

רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות

מאת

ידידיה צ' שטרן*

א. הקדמה. ב. עמדת המשפט המשווה; 1. אנגליה; (א) איסוף מניות המעניקות יותר מ-30% מכוח ההצבעה; (ב) איסוף מניות המעניקות פחות מ-30% מכוח ההצבעה; 2. ארצות-הברית; (א) ה-Williams Act; (ב) תחולת ה-Williams Act על איסוף מניות; 3. ישראל; (א) הנחיות הבודסה; (ב) חקנות נירות-ערך; (ג) רעדה ברק; 4. סיכום. ג. הצורך בהסדר תחיקתי; 1. שיקולים כלליים להסדרת העברתה של שליטה בעסקה פרטית; (א) שיקולים שבהגיונות תאגידית; (1) חלוקת הפרמיה; (2) שינוי דרמטי בחברה; (3) פיצוי על פגיעה בעבר; (4) פיצוי על פגיעה עתידית; (ב) שיקולים שביעילות כלכלית; (ג) הרלבנטיות למקרה הפרטי של איסוף מניות; 2. שיקולים ספציפיים להסדרת העברתה של שליטה באמצעות איסוף; (א) שיקולים שבהגיונות תאגידית; (1) גיבוש שליטה ראשונית; (2) חוסר-אחדות; (ב) שיקולים שביעילות כלכלית; (1) יעילות באשר למכירת השליטה בחברה; (2) יעילות באשר למכירת מניות החברה; 3. שיקולים מבניים הנגזרים מראייה כוללת של דרכי ההשתלטות; (א) שיקולים שבהגיונות תאגידית; (1) תנאים מהותיים; (2) תנאים פרוצדורליים; (ב) שיקולים שביעילות כלכלית; (1) יעילות במכירת השליטה בחברה; (2) יעילות במכירת מניות החברה; ד. בחינת ההסדרים האפשריים; 1. הצעת-רכש כפויה; (א) הגיונות תאגידית; (1) החליית ההגנה על המיעוט בחובה להפסיק את ההשקעה בחברה; (2) מחיר הצעת-הרכש — המודעות להעברת השליטה; א. רכישה פרטית של רכוש שליטה ואיסוף; ב. הצעת-רכש ואיסוף; (3) מחיר הצעת-הרכש — אי-כראיות ההצעה; (ב) יעילות כלכלית; (1) היעדרו של משא-ומתן על השליטה; (2) עיוות לגבי מחיר המניה; 2. איסור כללי על רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות; (א) ההסדר המוצע; (ב) דרך פעולת ההסדר המוצע; (1) הרחעה; (2) יעילות כלכלית; (3) הגיונות תאגידית; (ג) הרחבת ההסדר המוצע; (ד) הגמשת ההסדר המוצע; (1) מקרים חריגים; (2) התניה על ההסדר; (ה) היחס בין ההסדר המוצע לבין התפריט הכולל של הדרכים לרכישת שליטה; (1) האיסוף — דרך רכישה נחותה; (2) האיסוף — דרך רכישה מיותרת. ה. סיכום.

א. הקדמה

רכישת שליטה בחברה¹ יכול שתהא מושגת באמצעות טכניקות מיוחדות שהדין פיתח לשם עריכת עסקאות אשר מטרתן העברת השליטה בחברה — כגון טכניקת המיזוג או הצעת-הרכש — ויכול שתתממש ללא שימוש בטכניקות רכישה

* מרצה בכיר, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן.
1 הגדרתו של המונח "שליטה" מהווה אתגר ששיטות-המשפט השונות, כמו גם המחוקקים של חוקים שונים באותה שיטת-משפט, מתמודדים עמו בדרכים מגוונות. לצורך הדין כאן אנו ניהים את "שליטה" לפי שבעלותו כמות של מניות אשר זכויות-ההצבעה הצמודות אליהן מאפשרות לו להכתיב לחברה את שיקול-דעתו המסחרי באשר להחלטות המרכזיות בחייה של החברה.

מיוחדות, אלא בדרך של עריכת עסקאות חוזיות רגילות לקניית מניות החברה מידי בעליהן. באפשרות השנייה, הפשוטה יותר, לרכישת שליטה בחברה, יש להבחין בין שני מקרים: האחד, רכישת שליטה באמצעות עריכת עסקה פרטית עם המחזיק הקודם במניות השליטה או עם קבוצה המחזיקה יחדיו בשליטה והפועלת מתוך זהות אינטרסים ותיאום עמדות²; והשני, רכישת שליטה על-ידי עריכת שורה של עסקאות שאינן קשורות זו לזו, בבורסה או מחוצה לה, עם כמה בעלי מניות בחברה אשר אינם מתואמים ביניהם ואשר, עקב כך, לא החזיקו בידיהם את השליטה בחברה ערב עריכת העסקאות. המקרה הראשון יכונה "רכישה פרטית של דבוקת שליטה" (private sale of control) ואנו נשאיר את הדיון בו להזדמנות אחרת, ואילו המקרה השני — אשר יכונה להלן "איסוף מניות" (street sweep) — יעמוד במרכז הדיון כאן.

עקרונית ניתן להעלות על הדעת שני מצבים עובדתיים שבהם ניתן להשתמש בדרך של איסוף מניות כדי להשיג שליטה בחברה: במקרה האחד, ערב האיסוף, מבנה הבעלות במניות החברה הוא כזה שאין בחברה בעל מניות-שליטה המחזיק בידי כמות מניות מספקת שמאפשרת לו להכתיב את רצונו לחברה. במצב עובדתי זה, תהליך האיסוף הופך את החברה מחברה בלתי-נשלטת לחברה נשלטת. במקרה השני, החברה נשלטת, מבחינה עובדתית, עוד בטרם התבצע האיסוף, אלא שבעל-השליטה הוא בעל מניות-מיעוט המחזיק בשליטה למעשה בחברה עקב פיזורן של מניות הרוב בקרב ציבור מגוון של משקיעים אשר אינם מתאמים ביניהם עמדות ולכן אינם יכולים להשתמש בהחזקותיהם לצורך השגת היתרונות הנלווים לשליטה⁴. במצב כזה מטרת איסוף המניות היא לרכז בידי הרוכש כוח הצבעה גדול מזה שבידי השולט בחברה ערב האיסוף, כך שהשליטה תעבור לידי הרוכש גם ללא עריכת עסקה לרכישה פרטית של דבוקת השליטה. רכישת שליטה בדרך של איסוף איננה אפשרית במצב עובדתי שלישי שבו יש בחברה בעל מניות-שליטה המחזיק ברוב מניות ההצבעה בחברה. במקרה כזה הסכמת בעל מניות-הרוב למכור את מניותיו היא תנאי הכרחי⁵ להעברת השליטה מידי.

2 לשם הקיצור נשתמש בביטוי "בעל מניות-שליטה" כדי לציין הן את בעל מניות-השליטה היחיד הן את קבוצת בעלי-המניות אשר לאיש מהם אין, כשלעצמו, מניות-שליטה בחברה, אולם הם שולטים בחברה למעשה עקב תיאום עמדות ביניהם.

3 הגורם המכוון את פעילותה של חברה בלתי-נשלטת היא ההנהלה המקצועית, ולכן מקובל לסווג את השליטה בחברה כ"שליטת ההנהלה". מצב כזה מקובל בחו"ל בחברות-ענק שבהן אין לאף גורם יותר משכיר-אחת כמניות-ההצבעה של החברה, ולכן אין השליטה מתגבשת בידי איש. ראה A. A. Berle & G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (New York, Revised Ed., 1967) 6. בישראל נדיר יהיה למצוא חברות ללא בעל שליטה בהן, אם כי סביר לצפות כי בעתיד, עם התפתחותן של שוק-ההון, עשוי לגדול פיזורן של המניות בחלק מהחברות באופן שיערים קשיים על זיהויו של בעל-השליטה. גם כיום ניתן לאתר תאגידים שמחזיק השליטה בהן איננו קיים — למשל: חברות שהוקמו במטרה לחמוק באידיאולוגיה כלשהי באמצעות מפלגות או גופים ציבוריים אחרים שעברו מהעולם — או חברות שהשליטה בהן מצויה בידי גורמים שאינם משתמשים בה בפועל, כגון חברות שחלק ניכר ממניותיהן מוחזק בידי גורמים מוסדיים כהשקעה אסטרטגית או בידי תורמים יהודיים מרחבי העולם, שהשקעתם בחברה מקורה בסנטימנט ציוני ולא באינטרס כלכלי, עד כדי צמצום קיומה של השליטה והפיכתה לחברה בלתי-נשלטת.

4 במקרה כזה השליטה היא "שליטת המיעוט". ראה ברל ומינס (לעיל, הערה 3), 6.

5 חריג לכך הוא המצב שתואר לעיל, בהערה 3, שבו בעל מניות-הרוב הוא גורם אשר איננו מעוניין כלל

מאמר זה יתרכז בבחינת השאלה הכפולה, האם על המחוקק להתערב בהסדרת רכישת שליטה בחברה בדרך של איסוף מניות בשני המצבים האמורים, ואם כן – כיצד? שאלות אלו עומדות על סדר-היום המידי של העוסקים בחקיקה הקשורה לשוק-ההון הישראלי. הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש, כמו גם גורמים מקצועיים נוספים במשרד-המשפטים, במשרד-האוצר, ברשות לניירות-ערך ובבורסה בתל-אביב הביעו דעות חולקות וסותרות בשאלות אלו⁶. גם הדיון בספרות בשאלת האיסוף איננו מרשים, ורחוק מלהיות ממצה. מאמר זה נועד להחל במילוי החסר באמצעות הצגת עמדה שיטתית ואנליטית ראשונית באשר לשאלת רכישתה של השליטה באמצעות האיסוף.

כרקע לריון נתאר בפרק ב את התייחסות המשפט המשווה לשאלות האמורות ואת המצב המשפטי הנוהג בישראל. הסקירה תבהיר את המחלוקת העמוקה שבין שיטות-המשפט הן באשר לשאלת הצורך בקביעתן של נורמות תחיקתיות כופות אשר תתערבנה במהלכן של עסקאות איסוף ותסדרנה אותן, הן לגרסת המצדדים בהתערבות כזו, לגבי מהות ההסדר הרצוי. המאמר נוקט עמדה ומכריע בשתי מחלוקות אלו. בפרק ג נבחן את הצורך בהגנת המיעוט במקרה של איסוף, תוך ניתוח יחודי של האיסוף, מבחינת הסיכונים שהוא נושא כנפיו לבעלי-המניות בחברה, יחסית לדרכים האחרות לרכישת שליטה. כמרכן נבדוק אם אי-הסדרתו של תהליך האיסוף בחוק עתידה להבטיח את קיומן של עסקאות יעילות מבחינה כלכלית או שמה איפכא מסתברא – היא עלולה לעורר עסקאות בלתי-יעילות. אנו נגלה, כי בניגוד למוסכמה הנוהגת בשוק-ההון האמריקני ובניגוד לדעתם של חלק מקברניטי שוק-ההון הישראלי, יש לראות באיסוף צורת השתלטות פרובלמטית במיוחד – הן מנקודת-ראות של הגינות תאגידית הן מזווית-הראייה של יעילות כלכלית – ולכן יש להסדירה בחוק. לפיכך, בפרק ד נדון במהות ההסדר הרצוי. המאמר ימליץ על דחיית הפיתרון המקובל באנגליה והמאומץ בעיקרו גם על-ידי הבורסה בתל-אביב, ויציע תחתיו הסדר אחר אשר ראוי – לדעתנו – לאימוץ על-ידי הרן הישראלי כנורמה כופה באשר לרכישת שליטה בדרך של איסוף מניות.

ב. עמדת המשפט המשווה

תופעת איסוף המניות בדרך להשתלטות על חברות ידועה בשווקים לאומיים רבים. בפרק זה נסקור את התייחסותן של כמה שיטות-משפט לתופעה זו.

1. אנגליה

חלק-הארי של הנורמות המסדירות רכישת שליטה בחברות באנגליה מקורו איננו

במצורבות בהכנת החברה ולכן שליטתו בחברה היא רק בכוח ולא למעשה, ניתן לקטלג את החברה כבלתי-נשלטת. כך, למשל, ניתן להעלות על הדעת חברה שרכב מניותיה מוחזקות בידי קרן-נאמנות או קופת-גמל אשר מניותיהן אינן עומדות למכירה, אך גם אינן משתתפות בהצבעות החברה. לפיכך, גורם מעוניין יכול לרכוש שליטה בפועל בחברה באמצעות איסוף מניות מקרב ציבור בעלי מניות-המיעוט. ראה תיאורן של העמדות השונות להלן, בסעיף 3.

סטטוטורי, אלא הוא תוצאה של הסכמה וולונטרית של השותפים המרכזיים בשוק הפיננסי ב"סיטי" של לונדון. גופים דוגמת הבנקים המסחריים, הבורסה, הבנק המרכזי של אנגליה והמוסדות המרכזיים המשקיעים בשוק-המניות – ובכללם האיגודים של חברות-הביטוח, של קרנות-הפנסיה ושל קרנות-הנאמנות – קיבלו על עצמם בשנת 1968 לציית לשורה של עקרונות כלליים וכללים ספציפיים אשר כונסו במסמך המכונה The City Code on Takeovers and Mergers (להלן: הסיטי קוד). הכללים שבמסמך יוצרים את כללי המשחק, שעל-פיו מתנהל השוק לשליטה בחברות באי הבריטי.⁷

מהו יחס הסיטי קוד לרכישת שליטה בדרך של איסוף מניות? בעבר סבר הסיטי קוד, שיש לחלק בין מקרה של רכישת שליטה בעסקה פרטית מידי בעל-השליטה הקודם לבין רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות בבורסה. במקרה הראשון סבר הסיטי קוד, כי יש להתערב בעסקה ולהגן על בעלי-המניות שאינם צד לעסקה, כיוון שהם אינם נהנים משוויון הזדמנויות עם בעל-השליטה המוכר את מניותיו. מנגד, במקרה השני נטען כי אין צורך להתערב לטובת בעלי-המניות, כיוון שהעובדה כי הרכישה מתבצעת בדרך של איסוף בבורסה משווה את ההזדמנויות של כל בעלי-המניות בחברה; שהרי כל אחד מהם יכול היה, אם המחיר היה נראה לו, למכור את מניותיו במסגרת האיסוף.⁸ החל משנת 1972 שינה הסיטי קוד את יחסו לעסקאות איסוף, חזר בו מההבחנה הנ"ל והחיל הסדר אחיד על כל העסקאות לרכישת שליטה חלקית בחברה,⁹ ובכללן האיסוף.

(א) איסוף מניות המעניקות יותר מ-30% מכוח ההצבעה

הסיטי קוד מגדיר "שליטה" על-ידי מבחן אובייקטיבי ושרירותי – החזקת 30% או יותר מזכויות ההצבעה בחברה, בין אם החזקה זו מעניקה שליטה דה-פאקטו בחברה ובין אם לאו.¹⁰ עיקרון כללי מספר כללי 10 של הסיטי קוד קובע:

Where control of a company is acquired by a person, or persons acting in concert, a general offer to all other shareholders is normally required; a similar obligation may arise if control is consolidated¹¹.

7 צרין, כי על-אף שהנחיות הסיטי קוד אינן בעלות תוקף חוקי ואינן אכיפות באמצעים המקובלים, יש להן תוקף מחייב מכוח הסמכות והעוצמה שהגופים השותפים לביצוע הסיטי קוד מייצגים. גופים אלו שולחים נציגים למועצה, המכונה Panel on Takeover and Mergers (להלן: הפאנל), אשר תפקידה לפקח על יישום הסיטי קוד. לסקירה של ההיסטוריה שהביאה ליצירת הסיטי קוד ושל בדיקת דרכי יישומו בפועל בשוק לשליטה בחברות באנגליה ראה מאמרו של סגן הדיקטור הכללי של הפאנל Peter Frazer, *The Regulation of Takeovers in Great Britain, in Knights, Raiders & Targets* (J.C. Coffee, Jr., L. Lowenstein & S. Rose-Ackerman Ed., New York, 1988) 430-436.

8 Weinberg & Blank, *Takeovers and Mergers* (London, 4th Ed., 1979) 528.

9 ברכישות חלקיות (partial bids), הרוכש שולט בחברה מבלי שיתחייב בכל מניות-ההצבעה של החברה. רכישת חלקית שכזו ביותר משום שהיא מעניקה לרוכש את היתרונות הגלויים לשליטה בלי שיאלץ לרכוש את כל המניות בחברה.

10 ראה The Code, Definitions.

11 ראה The Code, General Principles 10.

העיקרון הכללי לובש תוכן וצורה מדויקים בכלל 9.1 לסיטי קוד הקובע, כי כל אדם הרוכש 30% או יותר מזכויות ההצבעה בחברה, בין אם עשה זאת בעסקה חד-פעמית ובין אם באמצעות מספר רב של עסקאות בלתי-קשורות ולאורך זמן, חייב להציע הצעת-רכש לרכישת כל שאר המניות בחברה במחיר זהה למחיר הגבוה ביותר ששילם עבור רכישת מניה ממניות-השליטה אשר רכש במהלך השנה האחרונה (להלן: הצעת-רכש כפויה)¹². כלל 9 איננו מתנה את תחולת החובה להציע הצעת-רכש לכל בעלי-המניות בטכניקת הרכישה שבה הושגה ההחזקה ב-30% מהמניות. לפיכך, החובה חלה על כל מי שרכש שליטה בין אם עשה זאת בדרך של הצעת-רכש, בדרך של רכישת פרטית של בלוק שליטה מבעל-השליטה או בדרך של איסוף מניות¹³. מטרת ההסדר היא לתת לכל בעלי-המניות בחברה, כולל אלו שלא השתתפו בעסקה, הזדמנות שווה ליהנות מהיתרונות הנוצרים עם העברת השליטה מיד ליד¹⁴ ולהבטיח את אפשרות היציאה מהחברה, בתנאים הוגנים, לבעלי-מניות החוששים כי העברת השליטה לידי הרוכש עלולה להיות מנוצלת על-ידו לפגיעה בחברה¹⁵.

פרשנותו של כלל 9 מעסיקה את הפאנל ואת עורכי-הדין הבריטיים המתמחים ברכישת חברות, יותר מאשר הפרשנות של כלל אחר בסיטי קוד¹⁶. במסגרת זו לא נתעכב על פרטי הכלל, על דרכי פרשנותו ועל הפרקטיקה המדויקת של יישומו, ודיינו שנציין את הנקודות המרכזיות הבאות:

(א) ציבור בעלי-המניות בחברה הנרכשת איננו יכול לוותר — באמצעות הצבעה באסיפה הכללית, בדיעבד או מלכתחילה, ברוב או אפילו בתמימות-דעים — על זכותו שתוצע לו הצעת-רכש במקרה של העברת שליטה. הם יכולים שלא לקבל את ההצעה משתוצע, אולם אין באפשרותם לפטור את הרוכש מחובתו על-פי הכלל¹⁷.
(ב) הפאנל יכול לפטור את הרוכש מחובת הצעת-הרכש אם הוא נוכח כי בנסיבות החברה המדוברת, החזקת 30% מהמניות איננה מעניקה לרוכש שליטה

12 ראה Rule 9.1 לסיטי קוד. בנוסחים קדמים של הסיטי קוד ממוספר כלל 9 הנוכחי ככלל 34. הצעת-הרכש הכפויה קרויה mandatory bid.

13 תחולת הכלל על רכישת שליטה בדרך של איסוף עולה גם מלשונו של הכלל המקפיד להבהיר כי הוא מסדיר, באופן זהה, רכישת שליטה בעסקה חד-פעמית או באמצעות סדרה של עסקאות לאורך זמן. ראה וינברג ובלנק (לעיל, הערה 8), 529. יצוין, כי החובה לקיים הצעת-רכש כפויה חלה גם על בעל שליטה שאין בידו למעלה מ-50% מזכויות-ההצבעה האוסף מניות נוספות בקצב של 2% או יותר בשנה. ראה Rule 9.1 (b) לסיטי קוד. רכישות אלו מטרותן הגברה משמעותית של השליטה בחברה ולכן הן מעוררות את החובה להציע הצעת-רכש לכל בעלי-המניות בחברה. אנו נרחב בשאלה זו להלן, בסעיף 27 (ג).

14 A. Johnston, *The City Take-Over Code* (Oxford, 1980) 276.

15 ראה וינברג ובלנק (לעיל, הערה 8), 903.

16 ראה ג'והנסטון (לעיל, הערה 14), 269.

17 ראה ג'והנסטון (לעיל, הערה 14), 270.

בחברה¹⁸, או כאשר מתבצעת עסקה להעברת השליטה אולם זהותם העסקית של הרוכש ושל המוכר חד היא¹⁹.

(ג) התמורה שתשלם בהצעת הרכש חייבת להיות במזומן או לפחות לכלול אלטרנטיבה לתשלום במזומן²⁰.

(ד) הרוכש יהיה פטור מלרכוש מניות במכירת ההצעת הרכש הכפירה אם היענותם של בעלי-המניות להצעת הרכש היא כזו שאין היא מעניקה לו, יחד עם המניות שבהחזקתו ערב ההצעה, לפחות 50% ממניות החברה²¹.

(ה) כדי להבטיח כי הרוכש יממש את חיובו לערוך הצעת-רכש כפוייה, קובע הסיטי קוד, כי מהרגע שמתעוררת החובה של בעל-השליטה להגיש הצעת-רכש ועד לרגע פרסום הצעת-הרכש בפועל – מנע הרוכש מלמנות את נציגיו לדיקטטוריון החברה או מלהצביע במניותיו בחברה²².

(ב) איסוף מניות המעניקות פחות מ-30% מכוח ההצבעה

מה ההסדר החל בבריטניה לגבי רכישת שליטה בדרך של איסוף בחברה שמניותיה מפורזות באורח כזה שבעלות במניות המייצגות פחות מ-30% מכוח ההצבעה בחברה מקנות למחזיק בהן שליטה דה-פאקטו בחברה? בקוד גופו אין שום הסדר יחודי המתייחס למצב זה ואין למצוא בין סעיפיו שום מגבלה המונעת את העברת השליטה בדרך זו. כאמור לעיל, הסיטי קוד מגדיר "שליטה" באורח שרירותי ואחיד – כבעלות ב-30% ממניות ההצבעה²³ – ורק במקרים שהרוכש קנה כמות כזו

18 כאשר, למשל, יש בחברה בעל-מניות אחר המחזיק מעל ל-50% מהמניות או בעל-מניות שבושותו יותר מניות מאשר בידי הרוכש, והללו מודיעים שאין בכוונתם למכור לרוכש את מניותיהם או לשחק עמו פעולה.

19 כאשר שני הצדדים לעסקה הם חברות-בנות בשליטתו המלאה של אותו גוף. ראה ג'והנסטון (לעיל, הערה 14), 270.

20 ראה Rule 9.5 לסיטי קוד.

21 ראה Rule 9.3 לסיטי קוד. קשה להצדיק פטור זה: אם מטרת ההצעת-הרכש הכפירה, כאמור לעיל, היא השוואת ההודמנות של כל בעלי-המניות ומתן האפשרות לצאת מההשקעה בחברה בזמן החלפת השולט בה, מדוע אין זכויות אלו מוענקות לבעלי מניות-מיעוט בחברה שבה ההצעת-הרכש לא זכתה להיענות כאמור? ייתכן שמחברי הקוד סוברים, כי אם הבעלים של חלק-הארי של המניות אינם חפצים למכור את המניות במחיר המוצע ואינם חוששים להישאר בחברה הגשלת על-ידי הרוכש, יש להניח שהם סוברים כי מוכרי השליטה לא קיבלו תמורה מיוחדת עבור השליטה, ואי-היענותם להצעה כמזה בהצבעת-אמן בכוונותיו של הרוכש לגבי עתיד החברה. אי לכך, הקוד מקבל את שיקול-דעתם המסחרי, שהם ערבים לו בממונם, והוא מניח ששאר בעלי-המניות אינם זקוקים להגנה שבהצעת-הרכש הכופה. הסבר זה, אף שהוא שוכח את העין, אין בו כדי להבהיר מדוע הקוד חלה את הפטור מהצעת-הרכש הכופה בהיקף החזקותיו של הרוכש ולא בהיקף ההיענות של בעלי המניות. כך, למשל, אם ערב ההצעת-הרכש הכפירה יש בידי הרוכש 49% מהמניות, הפטור מהצעת-הרכש יינתן רק במקרה הנדיר שבו היענות בעלי-המניות להצעה תקטן מאחוז אחד מכלל המניות בחברה, היינו: נדרשת "הצבעת-אמן" של בעלי-מניות המחזיקים מעל ל-98% ממניות החברה שאינן בבעלות הרוכש; ואילו אם ערב ההצעה בידי הרוכש רק 30% מהמניות, הפטור יינתן במקרים רבים יותר, ורק אם ההיענות להצעת-הרכש תגיע לכדי 20% מסך כל המניות בחברה ייאלץ הרוכש לממש את ההצעת-הרכש. היינו: במקרה זה הפטור יינתן אף אם רק מעט פחות מ-71.5% מבעלי-המניות (20/70) נחצו את אמתם ברוכש השליטה.

22 ראה Rule 9.7 לסיטי קוד.

23 ראה הטקסט לעיל, ליד הערה 10.

של מניות הסיטי קוד מחיל את ההסדר של הצעת-רכש כפויה. נוסף על כך, הסיטי קוד אף לא דורש שאיסוף המניות האמור יובא לאישור הפאנל. מצב דברים זה קשה להבנה כאשר הוא מצביע על חוסר-עקיבות בולט שבו לוקה ההסדר הבריטי. אם אכן העברת השליטה מחייבת הגנה על בעלי-המניות, מדוע ההגנה לא מופעלת בכל מקרה של העברת השליטה דה-פאקטו, אף אם הדבר נעשה באמצעות רכישת כוח הצבעה קטן מ-30%²⁴? הדעת נותנת, כי ככל שהרוכש מצליח להשיג את השליטה בחברה בעזרת איסוף כמות קטנה יותר של מניות, כך גם גדל הצורך בהגנת שאר בעלי-המניות; שהרי כמצב זה מתרחב הפער באינטרסים בין רוכש השליטה לבין החברה ושאר בעלי-המניות, ומתעוררות הזדמנויות מפתות יותר לניצול-לרעה של השליטה בחברה.

