשל, Clark, *supra* note 89, at pp.390-392.

יעדיפו בעלי-המניות למכור את מניותיהם ולעבור להשקעה בחברה אחרת. נוסף על כך, לבעלי-המניה אין בדרך-כלל הכשרון, הניסיון, המידע הגלוי והחסוי והיוזמה להעריך את מעשי בעלי-השליטה. עקב כך מצטמקת מאוד התקווה שהוא יחשוף בפועל את הפרת הנורמה.

שנית, גם משקיעים המזהים החצנה של עלויות יהססו לפנות לעזרת בית-המשפט. הפנייה לערכאות כרוכה בהשקעת משאבים במונחים של ממן ושל זמן. בעל התביעה מסתכן בכישלון תביעתו, וממילא – במימונה. הסיכון גדול במיוחד בהקשר הנדון, משום שחובת ההתנהגות של בעלי-מניות איננה ברורה, באשר בעל מניות-השליטה (בניגוד לנושא משרה בחברה) נושא על ראשו שני כובעים – נציג ומיוצג. כמרוכז הכרעת בית-המשפט מושפעת באופן ממשי מניחות עובדתי שקשה להעריך את תוצאותיו מראש.

שלישית, בתי-המשפט אינם מוכשרים לבחון רטרואקטיבית החלטות עסקיות של בעלי-שליטה בחברה. השופטים, כמו בעלי-המניות מקרב הציבור, חסרים ניסיון, מומחיות וכישורים שיאפשרו להם להיכנס לנעליהם של בעלי-השליטה ולקבוע אם טיב החלטותיהם סותר את חובתם.

(ב) חובות ההתנהגות בעת מימוש השליטה

הדין הנוהג אינו מסתפק ברגולציה של השימוש בשליטה, אלא מתערב כדי למנוע מלכתחילה מבוזז פוטנציאלי את האפשרות לרכוש "עמדת בזיזה"¹⁰⁵.

בית-המשפט הישראלי קבע, שבעל-שליטה כפוף לחובת התנהגות שלא למכור את השליטה לידי מי שכוונתו לבזוז את החברה¹⁰⁶. נוסף על כך, הדין האמריקני קובע חובת אמון האוסרת על בעל-שליטה להסוות באמצעות עסקה למכירת שליטת מִכָּר של המשרה שבה החזיק בחברה או מִכָּר של הזדמנויות עסקיות השייכות לחברה¹⁰⁷. בכל מקרה של מכירה פרטית של שליטה הנגועה בהפרת היבט כלשהו בחובת האמון האמורה, יוכל המיעוט לקבל את התרופה המתאימה לעובדות המקרה (ביטול, פיצויים וכו').

לדעתנו, בכך לא סגי. הנורמות הקבועות בדין הנוהג אינן עונות על הבעיות שכשל השוק, אשר תואר לעיל, מעורר. ראשית, הדין הנוהג אינו אוסר על קיומה של כל רכישה פרטית שמטרתה היחידה או המרכזית היא יצירת יתרונות חד-צדדיים, אלא הוא בעל אופי קזואיסטי. הוא קובע שלושה אבות-טיפוס של עסקאות שבהן,

105 גישה עקרונית זו מקובלת עלינו: בהנחה שניתן לשער ברמת ודאות סבירה את כוונות הבזיזה של מי שמעוניין ברכישה של שליטה (הנחה שיש לבדוקה), מדוע יימנע הדין מלהתערב כבר ברגע שבו נעשות פעולות להכנת התשתית לבזיזה? אכן, השיטה המשפטית קובעת, כדבר שבשגרה, רגולציה של מסירת כוח לידי משתמש ואין היא מסתפקת ברגולציה של שימוש פסול בכוח. כך, למשל, קיימת רגולציה לגבי מסירה של בנק, נשק, ספינה או סוכנות-ביטוח לידי מי שמעוניין ברכישתם, וקיימת רגולציה של מסירה של ילד אסופי לידי מי שמעוניין לאמצו. הוא-הדין בשליטה בחברה: השליטה היא נכס המעניק לבעליו כוח רב כלפי אחרים. לכן יש מקום להסדיר לא רק את דרך השימוש בשליטה לאחר רכישתה, אלא גם את דרכי רכישתה.

106 ראה ע"א 817/79 קוטוי ואח' נ' בנק פויכטונגר בע"מ ואח', (לעיל, הערה 3).

107 ראה 11.4, # 89, Clark, *supra* note 89.

משפטים כ"ג תשנ"ד
 ורק בהן, העבר
 האסורות אינן
 המעשיות¹⁰⁹. התז
 (לשלושת אבות
 מאבות-הטיפוס)
 שנית, גם בו
 ההתנהגות, הדין
 הנורמה. החלק
 – האיסור על
 העסקה) את האו
 על העתיד מתו
 אי-ודאות. הדין
 שליטה לכוזז מ
 ידיעה לגבי כוונ
 מודע לכוונות א
 אכן – כפי שי
 הנדרשת של המ
 their intentions"
 אמנם, מצוות הד
 בהוכחת כוונותי
 הקונה, היא חיונ
 מצמצמת מאוד ז
 שלישית, גם נ
 השיפוטי אשר ע

108 ראה לעיל, הערה
 109 כך, למשל, בהק
 החקירה המוטלו
 891, 895-899,
 908. בקטיגוריה
 המנהלים עלידי
 אך לא שליטה
 השופטים ב- (62)
 – רכישה הזדנ
 כאשר בעל-שלי
 באופן פרופרציו
 בעלי-המניות בח
 את חובת האמונ
 cir. 1980) נקבע
 110 ראה, למשל, ote
 21, at p. 1038
 111 ראה 479, at p.
 112 ID. 479-480
 113 ראה הדין לעיל,



ורק בהן, העברת השליטה תהווה הפרת חובת אמון של המוכר¹⁰⁸. הקטיגוריות האסורות אינן מוגדרות היטב, תיחומן איננו ברור והפסיקה חולקת לגבי תוכן המעשי¹⁰⁹. התוצאה היא, שתחום החלתה של הנורמה הנוהגת מצומצם, מחד גיסא, (לשלושת אבות-הטיפוס), אך אמורפי, מאידך גיסא, (באשר להיקפם של כל אחד מאבות-הטיפוס) ולכן רבים הם המבקרים אותו¹¹⁰.

שנית, גם במקרים שלגביהם אין מחלוקת לגבי תחולת הנורמה של חובת ההתנהגות, הדין הנוהג קובע תנאים המגבילים באופן מהותי את כוח השמטה של הנורמה. החלק החשוב ביותר של כללי ההתנהגות החלים בעת מימוש השליטה — האיסור על מכירה לבוזים — מתיימר למנוע בנקודת-זמן בהווה (עת ביצוע העסקה) את האפשרות של פגיעה עתידית בחברה (על-ידי הרוכש). הניסיון להסיק על העתיד מתוך נתונים בהווה הוא בעייתי מטבעו ולוקה ברמה גבוהה של אי-ודאות. הדין הנוהג ער לקושי בסיסי זה ולכן הוא קובע, שהאיסור על מכירת שליטה לבוז מוגבל רק למקרים שבהם הוכח כי למוכר היתה רמה מסוימת של ידיעה לגבי כוונות הבזיזה של הרוכש¹¹¹. בכל המקרים שבהם המוכר לא היה מודע לכוונות אלו, חובות האמון לא תופעלנה, העסקה תוכשר והמיעוט ייפגע. אכן — כפי שקובע פרופ' Clark, בדרך-כלל יהיה קשה להוכיח את המודעות הנדרשת של המוכר: "Situations where sellers of control can be shown to have acted recklessly are very rare because looters don't advertise their intentions"¹¹². אמנם, מצוות הדין הנוהג, המתנה את פתרון הבעיות המתעוררות עקב כשל השוק בהוכחת כוונותיו של המוכר או בהוכחת רמת ידיעותיו של המוכר לגבי כוונות הקונה, היא חיונית (עקב הספקולטיביות שבניחוש לגבי מטרות הרכישה), אך היא מצמצמת מאוד את יעילותה של ההתערבות הנורמטיבית הנוהגת. שלישית, גם כאן יישומן של נורמות-ההתנהגות מותנה בהפעלת מנגנון הפיקוח השיפוטי אשר על מגבלותיו עמדנו לעיל¹¹³.

108 ראה לעיל, הערה 3.

