

סימפוזיון: מבוא למיזוגים ורכישות

הכנס המשפטי השנתי הרביעי של בית-ספר רדזינר למשפטים בנושא מיזוגים ורכישות (מאי 2007)

אירית חביב-סגל*

ב־8 וב־9 במאי 2007 התקיים במרכז הבינתחומי הרצליה הכנס השנתי הרביעי של כתב-העת משפט ועסקים, אשר עסק הפעם בנושא מיזוגים ורכישות. בשנים האחרונות חזר תחום המיזוגים והרכישות למרכז הפעילות הכלכלית בהיקפים כספיים עצומים, הן בעולם והן בישראל. תחום המיזוגים והרכישות מציג לפנינו מגוון רחב של פעולות המיועדות לאפשר פיתוח כלכלי וצמיחת חברות במשק. חברות רבות מבצעות מהלכים של מיזוג ורכישה כהליך האסטרטגי המשמעותי ביותר בחיי החברה, אך בהיבט מחקרי מראים כי לעיתים קרובות מהלכים אלה אינם עומדים בציפיות החברה להשאת ערך החברה. מהלכים אסטרטגיים של מיזוג ורכישה מחייבים יכולות רבות מהחברה ומיועציה, הן בתחום הניהולי והן בתחומי המשאב האנושי הפיננסי והמשפטי. מדובר בעסקות מורכבות ביותר, אשר חשוב כי ייעשו לאחר תכנון ושילוב של כל הגורמים הרלוונטיים. על רקע דברים אלה – היקף העסקות, חשיבותן לחברה ולמשק ומורכבותן אל מול הנתונים לגבי אי-ההצלחה במקרים רבים – ניתן להבין את העניין האקדמי שהן מעוררות ואת הצורך בקיום כנס רחבי-יריעה בנושא זה. הכנס עסק בעסקות המיזוג והרכישה מהיבטים שונים: ראשית, נידונו השיקולים המשפטיים והכלכליים לביצוע העסקה, מתווה העסקה, תכנון מס שבה, מימון העסקה וההיבט הרגולטורי שלה; שנית, נבחן הגורם האנושי ונותחה חשיבותו כגורם שמשפיע על הצלחת המיזוג והרכישה ועל ההסדרים המשפטיים החלים בתחום זה; לבסוף, נבחנו בראייה כוללת הסיבות להצלחה ולכישלון של עסקות מיזוג ורכישה והסעדים המשפטיים העומדים לזכות הנרכשים.

* מרצה בכירה, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב.

פרטי הכנס

מארגני הכנס:

ד"ר גיא זיידמן, עו"ד ארז שחם
בית-ספר רדזינר למשפטים, המרכז הבינתחומי הרצליה

מושב ראשון – מיזוגים ורכישות בישראל

יושב-ראש – פרופ' אוריאל פרוקצ'יה, המרכז הבינתחומי הרצליה	הפילוסופיה הבסיסית של דיני הרכישות בישראל
פרופ' יוסף גרוס, משרד עורכי-הדין גרוס, קלינהנדלר, חודק, הלוי, גרינברג ושות', עו"ד	שלבים בהשתלטות של תשובה על חברת "דלק"
פרופ' ידידיה שטרן, אוניברסיטת בר-אילן	מהו יעד-העל של דיני הרכישה בישראל?
פרופ' רון חריס, אוניברסיטת תל-אביב	מבט היסטורי על-אודות מיזוגים ורכישות
ד"ר דניאל ממן, אוניברסיטת בן-גוריון בנגב	מיזוגים, רכישות ופיצולים ב"כלכלה הגדולה" בישראל

מושב שני: היבטים של טרום-עסקה

יושבי-ראש – פרופ' אלכס מינץ וניר בן-לביא, המרכז הבינתחומי הרצליה	מערכת תומכת-החלטה לניתוח מיזוגים ורכישות
פרופ' עמרי ידלין, אוניברסיטת תל-אביב	שימוש במידע פנים במיזוגים ורכישות
פרופ' יעקב ובר, המכללה למנהל	גורמי הצלחה וכישלון במיזוגים ורכישות

מושב שלישי: מאבקי שליטה בחברות

יושב-ראש – ד"ר יורם דנציגר, משרד עורכי-הדין דנציגר, קלגסבלד ושות', עו"ד	השינוי הדרוש בחובות הזהירות של דירקטורים, בפרט במיזוגים ורכישות
ד"ר דוד תדמור, משרד עורכי-הדין תדמור ושות', עו"ד	מיזוגים ורכישות – ההסדר הסטטוטורי החדש
פרופ' עלי קרייזברג, אוניברסיטת בר-אילן, מכללת נתניה	The Distribution and Valuation of Corporate Control

משפט ועסקים ח, התשס"ח

סימפוזיון: מבוא למיזוגים ורכישות

מושב רביעי: תכנון המס במיזוג ורכישה

- יושב-ראש – פרופ' יוסף מ' אדרעי, המכללה האקדמית למשפטים, רמת-גן
- ד"ר איל שנהב, משרד עורכי-הדין דנציגר, קלגסבלד ושות', עו"ד
- ד"ר לימור ריזה, אוניברסיטת חיפה
- מיזוגים – שוויון לעומת ניטרליות בהוראת המיזוג שבפקודת מס הכנסה (וסיווגה של הניטרליות)
- עידוד הון, עידוד הון אנושי ועידוד הון ציבורי
- היבטי מיסוי בעסקות מיזוגים ורכישות

מושב חמישי: הגבלים עסקיים

- יושב-ראש – פרופ' מיכל שיצר-גל, אוניברסיטת חיפה
- פרופ' אבי וייס, אוניברסיטת בר-אילן
- פרופ' דיויד גילה, אוניברסיטת תל-אביב
- עו"ד בועז גולן, יועץ משפטי – הרשות להגבלים עסקיים
- שיקולי יעילות באישור מיזוגים: האם דיני המיזוגים מקדמים את טובת הציבור?
- הגדרת שווקים במיזוגים ורכישות
- הטיפול במיזוגים בחוק ההגבלים העסקיים, ניתוח ביקורתי
- הגנת היעילות במיזוגים

מושב שישי: הגורם האנושי בעסקה

- יושב-ראש – ד"ר טל כץ-נבון, המרכז הבינתחומי הרצליה
- פרופ' אמנון כספי וד"ר צבי יוסמן, המכללה האקדמית בצפת ואוניברסיטת בר-אילן
- ד"ר אורלי יחזקאל, המרכז הבינתחומי הרצליה
- חיים בנימיני, לשעבר סמנכ"ל משאבי-אנוש של קבוצת טבע
- חשיבותה של התרבות הארגונית להצלחת מיזוגים ורכישות
- לפני ואחרי – הגורם האנושי במיזוגים ורכישות
- הבוקר שאחרי – הצלחה וכישלון של מיזוגים ורכישות בהיבט ניהולי
- הפן האנושי-התרבותי של מיזוגים ורכישות

מושב שביעי: מימון העסקה

- יושב-ראש – פרופ' אליעזר ברקוביץ', המרכז הבינתחומי הרצליה
- האם מרוויחים ממיזוגים ורכישות?

פרופ' סטיבן פלאוט, אוניברסיטת חיפה
לקחים משפטיים מתחום הכלכלה לגבי
מיוזגים ורכישות

פרופ' יעקב עמיהוד, אוניברסיטת ניו-יורק
שיטות תשלום במיוזגים ורכישות
(N.Y.U.)

מושב שמיני: זכויות עובדים במיוזגים ורכישות

יושב-ראש - פרופ' הדרה בר-מור,
המכללה האקדמית נתניה
זכויות עובדים ותאגידים בקשיים

ד"ר גיא דוידוב, האוניברסיטה העברית
מבט ביקורתי על פסק-הדין בעניין רמת"א
בירושלים

פרופ' גיא מונדלק, אוניברסיטת תל-אביב
זכויות עובדים במיוזג: הידורו אינדיווידואלי
וקיבוצי יחדיו?

מושב תשיעי: סעד הערכה

יושב-ראש - פרופ' זוהר גושן, הקריה
האקדמית אונו, אוניברסיטת קולומביה
קביעת שווי הוגן בהליך של סעד הערכה

ד"ר אירית חביב-סגל, אוניברסיטת
תל-אביב
הפסיקה הישראלית הסותרת לגבי סעד
ההערכה

פרופ' אמיר ברנע, המרכז הבינתחומי
הרצליה
הערכות שווי בהצעות רכש

מושב עשירי: מתווה העסקה

יושב-ראש - פרופ' שרון חנס, אוניברסיטת
תל-אביב
Going Private

פרופ' אסף חמדני, אוניברסיטת בר-אילן
רכישת חברות: אחריות הדירקטוריון וחובות
הגילוי בשוק עם שליטה ריכוזית

ד"ר דוד האן, אוניברסיטת בר-אילן
מתווה העסקה: הצורך בהוראת חוק מפורשת
על "החלפת מניות"

פרופ' עמיר ליכט, המרכז הבינתחומי
הרצליה
השפעתם של הבדלים תרבותיים ומשפטיים
על מיוזגים ורכישות בין-לאומיים

מבוא

1. ההקשר העסקי אל מול ההקשר השיפוטי
 2. הגלובליזציה בשוקי ההון והרמוניזציה של הדין
 3. המשבר בשוקי ההון, SRFI וסוגיית השווי ההוגן
 4. עקרונות היסוד של השיטה המשפטית בתחום המיזוגים והרכישות
- פרק א: מושב ראשון – מיזוגים ורכישות בישראל
1. פתח־דבר
 2. תמצית דברי המשתתפים במושב
- פרק ב: מושב שני – היבטים של טרום־עסקה
1. פתח־דבר
 2. תמצית דברי המשתתפים במושב
- פרק ג: מושב שלישי – מאבקי שליטה בחברות
1. פתח־דבר
 2. תמצית דברי המשתתפים במושב
- פרק ד: מושב רביעי – תכנון המס במיזוג ורכישה
1. פתח־דבר
 2. תמצית דברי המשתתפים במושב
- פרק ה: מושב חמישי – הגבלים עסקיים
1. פתח־דבר
 2. תמצית דברי המשתתפים במושב
- פרק ו: מושב שישי – הגורם האנושי בעסקה
1. פתח־דבר
 2. תמצית דברי המשתתפים במושב
- פרק ז: מושב שביעי – מימון העסקה
1. פתח־דבר
 2. תמצית דברי המשתתפים במושב
- פרק ח: מושב שמיני – זכויות עובדים במיזוגים ורכישות
1. פתח־דבר
 2. תמצית דברי המשתתפים במושב
- פרק ט: מושב תשיעי – סעד הערכה
1. פתח־דבר
 2. תמצית דברי המשתתפים במושב
- פרק י: מושב עשירי – מתווה העסקה
1. פתח־דבר
 2. תמצית דברי המשתתפים במושב

מבוא

בשנים האחרונות הגיע גם לישראל הזרם ההולך וגואה של מיזוגים ורכישות אשר מאפיין את העולם המערבי זה כשלושים שנה. הגל הגואה של מיזוגים ורכישות בישראל נובע, בחלקו, מתופעות כלל-עולמיות, ובחלקו מן השינוי המבני שהתרחש בשוק הישראלי בשנים האחרונות עם המעבר משוק ריכוזי, הנשלט על-ידי גופים ממשלתיים ומעין-ממשלתיים, לשוק מבוזר וחופשי.¹ רכישות שליטה גדולות נעשו בישראל, בין היתר, במסגרתן של עסקות הפרטה.²

תהליך מקרו-כלכלי זה מחייב גם את מערכת המשפט להתמודד עם הסוגיות המשפטיות השונות שעסקות המיזוג והרכישה מעוררות – סוגיות אשר לכל אחת מהן הוקדש מושב נפרד בכנס בנושא מיזוגים ורכישות שהתקיים במרכז הבינתחומי הרצליה בתאריכים 8-9 במאי 2007. הסוגיה הראשונה נוגעת בהגבלים עסקיים, וקשורה לצורך בפקוח על עסקות מיזוג גדולות על-מנת להבטיח שאלה לא ייצרו אפקט מונופוליסטי בשוקי ההון ו/או בשוקי המוצרים.³ הסוגיה השנייה נוגעת בכללי ההכרעה בתוך חברות אשר מתמזגות או נרכשות, על-מנת להבטיח את האינטרסים של בעלי המניות השונים. הסוגיה השלישית נידונה במושב שבו השתתפתי גם אני, והיא מתמקדת ב"שווי ההוגן", קרי, בשיטות ההערכה שבית-המשפט נדרש לנקוט בבואו להעריך את שוויין של מניות המיעוט המתנגד, הנרכשות במהלך העסקה מבעלי המניות של החברה הנרכשת. הסוגיה הרביעית נוגעת בחובות האמון המיוחדות החלות על נושאי-המשרה ובעלי השליטה בהקשר המיוחד של מיזוגים ורכישות. סוגיה זו חוברת עם הסוגיה החמישית, הנוגעת בטקטיקות ההתגוננות שמנהליה של החברה הנרכשת נוקטים כאשר הם מבקשים לחסום את העסקה.

- 1 על השינויים שפקדו את השוק הישראלי עמדתי לאחרונה בספרי, אירית חביב-סגל דיני חברות פרק ד (4Balance, 2007).
- 2 לנתונים על פעילות זו ראו, למשל, בנק ישראל, דוח בנק ישראל לשנת 2007 פרק ו – הממשלה הרחבה, תוצריה ומימונם (2008) www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/doch07/heb/p6.pdf. יש להדגיש כי ביחס לעסקות מיזוג או רכישות הנעשות במהלכה של הפרטה עשויים להתקיים הסדרי דין אחרים. כך, למשל, התקבל בעת האחרונה תיקון מס' 35 לחוק ניירות ערך, אשר מסדיר מחדש את החובה לפרסם תשקיף בהנפקות, ומורה על האפשרות לקיומם של הסדרים שונים בהפרטה. ראו חוק ניירות ערך (תיקון מס' 35), התשס"ח-2008, ס"ח 260, תוספת שלישית א.
- 3 לניתוח של מערך השיקולים החל בהקשר זה ניתן לראות, לדוגמה, את החלטתו המנומקת של הממונה על הגבלים עסקיים. ראו ההחלטה בדבר אישור מיזוג בתנאים: בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ודי.בי.אס שירותי לוויין (1998) בע"מ, 2005, הגבלים עסקיים, 304949. ראו גם ע"א 3398/06 הרשות להגבלים עסקיים נ' דור-אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ (לא פורסם, 6.12.2006); ה"ע (י"ם) 515/04 סלקום ישראל בע"מ נ' הממונה על הגבלים עסקיים (לא פורסם, 17.3.2005); ה"ע (י"ם) 7005/02 די.בי.אס שירותי לוויין (1998) בע"מ נ' הממונה על הגבלים העסקיים (לא פורסם, 9.6.2004).

בהקשר של עסקות הפרטה מצטרפות לסוגיות קלסיות אלה של דיני המיזוגים שתי סוגיות נוספות: האחת היא סוגיית ההגנה על זכויות עובדים, והשנייה שהם זכאים להן במהלך עסקת המיזוג ובעקבות מעברם ממעמד של עובדי חברה ממשלתית או מעין-ממשלתית למעמד של עובדים של חברה פרטית או חברה נסחרת; והסוגיה האחרת, אשר זכתה בתשומת-לב רבה של בתי-המשפט בישראל בשנים האחרונות, היא מידת ההגנה על הזכויות המוקנות במהלך המיזוג או הרכישה.⁴ סוגיה זו התעוררה פעמים רבות על רקע הפגיעה הרבה שהסבו שינויים מבניים רבים שעבר המשק הישראלי בשנים האחרונות, לרבות הפרטת הקיבוצים, הפרטת קופות-הגמל וקרנות הפנסיה, והתהליכים של שינויי הייעוד של קרקעות חקלאיות.⁵ כל אלה הביאו עימם עסקות מיזוג ורכישה ממינים רבים ושונים, ובמקרים רבים ביקשו בעלי מניות המיעוט או בעלי החשבונות בקרנות הפנסיה הוותיקות להגן על זכויותיהם המוקנות מפני פגיעה בעקבות השינויים המבניים.⁶ אכן, הסוגיות הרבות והשונות שעסקות המיזוג והרכישה מעוררות הינן סוגיות מורכבות, אשר עד כה טרם נמצא להן מענה חד-משמעי בדין. אדרבה, מערכת המשפט ממשיכה להתלבט ביחס לתכניו של ההסדר המשפטי הראוי, ולהתלבטות זו מתלוות ההתפתחויות הפוקדות את שוקי ההון וההתפתחות המחשבתית ביחס אליהן. כך, למשל, סוגיית הדרכים הראויות להערכת שוויין של מניות המיעוט, במסגרת הסעד שמקנה סעיף 338 לחוק החברות,⁷ מחייבת את בתי-המשפט להיכנס לעובי הקורה של שיטות ההערכה הרבות והמורכבות הקיימות בתחום של תורת המימון ותורת ההשקעות.⁸ בתורת המימון שולטות שיטות הערכה שונות: חלקן קוראות להערכת שוויין של המניות על-פי הכנסותיה הצפויות של החברה; אחרות קוראות להערכת שווייה של החברה על-פי ממוצע הכנסותיה בעבר, תוך תרגומו של נסיון העבר להערכת שווי עתידית; שיטות נוספות דוגלות באמינותו של שוק ההון, וקוראות להערכת שוויין של המניות על-פי מחירי השוק שלהן בתקופה שקדמה למיזוג; ולבסוף, קיימות גם שיטות הערכה המעניקות

4 ראו, למשל, ה"פ (ת"א) 485/03 עטר נ' נצבא חברה להתנחלות בע"מ (לא פורסם, 5.2.2004). החלטה זו נהפכה על-ידי בית-המשפט העליון בע"א 2773/04 עטר נ' נצבא חברה להתנחלות בע"מ (לא פורסם, 14.12.2006).

5 ראו, למשל, בנק ישראל דוח בנק ישראל לשנת 2007 פרק ב – התוצר, השימושים וענפי המשק (2008) www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/doch07/heb/p2.pdf.

6 ראו עניין נצבא, לעיל ה"ש 4. ראו גם בג"ץ 6460/02 אליאב נ' בית הדין הארצי לעבודה (לא פורסם, 8.2.2006).

7 חוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 189.

8 בתי-המשפט הישראליים נדרשו כבר פעמים מספר לסוגיה זו. ראו, למשל, ת"א (ת"א) 4148/03 הרשקוביץ נ' רמת אביבים בע"מ (לא פורסם, 15.8.2005); בש"א (ת"א) 1004/02 שקולניק נ' קניאל אריזות משקה בע"מ (לא פורסם, 2.11.2005); ת"א (ת"א) 1004/02 הרשקוביץ נ' סנואי ישראל בע"מ (לא פורסם, 7.8.2005); בש"א (ת"א) 20012/02 ממך נ' קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ, פ"מ ד(1) 946 (2005); ת"א (ת"א) 2428/03 אלדמע תשובה נ' קונברג'ס ישראל אינבסטמנטס בע"מ (לא פורסם, 26.3.2007).

משקל רב יותר להערכת שוויים של נכסי החברה או להערכה חשבונאית הנגזרת מדוחותיה הכספיים של החברה.⁹

הבחירה בין שיטות הערכה אלה והצורך להכריע בסוגיות נוספות, כגון מידת זכותו של המיעוט להשתתף ברווחים הצפויים מן המיזוג עצמו, העסיקו את בתי-המשפט השונים בישראל. עד כה לא גובשה אחידות שיפוטית בהכרעותיהם של בתי-המשפט, כך שבתי-משפט שונים מכריעים בסוגיות אלה בצורות שונות, אשר לא תמיד ניתן ליישב ביניהן.¹⁰ במבט צופה פני עתיד, יש להניח כי סוגיית ההערכה תמשיך להעסיק את בתי-המשפט בישראל, כך שאנו צפויים להכרעות שיפוטיות נוספות אשר יבטאו את התלבטותה של מערכת המשפט בסוגיות אלה.

במבוא לסימפוזיון זה נתחיל בהצגתו הכללית של תחום המיזוגים והרכישות במשפט, תוך הצבתו של התחום המשפטי אל מול התחום העסקי, שבו מתבצעות עסקות המיזוג והרכישה. לאחר-מכן נפנה להצגתן של התפתחויות עכשוויות בשוקי ההון העולמיים, ונדון בהשפעתן של אלה על הדין החל בתחום המיזוגים והרכישות. לבסוף, אף שתחום משפטי זה נמצא עדיין בראשית התפתחותו, ננסה לרכז כמה עקרונות כלליים המנחים את מערכת המשפט כאשר זו נדרשת לסוגיות של מיזוגים ורכישות.

1. ההקשר העסקי אל מול ההקשר השיפוטי

מיזוגים והשתלטויות של חברות מסעירים את הדמיון האנושי. היקפן הכלכלי העצום של העסקות, מאבקי השליטה הכרוכים בהן ומורכבותן של הפעולות המשפטיות הופכים עסקות אלה למוקדים המעניינים ביותר בדיני החברות. קסמן של עסקות אלה נובע מהיותן זירה נדירה למסחר ב"חלומות מגלומניים": מתוך החלום להכפיל ולשלוש את שווי נכסיה של החברה הנרכשת, החברה הרוכשת מוכנה לשלם לבעלי המניות של הראשונה מחיר הגבוה במידה ניכרת ממחירי המניות הנוכחיים. החלום העסקי המגלומני בדבר מיצוי שווי נכסיה של החברה הנרכשת מוצא את ביטויו בפרמיה הנדיבה שהחברה הרוכשת משלמת לבעלי המניות המוכרים. למעשה, די בפוטנציאל לקיומה של עסקת מיזוג או השתלטות להסעיר את בעלי המניות, שהרי פוטנציאל זה מבטא הזדמנות נדירה לממש לאלתר את חלומותיהם הוורודים ביותר ביחס לנכסיה של החברה הנרכשת. מחירו של החלום משתלם לבעלי המניות המוכרים זמן רב לפני שהוכיחה החברה הרוכשת כי החלום אכן ניתן להגשמה, ולפני שמניותיה של הנרכשת אכן עולות בערך על מחיר העסקה.

מהלך גיבושה של עסקת ההשתלטות מציב את בעלי המניות של חברת-המטרה בתנועה מתמדת בין מציאות לדמיון: מן העבר האחד, הם נוטים לקפוץ על ההזדמנות הנדירה לממש שווי גבוה ביותר כנגד השקעתם בחברה; ומן העבר האחר, הם נסחפים תמיד אחר התחושה שאין די במחיר המוצע, ושאוּלי יוכלו למצוא עסקה חלופית שבה תוצע להם תמורה גבוהה

9 לסקירה של שיטות ההערכה השונות ראו אירית חביב-סגל דיני חברות לאחר חוק החברות החדש כרך ב, פרק טו (אל-טק, 2004).

10 ראו לעיל האסמכתות בה"ש 8.

יותר. גם כאשר המחיר המוצע בעסקה הראשונה נראה דמיוני בהשוואה למחירי המניות בשנים הקודמות למיזוג, הוא נדמה להם עדיין כנמוך בהשוואה לעסקה פוטנציאלית אחרת. בסיטואציה יוצאת דופן זו, בעלי המניות נגררים למאבקים פנימיים קשים, שבמהלכם המשפט נהפך ל"כלי משחק" בידי אנשי עסקים מבריקים, העושים שימוש יצירתי ואסטרטגי בהסדרי הדין על-מנת לקדם את האינטרסים שלהם בעסקה. אכן, סיפורי ההשתלטות נראים כסיפורי מתח מרתקים הלקוחים ממצייאות העולה על כל דמיון, שבה אין כל אפשרות לצפות את סופו של הסיפור מתחילתו.

המאבק על שוויים של נכסי החברה מצטרף למאבק על השליטה: חלומי המגלומני של המשתלט מתריס כנגד בעל השליטה הקיים, אשר פיתח את החברה והביאה למצבה הנוכחי. נכונותו של הרוכש לשלם פרמיה גבוהה מעל מחיר השוק של המניות מעידה על ציפיותו להצליח להפיק מנכסי החברה תשואה גבוהה במידה ניכרת מזו שהצליחו להפיק קברניטי החברה הקיימים. יותר מכך, במקרים רבים קברניטי החברה הקיימים הם שיזמו והקימו את החברה, ופיתחו אותה עד שנהפכה למטרה אטרקטיבית למשקיעים אחרים. באופן טבעי, הראשונים מגיבים במאבק על החברה "שלהם", אשר בנו בעמל כה רב, ומנסים להוכיח לבעלי המניות האחרים כי חלומי המגלומני של הרוכש צפוי להתנפץ אל מול המציאות המוכרת להם כה טוב. בסופו של דבר, בין בכוח השכנוע ובין על-ידי מאבקים וטקטיקות התגוננות, בעלי השליטה הקיימים מבקשים לשמר את אמונם של בעלי המניות האחרים. מאחר שהמאבק על השליטה בחברה הוא מאבק על יוזמה, על חלומות עסקיים ועל היכולת האישית להגשימם, גם זה יכול ליהפך למאבק "עקוב מדם" שבו מותרים בהדרגה רסני הדין ונורמות הניהול לטובת ההצלחה ב"קרב ההשתלטות".

בדרמה האנושית הזו ספק מה מקומה של מערכת המשפט. ספק אם מערכת המשפט אמורה לקבוע עמדה נורמטיבית כלשהי בעד או נגד הצלחתן של עסקות ההשתלטות. בעניין זה בולט הפער בין גישותיהם של המחוקקים במדינות השונות של ארצות-הברית. מן העבר האחד ניצבות מדינות, דוגמת מדינת דלוור, אשר אוהדות את עסקות ההשתלטות ומרסנות את יכולתם של קברניטי החברה הקיימים לחסום את העסקה בטקטיקות התגוננות שונות. מן העבר האחר נמצאות מדינות, כגון מדינת וירג'יניה, המעדיפות להגן על "היזמים" שהקימו את החברה ואשר הפיקו את רווחיהם מצמיחה ומפיתוח אמיתיים התורמים לחברה בכללותה.¹¹ בעוד מחוקקים מן הסוג הראשון נוטים לראות בעסקות ההשתלטות הודמנות נדירה של בעלי המניות הקיימים לשאת פרמיה משמעותית על השקעתם, המחוקקים מן הסוג השני נוטים להציג את המשתלט הפוטנציאלי כ"טורף" המבקש להשתלט על החברה

11 פער זה שבין החקיקות בא לידי ביטוי בעניין, Chesapeake Corp. v. Shore, 771 A.2d 293, 320 (Del. Ch. 2000). לביטוי מגמתה של מדינת דלוור להגן על המשתלט ראו: MM Cos. v. Liquid Audio, 813 A.2d 1118 (Del. Sup. 2003) (שם קלט בית-המשפט את הצעותי האחרונות של פרופ' בבצ'וק להגביל את יכולתה של הנהלה לחסום את ההשתלטות על-ידי השילוב של גלולת-הרעל והדירקטוריון המפוצל (staggered board)). לניתוחו של בבצ'וק ראו: Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 STAN. L. REV. 887 (2002).

על-מנת לחסלה ולמכור את חלקיה לכל המרבה במחיר (bust-up takeovers), על-פי ההשקפה האחרונה, מאבקי השליטה מייצגים את הפער שבין אנשי עסקים המניבים את רווחיהם מפיתוח ומצמיחה ארוכי-טווח לבין "גאוני מימון" גלויים, התרים אחר רווחים קלים וקצרי-מועד תוך מחטף של עסקים מפוארים שנבנו על-ידי אנשים אחרים. אי-אפשר לקבוע עמדה חד-משמעית בדילמה ערכית זו, בראש ובראשונה בשל ההבדלים העצומים שבין העסקות השונות. אינטרסים רבים ושונים, חלקם לגיטימיים יותר וחלקם לגיטימיים פחות, מעודדים את ייזומן של עסקות אלה, כך שקשה ביותר לצבוע אותן בצבע ערכי מסוים זה או אחר.

אכן, הקשר כללי זה של עסקות המיזוג והרכישה קיבל ביטוי עכשווי בנסיון ההשתלטות של חברת מיקרוסופט על חברת יאהו, אשר נראה כי טרם הגענו אל סופו. חברת מיקרוסופט ביקשה להשתלט על חברת יאהו עקב רצונה של הראשונה לתפוס נתח שוק משמעותי בתחום הפרסום באינטרנט, ומתוך הבנתה של מיקרוסופט כי הטכנולוגיות החדשניות של חברת יאהו בתחום זה, יחד עם נתח השוק המשמעותי שכבר הצליחה חברת יאהו לתפוס בשוק זה, הינם חיוניים למהלכיה האסטרטגיים של מיקרוסופט. על רקע זה הציעה מיקרוסופט ליאהו פרמיית רכישה עצומה. היא הציעה לרכוש את יאהו במחיר כולל של יותר מ-44 מיליארד דולר, המייצגים ערך של 29.68 דולרים למניה. ההצעה באה בעת שמניותיה של יאהו נסחרו במחיר של כ-19 דולרים למניה, כך שההצעה שיקפה פרמיה של כמעט 40% על מחיר המניה. הפרמיה הנדיבה שיקפה את הערך המוסף שציפתה מיקרוסופט להפיק מאיחודן של שתי החברות.

באופן טבעי היה אפשר לחשוב שהעסקה כדאית ביותר לבעלי המניות של חברת יאהו, שהיו מצליחים לממש לאלתר את הרווח הצפון בפרמיה. מבחינתם של בעלי המניות של חברת יאהו הייתה זו הזדמנות נדירה לממש לאלתר את השווי של חלומה המגלומני של חברת מיקרוסופט להצליח להתחרות עם חברת גוגל על נתח משמעותי בשוק הפרסום באינטרנט. עסקת הרכישה של מיקרוסופט נראית על פניה כמשיאה את שווי המניות לבעלי מניותיה של יאהו, והדבר אכן בא לידי ביטוי במחירי השוק של יאהו, אשר עלו לכ-26 דולר למניה מייד לאחר ההודעה על הצעת הרכישה.

אלא שמבחינת הדיקטוריון של חברת יאהו, ומבחינתו של ג'רי יאנג, מנכ"ל יאהו, שהיה בין מקימיה של החברה, נתפסה העסקה כמביאה לידי סיום את קיומה העצמאי של החברה. באופן טבעי ביקשו יאנג ודיקטוריון יאהו לחסום את העסקה או לפחות להביא לידי העלאת מחירה. האסטרטגיה שנקטו ג'רי יאנג ודיקטוריון יאהו הייתה אסטרטגיה משולבת של פנייה לאיתורו של "אביר לבן" (קרי, משתלט חלופי וידידותי אשר יסייע להם לחסום את ההשתלטות)¹² יחד עם איום על מיקרוסופט כי עוד בטרם תצליח האחרונה

12 ראו "התחמשות" במלחמת הענקים: יאהו פונה ל-AOL, ומיקרוסופט לרופרט מרדוק", 4B_10.4.2008, A_041008_014_096. על האסטרטגיה של "אביר לבן" ראו, למשל: Federico M. Mucciarelli, *White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of 'Target' Companies?* (2006), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=910220.

לרכוש את מניות החברה, תערוך יאהו חוזה לשיתוף-פעולה עם חברת גוגל (מתחרתה של מיקרוסופט), אשר יאפשר לגוגל להשתמש בטכנולוגיות המתקדמות של יאהו לפרסום באינטרנט.¹³ על רקע זה הודיעה מיקרוסופט כי היא חוזרת בה מנסיון ההשתלטות, והתגובה במחירי השוק של מניות יאהו לא איחרה לבוא. מחירי המניות ירדו בכ-16% ביום שלאחר הודעתה של מיקרוסופט.

בשלב זה נראה שסיפור המעשה טרם הגיע אל סופו: אחד מבעלי המניות של חברת יאהו, איש עשיר בשם Icahn, רכש כמות גדולה של מניות יאהו מתוך מטרה מוצהרת לנהל מאבק שליטה פנימי בתוך חברת יאהו, על-ידי מאבק פרוקסי (proxy fight), על-מנת להביא לידי החלפתו של דירקטוריון יאהו. הציפייה היא שהדירקטורים החדשים יגלו אהדה לעסקת מיקרוסופט, ואף ינסו להשיבה אל שולחן המשא-ומתן. אכן, לאחרונה, בתאריך 15.5.2008, הציע Icahn את מועמדיו לדירקטוריון יאהו. אם יצליח לגייס תמיכה מספקת באספת בעלי המניות של חברת יאהו, כך שמועמדיו הם שייבחרו לדירקטוריון, יצליח Icahn להביא לידי החלפתו של הדירקטוריון, ואולי אף לידי מימושה של העסקה.

נסיונו של Icahn להפוך את מהלך הדברים – קרי, להמיר את הדירקטוריון של יאהו ולהשיב את מיקרוסופט לשולחן המשא-ומתן – כבר גרר את הסוגיה להתדיינות שיפוטית: בעלי מניות של יאהו טוענים כעת נגד הנהלת החברה כי זו מסתירה מבעלי המניות "מסמכים מביכים" העשויים להצביע על הפרות שביצעה ההנהלה כאשר טרפדה את עסקת מיקרוסופט. אם יגיע הדבר להתדיינות שיפוטית, יידרש בית-המשפט להכריע בשאלה אם מנהליה של חברת יאהו הפרו את חובות האמון שלהם לפעול לטובתם של בעלי המניות. הניסיון לפנות להכרעתו של בית-המשפט בדלור אינו מנותק מן המציאות העסקית, שהרי מטרתם האמיתית של התובעים היא לחזק את ידיו של Icahn במאבקו נגד דירקטוריון יאהו. מטרתם היא להראות כי הסתרת המסמכים נועדה למנוע פעולות מצד בעלי מניות אקטיביסטים, וכך לעודד את בעלי המניות של חברת יאהו לתמוך במועמדיו של Icahn לדירקטוריון יאהו.

אלא שמנקודת-ראות המתמקדת במדיניות המשפטית, נשאלת השאלה מה מקומה של מערכת המשפט בקרב הענקים המתחולל אל מול עינינו? האומנם נדרש בית-המשפט להתערב לטובתו של דירקטוריון יאהו או לטובת מאבקו של Icahn? או שמא המסקנה הראויה הנלמדת מן הדברים היא שעל בית-המשפט לנקוט איפוק שיפוטי, ולהימנע מלנקוט עמדה כלשהי לטובתם של בעלי המניות או לטובתה של ההנהלה?

2. הגלובליזציה בשוקי ההון והרמוניזציה של הדין

אל הדילמות המתוארות מעלה מצטרפות דילמות רבות נוספות הנוצרות על רקע הגלובליזציה בשוקי ההון. עם גבור הגלובליזציה עולה גם מספר המיזוגים והרכישות

13 זוהי וריאציה של אסטרטגיית ה-Crown Jewel, קרי, אסטרטגיה שלפיה החברה הנרכשת מעבירה את הנכס המרכזי שלה לחברה מתחרה קודם לביצוע עסקת ההשתלטות, וכך מרוקנת מן החברה את עילת ההשתלטות המרכזית של הרוכש.

הבין-לאומיים, שבמסגרתם חברה המאוגדת במדינה אחת רוכשת חברה המאוגדת במדינה אחרת. בנסיבות אלה נוצרים לחצים משמעותיים על מערכות המשפט להגיע להרמוניזציה של הדין, כך שדיני המיזוגים והרכישות החלים בישראל יהיו דומים לאלה החלים במדינות אחרות, שאם לא כן יתלוו אל הסוגיות המתוארות לעיל גם הסוגיות של ברירת דינים, "המירוץ לתחתית" ("race to the bottom")¹⁴ ועוד.

אכן, חוק החברות הישראלי, אשר נכנס לתוקפו בשנת 2000, מאמץ הסדר של מיזוגים ורכישות אשר דומה ביותר להסדרים החלים במדינות המערב, ובעיקר בארצות-הברית. חוק החברות מחלק את עסקות המיזוג והרכישה לשלושה סוגים מרכזיים של עסקות: הראשונה, עסקת המיזוג, שבמהלכה שתי ישויות משפטיות (או יותר) מתמזגות, ואחת מהן נעלמת מן העולם; השנייה, רכישת השליטה המרוכזת, שבמהלכה חברה אחת רוכשת את מניות השליטה בחברה אחרת, ושתי הישויות מוסיפות להתקיים כחברות נפרדות; השלישית, הצעת הרכש, שבמהלכה המשתלט רוכש את השליטה בחברה על-ידי רכישת המניות מן הציבור.

אל שלושת סוגי העסקות הללו מצטרפים שני סוגים נוספים של עסקות: סוג אחד נגזר מלשונו של סעיף 350 לחוק החברות, המאפשר לרוב מיוחד של בעלי המניות לערוך "פשרה או הסדר" באישור בית-המשפט. מונחים אלה התפרשו ככוללים גם את האפשרות לבצע עסקת מיזוג. במהלכה של עסקה זו, חברה אחת רוכשת חברה אחרת על-ידי רכישת מכלול מניותיה, לאחר קבלת אישורם של בעלי המניות ובית-המשפט, כנדרש מכוח סעיף 350 לחוק החברות. סוג העסקות האחר נגזר מלשונו של סעיף 341, שהמיר את סעיף 236 לפקודת החברות.¹⁵ סעיף זה מאפשר לחברה פרטית להוציא מיזוג אל הפועל בהסכמת רוב של 80% או יותר מקרב בעלי המניות, תוך נקיטת ההליך הקבוע באותו סעיף. במבנה זה של עסקות אכן נעשה שימוש בפועל, בעיקר בהקשר של רכישת חברות הי-טק.

בתי-המשפט הוסיפו ותרמו להאחדתו של הדין החל בישראל עם הדין החל בעולם על-ידי ההכרה באפשרות לבצע בישראל עסקות שאינן מוסדרות במפורש בנוסחו של חוק החברות. בולט לעניין זה פסק-דינה של השופטת אגמון בעניין שני נ' מלם מערכות.¹⁶ בפסק-דין זה הכיר בית-המשפט המחוזי בתל-אביב באפשרות לבצע מיזוג משולש הפוך בישראל.¹⁷

14 על תופעת המירוץ לתחתית הצביע פרופ' Cary. על-פי תיאורו, מרגע שמתחוללת תחרות בין המדינות על ליבן של החברות, כך שכל מדינה מבקשת לבסס דיני חברות אשר ימשכו אליה את מירב החברות, נוצר מירוץ לתחתית שבמהלכו כל מדינה מסירה את הרסנים הנדרשים, והופכת את הדין ל"מתירני מדי", אך ורק על-מנת למשוך אליה את ההתאגדויות. על תופעה זו ראו, למשל: William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections upon* Delaware, 83 YALE L.J. 663 (1974); Mark J. Roe, *Delaware's Competition*, 117 HARV. L. REV. 588 (2003), והאסמכתות שם.

15 פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983, ס"ח 761.

16 ה"פ (ת"א) 786/07 שני נ' מלם מערכות בע"מ (טרם פורסם, 21.10.2007).

17 עם זאת, המגמה של האחדת הדין אינה מוחלטת. ראו, למשל, ת"א (חי') 474/04 ירדן נ' ליפשיץ (טרם פורסם, 20.8.2007), שם צמצם בית-המשפט מאוד את האפשרות לבצע LBO (Leveraged buyout) בישראל.

3. המשבר בשוקי ההון, IFRS וסוגיית השווי ההוגן

התופעה האחרונה שיש לתת לה את הדעת בהצגה מבואית זו של סוגיית המיזוגים והרכישות היא המשבר בשוקי ההון. משבר זה, לנוכח כללי הדיווח הבין-לאומיים, מציף את הדילמה המלווה את מערכות הדין והדיווח החשבונאי ביחס לדרכי ההערכה הראויות של "השווי ההוגן" (fair value). במה דברים אמורים?

בהקשר של מיזוגים ורכישות, סוגיית ההערכה הראויה של המניות עשויה ליהפך לסוגיה שיפוטית כאשר בעלי מניות המיעוט, המתנגדים לעסקה של מיזוג או רכישה, מביאים את טענותיהם לפני בית-המשפט בתביעה נגד יזמי המיזוג או בתביעה נגד מנהליה של החברה הנרכשת אשר אישרו את עסקת המיזוג. טענתם של התובעים במקרים אלה היא פשוטה: המחיר ששולם במהלך העסקה אינו משקף בצורה הראויה את השווי הראוי של מניותיהם, גם אם שווי זה עולה על מחיר השוק של המניות.