מחברי הקוד לא היו אטומים לתמיהה זו ולאפשרות שגם ברכישת כמות מניות המעניקה פחות מ-30% מזכויות-ההצבעה יש פוטנציאל לרכישת שליטה או לפחות להתבססות בעמדת-זינוק נוחה לעבר רכישה עתידית של השליטה. להערכתם, חלק-הארי של עסקאות לרכישת פחות מ-30% מזכויות-ההצבעה בחברות אנגליות איננו מכונן להעברת שליטה ולפיכך הם בחרו שלא להפעיל על כל העסקאות הללו את ההסדר המכביד והמתערב של הצעת-רכש כפויה או של דרישה לקבלת אישור הפאנל. תחת זאת העדיפו הבריטים לקבוע הנחיות, אשר אינן חלק מהקוד אולם הן מוחלות במקביל אליו, המטפלות ברכישות של כמויות משמעותיות של מניות – שאינן מגיעות כדי "שליטה", כהגדרתה בקוד – באמצעות הגבלת היקף העסקאות שניתן לעשות בעזרת איסוף מניות תוך תקופת-זמן נתונה. לפי ה-"The rules governing substantial acquisitions of shares" (the SARs), כל מי שחוצה את סף החזקות של 15% מכוח ההצבעה בחברה איננו רשאי לרכוש יותר מ-10% נוספים בכל תקופה נתונה של שבעה ימים. כמרוכז כל מי שיש לו כבר החזקות העולות על 15% (או מי שעם ביצוע הרכישה יחזיק למעלה מ-15%), הרוכש יותר מ-1% מהמניות, חייב לדווח על כך לחברה המנפיקה ולבורסה תוך יום-עסקים אחד²⁵. מטרת ההנחיות היא לגרום לעיכוב הליכי האיסוף ולחשיפתם לעיני הסוחרים במניות החברה ולעיני השוק כולו. רוכש אשר עניו אינן נשואות לשליטה בחברה לא ייפגע באורח משמעותי מציות להנחיות; שהרי, להבדיל מהחובה להצעת-רכש כפויה, אין ההנחיות מתערבות בתנאים המהותיים של העסקאות אלא רק בפרוצדורה לעריכתן.

לסיום תיאור ההסדר הבריטי ראוי לציין את קיומה של חובת דיווח כללית המוטלת על כל מי שרוכש מניות באופן המעלה את סף החזקותיו בחברה מעל ל-3% מהמניות המצביעות בחברה. על הרוכש להודיע על האינטרס שלו לחברה

24 דוגמא נוספת לחוסר-העקיבות של הקוד היא העובדה שהוא מקל באשר לאיסוף מניות המעניקות פחות מ-30% מכוח ההצבעה יותר מאשר לגבי הצעת-רכש לרכישת מניות בכמות דומה. כאמור, איסוף הכמות האמורה של המניות לא חלוי באישורו של הפאנל, ואילו הצעת-רכש המופנית לפחות 30% מכוח ההצבעה בחברה חייבת לקבל את אישור הפאנל. ראה Rule 36.1 לסיטי קוד. אף כי בדרך-כלל הפאנל מעניק את אישורו להצעות-רכש בהיקף זה, ההבדל העקרוני בהתייחסות לשתי העסקאות איננו ברור.

25 ראה Rules 1-2 ל-SARs; וכן פרייזר (לעיל, הערה 7), 441, המסכם את עיקרן של ההנחיות הגיל.

המנפיקה תוך שני ימי-עסקים מיום הגיעו לסף הנ"ל²⁶. במקביל, החברה המנפיקה חייבת לדווח לבורסה את אשר דווח לה. מטרתו של מערך דיווחים זה היא להביא לידיעת קברניטי החברה ולידיעת השוק כולו את האפשרות לשינוי יחסי-הכוחות בחברה. חובה זו חלה באורח זהה על רכישה בכל טכניקה שהיא, ובכלל זה גם על מי שהגיע לכמות ההחזקה הנ"ל בדרך של איסוף.

ניתן איפוא לקבוע, כי באנגליה קיים מתאם בין נפח האינטרס הנרכש בדרך של איסוף לבין חריפותם ועומק מעורבותם של הכללים בפעולתו החופשית של שוק-ההון. במקרים שבהם הכללים מניחים, כי יש חזקה של רכישה שליטה בדרך של איסוף, הם מטילים חובה להגיש הצעת-רכש לכל שאר בעלי-המניות; ובמקרים שבהם החזקה היא הפוכה, הכללים אגריסיביים פחות והם מסתפקים בטיפול בפרוצדורה של הרכישה ולא במהותה.

2. ארצות-הברית

בניגוד לשיטת-המשפט האנגלית, המייחדת הסדרים ברורים לטיפול בתופעת האיסוף, המצב החוקי בארה"ב בשאלה זו מעורפל²⁷.

הדרכים המקובלות לרכישת שליטה בחברה כארה"ב הן המיזוג, הצעת-הרכש והרכישה הפרטית מבעל-השליטה. עם זאת, הדין האמריקני איננו תוחם את דרכי ההשתלטות לשלוש אפשרויות אלו, ואין בו שום איסור או מגבלה מפורשים על רכישה שליטה בחברה בכל דרך אחרת, ובכלל זאת באמצעות איסוף מניות בעסקאות בבורסה או מחוצה לה. מעניין לציין, כי בעוד שהדין האמריקני מטפל באורח מפורט ומקיף בהסדרים החוקיים שעל-פיהם יש לקיים מיזוג²⁸ והצעת-רכש²⁹ והוא מתחבט בשאלת ההסדרים הנחוצים — אם בכלל — לטיפול בעסקת רכישה פרטית של שליטה³⁰, אין בו כמעט³¹ שום הסדר ספציפי לרכישת השליטה בדרך של איסוף.

26 ראה The Companies Act 1985, S. 199(2), אשר תוקן על-ידי סעיף 134 ל-Companies Act 1989.

27 מפתיע לגלות עד כמה דלה הספרות המשפטית האמריקנית העוסקת באיסוף מניות. היכול המצומצם של כתיבה אקדמית בשאלת האיסוף מכון את עצמו בעיקר לריון ביחסי-הגומלין שבין האיסוף לבין הצעת-הרכש, ראה Lloyd R. Cohen, "Why Tender Offers: The Efficient Market Hypothesis, The Supply of Stock, and Signaling," 19 J. of Legal Studies 113 (1990); Dale A. Oesterl, "The Rise and Fall of Street Sweep Takeover," Duke Law J. 202 (1989); Thomas J. André, Jr., "Unconventional Offers Under the Williams Act: The Case for Judicial Restraint," 12 Th. J. of Corporation Law 499 (1986); D. Roger Glenn, "Rethinking the Regulation of Open Market and Privately Negotiated Stock Transactions Under the Securities Exchange Act of 1934," 8 The J. of Corporation Law 41 (1982). חריג להתעלמות המלומדים מהשאלות המיוחדות שסיטואציה האיסוף מעוררת הוא מאמרו החשוב של Lucian A. Bebchuk, "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers," 98 Harv.L.Rev. (1985) 1693, 1788-1792. כמרכן ראה Green & Junewicz, "A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions," 132 U.Pa.L.Rev. (1984) 647.

28 ראה, למשל, Del. Code Ann. Title 8 S. 251-270; Model Business Corp. Act S. 71-77 (MBCA).

29 ראה הדין בסעיף הבא.

30 לסקירה עדכנית ראה הדין אצל R.W. Hamilton, "Private Sale of Control Transactions — Where we Stand Today," 36 Case-Western Res. L. Rev. 248 (1985).

31 ההסתייגות נובעת מתחולתו של סעיף 13(d) ל-1934 Securities Exchange Act על מי שתוך כדי

האם מצב דברים זה פירושו, כי הדין האמריקני סובר שאין צורך לטפל בשאלת האיסוף באמצעים חקיקתיים ושאין מניעה כי השליטה בחברה תירכש באמצעות פנייה פרטית לבעלי-המניות בחברה מחוץ למסגרת הבורסה או באמצעות רכישה מסיבית של מניות בבורסה, ללא התערבותם של כללים מנחים? התשובה על שאלה זו איננה ברורה. חלק מבתי-המשפט והרשות לניירות-ערך בארה"ב (Securities Exchange Commission) ניסו לטפל במקרים מגוונים של איסוף מניות באמצעות ההסדרים הנהוגים בארה"ב לגבי הצעות-רכש. להלן אתאר את קוויה הכלליים של החקיקה האמריקנית המסדירה את נושא הצעות-הרכש ואת שאלת תחולתה של חקיקה זו על מצבים עובדתיים של רכישת שליטה באמצעות איסוף מניות.

(א) ה"Williams Act

בשנת 1968 השתכנע הקונגרס האמריקני בנחיצות ההגנה על המשקיעים מפני לחצים, עיוותים ודרכי התנהגות "פירטיות" שהמשקיעים נחשפו בפניהם במהלך הצעות-רכש שהוגשו לרכישת השליטה בחברות שבהן השקיעו. עקב כך תוקן ה"Securities Exchange Act of 1934"³² באמצעות חוק הנקרא על-שם הסנטור שיוזם אותו — The Williams Act³³ (להלן: חוק ויליאמס). חוק ויליאמס הוסיף לחוק משנת 1934 שתי קבוצות של סעיפים: 13(d)-(e) ו-14(d)-(e).

סעיף 13(d) קובע חובת גילוי מוגבלת המוטלת על מי שלאחר קיימו עסקת רכישה של מניות, יש בידו, במישרין או בעקיפין, יותר מ-5% מסוג מניות של חברה ציבורית. דוכש אשר עובר את סף ההחזקות הגילוי חייב לדווח לחברה המנפיקה, לבורסה שבה נסחרות המניות ולרשות לניירות-ערך תוך עשרה ימים מרגע הרכישה שהעבירה את החזקותיו מעבר לסף האמור. הדיווח צריך לכלול מידע המתייחס לזהות ולרקע של הרוכש, למקורות הכספיים ששימשו לרכישת המניות ולכמות ולאחוז המניות שהוא מחזיק. אם הרוכש מתכוון להשיג בעתיד שליטה בחברה, מוטלת עליו החובה לדווח על כוונותיו לבצע שינויים משמעותיים במבנה החברה או במהלך עסקיה, כגון תוכניות לפירוקה, למכירת כל עסקיה, למיזוגה וכד'. אף שסעיף 13(d) איננו דורש במפורש שהרוכש יגלה את עצם הכוונה לרכוש שליטה בחברה, הרשות לניירות-ערך בארה"ב מטילה עליו חובה נוספת של גילוי תוכניותיו העתידיות לגבי החברה, ובכלל זה קיימת חובה לגלות על כוונת השתלטות על החברה.³⁴ יודגש כי חובת הגילוי לפי סעיף 13(d) חלה על

תהליך איסוף המניות צבר 5% או יותר ממניות החברה. ראה הדין להלן. כמרכן, גם ה-Hart-Scott Rodino Antitrust Improvements Act of 1976 קובע בסעיף 18(a), כי במקרים שרכישת מניות עוברת ספי נפח מסוימים (המתייחסים לחברה הנרכשת ולהיקף הרכישה) הקבועים בחוק, על הרוכש לדווח על הרכישה, לפני ביצועה, ל-Federal Trade Commission (FTC), ובמקרים המתאימים עליו להמתין תקופה מסוימת לפני השלמת העסקה. כללי ה-FTC מחילים הסדרים אלו גם על רכישה וחלחול (creeping acquisitions) המאפיינת מקרים רבים של איסוף. ראה 16 CFR, §801.13 (1988).

32 15 USC, §78a (1984).

33 15 USC, §78m(d)-(e), §78n(d)-(f) (1982).

34 הטופס הסטנדרטי שהרשות לניירות-ערך קבעה כי יש למלאו כדי לעמוד בודישת הדיווח על-פי סעיף 13(d), כולל, בין היתר, הצהרה של הרוכש בדבר תוכניות לרכוש מניות נוספות בעתיד והצהרה על תוכניות להחלפת חברים בדיקטטורין או בהנהלת החברה. ראה Schedule 13D, Item 4. לפסיקה

כל רכישה המביאה להחזקה של יותר מ-5% ללא תלות בטכניקת הרכישה. לפיכך, גם מי שהגיע להחזקות אלו באמצעות איסוף מניות חייב לדווח, כאמור. לעומת זאת, סעיף 14(d) מסדיר את דרכי ההתנהגות של רכישת שליטה באמצעות טכניקה אחת בלבד – הצעת-הרכש (Tender Offer). הסעיף מטיל על הרוכש חובת גילוי רחבה יותר מזו הנדרשת על-פי סעיף 13(d). חובות הגילוי על-פי שני הסעיפים נבדלות גם בכך, שהחובה על-פי סעיף 13(d) מתעוררת רק לאחר הרכישה; ואילו החובה לדווח על-פי סעיף 14(d) מתעוררת לפני ביצוע הרכישה, והיא תנאי לה. נוסף על כך, סעיף 14(d) קובע שורה של הסדרים שעל-פיהם יש לנהל את הצעת-הרכש. כך, למשל, הרוכש נדרש לנהל את העסקה במסגרת זמן מסוים ואין הוא יכול להאיץ את הרכישה כרצונו³⁵; הוא נדרש על-פי הסעיף לשלם מחיר זהה לכל בעלי-המניות הנעתרים להצעה³⁶; הוא נאלץ לקנות את המניות המבוקשות על-ידו על בסיס יחסי (pro-rata) במקרה שהיצע המניות גדול מהביקוש בהצעת-הרכש³⁷ והוא נדרש לאפשר לבעלי-המניות לחזור בהם במצבים מסוימים מהיענותם להצעתו³⁸.

את ההבדל בין שתי קבוצות הסעיפים הכלולות בחוק ויליאמס ניתן איפוא לסכם ולאפיין על-ידי שתי ההבחנות הבאות: ראשית, התכנים המהותיים של שני הסעיפים שונים – סעיף 13(d) יוצר מערכת-אזוהרה שמטרתה להודיע לשוק ולהנהלת החברה הנרכשת, כי בעל-מניות מסוים צובר כמות של מניות העלולה להביא בעתיד שינוי בשליטה בחברה³⁹. הסעיף אינו מתערב בשום דרך שהיא בתנאי מתנאיה של העסקה, אלא רק גורם לחשיפתה בפני כל המעורבים בשוק. מנגד, סעיף 14(d) פולשני הרבה יותר ביחסו לחופש החוזי של הצדדים. הוא קובע הסדרים מהותיים המתערבים בתנאי העסקה ואשר מטרתם היא לקזז מכוחו של הרוכש ולהביא, במידת האפשר, לאיזון כוחות בינו לבין בעלי-המניות בחברה. ההבחנה השנייה בין שני סעיפי החוק מתייחסת לגורם המפעיל את ההסדרים שבסעיפים הללו: הגורם המפעיל של סעיף 13(d) הוא תוצאתי (החזקת יותר מ-5% מהמניות) ואיננו תלוי בטכניקת הרכישה, שבאמצעותה מתקיימת רכישת המניות; ואילו הגורם המפעיל של סעיף 14(d) הוא השימוש בטכניקת רכישת מסוימת – הצעת-הרכש.

פועל יוצא מהבחנות אלו הוא נסיונות של רוכשי מניות לתכנן עסקאות לרכישת שליטה באורח שלא תסווגנה כ"הצעות-רכש". עסקה שאיננה כלולה בקטיגוריה זו תהיה כפופה אך ורק להסדרים הקבועים בסעיף 13(d), ואילו אפיון העסקה כהצעת-רכש יחיל עליה – נוסף על חובת הגילוי בדיעבד, לפי סעיף 13(d)

של בתי-המשפט המיישמת את החובה לדווח על כוונת השתלטות ראה, למשל, *Champion Parts Rebuilders, Inc. v. Cormier Corp.*, F. Supp. 825, 850–851 (N.D. Ill. 1987); *K-N Energy Inc. v. Gulf Interstate Co.*, 607 F. Supp. 756, 768–769 (D. Colo. 1983).

35 ראה 14c-1 Code Fed. Regs. C. Rule 14c-1.

36 ראה סעיף 7 14(d).

37 ראה סעיף 6 14(d).

38 ראה סעיף 5 14(d).

39 ראה 935 (1986) *R.L. Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisitions*.

— גם את חובת הגילוי המקדמית ואת שאר ההסדרים המהותיים שנסעף 14(d). הרווח המשמעותי ביותר לרוכש המצליח להתחמק מתחולת סעיף 14(d) הוא האפשרות הנפתחת לפניו לשלוט בלוח-הזמנים של התרחשות העסקה⁴⁰. הסעיף משהה במתכוון את תהליך הרכישה כדי לאפשר לבעלי-המניות שאליהם מופנית ההצעה לאסוף מידע על המציע ולהעריך בלא לחץ את טיב ההצעה. כמורכן התמשכות העסקה מאפשרת לגורמים נוספים בשוק להגיב עליה ולשקול אם ברצונם להציע לבעלי-המניות הצעה נדיבה יותר. לפיכך ההימנעות מהליכה בשבילי הצעת-הרכש מאפשרת למשתלט לחסום התנגדות או תגובה מושכלת של בעלי-המניות להצעת-הרכש והיא מונעת את תגובת השוק להצעה ובכך מסכלת את פתיחתו של מכרז על השליטה בחברה.

נוסף על כך, לוח-הזמנים האטי שהחוק מכתוב לכיצועה של רכישת השליטה בדרך של הצעת-רכש פותח פתח להנהלת החברה הנרכשת להתגונן מפני ביצוע העסקה באמצעות יצירתן של מכשלות כלכליות או משפטיות על דרך ביצועה של העסקה. המניע שידחוף את המנהלים ליצור מכשלות אלו, המכונות "טקטיקות הגנה"⁴¹, עשוי להיות חיובי — מניעת ביצועה של עסקה בלתי-יעילה והבטחת תנאים הוגנים לבעלי-המניות הניצעים; או שהוא עלול להיות שלילי — הנצחת שליטתם של המנהלים בחברה, אך בכל מקרה חוצאת ההתגוננות עלולה להיות מניעת ביצועה של תוכנית ההשתלטות או הגדלת עלותה. מנגד, אם העסקה של רכישת השליטה לא תסווג כ"הצעת-רכש", גדלים הסיכויים של הרוכש להשלים את העסקה בחטף באופן שהנהלת החברה הנרכשת תתקשה לאתר את נסיון ההשתלטות ולא תספיק להתגונן בפניו.

מעניין לגלות, כי על-אף החשיבות הברורה שיש לתת לתחזימת גבולותיו של המונח "הצעת-רכש", החקיקה והתקנה האמריקנית נמנעות בעקיבות מלהגדירו. ייתכן כי היעדרה של ההגדרה נובע מרצונו של המחוקק להרחיב את תחולתו של סעיף 14(d) על עסקאות רבות ככל האפשר, ובכללן על עסקאות שבעת יצירת החוק לא היו מקובלות ולא ניתן היה לשערן⁴². מצב דברים זה איפשר, מחד גיסא, לבתי-המשפט ולרשות לניירות-ערך בארה"ב לשמור על גמישות בהחלט דרישות החוק וליישם אותו על-פי ראות-עיניהן בכל מקרה ומקרה, אולם, מאידך גיסא, הוא הציט את דמיונם של מתכנני העסקאות אשר ראו בהיעדרה של ההגדרה פתח לעריכת השתלטויות אשר לא תיכללנה במסגרת התחיקתית המכבידה של הצעות-הרכש.

במשחק הפתלתל שבין הרשויות למשקיעים לגבי יסום סעיף 14(d) מתעוררת שאלת איסוף המניות. במקרים רבים ניסו הרוכשים לרכוש שליטה באמצעות איסוף ובכך להימנע מתחולת סעיף 14(d) על העסקה. הרשויות מצידן ניסו להרחיב את

40 ראה גילסון (לעיל, הערה 39), 991.

41 לסקירת הטוגים השונים של טקטיקות-ההגנה של המנהלים ולהפנייה לספרות אמריקנית בנושא ראה שטרן, "הגנת בעלי המניות במיזוג חברות" משפטים כ (תשנ"א) 449, 453.

42 עמדה זו מקובלת על בתי-משפט (ראה, למשל, *Hanson Trust Plc. v. SCM Corp.*, 774 F. 2D. 47, 56; 2nd. Cir. 1985) על מלומדים (ראה, למשל, *Aronow, Einhorn & Berstein, Developments*); וגם על הרשות לניירות-ערך (ראה *Sec. Ex. (in Tender Offers for Corporate Control (1977))* 1; *Act Rel. 12, 676; 10 Sec. Dock. 143, 145 (1976)*).

תחולתה של הגדרת הצעת-הרכש כך שתכלול גם חלק נכבד ממקרי האיסוף. את עמדת הדין האמריקני באשר לשאלת איסוף המניות ניתן אם כן לאתר בוויכוח סביב הגדרת "הצעת-הרכש". ויכוח זה הוא גשוא הדין להלן.

(ב) תחולת ה-Williams Act על איסוף מניות

בתי-המשפט והמלומדים מסכימים, כי אין להגביל את המונח "הצעת-רכש" לסד המוגבל של ממדי הצעת-הרכש הקלסית, קרי: הצעה לכל ציבור בעלי-המניות המתפרסמת באמצעי-התקשורת ההמוניים לרכישת כמות מסוימת של מניות במחיר קבוע תוך זמן נתון⁴³. לפיכך נראה, כי אין להוציא א-פריורי עסקאות של איסוף מניות מגדר ההשפעה של חוק ויליאמס וכי יש לבחון את השאלה לגופו של עניין. המתדיינים בשאלה זו נעזרו בבחינת הרציו שהביא לחקיקת חוק ויליאמס מלכתחילה. ניתן לטעון, כי מטרת החוק היתה להגן על בעלי-מניות בחברה מפני מצב שבו תוצע להם הצעה למכור את מניותיהם והם יאלצו להגיב עליה באופן חפז, בתנאי לחץ וללא מידע מספיק; ולפיכך כל עסקה המעמידה את בעלי-המניות במצב קשה מעין זה מחייבת את היחלצותו של החוק לעזרת בעלי-המניות ללא תלות בטכניקה שנקט הרוכש⁴⁴. ישום קריטריון זה על עסקת איסוף מניות עשוי להצביע לעתים על הצורך בהחלת חוק ויליאמס על העסקה, כיוון שמעמדם של בעלי-המניות בעסקאות פרטיות, יחסית למעמדו של הרוכש, עלול להיות נחות לפחות⁴⁵ כמו מעמדם של בעלי-המניות שהצעת-הרכש מופנית אליהם. העדפתה של מהות העסקה על-פני צורתה אומצה לעתים גם על-ידי הרשות לניירות-ערך בארה"ב. באחת ההזדמנויות התייחסה הרשות למונח "הצעת-רכש" באופן הרחב הבא:

The term is to be interpreted flexibly and applies to special bids... and any transaction where the conduct of the person seeking control causes pressures to be put on shareholders similar to those attendant to a conventional tender offer⁴⁶.

43 ראה, למשל, את דבריו של עו"ד הנורע מרטין ליפטון הקובע כי "The Williams Act was not intended to be restricted to conventional tender offers but rather was meant to encompass all methods of takeover by a large-scale stock purchase program" (M. Lipton, "Open Market Purchases" 32 Bus. Law [1977] 1321).

44 ראה "The Developing Meaning of 'Tender Offer' under the Securities Exchange Act of 1934" 86 Harv. L. Rev. (1973) 1251. למשל, S-G, *Securities Inc. v. Fuqua Investment Co.*, 466 F. Supp. 1114 (D. Mass. 1978), המציע להרחיב את המונח tender offer שכלול התרחשות שבה הרוכש מרע על כוונתו לרכוש מניות-שליטה במטרה, ולאחר-מכן הוא מבצע רכישה חפזה של מניות באמצעות השוק הפתוח ועסקאות פרטיות) ומנגד, *Sec. v. Carter Hawley Hale Stores, Inc.*, 760 F. 2D. 945 (9th Cir. 1985). (תוך דחיית הפרשנות של פסק-הדין S-G Securities Inc.).

45 באיסוף קיים אלמנט יחודי המפעיל לחץ על בעלי-המניות הניצע — כוח השכנוע של הרוכש המופעל ישירות על בעלי-המניות. אלמנט זה אינו מופעל על בעלי-מניה בחברה שלמנייתה הוצעה הצעת-רכש, ולכן, מבחינה זו, מצבו ערף.

46 ראה Sec. Ex. Act Rel. 12, 676 (לעיל, הערה 42), 145.

בפסק-הדין המפורסם של *Cattleman's Investment Co. v. Fears*⁴⁷ נעזר בית המשפט הפדרלי בבדיקת הרציו של חוק ויליאמס כדי לקבוע את תחולת החוק על עסקאות איסוף. בעל-מניות, שהיו ברשותו פחות מ-5% ממניות החברה, רכש בתקופה של שישה שבועות כמות נכבדה של מניות על-ידי פנייה אישית (באמצעות פגישות, טלפונים ומכתבים אישיים) למספר רב של בעל-מניות בחברה. בית-המשפט קבע, כי יש בדרך פעולה זו משום "הצעת-רכש":

The contracts utilized by the defendant seem even more designed than a general newspaper advertisement, the more conventional type of "tender offer", to force a shareholder into making a hurried investment decision without access to information, in circumvention of the statutory purpose⁴⁸.

מנגד, בתי-משפט אחרים סירבו להרחיב את תחולת החוק על עסקאות פרטיות, אף אם נעשו כחלק מתוכנית כוללת לרכישה מסיבית של מניות החברה⁴⁹. תנא דמסייע לדעה זו היא עמדתו של הסנטור ויליאמס, יוזם החוק, כפי שהובעה בקונגרס בעת הצגת החוק. הסנטור היה ער לדמיון שבין עסקאות-איסוף להצעת-רכש קלסית, מנקודת-הראות של הציבור שעליו בא החוק להגן, ואף-על-פי-כן התבטא במפורש נגד הכללת עסקאות פרטיות במסגרת סעיף 14(d)⁵⁰.

במשך השנים נעשו נסיונות שונים להגדיר את המונח "הצעת-רכש". חלק מהמגדירים פנו לעזרתם של פרמטרים אובייקטיביים-מספריים המאפשרים להכריע בוודאות אימתי עסקת רכישה של מניות תהא כפופה לסעיף 14(d). כך, למשל, הרשות לניירות-ערך הביעה בהודמנויות שונות עמדה כי ניתן לתחום את גבולות הצעת-הרכש באמצעות קביעה כי פנייה למספר מינימלי נתון של ניצעים, בתוך תקופה קצובה, המצליחה להעביר לבעלות הרוכש כמות-סף מינימלית של מניות תוגדר כ"הצעת-רכש", אף אם הפנייה לבעל-המניות איננה פומבית, המחיר לא אחיד, כוונת ההשתלטות חסויה, המחיר ללא פרמיה מעל מחיר השוק, המוכרים קיימו משא-ומתן על המחיר, תקופת ההצעה היתה פתוחה וכד'. אחת ההגדרות הרחבות ביותר שהציעה הרשות גורסת, כי "הצעת-הרכש" היא, בין היתר, שידול העומד בתנאי זה:

It constitutes one or more offers to purchase... securities of a single class during any 45 day period, directed to more than 10 persons,

47 343 F. Supp. 1248 (W.D. Okla. 1972)).