109 כך, למשל, בהקשר לקטיגוריה הראשונה — מכירה לבוז — חולקים בתי-המשפט לגבי היקף חובת החקירה המוטלת על המוכר בגין כוונות הבזיזה של הקונה. ראה, למשל, Note, "Opportunity Lost — More of the Same in Sale of Corporate Control Cases" 58 *Neb. L. Rev.* (1979) 891, 895-899, 908. בקטיגוריה השנייה — מכירה אסורה של משרה — קיימת מחלוקת לגבי השאלה, האם החלפת המנהלים על-ידי הרוכש תכניס את העסקה לגדר הקטיגוריה אם לרוכש יש "שליטה למעשה" בחברה, אך לא שליטה של למעלה מחמישים אחוז מאמצעי השליטה בחברה. ראה, למשל, המחלוקת בין השופטים ב-*Universal Corp. v. Yates*, 305 F.2d 572 (2d cir. 1962). כאשר רוכש השליטה — רכישת הזדמנות קולקטיבית של החברה או של המחזירים — הפסיקה מתחבטת בשאלה, האם כאשר בעל-שליטה גורם לרוכש לקנות אך ורק את מניותיו ומסכל את כוונת הרוכש לקנות את השליטה באופן פרופורציוני מכל בעלי-המניות יש לראות את המוכר כמי שמנצל לטובתו הזדמנות השייכת לכלל בעלי-המניות בחברה? ב-*Brown v. Halbert*, 76 *Cal. Rptr.* 781 (Cal App. 1969) נקבע שהמוכר הפד את חובת האמון ואילו ב-*Treadway Companies Inc. v. Care Corp.*, 638 F.2d 357, 375-378 (2d cir. 1980) נקבע ההיפך.

110 ראה, למשל, Hill, *supra* note 7 at p. 251; Hamilton, *supra* note 6, at p. 49; O'neal, *supra* note 6, at p. 1038. 21. מנגד, לעמדה התומכת בדוקטרינה הנוהגת ראה Elhauge, *supra* note 3, at p. 479.

111 ראה Clark, *supra* note 89, at p. 479.

112 ID. 479-480.

113 ראה הדין לעיל, בראשיתו של פרק זה.

אכן, המציאות הישראלית מראה כי הגם שרכישות פרטיות של שליטה שכיחות למדי בשוק השליטה המקומי, תביעות לגבי הפרת חובת האמון של בעל-השליטה בעת מכירת השליטה כמעט שאינן מתעוררות. היוצא מהכלל — פסק-הדין קוסווי¹¹⁴ — הוא חריג יחיד. התשתית העובדתית של פסק-הדין קוסווי היתה מיוחדת במינה, שכן כוונת הבזיזה של רוכש השליטה פורשה על-ידו ערב העסקה ולכן שם לא התעוררו בעיות מיוחדות בהוכחת ההפרה של חובת האמון. ספקולציה לא נועזת במיוחד יכולה לשער, שהיעדרן של תביעות נוספות בגין הפרת הנורמה בעת מכירת שליטה במהלך 15 השנים שחלפו מאז קביעת הנורמה בפסק-הדין קוסווי, גובע מכך שהסוחרים בשליטה למדו את הלקח הנובע מפסק-הדין — על הרוכש להימנע ממתן פרסום או אינדיקציה כלשהי על כוונת הבזיזה שלו לפני ביצוע העסקה ועל המוכר להקפיד למכור רק למי שנוזהר בהסרת כוונותיו. אכן, התחכום הנדרש לשם עקיפת הנורמות הקבועות בדין הנוהג איננו רב ולכן אנו סוברים שקיימת הצדקה להתערבות נורמטיבית בעסקה גם מעבר למתחם הקבוע בדין הנוהג לגבי חובות האמון של בעלי השליטה בחברה בעת השימוש והמימוש של השליטה.

1. הצעה להסדר נורמטיבי

עיקר עניינו של מאמר זה בהוכחה של חוסר-התוחלת שבדין המסורתי בדרכי ההקצאה של הפרמיה. לדעתנו, תיחום הדיון לשאלה זו אינו הכרחי, אלא הוא תוצאה של בחירה מוטעית של המתדיינים בסוגייה. ראוי לשקול פריצה של מעגל הדיון שחגו המתדיינים סביב עצמם והקדשה של תשומת-לב לחקרם של פתרונות אחרים לכשל השוק שתואר לעיל¹¹⁵. בחינה מדוקדקת של מגוון האפשרויות תורגת מגבולותיו של מאמר זה.

עם זאת, כדי להדגים את אחת האפשרויות שלא נחקרו, נציג להלן הסדר נורמטיבי המכוון להשיג את יעדי המדיניות של יעילות ושל הגינות באמצעות יצירת פיקוח מבני על העסקה. ההסדר אינו מתייחס לשאלה של הקצאת הפרמיה ואין הוא קובע נורמות התנהגות לצדדים לעסקה, אלא יוצר מנגנון אישור לעסקה אשר, כפי שנראה, טובים סיכוייו להשיג את יעדי המדיניות המבוקשים.

1. מתן זכות וטו למיעוט¹¹⁶

על-פי ההסדר המוצע, תנאי מקדמי לרכישה פרטית של שליטה¹¹⁷ יהיה אישור

114 ראה ע"א קוסווי ואח' נ' בנק פריכטונגר בע"מ, לעיל, הערה 3.

115 כך, למשל, יש לחקור את האפשרות לייצל את הפיקוח של השוק על העסקה (באמצעות קביעת הסדרים אשר ימזערו את ההשלכות של הכשל ויאפשרו לכוחות התחרותיים שבשוק לפעול ללא הפרעה), לשפר את הפיקוח השיפוטי (למשל: באמצעות קביעת נורמות רחבות וברורות של חובות ההתנהגות של הצדדים לעסקה ושל נושאי המשרה בה) או לקבוע הסדרים אשר יאלצו את הצדדים לעסקה להפנים את עלויותיה (למשל: באמצעות מתן סעד של הערכה (Appraisal Remedy) לבעלי מניות-המיעוט המעוניינים בכך, עם ביצוע העסקה).

116 לשם נוחות ההתבטאות, נשתמש בדין להלן במונח "מיעוט" הן באשר למיעוט כקבוצה הן לגבי יחיד המיעוט.

117 על החוק להגדיר מהי "שליטה" שרכישתה באופן פרטי תפעיל את ההסדר המוצע. כך, למשל, ניתן

העסקה, על בחברה¹¹⁸. גם תנאי מסנן לשאלת הבע רוב בעלי מנן שלהן בידי ד

2. הדינמי

כדי להבין להשתמש בו הנוכחי של ב השליטה לאז ככוזו בפרוטנ המיעוט אף ששכר הסכמ מעריך שהרו תאושר על-יו לכאורה ה

לקבוע קרי לסף החזק הפעלת ההנ תעלה את ז לו שליטה נ על החוק י 118 המצביעות המניות של למשל, יש י עלולים לה מבטיח להב 119 גונים שניכ של שליטה ion Statute 67 (1986) חקיקה זו ר 18 n. 117, ראשוני של 120 דוגמא מספ יעיל יותר, השליטה מו התשוואה על לשלם לקבן תיתן לו תש מהעסקה תי עצמו, תשו

העסקה, על כל תנאיה, על-ידי הרוכב באסיפה הכללית של בעלי מניות-המיעוט בחברה¹¹⁸. תמיכת בעלי-המניות שאינם צד לעסקה תהיה לא רק תנאי הכרחי, אלא גם תנאי מספיק, לביצוע העסקה ולכן ההסדר המוצע איננו קובע שום עמדה באשר לשאלת הבעלות בפרמיה. אם תיעשה רכישה פרטית ללא קבלת הסכמה מראש של רוב בעלי מניות-המיעוט, המניות המועברות שלא כדין תאבדנה את כוח ההצבעה שלהן בידי הרוכש כל עוד לא תאושר העסקה¹¹⁹.

2. הדינמיקה של ההסדר – תהליך קבלת ההחלטות של המיעוט

כדי להבין את משמעות ההצעה, יש לבחון את הדרכים שבהן המיעוט עשוי להשתמש בכוח החדש שהחוק המוצע יקנה לו: אם המיעוט סבור שהשימוש הנוכחי של בעל-השליטה בשליטה הוא אופטימלי, יסרב המיעוט לאשר את מכירת השליטה לאחר. במקרה כזה עצם הנכונות של הרוכש לשלם פרמיה מחשידה אותו כבוזז בפרוטנציה (או, במקרה הטוב, כבעל הערכות כלכליות שגויות). יתירה מזו: המיעוט אף לא יאות לקבל חלק מהפרמיה כ"דמי-הסכמה" להעברת השליטה, משום ששכר הסכמתו יצא בהפסדו – ירידת ערך השקעתו בחברה. מנגד, אם המיעוט מעריך שהרוכש הפרוטנציאלי הוא משתמש עדיף בשליטה, יש להניח שהעסקה תאושר על-ידו, שהרי היא תעלה את ערך האינטרס של המיעוט בחברה¹²⁰. לכאורה הניתוח לעיל לוקה באופטימיות חסרת-בסיס, שהרי מסירת כוח ההכרעה

לקבוע קריטריון פורמלי, שלפיו כל עסקה, שעם השלמתה תהיה לרוכש בעלות במניות החברה מעבר לסף החזקות מסוים אשר יקבע בחוק (למשל: 25%), תיחשב עסקה לרכישת שליטה המחייבת את הפעלת ההסדר. נוסף על כך, ייתכן שרצוי להפעיל את ההסדר המוצע גם לגבי רכישת מניות פרטית אשר תעלה את החזקותיו של הרוכש בחברה אל מעבר לספי החזקות נוספים, שעל-פי הדין הנוהג מעניקים לו שליטה מהותית בכוחות נוספים של החברה, כגון 50%, 75% ו-90% ממניות החברה.