מערכת המשפט מגינה על זכותם של המתנגדים למיזוג להביא את טענותיהם לפני בית-המשפט כאשר העסקה נכפית עליהם ו/או כאשר ניתן לבסס תביעה בגין הפרת חובות האמונים של המנהלים אשר אישרו את הוצאתה של העסקה אל הפועל. בדין האמריקאי מוסדרת זכותם של בעלי מניות המיעוט לסעד הערכה (appraisal remedy) במקרה של עסקת מיזוג הזוכה באישורו של רוב מקרב בעלי המניות של החברה.¹⁸ במקרה כזה, מאחר שהעסקה נכפית גם על המיעוט המתנגד, מיעוט זה זכאי לפנות לבית-המשפט בתביעה לסעד הערכה. עסקה עשויה להיכפות על בעלי מניות המיעוט גם במקרה של הצעת רכש, שבמסגרתה הוצע לבעלי המניות למכור את מניותיהם למשתלט, ונותר רק מיעוט זניח מקרב בעלי המניות שהתנגד לעסקה. בנסיבות אלה, סעיף 338 לחוק החברות מעניק למיעוט בעלי המניות את הזכות לפנות לבית-המשפט בתביעה לקבלת "השווי ההוגן" של מניותיו. בית-המשפט נדרש לסוגיה זו בכמה התדיינויות.¹⁹

אחת השאלות המרכזיות בהתדיינויות מסוג זה היא השאלה כיצד ראוי להעריך את שוויין של המניות. לעניין זה קיימים כמה עקרונות מקובלים. ראשית, מקובל שאין לראות במבחן השוק את המבחן הבלעדי להערכת שווי המניות, אלא בעלי מניות המיעוט זכאים לכל מקור שווי שאותו היו יכולים להפיק אילו לא יצאה העסקה אל הפועל. כמו-כן מקובל שיש להעריך את שווי המניות על-פי ערך העסק החי, ולא על-פי השווי בעת מימוש הנכסים בפירוק, ועוד.

הבעיה היא שככל שבית-המשפט מתרחק ממבחנים "נוקשים" להערכת שווי המניות, כגון שווי המימוש או הרכישה של נכסי החברה, כן תקשה עליו פעולת ההערכה, שהרי איש אינו יודע באמת מה צופן בחובו העתיד, ומה היה השווי שבעלי המניות של החברה הנרכשת היו מצליחים להפיק ממניותיהם אילו לא יצאה העסקה אל הפועל.

בעת האחרונה משכה סוגיה זו את תשומת-ליבה של הקהילייה המקצועית בהקשר אחר לחלוטין, הוא ההקשר של תקני הדיווח החשבונאי הבין-לאומיים: כחלק מתופעת הגלובליזציה, הקהילייה החשבונאית מאמצת את תקני הדיווח החשבונאי הבין-לאומיים

18 ראו: Del. Code Ann. tit. 8, § 262.

19 ראו ה"ש 8 לעיל.

(קרי, ה-IFRS וה-IAS), המחליפים את התקינה המקומית ואת גילויי-הדעת של מועצת רואי-החשבון.²⁰

הבעיה היא ששיטת הדיווח הבין-לאומית מעבירה את החשבונאים מעולם של הערכות שווי המבוססות על מחירי נכסים היסטוריים לשיטת הערכה הנסמכת על מבחן "השווי ההוגן". המעבר לשיטת הדיווח על-פי "השווי ההוגן" מלווה קשיים רבים, המעסיקים את הקהילייה החשבונאית, והדבר מלמד על הקושי הטמון בשיטות הערכה גמישות, המתבססות על הניסיון לכמת את התשואה הצפויה מנכסים. הדילמות המלוות את הדיווח החשבונאי הבין-לאומי הן אותן דילמות המלוות את בתי-המשפט בעת קביעת השווי ההוגן של מניותיהם של המתנגדים להשתלטות.²¹

4. עקרונות-היסוד של השיטה המשפטית בתחום המיזוגים והרכישות

על רקע מכלול המורכבויות המתואר לעיל, השאלה הנותרת היא אם ניתן להצביע על מאפיינים מרכזיים של ההסדר המשפטי של מיזוגים ורכישות. לעמדתנו, התשובה לשאלה זו חיובית. בבחינת הסדריהן של מערכות המשפט השונות ניתן להצביע על כמה עקרונות משפטיים העוברים כחוט-השני בכל השיטות המשפטיות.

העיקרון הראשון הוא ההבחנה בין מיזוג של חברות זרות לבין מיזוג של חברות קשורות. נטייתן של מערכות משפט היא לצדד בעסקאות מן הסוג הראשון, שלגביהן ההנחה היא כי התקיים משא-ומתן אותנטי בין צדדים זרים, ולא בעסקאות דוגמת מיזוג של חברה-בת אל תוך חברה-אם, שלגביהן עולה החשד כי העסקה הונעה ממניעים אישיים של החברה הרוכשת, בעלת השליטה, ולא ממניעים עסקיים אמיתיים המקדמים את טובתם של כלל

20 תקני הדיווח הבין-לאומיים נשלטים על-ידי מועצת התקינה הבין-לאומית, היא ה-IASB. עד כה הצטרפו מדינות רבות לשיטות הדיווח הבין-לאומיות, כך שנותרה רק הדיכטומיה שבין שיטת הדיווח הבין-לאומית לבין שיטת הדיווח האמריקאית, GAAP. בשלב זה הנטייה היא להביא לידי האחדה של כללי הדיווח הבין-לאומיים עם כללי הדיווח האמריקאיים, כך שבשנת 2011 שיטת הדיווח הבין-לאומית צפויה לשלוט בעולם כולו. ראו את סדרת המאמרים שהתפרסמה בעניין זה, הסוקרת את הנחיותיהם של ה-IASB ושל ה-SEC, באתר המקצועי לענייני חברות www.4balance.co.il; "מגמת ההאחדה של GAAP ושל IFRS", 4B_AC_040708_004_24, 4, "להתראות GAAP", 18.7.2006, 4B_A_080907_002_150; "ה-SEC קוראת לציבור להגיב על דיווח ע"פ ה-IFRS במקום ה-GAAP", 4B_7.4.2008; "משולחנו של ה-IASB: עדכון יולי 2002, ביחס לתשלום מבוסס מניות – IFRS", A_070807_006_055, 11.7.2007; "שינויים פוטנציאליים לתקנות ניירות-ערך של תקני דיווח כספי בינלאומיים", 4B_IN_021408_004_212, 14.2.2008, וההפניות לפרסומים הרשמיים הרבים שם.

21 ראו, למשל, "משולחנו של רשות ניירות ערך הישראלית: כיצד יש לתעד את ייעוד הנכסים וההתחייבויות הפיננסיים בשווי הוגן דרך רווח והפסד", 4B_II_032408_014_070, 24.3.2008; "משולחנו של ה-IASB: עדכון יולי 2002, ביחס לתשלום מבוסס מניות – IFRS", 4B_IN_081907_003_099, 19.8.2007; "נאום יו"ר ה-SEC: העיקרון המנחה לכנס ארה"ב-אירופה בנושא של ניהול חברות", 4B_A_101007_012_020, 10.10.2007.

בעלי המניות. בהתאם לכך, ההסדרים המשפטיים החלים על עסקות בין צדדים זרים הינם מקילים יותר מאלה החלים על עסקות בין חברות קשורות. העיקרון השני חל בעיקר ביחס לעסקות בין חברות זרות, ולפיו מרגע שהעסקה אושרה על-ידי רוב מקרב בעלי המניות של החברה הנרכשת ושל החברה הרוכשת כאחד, ייטה בית-המשפט לא ליתן צו מניעה (זמני או קבוע) החוסם את העסקה עצמה. בנסיבות אלה ייטה בית-המשפט להגביל את עצמו לסעדים כספיים בלבד. הרציונל העומד ביסודו של עיקרון זה הוא שאם רוב בעלי המניות תמכו בעסקה, יש להניח כי זו מקדמת את טובתם. בהתאם לכך יימנע בית-המשפט מלאפשר למיעוט המתנגד לחסום את העסקה. העיקרון המנחה השלישי הוא שבעלי המניות המתנגדים לעסקה יהיו זכאים לסעד הערכה, קרי לקבלת השווי ההוגן כנגד מניותיהם, מרגע שהעסקה נכפתה עליהם על-ידי בעלי מניות הרוב. עיקרון זה מנחה את יזמיהן של עסקות המיזוג להימנע מעסקות שאין בהן פוטנציאל להגדלת היעילות הכוללת של פעילות החברות, שהרי בהעדר יעילות כוללת, יעלה שווי הפיצוי שבעלי מניות המיעוט יהיו זכאים לו על השווי שאותו יוכלו יזמי המיזוג להפיק מן העסקה. בהתאם לכך, הסעד למיעוט מקדם גם את היעילות הכלכלית הכוללת. מעבר לעקרונות אלה רב הנסתר על הגלוי, כך שקשה ביותר לזהות עקרונות משותפים לשיטות המשפט השונות. אדרבה, נראה שתחום משפטי זה נמצא רק בראשית התפתחותו, ונתון בהתפתחות מתמדת ומהירה, על רקע העסקות רחבות-ההיקף הנעשות בצילו. מכאן נעבור לתיאור מפורט של הדברים שנשאו המשתתפים בכנס, כפי שנערך והותקן לדפוס על-ידי מערכת כתב-העת משפט ועסקים.

פרק א: מושב ראשון – מיזוגים ורכישות בישראל

משתתפי המושב: יושב-ראש – פרופ' אוריאל פרוקצ'יה, פרופ' יוסף גרוס, פרופ' ידידיה שטרן, פרופ' רון חריס, ד"ר דניאל ממן

1. פתח-דבר

מטרתו של מושב זה הייתה לבחון היבטים שונים של עסקות מיזוגים ורכישות בישראל. המושב כלל דיון בפילוסופיה הבסיסית של דיני הרכישות וביעדה-העל של דיני הרכישה; מבט היסטורי על-אודות מיזוגים ורכישות שנעשו בישראל; ודיון במיזוגים, ברכישות ובפיצולים ב"כלכלה הגדולה" של ישראל בכלל, תוך תיאור השלבים בהשתלטותו של יצחק תשובה על חברת "דלק" בפרט.

בכרך זה של כתב-העת מופיעים שני מאמרים שנכתבו בעקבות מושב זה: מאמרו של פרופ' רון חריס "המיזוגים הגדולים הראשונים בהיסטוריה"²²; ומאמרו של ד"ר דניאל ממן

22 רון חריס "המיזוגים הגדולים הראשונים בהיסטוריה" משפט ועסקים ח 105.

"שינויים מבניים ב'כלכלה הגדולה' ובקבוצות העסקיות בישראל".²³

מאמרו של חריס מציג לנתח את הקמתן של חברות הודו המזרחית האנגלית (1600) וההולנדית (1602) כמיוזגים. ניתוח הקמתן מפרספקטיבה זו גם מצביע על הבדלים משמעותיים בין שתי החברות ומסביר הבדלים אלה. חברת הודו המזרחית האנגלית נוצרה, לטענת חריס במאמרו, כתוצאה ממיוזג אנכי בסחר האירו-אסייתי. חברת הודו המזרחית ההולנדית נוצרה כתוצאה ממיוזג אופקי בין חברות אשר קודם לכן התחרו זו בזו בסחר אירו-אסייתי. ההבדל באופי המיוזג תורם להבנת ההבדלים בין שתי החברות במבנה המוסדי והניהולי, במבנה ההון ובגבולות הפירמה.

מאמרו של ממן מתמקד ב"כלכלה הגדולה" בישראל, תוך ניתוח הקבוצות העסקיות שמחזיקות בהשפעה כלכלית ופוליטית ניכרת, ואשר למן אמצע שנות התשעים נשלטות על-ידי מספר קטן של משפחות. המאמר מעלה טענה כפולה: ראשית, "הכלכלה הגדולה", ובמיוחד הקבוצות העסקיות, עוברות, למן אמצע שנות השישים, תהליכים מתמשכים של ארגון-מחדש. שנית, וחשוב יותר, רכישות, מיוזגים ופיצולים הם תגובה של תאגידים כלכליים גדולים, ובמיוחד של הקבוצות העסקיות, על שינויים בסביבה הפוליטית-הכלכלית המקומית והגלובלית. המאמר מתמקד בשני סוגי שינויים: ברמה המקומית הוא מתייחס למדיניות מכוונת של ארגונים מדינתיים; וברמה הגלובלית הוא דן באימוץ מודלים ניהוליים-עסקיים.

2. תמצית דברי המשתתפים במושב

הדובר הראשון היה פרופ' אוריאל פרוקצ'יה מהמרכז הבינתחומי הרצליה. נושא הרצאתו של פרוקצ'יה היה הפילוסופיה של מיוזגים ורכישות בישראל.

בפתח הרצאתו ציין פרוקצ'יה את הרעיון הבסיסי של דיני המיוזגים והרכישות בישראל, כפי שבא לידי ביטוי בחוק החברות החדש. לדברי פרוקצ'יה, שני פנים לרעיון זה. הראשון הוא שאם העסקה אינה מעוררת חשש לכשל שוק, החוק מותיר אותה מחוץ לטווח ההסדרה הרגולטורית. במקרה כזה ההנחה היא כי הצדדים יודעים טוב יותר מן הרגולטור מהי העסקה המיטבית מבחינתם, ואם כל העסקות יהיו מיטביות לצדדים, "היד הנעלמה" תגרום לכך שהן יניבו את מירב הרווחה המצרפית. מצד אחר, אם סוג העסקה הוא כזה שמעורר חשש לכשל שוק, תפקידו של הרגולטור כפול: לזהות את כשל השוק הרלוונטי ולהתאים לו את התרופה המתאימה.

פילוסופיה בסיסית זו הניבה מדיניות חקיקתית שרבים התקשו להבינה. לעיתים נתקל המחוקק בנושא שהיה מוסדר רגולטורית והתערב במגמה לבטל את הרגולציה. תופעה זו קרתה כאשר לא אובחן כשל שוק רלוונטי. לעומת זאת, במקרים אחרים נתקל המחוקק במצבים שלא היו מוסדרים רגולטורית והחליט להסדירם. תופעה זו קרתה כאשר זוהה כשל שוק ונמצאה תרופה מתאימה לטיפול בו.

23 דניאל ממן "שינויים מבניים ב'כלכלה הגדולה' ובקבוצות העסקיות בישראל" משפט ועסקים ח 123.

פרוקציה הדגים את הפילוסופיה החקיקתית על-ידי שתי דוגמות, כמפורט להלן. מקרה א – בהעדר כשל שוק אין מקום להסדרה רגולטורית. פרוקציה העלה את השאלה: "מה דינו של אדם החפץ לרכוש מבעל השליטה בחברה את שליטתו?" לדבריו, העמדה הליברטריאנית גורסת כי יש להניח לאותו אדם לממש את רצונו ללא התערבות רגולטורית. עם זאת, בעבר שררה רגולציה על סוג זה של עסקה, אשר כפתה את הרוכש להציע הצעת רכש לבעלי מניות המיעוט שתאפשר להם למכור לו את מניותיהם במחיר למניה השווה למחיר ששילם בעד מניות השליטה.

הסיבה לרגולציה הייתה שאין זה הוגן כלפי בעלי מניות המיעוט להותיר אותם תחת חסדו של הרוכש החדש מבלי שזה שיתף אותם בפרמיה ששולמה בעד מניות השליטה. פרוקציה ציין כי רגולציה זו הוסרה מעל ספר החוקים. סיבת הסרתה של רגולציה זו הייתה התובנה כי הצעת הרכש הכפויה היא מעין "מס" המושת על הרכישה, ולכן מספרן של הרכישות הצפויות תחת המשטר הרגולטורי צפוי להיות נמוך יותר, בשיווי-משקל, ממספרן של הרכישות הצפויות ללא רגולציה. מאחר שבדרך-כלל המניע לרכישה כרוך באמונתו של הרוכש כי יעלה בידו להשביח את ערך החברה לאחר הרכישה, האינטרס של בעלי מניות המיעוט הוא שמספר הרכישות בשיווי-משקל ימוקסם. הקטנת המספר בשיווי-משקל פוגעת אם כן באינטרסים של בעלי מניות המיעוט.

פרוקציה טען כי קיימת כמובן גם האפשרות שתכליתה של הרכישה הפרטית לא הייתה להשביח את ערך החברה, אלא לעשוק אותה, כפי שהדבר נעשה, למשל, בפרשה המפורסמת של קוסוי נ' בנק פויכטונגר.²⁴ אילו רוב הרכישות הפרטיות היו כאלה, היה ראוי להכביד את ביצוען ואולי אף לאוסרן לחלוטין. אך המציאות שונה. אף שתסריט העושק אינו בלתי-אפשרי, ההסתברות להתרחשותו קטנה מן ההסתברות לרכישה ממניעים כשרים. הסיבה אינה רק שרוב בני-האדם מונעים ממניעים כשרים, אלא גם שהדין מספק תרופות מחמירות לא רק נגד מבצעי העושק, אלא גם נגד מי שמכר להם את השליטה מבלי לבדוק היטב את מטרותיהם ואת כוונותיהם לגבי דרכי התנהלותה של החברה בעתיד. לכן הכלל המיטבי ex ante הוא הכלל המסיר את הרגולציה, ועימה את ה"מס" על הרכישה, ובדרך כזו משיא את מספרן של הרכישות הצפויות בשיווי-משקל.

מקרה ב – אם יש כשל שוק, יש לזהותו ולהתאים לו את התרופה. במקרה זה שאל פרוקציה: "מה דינו של אדם החפץ לרכוש את השליטה מבעלי מניות הפוזורים בציבור כאשר אין בעל מניות יחיד השולט בחברה?" לדבריו, לפני חקיקתו של חוק החברות החדש, לא הייתה עסקה כזו כפופה לרגולציה. הטעם היה שבעלי המניות מקרב הציבור לא היו אנוסים למכור את מניותיהם למשתלט, והם הועמדו בחזקתם שאם החליטו למכור לו את מניותיהם, אזי העסקה בוודאי כדאית מבחינתם ולכן אין טעם להגן עליהם באמצעים רגולטוריים.

24 ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק פויכטונגר, פ"ד לח(3) 253 (1984); ד"נ 29/84 קוסוי נ' בנק פויכטונגר, פ"ד לח(4) 505 (1984).

בעקבות מאמר חשוב של פרופ' אריה ל' בבצ'וק משנת 1985,²⁵ זוהה כאן כשל שוק ברור. כשל שוק זה נובע מן הממצא האמפירי כי מי שנותר בעל מניות מיעוט בחברת-מטרה שנרכשה – הפסיד: שווי מניותיו ירד אחרי הרכישה. לתופעה זו יש שני הסברים אפשריים: בעל מניות כזה כבר אינו צפוי לקבל פרמיה בעד השליטה בהצעת רכש עתידית; והוא צפוי לסבול מהתנהגות אופורטוניסטית של הרוכש.

במצב-דברים כזה, טען פרוקצ'יה, בעלי המניות הניצעים בהצעת רכש (או באיסוף מניות דרך השוק) עלולים למכור את מניותיהם במחיר נמוך מן השווי הסובייקטיבי שהם מייחסים למניותיהם, וזאת מחמת החשש שאם יסרבו להצעה ויילכדו בעמדה של בעלי מניות מיעוט בחברת-המטרה, יידרדר ערך מניותיהם אל מתחת למחיר של הצעת הרכש. זהו כשל שוק (דילמת אסיר) העלול לגרום לכך שחברת-המטרה תעבור ידיים למי שאינו מעריך אותה בערך הסובייקטיבי הגבוה ביותר. מצב זה אינו יעיל (וגם אינו צודק). החוק פותר בעיה זו בדרך הבאה: ראשית, רכישת שליטה מן הציבור אסורה אלא אם כן נעשתה במיזוג או בהצעת רכש. הסיבה לכך היא שבכל דרך אחרת אין טכניקה שתחליף את בעלי המניות מדילמת האסיר האמורה. שנית, החוק מעניק "הודמנות שנייה" לבעלי מניות אשר סירבו למכור את מניותיהם למציע אך נוכחו לדעת כי נלכדו בעמדה של בעלי מניות מיעוט בחברת-מטרה שנרכשה על-ידי המציע. "הודמנות שנייה" זו היא למכור את מניותיהם למציע במחיר הצעת הרכש. בידעם כי יש להם "הודמנות שנייה" זו, לא מופעל עליהם עוד לחץ למכור את מניותיהם ב"סיבוב הראשון" אם מחיר ההצעה נופל מן הערך הסובייקטיבי שהם מייחסים למניותיהם.

הדובר השני היה פרופ' יוסף גרוס ממשד גרוס, קלינהנדלר, חודק, הלוי, גרינברג ושות'. בהצעתו ביקש גרוס לבחון את האירוע מלפני כמה שנים שבו השתלט יצחק תשובה על חברת "דלק", לנתח אותו ולעמוד על הבעיות החוקיות המתעוררות בו. גרוס פתח את הרצאתו באומרו כי בשנת 1998, בטרם נחקק חוק החברות הנוכחי, הודעו שוק ההון בתל-אביב כאשר החלה רכישת מניות מסיבית בחברה גדולה מאוד, היא "דלק". מחיר המניה במסחר עלה בכ-15%. הציבור והמשקיעים היו בטוחים שאליעזר פישמן, אשר החזיק כ-7% מהחברה, הוא הרוכש מניות נוספות. בדיעבד הסתבר שפישמן אינו הקונה, אלא דווקא המוכר. הקונה היה קבלן קטן מנתניה שאיש לא הכיר, ושמו יצחק תשובה.

המהלך, כפי שתיאר אותו גרוס, היה כדלקמן: חברת "דלק" הייתה באותה עת בשליטת דיסקונט השקעות (להלן: דסק"ש), שהחזיקה בכ-37%. בנק הפועלים החזיק 27%, אליעזר פישמן החזיק 7%, קופות-הגמל הציבוריות החזיקו 13%, והציבור החזיק 18%. מחירה של מניית "דלק" החל עולה ומרקיע שחקים בבורסה, והתברר שגוף מסוים קונה את המניות. גוף זה – שהתברר לימים כחברה בשם "תשלז" – קנה במהירות הבזק נתח גדול בחברה על-ידי כך שבנק הפועלים אסף בעבורו מניות. בסך-הכל רכשה "תשלז" כ-18% ממניות השוק, וכן רכשה מפישמן את שבעת האחוזים שלו.

Lucian Arye Bebchuk, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 HARV. L. REV. 1693 (1985) 25

לאחר-מכן התנהל משא-ומתן נוסף. גרוס הסביר כי תשובה הבין כנראה באותה עת שבנק הפועלים ייאלץ לוותר על החזקותיו בחברת "דלק", שכן המפקח על הבנקים הורה באותם ימים לכל החברות הבנקאיות להקטין את החזקותיהן הריאליות אל מתחת לרף של 20% בעלות. בנק הפועלים החזיק באותו זמן, כאמור, החזקה ריאלית של 27% בחברת "דלק". הבנק כבר מכר את חברת "כלל ישראל" לקבוצה אחרת, ולכן היה אפשר להעריך כי הוא יעשה מהלך דומה לגבי "דלק".

גרוס הבהיר כי ברקע הדברים יש להתחשב בעובדה שדסק"ש היא החברה אשר הקימה את "דלק". יתר על כן, המנכ"ל של דסק"ש היה יושב-ראש "דלק". לאורך כל הדרך הדגישה דסק"ש כי היא הבעלים של "דלק", והחזיקה בכמות המניות הגדולה ביותר ב"דלק". פתאום עומדים למכור את החברה "שלה" למישהו אחר. גרוס משער כי היה משא-ומתן בין דסק"ש לבין בנק הפועלים, שבו הציע בנק הפועלים למכור את חלקו לדסק"ש, אך האחרונים סירבו בטענה כי שום גוף אחר לא יקנה את כמות המניות הגדולה הזו. לכן, בעוד שדסק"ש רצתה לקנות במחיר הבורסה, רצה בנק הפועלים מחיר גבוה יותר. באותה עת התברר ש"תשלז", חברה ציבורית קטנה הנשלטת על-ידי תשובה, קנתה את ההחזקה של בנק הפועלים בחברת "דלק" בסכום של 260 מיליון שקל בלבד.

גרוס טען כי אילו קרה הדבר כיום, היו מתעוררות שאלות חוקיות רבות. השאלה הראשונה הייתה מתעוררת בנוגע לבנק הפועלים ולתד אריסון. על-פי ציטוט בעיתון הארץ מה-4 במרס 1998, אמר אריסון כי "ההגינות מחייבת אותנו למכור את אחזקותינו בחברת דלק ליצחק תשובה - למרות שהמחיר שהציעה דיסקונט השקעות גבוה יותר". תשובה רכש את "דלק" ב-160 שקלים למניה, ואילו דיסקונט הציעה לקנות ב-190 שקלים למניה - אכן הבדל עצום במחיר. אריסון הצהיר כי הוא הבטיח לתשובה למכור לו את המניות, וכי כך יעשה. הוא המשיך והסביר כי העסקה עם תשובה נסגרה בלחיצת-יד, וכי בעבר הוצע לדיסקונט לרכוש את המניות, אך היא סירבה. השאלה שאותה העלה גרוס בהרצאתו הייתה אם בעל השליטה רשאי למכור את החזקותיו בעסקה משמעותית כזו על-סמך לחיצת-יד בלבד וללא אישור הדירקטוריון.

הסוגיה השנייה שאותה ביקש גרוס להציג היא זו: חברת דסק"ש זעמה, והודיעה כי היא תהיה בעלת מניות עוינת. תשובה לא נטל סיכון, וביוני (לאחר הרכישה, שהייתה במרס) ביקש לקנות את המניות של דסק"ש. האחרונה לא הייתה מוכנה לקבל בעבור החזקותיה מחיר זהה לזה שהוצע לבנק הפועלים. הסתבר שהמקורות הכספיים של "תשלז" לא יספיקו לביצוע הרכישה. לפיכך הלך תשובה וקנה בעצמו את המניות של דסק"ש. על כך שאל גרוס: האין במהלך זה בעיה משפטית? האם הקנייה העצמית, בניגוד לקנייה למען החברה שלו, אינה בעייתית מבחינה חוקית? האין זאת הפרת חובת האמונים בדרך של ניצול הזדמנות עסקית? גרוס התייחס בהקשר זה לפסק-הדין Regal v. Gulliver באנגליה,²⁶ שם קבע בית-הלורדים כי אם מנהלים בחברת החזקות קנו החזקות באופן אישי, אזי החזקות אלה שייכות לחברה, ואינן גם הרווח מהעסקה. זאת, אף שבמועד שבו בוצעו העסקות הפרטיות לא הייתה לחברה יכולת כלכלית לבצע אותן.

26 Regal (Hasting) Ltd. v. Gulliver, [1942] 1 All E.R. 378.

גרוס טען כי שאלה זאת לא נבדקה, וכי היא מעוררת שאלה נוספת. הוא המשיך ותיאר כי כעבור זמן קצר (כשלושים ימים) מביצוע העסקה שבה רכש תשובה באופן פרטי את המניות, גילה הציבור כי יש גורם נוסף בתמונה. ביל דווידסון, מיליארדר מארצות-הברית, הופיע והצהיר כי תשובה הגיע איתו להסכם שלפיו הוא מוכר לו את כל המניות שקנה מדסק"ש ברווח של יותר ממיליארד שקל. מדובר ללא ספק בסכום עתק. השאלה הנוספת שהעלה גרוס היא מדוע תשובה הוא שקנה את המניות באופן אישי, ולא החברה. פן אחר של אותה שאלה הוא זה: אם הרווח מן המניות גדול כל-כך, אזי מדוע לא תמכור "תשלזו" לדווידסון את המניות ותגרוף את הרווח, במקום בעל השליטה תשובה?

גרוס הסביר כי העסקה עם דווידסון הייתה בנויה על כך שדווידסון לא יהיה במיעוט. בהתאם לעסקה, היה על "תשלזו" למכור לדווידסון 6%, כדי שהחזקה של דווידסון בחברה תהיה זהה לזו של "תשלזו" (כ-44%). דירקטוריון "תשלזו" אישר את ההסכם, אבל מכיוון שזאת עסקה של בעל שליטה, ולתשובה יש עניין אישי בה, היה ההליך חייב, לפי סעיף 275(4) לחוק החברות, לקבל את אישורם של בעלי המניות באספה הכללית, ובפרט את אישורם של שליש מבעלי המניות אשר אין להם עניין אישי בעסקה.

גרוס הדגיש כי הלכה למעשה, מעצם העובדה ש"תשלזו" התכוונה למכור את ששת אחוזי ההחזקה שלה, היא הייתה מאבדת את השליטה בחברה. מטעם זה לא הייתה כל סיבה ש"תשלזו" ותשובה יקבלו מחיר זהה למניה מדווידסון, שהרי ששת האחוזים הללו הם אחוזי שליטה. אכן, הגופים המוסדיים, שהיוו את השליש הבלתי-תלוי הנדרש על-פי חוק באספת בעלי המניות, רמזו לתשובה כי אין הצדקה לעסקה כזו, ולכן העסקה התבטלה.

גרוס סיכם את דבריו בציינו כי תשובה רכש את קבוצת דלק בתחילת 1998 לפי שווי של 320 מיליון דולר. לשם כך קיבל תשובה הלוואה מבנק הפועלים, אשר מימן את כל העסקה ואף מכר לתשובה את המניות. תוך שלושה חודשים חילקה החברה דיבידנד של 400 מיליון דולר, אשר החזירו מייד את האשראי. נכון לינואר 2007 הגיע שווייה של חברת "דלק" ליותר מ-2 מיליארד דולר.

הדובר השלישי היה פרופ' ידידיה שטרן מאוניברסיטת בר-אילן. שטרן דן בהרצאתו בשאלה מהו יעד-העל של דיני הרכישה בישראל. שטרן ציין כי תשובה לשאלה זו לא תימצא בחוק עצמו, שכן המחוקק בחר בהסדרה ספציפית של טכניקה אחר טכניקה ללא קביעת סעיפי מטרה כלליים. לטענת שטרן, יעד-העל של דיני הרכישה בישראל הוא לכאורה שהמוכרים ימכרו את השליטה כבעלים יחיד (sole owner standard) עם תודעה אחת. או-אז אין סיכוי לכשל שוק, היות שהם יבחרו בדרך הטובה ביותר בעבורם. בכך טמונה חזקה שבשל מוכנות הרוכש לשלם את המחיר הגבוה שנדרש על-ידי הבעלים היחיד, הוא ידע לעשות שימוש מיטבי בשליטה, ולפיכך הוא המשתמש היעיל בשליטה. אכן, החוק נועד לטפל בכשלי שוק על-מנת להשיג מטרה זו.

אולם, ציין שטרן, יש לבדוק כיצד, אם בכלל, ניתן לדמות את המוכרים לקבוצה אחת, שהרי הקבוצה יכולה להיות הומוגנית ויכולה להיות הטרוגנית, ויכולה אף להכיל כמות עצומה של אנשים. על-מנת לחזק את האפשרות שהמוכרים יתפקדו כקבוצה אחת עם אינטרסים זהים, כדאי ליצור שוויון בין חברי הקבוצה. אכן, המחוקק מנסה להשיג שוויון זה בחלק מהמקרים. על השוויון לכלול שוויון הזדמנויות להשתתפות בעסקה, שוויון במידע

ושוויון במחיר המכירה. שטרן סובר כי אין די בכך. לדעת שטרן, זה המקום שבו מתחיל להיווצר הפער בין מה שהחוק קובע לבין מה שראוי להוסיף לחוק. הקבוצה מוכרת לעיתים לא רק את רכושיה שלה, אלא גם את רכוש הזולת, אשר מתנגד לעסקה אך נאלץ לפעול בהתאם להחלטת הרוב. שטרן מביא כדוגמה את הליך המיזוג – מהות העסקה אינה אך במכירת רכוש, אלא בהעברת שליטה באישיות משפטית נפרדת. השפעת העסקה נוגעת בצדדים שלישיים, כגון הנושים, העובדים, הספקים ובעלי המניות שאינם חלק מהעסקה. שטרן הציג בהצאתו כמה בעיות שעולות מהסיטואציה המתוארת אשר אין להן מענה בחוק:

ראשית, ההחלטות מתקבלות על-פי דעת הרוב, וכך נוצרת בעיית נציג – כיצד נבטיח שהרוב לא יעדיף את האינטרס שלו על אינטרס המיעוט? שטרן מכנה זאת בעיית חובת האמונים של בעלי המניות ונושאי-המשרה. ניגוד אינטרסים זה ייתכן על-אף התקיימות שוויון בכל המובנים המוזכרים לעיל (שוויון הזדמנויות להשתתפות בעסקה, שוויון במידע ושוויון במחיר המכירה) כאשר הרוב של בעלי המניות בחברת-המטרה מעורב ברכישה של החברה הרוכשת. מקרה נוסף שהזכיר שטרן הוא המקרה שבו לרוב מקרב בעלי המניות בחברת-המטרה יש אינטרס פרטיקולרי שאינו חל לגבי שאר בעלי המניות – למשל, כאשר הוא מתחרה של החברה, כאשר הוא מעדיף את העסקה מטעמי מס או כאשר באותה שנה הוא מעוניין לשנות את רמת המינוף של עסקיו. היות שהוא מחזיק ברוב, הוא יביא לידי כך שהעסקה תבוצע אף שחזקת היעילות אינה מתקיימת. שטרן הדגיש כי בישראל בעיה זו חמורה במיוחד לנוכח המבנה הריכוזי של המשק.

שנית, מקום שקיימת בעיית נציג מתעוררת גם בעיה של חובת זהירות, ובהקשר זה עולה השאלה אם יש להתערב מקום שההחלטה מתקבלת בצורה רשלנית. התשובה השכיחה, לדבריו של שטרן, היא שאין להתערב מכיוון שכל אחד רשאי לקבל החלטה מודעת כל עוד מדובר ברכוש. אולם אם כך הדבר, מדוע יש להגן מפני הפרת חובת זהירות של נושאי-משרה אך אין להגן מפני הפרת חובת זהירות של הרוב בחברת-המטרה?

שלישית, והקשה ביותר, היא שאלת ההשפעות שיש להחלטה על צדדים שלישיים לעסקה. בנושא זה התמקד שטרן בשתי דוגמות. האחת היא רכישה פרטית של שליטה. החלטת המחוקק לא להתערב בסיטואציה זו מושתתת על ההסתברות הגבוהה שהעסקה תתבצע בדרך-כלל לטובת הרוכש היעיל בשל קיום משא-ומתן חופשי ולא-מוטה. שטרן מתח ביקורת על עמדה זו, וטען כי על החוק להגן גם במקרים שאינם שכיחים. אף שעיקר העברות השליטה חיוביות, העדר רגולציה בתחום הרכישה הפרטית מקים "מירוץ לתחתית". זאת, משום שרכישת השליטה נעשית על-ידי מי שמעצוריו מפני בזיזת חברת-המטרה הם הפחותים ביותר, והגורם שהניע את הקונה לשלם את המחיר הגבוה שדרש המוכר נעוץ בסיטואציה המסחרית, במיקח פסיכולוגי או בהזדמנויות כאלה ואחרות לביצוע העסקה.

הדוגמה השנייה שהביא שטרן היא עסקת האיסוף. לטענת שטרן, עסקה זו נעדרת הצדקה עניינית, היות שניתן להשיג את כל מטרותיה באמצעות טכניקות מוסדרות אחרות. האיסוף נועד לאלה המעוניינים לברוח מרגולציה, והוא נגוע בכשלים רבים. לפיכך היה ראוי שהחוק יסדירו, אולם החוק נוגע במקרים אחדים בלבד – סף של 25% במקרה של גילוי שליטה ראשונית או מעבר סף של 45% במקרה שאין שליטה של 50% ויותר. השאלה

שהעלה שטרן היא אם כאשר מדובר באיסוף שליטה של 28%-35% יובטח לנו שהשליטה לא תעבור לידי בעלים רק משום האפשרות שיתפתח מאבק שליטה שיגיע לרף של 45%. מסקנתו של שטרן הייתה שאם מאמצים את הסטנדרט של בעלים יחיד, יש צורך במתן תמיכה רחבה יותר מזו המוענקת בחוק הקיים, בעיקר במקרה של רכישה פרטית של שליטה ובמקרה של איסוף.

הדובר הרביעי היה פרופ' רון חריס מאוניברסיטת תל-אביב. חריס סקר בהרצאתו שני מיזוגים הנחשבים למיזוגים הראשונים בהיסטוריה, תוך עמידה על מאפייני התקופה והצגת המחלוקת באשר לייעילותם.

חריס התמקד בשתי חברות סחר אירו-אסייתי שפעלו במרחב שבין יפן וסין בגבול המזרחי לבין מערב אירופה ובריטניה בגבול המערבי – חברת הודו המזרחית ההולנדית וחברת הודו המזרחית האנגלית.

הרצאתו של חריס החלה בהצגת מצב הסחר בטרם נוצרו מיזוגים אלה בשנים 1600 ו-1602. לדברי חריס, גם בתקופת העולם העתיק התקיים סחר בין אירופה, המזרח התיכון, הודו וסין, שרובו עבר בדרך המשי. פעילות זו נעשתה במשך יותר מאלפיים שנה על-ידי קבוצות קטנות, סוחרים יחידים ושיירות. העברת הסחורות נעשתה במקטעים קצרים, והסחורה הועברה מסוחר לסוחר בכל אחד מקטעי הדרך. מאוחר יותר התפתח סחר ימי, בעיקר לאורך חופי אסיה, שהתאפיין בפעילות סחר מקומית. כל ספינה הכילה כמה רוכלים אשר מכרו את סחורתם בנמל וחזרו עם הספינה לביתם. בהמשך הופיעו ספינות בבעלות של כמה שותפים או בבעלות של יחידים, אשר הפליגו עם ספינתם או החכירו מקום על הסיפון לרוכלים. במילים אחרות, הסחר התאפיין בפעילות מקומית בקנה-מידה קטן, ועירב הון מועט בעסקאות פשוטות.

השינוי הופיע עם הגעתם של האירופים לאסיה בשנים 1500-1600. ההולנדים והאנגלים שינו את כללי המשחק על-ידי התארגנות בצורה עסקית ומשפטית שונה לחלוטין מהנהוג. חריס הביא כדוגמה את חברת הודו המזרחית ההולנדית (United Dutch East India Company), אשר החלה את דרכה בשותפויות קטנות, בדרך-כלל בין משקיעים פסיביים לבין סוחרים שנסעו לאסיה, המשיכה בהקמת חברות אד-הוק לצורך נסיעה יחידה, והגיעה אף להקמת חברות לטווח של יותר מנסיעה אחת. בשנת 1602 נוצרה החברה על-ידי מיזוג של שש חברות שהתאגדו על בסיס עירוני לכלל חברה אחת לאומית הולנדית. כל אחת מהחברות שהתמזגו נהפכה ללשכה (chamber) בתוך החברה הלאומית, ומונתה כאחראית לחלק אחר מהפעילות. מבנה החברה דמה מאוד למבנה החברה המודרנית המוכרת כיום, וכלל אספת בעלי מניות, סוגים שונים של בעלי מניות ושני מוקדי ניהול – האחד בהולנד והאחר באסיה.

החברה האנגלית עברה תהליך שונה מעט: ראשיתו בפירטים ובבוזזי ספינות, המשכו בהתארגנויות של סוחרים יחידים לכל מסע, וסופו בהתאגדותם לחברה אחת בעלת הון מניות שהוקמה בשנת 1600. גם חברה זו כללה אספת בעלי מניות ודירקטוריון, אולם להבדיל מהחברה ההולנדית, חברה זו נוהלה ממוקד אחד – לונדון.

חריס ציין כי גבולות הפירמה התרחבו אל מעבר לאיגוד פעילויות שנעשו בעבר בצורה יחידנית, והקיפו גם ייצור ספינות, אחסנה, החזקת מפעלים בבעלות החברה ואף מכירה

ברמה סיטונאית וקמעונאית. חריס איתר בחברות אלה מאפיינים של מיוזג אנכי וכן של מיוזג אופקי, במובן שלשתי החברות היה מונופול לאומי על הסחר.

בהתייחסו לשאלה אם היו אלה מיוזגים יעילים, ציין חריס כי במאה השבע-עשרה הדעה המקובלת הייתה שמיוזגים אלה אכן היו יעילים, אולם למן תקופתו של Adam Smith ועד לפני כשני עשורים הדעה המקובלת הייתה שחברות אלה הצליחו לשרוד רק בזכות מעמדם המונופוליסטי והמחירים שהן גבו בהתאם. בשני העשורים האחרונים השתנתה שוב התפיסה, וכיום הדעה הרווחת היא שאכן היו אלה מיוזגים יעילים. חריס ציין בהרצאתו כמה סיבות לכך. סיבה ראשונה היא היתרון הגלום בפעילות בקנה-מידה גדול כל-כך, אשר קובע חסם כניסה למתחרים יחידים. סיבה נוספת נוגעת ביכולת פיזור הסיכונים של חברה גדולה. לבסוף, ארגון גדול יכול לשלוט בצורה טובה יותר בסוכנים המצויים במרחק כה רב, וזאת על-ידי זרימה טובה יותר של מידע – אין מדובר בעבודה מול סוכן יחיד, אלא מול מספר רב של סוכנים, והדבר מאפשר קבלת מידע רב על-אודות מצב השוק, המחירים וההזדמנויות לעסקאות. מידע זה עוזר להבנת השוק ברמת הנהלת החברה, ועל בסיסו ניתן לקבל החלטות כגון כיצד להתארגן, מתי לקנות, מתי להוציא ספינות וכדומה.