48 Id. 1252.

49 לדוגמא ראה *Brascan Ltd. v. Edper Equities Ltd.*, 477 F. Supp. 773, 790 (SDNY. 1979). כן ראה

Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783 (SDNY. 1979)).

50 ראה 113 Cong. Rec. 856 (1967). לדעת הסנטור, על-אף שבעסקאות פרטיות ניתן לרכוש שליטה בחשאי, בלי לגלות את הזהות ואת הכוונות של הרוכש, בכל-זאת אין להטיל חובת גילוי על הרוכש לפני הרכישה. כפיפת האיסוף לחובת הגילוי המקדמית, על-פי סעיף 14(d), עלולה לפגוע בפעולתו התקינה והחופשית של השוק, שבמסגרתו הצדדים לעסקה אינם מגלים בדרך-כלל את האינטרסים שלהם ואת התנאים של עסקאות פרטיות שהם עורכים.

and seeking the acquisition of more than five percent of the class of securities⁵¹.

דומה כי לו אימץ הדין האמריקני את עמדת הרשות, כפי שהיא מתבטאת בכלל זה ובכללים נוספים⁵², חלק ניכר ביותר מעסקאות לרכישת שליטה בדרך של איסוף עשוי היה להיכלל בהגדרת "הצעת-רכש" ולהיכפף לדרישות החוק של ויליאמס. ברם, רוב בתי-המשפט, ובמיוחד בתי-המשפט אשר דנו בנושא בשנים האחרונות, סירבו להרחיב את תחולת החוק על איסוף של מניות בדרך של עסקאות פרטיות בשוק או מחוצה לו⁵³. לפיכך ניתן לסכם, כהכללה, את המצב המשפטי בארה"ב במלים אלו:

Current law in the United States takes an atomistic view of formally separate transactions that cumulatively may shift control, so long as a formal tender offer is not made to the target's shareholders⁵⁴.

3. ישראל

הדין החרות בישראל מתעלם מחלק ניכר מהשאלות הכרוכות בעסקאות לרכישת שליטה, ובתוך כך אין הוא מטפל גם בשאלת רכישת שליטה בחברה בדרך של איסוף מניות. ברור כי אין להסיק משתיקת הדין הסדר שלילי מכיוון של הנושא כשם שהסיטי קוד האנגלי נמנע מהיסק כזה ביחס לשתיקת דיני-החברות האנגליים. פקודת-החברות הישראלית חוקקה במתכונת החוק האנגלי המסורתי

51 Proposed Rule 14(d)-1(b), Sec. Release No. 34-16385, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) #82,374 (Nov. 29, 1979), אף שבמקרה אחד ביהמ"שפט הסתמך על הכלל (EHI. of Florida, Inc. v.), הכלל המוצע לא הפך מעולם (Insurance Co. of North America, 652 F. 2D. 310 (3D Cir. 1981) לכלל מחייב. הכלל נתקל בהתנגדות כהיותו מטשטש את קריה-הבחנה שבין תחולת סעיף 13(d) לתחולת סעיף 14(d). ראה ביקורתם של 2.15 (1984) M. Lipton & E. Steinberger, Takeovers & Freezeouts. הרשות לניירות-ערך מצירה לא התכחשה לעובדה, שגישתה המרחיבה לתחולת החוק של ויליאמס סוטה מכוונת המחוקק בשנת 1968. להצדקת הטעיה נחלתה הרשות כשינוי העתים והצרכים בשוק-המניות וטענה להחלת ההיגיון שבחוק ויליאמס על עסקאות, דוגמת האיסוף, אשר לא היו מקובלות בזמן חקיקת חוק ויליאמס — עסקאות המציגות קשיים דימים לאלו שהחוק בא לפתור. ראה Memorandum of the Securities and Exchange Commission to the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs Proposing Amendments to the Williams Act (מובא אצל גילסון [לעיל], הערה 1016-1015, [39].

52 ראה, למשל, (Feb. 27, 1980) Securities Regulation & Law Report (BNA), No. 542 (Special Supp.), (רק תהליך רליל של איסוף מניות — ער עשר החקשרויות במשך תקופה של שנה — איננו "הצעת-רכש") Sec. Ex. Act Rel. 8392 (1968) (כנ"ל).

53 ראה, למשל, SEC v. Carter, 774 F. 2D. 47, (2D. Cir. 1985); Hanson Trust Plc. v. SCM Corp., 774 F. 2D. 945 (9th Cir. 1985); Brascan v. Edper Equities, Ltd., 477 F. Supp. 773 (SDNY. 1979); Kennecott Copper Corp. v. Curtis-Wright Corp., 584 F. 2D. 1195 (2D. Cir. 1978); Energy Ventures Inc. v. Appalachiaian Co., 587 F. Supp. 734, 739 (D. Del. 1984); University Bank & Trust Co. v. Gladstone, 574 F. Supp. 1006, 1011 (D. Mass. 1983).

54 ראה D.A. Demott, "Comparative Dimensions of Takeover Regulation" 65 Washington U. L. Quarterly (1987) 69, 117.

אשר בעת ניסוחו, בשליש הראשון של המאה, שאלות של רכישת שליטה לא היו על סדר-היום העסקי של המשקיעים ולכן הדין האנגלי ופקודת-החברות הישראלית נמנעו מהסדרתן.

אין ספק, כי נושאים של רכישת שליטה ראוי שייקבעו בחקיקה ראשית. ואמנם, הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש בראשות השופט פרופ' א' ברק (להלן: ועדת ברק) שוקדת על עיצובו של הסדר שיעסוק בנושא זה ויכלול בעתיד בחוק החברות. ברם, עד שיקרום החוק עור וגידים ויבשיל פרי, האיצה הדינמיקה שבמציאות העסקית את הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב למלא את הוואקום הנורמטיבי שנוצר עקב שתיקת הדין החרות. דירקטוריון הבורסה חיבר מערך של הנחיות שעל-פיהן חברה הנסחרת בבורסה חייבת לנהוג בשורה של נושאים (להלן: הנחיות הבורסה)⁵⁵. ההנחיות, אשר היוו מטרה להתקפות שונות, הן בנוגע לעצם הסמכות להתקנתן⁵⁶ הן לגבי מהותן⁵⁷, נכנסו לתוקף בשנת 1986 ובזמן כתיבת שורות אלו הן עדיין תקפות. לאחרונה התקיימו התייעצויות בין גורמים מקצועיים שונים באשר לאפשרות הסדרת הנושאים של רכישת שליטה באמצעות התקנתן של תקנות שבסמכות שר-האוצר להתקין מכות תיקון 11 לחוק ניירות-ערך⁵⁸ (להלן: תקנות ניירות-ערך). תקנות אלו, אם תותקנה, תחלפנה את הנחיות הבורסה ותוקפן יוגבל עד לתאריך 30.6.1992, עם אפשרות הארכת תוקף לשנה אחת נוספת. לאחר-מכן — כך יש לקוות — יוסדר העניין באמצעות חקיקה ראשית. מעניין לגלות, כי כל אחד משלושת המקורות להסדר הנושא — הנחיות הבורסה, העמדות המובעות על-ידי הגורמים המכונים את תקנות ניירות-הערך והעמדות המסתמנות בוועדת ברק — מציג עמדה שונה באשר לשאלה בדבר רכישת השליטה בדרך של איסוף. להלן נסקור את שלושת העמדות השונות.

- 55 ההנחיות מובאות בפרק י"ו לכרך 2 של מדריך הבורסה לחברות רשומות.
- 56 בכמה מקרים סירבו משקיעים בחברות הנסחרות בבורסה לציית להנחיות הבורסה בנושאי הצעות-רכש, ובנושאים אחרים — בטענה שאין לבורסה סמכות להתקין. הבורסה הגיבה בהפסקת המסחר במניות החברה שבה השקיעו ולפיכך איימו המשקיעים בפנייה לערכאה שיפוטית לצורך בדיקת תוקף ההנחיות. הבורסה, אשר כנראה לא הייתה בטוחה בתוצאותיו של הדין, אם יתרחש, הצליחה בסופו של דבר להגיע להסכמים עם אותן חברות ולמנוע את הדין כתוקפן של ההנחיות הצוסקות ברכישת שליטה. רק במקרה אחד, העוסק בהוראה של הבורסה הקובעת כי בעל-מניות המחזיק לפחות 50% מזכויות-ההצבעה חייב להחזיק במקביל לפחות 25% מהון-החברה, הגיעה המחלוקת בין הבורסה לבין המשקיע לדין משפטי. בית-המשפט פסל את תוקף הוראתה של הבורסה תוך שהוא מנתח את סמכויות הבורסה כפי שהן עולות מתקנתה. ראה ע"ש (ת"א) 272/89 נמרודי לנד דבולופמנט בע"מ נ' הבורסה לניירות-ערך, פס"מ תש"ן (ב) 89. בינתיים תוקן חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, והוא מעניק לבורסה סמכויות ומניות לפיקוח מהותי בשאלות שונות. ראה סעיף 46 א לחוק, וכן ראה חוק ניירות ערך (הוראת שעה), תש"ן-1989. עם זאת ברור, כי הסמכות נועדה לאפשר לבורסה למלא את החסר עד שיוסדר הנושא בחוק וכי אין בתיקונים משום הכרה בסמכות הבורסה לקבוע הסדרים קבועים בנושאים הנדונים.
- 57 ראה א' פרוקציה, "רכישת חברות בישראל — שלושה מודלים" רבעון לכלכלה 144 (מאי 1990) 1.
- 58 ראה סעיף 56 לחוק ניירות ערך, ובמיוחד ס"ק (ד), המתייחס לתקנות בדבר רכישת שליטה בחברה רשומה אשר שר-האוצר רשאי לקבוע לפי הצעת הרשות לניירות-ערך בהתייעצות עם שר-המשפטים ובאישור ועדת-הכספים של הכנסת. סעיף זה נחוסף לחוק לאחרונה בסעיף 12 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 11), התשנ"א-1990.

(א) הנחיות הבורסה

הנחיות הבורסה מתייחסות לעסקאות של הצעת-רכש ולעסקאות אחרות המכונות "רכישת השפעה". מצירופן של הגדרות שונות בסעיף ההגדרות של ההנחיות עולה, כי ההסדרים שבהנחיות חלים על רכישת שליטה פורמלית בחברה (לפחות 50.01% מזכויות ההצבעה בחברה) או שליטה דה-פאקטו בחברה ("היכולת לכוון את פעילותה של החברה" גם אם לא נרכשה השליטה החוקית בה) וכן על רכישת שליטה מוחלטת בחברה (לפחות 75% מזכויות ההצבעה בחברה)⁵⁹. לעניינו חשוב לציין, כי ההנחיות חלות על עסקאות לרכישת הסוגים האמורים של שליטה הנעשות "בכל דרך שהיא", ובכלל זה – בדרך של איסוף מניות⁶⁰.

הנחיות הבורסה קובעות, כי כל החלטה לעריכת עסקה לרכישת השפעה (או להגשת הצעת-רכש) חייבת להיות מובאת לידיעת ועדה מיוחדת המתמנית על-ידי דירקטוריון הבורסה לצורך כך⁶¹. הוועדה, על סמך מידע מפורט המוגש לה, תחליט אם לאשר את העסקה אם לא, או אם להחנות את האישור בתנאים שתקבע⁶². בין היתר, וזהו המקרה השכיח, רשאית הוועדה להתנות כי רכישת ההשפעה תיעשה בדרך של הצעת-רכש, היינו: היא רשאית לכפות על הרוכש להרחיב את מסגרת השקעתו בחברה מעבר לעסקה המקורית שאת אישורה הוא מבקש, ולהציע לציבור בעלי-המניות, שלא שותף בעסקה, הצעת-רכש לרכישת מניותיו. עסקה שלא זכתה באישור או שלא עמדה בתנאים שקבעה הוועדה לאישור, לא תבוצע. אם בכל-זאת הועברה השליטה שלא על-פי ההנחיות, רשאית הבורסה להפסיק את המסחר בניירות-הערך של החברה⁶³. בפרקטיקה, הוועדה נהגה לדרוש מבעלי-שליטה חדשים כי יפנו בהצעת-רכש לרכישת 20%-30% מהחזקות הציבור במחיר זהה למחיר שבו התקיימו העסקאות להעברת השליטה⁶⁴.

כאמור, מלשון ההנחיות עולה, כי הן ישימות גם לגבי רכישת שליטה בדרך

59 ראה סעיף 1 להנחיות, המגדיר את המונחים "רכישת השפעה", "רכישת שליטה", "רכישת שליטה מוחלטת" ו"רכישה".

60 הגדרת המונח "רכישה", בסעיף 1 להנחיות, כוללת רכישת "בכל דרך שהיא, במישרין או בעקיפין... בין בפעולה אחת ובין על-ידי מספר פעולות או מספר שלבים שניתן לראותם כפעולה אחת". ההנחיות אינן מפרשות אימתי ניתן לראות כמה פעולות כפעולה אחת, אולם הדעת נוחתת כי פעולת איסוף מתוכננת שמטרתה רכישת שליטה תוך פרקיזמן לא ארוך כלולה בגדר זה.

61 ראה סעיף 3 להנחיות.

62 ראה סעיף 4 להנחיות.

63 ראה סעיף 1.4 להנחיות.

64 ראה ש' ברונפלד, "בער הצעות רכש – הערות למרפ' פרוקציה" רבעון לכלכלה 146 (נובמבר 1990) 329, 336. יצוין, כי מתיאורו של מר ברונפלד עולה שעיקר דיני הוועדה נטובו לגבי עסקאות שבהן השליטה נרכשה בדרך של הצעת-רכש. אין בידי מידע ביחס לשימוש שעשתה הוועדה בסמכותה לכפות הצעת-רכש על מי שרכש שליטה בדרך של איסוף מניות. השיקולים המנחים את הוועדה בדונה באישור ובהתניית הרכישה כוללים בין היתר בחינה של פיזור המניות, סוגי המניות, הסכמת הרוכש לאחר סוגים שונים של מניות, הסכנה שהצעת-הרכש תביא לצמצום סחרות המניה ולמחיקתה, המשאבים שלרשות הרוכש, מדיניות החברה לגבי חלוקת דיבידנדים ולגבי השקעות עתידיות וכד'. ראה הסבריו של יו"ר דירקטוריון הבורסה בוועדת ברק, כפי שהם מופיעים בפרוטוקול הישיבות מתאריכים 27-28.5.1988.

של איסוף⁶⁵, אך יש לסייג זאת בחריג המצוי בסעיף 4 ד (1) להנחיות, הקובע כי הוועדה לא תדרוש בדרך-כלל הצעת-רכש במקרה ש"רכישת ההשפעה מתבצעת בבורסה, באופן הדרגתי ובגלוי במשך תקופה העולה על 6 חודשים, ונמסר על כך דיווח עקיב במסגרת הדיווח על השינויים באחזקות של בעלי ענין". במלים אחרות: רכישת שליטה בדרך של איסוף לעולם אינה חסינה מפני התערבות של הוועדה בדרך של הצעת-רכש כפויה. האוסף יכול להקטין את הסיכוי שיידרש להציע הצעת-רכש אם יסכים לקיים את ההשתלטות בבורסה באופן פומבי ואיטי. אך בכל המקרים האחרים – רכישת שליטה בדרך של איסוף המתבצע מחוץ לבורסה, איסוף בבורסה הנעשה באופן לא-הדרגתי או במשך תקופה הקצרה מחצי-שנה או אף איסוף בבורסה במשך פרק-זמן ארוך יותר הנעשה דרך חברות-קש או באמצעים אחרים המסתירים את הכוונה לרכישת ההשפעה – החריג האמור לא חל, תהליך האיסוף כפוף לצורך באישור הוועדה וצפוי כי על הרוכש תוטל החובה להציע הצעת-רכש כפויה לשאר בעלי-המניות.

(ב) תקנות ניירות-ערך

בתאריך 1.7.1991 אמור היה לפוג תוקפן של הנחיות הבורסה ואת מקומן עמדו לתפוס תקנות ניירות ערך (רכישת שליטה והצעת רכש), התשנ"א-1991⁶⁶. ברם, בתהליך הכנת התקנות התגלעו חילוקי-דעות מהותיים בין הגורמים שהיו מעורבים בגיבושן לגבי שאלות שונות ועקב כך נמנע ביתחום שר-האוצר מלהתקין. המחלוקת נוגעת, בין היתר, בשאלה שבה אנו עוסקים כאן – שאלת רכישת השליטה בדרך של איסוף. נציגי הבורסה לניירות-ערך והרשות לניירות-ערך תמכו בהתרתו של איסוף כדרך לרכישת שליטה וטענו, כי אין צורך במעורבות של המחוקק בהסדרת עסקאות אלו⁶⁷. מנגד, גרס משרד-המשפטים, בהתאם לעמדות שהושמעו בוועדת ברק, כי יש לאסור כליל רכישת שליטה בדרך של איסוף⁶⁸. עקב חילוקי-הדעות בנושא גובשה בשלב מסוים הסכמה להתעלם מהנושא בנוסח הסופי של התקנות ולפיכך הטיטות המאוחרות של התקנות מסדירות רק הצעות לרכישת מניות המופנות לכלל בעלי-המניות בחברה או לכלל בעלי-המניות מסוג מסוים⁶⁹. הוצאת האיסוף מגדרן של התקנות פוטרת אותנו מלדון בתוכנן. דיינו שנציין כי אם אכן התקנות, לכשיוחקנו, תתעלמנה משאלת רכישת השליטה בדרך של איסוף, הרי שמאחר שהן אמורות להחליף את הנחיות הבורסה, עלול להישאר הנושא בלתי-מוסדר בדין הישראלי.

65 ראה גם סעיף 4 (ב) להנחיות, החדר ומדגיש עובדה זו המשתמעת גם מההגדרות.

66 התקנות היו אמורות להיות מותקנות מכוח סעיף 56(ד) לחוק ניירות ערך, ראה לעיל, הערה 58.

67 ראה נייר-עמדה של יו"ר דירקטוריון הבורסה מיום 27.5.1991, הקובע כי מן הראוי שהתקנות לא תחולנה על רכישת מניות תוך כדי המסחר בבורסה ועל רכישת בעסקה מחוץ לבורסה. הרשות לניירות-ערך הגישה בתאריך 17.4.1991 טיוטה לתקנות, שבה מרצע כי אין להחיל את התקנות על רכישת שליטה או השפעה מהותית (החזקה 25% או יותר של סוג מסוים של אמצעי-שליטה) במהלך המסחר בבורסה או ברכישת פרטית מחוץ לבורסה.

68 ראה טיוטה לתקנות, מיום 29.5.1991, שנוסחה במשרד-המשפטים.

69 ראה תקנה 2 לטיוטת התקנות מיום 17.4.91.

להשלמת התמונה ראוי לציין כי החוק הישראלי, כמו מקביליו באנגליה ובארזה⁷⁰, מטפל בהגברת העירנות של ציבור הסוחרים בשוק לגבי תהליכים של איסוף המרכיבים כמות משמעותית של מניות בידי משקיע מסוים. חוק ניירות-ערך מטיל חובת הודעה והזדהות על "בעל-ענין" בתאגיד, קרי: בעל-מניות המחזיק מעל ל-5% מהון המניות המונפק או מכוח ההצבעה של התאגיד⁷¹. בדומה להסדרים המקבילים באנגליה ובארזה⁷² אין לראות בחובת הדיווח של בעל ענין הסדר נורמטיבי ממצה של רכישת השליטה בדרך של איסוף, כיוון שהדיווח, כשלעצמו, אין בו די כדי להגן על כל האינטרסים המעורבים באיסוף.

(ג) ועדת ברק

בדיוני ועדת ברק קיבלה תמיכה עמדה הממליצה לאסור כליל רכישת שליטה בחברה בדרך של איסוף מניות⁷³. הוועדה מציעה הסדרים מפורטים לרכישת שליטה בדרך של מיזוג או הצעת-רכש, והיא ממליצה ששתי דרכים אלו (נוסף על רכישת פרטית של שליטה) תהיינה היחידות שבאמצעותן ניתן יהיה לרכוש שליטה בחברה. הוועדה סוברת, כי יש לקבוע מבחן אובייקטיבי שלפיו בעלות בסך מסוים של זכויות ההצבעה בחברה תיחשב כמעניקה לבעליה את "דבוקת השליטה". ניתן יהיה לאסוף מניות עד לסף ולאחריו⁷⁴, אולם אסור יהיה לחצות את הסף באמצעות איסוף. כך, למשל, אם הסף שייקבע יהיה 25% מזכויות ההצבעה, הרי שבעל-מניות שברשותו 20% מזכויות ההצבעה לא יהיה רשאי לקנות בעסקאות פרטיות בבורסה או מחוצה לה כמות מניות המייצגת יותר מ-5% מזכויות ההצבעה אלא אם-כן יפנה לכלל בעלי-המניות בהצעה למיזוג (ואז ירכוש את כל המניות הנתונות) או בהצעת-רכש (ואז יוכל לרכוש את הכמות המבוקשת, למשל: 5.01% מזכויות ההצבעה).

מאמר זה תומך בעיקריה של הצעה זו, מסיבות שיידונו בהמשך, ולכן תיאורה המפורט יידחה לפרק ד.

ניתן אם כן לקבוע, כי מחלוקת עמוקה מפרידה בין השקפותיהם של הגורמים השונים העוסקים בתכנון ובעיצוב ההסדר המטפל ברכישת שליטה בחברות בדרך של איסוף בישראל. קגוון הדעות משתרע מהטלת איסור כולל על השתלטות על חברה בדרך זו, עבור לקביעת הסדר של הצעת-רכש כופה על מקרים מסוימים של איסוף ועד לכפירה מלאה בצורך של המחוקק להתערב בעסקאות-איסוף. מסתבר כי שורש המחלוקת הוא בהערכות שונות של המציאות העסקית שיוצר האיסוף. שוללי

70 חובת ההודעה של בעל-ענין קבועה בסעיף 37 לחוק ניירות ערך. הגדרתו של "בעל-ענין" בסעיף 1 לחוק ניירות ערך שונתה לאחרונה בחוק מס' 11. התיקון הרחב את מעגל בעלי-הענין. כיוון שהוא הנמיך את רף ההחזקות הנדרש לשם היות משקיע "בעל-ענין" מ-10% ל-5%.

71 ראה הטקסט ליד הערות 26 ו-34.

72 ראה א' פרוקציה, דיני חברות חדשים לישראל (ירושלים, המכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש ה"ר סאקר, 1989) 385-387. כן ראה בפרוטוקול דיוני הוועדה משיבותיה בתאריכים 27-28.5.1988.

73 קיימת הצעה לקבוע שורה של מספרי סף, שהמעבר על פני כל אחד מהם יחייב הגשת מיזוג או הצעת-רכש ולא יוכל להיעשות בדרך של איסוף. כך, למשל, מוצע כי רכישת 30%, 75% ו-90% מזכויות-ההצבעה בחברה יהיו צייתניים אשר המעבר דרכם לא יוכל להיעשות בדרך של איסוף. ראה פרוטוקולי הוועדה. אנו מצטרפים לעמדה זו (ראה להלן, סעיף 27 (ג)).

ההתערבות מאמינים, כי מציאות זו איננה יוצרת סכנות מיוחדות לבעלי-המניות האחרים בחברה או לכלל הסוחרים בשוק; ואילו התומכים בהסדרת האיסוף מגלים בו פוטנציאל ממשי לפגיעה במשקיעים ולעיוות תהליכים בשוק-המניות ו/או בשוק לשליטה בחברות.

מבחינה מעשית אין כיום בישראל כל הסדרה בחקיקה ראשית או בחקיקת-משנה של נושא הדיון כאן. הנורמה היחידה המתייחסת לאיסוף מקורה בהנחיות הזמניות של הבורסה. מעבודת ההכנה לתקנות המתייחסות לנושא רכישת שליטה מסתבר כי אף אם הן תותקנה, הן לא תעסוקנה בנושא האיסוף. במצב דברים זה, כל מי שהזדמנות העסקית תיקרה לפניו יוכל לרכוש שליטה בחברה בדרך של איסוף מניות בבורסה או מחוצה לה ללא הגבלה של כמות המניות הנרכשת, של מספר העסקאות שהוא עורך, של אינטנסיביות הרכישה (תקופת האיסוף), של מחיר הרכישה וללא כל הגבלה אחרת.⁷⁴

4. סיכום

סקירת המשפט המשווה מגלה גיוון רב של עמדות באשר לשאלת רכישת השליטה בדרך של איסוף. המכנה המשותף היחידי לשלוש השיטות שנסקרו הוא היעדרה של התייחסות ספציפית ומפורשת בדין החרות לנושא. באנגליה הענין נדון כחלק מההסדר הרחב של רכישת שליטה חלקית בחברה. בארה"ב הנושא כלל לא מוסדר. גם הקולות התומכים בהסדרת האיסוף מציעים להחיל עליו את הנורמות המסדירות הצעות-רכש. כאמור, בישראל ההסדר הקיים מקורו בהנחיות זמניות של הבורסה אשר ייתכן כי חבוטלנה בקרוב בלא שתקבע נורמה מחליפה אחרת להסדרת האיסוף. ככל שאר ההיבטים של רכישת השליטה בדרך של איסוף חלוקות שיטות-המשפט באורח דרמטי:

ראשית, קיימת מחלוקת בדבר עצם הצורך בהסדר מיוחד לנושא. הסיטי קוד האנגלי, הרשות לניירות-ערך בארה"ב וועדת ברק בישראל מחייבים הסדר, ואילו בתי המשפט בארה"ב והרשות לניירות-ערך והבורסה בישראל שוללים את הצורך בו. שנית, גם בקרב התומכים עקרונית בצורך בהסדר קיימים חילוקי-דעות בסיסיים ביחס למהות ההסדר הרצוי. הדין האנגלי תומך בהסדר אגרסיבי של כפיית הצעת-רכש לרכישת כל המניות בחברה על-פי תנאי האיסוף, הרשות לניירות-ערך בארה"ב (כנראה בדלית ברירה) מציעה להחיל את דיני הצעת-הרכש על האיסוף, ואילו העמדות המושמעות בוועדת ברק נוטות לכיוון של הטלת איסור כללי על רכישת שליטה בדרך של איסוף.

שני הפרקים הבאים ייוחדו לניסיון להציע פיתרון לשתי מחלוקות אלו. בפרק הבא נבחן את שאלת הצורך בהסדרת הנושא של רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות וכפרק שלאחריו ננתח את ההסדרים האפשריים השונים ונציע את ההסדר הנראה לנו.