118 על החוק להגדיר מיהו המיעוט שבידו יימסר כוח ההכרעה. נראה שרצוי להוציא מכלל המניות המצביעות לא רק את המניות של המוכר ושל הרוכש, שהם צדדים פורמליים לעסקה, אלא גם את המניות של כל מי שיש לו אינטרס בעסקה החורג מהשלכות העסקה על טובת החברה עצמה. לפיכך, למשל, יש לקבוע שמניות המחזקות בידי נושאי משרה בחברה לא תשתתפנה בהצבעה. נושאי המשרה עלולים להצביע נגד העסקה כדי להבטיח את המשך כהונתם בתפקיד או להצביע בעדה, כאשר הרוכש מבטיח להם קידום בחברה.

119 גוונים שונים של הסדרים סטטוטוריים המעבירים למיעוט את כוח ההכרעה בעסקה לרכישה פרטית של שליטה התקבלו באחרונה על-ידי כמה מדינות בארצות-הברית. הסדרים אלו, המכונים *Control Share Acquisition Statute*, קיבלו את הכשרו של בית-המשפט העליון בארצות-הברית ב-*Dynamics Corporation of America v. C.T.S. Corporation*, 95 L. ED. 2d 67 (1986). למראי מקומות לגבי חקיקה זו ראה Romano, "The Political Economy of Takeover Statutes" 73 Va. L. Rev. (1987) n. 117, 118. לרברי הסבר קצרים ראה Gilson, *supra* note 51, 126-127. הדין להלן הוא ניתוח ראשוני של המשמעויות של הסדרים חדשים אלו.

120 דוגמא מספרית תבהיר את התמריץ שיש למיעוט לאשר עסקה המעבירה את השליטה לידי משתמש יעיל יותר, גם אם לא יקבל שום נחח מהפרמיה: הנח חברה ששווי השוק שלה 1,000 ש"ח. קבוצת השליטה מחזיקה ב-50% מהמניות, ותפקוד החברה תחת ניהולו של בעל-השליטה מביא את שיעור התשואה על ההשקעה בה ל-5% בשנה. הנח עוד שהרוכש הוא משתמש יעיל יותר בשליטה, המוכן לשלם לקבוצת-השליטה פרמיה של 100 ש"ח עבור השליטה משום שהוא מאמין כי החברה תחת ניהולו תיתן לו תשואה שנתי של 10% על ההשקעה. אף שהפרמיה תשולם במלואה למוכר, המיעוט יפיק מהעסקה תועלת מרובה: כדי שהרוכש יממש את תחזיות הרווח לגביו, הוא צריך להפיק מהחברה, עבור עצמו, תשואה שנתי של 60 ש"ח בשנה הראשונה $(60 = 100 + 50) \times 10\%$. היינו: החברה

למיעוט שאיננו צד לעסקה מוסרת לידיו "זכות קניין" (Property Rule) בזהות השולטים בחברה. המיעוט עלול להשתמש בזכות זו באורח פסול, כדי לסחוט את הצדדים לעסקה, וכתוצאה מכך תסוכלנה עסקאות יעילות. ברם, ניתוח זהיר מלמד שחשש זה אין בו ממש:

אם הרוכש הוא משתמש יעיל בשליטה, הוא יסכים לשלם את דמי-הסחיטה, אולם רק עד לתקרה מסוימת, שבה האתגן הנדרש קרוב לכלות את כל רווחי הרכישה. לפיכך, המיעוט, אשר יש לו אינטרס ברור בקיום העסקה¹²¹, יהיה לדרוש נתח בפרמיה רק כל עוד הדבר לא ימנע את מימוש העסקה. המיעוט ייזהר מלדרוש נתח אשר יעלה את מחיר העסקה אל מעבר למחיר התקרה, משום שאו יצא קרה מכאן (חלק בפרמיה) ומכאן (עליית ערך מניותיו עקב התייעלות החברה). מנקודת-ראות של יעילות אין חשיבות לדרך הקצאת הפרמיה בין המוכר למיעוט כל עוד אין היא מונעת את קיומה של עסקה יעילה¹²².

אם הרוכש הוא משתמש בלתי-יעיל בשליטה, המיעוט ידרוש דמי-הסכמה גבוהים כדי לפצות את עצמו על הפגיעה העתידית בשווי השקעתו בחברה. הרוכש לא יאות לשלם דמי-סחיטה העולים על יכולת הבזיזה שלו, והמיעוט לא יסכים להתיר את ביצוע העסקה אם לא יפוצה על מלוא ערכה של הבזיזה, ולכן העסקה הבלתי-יעילה תימנע.

עד כאן הנחנו, שלמיעוט יש עמדה נחרצת בדבר היעילות היחסית של המוכר ושל הרוכש בשימוש בשליטה. אם המיעוט מסופק בשאלה זו, הוא יוכל להשתמש בעמדת-הכוח שלו כדי לדרוש מהרוכש להציג לפניו עובדות (כגון באשר לעבר — הרקע העסקי שלו, תוצאות של רכישות קודמות שערך; באשר לעתיד — הצגת קבוצת-הניהול שבידיה הוא מעוניין להפקיד את החברה, הצגת חוזים חתומים עם ספקים וצרכנים) והערכות (כגון, תיאור הערכים הכלכליים החדשים שהוא מתכוון

צריכה להרוויח בשנה הראשונה שלאחר הרכישה 120 ש"ח ($120 = 60 + 60$), ומתוך זה חלקו של המיעוט יהיה 60 ש"ח ($60 = 120 - 60$). אילו לא העסקה, רווחיה השנתיים של החברה היו רק 50 ש"ח ($50 = 1000 \times 5\%$). ולכן חלקו של המיעוט ברווחים אלו היה רק 25 ש"ח ($25 = 50 \times 0.5$). לפיכך, עצם העברת השליטה לידי המשתמש היעיל הטיבה עם המיעוט כ-35 ש"ח ($35 = 60 - 25$). העובדה שהמיעוט הסכים להשקיע בחברה גם בעת שנשלטה על-ידי הבעלים הקודם מלמדת ששער הריבית האלטרנטיבית המקסימלי של המיעוט הוא 5% (שיעור התשואה על ההשקעה טרם העסקה). העברת השליטה שיפרה את מצבם משום שבעקבותיה הם קיבלו חזרו משופר של 12% על השקעתם בחברה ($0.12 = 60 + 500$) — חזרו משום השקעה אחרת לא היתה יכולה לתת להם. נקל לראות שלאחר חלוף תקופת-זמן לא ארוכה השקעתו של המיעוט בחברה היעילה תצמיח לו רווחים העולים אף על הפרמיה שקיבלו מוכרי השליטה בעת עשיית העסקה.

121 ראה לעיל, הערה 120.

122 ניתן להניח, שכלל שדבוקת השליטה הנמכרת גדולה יותר, כך גם מתעצם כוח המיקוח של המיעוט. אם, למשל, בדבוקת-השליטה הנמכרת 90% ממניות החברה, כוח הווטו על ביצוע העסקה יהיה מסור לבעלים של כ-5% מהמניות. עמדה זו תאפשר למיעוט לסחוט חלק גדול של הפרמיה, יחסית להתזקתו בחברה. כמובן, כוח הסחיטה של המיעוט איננו חסר-גבולות, ולכן מיעוט רציונלי ימנע מלדרוש סכומים שיהפכו את העסקה היעילה לבלתי-אפשרית. עם זאת, יכולתו של המיעוט להשיג יתרונות בלתי-פרופורציוניים מעוררות שאלות של הגינות המחייבות חשיבה נוספת לשכלול ההסדר המוצע. כך, למשל, ניתן לבחון אפשרות של קביעה נורמטיבית שלפיה המיעוט לא יהיה זכאי לקבל, תמורת הסכמתו לעסקה, נתח מהפרמיה כשיעור העולה על חלקו היחסי במניות החברה.