לדברי חריס, התפרקותן של החברות החלה עם שינוי הסביבה העסקית: ירידת הסיכון, היווצרות שגרת פעילות, ודאות גדולה יותר ששררה בשוק והקלות הרבה יותר שבה יכלו המתחרים להגיע לטכנולוגיה הנדרשת או לייצור הספינות. כאשר יעילותה של הפעילות פחתה, התרחשו במקביל שני תהליכים: האחד הוא התגברות הביקורת על החברות, והאחר הוא הוצאת פעילויות אל מחוץ לחברה, אשר אפשרה למתחרים להיכנס לתחומי המונופול. הדברים באו לידי ביטוי באמצעות מכירת רשיונות סחר, סחר בספינות עצמן והשכרת מקומות לסוחרים חיצוניים על הספינות. המהלך הוביל להפיכת החברות מחברות סחר לשליטות: החברה ההולנדית שלטה באינדונזיה, ואילו החברה האנגלית שלטה בתת-יבשת ההודית – מבורמה עד אפגניסטן.

החברה ההולנדית התפרקה בשנת 1800 בעקבות כיבושי נפוליאון, ואילו החברה האנגלית התפרקה בשנת 1860 בעקבות המרד ההודי.

את הרצאתו סיים חריס באומרו כי מצד אחד מדובר בתופעה ייחודית יחסית לתקופה מבחינת היקף הפעילות, היקף ההון ומשך הפעילות, אולם מצד אחר, תופעה זו מעלה שאלות אשר רלוונטיות עדיין לתקופתנו-אנו – שאלות של יעילות המיוזג וגבולות הפירמה.

הדובר החמישי היה ד"ר דניאל ממן מאוניברסיטת בן-גוריון בנגב. ממן דן בהרצאתו בשאלה כיצד ניתן להסביר רכישות, מיוזגים ופיצולים בקבוצות העסקיות. לדבריו, הטיעון הנפוץ במדעי הכלכלה ובמשפטים הוא שארגון-מחדש הוא תגובה רציונלית על התפתחויות טכנולוגיות ומשברים כלכליים, ומטרתו יצירת מבנה שליטה יעיל וצמצום עלויות. ממן יצא נגד הטיעון האמור, וביקש להציג טענה כפולה: ראשית, "הכלכלה הגדולה" בישראל, ובמיוחד הקבוצות העסקיות, עוברות למן אמצע שנות השישים תהליכים נמשכים של ארגון-מחדש; שנית, וחשוב מכך, רכישות, מיוזגים ופיצולים הינם תגובה של הקבוצות העסקיות על שינויים בסביבה הפוליטית המקומית ובסביבה הגלובלית.

ממן התמקד בשני סוגים של שינויים: ברמה המקומית התייחס ממן למדיניות מכוונת

של ארגונים מדינתיים, וברמה הגלובלית הוא דן בתהליכי חיקוי או בתהליכים של דיפוזיה מוסדית, כפי שבאו לידי ביטוי באופנות ניהוליות. ממן התמקד בעיקר באופנת גיוון העסקים, שהייתה נפוצה מאוד בשנות השישים, ובאופנת ההתמקדות בעסקי-ליבה, אשר נפוצה מאוד למן שנות התשעים.

בתחילת הרצאתו הציג ממן את המבנה הארגוני של "הכלכלה הגדולה" בישראל. לדבריו, למן שנות השישים התאפיינה הכלכלה בישראל, בדומה לכלכלות קפיטליסטיות אחרות, במבנה דואלי: "כלכלה קטנה" ולצידה "כלכלה גדולה". "הכלכלה הקטנה" הורכבה מאלפי עסקים אשר התחרו זה בזה ובתאגידים הגדולים. תרומתם של העסקים הקטנים למשק הייתה פחותה. לעומת זאת, ב"כלכלה הגדולה" דובר במספר קטן של תאגידים אשר ייצרו חלק ניכר מהתוצר הגולמי העסקי של הכלכלה בישראל, העסיקו חלק נכבד מהמועסקים במשק והיו אחראים לשיעור בולט מהייצוא. ממן טען כי גם כיום, למרות תהליכי הליברליזציה שהתרחשו למן אמצע שנות השמונים, המבנה הארגוני של הכלכלה בישראל נותר ריכוזי מאוד. בגרעין "הכלכלה הגדולה" קיים מספר קטן של קבוצות עסקיות. ממן הגדיר קבוצה עסקית – או אשכול של חברות – כאוסף של פירמות שבו לכל פירמה יש אישיות משפטית נפרדת אולם התאגידים קשורים ביניהם בצורה פורמלית ולא-פורמלית על-ידי קשרי בעלות, קשרים עסקיים וקשרים חברתיים. עד סוף שנות השמונים פעלו בישראל שבע קבוצות, חלקן בראשות הבנקים הגדולים, שהחזיקו בעמדת הציר של הכלכלה הישראלית. כתוצאה משינויים במשטר הפוליטי-הכלכלי והמעבר לדפוס ניאוליברלי, חלו שינויים משמעותיים במספר הקבוצות המרכזיות ובדפוסי הבעלות עליהן. למן סוף שנות התשעים התגבשו לצד חמש הקבוצות הוותיקות – קבוצת הפועלים, קבוצת לאומי, קבוצת כור, קבוצת אי.די.בי. וקבוצת עופר – כמה קבוצות עסקיות חדשות בבעלותן של משפחות אחדות: דנקנר, אריסון, פישמן, שטראוס ואחרות. הקבוצות הוותיקות והחדשות מחזיקות בחלק ניכר מההון בישראל, והן בעלות עוצמה כלכלית ופוליטית ניכרת.

בהמשך הרצאתו תיאר ממן את תהליכי התגבשותן והתעצמותן של קבוצות אלה. הקבוצות העסקיות בישראל התחילו להתגבש בסוף שנות החמישים כתוצאה מהצמיחה הכלכלית המהירה, באמצעות תהליכים של רכישות, מיזוגים וכניסה לתחומי פעילות חדשים. ממן הדגים זאת באמצעות קבוצות הבנקים: בנק הפועלים מיזג לתוכו עשרות אגודות אשראי ושורה של בנקים קטנים. המיתון של אמצע שנות השישים העניק זריקת עידוד רצינית להתגבשות הקבוצות העסקיות. עם היציאה מהמיתון התרחש גל נרחב של מיזוגים ורכישות של תאגידים שנקלעו למשבר כלכלי. כך, למשל, קבוצת לאומי רכשה שורה של בנקים, השתלטה בשלבים על חברת "אפריקה-ישראל", רכשה שליטה בחברת הביטוח "מגדל" וכולי.

הקמת התעשייה הבטחונית לאחר מלחמת 1967 תרמה תרומה מכרעת להתגבשותן ולהתעצמותן של הקבוצות העסקיות. ממן עמד על תפקידה המשמעותי של המדינה בהקמת הקבוצות ובהתגבשותן, וציין כי למדיניות המכוונת של ארגונים מדינתיים הייתה השפעה מכרעת על התגבשותן והתעצמותן של הקבוצות בישראל. כך, למשל, בשנת 1962 יזמה המדינה את הקמת קבוצת כלל, על-ידי יצירת שותפות בין בנקים גדולים לבין בעלי הון יהודים מאמריקה הדרומית. נוסף על כך סייעה המדינה לקבוצה זו בצורות שונות. למשל,

היא העבירה אליה בעלות על תאגידים רבים שהיו בבעלות המדינה, כגון תאגידים בתחום הטקסטיל.

לדעת ממך, הקבוצות העסקיות המשיכו להתעצם גם בתקופת ההיפר-אינפלציה, אשר מכונה בפי הכלכלנים "העשור האבוד" (1973-1984), אך דווקא מבחינת "הכלכלה הגדולה", ובמיוחד מבחינת הקבוצות העסקיות, מדובר ב"תור הזהב". בתקופת האינפלציה הרחיבו הקבוצות האמורות את אחיזתן באמצעות מניפולציות פיננסיות, ונהנו מאוזלת ידה של המדינה בגביית מיסים הולמים בתנאי ההיפר-אינפלציה.

לאחר-מכן עבר ממך לדון בשאלת ההסבר לתופעת הרכישות, המיזוגים והפיצולים. טענתו המרכזית בהרצאתו הייתה ששינויים דוגמת מיזוגים של תאגידים כלכליים וקבוצות עסקיות הינם תגובה על שינויים בסביבה המקומית והגלובלית. לעניין זה תיאר ממך את תפקיד המדינה: עד אמצע שנות השמונים נחשבה ישראל "מדינה מתפתחת", כלומר, מדינה שנקטה פרקטיקות מגוונות של מעורבות ישירה ועקיפה במטרה להבטיח רמה גבוהה של פעילות כלכלית, פיתוח תעשייתי ותעסוקה מלאה. המדינה שלטה בהקצאת המשאבים הכלכליים החשובים; מנגנון המדינה שלט באופן מוחלט כמעט בתהליכים של גיוס הון ממקורות פנימיים וחיזוניים ובהקצאתו לגורמים ציבוריים ופרטיים על-פי מדיניות מרכזית; והמדינה שלטה בסחר החוץ, בדפוס ההשקעה, בעיצוב שוק העבודה ובניהולו. לדעת ממך, בתקופה זו פעלה המדינה מפורשות לעידוד התגבשותם של תאגידים גדולים וקבוצות עסקיות. המדינה עודדה מיזוגים באמצעות מדיניות מיסוי, ובעיקר באמצעות חוק עידוד התעשייה (מסים), שנחקק בשנת 1969.²⁷ סעיף 32 לחוק זה קבע כי מיזוג של חברות תעשייתיות בעלות קו ייצור אחד יהיה ללא עלויות מס. כתוצאה מחקיקת החוק התרחש גל מיזוגים. למשל, בקבוצת כור מוזגו בשנת 1969 שני מפעלי קרמיקה; בשנת 1971 מוזגו חמישה מפעלים והוקמה חברת "כור מתכת"; ובשנת 1978, בעקבות מסע רכישות של חברות אלקטרוניקה, מוזגו שלושה מפעלים. הפטור מתשלום מס עודד גם את קבוצת כלל לאמץ מדיניות של מיזוגים. למשל, המיזוג של "כלל תעשיות" עם "החברה המרכזית למסחר והשקעות", אשר כתוצאה ממנו נהפכה קבוצת כלל לשחקן משמעותי ביותר ב"כלכלה הגדולה", הוביל גם לתהליכי ארגון-מחדש משמעותיים בקבוצת כלל. הליכי ארגון אלה כללו הקמת חטיבות חדשות וכניסה לתחומי פעילות חדשים על-ידי רכישות ומיזוג של תאגידים, דוגמת המיזוג של "מפעלי טקסטיל בית-שאן-נצרת" עם "כיתן-דימונה". נוסף על הטבות מס, ציין ממך, עודדה המדינה מיזוגים גם על-ידי אי-הסדרת מיזוגים בחוק עד שנת 1988. העדר חוק לפיקוח על מיזוגים הקל את האפשרות של מיזוגים משמעותיים מאוד, דוגמת המיזוג הענקי של "כלל תעשיות" עם "החברה המרכזית למסחר והשקעות" שנעשה בשנת 1975. מיזוג זה נעשה במטרה לייסד חברה-בת שתהווה זרוע לשליטה בתאגידים התעשייתיים של קבוצת כלל.

אם כן, עד אמצע שנות השמונים פעלו הארגונים המדינתיים בהתאם למודל של "מדינה מפתחת", ויצרו תנאים למיזוגים שסייעו בתהליך התגבשותן של הקבוצות העסקיות. אך החל באמצע שנות השמונים אימצו הארגונים המדינתיים את פרדיגמת המדיניות הניאו-

27 חוק עידוד התעשייה (מסים), התשכ"ט-1969, ס"ח 232.

ליברלית, ובמרכזה הפרטה של תאגידים בבעלות מדינתית, וכן מדיניות המכוונת לצמצום הריכוזיות במשק. מדיניות ההפרטה הובילה בסופו של דבר למכירת תאגידים גדולים שהיו בבעלות המדינה ולהתגבשות שורה של קבוצות עסקיות חדשות. מדיניות ההפרטה של התאגידים בבעלות המדינה נועדה לצמצם את הגירעון התקציבי, מצד אחד, ולהביא לידי צמצום הריכוזיות במשק, מצד אחר. עם זאת, לדעת ממך, ברור שהמטרה של צמצום הריכוזיות לא הושגה. במקום בעלות מדינתית והסתדרותית, הכלכלה בישראל נשלטת כיום על-ידי מספר קטן של משפחות אשר מארגנות את עסקיהן באמצעות קבוצות עסקיות. בהמשך הרצאתו עבר ממך לדון בשינויים בסביבה הגלובלית ובאופנות הניהוליות. לדעתו, חייבים להתייחס למודלים ניהוליים ולהשפעתם על תהליכים של ארגון-מחדש. מודלים ניהוליים מתגבשים במדינות דומיננטיות ובארגונים מובילים, ונהפכים לאופנה ניהולית כתוצאה מפעולתם של שחקנים אשר עושים להפצתם. כדוגמה לשחקנים אלה ציין ממך חברות ייעוץ, פרסומים בעיתונות העסקית, בתי-ספר למנהל עסקים וכולי. לטענת ממך, אין די בהפצתם של מודלים, ותנאי הכרחי להתפשטות אופנה ניהולית הוא אימוצה על-ידי שחקנים. תהליך זה מתרחש באמצעות מנגנון של חיקוי. חיקוי אינו העתקה פשוטה של מודל ניהולי מסוים, אלא בדרך-כלל הכלאה, כלומר, אימוצו של מודל מסוים שהתפתח בתאגיד מסוים או במדינה מסוימת תוך התאמתו לתנאים המקומיים הייחודיים. האופנה הניהולית הדומיננטית בשנות השישים הייתה "גיוון העסקים". הטענה הייתה כי על התאגידים לפזר סיכונים ולאמץ שיטה של פיזור השקעות במגוון רחב של תאגידים. לכן החלו תאגידים לרכוש גופים שמייצרים מוצרים שונים, וכך התחיל באמצע שנות השישים גל רחב מאוד של מיזוגים אלכסוניים: מיזוגים קונגלומרטיים. התרחבותם של התאגידים יצרה בעיות של פיקוח ושליטה של ההנהלה, ועל-כן תאגידים-ענק, דוגמת General Motors, אימצו את המבנה הרב-חטיבתי. תאגידים אחרים – בשלב הראשון בארצות-הברית ובשלב מאוחר יותר במקומות אחרים בעולם – אימצו את המבנה הרב-חטיבתי בדרך של חיקוי והכלאה. אופנה זו של גיוון העסקים הגיעה לישראל בסוף שנות השישים, והקבוצות שהתגבשו בישראל באותה תקופה אימצו את השפה הניהולית של הקונגלומרט וערכו רפורמה מבנית בהתאם למבנה הרב-חטיבתי האמריקאי. אופנת גיוון העסקים, שהשפיעה עד שנות השמונים, התחלפה באופנת "ההתמקדות בעסקי-ליבה". לטענת ממך, זו עודנה האופנה בימינו. אופנה זו נולדה גם בארצות-הברית, כתוצאה משינוי בתפיסת הניהול: המעבר מדגש במכירות ובשיווק לדגש בפיקוח פיננסי. גישה זו מדגישה רווחים לטווח קצר, ובמיוחד את יצירת ערך המניות של בעלי המניות. האופנה החדשה נולדה בעקבות המשברים הכלכליים של שנות השבעים בארצות-הברית. לנוכח ההפסדים החלו בעלי המניות לתבוע הגדלת רווחים, והתוצאה הייתה גישה ניהולית שמדגישה התמקדות באותם תחומים שהתאגיד בקי בהם, בניגוד לפיזור מאמצים בתחומים מגוונים. הדגש ביצירת רווחים הניע את הקונגלומרטים להפוך את החטיבות לחברות עצמאיות ולהנפיק אותן בבורסה מתוך תפיסה של סינרגייה, כלומר, פיצול (Spin-off) שנועד להביא לידי כך שסך החלקים יהיה גדול מהשלם ויוביל להשבחת הערך הכולל של המניות. האופנה החדשה אומצה בישראל בשנות התשעים, לראשונה על-ידי תאגידים בעלי מכוונות אמריקאית שנסחרו ב-NASDAQ, אשר נחשפו מוקדם לשיח הניהולי החדש

והתחילו לדבר בשבח ההתמקדות בעסקי-ליבה והשבחת ערך המניות של הבעלים. לסיכום טען ממך כי רכישות, מיזוגים ופיצולים אינם תולדה של שינוי מבנה ארגוני כתוצאה מהתפתחויות טכנולוגיות ומשברים כלכליים שמחייבים את חיזוק השליטה או צמצום עלויות כלכליות, אלא תולדה של תהליך נמשך של ארגון-מחדש שתאגידים כלכליים עוברים, וזאת כתגובה על שינויים בסביבה הפוליטית-הכלכלית המקומית והגלובלית.

פרק ב: מושב שני – היבטים של טרום-עסקה

משתתפי המושב: יושבי-ראש – פרופ' אלכס מינץ וניר בן-לביא, פרופ' עמרי ידלין, פרופ' יעקב ובר

1. פתח-דבר

מטרתו של מושב זה הייתה לבחון היבטים שונים של טרום-עסקה במיזוגים ורכישות: היכרות עם מערכת תומכת-החלטה לניתוח מיזוגים ורכישות; שימוש במידע פנים במיזוגים ורכישות; וגורמי הצלחה וכישלון במיזוגים ורכישות.

2. תמצית דברי המשתתפים במושב

הדובר הראשון היה פרופ' אלכס מינץ מהמרכז הבינתחומי הרצליה. בהרצאתו הציג מינץ לפני הנוכחים מערכת תומכת-החלטה לניתוח מיזוגים ורכישות. המערכת נבנתה תוך כדי עבודה משותפת של פרופ' מינץ עם עופר מינץ וניר בן-לביא. בהרצאתו תיאר מינץ את המערכת בכללותה.

מינץ פתח את הרצאתו בסקירת הקושי בקבלת החלטות על מיזוגים ורכישות. לדבריו, החלטות על רכישות ומיזוגים הן לרוב החלטות מורכבות ומפותלות, אך סקירת מסד הידע הקיים בתחום מראה כי מנהלים רבים מקבלים החלטות על מיזוגים ורכישות בצורה אינטואיטיבית, למרות האפשרות לערוך ניתוח מקיף ורחב. גם כאשר קיימת מוכנות לניתוח שיטתי ומקיף יותר, מגבלותיהן של היכולות הקוגניטיביות של המנהלים אינן מאפשרות לערוך ניתוח שלם ומדויק של מכלול הגורמים והשיקולים המשפיעים על קבלת ההחלטות ושל קשת ההשלכות הצפויות כתוצאה מההחלטה. לכן, לדעת מינץ, אין פלא שלצד הצלחות מרשימות יש מיזוגים רבים שנכשלו וגרמו לאכזבה ניכרת בקרב משקיעים, בעלי מניות, הנהלה, עובדים וכיוצא בהם.

מינץ ציין כי אחת הבעיות המרכזיות בקבלת החלטות על מיזוג או רכישה היא בעיית

ההטיה. לדברי מינץ, קיימות כמה הטיות היוצרות סוגים של "הינעלות":

1. "הינעלות" על חלופה מועדפת והבאת הנתונים התומכים דווקא בחלופה הזאת;
2. רציונליזציה לאחר מעשה בנוגע להחלטה שהתקבלה על-ידי המנהל;
3. קבלת החלטות אינטואיטיביות ("שליפה מהמותן");
4. הערכת-חסר של סיכונים, מגבלות ומכשולים;
5. הערכת-יתר של סיכויי הצלחה.

לדברי מינץ, מערכת תומכת-ההחלטה מנסה לתת מענה בדמות "פתרון כולל" לרצף ההחלטות בתהליך המיזוג או הרכישה. המערכת מפרקת למעשה את תהליך המיזוג או הרכישה לחוליות השונות של שרשרת ההחלטות בתהליך המיזוג. מדובר בתוכנה המאפשרת להקטין את אי-הוודאות והעמימות שקיימת ברצף ההחלטות. לכל שאלה שמחייבת החלטה במסגרת תהליך המיזוג עולים מסכים בתוכנה שמנחים את מקבל ההחלטה ועוזרים לו באמצעות כלים שונים – גרפים, נתונים, נתונים השוואתיים וכדומה – כך שהמנהל יוכל להגיע להחלטה שיטתית, סדורה, רציונלית, חפה מהטיות ומגומקת. תוך כדי התקדמות בתהליך קבלת ההחלטות בהתאם לבחירת המנהל, המערכת מספקת ניתוח אינטגרטיבי של כל הנתונים על-ידי טבלות, כלים אנליטיים, עזרים גרפיים, אומדנים, היבטים טכניים ונתונים שמשלבים בתוך המערכת.

לדברי מינץ, המערכת עוסקת גם בהחלטות הקרדינליות הבאות: המחיר המיטבי של הרכישה או המיזוג, מידת ההתאמה הניהולית של סגל הניהול הקיים, האמצעים ומכשירי המימון שראוי להשתמש בהם, הצפי לשיתוף-פעולה או מידת הרצון להירכש על-ידי הצד האחר וכדומה.

המערכת מבוססת על אלגוריתם ייחודי התומך בתהליך קבלת ההחלטות, וקיים גם אשף התומך בקבלת החלטות על-פי אמצעי החלטה מובנים. המערכת מתאפיינת ביכולת ניווט גבוהה, והמנהל אינו חייב לעבוד על-פי סדר החלטות מסוים. המערכת מאפשרת למנהל "לקפוץ" ו"לגלוש" בין התהליכים השונים של קבלת ההחלטה, כמו-גם בין השאלות הקריטיות ואמות-המידה הרלוונטיות לקבלת ההחלטה.

המערכת מנפיקה דוחות מנהל כגון:

1. דוחות מפורטים המסכמים את תהליך קבלת ההחלטות, כולל הגורמים שהובאו בחשבון והאילוצים והנתונים ששוקללו בעת קבלת ההחלטות;
2. דוח מקדמי.

המערכת מנפיקה גרפים כגון:

1. גרפים היסטוריים – מחירי מניה, מכפיל הרווח ונתונים פיננסיים נוספים;
2. נתונים השוואתיים של החברה מול חברות אחרות במגזר;
3. תחזיות – מה יקרה לאחר המיזוג, ההקרנה של המיזוג, העובדים של החברה המאוחדת וכדומה.

מינץ סיכם את הרצאתו באומרו כי המערכת מתאימה לגופים רבים, כגון גופים פיננסיים (בנקים, חברות השקעה וקרנות הון סיכון), משרדי ראיית-חשבון, משרדי עורכי-דין וחברות.

הדובר השני היה פרופ' עמרי ידלין מאוניברסיטת תל-אביב. בהרצאתו דן ידלין בנושא השימוש במידע פנים במיזוגים ורכישות.

ידלין פתח את הרצאתו באומרו כי בסוגיית השימוש במידע פנים קיימת רגולציה הפתוחה לפרשנויות. מצב מעין זה מאפשר לבית-המשפט ולרשות לניירות-ערך יד חופשית בהפעלת הרגולציה. בהרצאתו התמקד ידלין בסוגיית השימוש במידע פנים בכל הקשור לעסקות מיזוגים ורכישות, וביקש להראות היכן לדעתו שגה הרגולטור או לפחות הלך בכיוון מסוים ללא עמידה מספקת על המשמעויות של הדבר. זאת, גם אם על התוצאה הסופית יש שיגידו כי היא נכונה. ידלין חילק את "עולם העסקות" המדובר לשלושה סוגים: עסקת מיזוג, עסקה להעברת שליטה והצעת רכש.

לדעת ידלין, דיני החברות מתייחסים בצדק לכל אחד מסוגי העסקות באופן שונה. אולם כאשר מתעוררת סוגיית השימוש במידע פנים, בית-המשפט והרשות לניירות-ערך מתייחסים לשלושת סוגי העסקות – לא בצדק לדעתו – כאילו חד הם. ידלין הדגים את ההתייחסות השגויה לדעתו של בית-המשפט באמצעות כמה פרשות.

בפרשת יונה,²⁸ בזמן שנוהל משא-ומתן (סמוי מן העין) בין מרדכי יונה לבין בעל השליטה בחברת "רים" על העברת השליטה, רכש אפרים יונה (אחיו של מרדכי) מניות מן הציבור. נגד אפרים יונה הוגש כתב-אישום על שימוש במידע פנים. בית-המשפט קבע כי אפרים יונה אכן השתמש במידע פנים. לתוצאה זו הגיע בית-המשפט בקובעו כי מרדכי יונה הוא "איש פנים", שכן המשא-ומתן בינו לבין בעל השליטה ב"רים" נתן לו גישה למידע פנים, ואפרים יונה הוא "איש פנים" כי הוא אח של "איש פנים". אפרים יונה נקלע לסיטואציה שבה הוא נחשב "איש פנים" אף שהוא רק אח של מי שרוצה לרכוש את השליטה מבעל השליטה הנוכחי. המסקנה: אפרים יונה הוא "איש פנים", והמידע הוא מידע פנים כי יש בו כדי להשפיע באופן משמעותי על שערם של ניירות-הערך.

פרשה דומה היא פרשת אייל.²⁹ בפרשה זו רכש עדי אייל מניות של חברת "תשלובת ת. אלוני בע"מ" כאשר היה ברשותו מידע פנים על משא-ומתן למכירת השליטה בחברה לחברה אחרת. בית-המשפט הגיע במקרה זה לתוצאה וזה כמו בפרשת יונה.

ידלין טען כי פסיקותיהם של בתי-המשפט אינן נכונות. לדעתו, התוצאה בהן אינה נכונה, אך חשוב יותר הוא חוסר ההתייחסות של בתי-המשפט לשתי סוגיות:

הראשונה היא שבעסקה להעברת שליטה התאגיד אינו צד. כשם שחוק החברות מצא לנכון לקבוע כי עסקה להעברת שליטה הינה עסקה בין שני פרטים ולכן אין עליה רגולציה, היה סביר, לדעת ידלין, שבית-המשפט יקבע בעניין שימוש במידע פנים בעסקה להעברת שליטה כי אין מדובר במידע של החברה או על החברה, אלא במידע על השליטה בחברה, ומשכך הוא אינו מהווה "מידע פנים". ידלין ציין כי למידע מסוג זה עשויה אומנם להיות השלכה על החברה, אך כך גם להרבה פיסות מידע שנמצאות מחוץ לחברה, ואף-על-פי-כן אין אנו אומרים עליהן כי מדובר במידע פנים. האוטומטיות שבה בתי-המשפט מאחדים מידע על השליטה בחברה ומידע על החברה לקטגוריה אחת היא לא-נכונה, בעיני ידלין,

28 ת"פ (שלום ת"א) 6802/94 מדינת ישראל נ' יונה (לא פורסם, 20.5.1996).

29 ע"פ (ת"א) 70403/03 מדינת ישראל נ' אייל, פ"מ התשס"ד(1) 49 (2004).

או לכל-הפחות מצריכה דיון עמוק. ידלין המשיך וטען כי כאשר ניסח המחוקק את חוק החברות, הוא חשב לעומק על השאלה אם עסקה להעברת שליטה צריכה להיות כפופה לרגולציה כמו עסקת מיזוג, והגיע למסקנה שלא. לדעת ידלין, בית-המשפט היה צריך לעבור שלב דומה של הרהור על השאלה אם ידיעה על משא-ומתן על עסקה להעברת שליטה מהווה מידע פנים.

הסוגיה השנייה מתעוררת לאחר שהגענו למסקנה כי מידע כזה הוא אכן מידע על החברה ולכן נכלל בקטגוריה הבסיסית של מידע פנים. לדברי ידלין, צריך עדיין לבדוק אם למידע על העברת שליטה או על משא-ומתן להעברת שליטה יש השפעה משמעותית על שערם של ניירות-הערך. רק אם מסתבר כי אכן יש השפעה כזו, יש מקום לקביעה כי מדובר במידע שאסור לסחור על-פיו. הפסיקה העוסקת בסוגיה זו לא דנה בכך, כי היא עושה את המעבר באופן אוטומטי. היא רואה לפניו עסקת מיזוג, מבלי להבחין בין שלושת סוגי העסקות שידלין ציין בתחילת הרצאתו. לדברי ידלין, בפרשת אייל קרה דבר מדהים: השופט הגדיר את מכירת השליטה כעסקת מיזוג, ובאותו רגע שאב לתוכה את הפסיקה האמריקאית בהישענו על פסק-דין *Basic*,³⁰ שעל-פיו עסקת מיזוג היא עסקה אשר משפיעה תמיד באופן משמעותי על שערם של ניירות-הערך של חברת-המטרה, ולכן מידע על משא-ומתן, אפילו בשלביו הראשוניים, הוא מידע פנים.

ידלין הדגיש כי יש להפריד בין עסקה לרכישת שליטה לבין עסקת מיזוג. בעסקת מיזוג יש השפעה משמעותית על שערם של ניירות-הערך מכיוון שכל מניותיה של חברת-המטרה נרכשות. לעומת זאת, בעסקה להעברת שליטה מניות המיעוט אינן עוברות ידיים, אלא בעל השליטה מעביר את השליטה לחברו. לעסקה כזו עשויה להיות השפעה חיובית על מחירן של מניות החברה, אך לא בהכרח: עשויה להיות לה דווקא השפעה שלילית על המחיר, ויכול גם שלא תהיה לה כל השפעה עליו. לדעת ידלין, לא סביר שבית-המשפט יפתור לעצמו את העניין על-ידי אמירה גורפת כי העברת שליטה הינה עסקת מיזוג, וכתוצאה מכך ידיעה מוקדמת על משא-ומתן לרכישת שליטה לעולם תהווה מידע פנים. לכל-הפחות יש לערוך דיון מעמיק בכך.

לדעת ידלין, הדרך שבתי-המשפט בישראל צועדים בה תוביל לכך שגם מידע של פלוני על הצעת רכש ייחשב מידע פנים, מה שייצור מצב מעניין: על-פי חוק החברות קיימים שני סיפים – הסף של 25% מהון המניות והסף של 45% מהון המניות – ורק כאשר עוברים אותם נכנסים לרגולציה של החוק. כאשר אנו מגדירים את הצעת הרכש כמידע פנים, יצרנו למעשה סף חדש – סף "איש פנים". אם פלוני הוא "איש פנים", אסור לו לרכוש מניות בשוק אלא אם כן הציבור יודע על הצעת הרכש. כלומר, אם אדם קם בבוקר והוגה רעיון לבצע בעוד זמן-מה הצעת רכש, אזי באותו רגע יש בידו מידע פנים, וזאת אף אם איש בעולם אינו יודע על כך. עצם העובדה שהוא חשב על רעיון הצעת הרכש יצרה אצלו מידע פנים, ולפיכך אסור לו לרכוש מניות בשוק. לחלופין, עובד של חברה אשר אינו מחזיק שום מניה ורוצה כעת להשתלט על החברה הוא איש פנים, ולכן אסור לו לרכוש שום מניה, שכן כוונה לעשות הצעת רכש היא מידע פנים.

30 *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

לסיכום טען ידלין כי בתי-המשפט מבצעים רגולציה מקום שחוק החברות לא חשב עליה כלל. יתרה מזו, לטענת ידלין, מנסחי החוק חשבו על האפשרות להסדיר את הנושא והחליטו לא לעשות כן. מהלכות סבירות והגיוניות לחלוטין שקבעו כי משא-ומתן למיזוג הינו מידע מהותי – קרי, מידע שיכול להשפיע באופן משמעותי על שערם של ניירות-הערך – ולכן מידע פנים, עברנו לשיטה שבה כל עסקה אשר דומה לעסקת מיזוג, גם כאשר היא שונה ממנה במפורש, חוסה תחת אותן כנפיים ונחשבת מידע מהותי המהווה מידע פנים.

הדובר השלישי היה פרופ' יעקב ובר מהמכללה למנהל. נושא הרצאתו של ובר היה גורמי הצלחה וכישלון במיזוגים ורכישות. בהרצאתו תיאר ובר בקצרה את גורמי ההצלחה והכישלון במיזוגים ורכישות לפי שלושה תחומים עיקריים: כלכלה ומימון, ניהול אסטרטגי והתנהגות ארגונית.

- וכבר פתח את הרצאתו באמירה כי לתופעת המיזוגים והרכישות יש שלושה מאפיינים:
 1. גידול עצום במספר המיזוגים והרכישות בשנים האחרונות – מגמת המיזוגים והרכישות נמצאת בעלייה כבר עשרות שנים, אולם מספר המיזוגים והרכישות וסכומי הכסף המושקעים בהם שברו בעשור האחרון שיאים כמעט כל שנה. בשנת 2006 שוב נשבר שיא: היקף העסקות שבוצעו בעולם כולו נאמד ביותר מ-3.6 טריליון דולר!
 2. מיזוגים ורכישות מהווים אסטרטגיה עיקרית ליציאה לזירה הבין-לאומית – התגברות הפעילות הבין-לאומית ותהליכי הגלובליזציה מעודדים מיזוגים ורכישות מקומיים ובין-לאומיים.
 3. אחוז הכשלונות במיזוגים ורכישות הינו גבוה – ממחקרים רבים שנערכו במשך עשרות שנים מתברר כי שיעור הכישלון הוא 50% לפחות. בסקרים שנערכו בשנים האחרונות הגיע שיעור החברות שנכשלו בהשגת מטרת המיזוג ל-83%!
- לאחר-מכן חזר ובר לנתח את שלושת התחומים המוזכרים לעיל. בתחום הראשון – הכלכלה והמימון – מידת ההצלחה נקבעת על-פי השינוי בשערי המניות (בניכוי תנודות ענפיות) בימים הראשונים שלאחר ההודעה על המיזוג. כאשר מחיר המניות עולה, המיזוג נחשב מוצלח, וכאשר הוא יורד, המיזוג נחשב כישלון. הנחת-היסוד של אנשי כלכלה ומימון היא שערך המניה משקף את שווי החברה בצורה אובייקטיבית על בסיס כל המידע הציבורי הקיים. לכן, לטענתם, כל מיזוג או רכישה הגורמים לעלייה מיידית בערך המניות, לאחר ניכוי תנודות בשוק ההון, משקפים הצלחה ויצירת ערך לבעלי המניות. לעומת זאת, מיזוג הגורם לירידה בערך המניה בימים הראשונים שלאחר ההודעה עליו משקף כישלון והפסד לבעלי המניות. ובר ציין כי מנקודת-מבטם של אנשי כלכלה ומימון, הסיבה העיקרית לכישלון מיזוגים היא עסקה לא-טובה, כלומר, מתן תשלום עודף בעבור החברה הנרכשת. התשלום העודף ניתן, בין היתר, בשל בעיות אגו וחטא הגאווה מצד המנהלים.
- באשר לתחום השני – הניהול האסטרטגי – חוקרים מתחום זה מתמקדים בניהול הארגון עצמו ובתכנון לטווח ארוך של כמה שנים. גישה זו אינה מקבלת את הנחות-היסוד של חוקרי הכלכלה והמימון ושל גישת שוק ההון, שלפיהן:
 - א. ניתן לחזות במדויק את תזרים המזומנים העתידי של הפירמה לטווח של כמה שנים.
 - ב. פוטנציאל ההתייעלות הפנימית גדול יותר תמיד מזו שהמנהלים של החברה הנרכשת מבצעים בפועל.

ובר ציין כי בתחום הניהול האסטרטגי הסוגיה המרכזית היא טיב השידוך בין הרוכש והנרכש, קרי, אם הרוכש והנרכש מתאימים מבחינה ניהולית ומבחינה אסטרטגית. מנקודת מבטם של אנשי הניהול האסטרטגי, הסיבה העיקרית לכישלון של מיזוגים ורכישות היא אי-התאמה של החברה הרוכשת והחברה הנרכשת מבחינה ניהולית ואסטרטגית.

באשר לתחום השלישי – ההתנהגות הארגונית – חוקרים ויועצים מתחום זה טוענים כי הסיבה העיקרית לכישלון במיזוגים ורכישות היא חוסר ההתחשבות בגורם האנושי בעת תהליך תכנונו ויישומו של המיזוג. גם בהתקיים התנאים להצלחה על-פי שני התחומים הראשונים – קרי, כאשר התשלום מתאים לשווי החברה הנרכשת ומדובר במיזוג עם פוטנציאל לסינרגייה – הגורם האנושי עלול להכשיל את המיזוג. כלומר, מנהלים ועובדים אשר אינם מסתגלים למיזוג עקב הבדלי תרבות וסגנון ניהולי גורמים להוצאות ניכרות, במודע או לא במודע, ואינם מאפשרים – או אינם מצליחים – לנצל את פוטנציאל הסינרגייה.

בעקבות מחקרים מקיפים שנעשו בשנים האחרונות, ולנוכח ניסיון שנצבר במיזוגים רבים, ידוע כי הגורם העיקרי המשפיע על מנהלים ועובדים, בעיקר בחברה הנרכשת, הוא מידת ההבדל בתרבות הניהולית והארגונית בין שני הארגונים המתמזגים. ככל שהבדלי התרבות הניהולית גדולים יותר כן סיכויי של המיזוג להיכשל גדלים (הבדלי תרבות ניהולית וארגונית קיימים בין ארגונים בכל ענף ובכל מדינה; הבדלי תרבות בין-לאומיים מוסיפים על השוני הקיים בין הארגונים).

ובר סיים את הרצאתו בהצגת מודל לביצוע יעיל של הליך המיזוג והרכישה – "מודל יצירת ערך במיזוגים ורכישות". למודל שלושה שלבים: השלב הראשון הוא תהליך התכנון, הכולל תכנון אסטרטגי, סינון ומיון של החברות המועמדות לרכישה, הערכה כספית והערכה אסטרטגית; השלב השני נוגע במשא-ומתן על שלביו השונים – איך לעשות, מה לעשות, מה להדגיש, אילו נושאים להביא למשא-ומתן וכדומה; והשלב השלישי עוסק בתוכנית היישום – יש לבחור את גישת האינטגרציה המתאימה בהתייחס לאופיים של הארגונים המתמזגים, שהרי אין מיזוג אחד דומה לאחר.

בכל אחד משלושת השלבים יש להביא בחשבון את המידע שצברנו בתחומים השונים. כך, למשל, בתחום הניהול האסטרטגי צריך לשקול כיצד יוצרים סינרגייה בכל שלב ושלב, ובתחום התרבות הארגונית צריך להביא בחשבון את הבדלי התרבות הארגונית בכל שלב ושלב.

פרק ג: מושב שלישי – מאבקי שליטה בחברות

משתתפי המושב: יושב־ראש – עו"ד ד"ר יורם דנציגר, ד"ר דוד תדמור,
עו"ד, פרופ' עלי קרייזברג

1. פתח־זבר

עניינו של מושב זה היה מאבקי שליטה בחברות. במושב נבחנו כמה היבטים של נושא זה: השינוי הדרוש בחובות הזהירות של דירקטורים באופן כללי, ובתחום של מיזוגים ורכישות בפרט; ההסדר הסטטוטורי החדש במיזוגים ורכישות; והערכת שליטה בחברות. בכרך זה של כתב־העת מופיע מאמרם של פרופ' עלי קרייזברג ופרופ' ג'ון טיל "הערכת חלוקת השליטה בחברות",³¹ שנכתב בעקבות מושב זה. מאמרם של קרייזברג וטיל מפתח מודל שיווי־משקל שבו ניתן לתרגם את כוחם של בעלי השליטה לערך כספי. פונקציית ההערכה אשר מבצעת את המעבר מכוח לערך נפתרת בשיטות נומריות, עם הנחה מפשטת לגבי פונקציות הביקוש של בעלי השליטה. המאמר מציג פיתוח זה בצורת מודל מתמטי.

2. תמצית דברי המשתתפים במושב

הדובר הראשון היה ד"ר יורם דנציגר ממשרד דנציגר, קלגסבלד ושות' (אשר התמנה זמן קצר לאחר הכנס לשופט בבית־המשפט העליון). בהרצאתו דן דנציגר בשינוי הדרוש בחובות הזהירות של דירקטורים באופן כללי, ובתחום של מיזוגים ורכישות בפרט. דנציגר קרא בהרצאתו לשינוי גישת הדין כלפי אחריותם של דירקטורים. קריאתו של דנציגר לשינוי בחובות הזהירות של דירקטורים נובעת מפער שקיים לדעתו בדין הישראלי: מצד אחד, הדין הישראלי הולך ומחמיר עם נושאי־משרה ודירקטורים, בהציבו רמות אחריות, הן מבחינת חובות האמון והן מבחינת חובות הזהירות, אשר קשה לעמוד בהן; ומצד אחר, אנו עוברים מהפכה גדולה – שביטוייה הרשמי היה ב־1 בפברואר 2000, עם כניסתו לתוקף של חוק החברות החדש – שבמסגרתה אנו עדים לירידה ברמת מעורבותו של הדירקטוריון בניהול החברה.

בשנות החמישים חובת הזהירות של דירקטורים בחברה הייתה כללית יחסית, ובתי־המשפט ייחסו לדירקטורים רמת זהירות נמוכה. כך היה עד לפסק־הדין המפורסם משנת 1960 בעניין רוטלוי נ' ברשאי.³² בפסק־דין זה, שעסק ברשלנות של דירקטורים, נקבעו שלושה עקרונות שעליהם הרחיב דנציגר בהרצאתו. העיקרון הראשון קבע כי כאשר בוחנים את חובותיו של דירקטור, אין דורשים ממנו

31 עלי קרייזברג וג'ון טיל "הערכת חלוקת השליטה בחברות" משפט ועסקים ח 159.