74 למעט, כמובן, חובת הדיווח הרגילה של בעל-עניין (ראה הטקסט לעיל, ליד הערה 70).

ג. הצורך בהסדר חקיקתי

כדי לבחון את שאלת הצורך בהסדרה חקיקתית של רכישת השליטה בחברה בדרך של איסוף, ננתח את תוצאותיו של האיסוף, אם לא יוסדר בחוק, משתי נקודות-מבט – של הגינות תאגידית ושל יעילות כלכלית⁷⁵. הדיון בהגינות התאגידית יעמיד במרכז החקירה את השלכותיו של האיסוף על רווחתם של בעלי-המניות בחברה הנרכשת (המשקיעים שמכרו את מניותיהם באיסוף והמיעוט⁷⁶ שלא השתתף בעסקאות ונותר מושקע בחברה) – רווחה הנגזרת, בין היתר, מהגנה על הערך של השקעתם בחברה, משמירה על האופי המקורי של ההשקעה, משמירה על תנאיה העקרוניים והבסיסיים של האמנה החוזית ושל הסביבה המסחרית שבהקשרם ובעטיים השקיעו בעלי-המניות בחברה ומהקפדה על קיומו של שויון בסיסי בין בעלי-המניות בחברה. הדיון ביעילות הכלכלית ימקד את הדיון בבדיקת השלכותיו של האיסוף על רווחתו הכוללת של המשק – רווחה הנגזרת מהיכולת להבטיח כי רכישת החברה תיעשה על-ידי מי שיכול להשיא את התפוקה מהשימוש כמשאבי החברה ומהיכולת להבטיח כי החברה לא תירכש על-ידי מי שאיננו משיא תפוקה. חשיבותו של כל אחד משני ההיבטים ברורה: אם ניווכח כי אי-הסדרת האיסוף פוגעת בהגינות התאגידית, הרי שלטווח ארוך הדבר עלול לגרום לערעור אמונם של המשקיעים בשוק-ההון ולקשיים בהשגת הון ולהעלאה עלות השגתו. כמובן, אם רכישת השליטה באמצעות איסוף איננה משיגה תוצאות יעילות מבחינה כלכלית, הרי שהיא גורמת לבזבז בלתי-מוצדק של משאבים במשק ויש למונעה. הדיון בפרק זה יבהיר, כי שתי המגרעות הללו מתקיימות באיסוף וכי ללא הסדרתו באמצעות נורמות שתקבענה בחוק, יתקיים מצב של פְּשָׁל־שוק אשר יפגע הן ברווחת המשקיעים בחברה הן ברווחת המשק בכללותו.

בחלק הראשון של הפרק נציג את העמדות השונות באשר לצורך בהסדר במקרה הכללי⁷⁷ של רכישת שליטה בעסקה פרטית להעברת שליטה ונסיק מעמדות אלו לגבי המקרה הפרטי של איסוף. בחלק השני יתרכז הדיון בניתוח השיקולים הספציפיים הנוספים המתעוררים בעת שרכישת השליטה בעסקאות פרטיות נעשית דווקא בדרך של איסוף מניות. לבסוף, בחלק האחרון של הפרק נבדוק את מקומו של האיסוף במערך החוקי הכולל של הדרכים לרכישת שליטה בחברה.

75. אנליזה כלכלית של כללים משפטיים מתחום דיני-החברות גורסת, כי מטרתם המרכזית של הכללים צריכה להיות השגת יעדים של יעילות כלכלית. מטרה זו תושג בעסקה בין צדדים אם כללי המשחק אשר תכפה המערכת המשפטית על הצדדים יובילו אותם להעביר את הנכסים נשוא העסקה לידי של משתמש אשר מעריך אותם יותר מאשר המתחרים בשוק. סביר להניח, כי משתמש כזה יעשה שימוש אופטימלי בנכסים ובכך תושג היעילות המבוקשת. לניתוח כללי של יעדי היעילות שדיני רכישת חברות אמורים לשרת. ראה פרוקציה (לעיל, הערה 72), 568-565; ובצוק (לעיל, הערה 27).

76. בעלי-המניות יכוננו להלן "מיעוט", כאשר אין באפשרותם להכתיב את מדיניותם העסקית לחברה (אף אם הם מחזיקים יותר מ-50% מוכניות-ההצבעה בחברה) וירוכז" כאשר הם שולטים בפועל בתהליך קבלת ההחלטות בחברה (אף אם הם מחזיקים פחות מ-50% מכח ההצבעה).

77. בזכור, רכישת שליטה בעסקה פרטית כוללת שני סוגים של רכישת שליטה – רכישת פרטית של דבוקת שליטה ואיסוף מניות. ראה לעיל, פרק 1.

1. שיקולים כלליים להסדרת העברתה של שליטה בעסקה פרטית

חילוקי-דעות מהותיים קיימים בנוגע לשאלת הצורך שבהגנת בעלי מניות-המיעוט כעת העברה פרטית של שליטה מיד ליד.

(א) שיקולים שבהגנות תאגידית

המצדדים בהתערבות המחוקק בהסדרתה של העברת שליטה בעסקה פרטית תומכים יתרוניהם בכמה נימוקים בעלי אופי זהה – הרצון להבטיח שהעברת השליטה לא תפגע בהגנות היחס שיקבלו כלל בעלי-המניות בחברה.

(1) חלוקת הפרמיה

המציאות המסחרית מלמדת, שכאשר נרכשת שליטה חלקית בחברה, הרוכש מוכן לשלם עבור כל מניה, המהווה חלק מדבוקת השליטה, מחיר העולה על מחיר השוק של אותה מניה, כאשר אין היא נמכרת כחלק מדבוקת שליטה. הפער בין שני מחירים אלו מכונה "פרמיית השליטה". בספרות המקצועית קיים תיעוד רב לסערה שעוררה שאלת זיהוי קבוצת הזכאים ליהנות מהפרמיה – מוכר השליטה או כלל בעלי-המניות. לדעת הגורסים כי הפרמיה היא נכס השייך לחברה (כיוון שהיא התמורה המשתלמת עבור נכס אחר של החברה-השליטה), אין להחיר לבעל-השליטה המוכר את מניותיו לשמור את הפרמיה לעצמו, ועליו לחלקה עם שאר המשקיעים בחברה.⁷⁸ ברם, מאחר שאותם משקיעים אינם צד לחוזה המכירה של המניות המייצגות שליטה, אין הם יכולים להבטיח בדרכים חוזיות את קבלת חלקם בפרמיה. לפיכך נדרשת התערבות של הדין, אשר תכפה על הצדדים לחוזה הסדר סטטוטורי שלפיו יקבל כל משקיע בחברה את חלקו היחסי בפרמיה⁷⁹; או הסדר אשר יעניק להם הזדמנות שווה למכור את מניותיהם לקונה השליטה באותם תנאים שבהם נרכשה השליטה.⁸⁰

(2) שינוי דרמטי בחברה

העברת השליטה בחברה עלולה להביא לעתים לשינוי מכריע במהלך חייה של החברה ולגרום להשלכות חשובות ביותר על עתיד ההשקעה של בעלי-המניות בה. כך, למשל, רוכש השליטה עלול להתגלות כבעל ניסיון עסקי פחות מזה של המוכר או כבעל קשרים וכישורים נחותים, ובכך ייפגע האינטרס הברור של שאר

78 ניתן לעצב את הטיעון האמור בצורה שונה: רוכש השליטה מקבל לידיו, תמורת קנייה של חלק מהמניות בחברה, את השליטה למעשה על 100% מנכסי החברה וממשאביה. 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.

79 פסיקה מפורסמת ברוח זו נקבעה ב-"*Cer. Denied*" *Perlman v. Feldman*, 219 F. 2D. 173 (2D Cir.), *Cer. Denied* 349 US 952 (1955).

80 למאמר קלסי בנושא ראה *Andrews, "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares"* 78 *Harv. L. Rev.* (1965) 505.

המשקיעים בחברה. מצב דברים זה עלול להתרחש משום שלמוכר, בעל היכולת לפקח על זהותו של רוכש השליטה, אין שום תמריץ להעדיף קונה "מתאים" שישא את רווחיות החברה⁸¹; ואילו המיעוט, אשר יש לו תמריץ ברור לברור את הטוב שבקונים, איננו צד לעסקה, ולכן איננו יכול לפקח על זהותו של רוכש השליטה בעסקה פרטית.

זאת ועוד: השינוי שיפגע במיעוט איננו בהכרח תוצאה של בחירת קונה בלתי-מוצלח, אלא הוא יכול גם לנבוע מבחירה נכונה של הקונה, אלא שהנבחר הוא בעל מדיניות עסקית ואופי השקעתי שונה מזה של מוכר השליטה. כך, למשל, משקיע זהיר הקונה מניות בחברה שבשליטת מוסד פיננסי שמרן עלול למצוא את עצמו, לאחר העברת השליטה, מושקע, בניגוד לרצונו, בחברה שבשליטת גוף אגרסיבי ואולי אף ספקולטיבי. שינוי הזהות של בעל-השליטה עלול להקרין שינוי על חלקים נרחבים של הווייתו של החברה ובכלל זה תחומי עיסוקה, מדיניותה העסקית, הסיכונים שהיא נוטלת על עצמה, מדיניות חלוקת דיבידנדים והקצאת מניות חדשות וכו'. לכאורה בעלי-המניות מוגנים מפני השינויים האמורים משום שדיני-החברות קובעים פרוצדורות לתהליך קבלת הכרעות דמוקרטיות בחברה לגבי חלק מהעניינים שהוזכרו והם יכולים להביע את עמדתם לגבי השינוי במסגרת הדיונים וההצבעות באסיפה הכללית. ברם, למעשה, מאחר ששליטת הרוכש בחברה מבטיחה לו גם שליטה בתוצאות ההליך הדמוקרטי⁸², מתברר כי אין במשטר הדמוקרטי כדי להבטיח את המיעוט מפני השינויים הדרמטיים שהם תוצאתה של עסקה שבה אין בעלי מניות-המיעוט נוטלים חלק ואותה אין הם יכולים לסכל. כמרכן, בעלי מניות-המיעוט אינם יכולים להגן על עצמם מפני השינויים באמצעות מכירת השקעתם בשוק-המניות, כיוון שהמחיר שיקבלו עבור מניותיהם לאחר השינוי ישקף את שווי החברה, על-פי הערכת השוק, לאחר העברת השליטה. היינו: ללא מעורבות החוק, העברת השליטה עלולה לפגוע באורח מיידי בשווי המכירה של מניות החברה ובכך לחסום בפני המשקיע את דרך ההימלטות מהתוצאות הנובעות מהעברת השליטה. לפיכך, יש הסוברים כי השינוי הדרמטי בחברה, תולדת העסקה הפרטית להעברת השליטה, מצדיק התערבות של התוק באמצעות מתן אפשרות הבחירה לבעלי מניות-המיעוט לכפות את הפסקת השקעתם

81 המוכר יוצא מהשקעתו בחברה ולכן ניחן קשר תלות בין האינטרס הפרטי שלו לבין האינטרס הכללי של החברה ושאר בעלי-המניות בה.

82 יו"ר הבורסה בתל-אביב העיד לאחורונה, כי "אסיפות בעלי העניין בחברות ציבוריות הן פארה. בעלי מניות המיעוט בחברות, גם בחברות גדולות, אינם מחזיקים בגעשה בחברות, ומרגישים כי אין להם מה לומר או מה לתרום. גם המשקיעים הגדולים – הקרנות והקופות – נמנעים מללכת לאסיפות". מנכ"ל הבורסה דיווח, כי הציבור בישראל פיתח מסורת של אדישות והזנחה ביחס להפעלת השפעתו על חברות. לדבריו, "כתוצאה מכך קורה שגם במקרים בהם בעלי מניות המיעוט יכולים להתארגן ולהשפיע – הם לא עושים דבר". ראה הארץ 11.7.91, עמ' 71.

בחברה בתנאים שלא יושפעו מהעברת השליטה⁸³. לפי עמדה זו, העברת השליטה כמוה כיצירת חברה חדשה ולכן אין לאכוף את המשקיעים להישאר בה.

(3) מיצוי על מגיעה בעבר

הרוב והמינוס אינם נהנים, בדרך-כלל, באורח זהה ממשאבי החברה. הרוב ממנה את עצמו או את מקורביו לתפקידים נושאי שכר בחברה, הוא יכול לכוון את קשירת החוחים בין החברה לבין צדדים שלישיים באופן שתופקנה לו או למקורביו טובות-הנאה, הוא מקבל החלטות באשר לקצב ולהיקף חלוקת הדיבידנדים בחברה, הוא מזוהה אישית עם החברה ולפיכך הוא עשוי ליהנות מהמוניטין של החברה ועוד⁸⁴. כאשר הרוב מפיק את טובות-ההנאה האישיות הללו מבלי לעבור על החוק (למשל: באמצעות חלוקת דמי-ניהול ובהשתתפות בהוצאותיהם של בעלי-השליטה), בעלי מניות-המינוס אינם יכולים להיעזר במערך הסעדים והתרופות הקבוע בחוקי החברות ולכן אין באפשרותם לאכוף שוויון-זכויות עם השולטים בחברה. יתירה מזו: המציאות הישראלית מלמדת כי אף במקום שבעלי-השליטה עושים בה, לכאורה, שימוש בלתי-לגיטימי – תוך הפרת חובות התנהגות הקבועות בחוק – לא תמיד מצליח המיעוט להפעיל את מערך הנורמות החוקיות האמורות להגן עליו מפני מעשים אלו⁸⁵. נוסף על כך, העובדות מלמדות, כי בישראל תשועת המיעוט איננה צומחת מפעולתם המתקנת של כוחות השוק בישראל⁸⁶. לפיכך, יש הסבורים כי על הדין להתערב כדי לאזן, ולו באופן גס וכוללני, את אי-השוויון בכוחות שתי קבוצות המשקיעים באמצעות מתן טובות-הנאה מסוימות למיעוט, אף מבלי שיוטל עליו להוכיח כי נפגע בפועל מניצול כוח השליטה על-ידי הרוב⁸⁷. בהקשר זה יכול להישמע הטיעון, כי המועד שבו מועברת השליטה בחברה הוא הזמן המתאים

83 דוגמא להתערבות של החוק להגנת בעלי-המניות הנחמכת ברציונל דומה מופיעה בחוק החברות הממשלחיות, חש"ח-1975. סעיף 9 לחוק קובע, כי כאשר חברה הופכת להיות חברה ממשלחית, חייבת המדינה לקנות את מניות בעלי-המניות האחרים שרצונם בכך. נראה, כי החוק סובר שיש להעניק תרופה מיחדת זו למשקיעים בחברה משום שהעברת השליטה בה מידיים פרטיות לידים ממשלחית מהווה שינוי דרמטי שהמשקיעים שבמיעוט נחשפים לו בלא שחישמו להם הזכות להתנגד לעריכתו.

84 ראה גם הדין להלן, בסעיף 21 (א) 1.

85 ראה, למשל, דין אצל שטרן, "הגנת בעלי המניות במיזוג חברות" משפטים כ (תשנ"א) 377, פרק ד. דוגמא לחוסר-התכלית שבהסתמכות על חובות אלו כדרך להגנת המשקיעים ניתן לראות בנעשה בישראל בתחום אכיפת האיסור על שימוש במידע-פנים. תבנית התנהגותן של חלק מהמניות הנסחרות בבורסה בתל-אביב מביאה רבים להצביע על חשד לכאורה של שימוש אסור במידע פנים שעושים בעלי-השליטה בחברות אלו. המעיין בטורי העיתונים העוסקים בניתוח שוק-ההון, יגלה, כמעט כעניין שבשגרה, רמזים עבים על הפרות של הנורמות הסטטוטוריות כעניין זה. אף-על-פי-כן, כמות המקרים שבהם הרשויות מבררות חדשות אלו צריין איננה משמעותית.

86 בחברה אשר השולט בה איננו מחזיק יותר ממחצית כוח-ההצבעה בה, אמור היה האינטרס של המיעוט להישמר באמצעות כוחות-השוק: כאשר בעלי-השליטה משתמשים באופן מושחת או לא יעיל במשאבי החברה, רווחיותה וערך מניותיה אינם אופטימליים ונוצרת הכדאיות העסקית, לגורמים אחרים בשוק, להשתלט על החברה באופן עדיף. ברם, מחקר אמפירי גילה, כי השכיחות של השתלטויות עדיפות בישראל מעטה ביותר או בלתי-קיימת. ראה פרקציה (לעיל, הערה 57), 2-3.

87 ראה ברונפלד (לעיל הערה 64) 332, הסובר כי הטיעון המרכזי להצדקת התערבותו של החוק בזמן העברה פרטית של שליטה הוא "הגנה על ציבור המשקיעים בדרך של קיצו חלק מהנחיות הבסיסיות, שבה נתון הציבור, בהשוואה למצבם של בעלי השליטה".

לפיצוי בעלי מניות המיעוט בחברה על הפגיעות שפגע בהם בעל-השליטה במהלך שלטונו בחברה. השליטה היא מקור הכוח לצבירת טובות-ההנאה על חשבון החברה ושאר בעלי-המניות, וראוי להגן על המיעוט כאשר היא מועברת מבעל-השליטה הקודם, שמיצה את יתרונותיו ככזה, לבעל-השליטה החדש, העתיד לעשות זאת⁸⁸.

(4) פיצוי על מגיעה עתידית

המיעוט עלול לסבול משימוש פסול שיעשה הקונה בשליטה. החשש הוא, כי המגיע שבעטיו קונה השליטה רוכש אותה הוא מגיע לא-חוקי, כגון בזיזת החברה, מניעת התפתחותה או ניצולה-לרעה בדרכים אחרות. אמת, גם מוכר השליטה עלול היה לנהוג באורח פסול שכזה, אולם העובדה שהמיעוט רכש את המניות בחברה בידעו את זהות בעל-השליטה המקורי מלמדת על כך שהוא נתן אמון בו ולכן הדין איננו נחלץ באופן מיוחד לעזרת המיעוט. ברם, כאשר מועברת השליטה באורח פרטי לגורם אחר, אין רוכש השליטה החדש עומד להצבעת אמון מחודשת של בעלי מניות המיעוט, והללו אינם יכולים להתגונן כנגד כוונותיו השליליות. כמסבר לעיל, כוחן של הנורמות החוקיות שמטרתן למנוע את הפגיעה בחברה על-ידי בעל-השליטה עלול להתגלות כבלתי-יעילה⁸⁹. לפיכך, יש הסוברים כי יש לקבוע הסדר סטטוטורי אשר יאפשר לבעל-המניות להיחלץ ממצב של כפיפות עסקית למי שהם חושדים בכוונותיו, כאשר מצב זה הוא תוצאה של העברת שליטה בעסקה פרטית שלגביה לא נתבקשה הסכמתם.

(ב) שיקולים שביעילות כלכלית

ניתן להעלות התנגדויות מגוונות לחלק מהשיקולים שהועלו כתמיכה בהתערבות המחוקק להסדרת העברה פרטית של שליטה⁹⁰. אנו נמקד את תשומת-הלב בטיעון כללי, אשר זכה בתמיכה משמעותית בספרות המשפטית-כלכלית בארה"ב. טיעון זה קובע, כי לא רק שאין כל צורך מיוחד בהגנת המיעוט במצבים של מכירה

88 ההגנה יכולה להיעשות, למשל, על-ידי חלוקת הפרמיה המשולמת בעסקה בין כל בעל-המניות, כיוון שניתן להתייחס לשיעור הפרמיה כאל הערכת הצדדים לעסקה את השווי המהותי של היתרנות שיפיק בעל-השליטה מהחברה על חשבון המיעוט. לרעתנו, קשה לתמוך בגישה זו עקב חוסר-הקשר שבין הנזק שנגרם למיעוט בעבר, מתוך גיסא, לבין שיעור הפיצוי והמאורע המפעיל את מתן הפיצוי, מאידך גיסא. כאשר לגובה הפיצוי ייחוס כי שיעור הפרמיה מעיד על הערכת הצדדים את היתרנות שרוכש השליטה יפיק ממנה בעתיד, אך אין בינו לבין הנזק שנגרם בעבר למיעוט ולא כלום. כאשר למועד הפיצוי, ניתן לעזור את השאלות הבאות: אם אכן נגרמים נזקים למיעוט בעל-המניות בכל החברות, מדוע הפיצוי יינתן רק לחברות שבהן מתחוללת העברת שליטה? כמו-כן, מדוע תיגרע זכותו של משקיע שהפסיד את השקעתו בחברה ערב העסקה, אך סבל למניכין משלטונו הנצלי של הרוב?

89 אמנם, הדין מכיר ביצירתה של עילת תביעה של בעל-מניות בחברה נגד רוכש שליטה לבזוז את החברה, ואפילו נגד מי שמוכר את השליטה למי שמתכוון לבזוז את החברה (ראה צ"א 817/79 קוסר נ. בנק ילי' שריכטוונגר בע"מ פ"ד לח(3) 253), ברם, העילות המבוססות על חובות האמונים והזהירות של המוכר ושל הקונה אינן מבטיחות בצורה מספקת את האינטרסים של בעל-המניות. ראה לעיל, הערה 85.

90 ראה, למשל, פרוקציה (לעיל, הערה 72), 360-361, החוקק את ההנמקות לחלוקת הפרמיה לכלל בעל-המניות.

פרטית של שליטה, אלא שהתערבות חקיקתית עלולה לפגוע כבומרנג בציבור בעלי-המניות שעליו היא באה להגן⁹¹.

הנחת-היסוד של הטיעון היא, כי עסקאות להעברת שליטה מקדמות בממוצע את היעילות הכלכלית המצרפית במשק ואת האינטרסים הכלכליים של כלל בעלי-המניות בחברה, ולא רק את האינטרסים של הצדדים לעסקה⁹². לפי גישה זו, רוכש השליטה מתקשר בעסקה משום שהוא מאמין שהוא יכול לנהל את החברה באופן רווחי יותר מאשר הבעלים הקודם של השליטה. נכונותו לשלם מחיר פרמיה עבור השליטה מקורה בהערכתו, כי שווי החברה תחת ניהולו יעלה את ערך מניותיה לא רק מעל לערכן הנוכחי, אלא גם מעל למחיר הפרמיה. קיימת חזקה מסחרית סבירה שציפיותיו של הרוכש, כי הוא יתגלה כמשתמש יעיל יותר במקורותיה של החברה, תתממשה משום שהשקעתו בחברה, הנקנית במחיר הפרמיה, מעידה על שכונו עצמי עמוק בכך. אמנם, המיעוט אינו נשאל לדעתו לגבי עדיפות או נחיתות ניהולו של בעל-השליטה החדש, אולם מאחר שרוכש השליטה מוכן לערוך להצלחתו בממונו, על הדין להניח לו לבצע את העסקה כראות-עיניו ללא מעורבות סטטוטורית. כמורכן, אף במקרה החריג שבו יתברר כי הרוכש — על-אף שכונו העצמי — אינו המשתמש היעיל ביותר, כוחות-השוק יתקנו את הטעות: העברת השליטה לידי הרוכש הנחות תביא במשך הזמן לירידת ערך החברה ובכך תיווצר ההזדמנות העסקית למשתמש יעיל יותר לרכוש את החברה ולהשיא את השימוש במשאביה. תהליך העברת השליטה בחברה מיד ליד ייפסק רק משכוחות-השוק יעריכו כי הבעלים הנוכחי של השליטה הוא הבעלים האופטימלי.

התרחשותו של תהליך הברירה הטבעית החיובית, שתואר לעיל, הוא אשר יבטיח את האינטרסים של בעלי מניות-המיעוט בחברה. אמנם, הם לא יקבלו באופן מיידי את הפרמיה שמוכר השליטה קיבל, אולם הם יישארו מושקעים בחברה בעלת סיכויי התייעלות טובים, שערך מניותיה עתיד לעלות אל מעבר למחיר הפרמיה. על-פי עמדה זו, כל כלל פיקוחי המתיימר להגן על בעלי-המניות אך יפגע בהם. כלל פיקוחי, כגון הטלת חובה לחלק את הפרמיה לכל בעלי-המניות או קביעת נורמה כי יש להציע את תנאי הרכישה לכלל בעלי-המניות, יעלה את עלות העסקה עבור הרוכש ולכן הוא עלול למנוע את קיומה⁹³. קיצורו של דבר, אם העברות השליטה יוצרות יתרונות למיעוט, הפיקוח, אשר יקטין את מספר העברות השליטה, יפגע במיעוט ולכן יש להימנע ממנו.

91 F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, "Corporate Control Transactions" 91 Yale L.J (1982) 698 (לעיל הערה 72), 362-361 וכן ראה פרוקציה (לעיל הערה 57) 5.

92 לאישוש הנחה זו ראה הפניות אצל פרוקציה (לעיל הערה 57), הערה 21. לניתוח המניעים לרכישת חברה, שמהם עולה כי בדרך-כלל הרכישה מקדמת יעדים של יעילות כלכלית, ראה שטרן, "רכישת חברות — המניעים והערכות" מחקרי משפט ח (תש"ן) 255. לכפידה בנכונותה של ההנחה ראה ברנפלד, הערה 64 לעיל, 334-335.

93 ראה איסטרברוק ופישל (לעיל הערה 91) 710-709.

(ג) הרלבנטיות למקרה הפרטי של איסוף מניות

מאחר שעניינו של מאמר זה הוא כשאלת הצורך בהתערבות המחוקק במקרה מיוחד של העברה פרטית של שליטה בדרך של איסוף, אנו פטורים מלהידרש להכרעה במחלוקת שתוארה לעיל בין התומכים לבין השוללים את הצורך בהגנת המיעוט בכלל המקרים של העברה פרטית של שליטה⁹⁴. עם זאת, חשיבות הצגתה של המחלוקת האמורה בהקשר הדיון על הנדסה המיוחדת של איסוף היא בכך, שמהכרת השיקולים השונים המועלים על-ידי שני הצדדים ניתן להסיק לכאורה את עמדתם בנוגע לרכישת שליטה פרטית בדרך של איסוף.