ליצור והדרך לו המיעוט יתקשה כמה אלטרנטיב שמא העברת ה תועיל עם החבו כך, המיעוט יכו שחלק כלשהו (במצב של א של כלל ההזדנ בו כדי להקטין מטיל מס על הו מצרפית¹²³. סכי וחסרונות משום בהתאם להערכו שנאתו), את תו ההתנאה של ה למכור את כל מ בעל-מניה את ה היינו: הכלל מו העסקי הנראה ב כמובן, גם ל. אם רבים מדי ביטול העסקה ע ביטולה של רכי מידת החשדנות השווה למנוע ער מצביע למעשה ה השתלטות לא להישאר מושקע ולייעל את החבר ככל שמספר גדו המניות שתימכה יתרונות חד-צדד לרוכש, כך גם ו היינו: קיים קשו תוצאותיה מנקוד

123 ראה לעיל, פרק

124 הרוכש עלול לה

92-88

125 מאזר שטיעון זו

ליצור והדרך להשגתם) הרלבנטיות לשם בדיקת יעילותו היחסית. אם למרות האמור, המיעוט יתקשה להגיע למסקנה ברורה בדבר מניעי הרכישה, הוא יכול לבחור בין כמה אלטרנטיבות: כמובן, המיעוט יכול לדחות את העסקה, ובכך להימנע מהסיכון שמא העברת השליטה תפגע בחברה, אך גם לאבד את הסיכוי שהעברת השליטה תועיל עם החברה; או לאשר אותה ובכך לקחת את הסיכון ואת הסיכוי. נוסף על כך, המיעוט יכול לבחור בדרך-ביניים: הוא עשוי לאשר את העסקה בכפיפות לכך שחלק כלשהו (שווינוי או בלתי-שווינוי) של הפרמיה יועבר לידיו.

במצב של אי-ודאות עשוי המיעוט לאשר את העסקה תוך התנאתה בהחלתו של כלל ההזדמנות השווה. כפי שראינו לעיל, יתרונו של הכלל הוא בכך שיש בו כדי להקטין את הסיכון שמטרת הרכישה היא בזוזה, וחסרונו הוא בכך שהוא מטיל מס על העסקה ולכן הוא עלול למנוע את קיומן של עסקאות יעילות מבחינה מצרפית¹²³. סביר להניח, שרוב בעלי מניות-המיעוט יעדיפו צירוף זה של יתרונות וחסרונות משום שהבחירה בכלל תאפשר לכל אחד מיחירי המיעוט לקבוע לעצמו, בהתאם להערכותיו האישיות ובהתאם ליחסו הכללי לסיכון (העדפת סיכון או שנאתו), את תגובתו לעסקה. עצם ההחלטה של רוב בעלי מניות-המיעוט בעד ההתנאה של העסקה בקיומו של כלל הזדמנות שווה אינו מחייב את מי מהם למכור את כל מניותיהם (או חלקם) לרוכש השליטה, אלא שהיא פותחת לפני כל בעל-מניה את האופציה לקבוע בעצמו את רמת הסיכון שהוא מוכן לקחת על עצמו. היינו: הכלל מעניק גמישות החלטה לכל בעל-מניה לתפור לעצמו את הפתרון העסקי הנראה בעיניו והמתאים לצרכיו המיוחדים.

כמובן, גם לגמישות ההחלטה של בעלי-המניות האינדבידואליים יש גבולות: אם רבים מדי יבחרו בניצול ההזדמנות, עלול הרוכש לסגת מהצעתו. לעתים ביטול העסקה עלול לפגוע ביעילות הכלכלית¹²⁴, אולם בדרך-כלל אין להצטער על ביטולה של רכישה עקב עודף היצע של מניות למכירה, שכן קיים קשר חיובי בין מידת החשדנות של המיעוט לגבי כוונות הרוכש לבין הסיכוי של כלל ההזדמנות השווה למנוע עריכת רכישה בלתי-יעילה. בעל-מניה, המעדיף את מימוש ההשקעה, מצביע למעשה אי-אמון ברוכש, מאחר שבחירתו מלמדת שלדעתו ערך המניה לאחר ההשתלטות לא יעלה על הערך המוצע בעסקה. לעומת זאת, בעל-מניה המעוניין להישאר מושקע בחברה, עושה זאת משום שהוא מעריך כי כוונות הרוכש הן לשפר ולייעל את החברה כך שערך המניות בעתיד יעלה על הערך המוצע בעסקה. לפיכך, ככל שמספר גדול יותר של בעלי-מניות יחשוד בכוונות הרוכש, כך גם ייגדל מספר המניות שתימכרנה בעסקה, וממילא ייקטן התמריץ של רוכש שכוונתו היא יצירת יתרונות חד-צדדיים. וההיפך, ככל שחלק גדול יותר מבעלי-המניות ירכשו אמון לרוכש, כך גם תקטן עלות המס שתוטל על העסקה וייגדלו סיכוייה להתממש. היינו: קיים קשר חיובי בין שיקול-דעתם העסקי של בעלי-המניות בעסקה לבין תוצאותיה מנקודת-ראות אופטימלית¹²⁵.

123 ראה לעיל, פרק ד (ב).

124 הרוכש עלול לחזור בו, אף אם הוא רוכש יעיל, מהסיבות שפורטו לעיל. ראה הטקסט לעיל, ליד הערות 92-88.

125 מאחר שטיעון זה יכול להועיל גם כתשובה לביקורת שהושמעה על טיעונו של Andrews, יש להבהיר

3. המיעוט כמכריע אופטימלי

התליית קיומה של העסקה באישורו של המיעוט נושאת בחובה יתרון כלכלי ברור: בכל המצבים שתוארו, האינטרס האישי של המיעוט זהה לאינטרס של החברה, ולכן ניתן להניח שהחלטתו של המיעוט בדבר אישור העסקה או דחייתה תביא גם לאופטימיזציה של האינטרס המצרפי. כפי שראינו לעיל, כשל השוק שרכישה פרטית עלולה להיות נגועה בו נובע מהעובדה שהמיעוט, המושפע מתוצאות העסקה, איננו צד לה, ולכן איננו יכול למנוע פגיעה ברווחתו האישית (בעיית ההגיונות) ואיננו יכול למנוע פגיעה ברווחה המצרפית (בעיית היעילות). ההסדר המוצע מתקן זאת בכך, שהוא מחזיר את המיעוט לזירת העסקה באופן המאפשר למיעוט להגן על האינטרסים שלו, וממילא — גם על הרווחה המצרפית¹²⁶.

רעיון זה איננו זר לדרך החשיבה הכללית המאפיינת את כללי ההכרעה המקובלים בדיני-החברות. האורגן המחליט בדבר הנושאים המרכזיים בחייה של חברה הוא האסיפה הכללית של בעלי-המניות בחברה. דיני-החברות מעניקים לבעלי-המניות את יכולת ההכרעה מתוך הערכה, שדווקא הם — ולא, למשל, הנושים, העובדים, המנהלים או הצרכנים — עתידים לקבל את ההחלטות הנכונות ביותר "אובייקטיבית" עבור החברה. בעלי-המניות נבדלים מכל שאר המעורבים בחיי החברה בכך שהם בעלי הזכות השיוויונית לרווחי החברה, ואילו כל השאר הם בעלי זכויות חוזיות מוגדרות כלפי החברה. בעלי-המניות, כבעלי זכות שיוויונית, רגישים לרווחת החברה יותר מאחרים, האינטרס האישי שלהם הוא הקרוב ביותר

מהי העדיפות של ההסדר המוצע — מתן כוח וטו למיעוט על-פני ההסדר של Andrews — מתן הזדמנות שווה? על-פי ההסדר המוצע, הפנייה לכלל של הזדמנות שווה איננה אוטומטית, אלא מוגבלת רק למקרים שבהם רוב המיעוט בחר בכך. רוכש שבכוונתו ליצור יתרונות כלכליים לחברה, אך החפץ אך ורק ברכישת שליטה בלתי-מלאה בחברה (עקב חוסר במומנים, רצון לכוד את השקעותיו וכו'), ישחול לשכנע את המיעוט בטיב כוונותיו כדי שהמיעוט לא יתנה את העסקה במתן הזדמנות שווה. על-פי הכלל המוצע, מסתבר כי רק במקרים שרוב בעלי מניות-המיעוט לא ישתכנעו, למרות ניסיונות השכנוע של הרוכש, לגבי טיב כוונותיו (או לגבי יכולתו) של הרוכש, יוחל כלל ההזדמנות השווה. מנגד, על-פי הכלל של Andrews, כל בעל-מניה זכאי להזדמנות השווה מלכתחילה ולכן ייתכן כי על-אף שהרוב מקרב המיעוט סובר שהעסקה יעילה (ואיננו מעוניין למכור את מניותיו), העסקה לא תתממש בגלל רצונם של מיעוט בעלי-המניות מקרב המיעוט למכור את מניותיהם במחיר פרמיה. כמו-כן, בעוד שההסדר של Andrews מעמיד את כל אחד מבעלי מניות-המיעוט בפני בחירה אישית (האם למכור ולנצל את הזדמנות) בלא שיוכל לתאם עמדות עם שאר בעלי-המניות, ההסדר המוצע מאפשר לבעלי מניות-המיעוט להתכנס ולדון יחדיו בהשלכותיה של העברת השליטה על החברה. היכולת לגבש עמדה כקבוצה עשויה לקדם ולייעל את תהליך קבלת ההחלטות של המיעוט כקולקטיב: היא תשפר את יכולתו להשיג, לנתח ולהעריך מידע רלבנטי; היא תשחרר את הלחץ הפסיכולוגי המופעל על כל בעל-מניה יחיד שהחייב להכריע בדבר השלכות העסקה על השקעתו בחברה; היא תקטין את היקף ההצבעות האסטרטגיות של בעלי-המניות, ובכך תמנע קבלת החלטות מעוותות (ראה הדיון להלן, בפרק 5) ועוד.