32 ע"א 333/59 רוטלוי נ' ברשאי, פ"ד יד 1156 (1960).

רמת מיומנות או רמת מקצועיות גבוהות מאלה שניתן לצפות להן באופן סביר מאדם בעל ניסיון וידיעות כשל אותו דירקטור. לדברי דנציגר, אף שבפסק-דין זה קיימת החמרה בנושא חובותיו של דירקטור, לא הייתה זו החמרה דרמטית.

העיקרון השני בהלכת רוטלוי היה כי הדירקטור אינו חייב להפנות את תשומת-ליבו לענייני החברה בכל רגע ובכל עת, כלומר באופן שוטף, אלא די בכך שהוא ישרת את החברה בישיבות הדירקטוריון שבהן הוא משתתף. לדברי דנציגר, לדרישה זו היה מסכים כל דירקטור בימים אלה, וידוע כמובן כי אין זה המצב כיום.

העיקרון השלישי הוא כי דירקטורים מורשים להסתמך על אנשי-מקצוע, קרי, על ההנהלה הפעילה של החברה ועל מומחים חיצוניים בתחום המס, בתחום המשפט וכדומה. כל עוד לא התרשל הדירקטור בבחירת המומחים שעליהם הסתמך, הוא פעל כהלכה.

פסק-דין רוטלוי העלה את הרף מבחינת חובות הזהירות. לאחריו, במשך כעשרים שנה, החלה דרישה מוגברת להעלאת הרף של חובות הדירקטורים, שהגיעה לשיא בהלכת קוסוי.³³ בפסק-דין זה הושאל עיקרון חשוב מתחום המשפט הציבורי אל תחום דיני החברות: כאשר לאדם יש כוח (כפי שיש לדירקטורים, לנושאי-משרה ולבעלי מניות), עליו להפעילו בצורה הגונה, ראויה וזהירה, משום שפעולה שאינה כזאת עלולה להזיק למי שיושפעו מפעולותיו. הלכת קוסוי הורחבה עם השנים אל מעבר לתחום הצר של מכירת שליטה.

לדברי דנציגר, במשך שבעים שנות חייה של פקודת החברות המנדטורית – משנת 1929, דרך כל השינויים שחלו לה ועד לנוסח החדש משנת 1983 – לא היה בה ולו סעיף אחד שציין כי דירקטורים אמורים לנהל את החברה. אולם מתקנה 70 לתקנון (ממנה ורק ממנה) אנו למדים כי קיימת הנחה וציפייה שמנהלי החברה הם הדירקטורים. דנציגר ציין כי באותם ימים, מסיבות היסטוריות כאלה ואחרות, היו קיימים רק שני אורגנים: האספה הכללית והדירקטוריון. לכן השתרשה הנחת-עבודה שגויה ולא-ראויה שלפיה ההנהלה הפעילה של החברה היא אומנם דמות-מפתח בחברה, אבל אין לה למעשה תפקיד רשמי, היא לא ממש אורגן של החברה, ולכן הדין אינו יכול להטיל עליה חובות (וזאת, עד לתיקוני הפקודה בשנות השמונים) אלא רק בגררא.

דנציגר המשיך ואמר כי עם כניסתו של חוק החברות לתוקף, נקבע למעשה (בסעיף 92) כי כל עוד לחברה יש מנכ"ל, האורגן השלישי, הדירקטוריון, אמור לעשות שני דברים עיקריים: הדבר הראשון הוא לקבוע את מדיניות החברה, והדבר השני הוא לפקח על האופן שבו מדיניות זאת מוצאת לפועל על-ידי המנכ"ל. דנציגר טען כי אין מצפים שהדירקטוריון ינהל את החברה, וכי אי-אפשר לצפות לכך. תפקיד המנכ"ל וחובותיו מוסדרים, בין היתר, בסעיפים 120 ו-121 לחוק החברות, המציינים כי הוא מנהל את החברה, ומכאן אין אלא להסיק כי הדירקטורים אינם אמורים לנהל.

דנציגר המשיך וטען כי מנקודת המוצא המתוארת ניתן ללכת בשני ערוצים: הערוץ האחד, שבו דוגל דנציגר ואשר לדבריו אינו פופולרי, מוליך למסקנה כי בחברות שיש להן מנכ"ל יש ליצור מעין מדרגת-ביניים, ולהטיל על הדירקטורים את חובות הזהירות הקבועות בחוק בצורה כללית – קרי, ככל שהם קובעים את מדיניות החברה ומפקחים

33 עניין קוסוי, לעיל ה"ש 24.

על אופן ביצועה על-ידי המנכ"ל, עליהם להפעיל רמת מיומנות וזהירות גבוהה – וכן את חובות הזהירות הספציפיות הנקובות בחוק. אולם אין להטיל עליהם אחריות לדאוג לכך שהחברה תתנהל כראוי, כלומר, אין לדרוש מהם לוודא כל יום כי המנכ"ל עושה את מלאכתו נאמנה וכי החשב אינו מועל בכספי החברה.

באשר לחובות הספציפיות המוטלות על הדירקטורים, הוסיף דנציגר ואמר כי כאשר עוסקים במיזוג חברות או בהצעת רכש, נראה כי יש בסעיפים מסוימים בחוק משום הטלת חובות ספציפיות. לדוגמה, סעיף 315א לחוק החברות מצפה שהדירקטוריון יעסוק למעשה באישור המיזוג ובשאלות מהותיות, וידון ויכריע אם הצעת המיזוג וביצוע המיזוג בפועל עלולים לגרום לכך שהחברה לא תוכל לשלם את חובותיה או לעמוד בהתחייבויותיה כלפי הנושים. דוגמה נוספת מצויה בסעיף 329 לחוק, העוסק בהצעת רכש מיוחדת, שם נקבע כי הדירקטוריון צריך לחוות את דעתו בדבר כדאיותה של הצעת הרכש לבעלי המניות הניצעים.

כאמור, דעתו של דנציגר אינה הדעה הפופולרית. הערוץ האחר, הפופולרי יותר, הוא זה שנוצר בעקבות הפסיקה האמריקאית בעניין *Van Gorkom*,³⁴ ולפיו יש ציפייה והנחה כי דירקטורים בחברה יהיו בעלי רמת מיומנות ומקצועיות גבוהה ביותר, בעיקר בגלל העיקרון שלפיו הם מנהלים את כספם של אחרים, אחראים לו או מפקחים על ניהולו. הדעה השלטת בכל שנות קיומם של דיני החברות בישראל היא כי צריך להחמיר עם הדירקטורים ולהטיל עליהם עוד ועוד חובות.

דעתו של דנציגר בדבר אי-הטלת חובות חמורות מדי על דירקטורים לוותה סייג אחד: דירקטורים שנוטלים על עצמם עמדה אקטיבית, דירקטורים שרוצים להיות מעורבים ואולי גם דירקטורים בעלי כישורים מיוחדים, מן הראוי שיוטלו עליהם חובות מיוחדות. בשנים שבין 1960 ל-1980 נקבע, מכוח הדין האנגלי, כי על דירקטור שהוא עורך-דין או רואה-חשבון או בעל מקצוע אחר שמקנה לו הבנה טובה יותר מאשר לדירקטור לא-מקצועי חלות חובות מוגברות, ולדעת דנציגר, ראוי שכך יהיה.

דנציגר הציג שלוש דוגמות לשם המחשת טענותיו, אך סייג ואמר שאפשר להגיע מהן גם למסקנות שונות משלו. הדוגמה הראשונה היא סעיף 265 לחוק החברות. סעיף זה קובע כי כאשר דירקטור מבקש לקבל מידע או לבחון נכסים או רשומות של החברה, יש לאפשר לו זאת. ההיגיון הוא שאם המחוקק מטיל עליו חובות אמון וחובות זהירות, יש לאפשר לו לעשות את מלאכתו נאמנה. אולם סעיף 265(ב) קובע כי הדירקטוריון יכול למנוע דירקטור מלבדוק מסמך או נכס של החברה אם הוא סבור כי הדירקטור פועל בחוסר תום-לב או שבדיקה כאמור עלולה לפגוע בטובת החברה. עצם הצגתו של סייג זה בספר החוקים שלנו מעידה לדעת דנציגר, אף אם בצורה לא-גלויה ולא-רשמית, כי אנחנו מאמינים שהדירקטורים:

(א) הם שלוחים ועושי-דברם של בעלי מניות מסוימים, ולכן כאשר יש מאבק שליטה בחברה, כדאי למנוע מהם גישה למידע, כי הם עלולים לתת את החומר שיקבלו לידי אותם שולחים, ואלה ישתמשו בו בהליך משפטי.

34 Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858 (Del. 1985) (להלן: עניין *Van Gorkom*).

(ב) אינם אמורים להתעסק בבדיקת הנכס או החפץ או המלאי או הניירות על בסיס שוטף. בזה אמורים לעסוק אורגנים אחרים. בשל כך קיימים מצבים שבהם תימנע מהם הגישה למידע. דנציגר המשיך והסביר מדוע טובת החברה עלולה להיפגע בהעמדת חומר כזה לרשות דירקטורים. כך, למשל, ייתכן מצב שבו נחשוש מפני חשיפת סודות מסחריים לפני דירקטורים, הנתפסים כאלטר-אגו של החברה, כלומר, מצב שבו נסבור כי לא בטוח שמידע כזה יהיה ברשותם.

הפסיקה בישראל, וכמובן בארצות-הברית ובאנגליה, מכירה באפשרות של העמדת חומר לרשות דירקטורים תוך מתן צווי הגבלה (להבדיל מסירוב כאמור בסעיף-קטן (ב)). הדוגמה השנייה היא סעיף 266 לחוק, העוסק באפשרות הסתייעות של דירקטורים במומחה חיצוני. דנציגר תיאר בהרצאתו מקרה של דירקטור שאינו סומך על הייעוץ המשפטי הפנימי של החברה. בעבר, בפקודת החברות [נוסח חדש], הזכות להסתייעות במומחה חיצוני הייתה שמורה לדירקטורים חיצוניים בלבד. כיום היא נתונה לכל דירקטור, אך בסייג של סעיף 266(ב), הקובע כי החברה רשאית לא לאפשר את ההסתייעות הזאת בייעוץ חיצוני (ואז הדירקטור רשאי לפנות לבית-המשפט בבקשה שיוורה לחברה לאפשר לו הסתייעות כזאת). דנציגר ציין כי אם נותנים לאדם כוח אשר יוצר לו חובות, אין צורך לסייג אותו, אלא יש לאפשר לאדם בעל חובות כה רבות לבצע את מלאכתו נאמנה.

הדוגמה השלישית ממחישה, לדעת דנציגר, את צורת המחשבה של המחוקק על חובות ואחריות. את הדוגמה הזאת הוא מוצא בסעיפי החוק העוסקים בביטוח שיפוי ובפטור מאחריות של נושאי-משרה בחברה. כך, סעיף 261(1) לחוק החברות מכיר באפשרות לבטח דירקטורים ונושאי-משרה לגבי הפרת חובת זהירות כלפי החברה או כלפי אדם אחר. עם זאת, סעיף 260 לחוק מאפשר לדירקטוריון לשפות דירקטור או נושא-משרה על הפרת חובה שלו. החידוש המשמעותי יותר, לדעת דנציגר, הוא סעיף 259, הקובע כי החברה רשאית לפטור מראש נושא-משרה או דירקטור מאחריותו, כולה או מקצתה, לנזק שנגרם עקב הפרת חובת הזהירות שלו כלפיה.

לדעת דנציגר, אי-אפשר להתייחס ברצינות לחוק ולפסיקה המלווה אותו אם אלה קובעים שקיימת חובת זהירות אבל ניתן לפטור ממנה את הדירקטורים לחלוטין בהחלטת דירקטוריון. לדעת דנציגר, יש בכך טעם לפגם.

בהרצאתו הפנה דנציגר לעמדתם של שלושה מלומדים אמריקאים, אשר חלקו עמדה משותפת בעניין זה עוד לפני פסק-הדין בעניין *Van Gorkom*, וממשיכים להחזיק בעמדתם גם לאחריו, איש-איש מסיבותיו. המומחה האמריקאי הראשון שסבר, כבר בשנת 1983, כי יש להוריד את רף הזהירות לדירקטורים היה קנת סקוט. סקוט סיכם את עמדתו במאמר שבו קרא לביטול חובת הזהירות, ובו אמר:

"In short, very little of any value would be lost by outright abolition of the legal duty of care and its accompanying threat of a lawsuit."³⁵

Kenneth E. Scott, *Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project*, 35 STAN. L. REV. 927, 937 (1983) 35

סקוט טוען כי ביטול חובת הזהירות – ולכן גם ביטול תובענות בגין הפרתה של חובה זאת – לא יגרום נזק גדול, בין היתר משום שלדירקטורים שחוששים מפני תביעה יש ממילא שיטות לעקוף את הבעיה. דנציגר מנה שתי שיטות מעקף כאלה:

1. בעקבות ההלכה בעניין *Van Gorkom* החלו כל נושאי־המשרה וכל הדירקטורים להגן על עצמם בביטוח אחריות מקצועית שנותן את הכיסוי המרבי. הביטוח נעשה על חשבון החברה, ובסופו של דבר על חשבון בעלי המניות שלה. וכאילו לא די בכך, העלויות של פוליסות ביטוח האחריות המקצועית של דירקטורים ונושאי־משרה האמירו שחקים בעקבות פסק־הדין בעניין *Van Gorkom*.
2. בעקבות פסק־דין רוטלוי, אשר קבע כאמור את האפשרות של דירקטורים להסתמך על אחרים, יימנעו דירקטורים מלהסתכן בתביעה על כך שלא הקדישו זמן ראוי לבחינת העסקה שעל הפרק, ובמקום לקיים ישיבה אחת ארוכה ומרוכזת ולקבל החלטה אמיצה שאולי תהיה טובה מאוד לחברה ולבעלי מניותיה, יגידו הדירקטורים: "הבה נעשה זאת לאט־לאט." ראשית, הם יפנו למומחים, יבקשו מהם פרטים על הרקע המקצועי שלהם, ולאחר־מכן יבקשו מהם להתייצב לפני הדירקטוריון. אחר כך אולי יקבלו הדירקטורים החלטה, אך רק אם יעריכו כי יש להם גיבוי בדמות חוות־דעת של מומחים. על חשבון מי יוכנו חוות־הדעת האלה? על חשבון החברה ועל חשבון בעלי המניות שלה.

המחיר, לדעת דנציגר, הוא שאין מעיזים לקבל החלטות שיש בהן מרכיב של סיכון, אף אם החלטות אלה עשויות להניב ערך עצום לחברה ולבעלי מניותיה. עמדה זאת של סקוט זוכה בתמיכה של מלומדים נוספים. כך, למשל, כתב צ'רלס אלסון בשנת 1995:

"The duty of care was an effort to force desired behavior through a threat of legal liability for noncompliance. It proved to be ineffective."³⁶

כאשר אלסון מתייחס לפסק־הדין בעניין *Van Gorkom*, הוא אומר:

"As the result of the decision, boards began to follow certain procedures... that were designed to ensure that each decision made would receive the business judgment rule protection, and thus be in compliance with the duty of care."³⁷

סיכומו של דבר, שיטת מעקפים זו של הדירקטורים אינה מועילה לאיש. דנציגר סיים בדבריו של מלומד בשם אליוט וייס, אשר כתב:

Charles M. Elson, *The Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership*, 63 U. CIN 36
L. REV. 649, 668 (1995).

37 שם, בעמ' 687.

"If corporate law threatened directors who failed to perform at a level of the law's aspirations with liability, 'no man [or woman] of sense would take the office...' Second, shareholders, as equity investors, can be viewed as having assumed the risk that managers would make some bad judgment resulting in business losses."³⁸

דנציגר טען בהוצאתו כי יש לאפשר לדירקטורים לעבוד ואף לקבל החלטות שגויות, כל עוד הם עושים את מלאכתם נאמנה. לדעת דנציגר, מלאכה נאמנה פירושה לא לעכב החלטות במשך חודשים כדי לקבל כיסוי הולם של חוות-דעת חיצוניות. מלאכה נאמנה פירושה להסתמך על המלצותיה של ההנהלה הפעילה של החברה, ולא להפוך את הפורום הצמחוני למדי - הדירקטוריון - למקום שבו מנהלים את ענייני החברה.

בחלק האחרון של הרצאתו התייחס דנציגר לשני סעיפים בחוק: סעיף 315 וסעיף 329. סעיף 315 קובע כי "דירקטוריון חברה מתמזגת, השוקל אם לאשר מיזוג, ידון ויקבע, בשים לב למצבן הכספי של החברות המתמזגות, האם קיים לדעתו חשש סביר שעקב המיזוג לא יהיה ביכולתה של החברה הקולטת לקיים את התחייבויות החברה לנושיה". לדעת דנציגר, הסעיף ברור והגיוני, אך יש לשים לב למילים "בשים לב למצבן הכספי של החברות המתמזגות". לדעת דנציגר, אי-אפשר לצפות שכל אחד משני הדירקטוריונים של החברות המתמזגות ישקול את ענייני החברה שלו ואת מצבה של החברה האחרת! אי-אפשר לצפות שדירקטורים יוכלו לתת את חוות-דעתם או את הערכתם הכנה על-סמך איזושהי בדיקה שטחית. לדעת דנציגר, לנוכח חובה ספציפית זו בדין החדש, אי-אפשר לאשר הצעת מיזוג ללא חוות-דעת כלכלית מפורטת וראויה. לכן, לדעת דנציגר, אי-אפשר לומר שכאשר אנו מורידים את רמת חובת הזהירות של הדירקטורים, אנחנו יוצרים בהכרח מצב שבו הם לא יודקו לחוות-דעת של מומחים. הם יודקו, והם חייבים להודק.

בסיום הרצאתו טען דנציגר כי הקושי מבחינתו נעוץ דווקא בסעיף 329, העוסק בהצעת רכש מיוחדת. סעיף זה מחייב דירקטורים, להבדיל מנושאי-המשרה הרגילים ומהנהלת החברה הפעילה, לחוות את דעתם לפני הניצעים בנוגע לשאלה אם ההצעה שעל הפרק ראויה או לא. אם ניתנה חוות-דעת לא ראויה, הדירקטורים חשופים לתביעות. לדעת דנציגר, גם חובה ספציפית זו יוצרת ככל הנראה צורך בהסתמכות על חוות-דעת חיצונית. הדובר השני היה ד"ר דוד תדמור ממשרד תדמור ושות'. בהוצאתו דן תדמור בהסדר הסטוטורי לגבי הצעות רכש שונות.

תדמור פתח את הרצאתו באמירה כי חקיקת חוק החברות שינתה באופן מהותי את הדין שנהג בנושא הצעות רכש בשני מובנים עיקריים: (א) שינוי הכלל של "שב ואל תעשה" לגבי התנהגות ההנהלה בעת הצעת רכש עוינת, שהתקיים עד חקיקת חוק זה ואשר נועד למנוע השפעה של ההנהלה על החלטתם של המשקיעים; (ב) חלוקת פרמיית השליטה בצורה שוויינית יותר בהצעת רכש עוינת. חוק החברות מנסה להרחיב את בסיס בעלי

Elliott J. Weiss, *Economic Analysis, Corporate Law, and the Ali Corporate Governance Project*, 70 CORNELL L. REV. 1, 14 (1984) 38

המניות שמקבלים את פרמיית השליטה. ההנחה היא כי אם אין שליטה בחברה, ומישהו קונה את השליטה, אזי כל בעלי המניות צריכים להתחלק בנכס הנרכש. תדמור הדגיש בהרצאתו כי סעיף 330 לחוק חוקק בעקבות תופעות כלכליות שהתקיימו באותה עת במדינות אחרות, ולא בישראל. בארצות־הברית היו באותה תקופה הצעות רכש רבות מאוד, אבל בארץ, בגלל שיקולי התפתחות של שוק ההון וגם בגלל שיקולים מבניים, לא היו הצעות רכש רבות מכיוון שרוב החברות נשלטו על־ידי בעלי שליטה וגרעין מסודר של בעלי שליטה. תדמור הוסיף כי גם כיום אין כמעט הצעות רכש בארץ. בהערת־אגב טען תדמור, כמי שעוסק בתחום מדי פעם, כי הסעיף אינו מפריע בצורה משמעותית מכיוון שבפרקטיקה ניתן להסתדר איתו. הסעיף המדובר תוקן לא מזמן, בין היתר בעקבות פרשת קוסוי.³⁹

תדמור תיאר בהרצאתו את המצב ששרר עד שינוי סעיף החוק, קרי את כלל ה"שב ואל תעשה" מצד ההנהלה בעת קיום מצב של הצעת רכש, ואת הרציונל שעמד מאחוריו. הוא תיאר תפיסת־עולם מבוססת המכירה בקיום בעיית נציג בחברות כאשר האינטרסים של בעלי המניות וההנהלה אינם עולים בקנה אחד. על־פי התפיסה המקובלת, בעיית הנציג מתחדדת במיוחד בהצעת רכש עוינת. תדמור הגדיר הצעת רכש "עוינת" ככזאת שדירקטוריון החברה לא הסכים לה. על־פי התפיסה שתיאר תדמור, בהצעת רכש עוינת הנחת־העבודה הייתה שהדירקטוריון מתנגד להצעת הרכש מכיוון שהקונה העתידית יחליפם. לכן קיים ניגוד עניינים. הדירקטוריון (הקיים) מנסה למנוע הצעת רכש שראוי כי תתקיים. לכן, על־פי תפיסת־עולם זו, כדאי שהדירקטוריון לא יפעל כלל או יפעל בצורה מצומצמת ביותר. על־פי הוראת החוק הישנה, חלה על הדירקטוריון חובה לא להתערב כלל, ואילו החוק החדש קובע כי הוא יפעל בצורה מצומצמת.

תדמור ציין בהרצאתו כי קיים אומנם ניגוד עניינים כפי שהתפיסה המתוארת גורסת, אולם עם השנים למדו גם בעלי המניות כי יש בעיה במצב־דברים זה, ומצאו כל מיני דרכים לצמצמה – למשל, באמצעות תגמול מנהלים. כאשר מנהלים מחזיקים במניות ובאופציות, המהוות חלק ניכר משכרם, החשיבות של עליית ערך המניה עולה בעיניהם, וניגוד העניינים מצטמצם.

בארצות־הברית הנחת־העבודה הייתה כי אם הדירקטוריון הסכים להצעת הרכש, אזי ניגוד העניינים אינו חמור, ולכן הרבה מהדינים אינם חלים במצב של הצעת רכש ידידותית שכן, מחד גיסא, הדירקטוריון מסכים להתחלף, ומאידך גיסא, האפשרות לקיום הצעות רכש הינה מצב חיובי לבעלי המניות.

בארץ קו התיחום אינו מבחין בין הצעות רכש עוינות לבין הצעות רכש ידידותיות. הדין בארץ, לדברי תדמור, מבחין בין הקצאה של מניות חדשות לבין רכישת שליטה של מניות קיימות. זאת, משום שהמחוקק ניסה להסדיר שתי תופעות במקביל: (א) חלוקת פרמיית שליטה בצורה שוויונית; (ב) הסדרת השתלטות עוינת. הואיל ולשם חלוקה של פרמיית השליטה אין חשיבות מכרעת להסכמת הדירקטוריון למהלך, ומכיוון שהמחוקק רצה בכל

39 עניין קוסוי, לעיל ה"ש 24.

מקרה לחלק את פרמיית השליטה באופן שוויוני ככל האפשר בין בעלי המניות, יצר המחוקק הסדר זהה להצעת רכש עוינת ולהצעת רכש ידידותית.

על-פי סעיף 330 לחוק החברות, "נושא משרה בחברת מטרה אשר בתוקף תפקידו מבצע פעולה, למעט פעולות כאמור בסעיף קטן (ב), שמטרתה להכשיל הצעת רכש מיוחדת, קיימת או צפויה, או לפגוע בסיכויים לקבלתה, יהא אחראי כלפי המציע והניצעים על נזקיהם עקב פעולותיו, אלא אם כן פעל בתום לב והיה לו יסוד סביר להניח שהפעולה שננקטה היא לטובת החברה". תדמור הפנה את תשומת-הלב לכמה נקודות למחשבה העולות מניסוח הסעיף: (א) "בתוקף תפקידו" – כלומר, בכשירותו כמנהל, ולא כבעל מניות, למשל, אם הוא גם מנהל וגם בעל מניות; (ב) "שמטרתה" – כלומר, שמטרת הפעולה הייתה להכשיל, ולא שתוצאת המהלך הייתה כישלון; (ג) "כלפי המציע והניצעים" – כלומר, האחריות הינה גם כלפי מי שרוצה לרכוש וגם כלפי בעלי המניות של החברה שרוצים לקנות אותה; (ד) "לטובת החברה" – יש לשים לב כי מדובר בטובת החברה, ולא בטובתם של בעלי המניות.

לדעת תדמור, המצב המתואר לעיל הינו בגדר קביעה של נורמה זהה להסדרים שונים מבחינה מהותית, שכן הסדר שבו החברה מסכימה להירכש שונה מהסדר שבו החברה אינה מסכימה שירכשו את מניותיה ומתנגדת באמצעים שונים.

עם זאת ציין תדמור כי מעניין שסעיף 330 הינו קיצוני פחות מההסדר שקדם לו. זאת, מכיוון שההסדר אינו נוקט מדיניות של "שב ואל תעשה", אלא מתיר פעולה מצד ההנהלה, בתנאי שזו פועלת לטובת החברה בתום-לב. תדמור ציין כי הפעולה שהסעיף מתיר היא ניהול משא-ומתן עם הרוכש הפוטנציאלי (מכיוון שבעלי המניות אינם יכולים לנהל משא-ומתן ונוצרת בעיית פעולה משותפת שאי-אפשר לעשותה אלא באמצעות נציגות).

בהמשך הרצאתו סקר תדמור בעיות אחדות שהסדר זה מעורר: תחילה הוא תיאר מצב שבו חברה ציבורית מנסה לקנות חברה ציבורית אחרת הנסחרת ב-30 ש"ח למניה. הצעת הרכש משקפת מחיר של 50 ש"ח למניה. נניח שהדירקטוריון של חברת-המטרה חושב ש-50 ש"ח למניה הינו מחיר נמוך מאוד מסיבה הגיונית כלשהי, ולפיכך סבור כי הוא צריך לנהל משא-ומתן בשם בעלי המניות. במצב זה מותר לו לנהל משא-ומתן, אולם רק בתנאים של סעיף 330, שאינם תנאים קלים. לדעת תדמור, הדירקטוריון צריך להיזהר מאוד בסיטואציה כזאת. הבעיה, לדעת תדמור, היא שהנחת-העבודה של הסעיף נכונה מאוד בהצעת רכש עוינת, שכן במצב של הצעת רכש עוינת אכן יכול להיווצר ניגוד עניינים. אולם בארץ, לדעת תדמור, יש מעט מאוד חברות שניתן לרכוש אותן בהצעת רכש עוינת, משום שברוב החברות יש גרעיני שליטה קיימים המונעים הצעת רכש עוינת. לכן, לדעת תדמור, בישראל בעיית ניגוד העניינים בין המנהלים לבין בעלי המניות אינה כה חמורה. לדעתו, הבעיה העיקרית במדינת-ישראל היא ניגוד עניינים בין בעלי השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. לדוגמה, כאשר המחירים בבורסה נמוכים, בעל שליטה עשוי לנצל את ההזדמנות ולפרסם הצעת רכש לקנות מניות מהציבור, והציבור ימכור. במצב זה לא יתקיים משא-ומתן בשם בעלי המניות מכיוון שיש כלל של אי-עשייה של הדירקטוריון – אומנם לא אי-עשייה מוחלטת, אך הטיה בולטת לכיוון של אי-עשייה. לדעת תדמור, הנחת-העבודה של המחוקק הייתה שיש לטפל בניגוד העניינים שבין המנהלים לבין בעלי המניות, אולם לא זה ניגוד העניינים הרלוונטי לשוק שלנו.

בעיה נוספת שהעלה תדמור בנוגע להסדר החקיקתי הקיים היא החבות בנויקין. הסעיף מציין כי מנהל אשר מנסה למנוע משתלט עוין מלהשתלט על החברה, ונוקט לשם כך אמצעי התגוננות ומנהל משא-ומתן, אחראי בנויקין כלפי שניים: (א) כלפי בעלי המניות של החברה שהוא מנהל; (ב) כלפי המציע. ניגוד העניינים החריף ביותר קיים בין המציע, שרוצה לקנות בזול, לבין הניצעים, שרוצים למכור ביוקר. מנהל שמקיים משא-ומתן בשם הניצעים, אם הוא אכן עושה את עבודתו נאמנה, גורם נזק למציע שכן הוא מנסה להעלות את מחיר הרכישה. לפיכך, לפי הסעיף, הוא חייב כלפיו בנויקין! כלומר, המחוקק הקים חובת זהירות מושגית של מנהל החברה שעומדים לרכוש אותה כלפי המציע על כך שהוא העלה את המחיר.

בעיה נוספת שהעלה תדמור בהרצאתו היא שהסעיף קובע כי המנהל יהיה אחראי כלפי המציע וכלפי הניצעים אלא אם כן הוא פעל על-פי שני סטנדרטים: תום-לב וטובת החברה. נהוג לחשוב שבסיטואציה של הצעת רכש מוטלת על המנהל חובת נאמנות מוגברת כלפי בעלי המניות בחברה. זאת, מכיוון שבמקרה של הצעת רכש אכן עלול להיווצר ניגוד עניינים. לכן הדינים השונים בחוץ-לארץ מטילים על המנהל חובה מוגברת, ואילו אצלנו נקבע רק כי יש לפעול בתום-לב! תום-לב, לדעת תדמור, אינו סטנדרט כה גבוה. חובת תום-הלב אינה חובת נאמנות מוגברת, לפחות לא כפי שאנו רגילים להבין את המושג הזה בהקשרים אחרים. לדעת תדמור, כאשר יוצג מקרה כזה לפני בית-המשפט, ייקבע כי בהקשר זה תום-לב משמעו חובת אמון מוגברת.

באשר לסטנדרט השני, מנהל חברת-המטרה צריך להראות כי הפעולה שעשה היא "לטובת החברה". לא הוגדר בסעיף כי פעולתו צריכה להיות "לטובת בעלי המניות". סביב המילים "לטובת החברה" מתקיים עולם שלם של דיונים אם לחברה יש טובה אשר נפרדת מטובתם של בעלי מניותיה. לפי הדין הקיים, האם מנהל יכול להכשיל הצעת רכש בכך שיאמר כי המציע לא יפעל "לטובת החברה" בעתיד, גם אם המחיר שהוא עומד לשלם לבעלי המניות גבוה? לפחות על-פי ניסוחו של הסעיף בישראל, התשובה, לדעת תדמור, היא כן! תדמור ציין כי הוא אינו משוכנע שזו התוצאה שאליה כיוון המחוקק.

תדמור סיים את הרצאתו בטענה כי הדין הקיים נולד מתוך תפיסת-עולם של ניגודי עניינים: מדינת-ישראל מנהלת מאבק נגד ניגודי עניינים כאילו זו הבעיה היחידה שתוקפת את מדינת-ישראל. לטענת תדמור, מדינות אחרות מצליחות להסתדר עם בעיית ניגוד העניינים בצורה נוקשה פחות. לדעת תדמור, בסופו של דבר נוצר דין אשר בינו לבין הרצוי מפריד אוקיינוס גדול.

הדובר השלישי היה פרופ' עלי קרייזברג מאוניברסיטת בראיילן. בהרצאתו דן קרייזברג במודל שפיתח כדי להגיע להערכת שליטה בחברה במבנה שוק ההון הישראלי. קרייזברג פתח את הרצאתו באמירה כי קיים הבדל בין שווי חברה לבין שווי מניה הנובע משליטה בחברה. החוקת שליטה בחברה יוצרת מצב שבו עשרים אחוזי החזקה בחברה ששווה מאה ש"ח אינם שווים עשרים ש"ח. לדעת קרייזברג, על-מנת לקבל החלטה עסקית, יש לדעת במדויק את שווי ההחזקה. קרייזברג הדגים את הבעייתיות האמורה:

1. עיתונאי כותב בעיתון כי אדון בירנבאום הציע לקנות את חברת "פולגת" בפרמיה של 60% מעל השוק. כתוצאה מכך קהל המשקיעים רץ לקנות את מניות "פולגת",

משום שהם חושבים כי אדון בירנבאום "יודע מה הוא עושה". אך חוות-הדעת מראה כי אדון בירנבאום שילם מתחת למחיר השוק, השאלה שעולה היא כיצד דירקטוריון ממוצע יכול להגיע להחלטה ללא המידע המוצג בחוות-הדעת.

2. עסקות בין בעלי-עניין יכולות להיעשות במחירים שונים ממחירי הבורסה. האם עובדה זו מהווה סימן לקהל המשקיעים שעסקות הנעשות מחוץ לבורסה או בין בעלי-עניין מצביעות על הערך האמיתי של החברה? התשובה: ללא הערכת ערך השליטה אי-אפשר להגיע למסקנה.

לדעת קרייזברג, קיימים חמישה תחומים שיש לתת להם את הדעת בעת חישוב ערך השליטה:

1. ערך השליטה הכולל בחברה;
2. שיעורי ההחזקה בהון ובהצבעה – פעמים רבות קשה לדעת את מצבת ההחזקות האמיתית של החברה בשל החזקות צולבות, פירמידות החזקה וכדומה;
3. ה"כוח" הטמון בשיעורי ההחזקה של בעל שליטה ספציפי – העובדה שלפלוני יש 60% מהחברה אין בה כדי להגיד מהו הכוח הטמון בהחזקה זו (לטענת קרייזברג, המודל המפורסם של Shapely אינו נותן פתרון ישים, שכן מקורו של המודל במדעי המדינה, ולא בתחום המימון והכלכלה);⁴⁰
4. ערך השליטה בידו של בעל שליטה ספציפי;
5. ערך השליטה במניות הציבור.

בהמשך הרצאתו הציג קרייזברג את המודל שפיתח עם פרופ' ג'ון טיל להערכת השליטה בחברה, המתואר בפירוט במאמרם של השניים בדרך זה.⁴¹ על-פי שיטתם, הקישור בין כוח לבין ערך שליטה נעשה על-ידי מודל שיווי-משקל אשר מבוסס על כמה הנחות וניתן לפתרון באמצעות שיטות נומריות. ההנחות של המודל הן כדלקמן:

1. קיים בחברה ערך שליטה כולל וקבוע. ערך השליטה מתבטא בכך שבעל השליטה יכול, לדוגמה, להעניק טובות-הנאה פרטיות.
2. "במאזן האימה" ("balance of terror") קיימים בעלי שליטה שמתחרים זה בזה, ובנקודת-זמן נתונה כל אחד מאיים על האחר, כך שאין הצדקה לעשות פעולה כלשהי או לערוך שינוי כלשהו. אם אחד הצדדים יעשה פעולה של רכישה נוספת או מכירה, הצד האחר יגיב באופן שיבטל את כדאיותה של הפעולה.
3. בידי הציבור קיים ערך שליטה, הנובע מציפייה. גם לבעל מניות מהציבור אשר אינו מתכוון לרכוש בעתיד שליטה יש ערך שליטה, שכן ייתכן שמניותיו יירכשו בעתיד על-ידי אדם שירצה להיות בעל שליטה ואשר יאות על-כן לשלם עליהן ערך גבוה. הרעיון, בסופו של דבר, פשוט למדי: נניח שיש בעל שליטה אחד, ונניח שהוא בעל שליטה לא רק משום שיש לו 60% מהמניות, אלא גם משום שאיש אינו יכול להחליפו והוא לעולם לא ימכור את השליטה שלו. במקרה זה (המושגת על הנחה לא-מציאותית) קל

40 ראו: L.S. Shapley & Martin Shubik, *A Method for Evaluating the Distribution of Power in a Committee System*, 48(3) AM. POL. SCI. REV. 787 (1954).

41 קרייזברג וטיל, לעיל ה"ש 31.

מאוד להניח שהציבור שמחזיק בשארית המניות לא יהיה מוכן לשלם אגורה אחת בעבור שליטה, ולכן המשוואה נפתרת בקלות יחסית. מה קורה כאשר יש שני בעלי שליטה? כעת עלינו לתמחר את ערך השליטה בהתאם למצבם היחסי של בעלי השליטה. נוסף על כך, יש להתחשב בעובדה שעקומת הביקוש לשליטה יכולה להשתנות, למשל, כפונקציה של גודל ההחזקה. לדברי קרייזברג, אחד הטיעונים שהעוסקים במקצוע אינם אוהבים לשמוע הוא שככל שבעל השליטה מחזיק נתח גדול יותר מהון המניות, ערך השליטה לגביו קטן. בתחום המימון, טובת-הנאה של בעל שליטה מוגדרת כגִבּוּה. לכן, כאשר אדם גונב מהחברה, אם אותו אדם מחזיק ב־80% מהון המניות, הוא גונב מעצמו יותר מאשר מאחרים, ואילו אם הוא מחזיק ב־40% מהון המניות, הוא גונב יותר מכולם וקצת פחות מעצמו. אין ספק שהמצב השני עדיף לאותו בעל שליטה. המצב המתואר נקרא עקומת ביקוש לשליטה. עקומה זו הינה פונקציה של כמות המניות שבידי האדם. כמו־כן נוסף מימד שאותו לא הצליח קרייזברג לפתור מתמטית. מימד זה מהווה את השלב הבא, שבו גם למתחרה יש עקומת ביקוש לשליטה, ונוסף על כך קיים קונה פוטנציאלי בשוק שיכול יום אחד לרכוש את השליטה מבעל השליטה, ולקונה פוטנציאלי זה יש עקומת ביקוש שונה לחלוטין. המודל שהציג קרייזברג אינו מודל טיפוסי, שכן הוא אינו ניתן להוכחה אמפירית. במציאות הישראלית אי־אפשר לבדוק ולקבוע מהו ערך השליטה, משום שמטרתם של בעלי השליטה, לדברי קרייזברג, היא שלעולם לא נדע מהו הערך שאותו הם מוציאים מהחברה בצורת טובות־הנאה. אולם, לדברי קרייזברג, ניתן בכל־זאת לחזות במודל מצבים שונים, דוגמת הסיטואציה בישראל שבה לחברות היו לפחות שני סוגי מניות: מניות בשווי 1, שהעניקו זכות הצבעה אחת, ומניות בשווי 5, שהעניקו גם הן זכות הצבעה אחת בלבד. כמו־כן, למניות בשווי 5 ניתנה עדיפות נמוכה ביחס למניות בשווי 1. לדברי קרייזברג, רק בישראל המציאו מצב שבו בעלי שליטה מחזיקים את המניות המובחרות ומנפיקים לציבור מניות בשווי 5, המעניקות זכויות פחותות. האם השוק שיקף את ערך השליטה במצב המתואר לעיל? התשובה היא כן – התקיים הפרש בין ערכן התיאורטי של מניות בשווי 5, שהיה אמור להיות גדול פי חמישה מערכן של מניות בשווי 1, לבין ערכן במציאות, שהיה קטן מפי חמישה. הפרש זה שיקף את ערך השליטה. מה הבעיה ליטול את המספרים ולחשב את ערך השליטה המתואר? הבעיה, לדברי קרייזברג, היא שגם לציבור שלא היה לו עניין בשליטה היה ערך שליטה במניותיו מעצם החזקתו בחלק מן המניות. בעזרת המודל שהציג קרייזברג ניתן לנטרל את ערך השליטה שבידי הציבור, ולמעשה למצוא את ערך השליטה של בעל השליטה מתוך הפער ביחס הצפוי בין מניות בשווי 5 למניות בשווי 1. לדברי קרייזברג, על־סמך המודל המוצג, ערך השליטה בחברה ממוצעת בישראל הוא 30%–35% מערך החברה, כלומר, 30%–35% מהחברה שייכים לבעל השליטה מעבר לחלקו היחסי בהון. ערך השליטה המשתקף במודל של קרייזברג גבוה בהרבה מההערכה הרווחת, שלפיה ערך השליטה הוא כ־7%.