כל שיקולי ההגנות התאגידית המנחים את התומכים בהתערבות המחוקק במקרה הכללי של רכישת שליטה הם רלבנטים למקרה המיוחד של רכישת שליטה בדרך של איסוף. ההנמקות המתרכזות בפיצוי בעלי מניות המיעוט על הפגיעה בהם בעבר (באותם מקרים שבהם היה בחברה בעל-שליטה לפני האיסוף) ועל הפגיעה בהם בעתיד וההסבר בדבר הגנת בעלי-המניות מפני השינוי הדרמטי שיחול בחברה אינם מותנים בצורה העסקית שבאמצעותה מועברת השליטה ולכן כוחם יפה גם לגבי הצדקת התערבות במקרה של העברת שליטה בדרך של איסוף. גם הטענות הגורס, כי יש לחלק את הפרמיה לכל בעלי-המניות ישים לגבי איסוף אם כתוצאה מתהליך האיסוף, בבורסה או מחוצה לה, עלה מחיר המניה באופן חריג למגמת שוק-המניות כולו (או למגמת חברות מענף זהה או דומה) בתקופת האיסוף. לפיכך, סביר היה לצפות, כי המצדדים בהתערבות החוק להגנת בעלי-המניות במקרה הכללי של רכישת שליטה בעסקה פרטית יצדדו גם בהתערבות סטטוטורית במקרה של רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות.

זאת ועוד: דומה כי אפילו השוללים את התערבות המחוקק במקרה הכללי יתמכו בהתערבות במקרה של איסוף. בבסיס עמדתם, כפי שתוארה לעיל, עומד ניתוח היעילות הכלכלית של העסקה המבטיח – לדעתם – את האינטרסים של המיעוט דוקא כאשר כוחות-השוק יפעלו ללא מעורבות החוק. ברם, כפי שיוסבר

94 ניתן לאתר חולשות, בשני צדי המחלוקת. התומכים בהתערבות המחוקק להגנת המיעוט חייבים להידרש לשאלה מהו הסיכון המיוחד המתעורר בעת העברת השליטה מצדדיק את הפיקוח וההתערבות לטובת בעלי-המניות? מדוע אירועים אחרים בחייה של חברה, המשנים את אופי ההשקעה בה ואת הערכת הסיכון מול הסיכוי של המשקיע – כגון החלפת ההנהלה שאינה תוצאה של העברת השליטה או שינוי מסמכי-היסוד של החברה או שינוי תנאים מסחריים שונים – אינם מצדיקים פיקוח לטובת המיעוט, ואילו שינוי כתוצאה מהעברת השליטה מצדיק זאת? מדוע על הרצף להגנה, כי בעלי-מניות הרוכשים מניות-מיעוט מוכנים ליטול על עצמם את הסיכון שדעתם לא תישמע במגוון האמור של נושאים, אולם אין הם מוכנים ליטול על עצמם את הסיכון שישתנה בעל-השליטה בחברה? מנגד, טיעונם של השוללים את הצורך בהגנת המיעוט משכנע באשר להצגתו את עצם הייתכנות של יתרונות למיעוט כתוצאה מהעברת השליטה. ברם, האם בפועל היתרונות הללו מושגים? לצורך כך יש להראות לא רק שרכישות שליטה, בממוצע, מייצלות את חפקדן של החברות הנרכשות, אלא גם שכעלי מניות-המיעוט נהנים מהשיפור בחפקוד. תנאי לחלתול היתרונות שבהעברת השליטה למיעוט הוא הסכמתו מרצון של בעל-השליטה החדש לחלוק את היתרונות החדשים הנוצרים מרכישתו את השליטה בחברה עם המיעוט או יכולתו של המיעוט לאכוף את בעל-השליטה לחלוק עמו יתרונות אלו. ברם, ההסתמכות על ההסכמה מרצון איננה רציונלית וגם ההסתמכות על אמצעי-הכפייה של המיעוט איננה מבטיחה רכות. ראה לעיל, הערה 85.

להלן בסעיפים 10(ב) ו-13(ב) במקרה המיוחד של איסוף, ניתוח היבטי היעילות הכלכלית של העסקה מביא לתוצאה הפוכה המחייבת התערבות של המחוקק כדי למנוע עסקאות בלתי-אופטימליות.

ניתן לסכם איפוא, כי מהסתמכות על קודי הטיעון ועל ההיגיון העומד בבסיס כל אחת מהעמדות החולקות בעניין הצורך בהגנת המיעוט במקרה הכללי של רכישת שליטה בעסקה פרטית, ניתן להסיק ששתייהן כאחת אמורות להסכים כי על הדין להתערב במקרה המיוחד של רכישת שליטה באמצעות איסוף מניות. כפי שיוכח בתת-הפרק הבא, מסקנה זו מקבלת חיזוק ממשי מניתוח השיקולים הספציפיים השייכים לסיטואציה של איסוף מניות.

2. שיקולים ספציפיים⁹⁵ להסדרת העברתה של שליטה באמצעות איסוף

סקירת המשפט המשווה גילתה, כי שיטות-המשפט השונות אינן מייחדות את תשומת-הלב לשאלה של רכישת השליטה בדרך של איסוף, אלא הן נוטות להתעלם ממנה או להתייחס אליה כאל נושא שאת הסדרתו יש לבצע באמצעות סיפוח להסדרים חוקיים אחרים המטפלים בנושאים רחבים יותר. איננו שותפים לעמדה זו, כיוון שאנו מוצאים כי קיימים שיקולים ספציפיים המסבירים מדוע יש לתמוך בהתערבות המחוקק באמצעות קביעת נורמות יחודיות להסדרת הנושא הפרטי של רכישת שליטה בדרך של איסוף.

(א) שיקולים שבהגנות תאגידית

הדין האנגלי, ובמידה מסוימת גם הנחיות הבורסה בתל-אביב, מחילים את ההסדר של הצעת-הרכש הכפויה באורח זהה על רכישה פרטית של בלוק השליטה, על הצעת-רכש ועל רכישת שליטה בדרך של איסוף. אנו סבורים, כי מגקודת-ראות של הגינות תאגידית כלפי בעלי-המניות, יש לחלק בין האיסוף לבין שתי דרכי הרכישה האחרות. הקטע הראשון ימקד את תשומת-הלב בהבדל שבין רכישה פרטית של דבוקת השליטה לבין חלק ממקרי האיסוף, ואילו הקטע השני ימחיש את ההבדל שבין הצעת-הרכש לבין האיסוף.

(1) גיבוש שליטה ראשונית

כאשר השליטה ברכישה פרטית של דבוקת השליטה נרכשת מידי בעליה הקודם, לא משתנה מעמדם המהותי של בעלי-המניות שאינם שותפים בעסקה; שכן הן לפני העסקה הן לאחריה הם בעלי מניות-מיעוט בחברה הנשלטת על-ידי אחרים.

⁹⁵ השיקולים מכונים "ספציפיים" משום שהם מייחדים את האיסוף משאר דרכי הרכישה שאליו הושווה בשיטות-המשפט המשווה, קרי: רכישה פרטית של דבוקת שליטה והצעת-רכש. עם זאת, מעניין לגלות כי חלק מהשיקולים הספציפיים שיוזכרו – אלו הדנים בגיבוש השליטה הראשונית – ישימים באופן דומה לניתוח מצבם של בעלי-המניות בחברה הנרכשת בטכניקת-רכישה שאליה לא הושווה האיסוף בשיטות-המשפט המשווה – המיוזג. ראה להלן, סעיף 2 ג (א) 1. שאר השיקולים, אלו הדנים בחוסר-האחידות וביעילות הכלכלית, מייחדים את האיסוף מכל שאר טכניקות-הרכישה, כולל המיוזג. ראה להלן, סעיפים 2 ג (א) 2 ו-2 (ב).

כיוון שכך, מעמדם של אותם בעלי-מניות איננו תוצאת העסקה, אלא הוא קודם לה. מנגד, כאשר השליטה נרכשת באמצעות איסוף הדרגתי של מניות, בשורה של עסקאות שאינן תלויות זו בזו, מציבור של משקיעים שלא תיאמו ביניהם עמדות בזמן שהשקיעו בחברה, הצלחת האיסוף עשויה לשנות את מעמדה של החברה מחברה שאינה נשלטת לחברה נשלטת. לפני האיסוף, בהעדר שיתוף-פעולה בין בעלי-המניות השונים לצורך השלטת רצונם על החברה, נוהלה החברה על-ידי מנהלים מקצועיים אשר אינם קשורים ואינם ממונים על-ידי משקיע מסוים ולכן אין להם תמריץ, ישיר או עקיף, להעדיף אינטרס של משקיע כלשהו, באופן חוקי או פסול, על-פני האינטרסים של כלל החברה וכלל המשקיעים בה. במצב דברים זה ניתן להניח, כי בחברה שורר משטר של שוויון זכויות ושל שוויון הזדמנויות, הלכה למעשה, בין כל המשקיעים בחברה. ברם, לאחר האיסוף מופר השוויון, כיוון שבעלי-המניות שלא מכרו את מניותיהם הופכים ממשקיעים שוויוניים לחלק מקבוצת-מיעוט בעלת מעמד נחות בחברה.

לשינוי מעמדם של בעלי-המניות בחברה בלתי-נשלטת עקב האיסוף יש השלכות כלכליות חשובות: ראשית, האיסוף כופה על המשקיעים את הנחיתות הכללית והאופיינית של מיעוט יחסית לרוב בכל משטר דמוקרטי. הרוב יכול להכתיב את ה"אני מאמין" העסקי שלו – כמו גם, לעתים, את השקפותיו האידאולוגיות בתחומים הנוגעים לשאלות חברתיות, פוליטיות, אמוניות וכו' – לחברה⁹⁶. לפני האיסוף יכול היה כל בעל-מניה להניח, כי הסיכוי ששיקול דעתו המסתורי יתקבל על דעת האסיפה הכללית שווה לסיכוי שתועדף דעתם של אחרים, אולם לאחר רכישת השליטה בחברה ברור ששליטת הרוכש בהליך הדמוקרטי תבטיח לו את מימוש העדפותיו בכל מקרה וכי שמורה לבעל-השליטה זכות הווטו להפלת כל רעיון או הצעה שאינם מקובלים עליו. לפיכך, כאשר מוצגות מניות-מיעוט למכירה, יודע כל קונה פוטנציאלי כי אין הן מייצגות יכולת השפעה על מהלך חייה של החברה ולכן אין הוא מוכן לשלם עבורן מחיר שהיה מוכן לשלם עבור מניות-השליטה⁹⁷. שנית, האיסוף עלול להיות מנוצל לרעה על-ידי בעל-השליטה אשר יטה את משאבי החברה לצרכיו האישיים ובכך יצמצם את ערך רכושם של שאר המשקיעים⁹⁸. החשש מהשימוש הפסול שהשולט עלול לעשות בשליטתו מעוגן במציאות המסחרית היומיומית המוכרת לכול. נחיתות המיעוט בהקשר זה מתועדת היטב בפסקי-דין של בתי-המשפט ומשתקפת בהצעות שונות ליצירת מערך של חובות התנהגות של בעלי-השליטה ושל סעדים למיעוט במקרה של הפרת החובות⁹⁹. שלישית, שלטון הרוב בחברה יכול לקבוע לא רק את טיב הזכויות של כלל המשקיעים בחברה אלא גם את זהותם. דיני-החברות¹⁰⁰ מכירים ביכולתו של

96 ראה גם הדיון לעיל בסעיף 1 א) 2.

97 ראה אנדריו (לעיל, הערה 80) 526.

98 ראה Grossman & Hart, "Takeover Bids, The Free Rider Problem and the Theory of the Corporation" 11 Bell J. of Econ. (1980) 42.

99 ראה פרקציה (לעיל, הערה 72) פרק 23; וכן ראה צ' כהן, "בעלי מניות בחברה, זכויות תביעה ותורפות" (לשכת עורכי הדין בישראל, 1990) 212-197.

100 טכניקת-המיוג כהוראתה בשיטות-המשפט הנהוגות בעולם המתועש מאפשרת לאסיפה הכללית לקבל החלטה הכופה על כל בעלי-המניות את מכירת מניותיהם לצד שלישי במחיר שנקבע במשאומתן בין

בעל-השליטה להכריע בשאלת המשך השקעתו של המיעוט בחברה ואף מפתחים טכניקות יעילות ונוחות להשגת סילוקו של המיעוט, בניגוד לרצונו, מהחברה. רביעית, הפיכתה של החברה לנשלטת פוגעת בבעלי מניות-המיעוט, משום שהם מאבדים את הפוטנציאל שהיה להם לסחור במניותיהם כחלק מדבוקת השליטה. חמישית, הפקדת השליטה בידי גורם מסוים מחסנת אותו, כחלק מהמקרים, מפני האפשרות של השתלטות עוינת על החברה שתביא להחלפת ההנהלה אשר מונתה על-ידי השולט. מנקודת-הראות של המיעוט משמעות הדבר היא שכוחות-השוק לא יוכלו לפעול את פעולתם לשם הגנה על המיעוט מפני קבוצת-הרוב השולטת בחברה.

שורת ההנמקות הללו מבהירה מדוע קמצאים אמפיריים שנאספו בארה"ב מגלים כי עם רכישת השליטה בחברה יורד באורח מוחשי ערך המניות שלא נרכשו ביד קונה השליטה¹⁰¹. הנתון האמפירי וההנמקות האמורות מאששים את ההנחה שהפגיעה במיעוט, במקרה של גיבוש שליטה ראשונית בחברה, שונה באורח מהותי מהפגיעה בו במקרה שבו גם לפני העסקה אותם משקיעים היו בעמדת מיעוט בחברה. אף שבשני המקרים המיעוט הוא צד שלישי לעסקה ואיננו נוטל בה חלק, מעמדו משתנה לדעה במקרה של איסוף באורח ישיר יותר וברור יותר מאשר במקרה של העברה פרטית של דבוקת השליטה. לפיכך, הצורך בהגנת המיעוט במקרה של רכישת שליטה באיסוף בחברה בלתי-נשלטת גדול – לדעתנו – משמעותית מאשר במקרה של עסקה פרטית להעברת דבוקת השליטה בחברה מיד ליד.

(2) חוסר-אחידות

איסוף מניות הוא תהליך המורכב ממספר, לעתים לא קטן, של עסקאות יחידות. המשותף לכל העסקאות הוא, שתנאי הפתיחה לעריכתן שווים: הסחורה הנמכרת בהן זהה לחלוטין, הקונה הוא אותו קונה (בעל יכולת כלכלית קבועה, מניעי רכישה מסוימים וכדו') והעסקאות מתרחשות, בדרך-כלל, על-פני פרק-זמן לא ארוך שמשכו איננו נותן פתח להנחה שבין קיומה של עסקה אחת לחברתה השתנו התנאים הכלכליים הבסיסיים בחברה, בענף או בשוק שבהם היא מתפקדת. אף-על-פי-כן, למרות תנאי הפתיחה השווים, המציאות מלמדת שקיים חוסר-אחידות בתנאים הסופיים הנקבעים בין הצדדים לעסקאות השונות המתקיימות במסגרת האיסוף (בעיקר כאשר המדובר בחברה שמניותיה אינן נסחרות בבורסה). מקורו של ההבדל נעוץ בעובדה, שתהליך המשא-ומתן המוביל לכריתתה של כל עסקה הוא חשאי ופרטי, ותוצאותיו תלויות במקבילית-הכוחות האישית הנוצרת בין

החברה לצד השלישי. ההצעה לחוק חברות חדש בישראל מציעה לאמץ טכניקה זו, ראה פרוקציה (לעיל, הערה 72), פרק 37. לגיתוח הדין הנוהג הדין הרצוי בשאלת יכולתו של הרוב לכפות הפסקת השקעה על המיעוט ראה שטרן, "עיצובן המודרני של הזכויות החברות הנלוות למניה – מהנמקה קניינית להנמקה עניינית" מחקר משפטי ט (תשנ"א) 91 פרק 4.

101 ראה Securities Exchange Act, Release no. 21079 [1984 Decisions] Fed. Sec. L. Rep. CCH no. #83,637 (June 21, 1984).

המעורבים בו. כמו־כן יש לייחס את הפער בין תנאי העסקאות לעובדה שלצדדים לעסקאות השונות אין, בדרך־כלל, אפשרות להשוות מידע עם עסקאות אחרות הנערכות במסגרת אותו הליך.

מנגד, העיקרון הבסיסי המנחה את הטיפול החקיקתי בהצעת־הרכש הוא השגת שוויון בין כל המעורבים בעסקה¹⁰². כך, למשל, עיקרון כללי מס' 1 בסיטי קוד הבריטי קובע, כי: "All shareholders of the same class of an offeree company must: be treated similarly by an offeror". לשוויון המבוקש כמה פנים: זהו שוויון בטיפול (Equality of treatment) שמקבל כל אחד מהניצעים (למשל: מחיר הצעת־הרכש ותקופת־ההצעה זהים), שוויון בהזדמנויות (Equality of opportunity) המרצעות לכל אחד מהניצעים בהצעת־הרכש (למשל: הצעת־הרכש חייבת להיות מופנית לכל בעלי־המניות; אם ההיצע של המניות גדול מביקוש, המניות תרכשנה, על־פי יחס, מכל בעלי־המניות שנעתרו להצעה) ושוויון באינפורמציה (Equality of information) (על מגיש הצעת־הרכש מוטלת חובת גילוי רחבה, ואת המידע עליו להעמיד לרשות כל בעלי־המניות).

מהאמור עולה, כי בין מעמדם של בעלי־המניות הנחשפים להצעת־רכש לבין מעמדם של בעלי־מניות בחברה שמניותיה נאספות יש פער גדול: בעלי־המניות מופקרים באיסוף איש לגורלו ללא כל אמצעים להבטחת קיומו של אף אחד מסוגי השוויון הקיימים בהצעת־רכש. בטכניקת האיסוף הרוכש רשאי להציע מחירים שונים ותנאים שונים בעסקאות האיסוף השונות – בכך יש משום פגיעה בשוויון בטיפול. הרוכש איננו חייב לפנות לכל בעלי־המניות בהצעת הרכישה, אלא רשאי לבחור על־פי טעמו, את זה שעמו יקשור עסקה ובכך יש פגיעה בשוויון בהזדמנויות. כמו־כן הרוכש איננו חב חובת גילוי מיוחדת לאיש מהניצעים – למשל: על כוונותיו לרכוש את השליטה – ואין הוא חייב לגלות מידע זהה לכל הניצעים – ובכך יש פגיעה כפולה בעיקרון השוויון באינפורמציה.

ניתן לסכם ולקבוע, כי מאחר שהסכנה לפגיעה בהגנות התאגידית במקרה של איסוף גדולה יותר מאשר במקרים של רכישה פרטית של דבוקת השליטה (עקב גיבוש השליטה הראשונית) ושל הצעת־רכש (עקב חוסר־האחידות), אין להחיל הסדר זהה על שלוש דרכי הרכישה, אלא שלאיסוף יש לייחד הסדר מתאים התפור על־פי מידותיו המיוחדות.

(ב) שיקולים שביעילות כלכלית

עסקה לרכישת מניות המייצגות שליטה בחברה נבדלת מעסקה לרכישת מניות שאינן מייצגות שליטה בכך שבעסקה השנייה מועבר רק נכס אחד לקונה – מניות החברה; ואילו בעסקה הראשונה מועברים שני נכסים – מניות החברה והשליטה בה. לפיכך, יעדי המדיניות של יעלות כלכלית, השמים לעצמם למטרה לגרום לניצול מקסימלי של הנכסים המועברים בעסקה באמצעות הבטחת העברתם לידי של משתמש משיא תפוקה¹⁰³, חייבים לבחון את העסקה להעברת השליטה

102 ראה פרייזר (לעיל הערה 7), 438.

103 ראה הערה 75 לעיל.

בדרך של איסוף בפרזמה כפולה המשקפת את שני השווקים בהם נסחרים שני סוגי הנכסים הנסחרים בעסקה – שוק השליטה ושוק המניות.

(1) יעילות באשר למכירת השליטה בחברה

התומכים בניתוח כלכלי של כללים משפטיים גורסים, כי בדרך-כלל יש להימנע ממעורבות של החוק בעסקאות פרטיות בין צדדים שהסכימו להן, כיוון שחזקה על הצדדים שיפעלו כל אחד להשגת האינטרסים שלו בנכס נשוא המשא-ומתן, ולכן מובטח, גם ללא רגולציה, כי הנכס יועבר בסופו של דבר לידי המשתמש האופטימלי. האם היגיון זה יישם גם לגבי עסקאות שמטרתן רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות, או שמא האיסוף מהווה מקרה חריג המחייב התערבות של המחוקק? האם יעד המדיניות (המחייב הקצאה של השליטה לידי משתמש אשר ישיא את התפוקה ממנה) יושג, במקרה של איסוף מניות, על-ידי הפקרת העסקאות בידי מערך-הכוחות ששוק השליטה ייצור, או שמא יש לחשוש שאיסוף ללא רגולציה עלול למנוע השגת היעד האמור, עקב כשלון שוק, ולכן יש להפקיד את העסקאות לפיקוחם של כללים משפטיים שונים?

בעסקה לרכישת שליטה המתבצעת בכל אחת מטכניקות הרכישה, למעט האיסוף, הצדדים המעורבים בעסקה צרים לעובדה שמטרת העסקה היא העברת השליטה. במיזוג, בהצעת-רכש וברכישה פרטית של דבוקת השליטה הגוף המוכר את השליטה (החברה, ציבור בעלי-המניות או בעלי-מניות מסוים) מודע לכך, שמטרת העסקה איננה מצמצמת למסחר במניות החברה, אלא היא מכוונת לגרום להעברת נכס נוסף – השליטה בחברה. לפיכך, בכל אחת מטכניקות השתלטות אלו המשא-ומתן המתקיים בין הצדדים מביא לידי ביטוי את הערכתם את שווי השליטה ולכן ניתן להניח שכוחות-השוק יביאו לידי כך שהשליטה תועבר בסופו של תהליך לידי של המשתמש היעיל ביותר¹⁰⁴. לעומת זאת, באיסוף המצב שונה לחלוטין באשר טכניקת האיסוף עלולה לשמש מיסוך אשר יסתיר מכלל הסוחרים אינפורמציה חיונית על העסקה ובכך תימנע התחרות החיונית להבטחת היעילות הכלכלית.

האיסוף מורכב משורה של עסקאות יחידות, שאינן קשורות זו לזו. לכאורה, המשא-ומתן המתנהל בין הרוכש לבין כל אחד מבעלי-המניות הוא משא-ומתן עצמאי למכירת כמות מוגבלת של מניות שאין בה כדי להעביר את השליטה לידי הרוכש. הרוכש איננו מצהיר בפומבי או באופן פרטי על תוכנית הרכישה הכוללת שלו, והמשקיעים הניצעים, שאינם מתואמים ביניהם ואינם יכולים לגלות באופן עצמאי את התמונה הכוללת של הבעלות בהון החברה, אינם מודעים בדרך-כלל

104 כך, למשל, במקרה של רכישה פרטית של דבוקת שליטה, סביר להניח כי הסיבה שהמוכר והקונה הסכימו לתנאי העסקה נעוצה בכך, שהקונה מעריך את שווי השליטה עבורו יותר מאשר המוכר (או כל משתתף אחר בשוק) מעריך אותה. מצב דברים זה מהווה אינדיקציה טובה לכך שהקונה הוא משתמש המשיא את התפוקה מהנכס וכי העסקה "יעילה". לפיכך ראינו, שיש הסבורים כי משיקולים של יעילות כלכלית אין להתערב בעסקה כאמצעות כללים משפטיים וכי האינטרסים של המיעוט, הצמודים – לדעתם – לאינטרסים של בעלי-השליטה, לא ייפגעו מהעברת השליטה. למשתמש צדיף שיכחור, בדרך של מכרז, על-ידי כוחות-השוק. ראה לעיל סעיף 1, ג. (ב).

לקיומה של תוכנית כזו. זאת ועוד: רכישת השליטה בדרך של איסוף מצליחה להסוות, בדרך-כלל, את מטרתה האמיתית לא רק מפני בעלי-המניות הניצעים, אלא גם מפני שאר המעורבים בשוק השליטה בחברות. המוכרים וכוחות-השוק יסברו, שהרוכש באיסוף קונה נכס אחד – מניות; ולא יהיו ערים לעובדה שהצלחת האיסוף מעבירה לידי נכס נוסף – השליטה.

חוסר המודעות הכללית לתוכנן הכלכלי האמיתי של עסקאות האיסוף עלול לגרום לכך שהמשא-ומתן המתנהל בהן לא ישקף את הערכתם של הצדדים לו לגבי שוויים האמיתיים של התכנים הכלכליים המועברים בעסקה. העובדה שהרוכש מציע לבעלי-המניות מחיר הנראה להם, יוצרת, לכאורה¹⁰⁵, חזקה שהרוכש הוא משתמש יעיל יותר במניות, אולם אין בה כדי להצביע על היותו גם המשתמש היעיל ביותר בשליטה. גם העובדה שכוחות שוק השליטה לא יצמיחו מתחרים אשר יציעו מחיר גבוה יותר עבור המניות הנרכשות איננה מעידה על כך שהרוכש הוא המשתמש היעיל ביותר בשליטה, כיוון שכאמור, גם השוק איננו ער לעובדה שהשליטה עומדת למכירה ולכן לא נוצרה התחרות החיונית להבטחת היעילות הכלכלית. קיצורו של דבר, העברת השליטה בדרך של איסוף היא תוצאה של צירוף הסכמתם של המוכרים למכור נכס אחד – מניות; ואין היא מותנית בקיומו של הקריטריון המבטיח תוצאה יעילה בהקצאת הנכס האחר – השליטה.

מהניתוח הכלכלי עולה, כי קיים צורך חיוני במעורבות המחוקק לקביעת כללים נורמטיביים אשר יפקיעו מידי הצדדים לעסקאות איסוף את האוטונומיה על קביעת תנאיהם של עסקאות אלו ויכפיפו אותן לגורמות אשר תבטחנה את השגתם של יעדי היעילות.

(2) יעילות באשר למכירת מניות החברה

לכאורה ניתן להתגבר על תוצאות הניתוח הכלכלי לעיל באמצעות קביעתם של כללים נורמטיביים מינימליסטיים אשר יימנעו מהתערבות בתנאי עסקת האיסוף גופא ויסתפקו בקביעת כללי דיווח על כוונה להשתלט על חברה באמצעות איסוף. אכן, כללים כאלה קיימים בכל שיטות-המשפט שנסקרו לעיל בפרק ב, ואת מי שרכש בדרך כלשהי, ובכלל זה בדרך של איסוף, כמות מניות המעלה את היקף החזקותיו במניות החברה על סף מסוים, הם מחייבים להכריז על עצמו כעל "בעל-ענין" בחברה. הדיווח נועד לשמש תמרור-אזהרה לשאר בעלי-המניות והסוחרים על מוטיבציה אפשרית של הרוכש להשיג עמדת-זינוק לרכישת השליטה בחברה. האם די בררישת הדיווח הצנועה הג'ל כדי להבטיח את השגת היעדים של יעילות כלכלית במקרה של איסוף מניות, או שמא נדרשת התערבות מהותית יותר של החוק בהסדרת העסקה?