126 כפי שהוסבר לעיל, תאורת הסחיטה של המיעוט לא תפגע ברווחה המצרפית משום שהאינטרס האישי של המיעוט הוא שעסקה יעילה תחבצע ועסקה בלתי-יעילה תימנע. סחיטה מוצלחת של המיעוט תפגע ברווחה האישית של הצדדים לעסקה (המוכר ו/או הרוכש), אך לא ברווחה המצרפית.

משפטים כ"ג תשנ"ד
לאינטרס של הח
באופן דומה, בו
בעל-השליטה ור
להשלכות שלה
הבורר הטוב ביו
ההכרעה הסופיה

4. כלליות החו

הכללים המטפל
בפרמיה, קובעני
חלוקת חלק מהי
על הצדדים לעס
ואילו הכלל של
נתח מההתמורה ו
ידיו מכל התערו
ממליצים על אי
את דרך קבלת ה
מתערבת בחופט
לקבל הסכמה ל
רך והיקפו מצו
מלהכתיב למעו

זאת ועוד: ד
העסקאות בלא
עסקה ועסקה.
של הפרמיה אינ
ההסדר המוצע,
את האינטרס הק
המיעוט יקבע או
בה על-פי הערכ
ההסדר המוצע ו
ללא כפייתו של
העסקה.

127 ראה פרוקציה,
משפטים כב (ח)
128 לכאורה, ניתן לו
לעיל, בפרק 3 ג
צריכים לקבוע
תוצאות ההסדר
להעביר לידיו א

לאינטרס של החברה ולכן הם אלו המוכשרים יותר לקבל החלטות עבור החברה¹²⁷. באופן דומה, בעסקה לרכישה פרטית של שליטה, בעלי מניות המיעוט — ולא בעל השליטה ורוכש השליטה — הם אלו שהנגיעה היחידה שלהם בעסקה קשורה להשלכות שלה על היתרונות שיופקו עבור החברה עצמה. לפיכך, המיעוט הוא הבורר הטוב ביותר של עסקאות יעילות בשליטה ולכן ראוי שהדין יפקיד בידי את ההכרעה הסופית בדבר קיום העסקה ותנאיה¹²⁸.

4. כלליות ההסדר המוצע וגמישותו

הכללים המטפלים בעסקה של רכישת שליטה, באמצעות טיפול בשאלת הבעלות בפרמיה, קובעים הסדר פיננסי מהותי וספציפי היורד לפרטי העסקה וקובע את דרך חלוקת חלק מהיתרונות הכלכליים הנוצרים בעסקה. כלל של חלוקה שוויונית מטיל על הצדדים לעסקה את החובה לשלם מס לצדדים שלישיים (החברה או המיעוט), ואילו הכלל של חלוקה בלתי-שוויונית מונע מצדדים שלישיים את היכולת לדרוש נתח מהתמורה המועברת בעסקה. לעומת זאת, ההסדר המוצע על-ידנו מושך את ידיו מכל התערבות נורמטיבית הכופה תנאים פיננסיים כלשהם על הצדדים. אנו ממליצים על אימוצה של נורמת מסגרת כללית בעלת אופי פרוצדורלי אשר תסדיר את דרך קבלת ההחלטות לגבי העסקה, ולא את תוכןן של ההחלטות. אמנם, הצעתנו מתערבת בתופש החוזים של הצדדים לעסקה, כאשר היא כופה עליהם את הצורך לקבל הסכמה לביצוע העסקה מצדדים שלישיים; אולם אופיו של פטרנליזם זה רך והיקפו מצומצם יחסית לאופיים של ההסדרים המתחרים, כאשר הוא נמנע מלהכתיב למעורבים בעסקה את תוצאתה הכלכלית.

זאת ועוד: ההסדרים המתחרים גורסים החלה של כלל קשיח ואחיד על כל העסקאות בלא הבחנה בין נסיבות עובדתיות אלו ואחרות העשויות ליחד כל עסקה ועסקה. עקב כך, כפי שראינו לעיל, הכללים המטפלים בשאלת החלוקה של הפרמיה אינם מצליחים להביא לתוצאות רצויות בחלק מהמקרים. לעומת זאת, ההסדר המוצע, בהיותו הסדר מסגרת, מאפשר לצדדים לעסקה ולמיעוט המייצג את האינטרס המצרפי לגבש את תנאי הרכישה בכל מקרה ומקרה על-פי נסיבותיו. המיעוט יקבע את החלטתו כאשר לאישור העסקה ובאשר ליעוד התמורה המועברת בה על-פי הערכתו את מניעי העסקה ואת תרומתה לאינטרס של החברה. גמישות ההסדר המוצע תאפשר למעורבים בעסקה להגיע לכל תוצאה פיננסית הנראית להם ללא כפייתו של סד נורמטיבי ספציפי, אשר איננו רגיש למאפייניה הייחודיים של העסקה.

127 ראה פרוקצ'יה, "הבעלות על הפירמה וסייגיה — נושים, עובדים, אלמנות ויתומים ביני-החברות" משפטים כב (תשנ"ג) 301, 304-305.

128 לכאורה, ניתן לטעון, שמתן כוח ההכרעה למיעוט פוגע בזכות הקניינית של בעל-השליטה ברכושו. הדין לעיל, בפרק ג (א) ואצל שטרן (לעיל, הערה 66), מבהיר את חוסר תקפותו של טיעון זה: דיני-החברות צריכים לקבוע הסדרים בדבר טיב הזכויות הנלוות למניה (או לשליטה) בהתאם לבחינה עניינית של תוצאות ההסדר. משנוכחנו כי המיעוט הוא המכריע האופטימלי בעסקה, ברור שמכחינה-עניינית רצוי להעביר לידי את כוח ההכרעה בעסקה.

5. איכות ההחלטות של המיעוט

ראינו לעיל, שלמיעוט יש פוטנציאל להיות המכריע האופטימלי לגבי טיב הרכישה עקב זהות האינטרסים שבינו לבין החברה. ברם, בקיומו של הפוטנציאל לא סגי, שכן נדרשת גם היכולת לממשו. הספרות המשפטית מעלה ספקות רבים לגבי טיב תפקודם של בעלי-מניות בתהליך קבלת ההחלטות בחברה הציבורית. הסיבות העקרוניות לכך הן פיזורם של בעלי-המניות (המקשה על פעולתם כקבוצה)¹²⁹ ושליטתם המועשית של נושאי המשרה בחברה בציבור בעלי-המניות (ההופכת לעתים את ציבור המשקיעים לחותמת גומי של רצון ההנהלה)¹³⁰.

מבחינה מעשית, בעלי-המניות אינם מוכשרים לתפקד כמקבלי החלטות עסקיות או כגורם המאשר החלטות עסקיות של אחרים בכמה מישורים: ראשית, הם לוקים באדישות רציונלית אשר כעטיה הם נמנעים מלהשתמש בסמכות ההכרעה המסורה להם¹³¹. שנית, גם כאשר בעלי-המניות ניאוחים להתנער מאדישותם ולהפעיל את סמכות ההכרעה המסורה להם, הם עלולים לקבל החלטות בלתי-מושכלות עקב כשלי המידע המאפיינים את מעמדם בחברה: למשקיעים בחברה ציבורית אין מקורות עצמאיים להשגת מידע ואין להם היכולת לנתח מידע המגיע אליהם ולכן הם נשענים בעניינים אלו על נושאי המשרה בחברה, למרות קיומם של ניגודי אינטרסים בין שתי הקבוצות. שלישית, גם כאשר מתגברים בעלי-המניות על כשלי המידע השונים, הם עלולים לעתים להגיע להכרעה תת-אופטימלית (אישית ומצרפית) משום שהצבעותיהם השופות לאילוצים וללחצים הגורמים לעיוות החלטתם¹³². כך, למשל, בעל-מניה עלול להצביע אסטרטגית — היינו: תוך התחשבות בתוצאות ההצבעה של שאר המשקיעים בחברה על רווחתו האישית — באופן הנוגד את ההכרעה שהיה מקבל לו היה העניין מסור לשיקול דעתו הבלעדית¹³³.