פרק ד: מושב רביעי – תכנון המס במיזוג ורכישה

משתתפי המושב: יושב-ראש – פרופ' יוסף מ' אדרעי, ד"ר איל שנהב, ד"ר לימור ריזה

1. פתח-דבר

מטרתו של מושב זה הייתה לבחון היבטים שונים של תכנוני מס במיזוגים ורכישות. בכרך זה של כתב-העת מופיעים ארבעה מאמרים שנכתבו בעקבות מושב זה: מאמרו של יוסף מ' אדרעי "מס הכנסה ומס רווח הון על מכירת עסק חי וארגון מחדש של עסק – בחינה מחודשת", מאמרו של פרופ' אסף חמדני וד"ר צילי דגן "מיסוי דיבידנדים והפחתת הון",⁴² מאמרו של ד"ר איל שנהב ומאורי עמפלי "היבטי מיסוי בעסקות מיזוג ורכישה",⁴³ ומאמרה של ד"ר לימור ריזה "מיזוג חברות: כרחוק שוויון מניטרליות".⁴⁴

מאמרו של חמדני ודגן עוסק בדרך הראויה למיסוי דיבידנד המחולק על-ידי חברה לא מתוך "רווחים". העמדה המקובלת הן בישראל והן מחוץ לה היא אחידה: דיבידנד חייב להיות "מחולק" מתוך רווחים של החברה. לפי רשויות המס בישראל, את רווחי החברה יש למדוד בהתאם למבחנים שנקבעו לצורך חלוקת דיבידנד בחוק החברות. המאמר מזהה את ההצדקות האפשריות לעמדה המקובלת, מנתח אותן ומראה כי עמדה זו אינה עולה בקנה אחד עם עקרונות המיסוי הדו-שלבי של חברות. במאמרם עולה הטענה, בכפוף לכמה חריגים נקודתיים, כי כל תשלום מטעם החברה לבעלי מניותיה בכשירותם ככאלה – לרבות תשלום שאינו מתוך רווחים – יש לסווג כדיבידנד, ולדחות את בחינת התעשרותו (או הפסדיו) של הנישום למועד מכירת הזכויות בחברה. בכל מקרה, אין הצדקה להסתמך דווקא על המבחנים הקבועים בחוק החברות לבחינת רווחיות החברה לצורך טיפול המס בחלוקה לבעלי מניותיה. מאמרו של שנהב ועמפלי בא לפרוש תמונה כוללת של היבטי המס הקיימים במתווים השונים לרכישת חברה, תוך התמקדות בשלושת המתווים השכיחים לרכישת חברות: רכישה של מניות החברה, רכישת פעילות של החברה (נכסים והתחייבויות) ורכישה על-דרך מיזוג. במסגרת המאמר נבחן המתווה הרצוי לרכישת חברה מהיבטי מיסוי ברמת בעלי המניות וברמת החברה. שנהב ועמפלי מנתחים במאמרו את הפן התאגידי העומד בבסיסו של כל מתווה, וסוקרים את יתרונותיו ברמה התאגידית-המסחרית. בהמשך הם סוקרים את הוראות המס העיקריות הרלוונטיות לכל מתווה, ומציגים את עמדת הפסיקה ואת עמדת רשות המיסים בישראל, תוך הבעת דעתם לגבי עמדות אלה.

מאמרה של ריזה מציג שתי שאלות השזורות זו בזו. השאלה הראשונה – מהו עקרון המס

42 יוסף מ' אדרעי "מס הכנסה ומס רווח הון על מכירת עסק חי וארגון מחדש של עסק – בחינה מחודשת" משפט ועסקים ח 177. אסף חמדני וצילי דגן "מיסוי דיבידנדים והפחתת הון" משפט ועסקים ח 215.

43 איל שנהב ומאורי עמפלי "היבטי מיסוי בעסקות מיזוג ורכישה" משפט ועסקים ח 247.

44 לימור ריזה "מיזוג חברות: כרחוק שוויון מניטרליות" משפט ועסקים ח 307.

שהוראת המיזוג שבפקודת מס הכנסה מקדמת? המאמר מצביע על כך שאף-על-פי שהמטרה המוצהרת הייתה לקדם את הניטרליות, יד השוויון היא שעל העליונה. הדיון בשאלה זו מניח את התשתית העיונית לדיון בשאלה השנייה – כיצד עלינו להבין את הניטרליות בפעולת המיזוג? בבסיס הדיון בשאלה השנייה נבחנת האנלוגיה שבין נישואים מסחריים (קרי, מיזוג עסקי) לבין נישואים פרטיים. אנלוגיה זו מסייעת באבחון הניטרליות. הניטרליות מקוטלגת במאמר על-פי מטרותיהם של דיני המס ועל-פי נקודת השקפה לערכי השוויון. הואיל ושוויון (על-פי התפיסות הרווחות) וניטרליות (במובנה המסורתי) אינם עולים בקנה אחד, קטלוג הניטרליות עשוי לסייע במציאת האיזונים שבין העקרונות הסותרים.

2. תמצית דברי המשתתפים במושב

הדובר הראשון היה ד"ר איל שנהב ממשרד דנציגר, קלגסבלד ושות'. בהרצאתו סקר שנהב מבנים אפשריים לביצוע עסקות מיזוג ורכישה: עסקת רכישת נכסים, עסקת רכישת מניות ועסקת מיזוג. במסגרת כל אחת מחלופות אלה בחן שנהב את היבטי המס הנובעים והנגזרים מהן. בפתח דבריו ציין שנהב כי בכל אחד מן המבנים התמורה יכולה להיות במזומן ו/או במניות של החברה הרוכשת ו/או בכל תמורה אחרת.

מתווה ראשון: עסקת רכישת נכסים. תיאור העסקה: חברה א (החברה הרוכשת) רוכשת את נכסיה של חברה ב (חברת-המטרה) תמורת מזומנים (או כל נכס אחר). חברת-המטרה מחלקת את התמורה לבעלי המניות (כדיבידנד או אגב פירוק). מבחינת תוצאת המס של עסקה זו יש כמה שחקנים – חברת-המטרה, בעלי מניותיה והחברה הרוכשת. ברמת חברת-המטרה יש אירוע מס בעת מכירת הנכסים לחברה הרוכשת. השאלה שעולה היא אם הכנסה זו של החברה היא פירותית – שאז היא חייבת במס חברות, אשר עומד כיום על 29% אבל נמצא במגמת ירידה לכיוון 25% בשנת 2010 – או שמא ההכנסה הוגית, שאז היא חייבת במס רווח הון, ששיעורו 25%. ברמת בעלי המניות של חברת-המטרה יש אירוע מס נוסף כאשר תמורת המכירה מחולקת כדיבידנד או כדיבידנד פירוק. המס המוטל על בעל שליטה הוא 25%, ואילו המס המוטל על בעל מניות מיעוט הוא 20%. לדוגמה, בהנחה ששיעור מס החברות הוא 25%, בעל שליטה של החברה המוכרת ימוסה בשיעור של $25\% + (25\% * 75\%) = 43.75\%$. ברמת החברה הרוכשת אין אירוע מס בעת הרכישה. שנהב ציין כי לחברה הרוכשת יש יתרון מס גדול בעסקת נכסים, שכן היא רוכשת נכסים בני-פחת הנחשבים כהוצאה מוכרת. מעבר לכך, החברה הרוכשת נחשפת במידה מועטה בלבד, אם בכלל, לחביונות של החברה המוכרת שהתגבשו לפני העסקה, אלא אם כן היא נטלה אותן על עצמה במפורש. נוסף על כך, הפסדיה של חברת-המטרה אינם מועברים לחברה הרוכשת. ייתכן שהפסדים אלה ניתנים לקיזוז כנגד רווחיה של חברת-המטרה בעת המכירה (ככל שהללו קיימים). לסיכום המתווה טען שנהב כי עסקת נכסים הינה אטרקטיבית במיוחד לחברה הרוכשת, אולם יוצרת עלות מס גבוהה לבעלי המניות של החברה המוכרת.

מתווה שני: עסקת רכישת מניות. תיאור העסקה: חברה א (החברה הרוכשת) רוכשת את מניותיה של חברה ב (חברת-המטרה) ישירות מידי בעלי מניותיה, כך שחברת-המטרה נהפכת בסיכומו של דבר לחברה המוחזקת על-ידי החברה הרוכשת. מבחינת תוצאת המס של

עסקה זו יש כמה שחקנים – חברת-המטרה, בעלי מניותיה והחברה הרוכשת. ברמת חברת-המטרה אין כל אירוע מס, שכן המכירה היא של המניות ואין שינוי באישיות המשפטית. ברמת בעלי המניות של חברת-המטרה יש אירוע מס הוני עקב מכירת החזקותיהם. חישוב שיעור המס יהיה שקלול ליניארי של תקופת ההחזקה עד ל-31 בדצמבר 2002 (מס שולי 48%) ותקופת ההחזקה מינואר 2003 – לאחר הרפורמה (מס רווחי הון 20% או 25%). שנהב ציין כי באופן אבסורדי, ככל שיחכה פלוני במכירה כן ירד שיעור המס שלו. עוד ציין שנהב את הלכת פוליטי,⁴⁵ שעל-פיה החישוב הליניארי הינו חזקה הניתנת לסתירה על-ידי הנישום. קרי, אם הנישום יכול להוכיח כי עליית הערך הייתה אחרי שנת 2003, לא ייעשה חישוב ליניארי, אלא חישוב אמיתי של שמאי. מכל מקום, ציין שנהב, ככל שיחלפו השנים, תוביל עסקת מניות לתוצאות מס של 20%-25%. כך, למשל, אם חברות הזנק (סטרט-אפ), שרובן הוקמו לאחר שנת 2003, יימכרו באזור שנת 2010, אזי יזמיהן ישלמו בין 20% ל-25%. לסיכום המתווה טען שנהב כי עסקת מניות הינה אטרקטיבית במיוחד למוכרים בהשוואה לעסקת מכירת נכסים, אולם לקונים עדיף לקנות נכסים שכן אין פחת על מניות. עינינו הרואות את הניגוד הקיים בין הקונה למוכר. הקונה מעדיף לקנות נכסים, בעוד המוכר מעדיף למכור מניות. ברמת החברה הרוכשת אין אירוע מס.

שנהב ציין היבטים אחדים הנגזרים מעסקת מניות:

1. פטורים אפשריים ממס לתושבי חוץ – בשנים האחרונות קיימת מגמה של הרחבת הפטורים של תושבי חוץ בכל הקשור לעסקת מניות. שנהב ציין כי כמעט כל תושב חוץ שמתכנן את מעשיו בצורה הגיונית יכול לא לשלם מס רווחי הון בישראל, וזאת מכוח הדין הישראלי הפנימי, בין שהגיע ממדינה שיש לה אמנה למניעת כפל מס עם ישראל ובין שהגיע ממדינה שאין לה אמנה כזאת עם ישראל.
2. מבחינת החברה הרוכשת, מכיוון שהנכס הנרכש הוא מניות של חברת-המטרה, אין יכולת להפחית את עלותן של מניות אלה, בניגוד לעסקת נכסים.
3. לצורך הפחתת ההיחשפות האפשרית של החברה הרוכשת לחובותיה של חברת-המטרה, קיימים מצגים וחובת שיפוי.
4. אם תמורת העסקה היא במניות, אזי אפשר לקבל דחיית מס לפי סעיף 104ח לפקודת מס הכנסה, אם החברה הרוכשת הינה חברה ציבורית, או לפי סעיף 103כ לפקודה (מיוזג על-דרך החלפת מניות) בכפוף לתנאים בסעיף 103ג לפקודה.⁴⁶
5. הפסדיה של חברת-המטרה עובר לרכישה – אחד מנכסי המס הגדולים שיש לחברה הם הפסדים, שכן בעתיד, כאשר החברה תרוויח, היא תוכל לקזז את ההפסדים מהרווחים. בעסקת רכישת נכסים אי-אפשר לקזז הפסדים של חברת-המטרה היות שהחברה הרוכשת רכשה רק נכסים, ולא אישיות משפטית. לעומת זאת, בעסקת רכישת מניות

45 ו"ע (חיפה) 5002/05 פוליטי נ' מנהל מיסוי מקרקעין (לא פורסם, 14.9.2006). יש לציין כי פסק-דין זה עסק בחוק מס שבת, אך ניתן להקיש ממנו לפקודת המס. (הערת המערכת – בפסק-דין ע"א 8569/06 מנהל מיסוי מקרקעין חיפה נ' פוליטי (טרם פורסם, 28.5.2008) נהפכה הלכת פוליטי על-ידי בית-המשפט העליון.)

46 פקודת מס הכנסה [נוסח חדש], התשכ"א-1961, ס"ח 120.

החברה הרוכשת רוכשת את חברת-המטרה על כל נכסיה והתחייבויותיה, לרבות הפסדיה.

שנהב ציין כי חברות רבות רכשו חברות-מטרה אך ורק בשל הסיבה שלאחרונות היו הפסדים. פסק-דין מוכר שעסק בנושא זה הוא פסק-דין רובינשטיין.⁴⁷ במקרה זה קנתה חברת נדל"ן את מניותיה של חברה שעסקה בגידול דגים. בעת הרכישה הייתה חברת-המטרה נטולת נכסים ופעילות עסקית. החברה הרוכשת שינתה את שמה של חברת-המטרה לשמה שלה, והפכה אותה לחברת נדל"ן. לאחר-מכן ביקשה החברה הרוכשת לקזז את הפסדיה של חברת-המטרה. במקרה זה נאבק בית-המשפט העליון בשאלה אם העסקה אמיתית או שמא מלאכותית. כיום יש חובה לדווח על תכנוני מס אגרסיביים כחלק מתיקון 147 לפקודה. כך, למשל, אם חברה רוכשת חברה עם הפסדים, היא חייבת לדווח על העסקה לרשויות המס ולהבליט זאת בדוחות השנתיים.

מתווה שלישי: עסקה על-דרך מיזוג. תיאור העסקה: חברה א (החברה הרוכשת) מתמזגת עם חברה ב (חברת-המטרה). במסגרת זו בעלי המניות של חברת-המטרה מקבלים מזומנים או מניות בחברה הרוכשת, והאישיות המשפטית של חברת-המטרה נעלמת. אפשרות נוספת היא הקמה של חברה-בת חדשה של החברה הרוכשת, ומיזוג של חברת-המטרה אל תוך החברה-הבת תמורת מזומנים או מניות של החברה-הבת או של החברה הרוכשת ("מיזוג משולש"). מבחינת תוצאת המס של עסקה זו יש כמה שחקנים – חברת-המטרה, בעלי מניותיה והחברה הרוכשת. ברמת חברת-המטרה יש אירוע מס בגין מכירת נכסים והעברת התחייבויות לחברה הרוכשת. ברמת בעלי המניות של חברת-המטרה יש אירוע מס בגין מכירת מניותיה של חברת-המטרה תמורת מזומנים ו/או מניות של החברה הרוכשת. ברמת החברה הרוכשת אין אירוע מס. שנהב ציין שני היבטים הנגזרים מעסקה על-דרך מיזוג: האחד הוא שאם מדובר במיזוג שאינו במזומן, ניתן לקבל דחיית מס לפי סעיף 103 לפקודת מס הכנסה; והאחר הוא שהחברה הרוכשת יכולה לקזז את הפסדיה של חברת-המטרה עובר למיזוג, בהתאם לתנאים של סעיף 103ח (עד 20% בכל אחת מחמש השנים הראשונות, ולאחר-מכן ללא הגבלה).

את הרצאתו סיים שנהב בסוגיה מיוחדת הקשורה לעסקות בין-לאומיות. כיום יש מספר רב של עסקות שבהן הרוכש הינו תאגיד תושב חוץ והמוכר הינו תאגיד ישראלי. השאלה המשפטית שעולה היא אם מוטלת על תושב חוץ חובת ניכוי מס במקור הנובעת מסעיף 164 לפקודה, ובמיוחד אם חלה על הרוכש חזר חובה לנכות מס במקור בגין התמורה המשתלמת למוכרים שהינם תושבי חוץ.

הדוברת השנייה הייתה ד"ר לימור ריזה מאוניברסיטת חיפה. הרצאתה של ריזה עסקה בשתי שאלות שנוגעות בעקרונות המס שבבסיס הוראת המיזוג המנויה בסעיף 103 לפקודת מס הכנסה, ואשר קשורות בטבורן זו לזו. השאלה הראשונה: מהם עקרונות המס שהוראת המיזוג שבפקודת מס הכנסה מקדמת? האם היא ממזגת בין עקרון השוויון לבין הניטרליות? בהרצאתה הראתה ריזה כי יד השוויון על העליונה. והשאלה (הנגזרת) השנייה: האם ראוי לקטלג את עקרון הניטרליות בפעולות מתמשכות דוגמת מיזוג?

47 ע"א 3415/97 פקיד שומה למפעלים גדולים נ' יואב רובינשטיין ושות' חברה לבנין פיתוח ומימון בע"מ, פ"ד (5) 915 (2003).

עיון בסעיף 103 לפקודה מראה כי העיקרון המקודש בה אינו הניטרליות, כי אם הצדק (השוויון). עקרון הניטרליות משמעותו שהמס אינו אמור להיות שיקול בקבלת החלטה של נישומים. כך, למשל, אם נישומים אמורים לבחור מבין כמה אפיקי השקעה, הם אמורים להחליט על האפיק במנותק משיקולי המס. לעניין עקרון השוויון קיימת מחלוקת לגבי שאלת תוכנו. הגישה המקובלת היא שהשוויון ייבדק לפי יכולת התשלום – ככל שיכולתם הכלכלית של הנישומים גבוהה יותר כן הם ישלמו יותר מס.

ההחלטה של גוף עסקי אם להתמזג עם גוף אחר אם לאו היא בדרך-כלל שאלה כלכלית, אולם בדומה להחלטות רציונליות אחרות, גם החלטה זו נסמכת על שיקולים נוספים, ביניהם שיקולי הדין. לכן גופים המעוניינים להתמזג צריכים להביא בחשבון שלושה דינים מרכזיים הרלוונטיים למיזוג: דיני החברות, דיני ההגבלים העסקיים ודיני המס (המס בכלל ומס ההכנסה בפרט). המעיין בדינים אלה מגלה מייד כי אפילו הגדרת "מיזוג" בדיני החברות אינה מקבילה להגדרת "מיזוג" שבפקודת מס הכנסה. בדיקה מדוקדקת מעט יותר מעלה כי בלא פרה-רוללינג גם אין חפיפה בין מועדי המיזוג – המועד של מיזוג החברות על-פי חוק החברות אינו זהה למועד על-פי פקודת מס הכנסה. השוני רלוונטי בעיקר במקרים שבהם המיזוג לצורכי מס אינו מוכר על-ידי רשויות המס. במצב-דברים זה ייתכן שחברה אשר החלה ואף סיימה את הליכי המיזוג במישור התאגידי (למשל, על-ידי מחיקת חברה ויצירת חברה חדשה) לא תוכר כחברה אחת ממוזגת במישור המיסוי. אין ספק שמדובר באנומליה, והשאלה שמתעוררת מייד היא מהן השלכות אנומליה זו. ההשלכה המיידית היא שכדי ליהנות מהמיזוג, ינסו הצדדים למיזוג להימנע ככל האפשר מקביעה שונה בדין התאגידי ובדין המיסוי. מכאן שלא בנקל ניתן לדבר על מיזוג "ניטרלי" במובן המסורתי והמקובל של המילה, שכן שיקולי המס עלולים להוות שיקול – אולי אף מרכזי – בהחלטה העסקית אם להתמזג או לאו.

סעיף 103 לפקודת מס הכנסה מאפשר לצדדים למיזוג ליהנות מדחיית מס. דחיית המס אינה מיידית ומוחלטת, והיא מותנית בקיום שורת התנאים לשינוי מבנה המנויה בסעיף. אם מולאו כל התנאים, המס נדחה מרגע המיזוג עד למועד מימושם של הנכסים והמניות. קרי, יש איזושהי הטבת מס בדמות דחיית מס. המטרה המרכזית של דחיית המס במקרה של שינוי מבנה היא למנוע פגיעה בפעילות הכלכלה, על-ידי שמירה שדיני המס יהיו ניטרליים. בהמשך הציגה ריזה נתונים על פרה-רוללינג (החלטה מקדמית) בבקשות למיזוגים מינואר עד יוני בשנת 2006. הממצאים העלו כי יחסית לסוגיות אחרות, שיעור הפניות בשאלות של שינוי מבנה, לרבות מיזוגים, היה המשמעותי ביותר. נתון זה מעיד אולי על חששם של הנישומים כי המיזוג לא יוכר לצורכי מס, ואולי גם על החשיבות של סוגיית המיזוג באופן כללי.

כאמור, סעיף 103 לפקודת מס הכנסה מאפשר לצדדים למיזוג ליהנות מדחיית מס בכפוף לשורה של תנאים. ריזה פירטה את תנאי הסעיף:

ראשית, מטרת המיזוג – התנאי הראשון הוא שהחברות המבקשות להתמזג עושות כן לתכלית עסקית וכלכלית, והימנעות ממס (או היתרון המיסוי) אינה לב המיזוג. שנית, המשכיות הנכסים – תנאי נוסף הוא שרוב הנכסים שהועברו מהחברות המבקשות להתמזג אל החברה הקולטת לא נמכרו במהלך תקופה של כשנתיים ימים לפני המיזוג, וכי בתקופה זו

נעשה בהם שימוש רגיל ומקובל במהלך העסקים של החברה. שלישית, המשכיות הפעילות הכלכלית – החברה הקולטת נדרשת להמשיך את הפעילות הכלכלית העיקרית של כל אחת מהחברות המתמזגות ערב המיזוג. רביעית, המשכיות שמירת אינטרסים על-ידי הקצאת מניות בלבד – החברה הקולטת תקצה מניות שוות-זכויות בחברה המעבירה לכל בעלי המניות בהתאם לחלקם היחסי בחברה החדשה-המעבירה, מבלי ליתן להם תמורה נוספת כלשהי במהלך המיזוג. חמישית, הקצאת מניות בהתאם לשווי השוק של החברות – כלל בעלי המניות בכל חברה מתמזגת יקבלו זכויות בחברה הקולטת בהתאם ליחס שבין שווי השוק במועד המיזוג של החברה המתמזגת לבין שווי השוק במועד המיזוג של כלל החברות המשתתפות במיזוג. שישית, יחסי הגודל – שווי השוק של כל חברה מתמזגת צריך להיות 10% לפחות משווי השוק של הזכויות בחברה הקולטת. במילים אחרות, תנאי זה מגביל את מספר החברות שיכולות להשתתף במיזוג (עשר חברות). נוסף על כך נדרש כי יחס שווי השוק בין כל שתי חברות מתמזגות לא יעלה על אחת לארבע. שביעית, תושבות ישראלית של החברה הקולטת – החברה הקולטת צריכה להיות חברה ישראלית שהתאגדה על-פי חוק החברות הישראלי או חברה שהיא תושבת חוץ אשר עומדת בתנאים מסוימים. שמינית, תקופת ההחזקה בזכויות בחברה הקולטת – כל אחד מבעלי הזכויות בחברות המשתתפות במיזוג צריך להחזיק בתקופה הנדרשת (קרי, במשך יותר משנתיים) בכל הזכויות שהיו לו בחברה הקולטת סמוך לאחר המיזוג. תשיעית, סייגים – קיימת הכרה בכמה חריגים, כגון מכירה שאינה מרצון.

בתום ההצגה של תנאי הסעיף ציינה ריזה כי חלק ניכר מהם מדברים על דוקטרינת המשכיות (התנאים השני עד החמישי וכן התנאי השמיני). דוקטרינת המשכיות פותחה בארצות-הברית ואומצה במספר רב של מדינות. הדוקטרינה נועדה לשמור על הצביון של שינוי המבנה. מטרת המשכיות כפולה: ברמת החברה המטרה היא שהחברה המתמזגת תמשיך למעשה לפעול בחברה החדשה; וברמת היחיד (רמת בעל המניות) המטרה היא ששינוי המבנה לא יהיה בעצם מסווה של מכירה. השאלה העולה היא אם דוקטרינת המשכיות משקפת את עקרון הניטרליות או שמא את עקרון הצדק (השוויון). התנאים הראשון, השישי והשביעי קשורים במישרין למניעת תכנוני מס: התנאי הראשון מורה זאת בלשונו; התנאי השישי מונע, למשל, רכישות של חברות בהפסדים; והתנאי השביעי מונע מיזוג לתוך חברה זרה, שתהיה נטולת מס ישראלי. מיסוי תכנוני מס נועד לקדם את השוויון, שכן המחוקק מנסה למסות את תכנון המס על-פי המבנה האמיתי שלו, כך שעסקת תכנון מס ועסקה זרה במהותה בלא תכנון מס ימוסו באופן שווה. מכאן שהתנאים הראשון, השישי והשביעי נועדו לקדם את עקרון השוויון. יתר התנאים קשורים בטבורם לדוקטרינת המשכיות. דוקטרינה זו נועדה אף היא למנוע תכנוני מס שבהם מבנה ההון משתנה בעסקה נטולת מס. מכאן שגם תנאים אלה מתיישים למעשה עם עקרון השוויון. בניגוד לתכלית המוצהרת של סעיף 103 לפקודת מס הכנסה – שימור של עקרון הניטרליות והגנה עליו – כל הסעיפים הקטנים של הוראת המיזוג משמרים דווקא את עקרון השוויון ומגינים עליו. אין תמה, אם כן, שמרוב תנאים המצדדים בשוויון, עקרון הניטרליות אינו יכול לבוא לידי מימוש באופן מלא. במילים אחרות, ברגע שנישומים צריכים לעמוד בשורה ארוכה כל-כך של דרישות, אי-אפשר לבוא ולומר שהמס ניטרלי. המס נהפך בוודאות לשיקול בבחירה

שלהם. אם כן, אף שהמטרה המוצהרת בחוק היא ניטרליות – קרי, הרצון לאפשר לצדדים לפעול כראות עיניהם – התוצאה בפועל היא הכוונת התנהגות. נישומים שרוצים ליהנות מדחיית המס במיזוג (וגם בשינויי מבנה אחרים) צריכים לבצע תכנוני מס.

הדיון בדחיית הניטרליות הצידה מוביל לדיון בשאלה השנייה – האם יש לזנוח את עקרון הניטרליות או שמא מומלץ למתנו ולאבחנו? אולם לפני כן ביקשה ריזה לסטות מהנושא ובחנה את ההקבלה שבין מיזוג לבין נישואים.

לדברי ריזה, בספרות יש נטייה להקביל את המיזוג לנישואים ולכנות את המיזוג "נישואים מסחריים". אף שהמיזוג המסחרי והנישואים הם לכאורה שני מוסדות שונים הנוגעים במעגלים שונים בחיי הפרט, ניתן להצביע על קו דמיון מרכזי. הן בנישואים מסחריים והן בנישואים בין בני-זוג מדובר במיזוג של שתי יחידות לכלל יחידה אחת – בנישואים המסחריים שתי חברות מתאחדות לחברה אחת, ובנישואים רגילים שני אנשים מתאחדים לתא משפחתי אחד.

ניתן להצביע על שתי נקודות דמיון עיקריות בין מיזוג ונישואים: ראשית, בשני ההליכים מדובר בתהליך דינמי של שינוי שבו נעשית, למשל, החלפה של נכסים והתחייבויות (תהליך זה מתרחש גם בנישואים רגילים, אף אם לא באופן רשמי); שנית, בשניהם יש שינוי סטטוס – בתום המיזוג אין מדובר עוד בשתי חברות נפרדות, אלא בחברה אחת (ייתכן שמדובר בחברה חדשה ובמחיקת החברות הישנות, או בחברה קיימת ובמחיקת אחת החברות בלבד), וכך גם בנישואים רגילים: אין מדובר עוד בשני יחידים, אלא לצורך המס מדובר בתא משפחתי, שיש לו זכויות וחובות שונות מאלה של היחיד.

ההקבלה בין מיזוג לנישואים מעוררת את השאלות שהוצגו בתחילת ההרצאה לגבי הניטרליות. הניטרליות צריכה להיבדק בשלבים השונים של המיזוג. אם המיזוג הוא הליך המסתיים בשינוי סטטוס, אזי ניתן לפרקו לשני שלבים – ההליך והתוצאה – ולבחון כיצד הניטרליות באה לידי ביטוי מתחילת ההליך ועד סופו. ריזה הציגה טבלה שמייצגת את השפעות המס על המיזוג המסחרי ועל הנישואים הרגילים בשני השלבים (הליך המיזוג ושינוי הסטטוס שלאחריו):

השפעות המס בשלבי המיזוג השונים		
תוצאת המיזוג	הליך המיזוג	
+	-	נישואים רגילים
-	+	נישואים מסחריים

ריזה בחנה את השפעות המס – או במילים אחרות את הניטרליות במקרה זה – בכל אחד משלבי המיזוג, הן במיזוג של יחידים (נישואים רגילים) והן במיזוג של חברות (נישואים מסחריים). קל לראות בטבלה את השוני בין השניים. כאשר מדובר בנישואים רגילים, דיני המס אינם משפיעים על ההליך עצמו, קרי, אינם מניעים אנשים לשנות את התנהגותם. קביעה זו אינה קביעה נורמטיבית, כי אם אמפירית. אולם דיני המס משפיעים על התוצאה

- דיני המס מכבידים על הזוג הנשוי בכל הקשור למס הכנסה, לביטוח לאומי, לדיני מקרקעין ועוד. לעומת נישואים רגילים, בנישואים מסחריים הצדדים מושפעים משיקולי מס בהליך המיזוג, הואיל ועקרון השוויון גובר במיזוג על עקרון הניטרליות, ומשום שהפערים בין שינוי מבנה במסגרת סעיף 103 לפקודת מס הכנסה לבין שינוי מבנה שאינו נופל לגדרו הם ניכרים. עם זאת, תוצאת המיזוג היא דחיית מס, כלומר, דיני המס אינם משפיעים לרעה על החברות המתמזגות.

היוצא מהאמור לעיל הוא שהשפעת המס במיזוג אינה אחידה, והיא מותנית בשלבי המיזוג הן במיזוג המסחרי והן בנישואים הרגילים. מכאן שלא יהא זה מדויק להתייחס לניטרליות במיזוגים כאל יחידה אחת, אלא יש לפרקה לשני גורמים לפחות: ניטרליות מלכתחילה (ex ante) וניטרליות בדיעבד (ex post), כאשר הדגש הוא בהשפעת המס על אופי המיזוג (ולא על עצם ההחלטה לבצעו). במקרה זה מיזוג בדרך של נישואים הוא ניטרלי מלכתחילה, ואילו מיזוג מסחרי הוא ניטרלי בדיעבד. אולם ניטרליות במובן המסורתי תושג רק אם המיזוג יהיה ניטרלי הן מלכתחילה והן בדיעבד (ניטרליות מוחלטת) - למשל, אם כל הליך המיזוג, המונע משיקולים כלכליים, יוכר לצורכי מס. לא למותר לציין שאין אלה פני הפקודה דהיום.

הבחנה נוספת שהציגה ריזה מבוססת על הכוח המניע שבבסיסו של המיזוג (להבדיל מההבחנה הקודמת, שהייתה מבוססת על ציר הזמן). במיזוג על-דרך נישואים, בני-הזוג מוכנים להתעלם משיקולי מס ומתחתנים. הם מייחסים משקל רב יותר לשיקולים חברתיים, תרבותיים וכיוצא בהם מאשר לשיקולי המס. מקרה זה כונה על-ידי ריזה "ניטרליות כפויה". קרי, הניטרליות אומנם הושגה, אולם רק מפני שדיני המס, שיש בכוחם להכביד את נטל המס, הצליחו "לכפות" את עצמם על בני-הזוג. במיזוג מסחרי, לעומת זאת, הנישומים מלטשים מעט את עסקת המיזוג המתוכננת כדי להתאימה לדרישות הסעיף וליהנות מהקלת המס. כל עוד אין מדובר בהיפוך התכנון העסקי, אלא בהתאמות יחידות, ניתן לומר שלכאורה הושגה ניטרליות (לפחות במובן של יעילות כלכלית). מקרה זה כונה על-ידי ריזה "ניטרליות מותאמת", קרי, ניטרליות תחת אילוצים - בהקשרנו, קידום עקרונות מס אחרים (צדק/שוויון).

השאלה שהעלתה ריזה היא אם ראוי שנכיר בסוגים שונים של ניטרליות, כפי שתוארו והוגדרו לעיל. שאלה זו קשורה, ראשית, לתפיסתנו ביחס למטרות המס, ושנית, לתפיסתנו ביחס למטרות שאנו רוצים לקדם בדין. התפיסה הראשונה עוסקת במטרות המס - האם המס נועד להגדיל את אוצר המדינה, לחלק מחדש משאבים או לכוון התנהגות? התפיסה השנייה מתמקדת במטרות הכלכליות ו/או החברתיות שאנו רוצים לקדם - האם המטרה המרכזית היא יעילות או צדק חברתי?

אם אנו חושבים שדיני המס אמורים לכוון התנהגות, כפי-אז הניטרליות היחסית המופיעה בהליך המיזוג, כמו-גם עקרון "הניטרליות המותאמת", עולים בקנה אחד עם תפיסתנו. לעומת זאת, אם איננו חושבים שדיני המס צריכים לכוון התנהגות, כפי-אז עלינו לאמץ את עקרון הניטרליות המסורתי (המוחלט) ואולי גם את "הניטרליות הכפויה" (שאינה מצליחה לכוון התנהגות).

לסיכום הרצאתה טענה ריזה כי סעיף 103 לפקודת מס הכנסה, על-אף מטרתו

המוצהרת, אינו מגשים את עקרון הניטרליות, כי אם את עקרון הצדק (השוויון). יש לדעתה מקום להבחין בין הדברים, ולדבר על סוגים שונים של ניטרליות המקדמים מטרות שונות.

פרק ה: מושב חמישי – הגבלים עסקיים

משתתפי המושב: יושב-ראש – פרופ' מיכל שיצר-גל, פרופ' אבי וייס, פרופ' דיויד גילה, עו"ד בועז גולן

1. פתח-דבר

עניינו של המושב החמישי היה הגבלים עסקיים. במושב נבחנו כמה היבטים של נושא זה: שיקולי יעילות באישור מיזוגים; הגדרת שווקים במיזוגים ורכישות; הטיפול במיזוגים בחוק ההגבלים העסקיים; והגנת היעילות במיזוגים.

בכרך זה של כתב-העת מופיע מאמרו של פרופ' דיויד גילה "מיזוגים על-פי חוק ההגבלים העסקיים – ניתוח בקורתי"⁴⁸, שנכתב בעקבות מושב זה. מאמרו של גילה מציג כי מיזוג יוגדר אך ורק על-פי מבחן יכולתה של חברה אחת לכוון את פעילותה העסקית של חברה אחרת, שהוא שורש ההבדל בין מיזוג לבין הסדר ושורש ההצדקה לטיפול משפטי שונה בשני סוגי העסקות הללו. לעניין חובת ההודעה על מיזוג, המאמר מציג לבסס אותה אך ורק על מחזור המכירות של החברות המתמזגות, ולא על מבחנים חלופיים הנוגעים במחזור מכירות ונתחי שוק. לחלופין, ניתן לשקול אך ורק מבחנים המבוססים על נתחי שוק, ללא תלות במחזור המכירות. לעניין החלטת הממונה אם לאשר את המיזוג, להתנגד לו או להתנותו בתנאים, המאמר מציג כי החוק יבהיר במפורש כי שיקולים לבר-תחרותיים יכולים להצדיק אישור מיזוג, אך אינם יכולים להוות שיקול להתנגדות למיזוג. עוד מוצע להבהיר כי הסמכות של הממונה להתנות מיזוג בתנאים מוגבלת לתנאים הדרושים על-מנת להפחית את מידת הפגיעה המסתברת של המיזוג המוצע בתחרות.

2. תמצית דברי המשתתפים במושב

הדוברת הראשונה הייתה פרופ' מיכל שיצר-גל מאוניברסיטת חיפה. שיצר-גל דנה בהרצאתה בשיקולי יעילות באישור מיזוגים. השאלה שעמדה במרכז הרצאתה הייתה אם דיני המיזוג הקיימים מקדמים את הרווחה החברתית (טובת הציבור). בהרצאתה סקרה

48 דיויד גילה "מיזוגים על-פי חוק ההגבלים העסקיים – ניתוח בקורתי" משפט ועסקים ח 333.

שיצר-גל את הדין הקיים בשאלת קיומה של הגנת היעילות במיזוגים, את נוסחת האיזון המוחלט כיום על הממונה ואת זו שראוי להחיל.

את הרצאתה פתחה שיצר-גל בדוגמה היפותטית – שתי חברות ביוטכנולוגיה מייצרות דשן אורגני לחקלאות. כל אחת מהשתיים משתמשת בטכנולוגיה שונה לייצור הדשן, ולכל אחת מהשתיים נתח שוק של 50%. שתי החברות מבקשות להתמזג כדי לשלב קניין רוחני ליצירת דשן מסוג חדש שיעניק להן יתרון תחרותי ניכר לעומת מתחוריהן הזרות. אולם בה-בעת יפגע המיזוג בתחרות בשוק הישראלי: נתח השוק של החברה הממוזגת לאחר המיזוג צפוי לעמוד על 100%. בעקבות המיזוג מחירו של שק דשנים בישראל צפוי לעלות ב-5%, אולם יעילותו לחקלאי בהדברת מזיקים תשתפר ב-30%.

הדוגמה האמורה מחדדת את השאלה בדבר מיקומם של שיקולי יעילות בבחינת מיזוגים. האם מיזוג אשר מגביר במידה ניכרת את היעילות אולם פוגע בתחרות יאושר לפי הוראות חוק ההגבלים העסקיים⁴⁹ או שמא הוא ייאסר וביצועו יהיה בלתי-חוקי? במילים אחרות, האם תחרות ויעילות הן לעולם תכליות מתנגשות או שמא לעיתים הן ילכו יד ביד? התשובה, לדברי שיצר-גל, תיגזר בראש ובראשונה מתכליתו של חוק ההגבלים העסקיים. החוק נועד לקדם את הרווחה החברתית, והכלי העיקרי לכך הוא קידום התחרות. תחרות מחייבת את המתחרים להציע מוצרים זולים או טובים יותר. לשם כך ישקיעו יצרנים בהתייעלות או בפיתוח ובהדשנות של מוצרים או של תהליכי ייצור. התחרות עצמה תוביל במקרים רבים ליעילות. אשר על-כן, נקודת המוצא של ניתוח ההגבלים העסקיים היא כי יש לבחון היטב כל פעולה שעלולה לפגוע באופן מהותי בתחרות בשוק.

מיזוגים בין חברות עלולים לפגוע באופן מהותי בתחרות בשוק. כך, למשל:

1. מיזוג אופקי בין חברות מתחרות מפחית, מעצם הגדרתו, את מספר המתחרים בשוק, ולישות הממוזגת יש נתח שוק גדול יותר מאשר לכל אחת מהחברות המתמזגות עובר למיזוג. ההפחתה במספר החברות והגדלת הריכוזיות יוצרות חשש משני סוגים של פגיעה בתחרות: האחד, יצירה וחיזוק של כוח שוק יוניטרלי; והאחר, יצירת תנאים להתאמה אוליגופוליסטית (התנהגות שבה פירמות מתאימות למעשה את התנהגותן זו לזו – תופעה נפוצה בשווקים ריכוזיים, וזאת אף ללא הסדר ברור ומפורש).
2. מיזוג אנכי עלול לגרום לחסימת שווקים למתחרים, בין בשוק של תשומות לחברה המתמזגת ובין בשוק של מוצר מסוים.
3. חברה ממוזגת עשויה להיות גדולה מאוד, וקיים חשש שכוחה הכלכלי ייתרגם לכוח פוליטי, שיאפשר לה להשפיע על התנאים בשוק כך שיהיו לטובתה.

תחרות היא אמצעי בלבד בחוק ההגבלים העסקיים, והיא נסוגה מקום שהיא אינה מקדמת את הרווחה החברתית. על-כן, לדברי שיצר-גל, יש לבחון את השפעת המיזוג על רווחת הציבור גם בהיבטים אחרים. אכן, למיזוג, גם אם הוא יוצר כוח שוק, יכולים להיות יתרונות שונים ומגוונים. מיזוג עשוי לקדם את היעילות בשוק על כל סוגיה. למשל, מיזוג עשוי לקדם את היעילות הדינמית על-ידי יצירת תשתית רחבה, יעילה וטובה יותר לפעילות של מחקר ופיתוח; מיזוג של חברות עם טכנולוגיה משלימה עשוי ליצור חברות

49 חוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988, ס"ח 128.

עם מוצרים טובים יותר; מיזוג של חברות קטנות אשר כל אחת מהן פועלת בסדר-גודל לא-יעילים יכול לאפשר לחברה הממוזגת לנצל את יתרונות הגודל שלה. לפיכך מדיניות מיזוגים ראויה לא תמנע מיזוגים אשר מגדילים את הרווחה החברתית, אף שהם מגדילים כוח שוק. שיצר-גל הוסיפה ואמרה כי חשיבותה של מדיניות מיזוגים יעילה מקבלת משנה תוקף בכלכלה קטנה, דוגמת כלכלת ישראל, משום שחברות רבות בשוק הישראלי פועלות גם בשווקים זרים. אם נמנע את השגת היעילות בשוק הישראלי, לא יוכלו החברות להתגבר על המכשלות שלהן ויהיו יעילות פחות, דבר שיוביל לחוסר יכולת להתחרות עם חברות זרות בשווקים זרים.