ניתוח הפרקטיקה של איסוף מניות מגלה, כי היא איננה מגיעה לתוצאות יעילות לא רק כאשר הרוכש שומר על חסיון כוונות ההשתלטות שלו, אלא אפילו כאשר בעלי-המניות הניצעים והשוק כולו מודעים לכוונת ההשתלטות. יתירה מזו: חובת הגילוי לא רק שאינן פותרות את פוטנציאל הפגיעה הכלכלית במיעוט, אלא

105 ההסתייגות תובהר להלן.

שהן מגבירות אותו ומחזקות את הצורך בהתערבות נורמטיבית בעסקה. הדיווח על כוונת ההשתלטות מהווה חרבה פופית: מחור גיסא, הוא תורם להבהרת המצב בשוק השליטה וליצירתה של תחרות פתוחה על השליטה בחברה, ומאידך גיסא, הדיווח עלול לגרום לעיוות הכוחות הפועלים בשוק למניות החברה ולהביא להקצאת המניות למשתמשים שאינם משיאי תפוקה¹⁰⁶.

במקרה של חשיפת כוונות ההשתלטות של הגורם האוסף את מניות החברה נוצר לחץ על כל בעלי-מניות העלול להביא אותו לקבלת בחירה מעוותת ולהיעדרות לעסקת האיסוף המוצעת, הגם שאין הוא סבור כי תנאיה כדאיים. לשם הבהרת הדינמיקה העסקית-פסיכולוגית העלולה להביא לכשל השוק האמור, שווה בנפשך את מערכת-השיקולים של בעלי-מניה ניצעת אשר סבור כי המניה שבידיו שווה יותר מאשר הוצע לו תמורתה על-ידי הרוכש. הניצעת עלול לחשוש כי למרות התנגדותו לתנאי העסקה ישיג הרוכש את השליטה בחברה באמצעות עסקאות אחרות ובכך יהפוך את מניותיו-שלו למניות-מיעוט נחותות; או, במקרה של חברה ציבורית, האיסוף יוליך לצמצום דרמטי של סחירות המניה עד כדי מחיקתה מן המסחר. עקב כך עלול בעלי-המניה להיעתר להצעה על-אף שבעיניו אין היא כדאית. תהליך זה עלול לחזור על עצמו אצל שאר בעלי-המניות ולהפוך לנבואה המגשימה את עצמה. תיאורטית ייתכן מצב שבו איש מבעלי-המניות הניצעים לא יעריך כי התנאים בעסקת האיסוף משתלמים לו, ואף-על-פי-כן תימכרנה המניות לאוסף. לפיכך מסתבר, כי ביצוע עסקאות איסוף ללא הסדרתן באמצעות נורמה חוקית מתערבת וכופה עלול להוליך להעברת המניות והשליטה בחברה למשתמש שלא ישיא את התפוקה מהן ובכך תסוכל השגת יצר המדיניות של יעילות כלכלית¹⁰⁷.

3. שיקולים מבניים הנגזרים מראייה כוללת של דרכי השתלטות

זווית נוספת לבחינתה של שאלת הצורך בהסדרה חקיקתית של האיסוף אפשר למצוא בהשוואה בין האיסוף לבין ההסדרים הנוהגים באשר לדרכי רכישה אלטרנטיביות – המיזוג, הצעת-הרכש והרכישה הפרטית של בלוק השליטה. שיטות-המשפט במדינות המתועשות אינן מניחות לגורם המעוניין לרכוש שליטה בחברה באמצעות אחת משלוש הדרכים הללו לעשות זאת ללא פיקוח, אלא הן גורסות כי על הדין להתערב בדרך ביצועה של רכישת השליטה בכל אחת מהטכניקות באמצעות שורה מפורטת של כללים נורמטיביים מחייבים¹⁰⁸. לדעתנו, אי-הסדרתו של האיסוף בחקיקה עלולה להשליך על דרכי יישומו של מערך החקיקה המטפל בדרכי הרכישה

106 כמסבר לעיל, המשתמש משיא התפוקה במניה הוא המשתמש היכול לעשות שימוש אופטימלי באגר הזכויות הצמודות למניה. כך, לדוגמא, יעדים של מדיניות כלכלית יושגו אם זכות-ההצבעה שהמניה מעניקה למחזיק בה – זכות המפקדה בידי את היכולת להשפיע על תהליך קבלת ההחלטות בחברה – תועבר לידי של משתמש היודע לעשות בה שימוש עדיף על-פני המשתמשים האלטרנטיביים בזכות.

107 החשש מפני הבחירה המעוותת של בעלי-המניות, כאשר הם מודעים לכוונת ההשתלטות, אינו מיוחד לאיסוף והוא קיים באורח דומה גם בהצעת-רכש. כשל השוק הנגרם כתוצאה מהלחץ שבו נתונים בעלי-המניות מצדיק אפוא את התערבותו של המחוקק לחילוף בעלי-המניות מהמייצר שהם נתונים בו בשני המקרים. ראה בבצוק לעיל הערה 27; פרוקציה (לעיל הערה 72) 585-586; ושטרן, "מיזוג חברות בישראל" משפטים כ (1990) 73, הערה 1.

108 להדגמת חלק מההסדרים ראה הדין להלן.

האחרות, כיוון שהתעלמות החוק מהאיסוף פותחת לפני הרוכשים פתח להתחמקות מתחולתם של ההסדרים החוקיים שעניינם מיזוג, הצעת-רכש או רכישה פרטית של שליטה.

רוכש יעדיף את הפנייה לאיסוף על-פני ההיזקקות לדרכים האחרות, כאשר הוא יעריך כי אין באפשרותו להשיג את התוצאות העסקיות והמשפטיות הרצויות לו, אלא באמצעות האיסוף. מהניתוח בסעיפים הקודמים עולה, כי רכישה בדרך של איסוף, בשיטת-משפט שאיננה מסדירה את האיסוף עלולה לאפשר לרוכש להשתלט על החברה גם במצב שבו יש בהשתלטות משום פגיעה כפולה בהגיונות התאגידית וביעילות הכלכלית. מנגד, נוכח להלן כי חלק משמעותי של ההסדרים החוקיים של המיזוג, הצעת-רכש והרכישה הפרטית של שליטה שמים לעצמם למטרה למנוע רכישות הנגועות בחוסר-הגיונות ובחוסר-יעילות. עולה מכך, כי אי-הסדרתו של האיסוף עלולה להפוך אותו למוקד-משיכה לקיומן של עסקאות, שהחוקים המסדירים את דרכי הרכישה השונות נועדו למנוע, ומכשיר לעקיפת הסדרים חוקיים אלו.

(א) שיקולים שבהגיונות תאגידית

להלן נסקור בקצרה נקודות מאפיינות מרכזיות של הסדרי החקיקה הנהוגים במשפט המשווה וב ישראל, העוסקים בתנאים המהותיים של עסקאות-מיזוג¹⁰⁹, הצעות-רכש¹¹⁰ ורכישה פרטית של דבוקת השליטה ובפרוצדורות החוקיות לביצוען, ונגלה כי ביסודם מונחים שיקולים של הגיונות תאגידית.

(1) תנאים מהותיים

בהצעת-רכש ובמיזוג החוק מטיל על הרוכש חובה להציע תמורה זהה עבור כל המניות שירכוש. במיזוג, שכל בעלי-המניות משתתפים בו¹¹¹, התמורה הזוהה מחולקת לכל בעלי-המניות, ואילו בהצעת-רכש התמורה מחולקת לכל בעלי-המניות שנעתרו להצעה. אם היצע המניות בהצעת-הרכש גדול מהכמות המבוקשת על-ידי המציע, החוק קובע כי על המציע לקנות את הכמות המבוקשת מכל בעלי-המניות על-פי היחס בין כמויות המניות שהם הציעו למכירה (pro rata). כמו-כן קובע החוק, כי אם העלה המציע את מחיר הרכישה במהלך התקופה של הצעת-הרכש, מוטלת עליו החובה להציע מחיר זה גם לבעלי-המניות שניאותו למכור את מניותיהם לפני

109 התנאים המהותיים והפרוצדורליים של המיזוג אשר יחברו להלן אופייניים לדיני-החברות הנהוגים במדינות השונות בארה"ב. לאזכורם של שניים מחוקים אלו ראה לעיל, הערה 28. בישראל המתח "מיזוג" מחבר בהקשרה של ה"פשרה או הסדר" המופיעים בסעיפים 233-234 לפקודת התברות [נוסח חדש], תשמ"ג – 1983. ברם, אין לזהות את ההסדר המתואר בסעיפים הנ"ל עם המיזוג כהודאתו כאן, כאשר שני ההסדרים עוסקים במקרים הנבדלים זה מזה בטכניקה משפטית, בתוצאה עסקית ובהיקף תחולתם. לדיון בהבדלים אלו ראה שטרן, לעיל הערה 107.

110 הסדרי החקיקה המוזכרים להלן מופיעים בחוק של ויליאמס (ראה הדיון לעיל, בסעיף ב 2(א)) ובהנחיות הכורסה (ראה לעיל, הערה 55 וסעיף ב 3(א)).

111 במיזוג, החברה היא צד לעסקה ולכן משהחליטה להיענות להצעת המיזוג, כל בעלי-המניות נאלצים למכור את כל המניות שברשותם.

העלאת המחיר. כללים אלו מלמדים – לדעתנו – על כוונותיו של המחוקק להגן על ציבור בעלי-המניות באמצעות שמירה על אחדות היחס כלפיהם¹¹² ובאמצעות קביעת הנורמה של חלוקת פרמיית השליטה בין בעלי-המניות¹¹³. במיזוג מחולקת הפרמיה לכל בעלי-המניות (שוויון בטיפול), ואילו בהצעת-רכש מוצעת הפרמיה לכל בעלי-המניות (שוויון בהזדמנות) ומקבלים אותה בפועל רק אלו שהחליטו להיעתר לעסקה. בשני המקרים מטרתה של חלוקת הפרמיה היא השגת ההגינות התאגידית.

החוק מטיל על הרוכש בהצעת-רכש – ובמידה פחותה גם במיזוג – חובות דיווח מפורטות. בכך מבטיח החוק, כי עסקאות אלו יתקיימו תוך שוויון באינפורמציה ביחסים שבין הרוכש לבעלי-המניות וביחסים שבין בעלי-המניות לבין עצמם.

ברכישת פרטית של דבוקת שליטה קיימת מחלוקת עמוקה באשר לשאלת הצורך בהסדרת צורה זו של רכישת שליטה בחוק. יש הסוברים, כי על הדין להתערב למען הבטחתה של חלוקת הפרמיה שיקבל המוכר בין כל בעלי-המניות (שוויון בטיפול); יש המצדיקים בכפייה על בעלי-המניות הרוכש להציע לכל שאר בעלי-המניות את ההצעה שהפנה לבעלי-השליטה (שוויון בהזדמנות); ויש הגורסים כי אל-לדון להתערב בשאלה של חלוקת הפרמיה¹¹⁴. גם השוללים את הצורך במעורבות החוק לשם יצירת שוויון מסכמים, כי על הדין להטיל נורמות-התנהגות מיוחדות על הצדדים לעסקה שבה נמכרת השליטה. הדין האמריקני, למשל, פיתח מערכת עניפה של כללי התנהגות מיוחדים המחייבים את בעל מניות-השליטה המעוניין למכור את בלוק השליטה לאחר. הפסיקה האמריקנית קבעה, כי על המוכר להימנע ממכירת השליטה למי שעלול לבזוז את החברה; כי עליו להימנע מלקיים את העסקה באופן המעורר חשש שהתמורה שיקבל בעסקה היא לא רק תמורת המניות שנמכרו אלא גם עבור המשרה שבה הוא החזיק כבעל-השליטה; כי עליו להקפיד שאין הוא מוכר, נוסף על מניות גם את ההזדמנויות העסקיות השייכות לחברה או לכלל בעלי-המניות ועוד¹¹⁵. כללי התנהגות אלו, המקובצים תחת הכותרת הכללית של חובות האמונים של בעל מניות-השליטה, נועדו למנוע מצב שבו העברת השליטה תתבצע על חשבון ציבור בעלי-המניות שאיננו שותף לעסקה ותפגע בהגינות התאגידית. הדין בחר להגן על ציבור בעלי-המניות באמצעות הטלת חובות ההתנהגות לא רק על מי שקונה את השליטה, אלא גם על מי שמוכר אותה, זאת על-אף שלעיתים למוכר אין אינטרס או כוונה לפגוע בבעלי-המניות¹¹⁶. אדם המעוניין לרכוש מניות-שליטה למטרות פסולות, כגון בזיזת החברה, עלול

112 ראה לעיל סעיף 1 (א)2.

113 ראה לעיל, סעיף 1 (א).

114 ראה הדין לעיל, בסעיף 1 (א) ובהפניות בהערות שם.

115 לדין בכללים אלו ולהפניות לפסיקה ראה Clark, *Corporate Law* (Boston, 1986) ch. 11.4. הדין הישראלי הפנים לתוכו את הצורך בקביעת נורמות התנהגות של בעלי-השליטה והטיל אחריות על בעל-השליטה המוכר את מניותיו למי שידוע לו כי כוונתו לבזוז את החברה. ראה קוסי נ. בנק י ל פריכטנברג (לעיל, הערה 89). גם ההצעה לדיני-חברות חדשים בישראל תומכת בקביעת מערכת של חובות הנלוות לשליטה והמופצלות בעת מכירת השליטה. ראה פרוקציה (לעיל הערה 72) 357-364.

116 הפסיקה האמריקנית קובעת, כי מכירת שליטה לבזוז היא הפרת חובת האמונים של בעל-השליטה, אף אם לא ידע על כוונת הבזיזה של הרוכש, אלא היה עליו לדעת על כך או שהוא העלים את עניו

לעתים להיתקל בסירוב בעל בלוק השליטה לשתף פעולה עקב אימתם של ההסדרים התחיקתיים הנ"ל. לפיכך, כמשטר המתיר איסוף מניות, המעוניין ברכישה ממניעים שליליים עלול לעקוף את כל מערך הנורמות הללו, כמו גם את הצורך לחלוק את הפרמיה (אליבא דחלק מהדעות), באמצעות רכישת השליטה בדרך של איסוף. באיסוף, השליטה נרכשת מציבור רחב של משקיעים, שאיש ממנו בפני עצמו איננו בעל השליטה בחברה, ולכן אין המוכרים כפופים לחובות ההתנהגות האמורות של בעלי-שליטה. כמו-כן, באיסוף, המוכרים אינם מודעים לעתים לאפשרות שהרוכש קונה את מניותיהם כחלק מתוכנית השחלטות ולכן אין הם כפופים לנורמות ההתנהגות הנ"ל.

(2) תנאים פרוצדורליים

במיוזג חברות קובע החוק, כי כתנאי לקיומה העסקה חייבת לקבל את הסכמת רוב מסוים של ציבור בעלי-המניות, במסגרת האסיפה הכללית של החברה¹¹⁷. גם בהצעת-רכש, אף שהיא מופנית לבעלי-המניות ולא לחברה, קיימת הצעה לקבוע בחוק, שתנאי מקדמי לעריכת העסקה יהיה קבלת הסכמה תומכת של רוב בעלי-המניות בחברה¹¹⁸. החוק קובע תנאים אלו משום רצונו למנוע סוגים שונים של פגיעה בהגיונות התאגידית. כך, למשל, החשש של פגיעה בבעלי-המניות עקב השינוי הדרמטי שיחול בחברה עם העברת השליטה בדרך של הצעת-רכש ובחלק ממקרי המיוזג¹¹⁹ והחשש מפני פגיעה עתידית, מאבד מעוקצו אם תנאי לקיום השינוי הוא הסכמת רוב בעלי-המניות בחברה. גם הבעייתיות המתעוררת עקב גיבוש שליטה ראשונית בחברה ודחיקת בעלי-המניות לסטטוס של מיעוט נפתרת, לפחות בחלקה, אם החוק מעמיד לפני בעלי-המניות את האופציה לדחות את ההצעה לגיבוש השליטה הראשונית. הצבעה חיובית של בעלי-המניות התומכת בגיבוש השליטה הראשונית משמעותה, שרוב המשקיעים בחברה סוברים כי היתרונות שיפיקו מניהול החברה בידי אנשי-שלומו של הרוכש עדיפים על הירידה בערך השקעתם עקב היותם מיעוט.

ניתן אם כן להכליל ולקבוע, כי ההגיונות התאגידית היא הרציונל הכללית של הנורמות החוקיות המסדירות את רכישת השליטה בדרך של הצעת-רכש, מיוזג ורכישה פרטית של בלוק השליטה.

מאפשרות זו, ראה, למשל, Calb. 354 (120 Cal. Rptr. 354) (1975).
App. 1975).

117 ראה למשל סעיף 73 ל-M.B.C.A.

118 ראה בבצ'וק ופרוקציה, "רכישת חברות" עיני משפט יג (1988) 71.

119 חשש זה לא קיים במיוזג שתמורתו משולמת במזומן, משום שבעלי-המניות מפסיקים את השקעתם בחברה עם השלמת העסקה ולכן אינם מושפעים מהשינוי. לעומת זאת, במקרה של מיוזג שתמורתו משולמת במניות החברה הרוכשת קיים החשש הנ"ל.

(ב) שיקולים שביעילות כלכלית**(1) יעילות במכירת השליטה בחברה**

במיוזג ובהצעת-רכש ברור לכל כי מטרת הרכישה היא השגת השליטה בחברה. החוק דואג להפצתה של התראה אודות הצגתה של החברה למכירה ועל תגובה מתירה שהוצמד לה בכך שהוא מתנה את העסקה בהבאתה לאישורה של האסיפה הכללית (כמיוזג) או בפרסומה בקרב הקהל הרחב (בהצעת רכש). חובת אישור העסקה באסיפה הכללית מאפשרת לכל בעל-מניה להתייחס לתנאיה לא כאל הצעה לרכישת המניות שברשותו אלא כאל הצעה לרכישת השליטה (שאיננה בידיו). חובת הפרסום של ההצעה גורמת לכך, שאם הרוכש איננו משיא התפוקה של החברה, יצמיתו כוחות-השוק הצעה טובה יותר מזו של הרוכש, יתפרסם מכרז על השליטה ובסופו של הליך תעבור השליטה לידי המשתמש היעיל ביותר בה.

(2) יעילות במכירת מניות החברה

ההצעה לקבוע בחוק, כי תנאי להכשרתה של הצעת-הרכש הוא אישורה על-ידי רוב בעלי-המניות הניצעים¹²⁰, באה לפתור את בעיית עיוות הבחירה של בעלי-מניות אלו. ברם, מאחר שאותה מערכת-לחצים קיימת גם בהקשרו של האיסוף¹²¹, אי-הסדרתו של האיסוף בחקיקה עלולה לאפשר לרוכש לכפות על בעלי-המניות את תהליך הבחירה המעוותת תוך עקיפת ההסדרים של הצעת-הרכש. מכל האמור עולה, כי הסדרי החוק המטפלים בדרכי הרכישה השונות שמו להם למטרת-על למנוע את הפגיעה בהגינות התאגידית וביעילות הכלכלית של עסקאות לרכישת שליטה. אי-הסדרתו של האיסוף בחוק תותיר פרוצה חמורה בחומת ההסדרים הללו ועלולה לסכן את הצלחתם במניעת הפגיעות בהגינות וביעילות של עסקאות לרכישת שליטה בחברות. לפיכך, ראייה מבנית של מכלול הדרכים לרכישת שליטה מחייבת את התערבותו של החוק למניעת עסקאות-איסוף בעייתיות, כך שתיחסם האפשרות של העברה בלתי-הוגנת או בלתי-יעילה של שליטה בחברה.

ד. בחינת ההסדרים האפשריים

מבסיסנו את הצורך בקביעתו של הסדר חוקי לשאלת האיסוף, עלינו לפנות לבחינת מהותו של ההסדר הרצוי אשר ימנע את הפגיעה בדרך פעולתו ההוגנת והיעילה של השוק במקרים של רכישת שליטה באמצעות איסוף. בתחילה ננתח את ההסדר האנגלי ונדגיש את מגבלותיו ואת קוצר-ידו. לאחר-מכן נציע את ההסדר שנראה לנו – הסדר התומך בהטלתו של איסור כולל על רכישת שליטה בחברה בדרך של איסוף.

120 ראה לעיל, הערה 118.

121 ראה לעיל, סעיף 21 (ב)2.

1. הצעת-רכש כפויה

הסיטי קוד האנגלי קובע הסדר שלפיו מוטלת חובה על בעל-מניות, האוסף מניות מעבר לסף מסוים, להציע לשאר בעלי-המניות בחברה לרכוש את המניות שבידיהם בתנאים זהים לתנאים הנדיבים ביותר שהוצעו על-ידו לבעלי-המניות במהלך האיסוף¹²². באופן דומה, אף כי לא זהה, הנחיות הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב כופות, בחלק מהמקרים, על רוכש השליטה בדרך של איסוף להציע למיעוט לרכוש חלק מהמניות שבידיו במחיר שנקבע על-ידי הוועדה להצעות-רכש¹²³. האם יש בכוחה של הצעת-הרכש הכפויה כדי לעקר את הסכנות שהאיסוף מציב לשוק-ההון, הן ביחס לשמירה על הגינות תאגידית כלפי בעלי-המניות הן מבחינת היעד של הבטחת השגתה של יעילות כלכלית בעסקאות למכירת שליטה בחברות? לדעתנו, ניתוח ההסדר האנגלי מלמד, כי התשובה לשאלה זו שלילית בתכלית.

(א) הגינות תאגידית

(1) התליית ההגנה על המיעוט בחובה להפסיק את ההשקעה בחברה

ההנחה המובלעת בהסדר האנגלי היא שהצעת-הרכש הכפויה מגוננת על המיעוט בכך שהיא מאפשרת לו להיחלץ ממצב של כפיפות עסקית לגורם שאיננו מקובל עליו – רוכש השליטה – תוך שהיא מבטיחה שהמיעוט יקבל, בעת שצא מההשקעה בחברה, תנאים שווים לאלו שקיבלו שאר בעלי-המניות שמכרו את מניותיהם במסגרת האיסוף. דרך הגנה זו היתה, לכאורה¹²⁴, נאותה אילו הבעייתיות היחידה שבאיסוף היתה הפגיעה שהמיעוט עלול לסבול בעתיד כתוצאה מהשותפות העסקית שנכפית עליו עם השלמת רכישת השליטה בדרך של איסוף¹²⁵. ברם, כפי שהעלה הניתוח בפרק הקודם, החששות מפני הפגיעה בהגינות התאגידית רחבות מעבר לשאלת השותפות הכפויה על המיעוט עם הרוכש.

להבנת מגרעת בסיסית זו של ההסדר האנגלי יש למקד את תשומת-הלב לעובדה, שהצעת-הרכש הכפויה מתכוונת לשמור על ההגינות התאגידית אך ורק באמצעות התערבות במבנה הבעלות בהון החברה הנרכשת לאחר השלמת תהליך האיסוף. לשון אחרת: הצעת-הרכש הכפויה איננה מגנה על המיעוט באופן אוטומטי בכל מקרה שהשליטה הועברה באמצעות איסוף, אלא מתנה את מתן ההגנה בפעולה שינקוט המיעוט – הסכמתו למכור את מניותיו ולוותר על המשך השקעתו בחברה. לפיכך, נשאלת השאלה, מהי ההצדקה העניינית להתליית ההגנה על המיעוט בהסכמתו להפסיק את השקעתו בחברה? כך, למשל, לדעת הגורסים כי

122 ראה לעיל, סעיף ב.1.

123 ראה לעיל, סעיף 33 (א).

124 הסיבה להסתייגות חוברה בהמשך סעיף זה.

125 השותפות העסקית עם הרוכש עלולה לגרום פגיעה בעתיד למיעוט עקב השינוי הרמטי שייגרם כתוצאה מהעברת השליטה בחברה (לעיל, סעיף 11 (א) 2). פגיעה עקב פעולות בלתי-לגיטימיות שיבצע רוכש השליטה בעתיד (לעיל, סעיף 11 (א) 4) ופגיעה הנובעת מגיבוש השליטה הראשונית בחברה בלתי-נשלטת (לעיל, סעיף 22 (א) 1).

יש לחלק את פרמיית השליטה בין כל בעלי המניות, איך ניתן להצדיק את התניית העברתה של פרמיית השליטה לבעלי מניות המיעוט בהסכמתם למכור את רכושם? אם השליטה היא נכס של החברה, מדוע ייגרע חלקו של מי שמאמין בעתיד החברה ולכן רוצה להישאר מושקע בה? כמו-כן, מדוע קבלת הפיצוי על הפגיעה שספג המיעוט בעבר מבעלי השליטה הקודמים יותנה בהסכמתו של המיעוט להתנתק מהחברה?

(2) מחיר הצעת הרכש – המודעות להעברת השליטה

ההסדר האנגלי דוגל בהצעת הרכש הכפויה כתרופה לבעלי מניות המיעוט בכלל המצבים שבהם מועברת השליטה החלקית בחברה – רכישה פרטית של דבוקת שליטה מידי המחזיק בה, הצעת רכש רגילה (וולונטרית) ואיסוף – ללא תלות בטכניקה שבאמצעותה מועברת השליטה. לדעתנו, אף אם ניתן, אולי, למצוא היגיון בהסדר כאשר הוא מתייחס לרכישה חלקית של שליטה הנעשית באמצעות טכניקת רכישה פרטית של דבוקת שליטה מבעלי השליטה או באמצעות הצעת רכש – קשה להגן עליו במקרה של העברת השליטה בדרך של איסוף.

א. רכישה פרטית של דבוקת שליטה ואיסוף

בהעברה פרטית של בלוק השליטה המחיר שנקבע בעסקה בין בעלי השליטה לקונה נגזר מכך, ששני הצדדים לעסקה מודעים לעובדה שנוסף על המניות נמכרת גם השליטה. לפיכך, ההסדר האנגלי, המבטיח שהמיעוט, אף שאיננו מוכר שליטה, יקבל גם הוא מחיר זהה עבור מניותיו, מעניק למיעוט יתרון כלכלי שיש בו אלמנט של הגנה כלשהי. ברם, במקרה של איסוף, המחיר המועתק מעסקאות האיסוף להצעת הרכש הכפויה אין לו משמעות כלכלית מבטיחה מבחינת המיעוט, כיוון שבחלק ניכר מעסקאות האיסוף המוכרים כלל אינם מודעים להעברת השליטה ולכן אין הם מבקשים מחיר גבוה בהתאם לכך. לפיכך, אף שההסדר מבטיח פורמלית הזדמנות שווה לכל בעלי המניות למכור את מניותיהם במחיר אחיד (שוויון בהזדמנויות), אין הוא מגן עליהם מהותית, שכן המכנה המשותף לכל העסקאות עלול להיות מחיר בלתי הוגן אשר איננו מבטא את העובדה שהועברה השליטה בחברה.