טענות אלו הן כבדות-משקל ומחייבות התייחסות רצינית בהקשר רחב התורג ממסגרת דינונו. הפקפוק באיכות קבלת ההחלטות בפורום של בעלי-המניות צריך

משפטים כ"ג ח
היה לעורר ס
ההחלטות בו
מקום מרכזי
והכלכלית ש
ער להן, מלק
פעולתם של
בעלי-המניות
של הצעת רכ
תידרש לקבל
שהספק בדכו
מלהסתמך עי
יתרה מזו:
את איכות הו
לבעיית איסו
שלפיה יהיה
מצבה של ה
תוכניותיו הא
אשר תכלול
השוקלים את
החובה לפרס
אשר לבעי
לשכור, על ז
יעריכו את טי
להיעזר בחבו
דירקטורים מו
בהצלחה, יאנ
אישית גבוהה
ולהתערב בה
נוסף על
אסטרטגית או
מניות-המיעוט
של כל אחד מ
הפרטי. הניצע

129 ראה, למשל, Brudney & Chirelstein, *supra* note 43, at p. 300.
130 ראה, למשל, Eisenberg, "The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decision Making" 57 *Cal. L. Rev.* 1 (1969).
131 בעלי-המניות יימנעו מלהתאמץ לשם קבלת הכרעה יעילה משום שעלות הבריקה של השאלה הנדונה עבור בעל-המניה (איסוף כל המידע הרלבנטי, עיבודו וההצבעה בפועל) עלולה להיות גבוהה יותר מהיתרונות שההכרעה היעילה תפיק עבור אותו בעל-מניה (בהיחוס משקיע זעיר בחברה). לפיכך שיקולים רציונליים ידריכו את בעל המניה להתנהג כטרמפיסט (free-rider) ולהניח לאחרים להתאמץ עבורו. לניתוח כללי של תופעה זו ראה Olson, *The Logic of Collective Action* (1982) 27-28. לנתונים המוכיחים אדישות קיצונית של המשקיעים מן הציבור בחברות הנסחרות בבורסה בתל-אביב ראה רביד, "השתתפות הציבור באסיפות כלליות" החודש בבורסה (אוקטובר 1991) 7-8.
132 לניתוח של מערך לחצים המופעל על בעלי-המניות הניצעים בהצעות רכש ראה Bebachuk, "The Pressure to Tender — An Analysis and a Proposed Remedy" 12 *The Delaware J. of Corporate Law* (1987) 911. לניתוח דומה בקשר לאיסוף מניות ראה שטרן, (לעיל, הערה 15) 441.
לדין כללי ראה Levmore, "Monitors and Free Riders in Commercial and Corporate Settings" 92 *Yale L. J.* 49 (1982).
133 חוסר-היכולת של המשקיעים לתאם עמדות דוחקת אותם למצב המכונה "דילמת האסיר", שבו המחליט נאלץ לקבל הכרעה שהוא עצמו מעריך אותה כתת-אופטימלית. לתיאור מצב זה ראה Samuelson, *Economics* (8th ed., 1970) 482-483.

134 ראה למשל,
135 התיקון קובע לנושאי המט של האסיפה התיקון קובע משרה שאינו ראה בבצוק



אליו משום חששו ששאר בעלי-המניות, שעמם אין הוא יכול לתאם עמדות, ימכרו את מניותיהם והוא יישאר בעמדת-מיעוט נחותה החשופה, למשל, למיזוג חלוט משלים¹³⁷ במחיר נמוך יותר ממחיר ההצעה. ברם, ברכישה פרטית של שליטה בעלי מניות-המיעוט אינם מתבקשים לקבל החלטה לגבי מניותיהם-שלהם ולכן הם חופשיים לנתח את יעילותה של העסקה לגופו של עניין. יתרה מזו: הפנייה לבעלי מניות-המיעוט לא נעשית באופן אישי אלא במסגרת האסיפה הכללית, כך שנשמרת להם ההזדמנות לתאם עמדות ולקבל החלטות נקיות מעיוות. לבסוף, כדי למנוע דינמיקה של סחטנות פנימית בין הקבוצות השונות שהמיעוט מורכב מהן, מוצע לקבוע נורמה של שוויון בטיפול כלפי המיעוט. כל הסכמה שתתקבל על דעת האסיפה הכללית של המיעוט תחול באורח שווה על כל בעלי-המניות מקרב המיעוט.

6. עלות ההסדר המוצע

אנו ערים לכך, שהצעתנו תסרב את תהליך הרכישה ותתפית את הוצאות העסקה, אולם נראה לנו שהיתרונות שיצמחו מההסדר יעלו על חסרונותיו. ראשית, ההסדר יגרום לדחיית ביצוע העסקה ולפרסום תנאיה ברבים. מנקודת-הראות של החברה יש בכך יתרון, משום שהדבר יאפשר לכוחות השוק להעריך את טיב העסקה הנדונה, ובמקרה המתאים להציע הצעות טובות יותר אשר תבטחנה¹³⁸ כי בסופו של ההליך תועבר השליטה לידי המשתמש האופטימלי בה¹³⁹. שנית, ההסדר המוצע אכן יגדיל

137 לתיאורה של עסקה זו ראה שטרן (לעיל, הערה 1) 97-98.
 138 יש הגורסים, כי דווקא עריכתו של מכרז תביא לפגיעה ביעילות משום שהיא תפגע ברצונם של הסוחרים בשוק לחפש חברות ראויות לרכישה. המכרז — כך נטען — איננו מתגמל את מי שחשף את המטרה, משום שזכיותו אינה מובטחת, ולכן הסוחרים ישקיעו פחות מדי בחיפוש אחרי מטרות. ראה Easterbrook 1 (1982) *L. Rev.*
 דוחים טוען זה, בין היתר משום שהם מזהים דרכים לתגמול נאות של המתפשט גם תחת כלל של מכרז ומשום שהם סבורים שללא מכרז יתקיים תמריץ גדול מדי לחיפוש אחרי מטרות. ראה Bebchuk "The Case for Facilitating Competing Tender Offers — A Reply and Extension", 35 *Stan. L. Rev.* (1982) 25; Gilson, "Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense" 35 *Stan. L. Rev.* (1982) 51.

139 לכאורה יתרון זה חסר-משמעות משום שגם למוכר השליטה (ולא רק לבעלי מניות-המיעוט) יש אינטרס להבטיח את פעולתם של כוחות השוק כדי שיוכל להפיק עבור עצמו את התמורה המקסימלית עבור השליטה. יתרה מזו: יכולתו של בעל-השליטה להבטיח את פעולתם של כוחות השוק עדיפה על עמדתם של בעלי-המניות, משום שהוא (בניגוד לבעלי-המניות) חופשי מלחצים העלולים לעוות את ההליך קבלת ההחלטות שלו. ראה Bebchuk, "The Sole Owner Standard for Takeover Policy" 17 *J. of Legal Studies* (1988) 197, at p. 217. אף-על-פי כן, אנו סבורים שיש תועלת ממשית בהבטחת היכולת של בעלי-המניות — נוסף על היכולת של בעל-השליטה — לגרום לבחינת העסקה בשוק השליטה משום שהתכלית שעושים השניים בכוחות התחרותיים של שוק השליטה שונה: בעל-השליטה מעוניין בפעולת הכוחות התחרותיים בשוק אך ורק כדי להשיא את התמורה בעסקה, ואילו בעלי-המניות מעוניינים בפעולתם של כוחות השוק כדי לברור את המשתמש האופטימלי בשליטה. לפיכך, כאשר בעל-השליטה מנהל את המכרז על קניית השליטה בחברה, ייתכן שהזוכה במקרז יהיה משתמש בלתי יעיל בשליטה המוכן לשלם את הסכום המקסימלי משום יכולתו העדיפה להפיק מהשליטה יתרונות הר-צדדיים. הצעתנו תעמיד את תוצאות המכרז שניהל בעל-השליטה בבחינה נוספת של כוחות השוק, כאשר הפעם מנהל-המכרז הוא המיעוט המעוניין להבטיח שהזוכה במקרז יהיה המשתמש העדיף בשליטה.