אם כך, השאלה שעולה היא אם הדין הנוכחי מקדם את היעילות. המסגרת הנורמטיבית הקובעת את השיקולים שצריכים להנחות את הממונה באישור מיזוג קבועה בסעיף 21(א) לחוק ההגבלים העסקיים, שלפיו: "הממונה יתנגד למיזוג חברות או יתנה אותו בתנאים אם לדעתו קיים חשש סביר כי כתוצאה מן המיזוג כפי שהוצע תיפגע באופן משמעותי התחרות באותו ענף או ייפגע הציבור באחת מאלה: (1) רמת המחירים של נכס או של שירות; (2) איכות נמוכה של נכס או של שירות; (3) הכמות המסופקת של הנכס או היקף השירות, או סדירות האספקה ותנאיה."

השאלה שעולה היא מה היקף שיקול-הדעת של הממונה באישור מיזוג. האם הוא חייב להתנגד לכל מיזוג שמגדיל את כוח השוק של הצדדים לו או שמא הוא יכול להביא בחשבון גם שיקולים רחבים יותר, ובראשם שיקולי יעילות?

מחד גיסא, ניתן לטעון כי אין לממונה שיקול-דעת באישור מיזוג, משום שסעיף 21 נוקט לשון חד-משמעית – "הממונה יתנגד". ברוח זאת ניתן לטעון שגם לבית-הדין להגבלים עסקיים אין אפשרות לשקול שיקולים מאזנים: החוק אינו קובע לנו את גדר השיקולים שבית-הדין רשאי לשקול כאשר הוא בא לבחון מיזוג, וניתן לטעון שמכיוון שבית-הדין יושב כערכאת ערעור על הממונה, הוא צריך לבחון אם הממונה הפעיל את שיקול-דעתו באופן נכון, ולא יותר מכך. אם הממונה אינו רשאי לשקול שיקולי יעילות, אזי גם בית-הדין אינו רשאי לשקול שיקולי יעילות. פרשנות זו מתחזקת לנוכח העובדה שבפרק ב' לחוק, העוסק בהסדרת הסדרים כובלים, קיימת אפשרות לשקול שיקולי יעילות. לכן אפשר לטעון להסדר שלילי בפרק ג', העוסק במיזוגים.

מאידך גיסא, ניתן לטעון כי לממונה יש שיקול-דעת באישור מיזוג, וזאת על-אף לשון החוק. פרשנות זו מתבססת, ראשית, על תכלית החוק, שעל-פיה החוק לא בא לעודד תחרות כשלעצמה, אלא לעודד תחרות כמכשיר לקידום רווחה חברתית. על-כן, כאשר במקרה מסוים התחרות אינה מקדמת את הרווחה החברתית, יש לשקול שיקולים מאזנים, ובראשם את הגברת היעילות של החברות הפועלות בשוק. פרשנות זו מתיישבת גם עם ההיסטוריה החקיקתית של החוק. פרק המיזוגים הוא תוצר של ועדה בראשות עו"ד פרופ' יוסף גרוס שפעלה בשנות השמונים. הוועדה קידמה גישה מאזנת שעודדה הבאה בחשבון של שיקולי יעילות אל מול הפגיעה בתחרות והחשש מיצירת כוח שוק. גישה זו התבטאה אף בדיונים בכנסת. על-כן יש בהחלט מקום לגישה פרשנית הרואה את החוק כמאפשר איוזנים בין יעילות לבין תחרות.

הנושא טרם הוכרע סופית. הפרשנות האחרונה יושמה בפועל על-ידי בית-הדין להגבלים

עסקיים בעניין תנובה – פסק-הדין הראשון שנדרש לסוגיה. בית-הדין, בראשות השופט מרים נאור, קבע שבמסגרת בחינת הפגיעה בציבור, הממונה ובית-הדין רשאים להעמיד על כפות המאזניים את הפגיעה האפשרית בתחרות לעומת היתרונות הכלכליים של המיזוג. על החלטה זו הוגש ערעור לבית-משפט עליון, שהשאיר את העניין בצריך עיון.⁵⁰ פסק-הדין האחרון שניתן עד כה בנושא זה היה בעניין דור-אלון, שבו הכיר בית-המשפט עקרונית ברעיון שמיוזג יכול לקדם יעילות, אולם השאיר את סוגיית האיוון בין תחרות ליעילות בצריך עיון.⁵¹

לדעת שיצר-גל, הפרשנות המאזנת של בית-הדין בעניין תנובה היא פרשנות ראויה. היא מקדמת את תכלית החוק, בהעניקה משקל ראוי לשיקולי יעילות כשיקולים בלתי-נפרדים מתוצאות התחרות שהחוק בא לקדם. את הגישה האמורה אימץ גם הממונה בהחלטות שקיבל לאחר פסק-דינו של בית-הדין בעניין תנובה.

אולם גם אם אנו מאמצים את הפרשנות המניחה כי לממונה יש שיקול-דעת באישור המיזוג, בין באמצעות חקיקה ובין באמצעות ההלכה הפסוקה, אין זה סוף-פסוק עדיין. עלינו להתמודד עם שאלה נוספת וחשובה לא-פחות, והיא נוסחת האיוון בין פגיעה בתחרות לבין יעילות, כלומר, איזה משקל אנו נותנים לשיקולים המתחרים על הבכורה.

שיצר-גל ציינה כי יש כמה וכמה נוסחות איוון בין הפגיעה בתחרות לבין הגברת היעילות כתוצאה ממיוזג. למעשה, ניתן לאמץ כל נוסחת איוון המעניקה משקל יחסי כזה או אחר לשיקולים המתחרים על הבכורה. שיצר-גל פרשה שתי נוסחות:

1. נוסחה שאומצה בארצות-הברית ובקהילה האירופית, אשר מדגישה את רווחת הצרכן, המגולמת במחיר לצרכן. לפי גישה זו, נאשר מיזוג גם אם הוא פוגע בתחרות רק אם המחיר לצרכן לאחר המיזוג לא יעלה על המחיר עובר למיזוג.
2. נוסחה שמעניקה משקל מכריע לשיקולי רווחת מצרפית. נוסחה זו מביאה בחשבון גם את רווחת הצרכן וגם את רווחת היצרן. בעייתה של גישה זו, אשר רוב הכלכלנים ברחבי העולם תומכים בה, היא שהיא אינה מייחסת משקל לעובדה שעליית המחירים גורמת להעברת עושר מהצרכנים ליצרנים.

לדעת שיצר-גל, בישראל צריך להחיל גישה אשר אינה מעניקה משקל מוחלט למבחן רווחת הצרכן, אלא מביאה בחשבון גם את היעילות הדינמית וגם את החיסכון בעלויות שנגרם כתוצאה מהמיזוג.

לקראת סוף הרצאתה הציגה שיצר-גל את הגישה החלה בישראל. בשנת 2001 נפל

50 ע"א 2247/95 הממונה על ההגבלים העסקיים נ' תנובה מרכז שיתוף לשיווק תוצרת חקלאות בישראל בע"מ, פ"ד נב(5) 213 (1998). הערעור הוא על החלטתו של בית-הדין להגבלים עסקיים (השופטת מ' נאור, עו"ד א' פודמסקי וד"ר מ' שפר) בערר 2/94 תנובה מרכז שיתוף לשיווק תוצרת חקלאית בישראל בע"מ נ' הממונה על ההגבלים העסקיים (לא פורסם, 27.2.1995).

51 עניין דור-אלון, לעיל ה"ש 3. ראו גם נימוקים להתנגדות הממונה על הגבלים עסקיים למיזוג בין: דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ – סונול ישראל בע"מ, 2005, הגבלים עסקיים, 5000139; ה"ע 613/05 דור-אלון אנרגיה ישראל (1988) בע"מ נ' הממונה על הגבלים עסקיים (טרם פורסם, 9.4.2006).

דבר בישראל: לראשונה קיבל הממונה, בעניין הריבוע הכחול,⁵² החלטה שהכירה עקרונית בהגנת היעילות במיזוגים, בכפוף לקיומם של שלושה תנאים:

1. על היתרון להביא לידי גידול בתפוקה של המוצר או השירות שבנידון בשוק הישראלי.

2. אי-אפשר להשיג יעילות זאת בדרך חלופית שתפגע פחות בתחרות.

3. היעילות הנטענת אינה פרי הערכה בעלמא, אלא הצדדים פרשו תשתית עובדתית וכלכלית מוצקה שתומכת בקיומה.

שיצר-גל הציגה על קצה המזלג שני סוגי יעילות שלא יובאו בחשבון במסגרת שיקול-דעתו של הממונה:

- א. יתרון יעילות שנובע, במישרין או בעקיפין, מקיומו או מחיזוקו של כוח שוק. כך, למשל, אם לחברה המתמזגת יש כוח המאפשר לה להשפיע על הספקים שלה למכור לה במחיר נמוך יותר, ייחשב הדבר לא כיתרון במיזוג, אלא כתוצאה מיידיית של הפעלת כוח שוק כלפי הספקים, אשר אינה מגדילה את הרווחה החברתית. זאת ועוד, יתרון לחברה הממוזגת שעיקרו הוא יכולתה לגבות מחירים גבוהים יותר ובכך להגדיל את רווחיה – לא רק שלא ייחשב כיעילות, אלא אף יקים חוקה לפגיעה בתחרות.
- ב. חיסכון שנובע מהפחתת מס לא ייחשב גם הוא כיעילות, שכן כל שיש בו הוא העברת מס מכיס אחד לכיס אחר ותו לא.

לסיכום טענה שיצר-גל כי הן בפסיקותיהם של בתי-הדין והן בהחלטותיו של הממונה טרם התייצבה ה"מטוטלת", ואין בנמצא מבחן אחד וקבוע לאיזון בין השיקולים השונים בעת בחינת מיזוג. כך, למשל, המבחן שאימץ הממונה בפרשת הריבוע הכחול היה מבחן הגידול בתפוקה, בעוד שבפרשת עמינח⁵³ אימץ הממונה את מבחן חיזוקו של כוח השוק. הדובר השני היה פרופ' אבי וייס מאוניברסיטת בר-אילן. וייס דן בהרצאתו בחשיבות של הגדרת השווקים בהליך המיזוג. וייס ביקש להסביר למה ומתי ההגדרה נחוצה, מה הקושי בה וכיצד מבצעים אותה – כל זאת תוך מתן דוגמות מעשיות מביקות מיזוגים שנעשו בארץ בשנים האחרונות.

בפתח דבריו ציין וייס כי אנו נדרשים להגדיר שווקים בהליך מיזוג כאשר אנו בוחנים אם מדובר בהסדר כובל. הגדרת השוק היא צעד אחד – בדרך-כלל הראשון, ולעיתים קרובות המשמעותי והקשה ביותר – בבדיקת מיזוג. יש לבדוק אם המיזוג גורם לחשש תחרותי בשוק מסוים. לשם כך עלינו להגדיר מהו השוק שמדובר בו. לדברי וייס, הגדרת השוק אינה המטרה, אלא האמצעי. אם קיימות עדויות חיצוניות לכך שהענף תחרותי, אזי אין צורך להיכנס לשאלה של אינטראקציות שוק, כי זו אינה המטרה. מהו שוק? לדברי וייס, שוק הוא קבוצה של מוצרים או שירותים שמסופקים באזור

52 ראו נימוקים להתנגדות למיזוג הריבוע הכחול בישראל בע"מ – ירקון (פלוס 2000) סיוגאות מזון בע"מ, 2001, הגבלים עסקיים, 3012217.

53 ה"ע 7014/02 עמינח רשתות שיווק בע"מ נ' הממונה על ההגבלים העסקיים, פס' 58 (פורסם בנבו, 21.1.2004). ראו גם מיכל שיצר גל "לקחו של יוסטיניאנוס: רפורמות נדרשות בחוק ההגבלים העסקיים" המשפט 24, 30-31 (2007).

מסוים ואשר מהווים, בעיני הצרכנים, תחליפים קרובים זה לזה. השאלות העולות מהגדרה זו הן: (1) מהם "תחליפים קרובים"? (2) מהו "אזור מסוים"? התשובות לשתי שאלות אלה יעזרו לנו להגדיר "שוק מוצר" ו"שוק גיאוגרפי", בהתאמה.

הגדרת שוק המוצר: המונח "שוק מוצר" אינו כה פשוט, ולעיתים צצות בעיות בהגדרתו. וייס הדגים את הקושי באמצעות דוגמות אחדות: (א) סכיני גילוח חד-פעמיים וסכיני גילוח רב-פעמיים – מוצרים אלה דומים, אולם לא ברור אם הם נמצאים באותו שוק. (ב) שימוש בטלפון נייד אל מול שימוש בטלפון נייד – האם מדובר בשווקים נפרדים או זהים? (ג) בדיקת המיזוג בין "שופרסל" לבין "קלאב מרקט" – אחת השאלות המרכזיות בבדיקה זו הייתה אם לכלול את "טיב טעם" באותו שוק. האם "טיב טעם" מהווה תחליף ל"שופרסל"? לבסוף הוחלט לא לכלול את "טיב טעם" בהגדרת שוק המוצר, משום שחלק לא-מבוטל של האוכלוסייה אינו רואה ב"טיב טעם" תחליף לחברות האמורות. וייס הדגיש כי הגדרת שוק מכיוון אחד אינה בהכרח אותה הגדרת שוק מכיוון אחר. לדוגמה, אמר וייס, אילו בחן רכישה של "קלאב מרקט" על-ידי "טיב טעם", הוא היה בוודאי כולל בשוק את "שופרסל", שכן "שופרסל" מהווה תחליף ל"טיב טעם" בעיני כלל האוכלוסייה. (ד) כאשר עיתון אחד רוצה לקנות עיתון אחר, עולה השאלה איך להגדיר את השוק – מה לכלול בו ומה לא לכלול בו. וייס ציין כמה אפשרויות שונות לבחינת השוק כאשר לא ברור היכן למתוח את הקו. כאשר עיתון אחד הינו עיתון כלכלי ואילו העיתון האחר אינו נחשב כלכלי, האם מדובר בשווקים שונים? האם אני מסתכל על עיתון של יום שישי כשוק נפרד מעיתון יומי? האם עיתון המתפרסם באינטרנט נכלל בשוק? וייס הדגיש כי השאלות האמורות אינן פשוטות כלל, וכי ברור שהגדרת השוק היא דינמית ומשתנה לאורך זמן.

הגדרת שוק גיאוגרפי: השאלה היא אם צריך לדבר על שוק מקומי, שוק ארצי או שוק בין-לאומי. גם הגדרה זו אינה פשוטה, ולעיתים צצות בעיות ביישומה. וייס הדגים את הקושי באמצעות שני מקרים: (א) הליך מיזוג בין שתי תחנות-דלק – האם יש להתמקד במרחק הגיאוגרפי ביניהן? כיצד נתייחס לשתי תחנות שהמרחק הגיאוגרפי ביניהן קצר אך האחת נמצאת באיילון צפון ואילו האחרת באיילון דרום? (ב) בחינת שוק גיאוגרפי של בתי-חולים – הגדרת השוק תלויה בסוג השירות: ככל שמדובר בשירות ייחודי יותר כן השוק הגיאוגרפי הרלוונטי יהיה רחב יותר.

בהמשך הרצאתו ציין וייס את מבחן "המונופול ההיפותטי" (SSNIP)⁵⁴ להגדרת שוק מוצר ושוק גיאוגרפי. שוק המוצר יוגדר כקבוצת המוצרים הקטנה ביותר שבה מונופול היפותטי יכול להעלות מחירים מעל המחיר התחרותי במידה קטנה אך משמעותית ומתמדת מבלי להפסיד מהמהלך. השוק הגיאוגרפי יוגדר כאזור הקטן ביותר שבו מונופול היפותטי יכול להעלות מחירים מעל למחיר התחרותי במידה קטנה אך משמעותית ומתמדת מבלי להפסיד מהמהלך.

וייס ביקש להסביר את מבחן "המונופול ההיפותטי" כך: נניח מיזוג בין חברה א לחברה ב. שתי החברות מייצרות מוצר X ופועלות בשווקים משיקים. נגדיר את השוק כמוצר X. למוצר X יש יצרנים רבים. לצורך ההמחשה נשים את כל היצרנים של מוצר X תחת "כובע

54 Small but Significant and Non-transitory Increase in Price.

אחד", כלומר, נשאל אם יחיד אשר מייצר ומוכר את המוצר X יכול להעלות מחירים אם לאו. על-מנת לענות על השאלה, השתמש וייס במבחן "המונופול ההיפותטי". נניח שקיים מוצר Y המהווה תחליף למוצר X שאליו "יברחו" צרכנים. השאלה העולה היא: האם כדאי למונופול ההיפותטי (החברה שמייצרת את מוצר X) להעלות את מחיר המוצר? האם כמות האנשים ש"יברחו" למוצר Y תגרום לכך שהמהלך לא ישתלם לחברה? אם התשובה היא שמשלם לפירמה להעלות מחירים והיא לא תפסיד, אזי בכך הסתיימה הגדרת השוק. השוק הוגדר כשוק X. אם התשובה היא שלא משלם לפירמה להעלות מחירים שכן היא תפסיד, אזי במצב זה עלינו להרחיב את הגדרת השוק, איך עושים זאת? נחפש את המוצר שאליו "יברחו" הצרכנים לאחר העלאת המחירים, ונכלול מוצר זה כחלק מהגדרת השוק. כעת השוק יוגדר כמוצר X ו-Y. מכאן תהליך הבדיקה מתחיל מחדש.

בסוף הרצאתו הציג וייס את המבחן הכלכלי לבחינת "המונופול ההיפותטי":

- א. גמישות מחיר עצמית – בדיקת כוח שוק; מה קורה לכמות המכירות של מוצר מסוים לאחר עליית מחירו?
- ב. אם ורק אם הגענו למסקנה שצריך להרחיב את השוק, נבצע "בדיקת גמישות צולבת" על-מנת לאתר את הכיוון שאליו יש להרחיב את הגדרת השוק. "הגמישות הצולבת" פירושה בכמה תגדל הצריכה של מוצר Y כאשר המחיר של מוצר X יעלה.
- הדובר השלישי היה פרופ' דיויד גילה מאוניברסיטת תל-אביב. בהרצאתו ניתח גילה באופן ביקורתי את הטיפול של חוק ההגבלים העסקיים במיזוגים. לפני שהחל בניתוח הביקורתי, מנה גילה בקצרה את הדרכים שבהן חוק ההגבלים העסקיים מסדיר את נושא המיזוגים.

לדבריו, פרק ג לחוק מעלה שלוש שאלות "מסננות" שיש לבחון:

1. האם מדובר במיזוג לצורך חוק ההגבלים העסקיים?
 2. בהנחה שמדובר במיזוג, האם המיזוג משמעותי דיו להחיל עליו את החוק?
 3. בהנחה שמדובר במיזוג משמעותי, מהי החלטת הממונה לגבי אופן הטיפול בו?
- ביקורת על המסננת הראשונה: מיזוג מוגדר בסעיף 1 לחוק ההגבלים העסקיים בשתי דרכים חלופיות אפשריות: "רכישת עיקר נכסי חברה בידי חברה אחרת או רכישת מניות בחברה בידי חברה אחרת המקנות לחברה הרוכשת יותר מרבע מהערך הנקוב של הון המניות המוצא, או מכוח ההצבעה או מהכוח למנות יותר מרבע מהדירקטורים או השתתפות ביותר מרבע ברווחי החברה".

גם אם העסקה אינה עומדת בתנאיו של סעיף 1 לחוק, היא יכולה עדיין להיחשב כמיזוג לפי הפסיקה, אם פירמה אחת רכשה יכולת לכוון את פעילותה של הפירמה האחרת. הדגש בפסיקה הוא ביכולת לכוון את הפעילות, ומכאן שאם פירמה אחת רוכשת רק 20% בפירמה האחרת אבל דה-פקטו יכולה לכוון את פעילותה של הפירמה האחרת, הדבר נחשב כמיזוג.

טענתו של גילה היא שהגדרת מיזוג בסעיף 1 לחוק רחבה מדי. נקודת המוצא של גילה בביקורתו היא שעסקה המוגדרת כמיזוג אינה ניתנת לתקיפה כהסדר כובל. לדעת גילה, ההגדרה של מיזוג בסעיף 1 לחוק ההגבלים צריכה להישען על שליטה משותפת, ואילו החלק הטכני של סעיף 1 מיותר. יש להגדיר מיזוג לפי ההגדרה המהותית, קרי, היכולת

לכוון. אם פירמה אחת רוכשת יכולת לכוון את פעילותה של הפירמה האחרת, אזי מדובר במיזוג. שאר המקרים אינם מיזוג, ונידונים כהסדר. על-מנת לחזק את ביקורתו, הדגים גילה עסקה אשר אינה צריכה להיחשב כמיזוג, לדעתו, אולם עלולה להיחשב ככזה בשל אופיו הטכני של סעיף 1. פירמה אחת משקיעה באופן פסיבי במניותיה של פירמה אחרת מתוך כוונה להשתתף ברווחים אך ללא יכולת לכוון את פעילותה של החברה האחרת. האם השקעה זו יכולה להיחשב כמיזוג לפי החוק? אם ההשקעה הפסיבית גדולה מ-25%, אזי לפי הכללים הטכניים של סעיף 1 התשובה חיובית, וזאת אף שאין לפירמה הרוכשת יכולת לכוון את פעילותה של החברה האחרת. אם הפירמה רוכשת פחות מ-25%, אזי אין מדובר במיזוג, אלא מדובר בהסדר, שעשוי להיחשב כובל. לדעת גילה, יש בכך אנומליה. אם השקעה פסיבית שקטנה מ-25% בלי יכולת לכוון נחשבת כהסדר כובל, אזי הטיפול בה יהיה מחמיר יותר מאשר הטיפול בהשקעה פסיבית גדולה מ-25% הנחשבת כמיזוג. לדעת גילה, האנומליה תיפתר על-ידי תיקון ההגדרה של מיזוג בחוק. אם ההגדרה של מיזוג תיקבע על-פי יכולתה של חברה לכוון את פעילותה של חברה אחרת, אזי השקעה פסיבית – בין מעל הרף של 25% ובין מתחתיו – לא תיחשב כמיזוג.

ביקורת על המסננת השנייה: המסננת השנייה בנויה משלוש חלופות אשר בהתקיים אחת מהן יש להודיע לממונה על ההגבלים העסקיים מראש על הכוונה לבצע את העסקה:

- א. אם נתח השוק המשותף של הצדדים גדול מ-50%, חייבים להודיע לממונה.
- ב. אם מחזור המכירות המשותף גדול מ-150 מיליון ש"ח, חייבים להודיע לממונה.
- ג. אם מדובר במיזוג עם בעל מונופולין, חייבים להודיע לממונה.

גילה מתח ביקורת על החלופה הראשונה. ראשית, מבחני נתח השוק מקילים מדי לדעתו, שכן ייתכנו מיזוגים שבהם נתחי השוק קטנים מהסיפים שמחייבים הודעה לממונה ובכל זאת הפגיעה בתחרות משמעותית – למשל, כאשר פירמה דומיננטית בשוק בולעת פירמה קטנה יותר עם פוטנציאל צמיחה. שנית, מבחני נתח השוק קשים מדי ליישום לדעתו, שכן על-מנת לדעת את נתחי השוק, צריך להגדיר את השוק, וזאת מלאכה מורכבת מאוד. נוסף על כך עלינו לדעת מה נתחי השוק של כל אחת מהפירמות ושל מתחריהן, ולעיתים הפירמות עצמן אינן יודעות נתונים אלה.

גילה טען שהמסננת השנייה אינה צריכה להיות מורכבת משלוש חלופות, אלא ראוי להתייחס רק למחזור המכירות (החלופה השנייה). כלומר, אם שתי הפירמות עברו סף מסוים של מחזור מכירות בשנה החולפת, אזי חובה להודיע על המיזוג. ישאל השואל: מה קורה כאשר מחזור המכירות קטן אבל נתחי השוק גדולים? לדעת גילה, מצבים כאלה אינם מעוררים חשש משמעותי – מחזור המכירות הוא מדד ראוי לממדי המיזוג ולחשש ממנו. **ביקורת על המסננת השלישית:** בעניין המסננת השלישית העלה גילה שתי טענות עיקריות. ראשית, קיים דיסוננס בין הטיפול המשפטי של הממונה בהסדרים לבין טיפולו במיזוגים. באישור של הסדר הממונה יכול להביא בחשבון את כל היתרונות החברתיים האפשריים, ואילו באישור של מיזוג הנטייה צרה יותר. לדעת גילה, היה ראוי לאתגר את הטיפול בשני הסוגים, הואיל וידוע שכל הסדר ניתן לעיצוב כמיזוג, על כל המשתמע מכך, ולהפך. שנית, לדעת גילה, לממונה יש סמכות מרחיקת-לכת להתנות את המיזוג. במספר

מקרים לא-מבוטל פירמות חוששות לפנות לממונה עם מיזוג מפני שהן חוששות מהתנאים שלו, ולפעמים הן אף חוששות להתמזג בשל כך. השאלה הקונקרטית יותר היא אם הממונה מוסמך להתנות מיזוג בתנאים שאין בהם כדי להקטין את הפגיעה שבמיזוג. גילה חושב שהתשובה שלילית – הממונה מוסמך להתנות מיזוג רק בתנאים שנחוצים כדי להקטין את הפגיעה שבמיזוג, ולא בתנאים שנחוצים לדעת הממונה מסיבות אחרות.

הדובר הרביעי היה עו"ד בועז גולן מהרשות להגבלים עסקיים. גולן דן בהוצאתו בהגנת היעילות בהליך המיזוג.

בפתח דבריו ציין גולן כי דיני ההגבלים העסקיים הם מערכת שלמה המתמודדת עם תופעה כלכלית אחת – כוח שוק – הלוכדת פנים שונים:

1. מונופולין – פירמה אחת שמחזיקה בידה כוח שוק;
2. קרטל – פירמות אחדות שחוברות במפורש כדי להחזיק כוח שוק, כלומר, ברצוןן לִדְמוֹת מונופולים באמצעות תיאום שיתוף-פעולה ביניהם;
3. אוליגופול – שוק מועט-מתחרים, שבו לפירמה יש כוח שוק כתוצאה ממיעוט התחרות והתלות ההדדית בין המתחרים.

העלות החברתית של כוח שוק נפרשת על כמה מישורים:

1. פגיעה בהקצאה היעילה של המקורות במשק;
2. פגיעה בחלוקת העושר בחברה – העושר של הצרכנים עובר לספקים;
3. הסתת משאבים לעבר שימור הרנטה המונופוליסטית – משאבים אשר קודם לכן הושקעו בייצור בצורה פורה מושקעים כעת בשימור העמדה המונופוליסטית במטרה לשמר את כוח השוק של המונופול;

4. פגיעה בחדשנות – פירמות שיש להן מונופולים משקיעות משאבים לאו דווקא בפיתוח ובייצור של מוצרים חדשים, אלא בהגנה על עצמן מפני היחשפות לתחרות. גולן הציג את פרשת מיקרוסופט המפורסמת על-מנת להמחיש את העלות החברתית של כוח שוק. בפרשה זו יצרה חברת מיקרוסופט טכנולוגיה "רעה" (כלומר, הפיצה טכנולוגיות שליליות) על-מנת לשמר את מעמדה בתחום מערכות ההפעלה. כתוצאה מהמהלך שעשתה החברה, נפגעה החדשנות.

גולן ציין כי המתח בין תחרות לבין יעילות אכן מתעורר בחלק מהמקרים, אולם הוא בהחלט לא מתח מובנה. זאת, משום שתחרות היא זרז גדול מאוד של יעילות. גולן הדגים זאת באמצעות כניסתה של חברת YES לשוק של תעשיית הטלוויזיה הרב-ערוצית. לפני כניסתה של חברת YES לשוק, כל אחת מחברות הכבלים הייתה מונופול אזורי בשטחה. טכנולוגיית השידור התבססה על ממירים אנלוגיים, והיצע הערוצים והתכנים היה דל. כאשר נכנסה חברת YES לשוק, התחילו גם חברות הכבלים להשקיע השקעות מסיביות מאוד בטכנולוגיות חדשות, שיטת השידור נהפכה לדיגיטלית, והיצע הערוצים והתכנים גדל לבלי הכר.

גולן הדגים מקרה שבו המתח בין יעילות לתחרות אכן מתעורר. נניח מיזוג היפותטי בין שני יצרני דשנים – שתי פירמות שלכל אחת מהן יש נתח שוק של 50%. כתוצאה מהמיזוג יהיה לחברה הממוזגת נתח שוק של 100%, דהיינו, מונופולין מושלם. נניח גם שבמיזוג טמונות שורה של יתרונות יעילות – למשל, תהליך הייצור ישתפר והעלויות הקבועות

יפחתו. המתח נובע מכך שמצד אחד יש לנו מונופולין מושלם ומצד אחר יש לו אפשרות להוויל עלויות. במאמר מוסגר ציין גולן כי גם מונופולין אינו קובע את המחירים יש מאין. קביעת המחירים היא ביחס לעלויות, ואם העלויות פוחתות – המחיר יורד. לפנינו אם כן מצב שבו יש התייעלות של הפירמות (יצרני הדשנים) למרות הפגיעה בתחרות. השאלה שעולה במקרה האמור היא אם יש מקום להגנת היעילות.

בהמשך הרצאתו ציין גולן כי הגנת היעילות נשקלת בשני שלבים:

1. בשלב הניתוח התחרותי – התייעלות של הפירמה הממוזגת עשויה לשנות את התנהלותה מול המתחרים.
 2. לאחר הניתוח התחרותי – בחינת האפקט המצטבר, כלומר, אם ההתייעלות מהמיזוג מפצה על הפגיעה בתחרות.
- בדוגמה של יצרני הדשנים ייתכן שניתן להגיע למסקנה כי חרף הפגיעה בתחרות ישתפר מצב הציבור בעקבות המיזוג.

גולן סקר את הפסיקה הנוהגת, וטען כי בית־המשפט העליון לא אימץ את "הגנת היעילות", אולם ברשות ההגבלים העסקיים הוכרה "הגנת היעילות" כבר לפני זמן רב, והיא מהווה חלק מהניתוח והבחינה של הליכי המיזוגים. שלושה מבחנים עיקריים מיושמים בהגנת היעילות:

1. היעילות היא תוצאה של המיזוג, ואי־אפשר להשיגה בדרכים אחרות שפגיעתן בתחרות פחותה. גולן ציין את מאמרם המפורסם של Farrell ו־Shapiro⁵⁵, אשר לדידם אין להכיר בהגנה של יתרון לגודל, אלא על החברות להתחרות לשם יצירת גודל. עוד ציין גולן את פרשת "בייבי פוד" האמריקאית, שם נידון הליך מיזוג בתעשיית המזון לתינוקות אשר משמעותו הייתה מעבר משוק של שלושה שחקנים לשוק של שני שחקנים. החברות המתמזגות העלו שתי טענות התומכות בהכרה במיזוג. הטענה הראשונה הייתה כי המיזוג יביא לידי כושר ייצור טוב יותר, דבר שיפחית את העלויות. בית־המשפט דחה טענה זו בנימוק כי את כושר הייצור ניתן לרכוש בשוק. הטענה השנייה הייתה כי המיזוג יביא לידי ייצור מוצרים טובים יותר בשוק. בית־המשפט דחה טענה זו בנימוק כי מוצרים טובים יותר ניתן להשיג באמצעות פיתוח והתייעצות עם מומחים.
2. היעילות משמעותית דייה לפצות על הפגיעה בתחרות.
3. חלק גדול דיו של היעילות צפוי לעזור לצרכנים. אין די בהתייעלות כשלעצמה, אלא על ציבור הצרכנים ליהנות מהיעילות שהושגה. המשתנים המשפיעים על מידת ההנאה של הצרכנים מן היעילות הם רמת התחרות ששוררת בשוק עובר למיזוג ושיעור ההתייעלות. לדעת גולן, זוהי הדרישה השנויה ביותר במחלוקת ולא בכדי, שכן הדרישה משקפת הכרעה פוליטית וחברתית.

Joseph Farrell & Carl Shapiro, *Optimal Contracts with Lock-In*, 79 Am. Eco. Rev. 51 55 (1989).

פרק ו: מושב שישי – הגורם האנושי בעסקה

משתתפי המושב: יושב-ראש – ד"ר טל כץ-נבון, ד"ר צבי יוסמן, ד"ר אורלי יחזקאל, חיים בנימיני

1. פתח-דבר

מטרתו של מושב זה הייתה לבחון היבטים שונים של משאבי-אנוש בעסקות מיזוגים ורכישות. הנושאים שנידונו במושב זה היו: חשיבות התרבות הארגונית להצלחת מיזוגים ורכישות; הגורם האנושי במיזוגים ורכישות; הצלחה וכישלון של מיזוגים ורכישות בהיבט הניהולי; והפן האנושי-התרבותי של מיזוגים ורכישות.

בכרך זה של כתב-העת מופיע מאמרם של ד"ר צבי יוסמן ופרופ' אמנון כספי "הגורם האנושי במיזוגים ורכישות: סוגיות נבחרות",⁵⁶ אשר נכתב בעקבות מושב זה. מאמרם של יוסמן וכספי מבקש לבחון את מקומו של הגורם האנושי בתיאוריה ובפרקטיקה של מיזוגים ורכישות, ולהציע מסגרת קונספטואלית ומתודולוגית לקידום ההבנה והעשייה בתחום זה. המאמר מסביר את חיוניותו של מערך משאבי-האנוש לאורך כל מהלך המיזוג או הרכישה. בין היתר מודגשים שלבים מוגדרים – לפני המהלך, בעיצומו ואחריו – שבהם נדרשת מעורבות רבה ושותפות פעילה של מערך משאבי-האנוש. המאמר מציע להגדיר גורמי-מפתח בהצלחת האינטגרציה של מהלכי מיזוג ורכישה, למקד מאמץ מחקרי בניסיון להעמיק את ההבנה והפרקטיקה של ביצוע מהלכים אלה, ולפתח גישות ושיטות ליישום עקרונות ומתודולוגיות אפקטיביות בהקשר זה.

2. תמצית דברי המשתתפים במושב

הדוברת הראשונה הייתה ד"ר טל כץ-נבון מהמרכז הבינתחומי הרצליה. כץ-נבון דנה בהרצאתה בחשיבותה של התרבות הארגונית להצלחת מיזוגים ורכישות. בהרצאתה הציגה כץ-נבון פנים שונים של תרבות ארגונית, ועמדה על הסיבות לקושי בביצוע מיזוג בין שני ארגונים בהיבט של התרבות הארגונית.

בפתח דבריה ציינה כץ-נבון כי חלק מהקשיים של תהליך המיזוג נובעים מכך שאנשים שונים אשר רגילים לנורמות שונות נדרשים להתחיל לעבוד זה עם זה באותה מסגרת ארגונית.

מיזוג בין שני ארגונים כרוך בשינויים מבניים בארגון. שינויים אלה כוללים שינויים במבנים ארגוניים, בסגנונות ניהוליים, בציפיות העובדים ובמדיניות. השינוי המבני המדובר צריך להיתמך בשינוי של התרבות הארגונית. המושג "תרבות ארגונית" הינו מושג מורכב.

56 צבי יוסמן ואמנון כספי "הגורם האנושי במיזוגים ורכישות: סוגיות נבחרות" משפט ועסקים ח 353.

דיסציפלינות שונות במדעי החברה מגדירות "תרבות ארגונית" בצורה שונה. במובן האנתרופולוגי הרחב ביותר, תרבות מתייחסת לאיזושהי דרך חיים משותפת של חברה. מובן זה כולל את הידע הנצבר בחברה מסוימת, את נורמות ההתנהגות, את האמונות ואת הערכים, דהיינו, את כל המשותף לחבריה של חברה מסוימת. כן-נכון גורסת כי המושג "תרבות ארגונית" הושאל מהאנתרופולוגיה, וכי רק בעשורים האחרונים "נפל האסימון" שאפשר להתייחס לתרבות ארגונית בתוך ארגון מסוים, ולא דווקא במובן האנתרופולוגי הרחב.

כן-נכון הסבירה כי המונח "תרבות ארגונית" בארגון מתייחס לסדרה של הבנות חשובות המשותפות לכלל חברי הארגון בכל הנוגע לדרך שבה הארגון פועל. ההבנות מוכרות לכלל חברי הארגון, אף שהן אינן כתובות בשום מקום. קרי, מתקיימת מערכת לא-פורמלית של הבנות בתוך ארגון. חברים חדשים המגיעים לארגון לומדים את ההבנות הללו באמצעות תהליך של חברות (סוציאליזציה): הם נכנסים לארגון ועוברים תהליך של ניסוי ותהייה, ועל-פי תגובותיהם של חברי הארגון, הם לומדים את הדרך הנוהגת בארגון. כן-נכון ציינה כי קיימים ארגונים המנסים להקנות את התרבות הארגונית בצורה פורמלית יותר, על-ידי "אוניברסיטה ארגונית" המנסה להקנות לחברי הארגון את דרך ההתנהגות הרצויה בו. לדברי כן-נכון, מחקרים מראים בבירור שהתרבות הארגונית מהווה "משקפיים" שמשפיעים על כל הנעשה בארגון. התרבות הארגונית משפיעה על העמדות בארגון, על האופן שבו האנשים תופסים את הארגון, על הערכים, על המחשבות, על מחויבותם של העובדים לארגון ובעיקר על התנהגותם של העובדים.

חשיבותה של התרבות הארגונית בעת מיזוגים ורכישות נובעת מהשפעתה הרבה על ההתנהגות. כן-נכון הדגישה את מורכבות הנושא, ודימתה את התרבות הארגונית לקרחון. בקרחון חלק קטן נמצא מעל למים, אך רובו ועיקרו נמצא מתחת לפני המים. כך נהוג להסתכל על תרבות ארגונית. לתרבות הארגונית יש שני רבדים: הרובד העמוק מורכב מערכים, ממשמעות ומאמונות. רובד זה אינו גלוי לעין כאשר נכנסים לארגון. הרובד החיצוני מתבטא בסמלים ארגוניים, בטקסים שונים בארגון, במיתוסים, בשפה מסוימת, בלבוש וכדומה.

ההחלטה על מיזוג או רכישה מתקבלת בקודקודו של הקרחון, על-ידי ההנהלה. אחרי ההחלטה על המיזוג, שני הקרחונים (הארגונים) מתחילים להתקדם זה כלפי זה, ולמעשה החלקים שנפגשים ראשונים הם האזורים הרחבים שמתחת לפני המים, קרי, התרבות הארגונית השונה של שני הארגונים. במקום הסינרגייה והקוהרנטיות שהיינו רוצים לראות במיזוג, אנו רואים התנגשות.

בהמשך הרצאתה הציגה כן-נכון מודל המורכב מחמישה מעגלים המהווים את הרבדים של התרבות הארגונית.⁵⁷ המודל ממחיש את הקושי הטמון בהליך המיזוג בהיבט של התרבות הארגונית על רבדיה השונים. במעגל הפנימי ביותר נמצא היחיד עם אמונותיו וערכיו. היחיד

Kwok Leung, Rabi S. Bhagat, Nancy R. Buchan, Miriam Erez & Cristina B. Gibson, 57
*Culture and International Business: Recent Advances and Their Implications for
 Future Research*, 36 J. INT. BUS. STUD. 357 (2005)

מושפע מכמה וכמה סוגים או רמות של תרבות ארגונית. במעגל התרבות הקבוצתית קיים קושי למזג בין מחלקות שונות בארגונים. כך, לדוגמה, התרבות הקיימת במחלקת מחקר ופיתוח לא תהיה, ככל הנראה, אותה תרבות כמו במחלקת העיצוב, שכן תרבות זו מושפעת מאופי המטלה, מהרכב המטלה וכדומה. במעגל התרבות הארגונית, כאשר מסתכלים על ארגונים, מוצאים שרבים מאוד מביניהם מדגישים כיום את הנושא של איכות, ומכניסים סטנדרטים של איכות (ISO). כנגזרת מכך, התרבות הארגונית שלהם מעודדת בדרך-כלל הקפדה על קיום נהלים, תיעוד הדוק מאוד ותואמנות (קונפורמיות) לכללים אלה. לעומת זאת, ארגונים אחרים מדגישים חדשנות – רעיונות חדשים, סיעור-מוחות, "חשיבה מחוץ לקופסה". כן-גבון שאלה בהרצאתה מה קורה כאשר שני ארגונים כאלה מתמזגים – האם מתרחשת הזנה הדדית? האם ניתן להקפיד על איכות וגם להיות חדשניים באותו זמן? מעגל התרבות לאומית רלוונטי במיזוגים בין-לאומיים. לעיתים יש הבדלי תרבות בין לאומים שונים שיכולים להשפיע רבות על הצלחת המיזוג. כך, למשל, יש תרבויות שבהן לנושא הכבוד יש חשיבות רבה יותר מאשר בתרבויות אחרות. במזרח הרחוק, למשל, לנושא הכבוד יש חשיבות מכרעת: חשוב לא להלכין את פניו של אדם ברבים, ולכבד אנשים שממוקמים גבוה יותר במדרג הארגוני. לכן עובד בתרבות זו לא יחלוק על דעתו של המנהל גם אם הוא בטוח שהמנהל טועה, כי הוא חייב לשמור על ה"פנים" של אותו מנהל. בישראל, לעומת זאת, מושג זה חשוב פחות או אינו קיים כלל. אין לישראלים בעיה לחלוק על דעתו של המנהל. במעגל החיצוני ביותר נמצאת התרבות הגלובלית. בארגונים בין-לאומיים או בארגונים עם ישות בין-לאומית נעשים נסיונות ליצור שפה אחידה בארגון. לדוגמה, אנחנו רואים ארגונים שמנסים להכניס סטנדרטים גלובליים אחידים של איכות (ISO).