ב. הצעת רכש ואיסוף

המחיר שהצעת הרכש הכפויה נוקבת בו מפלה לרעה את בעלי המניות בחברה, שהשליטה בה נרכשת בדרך של איסוף, יחסית לבעלי מניות בחברה שהשליטה בה נרכשת בדרך של הצעת רכש רגילה (וולונטרית). בהצעת רכש רגילה המחיר הנקוב בהצעה איננו שרירותי ואף איננו תוצאה של משא ומתן פרטי בין מוכר מרצון לקונה מרצון. החוק קובע הסדרים מורכבים ומפורטים, שמטרתם להבטיח את פומביות הצעת הרכש, לחשוף אינפורמציה חיונית לשם קבלת החלטת המכירה, לקבוע לוח זמנים שיאפשר לגורמים שונים לבחון את ההצעה ולהעריכה וכדו'.

באמצעים אלו החוק מאפשר לחשוף את המחיר הנקוב בהצעת-הרכש לביקורתו של השוק ובכך מובטחת התפתחותו של מכרז לרכישת המניות אשר יגרום לכך כי המחיר שיושג לבסוף יהיה המחיר האופטימלי. לפיכך, כאשר הסיטי קוד מבטיח למיעוט שלא השתתף בעסקה, כי יהיה רשאי למכור את מניותיו במחיר האמור יש בכך משום נחמא פורחא עבורו. מנגד, בהצעת-רכש כפויה, במקרה של איסוף המחיר הנקוב בה מועתק מעסקה המתקיימת בדרך של משא-ומתן פרטי בין הצדדים ללא ביקורת השוק וללא כל מערך-ההסדרים האמור שמגמתו לשמור על האינטרסים של בעלי-המניות. כמובן ברור, כי פרסומה של הצעת-הרכש הכפויה לא יביא להתפתחותה של תחרות על המניות הנמכרות, אשר תבטיח לבעלי-המניות תמורה השווה בערכה לזו שהיו מקבלים לו היתה מוצעת להם הצעת-רכש רגילה: בהצעת-רכש רגילה הרוכש מעוניין להשיג את השליטה בחברה; ואילו כאשר מוצעת הצעת-הרכש הכפויה, השליטה איננה עומדת למכירה (שהרי היא בידי המציע). לפיכך, במקרה של הצעת-רכש רגילה, במקום שהמחיר הנקוב בהצעה נמוך, פועלים הכוחות התחרותיים של שוק השליטה להעלאת המחיר. מנגד, במקרה של הצעת-רכש כפויה, לא יגלה שוק השליטה ענין בעסקה. כתוצאה מכך ניתן להכליל ולקבוע, כי ההסדר האנגלי מנטרל לחלוטין את השפעתם של כוחות שוק השליטה על המחיר שיקבל המיעוט עבור מניותיו: לא זו בלבד שהמחיר הנקוב בהצעת הרכש הכפויה לא מבטא את הערכות הסוחרים בשוק לגבי שווי מניותיה של החברה ולגבי שווי השליטה בה, אלא שגם לאחר פרסומה של הצעת-הרכש הכפויה אין לצפות שכוחות-השוק ימציאו מתחרים על מניות אלו.

לסיכום, רכישה של שליטה חלקית יכולה להתבצע תוך מודעות להעברת השליטה (רכישה פרטית של דבוקת שליטה והצעת-רכש) או ללא מודעות כזו (איסוף). לפיכך מזור, שהסיטי קוד האנגלי קצב תרופה אחידה למחלות שונות. התמיהה מתחזקת כתוצאה מהניתוח שערכנו, המגלה כי דווקא במקום שהתרופה נחוצה ביותר – באיסוף – מינונה נחלש עקב העובדה שהמחיר המוצע למיעוט בהצעת-הרכש הכפויה עלול שלא לבטא את העובדה שהשליטה הועברה מיד ליד.

(3) מחיר הצעת-הרכש – אי-כדאיות ההצעה

אף לדעת הסוברים כי בעלי-המניות אינם זכאים לקבל את המחיר המבטא את העברת השליטה¹²⁶, הצעת-הרכש הכפויה עלולה להתגלות כבלתי-מספקת להגנת בעלי-המניות אשר לא השתתפו בעסקאות-האיסוף. סביר להניח, כי לפחות חלק מבעלי מניות-המיעוט סירבו להיעתר לעסקאות שהוצעו על-ידי הרוכש במהלך האיסוף משום שבעיניהם המחיר שהוצע על ידו לא היה כדאי. הגנתם של אותם בעלי-מניות תלויה, על-פי ההסדר האנגלי, בנכונותם לחזור בהם מהערכתם הקודמת ולמכור את המניות במחיר שנאספו. במלים אחרות: "בעל-המניה איננו יכול להגן על עצמו מפני מצבים שבהם הוא מעריך כי מחיר הצעת-הרכש איננו כלכלי, שכן אז הוא עומד בפני הבחירה בין שתי רעות – הימנעות מהיענות להצעת-הרכש תוך ויתור על ההגנה החלקית שהיא מציעה לו או מכירת רכושו במחיר שבעיניו

126 ראה לעיל סעיף 11 (ב).

הוא מחיר הפסד¹²⁷. כך, למשל, באשר לבעיה של גיבוש השליטה הראשונית בחברה שאיננה נשלטת: אמנם, המיעוט יכול, על-פי ההסדר האנגלי, למכור את מניותיו לרוכש ובכך להימנע מלהפוך למיעוט בעל-כורחו; אולם מאחר שהמחיר שיקבל עם פרישתו מהחברה עלול להיות בלתי-מספק, האופציה האמורה להבטיח את הגינות העסקה עבורו איננה ממשית.

לכאורה ניתן לטעון, שאין זה מתפקידו של ההסדר להבטיח כי המחיר שיוצג למיעוט יהיה כראי בעיני כל אחד מבעלי-המניות וכי די בכך שהמחיר שתנקוב הצעת-הרכש ייקבע על סמך המחיר שהושג בעסקאות חופשיות שהתקיימו בשוק בין מוכר מרצון לקונה מרצון. ברם, לדעתנו, התליית ההגנה על המיעוט מפני כל הסכנות האורבות לו כתוצאה מהעברת השליטה בדרך של איסוף בהסכמתו לכפוף את שיקול-דעתו המסחרי באשר לשווי המניה, לשיקול-דעתם המסחרי של בעלי-מניות פרטיים אחרים — שמספרם וכמות המניות שהם מוכרים עלולים להיות מזעריים¹²⁸ — איננה סבירה, ויש בה כדי לפגום מהותית בהשגת היעד של הגינות תאגידית.

מכאן, שאף שההסדר האנגלי מאפשר לכאורה לבעלי מניות-המיעוט להתגונן מפני חלק מהסכנות הצפויות להם באמצעות ההיעזרות להצעת-הרכש הכפויה, ההיחלצות מהשפעותיו של האיסוף עלולה לעלות לבעלי-המיעוט במחיר מכירת השקעתם כתנאים שאינם נראים להם.

(ב) יעילות כלכלית

רכישת השליטה באמצעות איסוף יכולה להתבצע במצבים שבהם בעלי-המניות המוכרים אינם צרים לשאיפת הרוכש לקנות את השליטה בחברה או במצבים שבהם המוכרים מודעים לכוונת ההשתלטות (למשל: עקב חובת הגילוי הסטטוטורית המוטלת על הרוכש). לדעתנו, אימוץ ההסדר האנגלי יביא לכך, שבמצב הראשון ייווצר קָשֶׁל-שוק בשוק-השליטה, ובמצב השני ייווצר קָשֶׁל-שוק בשוק-המניות, כך שבכל מקרה הצעת-הרכש הכפויה לא תביא לתוצאות יעילות מבחינה כלכלית.

(1) היעדרו של משא-ומתן על השליטה

כפי שהוסבר לעיל¹²⁹, במקרים שבהם בעלי-המניות הניצעים באיסוף אינם מודעים לעובדה שהרוכש צובר כמות של מניות המעניקה לו שליטה, תהליך האיסוף עלול להביא להעברת השליטה לידי משתמש שאיננו משיא תפוקה. ההסדר האנגלי של הצעת-רכש כפויה איננו מטפל בכשל-שוק זה, כיוון שאין הוא מתערב כלל ועיקר

127 ראה שטרן (לעיל, הערה 100), 113.

128 כזכור, הדין האנגלי מחיל את ההסדר של הצעת-רכש כפויה במקרה של חציית מספר סף מסוים של זכויות-ההצבעה (30%) בדרך של איסוף. שווה בנפשך מצב שבו לרוכש, ערב פתיחת האיסוף, יש 29.99% מזכויות-ההצבעה. האם נכון הוא להתנות את הגנת שאר בעלי-המניות — המחזיקים בכמעט 70% מזכויות-ההצבעה בחברה — בהסכמתם למכור את מניותיהם במחיר הנראה לאחז כה קטן מבעלי-המניות?

129 ראה לעיל, סעיף 23 (ב) 1.

בעסקאות שהביאו להעברת השליטה לידי הרוכש, אלא בתהליך האיסוף רק לאחר שהשליטה כבר הועברה. השפעתו של ההסדר האנגלי מתבטאת בכך שהוא גורם להעתקת המחיר שנקבע בעסקה שבה המוכרים לא היו ערים לקיומו של הנכס הנוסף – השליטה – לעסקאות נוספות, מאוחרות יותר, שבהן אכן לא מועברת השליטה; אולם אין בו כדי להבטיח כי השליטה תועבר מלכתחילה לידי המשתמש היעיל ביותר.

(2) עיוות לגבי מחיר המניה

ראינו לעיל, שכאשר המוכרים ערים לשאיפת הרוכש להשיג שליטה בדרך של איסוף, עלולה להתעוות דרך הבחירה שלהם והם עלולים להיעתר לעסקאות האיסוף הגם שאין הן נראות להם¹³⁰. הצעת הרכש הכפויה לא רק שאינה פותרת את בעיית הלחצים על הניצעים בתהליך של איסוף, אלא שהיא אף מחמירה אותה כיוון שהיא פותחת פתח לקיומה של מערכת נוספת וחדשה של לחצים, המופעלת כלפי המיעוט:

"הצלחת ההגנה על המיעוט באמצעות הצעת הרכש הכפויה תלויה בהיקף כמות המניות שיידרש רוכש השליטה לרכוש בהצעת הרכש. בענין זה חלוקים הסיטי קוד והבורסה בתל-אביב: הסיטי קוד סובר, כי בדרך-כלל על הרוכש להציע הצעת-רכש לכל המניות המוחזקות בידי הציבור; ואילו הבורסה בתל-אביב נוהגת, ברוכ המקרים, לכפות הצעת-רכש רק לגבי 20%-30% ממניות הציבור. נראה לי, כי מחוקק האמור לבחור בין שני הכללים ניצב בפני שתי בחירות גרועות. הכלל האנגלי בעייתי משום שתוצאותיה של הצעת-רכש המופנית לכל בעלי-המניות עלולות לגרום לפגיעה בסחירות המניה או אפילו למחיקתה מהמסחר. אפשרות זו חושפת את בעלי-המניה ללחץ בלתי-הוגן להיעתר להצעה למרות שתנאיה אינם נראים לו. הכלל הישראלי פותר קושי זה על-ידי הגבלת כמות המניות שלגביהן נכפית הצעת-הרכש, אך הוא לוקה בכך שאין הוא מאפשר לבעלי-המניות להגן על עצמם לגבי מלוא היקף השקעתם בחברה. כמו-כן, הכלל הישראלי עלול להחמיר את מצבם של בעלי-המניות הנעתרים להצעה כיוון שבמקרה של היענות-יתר להצעה הם עלולים למצוא עצמם בעמדת-מיעוט נחותה עוד יותר מאשר לפני ההצעה"¹³¹.

(ג) סיכום

הצעת-הרכש הכפויה, המוצעת באנגליה כפיתרון להגנת המיעוט בכלל המקרים של רכישת שליטה חלקית בחברה, איננה יפה לטיפול במקרה של העברת השליטה

130 ראה לעיל, סעיף 22 (ב) 2.
131 ראה שטרן (לעיל, סעיף 100).

בדרך של איסוף. ניתן לסכם את חסרונותיה של הצעת-הרכש הכפויה, בהקשר זה, באורח הבא: ראשית, ההגנה שהיא מציעה מוגבלת רק למקרים שבהם בעל-המניה מוכן לשלם עבור ההגנה בהפסקת השקעתו בחברה. מתן ההגנה למיעוט מותנה בקיומו של קריטריון (הפסקת ההשקעה), שאיננו רלבנטי להיזקקותו של המיעוט להגנה במקרה של איסוף. שנית, גם אם הסכים בעל-המניה להיענות להצעת-הרכש, אין הוא מובטח שהמחיר הנקוב בה עושה עמו צדק, משום שאין הוא מבטא את העובדה כי השליטה בחברה הועברה לידי הרוכש ומשום שאין הוא עומד לביקורת השוק. שלישית, הצעת-הרכש הכפויה איננה מטפלת בכשל של שוק השליטה במקרה של איסוף. רביעית, הצעת-הרכש הכפויה עלולה להחרף את קְשֵׁל־השוק בשוק-המניה עקב הלחצים הנוספים שהיא מפעילה על המיעוט. כמו-כן, במשטר הגורס שיש להציע הצעת-רכש רק לחלק מהמניות, היענותו של המיעוט להצעה עלולה להרע את מצבו לגבי המניות שלא נמכרו עקב התחזקות אחיזתו של השולט בחברה. חסרונות אלו מונעים מאתנו לקבל את עמדות הדין האנגלי והנחיות הבורסה בתל-אביב.

2. איסור כללי על רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות

דרך ההתערבות הפשוטה ביותר, אך גם הנוקשה ביותר, בעסקאות-איסוף, דוגלת בהטלת איסור מלא על עריכתן במצבים שבהם האיסוף יביא להעברת השליטה לידי הרוכש. הגם שחלקנו עם הסוברים, כי עקרונית על המחוקק להשתדל להימנע ממעורבות בעסקאות המתקיימות בין צדדים מסכימים, אנו מצרפים את קולנו לתומכים בהטלת איסור על איסוף¹³².

(א) ההסדר המוצע

על-פי ההסדר המוצע, יש לקבוע דין שונה לעסקאות-איסוף במצבים עובדתיים שונים. ברירת הדין בין איסוף מותר לאיסוף אסור תהיה תולדה של כמות המניות שבידי הרוכש ערב האיסוף ולאחריו.

(1) כאשר הן לפני האיסוף הן לאחריו אין הרוכש מחזיק בכמות מניות שהדין קובע כי היא עולה כדי "שליטה" בחברה, הדין לא יתערב באיסוף ולא יגביל את תהליך הרכישה.

(2) כאשר לפני האיסוף לא היתה השליטה בידי הרוכש, אולם באמצעות האיסוף השליטה הועברה לידי — הדין יתערב בהליכי האיסוף ויאסור אותם. משמעות האיסור היא, שהרוכש יאלץ להשיג את השליטה באמצעות אחת מהטכניקות שתהיינה קבועות בחוק לרכישת שליטה — מיזוג¹³³, הצעת-רכש ורכישה פרטית של שליטה מידי המחזיק בה.

(3) כאשר לפני האיסוף היה הרוכש בעל-שליטה בחברה ומטרת האיסוף היא

132 כמובחר לעיל, בסעיף 3 ב (ג). זו הדעה המתגבשת בדיוניה של ועדת ברק. ראה גם פרוקציה (לעיל הערה 72) 587-586 ובבצ"ק (לעיל הערה 27), 1799-1797.

133 כמוסבר לעיל, בהערה 109, המיזוג כהוראתו כאן איננו מוכר בדין הישראלי הנוהג, אולם בדיני ועדת ברק מסתמנת מגמה לכלול אותו בחוק החברות העתידי.

להגביר את השליטה שבידיו, הדין יאפשר את קיום העסקאות; שכן אין בעסקאות אלו חשש גדול לפגיעה בהגיונות התאגידית או ביעילות הכלכלית.¹³⁴

נמחיש את תכניו של ההסדר המוצע באמצעות הדוגמא הבאה: בהנחה ש"שליטה" בחברה תוגדר על-ידי הדין כבעלות ב-25% מזכויות ההצבעה בחברה, בעל 20% ממניות ההצבעה המעוניין לרכוש 4% נוספים מהמניות יוכל לעשות זאת בדרך של איסוף, ללא צורך במעורבות החוק בעסקאות אלו. אולם אם בעל-המניות ירצה לרכוש 2% נוספים ממניות החברה, הוא לא יוכל לפנות לבעל-מניות אחרים בבורסה או מחוצה לה בבקשה לבצע עסקאות פרטיות לרכישת הכמות המבוקשת בדרך של איסוף, כיוון שהדבר יביא להעברת השליטה לידי בדרך אסורה. על-פי ההסדר המוצע, העברת השליטה תוכל להתבצע אך ורק אם הרוכש יפעיל את אחת הטכניקות המוכרות בחוק והמוסדרות בו לרכישת שליטה. ההזקקות לכל אחת מהטכניקות תבהיר לצדדים לעסקה, כי מטרת העסקה איננה רכישה סתמית של 2% מהמניות, אלא העברת השליטה בחברה כולה. הסרת המסווה מעל מטרת העסקה ומהותה והחלת ההסדרים הקבועים בחוק לגבי כל אחת מדרכי הרכישה יבטיחו, כי תישמר ההגיונות התאגידית¹³⁵ וכי השליטה תועבר לרוכש רק כאשר הוא המשתמש משיא התפוקה בשליטה.

מה דינו של מי שהפר את האיסור ורכש מניות-שליטה בדרך של איסוף? ההסדר המוצע איננו גורס התערבות בחופש החוזים של הצדדים לעסקת-האיסוף, אף אם התקיימה באופן אסור, ולכן הוא מכיר בתוקפה של העסקה להעברת הבעלות הקניינית במניות במישור היחסים שבין המוכר לקונה. תחת זאת מוצע, כי רוכש אשר קיים איסוף אסור לא יוכל ליהנות מפרי פעולתו האסורה, ולכן, על-אף הכרת הדין בבעלותו הקניינית במניות שרכש, לא יאפשר לו הדין להשתמש בזכויות ההצבעה שמניות אלו העניקו לו¹³⁶. יתירה מזאת, רכישת השליטה בדרך של איסוף תגרום גם לפקיעת שאר זכויות ההצבעה של הרוכש שנבעו מהמניות שהיו בידיו ערב האיסוף¹³⁷. הרוכש יוכל לחזור ולהשתמש בזכות ההצבעה שלו במניות שהיו בידיו ערב האיסוף אם יתקן את שעות על-ידי כך שימכור את

134 חריג לכך הוא המצב שבו בעל-השליטה מעוניין להעביר לרשותו, באמצעות איסוף, נכס אחר נוסף על המניות הנרכשות. ראה להלן, סעיף 27 (3).

135 ראה לעיל, סעיף 31 (א) אשר הראה כי מטרתם המרכזית של ההסדרים הקבועים בחוק לגבי דרכי הרכישה האחרות היא להבטיח את שמירת ההגיונות התאגידית בעת רכישת השליטה.

136 הפסיקה האמריקאית המודרנית מכירה באפשרות של עיקור זכות ההצבעה במניות שנרכשו בדרך לא-חוקית. כך, למשל, במקרה שבו נרכשו מניות מבלי שהרוכשים עמדו בחובת הגילוי הקבועה בסעיף 13(d) לחוק ויליאמס, בית-המשפט בחן את הנזק שנגרם לחברה, לעובדיה ולבעלי-המניות בה עקב אירגילי וקבע שאין הוא ניתן להשבה. לפיכך קבע בית-המשפט, שהסעד המתאים ביותר בנסיבות העניין הוא הכרזה על המניות שנרכשו בדרך אסורה כ-Tainted Shares, שאין רשאיות להצביע. *Champion Parts Rebuilders Inc. v. Cormeir Corp.* (לעיל, הערה 34), 851.

137 נטילת כוח ההצבעה של המניות שהיו בידו ערב האיסוף איננה תוצאה עונשית של האיסוף האסור, אלא מטרתה להבטיח כי החוטא לא יצא נשכר. החשש הוא, שאילו לא הפקעת כוח ההצבעה של המניות שהיו בידו הרוכש ערב האיסוף הוא עלול להפוך בעל-השליטה בחברה מבלי שיעזר בכמות שאסף, זאת כתוצאה מהעלאת חלקו היחסי במניות המצביעות הנגרמת כתוצאה מצמצום סך כל המניות בעלות זכות ההצבעה בחברה. לעמדה זו ולדוגמא מספרית הממחישה אותה ראה פרקציה (לעיל, הערה 72) 586, הערה 20.

המניות שרכש באיסוף האסור לאדם אחר. בכך יחזור למעמדו הקודם כמי שאיננו בעל-שליטה בחברה.

(ב) דרך פעולת ההסדר המוצע

כאמור, מטרת ההסדר היא להבטיח כי רכישת שליטה תיעשה רק במצבים שבהם תישמר ההגיונות התאגידיית הן כלפי בעלי-המניות המוכרים הן כלפי בעלי-המניות שנמנעו מלמכור, ורק כאשר הקנה הוא המשתמש היעיל ביותר בשליטה. ההסדר המוצע ישיג מטרות אלו באופן הבא:

(1) הרתעה

רוכש אשר יהיה מעוניין לעקוף את ההסדרים החוקיים של טכניקות-השליטה המיועדים להבטחת ההגיונות והיעילות, יירתע מלעשות זאת באמצעות איסוף, עקב החשש שיאבד את זכות-ההצבעה במניותיו. גם האפשרות שיוכל למכור את המניות שאסף, אם ייתפש, לא תקל את רתעתו מפני הפרקטיקה האסורה כיוון שסביר לצפות כי המחיר שיקבל עבור המכירה יהיה קטן יותר מהמחיר שישלם עבור הרכישה¹³⁸.

(2) יעילות כלכלית

אף במקום שההרתעה שבהסדר המוצע לא תפעל את פעולתה, והרוכש יסתכן ברכישת השליטה באמצעות איסוף – הפעלת ההסדר למניעת השימוש בכוח ההצבעה של מניות הרוכש תביא להשגת היעדים של יעילות כלכלית באשר למכירת השליטה בחברה¹³⁹; שכן ההסדר יאלץ את הרוכש לחזור ולמכור חלק מהחזקותיו ולוותר על מעמדו כבעל-שליטה בחברה. בכך תבוטל העברת השליטה לידי של מי שאיננו משיא התפוקה מהחברה ויובטח כי כל העברה עתידית של השליטה תיעשה אך ורק בריש גלי, על-פי אחת מהטכניקות הקבועות לכך בחוק, תוך חשיפת תנאי העסקה, וכל המידע הרלבנטי לביקורתם הבונה של כוחות-השוק. זאת ועוד: ההסדר ישיג גם יעילות כלכלית לגבי מכירת מניות החברה¹⁴⁰. כמוסבר לעיל, מקורה של הפגיעה ביעילות שוק המניה הוא בלחץ המופעל על המשקיעים למכור את מניותיהם כאשר מתברר להם כי מטרת האיסוף היא לרכוש שליטה בחברה. ברם, על-פי ההסדר המוצע, דווקא הידיעה של בעלי-המניות כי מטרת

138 הרכישה מתבצעת בתהליך רצוף לאורך זמן על-פי כללי ההיצע והביקוש שבשוק. התמשכות האיסוף עלולה להביא להגברת הביקושים בשוק ולהעלאת מחיר המניות. הרוכש מוכן לשלם את המחיר הגבוה משום שככוונתו לרכוש נכס נוסף – שליטה בחברה – ועליית ערך המניה בתהליך האיסוף מוצדקת מבחינתו כתשלום פרמיה עבור נכס זה. מנגד, המכירה מתבצעת עקב כפייתו של הרוכש למכור את המניות על-ידי ההסדר החוקי. התערבות החוק יוצרת היצע מלאכותי של מניות שאיננו תוצאה של הערכת השוק את מניות החברה. עקב כך סביר להניח שמחיר המניות ירד. כמרכן הקונים אינם מצפים להשיג שליטה בחברה ולכן סביר שהמחיר שיהיו מוכנים לשלם יבטא זאת.

139 ראה לעיל, סעיף 33 (ב)(1).

140 ראה לעיל, סעיף 33 (ב)(2).

האיסוף היא רכישת שליטה תאפשר להם למנוע את התממשות מזימת ההשתלטות באמצעות הפעלת ההסדר המוצע, ובכך הם יחלצו את עצמם ממערכת הלחצים המופעלת עליהם.

(3) הגינות תאגידית

בחינת ההסדר בפריזמה של יעדי ההגינות התאגידית מחייבת לדון בנפרד בבעלי-המניות שמכרו את מניותיהם באיסוף ובאלו שלא נענו לעסקה. חששם של האחרונים מפני גיבוש השליטה הראשונית בחברה¹⁴¹ והפיכתם, עקב כך, למיעוט, יפוג עם החלת ההסדר, כיוון שההסדר יבטיח כי מבנה הבעלות הקודם בהן-החברה ישוב על כנו וכי מעמדם בחברה לא ישתנה עקב האיסוף האסור. מנגד, בעלי-המניות שמכרו את מניותיהם לא יוכלו להשיב לידיהם את רכושם בעזרת ההסדר; שכן ההסדר המוצע מכבד את התוקף המשפטי של האיסוף במישור היחסים שבין הצדדים לעסקה. נוסף על כך, אף לו גרס ההסדר השבה, לא ניתן היה לבצע זאת, כיוון שבדרך-כלל עסקאות-האיסוף מתקיימות בבורסה באופן אנונימי. אף-על-פי-כן נראה לי, כי ההסדר מבטיח יחס הוגן גם כלפי המוכרים, כיוון שתוצאת ההסדר, המבטיחה כי השליטה לא תועבר בדרך של איסוף, הופכת למציאות את מה שהמוכרים ראו בטעות כמציאות בשעה שנענו להצעת הרוכש. ההסדר המוצע גורם לכך שהעסקאות שקיימו המוכרים אינן שונות בטיבן מעסקאות רגילות אחרות למכירת מניות, ולפיכך נראה לנו שאין צורך להגן עליהם ולהעניק להם יתרונות מעבר לתנאים שהסכימו להם עם עריכת העסקה. הצורך בהבטחת הסוגים השונים של שוויון (בטיפול, בהזדמנויות או באינפורמציה)¹⁴² מתעורר במצבים שבהם העסקאות השונות מהוות חלק מתוכנית רכישת אחת כוללת; אולם מאחר שההסדר המוצע מבטל את המכנה המשותף של כל העסקאות, אין צורך להשוות את תנאיהן מעבר לקבוע בחוקים הרגילים העוסקים במכירת מניות בשוק, כגון חוק ניירות-ערך.