במידה מסוימו באופן מוחלט (ציבוריות), נהו עסקאות יעילות חובת הגילוי ו מצרפית, באשו הנלווים אפשו של העסקה א לחלופין, אם ב אדישות רציונל לא היו יכולים בלתי-יעילות ו מהמקובץ ע המינימלית הנו להתערבות זו: החלטות המקד

1. ייחודה שי

הספרות המשפ הרכישה מופני יעילות (מנקודו לעסקה) מתמק אחד מיחידה: (הצעת רכש) א סטנדרטים שעל ברם, המתדייני

140 המלומד Bebchuk הסטנדרט של e המאמרים הקח תחבצע אם, זו המתווקים ברו החברה. מנגד, ponding to a (1981) 1161 *Legal Studies* 165 (1988). ל השוק של מניו

במידה מסוימת את הוצאות העסקה, אולם מאחר שעלות כינוס האסיפה היא קטנה באופן מוחלט (בחברות פרטיות) או באופן יחסי בהשוואה לערך העסקה (בחברות ציבוריות), נראה לנו שאין לחשוש שמא העלות הנוספת תגרום לאי-מימוש של עסקאות יעילות. זאת ועוד: גם העלות הנוספת שתיגרם עקב ההסדרים הנלווים (קרי: חובת הגילוי וקבלת שירותים של מומחים בלתי-לויים) מוצדקת מנקודת-ראות מצרפית, באשר היא נמוכה בהשוואה לעלותה של האלטרנטיבה: אילולא ההסדרים הנלווים אפשר שבעלי-המניות היו עורכים, כל אחד בפני עצמו, בדיקות נפרדות של העסקה אשר היו כרוכות בכזבוז משאבים גדול עקב הישנותה של הבדיקה. לחלופין, אם בעלי-המניות היו נמנעים מהבדיקה העצמאית של הרכישה ומפתחים אדישות רציונלית כלפי תוצאות ההצבעה, עלות החלטתם היתה גבוהה, כאשר הם לא היו יכולים להעריך מראש את טיב העסקה ולכן היו עלולים לאשר עסקאות בלתי-יעילות ולדחות עסקאות יעילות.

מהמקובץ עולה, שמתן זכות ההצבעה למיעוט היא ההתערבות הפטרנליסטית המינימלית הנדרשת לשם טיפול בכשל השוק הנוצר במקרה של רכישה פרטית. להתערבות זו אופי מסגרותי וגמיש, הנוטה להוביל את המעורבים בעסקה לקבלת החלטות המקדמות יעדים של הגינות תאגידית ויעילות כלכלית מצרפית.

2. רכישה פרטית והתפריט הכולל של הטכניקות המשפטיות לרכישת חברה

1. ייחודה של הרכישה הפרטית

הספרות המשפטית עוסקת רבות בניתוח עסקאות לרכישת שליטה, שבהן הצעת הרכישה מופנית לכלל ציבור בעלי-המניות בחברת-המטרה. הניתוח של שיקולי יעילות (מנקודת-ראות משקית) ושל שיקולי הגינות (מנקודת-ראות של הצדדים לעסקה) מתמקד סביב הבעייתיות הנובעת מכך שהניצעים הם קבוצה אשר כל אחד מיחידיה צריך לקבל החלטה עצמאית לגבי ההצעה המופנית ישירות אליו (הצעת רכש) או לחברה (מיווג). לפיכך, העלו המלומדים הצעות שונות לקביעת סטנדרטים שעל-פיהם ייקבעו ההסדרים הנורמטיביים הראויים לעסקאות הללו¹⁴⁰. ברם, המתדיינים קובעים במפורש שניתוחיהם והצעותיהם אינם מתייחסים לרכישת

140 המלומד Bebchuk, בסדרה של שבעה מאמרים, פיתח ויישם את הסטנדרט של Sole Owner, המכונה גם הסטנדרט של Undistorted Choice, ראה המאמר האחרון בסדרה 139 *supra* Bebchuk; ורשימת המאמרים הקודמים המופיעה בהערה 1 שם. על-פי סטנדרט זה, רצוי שעסקה לרכישת שליטה בחברה תתבצע אם, ואך ורק אם, בעלי-המניות בחברת-המטרה (או, במקרה של חילוקי-דעות, בעלי-מניות המתזקקים ברוב המניות של החברה) מעריכים שהחמורה המוצעת בעסקה גבוהה מערכה הנוכחי של החברה. מנגד, המלומדים Easterbrook, Fischel ו-Schwartz מציעים את Market Standard, ראה Easterbrook & Fischel, "The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer" 94 *Harv. L. Rev.* (1981) 1161; ; 138 *supra* note; Schwartz, "The Fairness of Tender Offers Prices in Utilitarian Theory", 17 *J. Legal Studies* 165 (1988). לפי סטנדרט זה, השליטה בחברה תירכש אם, ואך ורק אם, מחיר הרכישה עולה על ערך השוק של מניות-המטרה ערב הרכישה.

שליטה בעסקה פרטית¹⁴¹. לדעתם, מאחר שברכישה פרטית הניצע הוא יחיד שאיננו חלק מקבוצה, כוח ההכרעה אם לקבל או לדחות את ההצעה המופנית אליו לרכישה השליטה מסודר בלבדית בידי. מאחר שחזקה על המוכר שלא ימכור את הנכס אלא-אם-כן יקבל את התמורה הגבוהה ביותר שניתן לקבל בשוק, ניתן להניח שהעסקה שתבצע לבסוף תהיה יעילה¹⁴².

הדיון לעיל חולק על חזקת היעילות של העסקה, וממנו נובע שיש מקום להתערבות נורמטיבית גם בהקשר של רכישה פרטית. אכן, אין להכחיש קיומו של הבדל מרכזי אחד בין הצעות רכש ומיזוגים, מחד גיסא, לבין רכישה פרטית, מאידך גיסא: בהצעת רכש ריבוי הניצעים עלול לגרום להתפתחותן של דינמיקות שתפעלנה לחצים על הניצעים ותגרומונה לעיוות תהליך קבלת ההחלטות של בעלי-המניות (distorted choice), כך שהצעות רכישה תת-אופטימליות תיעננה בחיוב. חשש זה איננו קיים ברכישה פרטית, משום שהצעת הרכישה מופנית רק לבעל-השליטה, ובידו הבחירה המלאה לעצב את תגובתו כרצונו בלא שיופעל עליו לחץ העלול לעוות את בחירתו. ברם, ניתוחנו לעיל הוכיח כי דווקא העובדה שההצעה לרכישה פרטית מופנית אך ורק לבעל-השליטה עלולה לעורר חשש מסוג אחר של פגיעה ביעילות העסקה. האינטרס של מוכר השליטה איננו זהה לאינטרס המצרפי ולכן הוא עלול להיענות להצעת רכישה של המרבה במחיר, אף אם הקונה איננו המשתמש האופטימלי בשליטה (אלא בכוונתו לנצל את השליטה לשם יצירת יתרונות חד-צדדיים). היינו: העובדה שהמוכר יכול לבחור ללא עיוות את הקונה המציע לו מחיר אופטימלי איננה מבטיחה את היעילות המצרפית של העסקה, אלא רק את יעילותה הפרטית עבור הצדדים לעסקה.

עולה, אפוא, שבעיות דומות של יעילות מתעוררות לגבי כל הטכניקות לרכישה שליטה, אף כי מקורן שונה: במיזוג ובהצעת רכש החשש הוא כתוצאה משיתופם של כלל בעלי-המניות בקבלת ההחלטה על ביצוע העסקה, ואילו ברכישה פרטית החשש נובע מאי-שיתופם של כלל בעלי-המניות בקבלת ההחלטה על העברת השליטה.

2. השתלבות ההסדר המוצע בדיני-הרכישה הנוהגים

ראייה מבנית של כלל התחום של רכישת חברות מחייבת לטפל בבעייתיות המתעוררת לגבי רכישה פרטית באופן התואם, במידת האפשר, את רוחם של

141 ראה, למשל, Bebhuk, "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers" 98 Harv. L. Rev. (1985) 1693, 1700 n. 189.

142 לדעת Schwartz רכישה פרטית תהיה יעילה גם ללא התערבות סטטוטורית, משום שניצע יחיד אינו נלחץ להיענות בהחלט להצעת רכישה ויש בידו סיפק לבחון את טיבה. כמדי-כן הניצע יביא את פרטי העסקה המוצעת לידיעת השוק ובכך יכין את התנאים להתפתחותו של מכרו על השליטה שבידו. לעומת זאת, הצעת רכישה המופנית לקבוצת בעלי-מניות עלולה להביא לתוצאה בלתי-יעילה, משום שמטבע הדברים הקבוצה תחקשה לגבש עמדה משותפת לגבי העסקה המוצעת ולא תוכל להיעזר בכוחות התחרותיים שבשוק, במיוחד במקרים שבהם המציע משאיר את הצעתו פתוחה לטווח קצר בלבד. ראה, Schwartz, *supra* note 140, at p. 18. לעומתו, Bebhuk, מדגיש כי מאחר שרכישה פרטית מוצעת לניצע יחיד, מובטח שהניצע לא יסבול מסינדרום עיוות הבחירה האופייני לתהליך קבלת ההחלטות של קבוצה ולכן חזקה עליו שיבחר בעסקה המשיאה את רווחיו. ראה Bebhuk, *supra* note 139, at p. 221.