כן-גבון סיכמה את הרצאתה באומרה כי נדרשת התייחסות מעמיקה לפן התרבות הארגונית לפני ביצוע המיזוג. על הארגונים המתמזגים להתייחס לכל אחד מחמשת מעגלי התרבות הארגונית. לעיתים השוני התרבותי בין הארגונים אינו מאפשר מיזוג מוצלח. הדובר השני היה ד"ר צבי יוסמן מאוניברסיטת בראילן. יוסמן דן בהרצאתו במקומו של הגורם האנושי בתיאוריה ובפרקטיקה של מיזוגים ורכישות. יוסמן הציע מסגרת קונספטואלית ומתודולוגית לקידום ההבנה והעשייה בתחום זה. בהרצאתו סקר יוסמן עשר מוסכמות ידועות בתחום של מיזוגים ורכישות, תוך בחינה ביקורתית של חלק מההנחות והממצאים המחקריים הסותרים אותן לכאורה. עשר המוסכמות בנושא של מיזוגים ורכישות הן כדלקמן:

1. הנושא של מיזוגים ורכישות מצוי בקו של נסיקה. כאשר בודקים את מספר הארגונים המתמזגים בישראל ובעולם כולו, רואים כי זהו תהליך משמעותי.
2. הרגולטור, נהפך לגורם משמעותי יותר בתהליכים של מיזוג.
3. לכאורה מיזוג הוא בין שווים, אולם בבחינה מחקרית מסתבר שהן ברכישה עוינת והן ברכישה ידידותית קיימים רוכש ונרכש. יוסמן ציין בהצגת-אגב כי הנושא של מיזוג תרבויות צריך אף הוא להיות כפוף להבנה שהמיזוג אינו בין שווים.
4. הנושאים המובילים ברעיון המיזוג הם (על-פי סדר החשיבות) הצד הפיננסי (ערך שוק, ערך מניה), הנושא הטכנולוגי והנושא השיווקי.
5. רוב המיזוגים אינם עומדים בציפיות, שלא לומר נכשלים. יוסמן ציין כי הדבר נתמך

- בנתונים סטטיסטיים בנושא. הדעה הרווחת בספרות גורסת כי הגורמים המובילים לכשלון המיזוג הם הגורם האנושי והגורם התרבותי. יוסמן ציין כי גורמים טכנולוגיים הם חלק ממכלול הגורמים, אך אינם מהווים גורם מרכזי.
6. מבחינה תיאורטית השחקנים הראשיים במיזוג הם אנשי משאבי-האנוש, שיכולים להתמודד עם הסיבות המרכזיות לאי-הצלחת המיזוג. יוסמן ציין כי המעבדה למשאבי-אנוש באוניברסיטת בר-אילן ערכה סדרה של בדיקות, שיחות ופגישות עם גורמים שונים בחברות, והממצא שעלה הוא כי רק במקרים מעטים אנשי משאבי-אנוש מובילים את המיזוג או הרכישה.
7. תהליך המיזוג מחייב הכנה יסודית, החל בהכנה למיזוג, המשך בהכרזה בפועל וכלה במתרחש לאחר-מכן.
8. התקשורת הפנים-ארגונית היא אחד הגורמים הקריטיים בהתנעה מוצלחת של תהליך המיזוג.
9. סינרגייה ואינטגרציה הם נושאים יישומיים קריטיים. יוסמן העלה את השאלה כיצד ניתן לחבר בין שתי מערכות שונות בעלות תרבויות שונות, וכיצד ניתן להגיע לסינרגייה ולאינטגרציה ביניהן.
10. ההצלחה תלויה בארבעת הממדים הבאים (המוצגים לפי סדר חשיבותם): (א) הרמוניזציה של התרבויות הארגוניות; (ב) אינטגרציה ברמה התפעולית של כלל המערכות: מידע, תפעול, כספים, שיווק וכדומה; (ג) עיצוב המבנה הארגוני שלאחר המיזוג; (ד) אינטגרציה של מדיניות ותהליכים עסקיים.
- יוסמן סיים את הרצאתו בכמה נקודות למחשבה. ראשית, לדעתו אין דיון מספיק בכל הקשור לצוות שמוביל את המיזוג: איך מרכיבים את הצוות? מי עומד בראשו? איך מקימים צוות משותף? שנית, כיצד ניתן לשכנע את מובילי התהליך האחרים בדבר חשיבותם של הנושאים התרבותיים והאנושיים? לבסוף, בתחום של ניהול משאבי-אנוש נרשמת לטענת יוסמן התפתחות מעניינת בתקופה האחרונה, שבמסגרתה בעל הארגון מנסה לזהות את ה-talent - האדם שעליו הארגון עומד ויעמוד. הדוברת השלישית הייתה ד"ר אורלי יחזקאל מהמרכז הבינתחומי הרצליה. בהרצאתה דנה יחזקאל בבחינת ההצלחה והכישלון של מיזוגים ורכישות בהיבט הניהולי. יחזקאל פתחה את הרצאתה בהצגת נתונים בכל הנוגע להצלחות ולכשלונות של מיזוגים ורכישות. לדבריה, 60%-80% מכל המיזוגים נכשלים בהשגת המטרות שהציגו לעצמם: 53% מהחברות דיווחו על ירידה במחיר המניה במהלך תהליך האינטגרציה שבא עם המיזוג; 50% מהחברות דיווחו על הפסדים במהלך שנים-עשר חודשים מהמיזוג; ו-83% מעסקות-הענק לא הניבו בסופו של דבר ערך לבעלי המניות. לצד זה ציינה יחזקאל כי למרות הכשלונות, קיימות גם הצלחות לא-מעטות.
- לדברי יחזקאל, אחד הגורמים החשובים במיזוגים ורכישות הוא האינטגרציה. האינטגרציה הינה אחד המנועים ליצירת ערך. אולם על-מנת לקבל ערך מהמיזוג, בעלי המניות צריכים להיאזר בסבלנות. כלומר, לצורך תהליך המיזוג ויצירת האינטגרציה נדרש זמן. בזמן זה מתרחשים תהליכים לא-פשוטים בכל הנוגע לאנשים, למערכת הארגונית ולמחיר המניה. שתי השאלות שאותן סקרה יחזקאל הן: (1) למה מיזוגים נכשלים? (2) האם מיזוג יכול להצליח?

אחת הסיבות לכשלונות, לדעת יחזקאל, היא מנהיגות. למנהיגות בזמן המיזוג יש משקל משמעותי מאוד. יחזקאל התייחסה לשני פנים במנהיגות שעלולים לפגוע במיזוג. הראשון, כאשר המנהיגות של הצד הרוכש אינה חזקה מספיק. במצב זה הצד הרוכש אינו מצליח להרגיע את הצד הנרכש. השני, כאשר המנהיגות הינה דו-ערכית או עמומה. מצב של מנהיגות עמומה נוצר כבר בתחילת המיזוג. בזמן זה, באופן טבעי, קיימת אי-ודאות, וקיימים אינטרסים רבים מאוד המתנגשים זה בזה. פעמים רבות מנהיגים מחליטים באופן מודע להתנהג בעמימות על-מנת לא לעצבן שום צד. לדעת יחזקאל, מנהיגות עמומה מהווה גורם כבד-משקל לכישלון של מיזוגים.

סיבה נוספת לכשלון מיזוגים שעליה הצביעה יחזקאל היא תהליכים פנימיים בחברות. דוגמות לכך הן חוסר מחויבות של העובדים, התנגדויות פנימיות, מחסור באסטרטגיה ובמנהיגות וכדומה. יחזקאל שמה דגש בעובדים, בעיקר מדרג-הביניים, שהוא דרג רגיש מאוד בתהליך המיזוג.

סיבה שלישית קשורה לתכנון המיזוג – בחירת שותף לא-מתאים למיזוג. לדברי יחזקאל, חלק ניכר מאוד מהמחקר בתחום הניהול עורך אנלוגיה בין מיזוגים לבין נישואים. חלק מהכשלונות נגרמים בשל שידוך לא-מתאים.

סיבה רביעית לכשלון מיזוגים היא כניסה להליך המיזוג ללא אסטרטגיה ברורה לביצוע האינטגרציה. כמו-כן קיים קושי כאשר אין יכולת להשתנות ולהתאים את המיזוג למציאות. מצד אחד, ציינה יחזקאל, יש להתחיל הליך מיזוג עם תוכנית ברורה, אולם מצד אחר, על החברה להצטייד בגמישות רבה מאוד, ולהיות פתוחה לתיקונים רבים מאוד במהלך הדרך.

בהמשך הרצאתה סקרה יחזקאל את הגורמים התורמים להצלחת מיזוג. בשנת 2006 נשברו שיאי המיזוגים מבחינת כמות המיזוגים וכמות הכסף שהחליף ידיים בהליכי המיזוג. הגורמים להצלחה היו:

- (א) מטרה ברורה בנוגע למיזוג, העומדת לנגד עיניהם של כל המשתתפים בהליך המיזוג.
- (ב) התמדה – תהליך מיזוג מוצלח אורך חודשים ולפעמים שנים. הטמעה מחייבת התמדה ותכנון לזמן ארוך, ולשם כך נדרשת סבלנות.
- (ג) מנהיגות חזקה וברורה – יחזקאל ציינה כי מנהיגות חזקה וברורה נמצאה במחקרים כגורם שמסייע להצלחת המיזוג.
- (ד) אחריות – מיזוגים שהצליחו היו אלה אשר הרכיבו מראש גוף כלשהו שהופקד על האינטגרציה בחברה. מדובר בגוף פורמלי שעובד בצורה מסודרת ומתוכננת על הטמעת המיזוג.
- (ה) מינוף וסינרגייה – מיזוגים מוצלחים הם אלה שהצליחו למנף את היתרון היחסי של כל חברה. הדבר היחיד, לדעת יחזקאל, שיכול ליצור את הערך המוסף הוא אינטגרציה טובה.
- (ו) תקשורת – במחקרים שהציגה יחזקאל נמצאו מתאמים חזקים בין תקשורת ברורה ופתוחה לבין הצלחה במיזוג.
- (ז) אמפתיה – לדברי יחזקאל, מחקרים רבים מראים כי מנהיגות בתהליך מיזוג מחייבת הבנה רבה מאוד של מחירי השינוי, כלומר, מי עומד לשלם את המחיר. כמו-כן

נדרשת יכולת הפקת לקחים תוך כדי התהליך ובמקביל להתנגדויות. מיזוג טומן בחובו שינוי גדול מאוד לנרכש ולרוכש. שינויים אלה יוצרים התנגדויות רבות מאוד. ההתנגדויות הללו נוצרות מכיוון שכל דבר חדש, שונה ובלתי־ידוע מעורר התנגדות. אנשים מפרשים באופן שונה את המציאות החדשה. כל דרג מפרש באופן שונה את המיזוג. השינוי מחייב אנשים להסתגל ולשנות את הפוזיציה שלהם: לעיתים המנהל מתחלף, הטכנולוגיה משתנה וכך גם התהליכים. המיזוג משנה מאוד את מוקדי הכוח, ההשפעה והשליטה בחברה, ומערבב אינטרסים.

מייד אחרי המיזוג יש האדרה גדולה מאוד – כמעט מיסטיפיקציה – של המצב ששרר בחברה ערב המיזוג. לכן, הציעה יחזקאל, רצוי לבדוק את המיזוג על־פני שני צירים: הציר האחד – המצב החדש, קרי, ההתחדשות, השינוי והתהליכים הנלווים בבוקר שאחרי המיזוג; והציר האחר – המצב הישן, קרי, הפרידה מהתרבות הארגונית הקודמת, אולי גם מהמנהל הישן וכדומה. כל התהליכים הללו מחייבים אמפתיה.

(ח) אמון – לסיום דבריה הדגישה יחזקאל כי דרושה מידה רבה של אמון לצורך בניית המיזוג בצורה טובה ויעילה שתניב ערך לכל הנוגעים בו.

הדובר הרביעי היה חיים בנימיני, יועץ להנהלת חברת "טבע". נושא הרצאתו של בנימיני היה הפן האנושי־התרבותי של מיזוגים ורכישות. פערי תרבות ואי־יכולת לממש אינטגרציה אנושית נמנים עם הסיבות המרכזיות לשיעור ההצלחה הנמוך ברכישות ובמיזוגים של חברות. בהרצאתו אבחן בנימיני, על בסיס הניסיון המצטבר שלו ב"טבע", את המשתנים האנושיים־התרבותיים הפועלים לצד המרכיבים העסקיים בתהליכי אינטגרציה, והעריך מה ניתן לעשות על־מנת לממש טוב יותר תהליכי מיזוג בין חברות.

בנימיני ציין כי "טבע", כחברה צומחת, אימצה כבר בסוף שנות השמונים אסטרטגיית צמיחה שהייתה מורכבת מאיזון בין צמיחה פנימית (מחקר ופיתוח) לבין צמיחה חיצונית (מיזוגים ורכישות). האסטרטגיה של מיזוגים ורכישות היא אסטרטגיה של תוספת צמיחה, כלומר, תוספת ערך שנוצרת כתוצאה מהרכישות. כאשר מתרכזים במיזוגים ורכישות, לדברי בנימיני, יש לשים דגש בלמידה. כאשר יש למידה מצטברת, היא נהפכת לערך בעבור החברה. "טבע" מוכרת כחברה שיודעת כיצד לייצר אינטגרציה. ב"טבע", לדברי בנימיני, מדדו בצד הכלכלי של משאבי־האנוש מה קורה ברכישה מבחינת היצרנות והיעילות לאורך ציר הזמן. בנימיני סקר בהרצאתו את התוצאות של "טבע" בשנים שלאחר רכישות גדולות, דוגמת הרכישה של חברת אייבקס (IVX), והראה כי בשנים הראשונות שלאחר המיזוג הייתה ירידה ביצרנות, אך בשנים שלאחר־מכן נרשמה עלייה בה. כלומר, קיים מעגל ברור למדי. אחת המסקנות העולות ממחקרו נוגעת בנושא הזמן: לאינטגרציה, להחזרת הערך ולבדיקת ההצלחה יש תוחלת זמן.

בהמשך הרצאתו תיאר בנימיני מחקר שערך, ובו ראיין מאה וחמישים אנשים שהיו קשורים לשישה מיזוגים של חברת "טבע".

הנושא ראשון שבלט בראיונות אלה היה כיצד החברה הרוכשת מצטיירת בעיני חברת־המטרה, כלומר, אם החברה מצטיירת בעיני העובדים כמושיעה או שמא כאויבת.

הנושא השני שעלה בראיונות הוא נושא התרבות. בכל הקשור לתרבות הלאומית אין לגעת, לדעת בנימיני, שכן החברה הישראלית הרוכשת אינה מתכוונת להחיל את התרבות

הישראלית בארץ-היעד. זאת, בניגוד לתפיסה שרווחה בעבר בחברות אמריקאיות שביצעו רכישות ומיזוגים.

בנימיני עבר לדון בכוח-האדם לאחר המיזוג. מי הם המנהלים הבכירים לאחר המיזוג? הפילוסופיה של "טבע" הייתה שמשאירים את ההנהלה הקיימת של החברה הנרכשת ונותנים לה כבוד, אף שבמקרים רבים הפסידה הנהלה זו כסף רב.

מי הם אנשי-המפתח לאחר המיזוג? ברכישות רבות בעולם האנשים בעלי הידע בחברה הנרכשת אינם נשארים לאחר הרכישה. קיימות דוגמות רבות שבהן חלק גדול מאנשי הידע לא נשארו. בנימיני ציין כי חברת "טבע" דוגלת בהשארת אנשי הידע בארגון לצורכי אינטגרציה.

לגבי המבנה הארגוני הדגיש בנימיני כי חשוב מאוד, לפני המיזוג, להתייחס למבנים הארגוניים של שתי החברות. חיבור של שני ארגונים מדרגיים אינו דומה לחיבור בין ארגון מבוזר לבין ארגון בעל מבנה מדרגי.

נקודה משמעותית נוספת שעליה עמד בנימיני בהרצאתו היא גישת האינטגרציה, להבדיל מסדר האינטגרציה. הכוונה אינה לתהליך העבודה, אלא לגישה הכללית. כך, למשל, הדגים בנימיני את הצורך בבניית אמון בין אנשי החברה הנרכשת לבין אנשי החברה הרוכשת. יש לשים דגש בצורה שבה החברה הרוכשת בונה את האמון המדובר כחלק מגישה לרכישה כולה.

נקודה חשובה נוספת שציין בנימיני בהרצאתו הייתה שבכל תהליך רכישה כמעט יש אירוע מכונן. אירוע זה נהפך לתעודת-הזהות של החברה הרוכשת בעיניהם של אנשי החברה הנרכשת. דוגמות לאירועים מכוננים: פיטורים מסיביים של אחוז נכבד מכות העבודה, סגירת מפעל, החלפת ההנהלה וכדומה. אירוע מכונן זה מלמד רבות על החברה הרוכשת ועל מטרותיה בכל הנוגע לחברה הנרכשת, ומשפיע רבות על עתיד היחסים.

זמן אינטגרציה (post-merger integration) – מיזוג ורכישה הם תהליך שמצריך זמן עד שיתאפשר "יישור קו" עם הרציונל העסקי. בסופו של יום, נקודת המוצא של הרכישה היא עסקית. אין להתבלבל: כל הנושא התרבותי הוא נגזרת של הרציונל העסקי, שמחפש את ההתאמה האסטרטגית, את הסינרגיה וכדומה. לכן, כאשר אנשי משאבי-אנוש עובדים על תוכנית לרכוש חברה, גם הרציונל העסקי עומד לנגד עיניהם – למשל, פרק-הזמן עד להחזר ההשקעה וכדומה.

הגדרת הצלחה של מיזוג או רכישה – בנימיני טען בהרצאתו כי קיימים מדדי הצלחה שונים לגבי תהליך האינטגרציה. מובן שנקודת המוצא היא שאם החברה הרוכשת הצליחה באינטגרציה עם החברה הנרכשת אולם לא הצליחה בעסקה, אי-אפשר לומר שהיא "הצליחה". עם זאת, ציין בנימיני, אפשר שמדדי ההצלחה יבחנו את האינטגרציה ברמה של יצירת אמון, יצירת סינרגיה והעברת יכולות עבודה וידע. במקרה זה יש בתוך ההצלחה תת-נושאים וכמה גורמים להצלחה שצריכים להביא בחשבון.

לאחר בניית גישת האינטגרציה יש לבדוק את המנגנונים השונים שעובדים באינטגרציה – "עוגני האמון", כפי שבנימיני מכנה אותם – וכן את האירועים המכוננים, אם אלה קיימים. נושאים אלה משפיעים על הזמן והמהירות, וקשורים כמובן לקריטריון ההצלחה ולרציונל העסקי של החברה.

נושא נוסף שמשפיע רבות על מיזוגים ורכישות הוא הגמישות. בשלושים ושתיים הרכישות שביצעה "טבע", ניגשה החברה בכל פעם בצורה שונה לאינטגרציה. בכל רכישה שקלה "טבע" שיקולים אחרים, ולעיתים בוטלה רכישה ספציפית בגלל נושא של אינטגרציה תרבותית-אנושית. בנימיני ציין כי גם ברכישות שהוחלט לבצע למרות פערים תרבותיים-אנושיים הייתה מודעות והתייחסות לגורם האינטגרציה. לסיכום דבריו מנה בנימיני את הגורמים השונים שעל החברה הרוכשת להביא בחשבון, לדעתו: ראשית, יש להביא בחשבון את הרציונל העסקי כמו-גם את תדמיתה של החברה הרוכשת – האם היא נתפסת כמושיעה או כאויבת? שנית, כאשר מחפשים את ההתאמה התרבותית, יש לחפש את האמון ואת עוגני האמון. הטמעת התרבות מצריכה זמן רב, אך אמון הדדי מגשר לעיתים על חלק מבעיות התרבות. לבסוף, בנושא ההערכה – את הצלחתה של אינטגרציה יש למדוד, לטענת בנימיני, על-פי מידת האמון שנבנה בין הצדדים ומידת התיאום של ציפיותיהם.

פרק ז: מושב שביעי – מימון העסקה

משתתפי המושב: יושב-ראש – פרופ' אליעזר ברקוביץ', פרופ' סטיבן פלאוט, פרופ' יעקב עמיהוד

1. פתח-דבר

עניינו של המושב השביעי היה מימון של עסקות מיזוג ורכישה. במושב זה נבחנו כמה היבטים של נושא זה: האם מרוויחים ממיזוגים ורכישות? מהם הלקחים שהמשפט יכול ללמוד מתחום הכלכלה לגבי מיזוגים ורכישות? ולבסוף, מהי שיטת התשלום במיזוגים ורכישות?

בכרך זה של כתב-העת מופיע מאמרו של פרופ' סטיבן פלאוט "מה משפטנים יכולים ללמוד מכלכלנים על מיזוגים ורכישות?",⁵⁸ אשר נכתב בעקבות מושב זה. המאמר מנתח את ההתערבות הציבורית הרצויה במגוון של מקרים ותסריטים, בודק את ההגבלים הקיימים בגין החששות מפני פגיעה בתחרות עקב מיזוגים, מסביר על "רכישות עוינות" ועל האינטרסים המוגנים והנפגעים ברכישות כאלה, ומבדיל בין השיקולים שיש להתחשב בהם במיזוגים ורכישות "מקומיים" לבין אלה שיש להתחשב בהם במיזוגים ורכישות "חוצי-גבולות".

58 סטיבן פלאוט "מה משפטנים יכולים ללמוד מכלכלנים על מיזוגים ורכישות?" משפט ועסקים ח 375.

2. תמצית דברי המשתתפים במושב

הדובר הראשון היה פרופ' אליעזר ברקוביץ', דקן בית-ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה. ברקוביץ' דן בהרצאתו בשאלה מדוע הרוכשים מפסידים (בממוצע) בהליכים של מיזוג ורכישה.

בפתח דבריו ציין ברקוביץ' כי בעלי מניות של חברות שנקנו בהליך מיזוג אינם מפסידים בממוצע; הם מרוויחים ואף הרבה. בעלי המניות של החברות הרוכשות הם אלה שזקוקים להגנה, מכיוון שבממוצע הם הצד המפסיד.

מתי המיזוג פדאי? התשובה הכלכלית פשוטה. מיזוג פדאי כאשר נוצרים רווחים סינרגטיים (שיוגדרו בצורה כללית, הכוללת גם רווחים ממוניים וכדומה). רווח סינרגטי נוצר, בפשטות, כאשר אחת ועוד אחת שווה שלוש, כלומר, כאשר שווייה של החברה הממוזגת גדול משווי חלקיה. מקורותיו של הרווח הסינרגטי הם רבים – לדוגמה: שיפורים תפעוליים, יתרונות מיסויים, יתרונות מימוניים, אפשרות כניסה לשווקים חדשים, מיזוג קווי הפצה וכדומה.

נקודה מעניינת שהעלה ברקוביץ' היא שבמספר רב של מיזוגים ורכישות הרווחים הסינרגטיים היו חיוביים, אך הרוכש הפסיד כי שילם יותר מדי. כלומר, יש הבדל בין רווח סינרגטי לבין רווח לקונה. ברקוביץ' סיווג את ההבדלים לשלושה מצבים נפוצים:

1. מצב נורמלי – הסינרגייה חיובית והרווח לרוכש חיובי; זה המצב שאנו מצפים בדרך-כלל שיווצר בעקבות עסקה כלכלית.
 2. מצב היפוך – הסינרגייה חיובית והרווח לרוכש שלילי; כלומר, העסקה טובה מבחינה כלכלית אבל הרוכש הפסיד מסיבות אלה ואחרות.
 3. מצב א-נורמלי – הסינרגייה שלילית והרווח לרוכש שלילי; כלומר, מבחינה כלכלית לא כדאי לחברה הרוכשת לבצע מיזוג, ואם בוצע מיזוג, אזי הוא נבע ככל הנראה מטעות בחישוב הסינרגייה או מכך שהשיקול הכלכלי לא מילא תפקיד חשוב בשל בעיית נציג. לדעת ברקוביץ', במקרה שבו התבצעה רכישה עקב בעיית נציג, החוק צריך לעמוד לצד בעלי המניות הנפגעים של החברה הרוכשת.
- מהיכן נובעות הטעויות שבעטיין חברה מבצעת עסקת רכישה אשר מתבררת בדיעבד כלא-כדאית? לדברי ברקוביץ', הסיבות לטעויות הן רבות, אך סיבה מרכזית שחוזרת על עצמה היא שימוש בנתוני הפירמה הרוכשת בעת ניתוח הפירמה הנרכשת. למשל:
- א. שימוש בנתוני הצמיחה של החברה הרוכשת לצורך אומדן צמיחת המכירות של החברה הנרכשת;
 - ב. שימוש במכפילי החברה הרוכשת על נתוני החברה הנרכשת (לא רק מכפילי רווח, אלא גם נתונים תפעוליים);
 - ג. שימוש במחיר ההון של החברה הרוכשת להיוון תזרימי המזומנים של החברה הנרכשת.

עוד ציין ברקוביץ' כי ייתכן שחלק גדול מהטעויות נובע מהאינטרס שיש ליועצי הפירמה (בנקי השקעות) בהתממשות העסקה.

ברקוביץ' סיים את הרצאתו בדוגמה הממחישה טעות של חברה בביצוע מיזוג בשל

הערכות לא-נכונות – פרשת **America on Line – Time Warner**. במקרה זה נעשה המיזוג על רקע הנתונים הבאים:

- שווי מניות AOL לפני הודעת המיזוג – 164 מיליארד;
- שווי מניות TW לפני הודעת המיזוג – 124 מיליארד;
- שווי לאחר המיזוג על-פי הערכה של חברת **Salomon Smith Barney** – 500 מיליארד.

אם מחברים את המספרים, מקבלים צפי לרווח סינרגטי של 212 מיליארד דולר. צפי זה נבע מיישום שיעור הצמיחה הגבוה של AOL לתזרים המשותף, שרובו היה של TW. אולם יועצי הפירמה לא הביאו בחשבון כי חברת AOL הינה חברה טכנולוגית בעלת שיעור צמיחה גבוה, שאינו מתאים ליישום על חברה שאינה טכנולוגית ואשר אין לה סיכוי רב לצמוח בשיעור כה גבוה. ברקוביץ' ציין כי ההפרש בין צפי הרווחים של יועצי הפירמה לבין החישוב הישיר של הרווחים הסינרגטיים, אפילו בתרחיש אופטימי מאוד, היה גדול מאוד. ברקוביץ' סיים את דבריו באמירה כי אם נדרשת התערבות של המחוקק בהגנה על בעלי המניות, היא נדרשת בעיקר בהגנה על בעלי המניות של החברה הרוכשת. הדובר השני היה פרופ' סטיבן פלאוט מאוניברסיטת חיפה. בהרצאתו הצביע פלאוט על לקחים אחדים שמשפטנים יכולים להפיק מתחום הכלכלה בכל הנוגע למיזוגים ורכישות.

הלקח הראשון של פלאוט הוא שרכישה אינה יכולה להיות "עוינת" מבחינת בעלי המניות. כל מיזוג ורכישה הם לטובת שני הצדדים (לפי הבנתם). רכישות "עוינות" פוגעות אולי באינטרס של ההנהלה הקודמת בתאגיד הנרכש, אולם אין זה מעניינה של המדיניות הציבורית להגן על האינטרס של ההנהלה המודחת.

פלאוט המשיך את הליך המיזוג והרכישה לחופת נישואים. לטענתו, השאלה "מתי ומדוע מיזוג מצליח ומתי לא?" הינה מיותרת במידה מסוימת. כשם שמתחת לכל חופה יש שני צדדים שסוברים כי משתלם להם להיות שם, כך גם בכל מקרה של מיזוג ורכישה יש שני צדדים שסוברים כי כדאי להם להיכנס לעסקה. אכן, יש נישואים שאינם מצליחים, אבל בנקודת-הזמן שבה ניצב הזוג מתחת לחופה, סבר כל צד שהמהלך כדאי ומשתלם. פלאוט סובר כי לא בכל המקרים שבהם הנישואים נכשלים ניתן לזהות את הגורמים לאי-ההצלחה. זוגות רבים שהתגרשו אינם יודעים לזהות את הגורמים לאי-ההצלחה, ואם נשאל את החתן, נקבל תשובה שונה מזו של הכלה.

פלאוט העלה את השאלה הבאה: אם לשני הצדדים משתלם תמיד להיכנס מתחת לחופה, אזי מהי בכלל רכישה עוינת? הרי אין חופה עוינת! כדי להבין זאת צריך להביא בחשבון שחוזן מהחתן והכלה קיימים גורמים נוספים הרואים את עצמם כבעלי אינטרס. במילים אחרות, יש גם "מחותנת", קרי, ההנהלה. ה"מחותנת" רואה את עצמה כבעלת אינטרס בכל הקשור לחופה וכחלק בלתי-נפרד ממנה. לדעת פלאוט, לא תמיד צריך להתחשב בשיקוליה של המחותנת (ההנהלה), ואין היא צריכה להיות כלל צד לעסקה – לפחות לא צד שמתחשבים בו.

רכישה עוינת, לדברי פלאוט, אינה עוינת את הכלה, אלא עוינת את ההנהלה. הבנה זו מקילה את ההתייחסות לפיקוח על מיזוגים ורכישות. כל הנושא של הגנות נגד רכישה

עוינת – "מצנחי-זהב", "גלולות-רעל" וכדומה – מתאר הגנות על המחנות, ולא על הכלה. הכלה אינה צריכה הגנה, שכן אם לא תרצה להתחתן, היא לא תחתן. על המחוקק למצוא דרכים להקשות על המחנות (ההנהלה) להערים קשיים על המיזוג.

הלקח השני קשור למדידת התחרות ולהערכתה. הסיבה העיקרית לפיקוח על מיזוגים ורכישות היא החשש מפני פגיעה בתחרות. לדברי פלאוט, הגישה המסורתית, המודדת תחרות באמצעות "חלוקת שוק", היא בעייתית ומיושנת, ויש גישות חדשות בנושא. הבעיה המרכזית בגישה המסורתית, לדברי פלאוט, היא הגדרת השוק. הגדרת השוק יכולה להשפיע רבות על ההתייחסות למיזוג. כך, למשל, הגדרת שוק כמקומי או כגלובלי יכולה להכריע באישור המיזוג. פלאוט הדגים את הבעיה האמורה במיזוג היפותטי של שני יצרני המכוניות העיקריים בשוודיה – וולוו וסאאב. התשובה לשאלה אם המיזוג בין השניים ייצור מונופול אם לאו תלויה בהגדרת השוק. אם אנו מסתכלים אך ורק על השוק המקומי בשוודיה, כי-אז יתקיים מונופול, והמיזוג ייאסר. אם אנו מסתכלים על השוק הגלובלי, המיזוג יאושר.

פלאוט מצדד בגישה חדשה שעל-פיה תחרות נמדדת על-ידי הקושי והמחסומים המגבילים את כניסתם של מתחרים חדשים. ככל שקל יותר להיכנס לשוק – השוק תחרותי יותר. פלאוט ציטט את אמרתו הידועה של Arthur Laffer (הכלכלן שפיתח את עקומת לאפר), אשר בתשובה לשאלה "כמה מתחרים חייבים להיות בשוק על-מנת שתשרור שם תחרות משוכללת?" ענה: "אחד". אף אם יש יצרן אחד בלבד יכולה עדיין להיות תחרות משוכללת, שכן כל זמן שמתאפשרת כניסה קלה של מתחרים חדשים לשוק – השוק תחרותי.

הדובר השלישי היה פרופ' יעקב עמיהוד מבית-ספר סטרן למנהל עסקים באוניברסיטת ניו-יורק. נושא הרצאתו של עמיהוד היה שיטות התשלום במיזוגים ורכישות. עמיהוד ניתח את אמצעי התשלום הנפוצים ברכישות, סקר את הגורמים המשפיעים על שימוש במזומנים או במניות, ועמד על השפעת השימוש בכל אחד מהאמצעים האלה על מחירי המניות. החלק השני של הרצאתו עסק בשימוש בשיטות תשלום מורכבות.

אמצעי התשלום המקובלים בעבור רכישת חברה הם מזומנים ומניות של החברה הרוכשת. לעיתים רחוקות אמצעי התשלום הוא אגרות-חוב. תחילה מנה עמיהוד מאפיינים אחדים של שיטת התשלום במזומן:

א. תשלום במזומן מהיר יותר – כך, למשל, על-פי הכללים (תקנות השווקים) בארצות-הברית, אם חברה מגפיקה יותר מ-20% ממניותיה כדי לרכוש חברה אחרת, היא צריכה לקבל את הסכמתם של בעלי המניות הקיימים בגלל הדילול בהחזקותיהם. לצורך קבלת ההסכמה האמורה נדרש זמן לא-מבוטל, ונוצר חשש שיצוצו מתחרים אחרים. כאשר נוצרת תחרות, ערך מניותיה של חברת-המטרה עולה. מטרת החברה הרוכשת היא לפיכך לסיים את העסקה מהר ככל האפשר. במצב-דברים זה, תשלום במזומן הוא הדרך הזולה והמהירה ביותר.

ב. תשלום במזומן שכיח יותר כאשר בחברה הרוכשת יש בעל מניות החושש מדילול שליטה – שוק ההון בישראל, בניגוד לשוק בארצות-הברית, מתאפיין בגרעיני שליטה. ממחקר שעשה עמיהוד עולה כי חברות שיש בהן בעיות של שליטה עושות רכישות באמצעות מזומנים, ולא באמצעות מניות.

- ג. תשלום במזומן נחות מבחינת מס (לבעלי המניות של חברת-המטרה) – על-פי החוק בארצות-הברית, דחיית מס תתאפשר אך ורק אם החברה הרוכשת קונה את חברת-המטרה באמצעות תשלום של 50% ומעלה מהעסקה במניות. כדי לקבל הטבת מס, דרושה הצעת רכש של 80% ומעלה במניות.
- ד. תשלום במזומן שכיח יותר בהצעות רכש (לרבות עוינות) מאשר במיזוגים בהסכמה – מיזוג בהסכמה מחייב את הסכמתם של בעלי המניות של שני הצדדים. מכיוון שהליך זה נמשך ממילא זמן רב, אין משמעות רבה ליתרון המהירות של תשלום במזומן. לעומת זאת, בהצעות רכש, לרבות הצעות רכש עוינות, משתמשים בדרך-כלל במזומנים כדי לחסוך זמן יקר.
- ה. תשלום במזומן הוא האמצעי הבלעדי ב-LBO (leveraged buyout) של קרנות הון – לקרנות אלה אין מניות, ולכן הן יכולות להשתמש אך ורק במזומנים. עמיהוד ציין כי ברכישות רבות נעשה שימוש בשני האמצעים גם-יחד. כך, למשל, ההצעה של Johnson & Johnson לקנות את Guidant השתנתה עם הזמן – היא התחילה כהצעה של 40% במזומנים ו-60% במניות, אבל כאשר נוצרה תחרות עם חברת Boston Scientific על חברת-המטרה והתחילה מלחמת תמחור (bidding war), העלתה Johnson & Johnson בהדרגה את צד המזומנים והקטינה את צד המניות, מתוך מחשבה שרבים מבעלי המניות יעדיפו לקבל מזומנים. עוד ציין עמיהוד כי היחס בין שימוש במניות לבין שימוש במזומן כאמצעי התשלום משתנה עם הזמן. כך, למשל, בשנות השמונים נעשו הרבה רכישות עוינות, והיה גם גל גדול של LBOs (בעיקר בסוף שנות השמונים), דבר שהוביל לשימוש נרחב במזומנים כאמצעי תשלום. באמרת-אגב ציין עמיהוד כי כאשר מסתכלים על ההיסטוריה הארוכה של ארצות-הברית, רואים שכאשר יש גאות בשוק משתמשים יותר במניות כאמצעי תשלום, ואילו כאשר יש ירידה בשוק משתמשים יותר במזומנים. בהמשך הרצאתו התייחס עמיהוד לתגובה של מחירי המניות על אמצעי התשלום. לאמצעי התשלום יש השפעה גדולה מאוד על שערי המניות. מניותיה של החברה הרוכשת יורדות במוצע בכ-6% ברכישה במניות, ואילו ברכישות במזומן אין שינוי משמעותי במחירן. מגמות אלה מתגלות גם בסקירת תקופה של שלוש שנים לאחר הרכישה. לעומת זאת, מניותיה של חברת-המטרה עולות במוצע בכ-21% בתשלום במניות, וב-28% בתשלום במזומן. התגובה קשורה גם לכך שתשלום במזומן שכיח יותר בהצעות עוינות. עמיהוד ציין כי קיימות תיאוריות רבות המנסות להסביר מדוע ערך מניותיה של החברה הרוכשת יורד כאשר אמצעי התשלום הוא מניות. התיאוריה המועדפת עליו היא כי שימוש של המנהל במניותיו לשם רכישה מאותה לציבור הרחב את הערכתו בנוגע לערך מניותיה של החברה. אילו חשב המנהל שערך החברה גבוה מערך המניות, כלומר שיש תמחור-חסר של החברה, הוא לא היה משתמש במניות כדי לשלם. שימוש במניות מאותה לשוק כי המנהל חושב שהערך האמיתי של מניות החברה נמוך יותר, כלומר, שיש תמחור-יתר. ערך המניה ממשיך לרדת כי בדרך-כלל לחברות אלה יש ביצועים גרועים לאחר המיזוג. החלק השני של ההרצאה עסק בשיטות תשלום מורכבות באמצעות נגזרים. אמצעי התשלום הנפוץ ביותר הוא collars, המשמשים בכ-30% מהעסקות. בעסקת מניות, כאשר צפוי שתהליך אישורה של העסקה יארך זמן רב (למשל, בגלל צורך באישורים רגולטוריים),

בעלי המניות של חברת-המטרה חוששים שמחיר מניותיה של החברה הרוכשת ירד עד סיום העסקה. ה-collar מספק הגנה מוגבלת. בהצעה עם collar, הרוכש מתחייב לתת מניות נוספות (עד גבול מסוים) אם מחיר המניות ירד, ולהפך – הוא ייתן פחות מניות אם מחיר המניה יעלה. בעסקה כזו הרוכש מאותת למעשה שמחיר המניה שלו אינו מנופה. אכן, תגובתם של מחירי המניות של החברה הרוכשת על הצעה הכוללת collar שלילית פחות מאשר על הצעה ללא collar.

אמצעי נוסף הוא earnout – הסדר שלפיו המוכר יהיה זכאי בעתיד לתוספת לתמורת העסקה המקורית אם יעמוד ביעדים מוסכמים מראש. כך, למשל, תנאי הרכישה של אינדיגו על-ידי HP, כפי שפורסמו בספטמבר 2001, היו ש-HP תשלם בעבור המניות הנותרות של אינדיגו כ-629 מיליון דולר במניות של HP, ותוספת פוטנציאלית של עד 253 מיליון דולר. הסדר זה הותנה בכך שאינדיגו תשיג מטרות מסוימות בטווח הארוך. שיטה זו מקובלת כאשר חילוקי-דעות באשר למחיר עלולים להביא לידי פיצוץ העסקה, וכאשר החברה הרוכשת מעוניינת לשמור את המנהלים כאשר הם גם בעלי מניות גדולים, ולהבטיח העברת שליטה חלקה. אמצעי זה נפוץ גם כאשר חברה ציבורית קונה חברה פרטית, מכיוון שלחברה הציבורית אין מידע רב על החברה הפרטית ולכן היא מתנה תשלום נוסף בעמידה ביעדים.

אמצעי אחרון שעליו דיבר עמיהוד הוא CVR (Contingent Value Rights). החברה הרוכשת משלמת באמצעות מניות CVR + CVR. ה-CVR מגן מפני ירידת ערך המניות במשך תקופה מסוימת אחרי סיום הרכישה, עד גג מסוים (להבדיל מאמצעי ה-collar, אשר מגן על בעלי המניות של חברת-המטרה רק עד לסיום העסקה). דוגמה לכך היא עסקה שבה בעלי המניות בחברת-המטרה יקבלו, שנה מיום סיום העסקה, פיצוי על ירידת ערך המניה אל מתחת למחיר 25 דולר (כמחירה של מניית החברה הרוכשת בעת ההסכם) עד לגבול של 5 דולר. עמיהוד הצביע על בעייתיות מסוימת באמצעי זה: ההגנה הניתנת לבעלי המניות של חברת-המטרה הינה רחבה למדי, וכוללת אף מצבים שבהם ערך המניה יורד ללא קשר לתפקוד החברה. למשל, פיגוע המוני עלול להפיל את שוק ההון, ואף-על-פי-כן תצטרך החברה הרוכשת לשלם בגין נפילת מחיר המניות (במגבלות ההגנה). עמיהוד הציע כי כאשר משתמשים באמצעי תשלום זה, יש לנטרל סיכונים שאינם קשורים לתפקוד החברה הרוכשת על-ידי הגנות נוספות.