(ג) הרחבת ההסדר המוצע

הדיון עד כה ניתח את ההיבטים השונים של עסקאות-איסוף שבמסגרתן מועברת השליטה בחברה. ברם, האיסוף יכול לשמש גם דרך לרכישת נכסים אחרים בחברה, כאשר הרוכש מצליח לקנות מניות בעסקאות בלתי-קשורות בבורסה או מחוצה לה, המעבירות אותו מעבר לספי החזקה במניות החברה, שחוקי החברות מעניקים להן משמעות עסקית או משפטית. כך, למשל, לפי הדין הנוהג, איסוף המעלה את ההחזקות של הרוכש מעבר לסף של 25% מזכויות-ההצבעה בחברה מפקיד בידי האוסף לא רק את המניות שרכש, אלא גם נכס נוסף – היכולת להטיל וטו על כל החלטה מיוחדת שהחברה תחפוץ לקבל. מצד שני, איסוף מעל ל-75%

141 ראה לעיל, סעיף 2ג (א)(1).

142 ראה לעיל, סעיף 2ג (א)(2).

מזכויות ההצבעה מעניק לו את הזכות לכפות החלטות מיוחדות כראות-עין¹⁴³. איסוף מעל ל-90% מזכויות ההצבעה מעניק לרוכש את היכולת למנוע כינוס של אסיפה כללית שלא-מן-המניין שלא על-פי רצונו¹⁴⁴.

שיקולי ההגיונות והיעילות שתוארו לעיל באשר להצדקת האיסור על רכישת שליטה בדרך של איסוף ישימים באופן דומה – אם כי לא זהה – גם לשם הטלת איסור על רכישת הנכסים האחרים בדרך של איסוף. כתוצאה מהעברת הנכס הנוסף לידי הרוכש חל שינוי במעמדם של בעלי-המניות שנותרו בחברה. אמנם, השלכותיו של השינוי על בעלי-המניות הנותרים אינן זהות בכל המקרים. אולם המשותף להן היא העובדה שעקב האיסוף הורע מעמדם, פגיעותם לתוצאות ההליך הדמוקרטי גדלה, כוח השפעתם פחת ולפיכך ערך מניותיהם נפגע. כמובן, בכל המקרים המוזכרים הרוכש מבצע עסקה לרכישת מניות, אולם למעשה הוא רוכש נכס נוסף שלגביו לא מתנהל משא-ומתן עם בעלי-המניות המוכרים ולפיכך אין בטחון כי הנכס (להבדיל מהמניה) יועבר למשתמש המשיא את התפוקה ממנו. גם כאשר המוכרים צרים לכוונות האיסוף, אין בכך כדי להבטיח את יעילות העסקה, שכן בעלי-המניות נחשפים ללחץ למכור עקב חששם שמעמדם בחברה יורע אם האיסוף ישיג את מטרתו.

לפיכך מוצע להרחיב את תחולת ההסדר האוסר על עריכת איסוף לגבי כל המקרים שבהם האיסוף מאפשר לרוכש לעבור סף החזקות שהחוק מעניק לו חשיבות מיוחדת ועקב כך היכולת לעבור סף זה מהווה נכס בפני עצמו. על-פי ההצעה, תהליך האיסוף יהיה מותר לצורך הגדלת החזקות בין המדרגות השונות הרלבנטיות לתהליך קבלת ההחלטות בחברה – למשל: על-פי הדין הנוהג, בטווח ההחזקות שבין 50.01% לבין 74.99%, בין 75.01% לבין 89.99% ובין 90.01% לבין 100% – אך יהיה אסור לשם עלייה במדרגות עצמן.

(ד) הגמשת ההסדר המוצע

(1) מקרים חריגים

ההסדר המוצע מניח, שבחוק תקבע חזקה שלפיה רכישת מניות המעבירה לרוכש הרוכש כמות מניות העולה על סף מסוים, למשל: 25%, תעניק למחזיק בה את השליטה. ברם, מה יהיה הדין במצבים שבהם יוכח בעליל כי עקב מבנה חלוקת הבעלות בהון החברה, הסף שנקבע איננו הקריטריון הנכון לקביעת הבעלות בשליטה? כך, למשל, מהי ההצדקה להטלת איסור על איסוף של למעלה מ-25% מזכויות ההצבעה, בחברה בה בעל-מניות אחד (או קבוצת בעלי-מניות הפועלת בעצה אחת) מחזיק בלמעלה מ-50% מזכויות ההצבעה (ומצהיר כי אין בכוונתו למכור את מניותיו לגורם שאוסף מניות ומתחייב כי לא ישתף עמו פעולה בעתיד)? ועוד: במקרה ההפוך, מהי ההצדקה להתיר את קיומו של איסוף, שאיננו מגיע לכדי הסף שייקבע בחוק, בחברה אשר פיזור המניות בה הוא כה גדול עד

143 ראה סעיף 115 לפקודת החברות, המפרט את סוגי ההחלטות המחקבלות באסיפה הכללית ואת כללי ההכרעה שלפיהם מחקבלות ההחלטות.

144 ראה סעיף 109 לפקודה.

שניתן לרכוש את השליטה בחברה באמצעות רכישת בלוק מגיות הקטן מ-25% מזכויות ההצבעה?

נדון בשתי הדוגמאות בנפרד: באשר לדוגמא הראשונה, דומה כי כתוצאה מהצעתנו להרחיב את תחולת האיסור על קיום איסוף על כל מקרה שבו נרכש נכס נוסף, מקרה זה איננו מציג כל בעיה. יש הצדקה לאסור איסוף של למעלה מ-25% גם אם קיים בעל-שליטה אחר בחברה, שכן על-פי דיני החברות הנוהגים, האיסוף יעניק לרוכש את היכולת למנוע קבלת החלטות מיוחדות שאיננו חפץ בהן¹⁴⁵. לעומת זאת, הדוגמא השנייה מציגה בעיה אמיתית, שהרי על-אף שלא הושג הסף המעורר את חוקת השליטה על-פי החוק, מבחינה עובדתית מועברת השליטה בדרך של איסוף ומתעורר החשש הנובע מהסוואתה של העברת השליטה כעסקה רגילה לרכישת מגיות יחידות. לפיכך נראה לנו, כי אין להסתפק בקביעת איסור קשיח על איסוף המופעל על-ידי חציית סף מוגדר של בעלות בזכויות ההצבעה, אלא יש להכניס להסדר המוצע מנגנון לטיפול במקרים חריגים.

פתרון אפשרי אחד ניתן לראות בהקמתו של גוף אדמיניסטרטיבי (דוגמת הפאנל הבריטי או הוועדה להצעות-רכש בבורסה בתל-אביב), אשר תוענק לו הסמכות לטפל במקרים החריגים של איסוף. ברם, לדעתנו, ההצדקה להקמת גופים מיוחדים קיימת רק במקום שהשאלות שבהן עליהם לדון הן מקצועיות ויחודיות באופן המחייב מומחיות מיוחדת. במקרה הנדון אין צורך בכך, כיוון שהמשימה המוטלת בחיקו של הגוף המכריע בשאלת תחולתו של האיסור על האיסוף במקרה נתון איננה מורכבת ואיננה דורשת כישורים מקצועיים או התמחות. כל שנדרש הוא עריכתה של בחינה של דרך חלוקת הבעלות בהון החברה בקרב הציבור, כך שבאמצעותה ניתן יהיה לקבוע אם האיסוף שינה את זהות השולט בחברה. עקב כך נראה לנו, כי על ההסדר המוצע לקבוע שלבעלי-המניות בחברה אשר מניותיה נאספות על-ידי גורם שאיננו מחזיק בסף המעורר את חוקת השליטה תישמר הזכות לפנות לבית-המשפט בבקשה לבדוק אם תהליך האיסוף הביא להעברת השליטה לידי האוסף. על-פי תוצאת הבדיקה תוכרע שאלת תחולתו או אי-תחולתו של ההסדר החוקי האוסר על איסוף.

(2) התניה על ההסדר

מוצע כי ההסדר האוסר על איסוף יהיה ניתן להתניה על-ידי החברה רק כדי להחמירו. במלים אחרות: חברה לא תוכל לקבוע במסמכי-היסוד שלה או בכל חוזה אחר, כי ניתן לאסוף את מניותיה גם מעבר לסף החוקי; אולם יותר לה להחמיר את הסטנדרטים ולקבוע כי גם רכישת אחוז נמוך יותר של בעלות תפעיל את ההסדר החוקי המוצע. יש להניח, כי חברות תבחרנה באופציה האחרונה כאשר הן מאמינות שניתן להעביר את השליטה בחברה מיד ליד באמצעות רכישת כמות מצומצמת של זכויות-ההצבעה. חברות אחרות, שבהן אין חשש להעברת שליטה

145 אם בעתיד ישונה הדין הנוהג, הבעלות ב-25% מזכויות ההצבעה לא תעניק למחזיק בה יתרון מיוחד, הדוגמא שהובאה תשוב להיות רלבנטית. במקרה זה ראוי יהיה להתיל את המנגנון לטיפול במקרים חריגים שיוצע להלן.

באמצעות איסוף של סף החזקות נמוך מהקובע בחוק, לא תחמרנה מעבר לדרישות החוקיות, משום שמניעת העברה חופשית של מניות שאיננה כרוכה בהעברת השליטה עלולה לפגוע בסחירות המניות ובביקוש להן, וממילא תוריד את שוויין, בלי שתעניק יתרון כלשהו לבעלי-המניות¹⁴⁶.

(ה) היחס בין ההסדר המוצע לבין התפריט הכולל של הדרכים לרכישת שליטה

כדי להבהיר את מידת ההצדק של הסדר חקיקתי פולשני וגורף כל-כך של השאלה בדבר רכישת השליטה בדרך של איסוף, יש לברר אם, ככלל, סביר לצפות כי התועלת שבקיומו של האיסוף בתפריט הטכניקות המותרות לרכישת שליטה תעלה על נזקו. בחרנו לבחון את השאלה מזווית-הראייה של רוכש השליטה, משום שהרוכש הוא יחם העסקה וככזה שמורה לו יכולת ההכרעה לברור את דרך ההשתלטות שבה ילך. מהי אם כן מערכת-התמריצים של הרוכש להעריך את האיסוף על-פני שיטות-הרכישה האחרות? אם יתברר כי הסך הכולל של מערכת-התמריצים של הרוכש לבחירה בדרך של איסוף עשוי להיות חיובי – היינו: רכישות בדרך של איסוף מעניקות לרוכש אפשרות לבצע עסקאות יעילות באופן שאיננו בריבוע על-ידי דרכי הרכישה האחרות – אזי יש לראות במניעת עסקאות אלו משום עלות כבדה של ההסדר המוצע, העלולה להטיל ספק לגבי כדאיותו. מנגד, אם הסך הכולל של שקלול המניעים של הרוכש הוא שלילי – קרי: העדפת האיסוף מקורה בניסיון להשיג יתרון פסול שאין להשיגו באמצעות דרכי הרכישה האחרות – אזי יטיב הדין לעשות אם יטיל איסור כולל על האיסוף.

(1) האיסוף – דרך רכישת נחלת

לכאורה, האינטרס הברור של הרוכש צריך להעדיף כל אחת מהדרכים האחרות – מיזוג, הצעת-רכש או, במקרה המתאים, רכישה פרטית של שליטה – על-פני האיסוף. טכניקת-האיסוף, כשהיא נבחנת מנקודת-הראות של הרוכש, היא דרך רכישה בלתי-מתוחכמת משום שהיא מחייבת את הרוכש לפעול לאיתור נקודותי של בעלי-המניות (אם מדובר ברכישה מחוץ לבורסה), לקיים שורה ארוכה של

146 ההתניה עלולה לפתוח פתח לניצולה על-ידי הנהלת החברה באופן פסול: ההנהלה תגרום לחברה לאמץ הסדר וולונטרי שלפיו יהיה אסור לאסוף מניות בחברה מעבר לסף גמול מזה המוצע בהסדר, זאת אף אם ברור שהחוקה בכמות המניות האמורה איננה מעבירה ליד הרוכש נכס נוסף על המניות עצמן. התניה כזו תשרת אינטרסים של המנהלים, כיון שהיא תקשה על רכישת גרשי מניות משמעותיים בחברה ובכך תקטין את הסיכויים לגיבושו של כוח חליפי להנהלה. למרות האמור, לא נראה לי שיש סיבה לאסור א-פריורי על ההתניה האמורה, שכן גם לפי הדין הנהג הנהלות יכולות לקבוע הסדרים וולונטרים שונים שיחזקו את מעמדן על חשבון האינטרסים של החברה שהם אמורים לשרת. חוקי החברות, הערים לבעייתיות זו, מחייבים אליה באמצעים מגוונים, כגון חובות ההתנהגות של מנהלים, שמטרתן לצמצם את הוצאות השליחות (Agency Cost) הנגרמות כתוצאה מהפרדת השליטה מהבעלות בחברה. ראוי לציין, כי הבעייתיות האמורה מציגה שאלה דומה, אם כי לא זהה, לזו המתעוררת בהקשרן של טקטיקות-ההגנה שהמנהלים עלולים לנקוט כנגד ניסיון רכישה ערץ מסוג הצעת-רכש. המלומדים והפסיקה מביעים עמדות שונות באשר לעמדה שעל הדין הרצוי לגבש בנושא זה, אך דיון בכך גולש ממסגרתו של מאמר זה. לחיזור הדעות השונות ראה שטרן (לעיל, הערה 41) שם.

משאים־ומתנים נפרדים עם כל אחד מהמוכרים ולהוציא הוצאות עסקה נפרדות לגבי כל אחת מעסקאות הרכישה הנפרדות (בדיקת בעלות המוכר על המניה, עריכת חוזה נפרד, הוצאות משפטיות שונות וכד').

חמור מכך: הבעייתיות המרכזית שבאיסוף, מנקודת־ראותו של הרוכש, היא בכך שבזמן שהוא משקיע את משאביו ברכישתן של מניות החברה אין הוא שרוי בוודאות לגבי שני הפרמטרים המרכזיים של העסקה: עצם ההצלחה של רכישת השליטה ועלות הרכישה. השוואה עם מעמדו של המשתלט בדרך של הצעת־רכש תמחיש נקודה חשובה זו: הצעת־רכש היא עסקה שמטרתה מוגדרת מבחינה חוזית כרכישת שליטה, היינו: הרוכש מודיע מראש לכל בעלי־המניות כי הצעתו מותנית בהשגת השליטה וכי אם המניין הנדרש של בעלי־המניות לא ייעתר להצעה, ההצעה בטלה. מנגד, באיסוף, כל עסקה היא עצמאית ומוגדרת, מבחינה חוזית, כעסקה לרכישת כמות מסוימת של מניות שבידי המוכר. כמִרְכָּן, ההתקשרויות השונות שבהצעת־הרכש מתבצעות סימולטנית בנקודת־זמן מוגדרת, ואילו עסקאות־האיסוף מתרחשות לאורך ציר־הזמן באופן עוקב. משני הבדלים אלו נובע, כי בהצעת־רכש, עם סיום תקופת ההצעה ולפני כריתת החוזה, ניתן לבדוק אם מטרתה הושגה אם לאו. כיוון שההצעה היא לרכישת שליטה, רשאי המציע לחזור בו מההצעה אם יתברר כי מטרתה לא הושגה. כמִרְכָּן, מאחר שמדובר בהצעה אחידה לכל בעלי־המניות, כרוך לרוכש מראש מה תהיה עלות השליטה, אם העסקה תתממש. מנגד, באיסוף מניות, הרוכש איננו יכול להתנות את תוקפה של כל עסקה יחידה בכיצוען של עסקאות עתידיות עם בעלי־מניות אחרים ובהצלחתה של האסטרטגיה העסקית הכוללת המכוונת להשגת השליטה; היינו: הרוכש עלול גלות, לאחר שהשקיע את ממונו בקניית כמות מסוימת של מניות, כי השליטה איננה בהישג־ידו ואין הוא יכול לחזור בו מהעסקאות שביצע. כמִרְכָּן חשוב להדגיש, כי מאחר שהעסקאות נפרדות ועוקבות, אין הרוכש יכול לדעת מראש מה תהיה העלות הכוללת של השגת השליטה. תהליך האיסוף יוצר גאות בביקוש למניות, העלולה להביא לעליית מחיריהן בשיעורים שאינם ניתנים לצפייה מראש.

מדוע, אם כן, המעוניין בשליטה בוחר לוותר מרצונו על האפשרות הנוחה והיעילה של פנייה להצעת־הרכש, והוא מעדיף לפנות לדרך־החתחתים של איסוף? לדעתנו, הניתוח ההשוואתי של האיסוף מול טכניקות־ההשתלטות, שנעשה בסעיף 33 לעיל מספק תשובה לשאלה זו. היתרון האמיתי של הפנייה לאיסוף, מנקודת־ראותו של הרוכש, טמון בשאיפתו להימלט מרשתת הפרושה של ההסדרים החוקיים המטפלים בדרכי הרכישה האחרות. הרוכש בוחר באיסוף למרות מגרעותיה של דרך זו עבורו, משום שהוא מקווה כי בעזרת האיסוף הוא יצליח לקיים את העסקה ולהשתלט על החברה מבלי לשמור על ההגנות התאגידית כלפי כלל בעלי־המניות בחברה. כמִרְכָּן הוא עושה זאת משום שהוא מעוניין להעביר לידי אדם השליטה הגם שלהערכתו אין הוא המשתמש היעיל ביותר בה. לו פנה לטכניקות־הרכישה האחרות, הכללים החוקיים היו כופים עליו את ההגנות ואת התחרות שבשוק־המניות ומשחררים את בעלי־המניות מהלחץ שהוא מתכוון להפעיל עליהם בעזרת האיסוף, ולכן הרוכש מוותר על ההזדקקות לטכניקות אלו.

בהתחשב בעובדה שעלותו של האיסוף עבור הרוכש גבוהה מאוד, מסתבר כי רוכש רציונלי יעדיף את האיסוף רק כאשר הוא מניח שהיתרונות הפסולים שיוכל להשיג באמצעותו גדולים דיים כדי לקזז את העלות הנ"ל. המסקנה המתבקשת מניתוח זה היא, שהיתרונות הנוצרים לרוכש על-ידי העדפת האיסוף על-פני דרכי הרכישה האחרות הם יתרונות פסולים שעל קובעי המדיניות המשפטית מוטלת החובה לסכלם.

(2) האיסוף – דרך רכישה מיותרת

בסעיף הקודם הבהרנו כי האיסוף, מנקודת-ראונו של הרוכש, הוא דרך נחותה יחסית לדרכי הרכישה האחרות ולכן הנחנו כי בחירת הרוכש בה מלמדת על כוונותיו הפסולות. ברם, ניתן לטעון, כי בחירת הרוכש מקורה בדלותו של תפריט דרכי הרכישה הקיים וכי הרוכש נוקט את דרך האיסוף – על-אף פגמיה – כאשר אין הוא יכול להשיג את מטרותיו הלגיטימיות אלא אם יקיים איסוף מניות. לצורך בניית טיעון זה יש להראות, כי האיסוף מציג אפשרות רכישה השונה במהותה מדרכי הרכישה האחרות וכי הוצאתו אל מחוץ לתפריט של דרכי ההשתלטות על חברות תפגע בעושר המהותי של האפשרויות העומדות לפני רוכש המונע על-ידי מניעי רכישה חיוביים.

דרכי הרכישה המקובלות כוללות את המיזוג, הצעת-הרכש, הרכישה הפרטית ורכישת כל הנכסים. ניתן לסווג אותן על-פי שתי אמות-מידה עיקריות: (א) הטכניקה המשפטית. דרך הרכישה יכולה להיות הסכמית או בלתי-הסכמית. במקרה הראשון הרוכש מקבל את ברכת הממסד של החברה הנרכשת ואילו במקרה השני הוא עוקף אותו ופונה מאחורי גבו (ולעתים – בניגוד לרצונו) לציבור בעלי-המניות. (ב) התוצאה העסקית. דרך הרכישה יכולה להעביר לרוכש את הבעלות הסטטלית בחברה הנרכשת (100% מהמניות) או רק בעלות חלקית בה. יישומן של שתי אמות-מידה אלו על האיסוף יזהה אותו כדרך רכישה בלתי-הסכמית שתוצאתה העסקית היא בעלות חלקית בחברה. לאור אפיון זה ניתן להעריך, כי אין צורך בהתרת האיסוף כטכניקת-רכישה אלטרנטיבית לדרכי הרכישה האחרות.

כאשר לרוכש יש אפשרות לרכוש את השליטה בחברה בדרך הסכמית, הוא יעדיף בדרך-כלל לעשות זאת¹⁴⁷. לפיכך ברור, כי במקום שהרוכש מאמין כי הצעתו תזכה לברכתו של ממסד החברה, הוא יפנה לדרכי הרכישה ההסכמיות – מיזוג או רכישת כל הנכסים – ולא לדרך האיסוף. כאשר הרוכש מעריך שהפנייה להנהלה תהיה עקרה (או כאשר פנייתו לממסד נתקלה בסירוב), עומדות לפניו שתי דרכי רכישה – הצעת-הרכש או רכישה פרטית של בלוק השליטה מידי בעל-השליטה – נוסף על איסוף המניות. בשלושת המקרים התוצאה העסקית של הטכניקה

147 סיכויי הגשמתה של עסקה ידידותית, רוגמת המיזוג, גדולים יותר מאשר הסיכויים לקיום השתלטות שהנהלה איננה נותנת את ברכתה לו. יתירה מזו: ברכישה ידידותית הרוכש מנהל משא-ומתן עם הנהלת החברה המוכרת ובמסגרתו הוא יכול לדרוש גישות למידע-פנים על החברה, כך שיתאפשר לו להעריך את כדאיות הרכישה באופן מושכל. לעומת זאת, ברכישה בלתי-הסכמית הרוכש איננו יכול להיעזר במאגרי הנתונים החסוי של החברה ועליו לבסס את החלטתו העסקית על מידע פומבי ועל הערכות מסחריות שאינן מבוססות. ראה שטרן (לעיל, הערה 107) 80-81.

שינקוט לא תשתנה, כיוון שבכל הטכניקות הללו לא ניתן להשיג שליטה מלאה בחברה הנרכשת; היינו, בכל שלוש הדרכים ישיג הרוכש שליטה בחברה מבלי שירכוש את כל מניותיה ולכן בכל מקרה הוא יאלץ להתחשב בעתיד באינטרסים של מיעוט בעלי-המניות בחברה. שלוש דרכי הרכישה הללו גם לא נבדלות זו מזו ביחסן לאישיותה הנפרדת של החברה הנרכשת, בתמורה שתשולם ככל אחת מדרכי הרכישה לבעלי-המניות, בהיקף ההתחייבויות שהרוכש נוטל על עצמו עקב הרכישה ובכל שאר הנושאים שעל-פיהם נהוג לבחור את דרך הרכישה הרצויה בכל מקרה נתון¹⁴⁸. לפיכך, ניתן לסכם, כי מבחינת הפרמטרים המרכזיים שעל-פיהם, בדרך-כלל, בורר הרוכש את דרך הרכישה המתאימה לצרכיו, אין להצדיק את קיומו של האיסוף באשר אין הוא מוסיף אלטרנטיבה מהותית לשאר דרכי הרכישה המוסדרות בחוק.

ה. סיכום

ייתכן כי אי-הסדרתה של רכישת השליטה בדרך של איסוף בחלק משיטות-המשפט, כמו גם התמיכה שיש לעמדה זו בקרב הרשויות האדמיניסטרטיביות בישראל, מקורה באמונה כי מאחר שמדובר בשורה של עסקאות – בדרך-כלל קטנות, הנכרות על-פי עקרונות חופש החוים אין לחשוש מפני פגיעתן הרעה. הוכחנו כי אמונה זו בטעות יסודה וכי גם טכניקת-האיסוף כאחידותיה המפורסמות יותר – המיזוג, הצעת-הרכש ורכישה פרטית של שליטה – עלולה להוביל לעריכתן של העברות שליטה אשר תפגענה בהגינות התאגידית וביעילות הכלכלית.

ניתוח מבני של כלל הדרכים לרכישת שליטה בחברה מראה, כי העדפתו של רוכש לפנות לדרך האיסוף, על-פני הדרכים האלטרנטיביות, מקורה איננו בתוצאה עסקית עדיפה של רכישת באמצעות האיסוף; שהרי האיסוף, מנקודת-מבטו של הרוכש, היא דרך רכישת נחותה ומיותרת. היתרון שבעטיו יפנה הרוכש לאיסוף הוא האפשרות שהאיסוף פותח לפניו לרכוש את השליטה ללא מעורבות החוק בעסקה. רוכש יעדיף את האיסוף כאשר הוא מעוניין להשיג את התוצאה העסקית שהמיזוג, הצעת-הרכש או הרכישה הפרטית יכולים להעניק לו, אלא שהוא מעוניין להתחמק מציות להסדרים החוקיים הנלווים אליהן. לדעתנו, אין זה רצוי שהדין יעודד התחמקות כזו, שכן להסדרים החוקיים אלו היגיון פנימי רב שנועד לשמור על מערכת-האיזון העדינה בין הצדדים השונים לעסקת-רכישה, המתבטאת בהבטחת ההגינות התאגידית כלפי בעלי-המניות ובשמירת היעילות הכלכלית של העסקה. לפיכך, מאמר זה מציע את קביעתו של הסדר חוקי אשר יאסור על רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות.

האיסור המוצע על רכישת שליטה בדרך של איסוף יאלץ את כל המעוניינים ברכישת שליטה לעשות זאת באמצעות אחת מהטכניקות המוסדרות בחוק באופן שיבטיח כי כל המעורבים בעסקה ידעו על הכוונה לסחור בשליטה, כך שהעסקה תיחשף לכוחות התחרותיים הפועלים בשוק ויובטח כי השליטה תועבר לידי

148 לניתוח המאפיינים השונים של דרכי הרכישה ולניתוח האפשרויות שמגוון הדרכים פותח לפני הרוכש ראה שטרן (לעיל, הערה 109).

משמטים כ"א תשנ"ב

רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות

המשתמש אשר ישיא את התפוקה ממנה. כמרכן הרצאת האיסוף מתפריט דרכי הרכישה תתרום למניעת עריכתן של עסקאות על חשבון בעלי-המניות המוכרים או תוך פגיעה בבעלי המניות הנשארים כמיעוט בחברה הנרכשת.