ההסדרים הנה האחרות לרכי ידי המיעוט שיטות-המ שליטה בחברו לביקורתם של דבר קיום העו להגיב ונקבעה קובעות פרוצד ויעילותן של ד מבנה חלוקת ה ההצעה שה זכות ההצבעה להניח כי חבי על כך, התניו של הכוחות ה ידחה את ביצו להגיב. כמו-כן על מכלול הפו לידיעת השוק הפיקוח המבני

שאלת הסדרתו של חוקרים ב בבתי-משפט ב של העסקה, יצ הבהרנו את בסי הטיעונים הראו אשר לפיהם יט של יעילות כלכ באופן מוזר,

143 החקיקה הפדר יבטיח את יכול e), 14 (d)-(e) הרשות לניירות 144 כך, למשל, עסי בחברת-המטרו c. supp. 1986)

רכישה פרטית של שליטה בחברה

הסדרים הנהוגים כיום כשיטות המשפט של המדינות המתועשות באשר לטכניקות האחרות לרכישת שליטה. ההסדר המוצע עלידנו — העברת זכות ההכרעה בעסקה לידי המיעוט — ממלא אחר דרישה זו.

שיטות המשפט נוהגות להסדיר היבטים שונים של הטכניקות המקובלות להעברת שליטה בחברה בכמה אופנים. ראשית, הן שואפות לגרום לחשיפת העסקה המוצעת לביקורתם של כוחות השוק. לשם כך נקבעו הסדרים שמטרתם לדווח לשוק על דבר קיום העסקה, להבטיח שהיא לא תחבצע בחטף בטרם יספיקו כוחות השוק להגיב ונקבעה גם חובת דיווח וגילוי לגבי היבטים שונים של העסקה¹⁴³. שנית, הן קובעות פרוצדורות מדוקדקות שעל-פיהן יש לעשות את העסקה¹⁴⁴; היינו: הוגנות ויעילותן של העסקאות נבחנות על-ידי מערכת פיקוח כפולה של כוחות השוק ושל מבנה חלוקת הסמכויות בחברה (פיקוח סטרוקטורלי).

ההצעה שהועלתה על-ידנו בהקשר לרכישה הפרטית תביא לתוצאה דומה: מתן זכות ההצבעה למיעוט פירושו הפעלה ישירה של מערכת של פיקוח מבני שניתן להניח כי תביא לתוצאות יעילות (שהרי המיעוט הוא מכריע אופטימלי). נוסף על כך, התניית העסקה בקבלת האישור של בעלי-המניות תביא להפעלה עקיפה של הכוחות הפיקוחיים של שוק השליטה. הצורך בקבלת ההסכמה של המיעוט ידחה את ביצוע העסקה ויגרום לפרסומה באופן שיאפשר לשחקנים בשוק השליטה להגיב. כמו-כן, הנורמה המוצעת קובעת שעל הרוכש תוטל החובה לדווח למיעוט על מכלול הפרטים הרלבנטיים לקבלת ההחלטה. המיעוט יוכל להעביר מידע זה לידיעת השוק כדי לעוררו להגיב, וכך יושג הפיקוח המבוקש כתוצר-לוואי של הפיקוח המבני.

ח. סיכום

שאלת הסדרת הנורמטיבית של רכישה פרטית של שליטה העסיקה כמה דורות של חוקרים בתחום דיני-החברות, והיא עומדת במרכזן של התדיינויות רבות בכתמי-משפט בארצות-הברית. ההתייחסות הענפה לנושא, תחת שתבהיר את טיבה של העסקה, יצרה ערפול. כמאמר זה הצגנו את מגוון הטיעונים שהועלו בספרות, בההרנו את בסיסם התיאורטי, בחנו באופן ביקורתי את תקפותם ובררנו מתוכם את הטיעונים הראויים להישמע. תהליך זיקוק זה העלה כי שיקולי המדיניות הראויים, אשר לפיהם יש לברור את ההסדר הרצוי של הסוגייה, מתמקדים בהשגת יעדים של יעילות כלכלית ושל הגינות.

באופן מוזר, ריבוי העמדות המושגיות לגבי טיבה של העסקה לא הקרין על

¹⁴³ החקיקה הפדרלית האמריקנית קבעה שורה ארוכה של נורמות שכוונתן להסדיר הצעות רכש באופן אשר יבטיח את יכולת הפיקוח של השוק על העסקה. ראה באופן כללי #1934 Securities Exchange Act of 1934 (e)-(d), 14 (d)-(e), 13(d). לדין כללי בסעיפים אלו ראה שטרן, (לעיל, הערה 14) 417-418. נוסף על כך, הרשות לניירות-ערך האמריקנית קבעה שורה ארוכה של כללים המחזקים את המגמה האמורה.

¹⁴⁴ כך, למשל, עסקת-מיוג חייבת לקבל את אישורם של הדיירקטוריון ושל רוב מסוים מציבור בעלי-המניות בחברה-המטרה. ראה Del. Code (1984); 12.02, 11.03, Revised Model Business Corp. Act s. 11.03, 12.02 (1984 & supp. 1986). Ann. Title 8 s. 251, 271 (1983 & supp. 1986).

המישור הנורמטיבי. עשרות המלומדים המטפלים בסוגייה, אף שיצאו ממגוון נרחב של נקודות-מוצא, הסכימו ביניהם שנקודת-היחס הגאוטה לטיפול נורמטיבי בעסקה היא השאלה של הקצאת הפרמיה המשולמת עבור השליטה. לכן, את כל העמדות הנורמטיביות שהושמעו בסוגייה ניתן לחלק לשתי אסכולות מרכזיות: האחת סוברת, שיש הצדקה להתערבות נורמטיבית בסוגייה בדרך של כלל של חלוקה שוויונית של הפרמיה; האחרת גורסת שאין מקום להתערבות בשיקול-דעתם של הצדדים לעסקה ולכן היא מצדדת בכלל של חלוקה בלתי-שוויונית. המאמר חשף את קוצר-היד של כל אחת משתי האסכולות הנוהגות בהשגת כל אחד משני יעדי המדיניות המבוקשים, והבהיר שמאמצייהם של כל העוסקים בנושא עדיין לא יישבו את השאלה האם יש צורך בהתערבות נורמטיבית בסוגייה; ואם התשובה חיובית, מהו ההסדר הנורמטיבי הרצוי.

אנו גורסים, שפעולתם של כוחות השוק לגבי עסקאות להעברה פרטית של שליטה עלולה להביא לתוצאות תת-אופטימליות מנקודת-ראות של יעילות כלכלית מצרפית, עקב קיומו של כשל שוק האופייני לעסקאות אלו. הצדדים לעסקה, המעוניינים בהשאת רווחיהם הפרטיים, עלולים לעשות זאת באמצעות החצנה של עלויות העסקה על אחרים. לכן, יש לקבוע הסדר נורמטיבי אשר ימנע קיומן של השפעות חיצוניות, יפנים את עלויות העסקה ובכך יבטיח שהשליטה תועבר אך ורק לידי של משתמש המסוגל להשיא את השימוש בה.

לסיום: המאמר פורץ את מעגלי הטיעון המקובלים ומציע הסדר נורמטיבי אשר עשוי להקטין את ממדיו של כשל השוק באמצעות שימוש בדרך הפיקוח המבני. ההסדר המוצע איננו נוגע ישירות לשאלת ההקצאה של הפרמיה, אלא מעביר לבעלי מניות-המיעוט כוח וטו לאישור העסקה ומאפשר להם להתנות את ביצועה בתנאים הנראים להם. אופי ההתערבות המוצעת רך והיקפה מצומצם, כאשר ההסדר איננו מתערב בתוכנה הכלכלי של העסקה אלא רק בפרוצדורה לעריכתה. ניתוח הדינמיקה של תהליך קבלת ההחלטות האופורטיוניסטי של המיעוט מלמד, שהמיעוט הוא המכריע האופטימלי בעסקה משום שמערכת שיקוליו היא הקרובה ביותר לאינטרס המצרפי. ההסדר המוצע עשוי להגדיל את סיכויי מימושו של העברות שליטה שיש בהן יתרונות כלכליים מצרפיים ולהקטין את סיכויי עריכתן של עסקאות אחרות. מתן כוח הורטו למיעוט איננו ההסדר היחיד האפשרי וייתכן כי ניתן למצוא הסדר טוב הימנו. בחרנו לנתח את השלכותיו רק כדי שישמש דוגמא לאפשרויות הטמונות בהרחבת חזית הדיון הנורמטיבי בסוגייה מעבר לשאלה של הקצאת הפרמיה. בדיקת אפשרויות אלו הוא אתגר של המחקר העתידי בנושא של רכישה פרטית של שליטה בחברה.

מטו
המא
ושט
להג
טרם
המא
פגיו
המט
המב
תום
התו

א. ד
לקיו
משו
ז. ע
הפר