פרק ח: מושב שמיני – זכויות עובדים במיזוגים ורכישות

משתתפי המושב: יושב־ראש – פרופ' הדרה בר־מור, ד"ר גיא דוידוב, פרופ' גיא מונדלק

1. פתח־זבר

מטרתו של מושב זה הייתה לבחון היבטים שונים של זכויות עובדים במיזוגים ורכישות.

2. תמצית דברי המשתתפים במושב

הדוברת הראשונה הייתה פרופ' הדרה בר־מור מהמכללה האקדמית נתניה. בר־מור דנה בהרצאתה בנושא הפורום הנאות לדיון בזכויות עובדים בתאגידים המצויים בקשיים. בפתח דבריה טענה בר־מור כי בסיכומו של דבר, לדעתה, המצב כיום תקין. אף שלכאורה היה צריך להיות סוג של מירון סמכויות בין בית־המשפט המחוזי לבין בית־הדין לעבודה באשר לפורום הנאות שייטול לידי את השליטה בניהול זכויות העובדים, החקיקה בנושא זה ובתי־המשפט נוטים יחסית לכיוון של העברת הסמכויות לבית־המשפט המחוזי. זאת, אף שלפני כעשור, כאשר התפתח הנושא של תאגידים, עלה חשש בקרב העוסקים בתחום דיני העבודה שמא ליבם של השופטים בבתי־המשפט המחוזיים יהיה גס בזכויותיהם של העובדים. לדעתה של בר־מור, חששות אלה התבדו.

בר־מור ציינה כי המצב כיום בפועל הוא מצב של פורום אחד – בית־משפט אחד – העוסק במקרה אחד (one judge – one case), וזאת, לטענתה, כדי להוות את הפלטפורמה הראויה לעקרון הצדק החלוקתי והשוויון בין הנושים.

כדי להבין מהו הפורום הנאות לטיפול בתביעות עובדים בהקפאת הליכים, הסבירה בר־מור, יש להבחין לפי הפסיקה בין שני סוגים של תרופות מתבקשות: האחד, תרופה לגבי החובות לעובדים מהתקופה שלמן הקמתה של החברה ועד למתן צו הקפאת הליכים – חובות אלה יתבררו לפני הנאמן, והוא זה שידון בהם; האחר, תרופה לגבי התקופה שלאחר מתן צו הקפאת הליכים – יש צורך באישורו של בית־המשפט שנתן את צו ההקפאה כדי להגיש תביעה לבית־הדין לעבודה.

כלומר, בתקופה שאחרי ההקפאה קיים סוג של סמכות מקבילה. ייתכן שבית־המשפט שהוציא את צו ההקפאה הוא שידון בתביעות העובדים, וזו אכן המגמה של בתי־המשפט, לרבות של בית־הדין לעבודה, מתוך מטרה שבית־משפט אחד ינהל את כל העניינים הנוגעים בחברה, מאחר שהסדר נושים מחייב ניהול מנקודת־מבט כללית. בר־מור ציינה כי בית־המשפט המחוזי בתל־אביב, למשל, יוצר דין חדש כאשר הוא דן בתקופת הקפאת ההליכים בהקשר של זכויות העובדים. הוא יוצר דין של הקפאת הליכים, ויוצר דיני עבודה

מיוחדים לחברה בפירוק. כך, למשל, השופטת אלשיך, בעניין פלד,⁵⁹ עסקה בסוגיה של פיטורי מנכ"ל של חברה בתקופה של הקפאת הליכים, ונזפה במנהל המיוחד שהחליט לפטר את המנכ"ל. השופטת אלשיך אמרה בפסק-הדין כי המנהל המיוחד היה צריך לבקש לשם פעולה זו רשות מבית-המשפט. הצורך לבוא לבית-המשפט ולבקש רשות לפטר מנכ"ל בתקופה של הקפאת הליכים הוא צורך מיוחד שהוטל על-ידי השופטת אלשיך, שהרי כאשר החברה היא עסק חי, ולא במצב של הקפאת הליכים, תחילה ההנהלה מפטרת את המנכ"ל ורק אחר כך, לפעמים, העניין מגיע לבית-הדין לעבודה. בכל מקרה, בוודאי אין אומרים בבית-הדין לעבודה כי לא הייתה זכות לפטר את המנכ"ל, אלא אם כן יש לו מניעות מטעם החווה הנפרד שלו.

לסיכום, הנושא של יצירת דיני עבודה מיוחדים להקפאת הליכים ולפירוק הוא תחום רחב מאוד. דיני העבודה המיוחדים הללו אינם מבוססים תמיד על הפלטפורמה של דיני העבודה שאנו מכירים לגבי חברה שהיא עסק חי.

לפני סיום התייחסה בר-מור לפסק-דינה של השופטת ורדה אלשיך בעניין T.W.A.,⁶⁰ שם התעמת לכאורה בית-המשפט המחוזי בתל-אביב עם בתי-המשפט בארצות-הברית. בעניין זה נרכשה חברת T.W.A. על-ידי חברה אחרת, ואותה חברה אחרת – הרוכשת – סירבה לרכוש את הסניף הישראלי מכיוון שהחובות לעובדים בסניף הישראלי נחשבו בעיניה נכס מכביד, שכן התנאים הסוציאליים של העובדים בישראל היו גבוהים מדי לטעמה. התוצאה הייתה, לכאורה, שהעובדים בסניף הישראלי סיימו את עבודתם מול חברה בפירוק, והיו צריכים לקבל את זכויותיהם בתור כמו נושים בדין קדימה, עם כל הזכויות המצומצמות של נושים בדין קדימה. בקופת החברה בישראל נשארו עדיין כספים שהם מעבר לזכויות בדין קדימה, אבל הרבה פחות ממה שהעובדים רצו או היו זכאים לקבל לטענתם. לצד אותם עובדים היו נושים אחרים בלתי-מובטחים, והשאלה הייתה כיצד מכריעים בין אותם נושים בלתי-מובטחים לבין העובדים שתבעו זכויות במשך השנים ואשר לא הייתה להם שום אפשרות לקבל את הכספים המגיעים להם. המפרק האמריקאי אמר שצריך לחלק את הזכויות על-פי החוק. השופטת אלשיך, לעומת זאת, שאבה השראה מן הדין הצרפתי ואפילו מהפסיקה בבתי-המשפט בארצות-הברית בעניין זכויות עובדים שזכו בזכויות מסוימות, ופסקה כי יש לחלק נכסים שנמצאים בקופת החברה גם לעובדים. לדעת בר-מור, אילו הגיע העניין לבית-הדין לעבודה, ספק אם היה בית-דין זה מגיע בכל הערכאות לפסיקה כזו, הדואגת לעובדים המופלים כקבוצת עובדים שזכאית להגנה.

בר-מור ציינה לסיום כי דיני העבודה המתפתחים כיום בנושא של זכויות העובדים בחברות המצויות בקשיים מבוססים על תפיסת העובדים כקבוצה נוספת של נושים, כך שלעיתים הדבר יעבוד לטובת העובדים אך לפעמים הדבר יעבוד לרעתם. הדובר השני היה ד"ר גיא דוידוב מהאוניברסיטה העברית בירושלים. דוידוב דן

59 פשר (ת"א) 1357/03 מיאב חברה קבלנית לבנין בע"מ (בכינוס נכסים) נ' שרייבר זמי (לא פורסם, 12.1.2005).

60 פשר (ת"א) 1225/01 עו"ד חנן דורון נ' הרצוג, פוקס, נאמן ושות', עו"ד (לא פורסם, 18.6.2001).

בהרצאתו בפסק־הדין בעניין רמת"א, העוסק בחילופי מעבידים,⁶¹ דוידוב סקר באופן ביקורתי את פסק־הדין בהתייחס לשתי סוגיות מרכזיות שמתעוררות בעת חילופי מעבידים: השאלה אם נדרשת הסכמה של העובדים לשינוי, ושאלת רציפותן של זכויות העובדים. לבסוף בחן דוידוב הצעת חוק ממשלתית שנוסחה בעקבות פסק־הדין בעניין רמת"א. תחילה העלה דוידוב את השאלה אם מיזוג ורכישה מהווים חילופי מעבידים. לטענתו, כאשר בעקבות המיזוג חל שינוי באישיות המשפטית של המעביד, כי־אז התשובה חיובית: מבחינה פורמלית החברה הממוזגת היא מעסיק חדש, ויש שינוי במעביד. אולם שאלה זו טרם הוכרעה בפסיקה לגבי מצב שבו האישיות המשפטית של המעביד אינה משתנה ורק בעלי המניות מתחלפים. סוגיה זאת התעוררה בפסק־דין אמ"י מתו"ם,⁶² שבו התגלעה מחלוקת בין השופטים בבית־הדין הארצי לעבודה. השופטת ברק־אוסוסקין חשבה כי מבחינת העובדים, בכל הקשור לדיני העבודה, מצב זה נתפס כחילופי מעבידים, שכן באופן מהותי השתנו בעלי השליטה. השופט צור, לעומת זאת, חשב ההפך, ולטענתו, מצב זה אינו שונה מחילופים של המנכ"ל או של הממונה הישיר על העובד, אשר מהווים גם הם שינוי משמעותי מבחינת העובד.

בהמשך דן דוידוב בפסק־דין אמ"י מתו"ם בהקשר של סעיף 11(א) לחוק פיצויי פיטורים,⁶³ אשר מתייחס להתפטרות בדין מפוטר וקובע כי אם "התפטר עובד מחמת הרעה מוחשית בתנאי העבודה, או מחמת נסיבות אחרות שביחס עבודה לגבי אותו העובד שבהן אין לדרוש ממנו כי ימשיך בעבודתו, רואים את ההתפטרות לענין חוק זה כפיטורים". השאלה שהעלה דוידוב בהקשר זה היא אם עצם העובדה שהשתנתה השליטה בחברה – אף שמבחינת האישיות המשפטית אין שינוי – מאפשרת אוטומטית לעובדים שרוצים לפרוש להתפטר בדין מפוטר. השופטת ברק־אוסוסקין חשבה שכן. לעומתה, השופטים צור ואדלר חשבו כי הדבר אינו אוטומטי, אלא תלוי בנסיבות.

דעתו של דוידוב בשאלה אם מיזוג ורכישה מהווים חילופי עובדים היא כי בהקשרים מסוימים (לצרכים מסוימים) השינוי בזהותו של בעל השליטה עשוי להיחשב כחילופי מעבידים. מתוך נקודת מוצא שלפיה מיזוג או רכישה מהווים חילופי מעבידים, התייחס דוידוב לשתי סוגיות מרכזיות שמתעוררות בעת חילופי מעבידים: השאלה אם נדרשת הסכמה של העובדים לשינוי, ושאלת רציפותן של זכויות העובדים. תחילה התייחס דוידוב לסוגיה השנייה – רציפות הזכויות. ברמה של ההסכם הקיבוצי יש להביא בחשבון את סעיף 18 לחוק הסכמים קיבוציים,⁶⁴ שלפיו יש המשכיות, והנחת המוצא היא שהמעביד החדש מחויב בהסכם הקיבוצי של קודמו, וכי כדי לבטלו עליו לעמוד בפרוצדורות לא־פשוטות.

61 בג"ץ 8111/96, הסתדרות העובדים הכללית החדשה ואח' נ' בית הדין הארצי לעבודה, פ"ד נח(6) 481 (להלן: עניין רמת"א).

62 ע"ע 1271/00 אמ"י מתו"ם – אדריכלים מהנדסים יועצים ומודדים בע"מ – אברהם, פד"ע לט 587.

63 חוק פיצויי פיטורים, התשכ"ג-1963, ס"ח 136 (להלן: חוק פיצויי פיטורים).

64 חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957, ס"ח 63.

ברמה של חוקי-מגן הקושרים בין העובד לבין מקום העבודה, ולא ספציפית למעביד, הנושא של רציפות הזכויות אינו עולה. דוגמה לכך אפשר לראות בחוק פיצויי פיטורים, הקובע את הזכות לקבלת פיצויי פיטורים בגין תקופת העבודה אצל מעביד אחד או במקום עבודה אחד, ואם יתחלפו מעבידים, המעביד האחרון הוא שיצטרך לשלם פיצויי פיטורים על כל התקופה. לכן, בעת הרכישה או המיזוג על הקונה להתחשבן על כך עם המעביד הקודם. דוגמה נוספת היא חוק חופשה שנתית, שלפיו אורך החופשה תלוי בוותק שנצבר אצל מעביד אחד או במקום עבודה אחד.

ברמה של חוזה עבודה אישי שמעניק זכויות נוספות מעבר לחוקי-המגן – לדוגמה, שלוש ימי חופשה בשנה, ולא ארבעה-עשר, כמינימום הקבוע בחוק – עולה השאלה לכמה ימי חופשה העובדים זכאים ברגע שהתחלפו המעבידים בעקבות מיזוג או רכישה. לכאורה, הרלוונטיות של שאלה זאת מוגבלת מהטעם שקל מאוד לשנות את החוזה האישי – למשל, על-ידי איום בפיטורים אם העובד לא יוותר על הזכות. עם זאת, יש עובדים שאי-אפשר לאיים עליהם בפיטורים, כגון עובדים שרכשו קביעות או עובדים שנחוצים מאוד למעביד מסיבה כלשהי. יתר על כן, דוידוב טען כי לאחרונה, עם התפתחותה של עילת תום-הלב בפסיקה, הרלוונטיות של השאלה גוברת. התפיסה המקובלת בפסיקה לגבי שאלה זו היא שמעביד חדש משמעו חוזה חדש, ולפיכך הזכויות מכוח החוזה האישי הקודם אינן אמורות לעבור אם הן אינן מכוח חוק או מכוח הסכם קיבוצי. אולם בעניין רמת"א הביע השופט מצא, אגב אורחא, עמדה מנוגדת לתפיסה המקובלת עד כה. לפי מצא, שינוי בזהות המעביד הוא שינוי חד-צדדי של תניה מרכזית בחוזה. שינוי זה מהווה חלק מהפרוגטיבה (זכות-היתר) של המעביד, ולכן הוא מותר, אך אין מדובר בחוזה חדש. התוצאה היא שיש רציפות של זכויות גם מכוח החוזה האישי, שכן המעביד החדש ממשיך את החוזה הקודם של העובד תוך שינוי תניה אחת בלבד, אף אם משמעותית.

דוידוב טען כי תפיסתו של השופט מצא אינה תואמת את דיני העבודה ואת דיני החוזים. היא אינה תואמת את דיני החוזים כי שינוי צד לחוזה אינו שינוי תניה, אלא מהווה חוזה חדש; והיא אינה תואמת את דיני העבודה מבחינת דיני הפרוגטיבה, שכן המעביד יכול אומנם להכניס שינויים ניהוליים במסגרת החוזה, אך לא שינויים במובן של שינוי תניות בחוזה באופן חד-צדדי, אלא רק דברים שבמסגרת החוזה, קרי, דברים שנתפסים כחלק מהזכות הניהולית שלו ואשר העובד מסכים להם בבירור או במשתמע מהחוזה.

בשלב זה התייחס דוידוב לסוגיה הראשונה – השאלה אם נדרשת הסכמה של העובדים לשינוי. גם בנושא זה עסק פסק-הדין החשוב בעניין רמת"א, שבו נידון שינוי מבני ועלתה השאלה אם העובדים יכולים לסרב לעבור לעבוד בגוף החדש מחשש שבעתיד ייפגעו תנאיהם. משמעותו של סירוב כזה, במקרה קיצוני, היא סיכול המכירה כעסק חי. בהנחה שהעובדים אינם מסכלים את המכירה, הדבר מעניק בהחלט כוח מיקוח לדרישתם שלא יפגעו בתנאיהם כתנאי להסכמתם למעבר. אם המעביד רוצה בכל-זאת לבצע את המכירה ללא התחשבות בעובדים, הוא נדרש לפטרם. המעביד החדש יידרש לעשות סוג של פיטורי-צמצום, ובכך למעשה לסגור את המפעל ולשכור עובדים חדשים – הליך מסובך מאוד מבחינתו, לפחות כאשר יש הסכם קיבוצי.

בהחלטה שקדמה להחלטתו של בג"ץ בעניין רמת"א, קבע בית-הדין הארצי לעבודה

באותו עניין כי אין לעובדים זכות וטו על מעבר למעביד חדש.⁶⁵ ככלל, נקבע שמי שאינו מעוניין במעבר יכול להתפטר בדין מפוטר. השופטת ברק-אוסוסקין הביעה, בדעת מיעוט, את העמדה כי אי-אפשר להעביר עובד ממעביד למעביד ללא הסכמתו. בעניין רמת"א, שהוגש נגד פסק-הדין לעיל של בית-הדין לעבודה, אומצה גישתה של השופטת ברק-אוסוסקין, וכיום יש זכות וטו לעובדים על מעבר למעביד חדש. ההנמקה של דעת הרוב בעניין רמת"א הייתה כי מעביד שרוצה למכור את המפעל רוצה לשנות זהות של צד לחוזה העבודה, כך שלמעשה זו הצעה לכריתת חוזה חדש. לטענת דוידוב, דיני החוזים אינם מתאימים בהקשר זה. דיני החוזים מתאימים בעיקר לחוזי עסקה, ולא לחוזי יחס דוגמת חוזה עבודה, שהינו חוזה ארוך-טווח ואישי, ולא חוזה כלכלי קצר-מועד. חוזה עבודה יוצר תלות של העובד במעביד, מה שהופך את החוזה ליוצא-דופן.

לסיכום טען דוידוב כי מבחינת שיקולי מדיניות סביר לתת רציפות זכויות מלאה, לא לאפשר לעובדים זכות וטו ולהעניק זכאות אוטומטית לפיצויי פיטורים למי מביניהם שאינם מעוניינים להמשיך לעבוד אצל המעביד החדש. שינוי המעביד אינו שונה כל-כך משינויים אחרים שהעובדים נחשפים אליהם, ואין בו כדי להצדיק הגנה מעבר למתואר. בעקבות פסק-הדין בעניין רמת"א נוסחה הצעת חוק ממשלתית במסגרת הצעה לתיקון חוק פיצויי פיטורים.⁶⁶ הרעיון בהצעה זו הוא שתינתן אפשרות למעביד להודיע שלושים יום מראש על חילופי מעבידים, וכי במהלך פרק-זמן זה תהיה לעובד הזדמנות להתפטר בדין מפוטר, שאם לא כן יראו אותו כמי שהסכים לעבור למעביד החדש, ומובטחת לו רציפות זכויות מלאה. דוידוב טען כי בסך-הכל ההסדר ראוי ומאוזן, אולם פרק-הזמן של שלושים ימים מהווה תקופה קצרה מדי, לדעתו, שאין בה כדי לאפשר לעובד לחשוב על חלופות ולקבל החלטה. כמו-כן טען דוידוב כי לדעתו המקום המתאים לעגן את רציפות הזכויות הוא לא בחוק פיצויי פיטורים, כבדרך אגב. לסיום העיר דוידוב כי ההצעה באה לשנות את ההלכה הנוהגת כיום (הלכת רמת"א), אשר מעניקה זכות וטו לעובדים, ומן הראוי לומר זאת במפורש בדברי ההסבר וגם בעת הצגת החוק בקריאה הראשונה.

הדובר השלישי היה פרופ' גיא מונדלק מאוניברסיטת תל-אביב. מונדלק דן בהרצאתו בדיני העבודה – ככל שאלה מתעסקים במיזוגים ורכישות – בשלבים שלפני המיזוג ותוך כדי המיזוג. מונדלק הסביר כי הסוגיה של זכויות עובדים בעת מיזוג, רכישה ותצורות נוספות של ארגון-מחדש מעוררת בעיות שונות בתחום משפט העבודה. הדיון הרווח בתחום של דיני העבודה בהקשר זה מתמקד בשלבים שלפני השינוי הארגוני ובמהלך השינוי הארגוני עצמו, תוך שימת דגש ברגע העברת הבעלות. משנוצרה יחידה ארגונית חדשה, העיסוק של דיני העבודה חוזר בחזרה למסלול של "עסקים כרגיל", מתוך הנחה שההיסטוריה של השינוי הארגוני אינה צריכה להשפיע עוד על מהלכם הרגיל של דיני העבודה. מונדלק התמקד בהרצאתו דווקא "ביום שאחרי", ובחן את המציאות הארגונית שהארגון החדש צריך להתמודד איתה. לטענתו של מונדלק, שינויים במבנה הארגוני, לרבות מיזוגים ורכישות, מהווים טראומה מסוימת, המעמידה חלק ממושכלות-היסוד של דיני העבודה במבחן.

65 דב"ע נד/4-1 ההסתדרות הכללית – התעשייה האווירית, פד"ע כט 601.

66 הצעת חוק פיצויי פיטורים (תיקון מס' 20) (חילופי מעבידים במפעל), התשס"ו-2005.

ראשית סקר מונדלק באופן כללי את הדיון הקלסי של דיני העבודה בנוגע למיזוגים, תוך חלוקתו לשני שלבים עיקריים: השלב שלפני ההעברה/המיזוג והשלב של יום ההעברה/המיזוג. ביחס לשלב הראשון דיני העבודה האידיוודואליים עוסקים בשאלות של זכויות עובדים. לטענת מונדלק, קיים רצף שבצידו האחד לעובדים אין שום אינטרס ראוי להגנה ואילו בצידו האחר ניתן להעניק לעובדים זכות וטו. רוב שיטות המשפט נמצאות בנקודה כלשהי בתווך. בשלב השני מדובר במעבר של עובדים מישות משפטית אחת לישות משפטית אחרת – הישות הממוזגת. סוג אחד של שאלות העולות בהקשר זה סבות סביב עניין רמת"א⁶⁷ – למשל, אם העובדים חייבים לעבור. סוג אחר של שאלות נוגעות ברציפות זכויות. הנטייה המובהקת של הדין הישראלי היא להבטיח רציפות זכויות.

לטענתו של מונדלק, הבעיות הקשורות לדיני העבודה צצות בעיקר כאשר ממזגים את כוח העבודה. בנסיבות אלה ייתכנו שלוש אפשרויות משפטיות: אפשרות אחת היא שבשני המפעלים (המתמזגים) יש יחסי עבודה אינדיוודואליים; אפשרות אחרת היא שבשני המפעלים יש יחסי עבודה קיבוציים; והאפשרות השלישית היא שבמפעל אחד יש יחסי עבודה קיבוציים ואילו במפעל האחר יש יחסי עבודה אינדיוודואליים. השאלה העיקרית היא כיצד מניעים את "הגלגל האנושי" לשתף פעולה?

כאשר אנחנו עוסקים באפשרות הראשונה שלעיל, אזי לפי דיני העבודה, כדי לחולל שינוי ולייצר תרבות ארגונית חדשה, יש לפעול על-פי עיקרון של רוויזיה. צריך להציע שינוי בתנאי העבודה של העובדים ובסדרי העבודה, וליצור הרמוניזציה של יחסי העבודה ותנאי העבודה. התהליך כפוף בעיקרו לכוחות של היצע וביקוש. העובדים חוששים לרוב משינויים, ואם הם יחשבו שמצבם יהיה טוב יותר במקום אחר, הם ילכו אליו. לכן זה תהליך שמחייב הרבה מאוד חשיבה.

כאשר אנחנו עוסקים באפשרות השנייה שלעיל, הבעיה מורכבת במעט. כלי עיקרי במפעלים קיבוציים הוא משאומתן קיבוצי, ולכן צריך לחשוב מהי יחידת המיקוח למשאומתן קיבוצי של כל אחד מהמפעלים? אם כל מפעל מגיע עם איגוד מקצועי אחר, מי ייקח את המושכות וינהל את המשאומתן? ההסדרים ביחסי עבודה קיבוציים מסדירים לא רק את מישור היחסים שבין העובדים לבין ההנהלה, אלא גם את זה שבין העובדים לבין עצמם, והמתחים בין קבוצות העובדים השונות מקבלים בהם ביטוי חזק. מתחים אלה אינם חייבים להיות רעים לתהליך המיזוג, אך יש להכיר בהם.

כאשר אנו עוסקים באפשרות השלישית שלעיל, מתעוררת הבעיה האמיתית. ברוב המקרים יש חברה אחת שאותה יונקים אל תוך החברה האחרת, וכאן מתעוררות שתי שאלות. השאלה הראשונה היא מה ההנצחה למיזוג. יש, למשל, מיזוגים שמטרתם היא לשבור את הכוח הארגוני באחד המפעלים או לדלל את שיעור העובדים המאורגנים. השאלה השנייה היא לוגיסטית: איך אפשר למזג מפעל קיבוצי עם מפעל אינדיוודואלי?

מונדלק טען כי "שאיבת" מפעל אינדיוודואלי אל תוך מפעל קיבוצי פשוטה יותר מ"שאיבה" הפוכה, וזאת הן מבחינה לוגיסטית והן מבחינה משפטית. מונדלק התמקד בשני היבטים. האחד הוא ההיבט האידיאולוגי, הערכי, של יצירת תרבות ניהולית חדשה

67 עניין רמת"א, לעיל ה"ש 60.

במפעל שממזג תרבות קיבוצית ותרבות אינדיווידואלית. ההיבט האחר, והבולט יותר, הוא ההיבט המשפטי. במקרה זה מדובר בתיאום בין שיטות ניהול בעלות רקע אידיאולוגי שונה לחלוטין. כמו־כן קיימים הבדלים משמעותיים בתפיסה של משאבי־האנוש: המחלקות פועלות בצורה שונה, תפיסותיהן לגבי מהות תפקידן ולגבי הקשר שלהן להנהלה ולעובדים היא שונה, וכולי. הבדלים אלה מולידים פרקטיקות שונות בנושאים של פיטורי עובדים, קידום, תגמול, פנסיה, הטבות נלוות וכולי. ניהול של שתי המערכות האלה בו־זמנית הוא אתגר ניהולי של ממש.

כאשר מטרת המיזוג היא בעיקר ניקוז של הגוף הקיבוצי החוצה, אזי פשוט מאוד לעשות זאת כאשר האינדיווידואלי "אוכל" את הקיבוצי. כך מייצרים "אי" קיבוצי בתוך מפעל אינדיווידואלי. דרך אחת, למשל, היא לקבוע שמועסקים שהיו בסטטוס קיבוצי לפני המיזוג יישארו בסטטוס זה גם לאחריו, אך כל הדור הבא של המועסקים יהיה אינדיווידואלי. זאת שיטה מצוינת לנקז את הקיבוצי החוצה, והיא מתאימה לאידיאולוגיה של "שבירת הכוח הארגוני". אולם כאשר המטרה היא לא להרוס את הגוף הקיבוצי, אלא באמת ליצור את האינטגרציה, אזי ניתן, למשל, ליצור בהסכם המיזוג יחידת מיקוח פונקציונלית, קרי, אנשים אשר באופן מסורתי היו של הגוף הקיבוצי ממשיכים וימשיכו להיקלט במסגרת הקיבוצית.

לקראת סוף הרצאתו הדגיש מונדלק את חשיבותה של ההבנה כי ברגע שיש יחידה קיבוצית ומסביבה "ים" אינדיווידואלי, אזי כל מה שנעשה במקום אחד משפיע ומקרין על האחר, וכל אחד בודק מה נותנים לשכן. למשל, אם הטבה מסוימת תינתן רק לעובדים האינדיווידואליים, אזי תהיה בכך משום פגיעה אסורה בחירות ההתארגנות. יכולים להיווצר תמריצים להנהלה לנקז את הגוף הקיבוצי החוצה, ולכן הרעיון שניתן, באמת ובתמים, לשמור על "גדר הפרדה" הרמטית בין הקיבוצי לבין האינדיווידואלי אינו עובד.

הנקודה המסיימת של מונדלק הייתה שכאשר אנו מדברים על מיזוג של מפעל אינדיווידואלי ומפעל קיבוצי, אנחנו חושבים בדרך־כלל על עלותו של ההסכם הקיבוצי שעובר עם העובדים, אבל העלות היא דינמית, ולא סטטית. במיזוג של מפעל קיבוצי ומפעל אינדיווידואלי – הרבה יותר מאשר במיזוג בין שני מפעלים אינדיווידואליים או במיזוג בין שני מפעלים קיבוציים – יש "enduring friction cost", כלומר, עלויות חיכוך מתמידות. כל עוד הקיבוצי מתקיים לצד האינדיווידואלי, קשה מאוד לטפל במערכת כפולה כזו של ניהול משאבי־אנוש מבלי להיכנס לבעיות כרוניות.

פרק ט: מושב תשיעי – סעד הערכה

**משתתפי המושב: יושב-ראש – פרופ' זוהר גושן, ד"ר אירית חביב-סגל,
פרופ' אמיר ברנע**

1. פתח-דבר

הנושא של מושב זה היה היבטים שונים של סעד ההערכה. הנושאים שנידונו במושב זה היו: קביעת שווי הוגן בהליך של סעד ההערכה; הפסיקה הישראלית הסותרת בנושא סעד ההערכה; והערכות שווי בהצעות רכש.

בכרך זה של כתב-העת מופיע מאמרו של פרופ' אמיר ברנע "הערכות שווי בהצעות רכש"⁶⁸, אשר נכתב בעקבות מושב זה. מאמרו של ברנע מציג מתכונת לחישוב שווי הוגן בהצעות רכש כפוויות על-פי סעיף 338 לחוק החברות. המתכונת המוצעת מתבססת על שווי, במחירי שוק, של תיק ניירות-ערך שקול ("שווי תחליפי") לנייר-הערך הנרכש.

2. תמצית דברי המשתתפים במושב

הדובר הראשון היה פרופ' זוהר גושן מהקריה האקדמית אונו ומאוניברסיטת קולומביה. נושא הרצאתו של גושן היה קביעת שווי הוגן בהליך של סעד הערכה.

בפתח דבריו ציין גושן את הדין הקיים במדינת דלוור בארצות-הברית. בדלוור, כאשר בעל שליטה מחזיק ביותר מ-50% מהון המניות, פתוחים לפניו שני מסלולים להפיכת החברה לחברה פרטית בבעלותו המלאה:

המסלול הראשון הוא הליך מיזוג. בהליך זה לבעל השליטה שמורה הזכות להוציא את המיעוט אל מחוץ לחברה, תוך החלטה על המחיר שאותו ישלם בעבור מניותיהם. במקרה זה נטל ההוכחה בדבר הוגנות העסקה מוטל עליו. קיים מסלול-ביניים, שנוצר על-ידי בית-המשפט בדלוור, והוא הקמת ועדה של דירקטורים עצמאיים על-ידי בעל השליטה. ועדה זו רשאית לנהל משא-ומתן בשם בעלי מניות המיעוט, ויש לה זכות וטו על העסקה. אם בעל השליטה מקבל את הסכמתם של רוב בעלי המניות מקרב המיעוט, נטל ההוכחה שהעסקה אינה הוגנת עובר לתובע. על פניו העברת הנטל נראית עניין טכני, אולם גושן טען כי מבחינה מהותית מדובר במשימה בלתי-אפשרית כמעט. לבעל מניות מיעוט הטוען כי המחיר שהוצע על-ידי בעל השליטה אינו הוגן קיימות שתי אפשרויות: (1) אם הסיבה למחיר הנמוך נובעת מהפרה של חובת אמונים, כ-אז בעל המניות יכול להגיש תביעה ייצוגית בשם כל בעלי המניות, והיה אם בית-המשפט יקבע כי המחיר אכן נמוך מדי, התוספת למחיר המניות תשולם לכל בעלי המניות, כולל אלה שהסכימו למיזוג; (2) אם

68 אמיר ברנע "הערכות שווי בהצעות רכש" משפט ועסקים ח 393.

מדובר בחילוקי-דעות ביחס למחיר ללא טענה להפרה של חובת אמונים, כִּי־אז הסעד היחיד שעומד לאותו בעל מניות שהתנגד למיזוג הוא סעד הערכה.

המסלול השני הוא הצעת רכש. בעל השליטה המחזיק יותר מ־50% מהון המניות צריך להגיע ל־90% מהון המניות. הוא ינסה להשיג זאת על־ידי הצעת רכש לבעלי מניות המיעוט. העלייה בהחזקה המניות מ־90% ל־100% מהון המניות הינה החלטה חד־צדדית של בעל השליטה – הליך הנקרא "מיזוג־חילוט". כאשר ניתנת הצעת רכש עד השגת 90% מהון המניות, אין סעד הערכה ואין גם אפשרות לטעון להפרה של חובת אמונים שבגללה המחיר שהוצע נמוך מדי. על־פי הפסיקה בדלור, קיימים שני תנאים לכך שהצעת הרכש לא תיחשב כופה: הראשון הוא שהמציעים ייענו להצעה, והשני הוא שעם ההגעה להחזקה של 90% מהון המניות יבצע בעל השליטה את הצעד השני (מיזוג־חילוט) מייד ובאותו מחיר. אם בעל השליטה מילא את שני התנאים האמורים, לא יינתן סעד הערכה ואין אפשרות לטעון להפרה של חובת אמונים. גושן ציין כי סעד הערכה – להבדיל מטענה להפרה של חובת אמונים ותביעה אישית – אינו תביעה ייצוגית. מדובר בהליך ארוך ומורכב מאוד, המחייב את בית־המשפט למיומנות גבוהה מאוד. כך, למשל, על בית־המשפט לבחור בין חוות־דעת והערכות שווי מתחרות, ולהיות בקי בתחום המימון. גושן ציין כי בתי־המשפט בדלור משתמשים בכל שיטת מימון מוכרת לשם הערכת שווי, אם כי השיטה הנפוצה ביותר היא הוון של תזרים המזומנים. עוד הוסיף גושן כי בתי־המשפט בדלור אינם מקבלים את מחיר השוק כמדד לשווי הוגן.

לאחר תיאור הדין בדלור פירט גושן את המצב המשפטי בארץ: בישראל, כדי לעבור מהחזקה של פחות מ־90% מהון המניות להחזקה של יותר מ־90% מהון המניות, יש להציע הצעת רכש מלאה. במקרה של הצעה כזו, אם פחות מ־5% מבעלי המניות מתנגדים להצעת הרכש, ההצעה עוברת ובעל השליטה יכול לכפות את המתנגדים למכור את מניותיהם. לאחר כפיית המכירה ניתן לבקש סעד הערכה בתביעה ייצוגית, ולכל בעלי המניות יש הזכות להצטרף להליך זה. עוד ציין גושן כי בהליך עצמו בית־המשפט יכול רק להעלות את המחיר, ולא להורידו, וזאת להבדיל מדלור, שם ייתכן מצב שבו המחיר ירד. גושן ציין קשיים אחדים העולים עקב ההסדר המתואר:

1. התניית הצעת הרכש בכך שפחות מ־5% מקרב בעלי המניות יתנגדו לה אינה הגיונית. גושן הדגים את טענתו במקרה שבו המציע מחזיק 60% מהון המניות. לדעתו, אין היגיון לעצור את ההצעה במקרה שרק 30% נוספים תמכו בהצעת הרכש, שכן 30% אלה מהווים 75% מקרב כללי בעלי מניות המיעוט (40%). האבסורד, לדעת גושן, מתברר כאשר אנו משווים בין הדרישות לגבי הצעת רכש לבין הדרישות לגבי הליך מיזוג: כאשר בעל שליטה שמחזיק 60% מהון המניות מקיים עסקת מיזוג, די ברוב מבין בעלי מניות המיעוט (40%) לאשר את עסקת המיזוג, וכן אין סעד הערכה. ניתן לכפות את המיעוט למכור מניותיו. אומנם, ציין גושן, בעסקה מעין זו קיים הדירקטוריון שמחווה את דעתו על העסקה, אך אין בהליך מסוג זה סעד הערכה.
2. באשר לאפשרות של הגשת תביעה לסעד הערכה על־ידי כלל בעלי המניות, טען גושן כי בדלור סעד הערכה ניתן רק כאשר בעל המניות התובע נכפה למכור או כאשר הוא התנגד למכירה. זאת, מכיוון שבמקרים הללו יש בעיה של הצבעות אסטרטגיות:

כאשר ניתנת הצעת רכש, בעלי המניות מפחדים שכל שאר בעלי המניות יציעו את מניותיהם, ואילו הם יישארו מאחור כבעלי מניות מיעוט ויהיו חשופים לפגיעות של בעל השליטה, ולכן הם נלחצים למכור את מניותיהם. בעיה זו נקראת "pressure to tender". המחוקק פתר את הבעיה על-ידי הקביעה כי בהצעת רכש מיוחדת יש לניצוץ ארבעה ימים לאחר אישור ההצעה לשנות את דעתו ולהצטרף להצעה במחיר זהה. קביעה זו פותרת את הלחץ שקיים על בעל המניות להציע את מניותיו למרות המחשבה שהמחיר אינו הוגן. לטענת גושן, הסיבה שבגללה ניתנה זכות תביעה גם לבעלי המניות שהסכימו להצעה היא חשש מסוג אחר: אם בעל מניות ידע שרק למתנגדים יש סעד הערכה, הוא יעדיף לא להיענות להצעת הרכש, להמתין לשלב השני שבו יהיה בין המתנגדים ויכפו עליו את המכירה, ואז להגיש סעד הערכה, שם ייתכן שיקבל יותר ממה שהציעו לו. אם כולם יחשבו כך, כל הצעות הרכש ייכשלו. גושן טוען בהצעתו כי מבחינה עיונית ההסדר אמור להגן על המציע. לכן יש לאפשר למציע להחליט אם ברצונו לתת סעד הערכה רק לבעלי המניות המתנגדים או לכולם. אם המציע חושב שהצעת הרכש שלו תיכשל, הוא יאפשר סעד הערכה לכל בעלי המניות.

לדעת גושן, התוצאה של ההסדר הקיים בישראל אינה מספקת: מצד אחד, מעניקים הגנה חזקה מאוד לבעלי המניות במסגרת הצעת הרכש, על-ידי הדרישה שפחות מ-5% מבעלי המניות יתנגדו להצעה; ומצד אחר, סעד ההערכה – אשר ניתן בדרך-כלל רק לבעל מניות שנכפה למכור או מתנגד להצעה – ניתן בארץ לכל בעלי המניות. התוצאה של השילוב המתואר יוצרת מעין משחק דואלי, שאותו חילק גושן לשניים לפי פסיקת בית-המשפט:

- (א) מתן סעד הערכה אפקטיבי – בדרך-כלל, כאשר הניצעים מסכימים להצעת הרכש, ההנחה היא כי זהו ביטוי לכך שהמחיר הוגן. אבל מכיוון שהחוק הישראלי לוקה, וכל הניצעים יודעים שבשלב השני, גם אם יסכימו למכירה, שמור להם סעד הערכה, הם אינם שוקלים ברצינות אם המחיר שהוצע להם הוא מחיר טוב, ונענים להצעה בקלות-דעת מתוך הסתמכות על סעד ההערכה. התוצאה היא שאי-אפשר להסתמך על היענות הרוב להצעה כביטוי למחיר השוק או להערכת השוק כי שווי המכירה הוגן.
- (ב) מתן סעד הערכה לא-אפקטיבי – מחיר השוק הוא נקודת מוצא לשווי ההוגן, אף שברור כי מחיר השוק אינו מהווה שווי הוגן. המשמעות האפקטיבית היא שבעל המניות יודע כי בשלב השני, לאחר הביצוע, מחכה לו סעד הערכה לא-אפקטיבי, ולפיכך עליו לשקול בכובד-ראש אם המחיר שהוצע לו הוא טוב. במצב זה, אם רוב בעלי המניות נענו להצעה, הושגה המטרה – המחיר הוא מחיר הוגן שתומחר על-ידי השוק.

לדברי גושן, הבחירה בין שני הפתרונות נמצאת עכשיו לפתחו של בית-המשפט העליון. לדעת גושן, הקביעה כי מחיר השוק הינו נקודת מוצא לשווי הוגן עדיפה, שכן אם יינתן סעד הערכה אפקטיבי – כלומר, אם בית-המשפט יתעלם מהעובדה שרוב בעלי המניות תמכו בהצעת הרכש – אזי יתאפשר לבעלי המניות לקבל את הצעת הרכש בקלות-דעת, והמשמעות היא שבתי-המשפט בישראל יצטרכו להתמודד עם אחת הסוגיות הקשות ביותר.

לדברי גושן, בית-המשפט, בהתחשב בעומס העבודה המוטל עליו, אינו מסוגל לפתח את המיומנות המקצועית הדרושה לצורך הערכת שווי נכונה, וגם אינו יכול להקדיש את הזמן הנדרש לשם כך. לדבריו, אם בית-המשפט ינקוט גישה של סעד הערכה לא-אפקטיבי, ויקבע כי מחיר השוק הינו מדד לשווי הוגן אף שהוא אינו כזה, כ-אז המטלה של הערכת שווי אמיתית תעבור אל השוק. השוק, לדעת גושן, ערוך בצורה טובה יותר מבתי-המשפט להחליט אם הצעת הרכש שהוא מקבל היא במחיר הוגן.

בסיום הרצאתו הוסיף גושן כי אילולא הייתה התניה בחוק שפחות מ-5% מהניצעים יתנגדו להצעת הרכש, אזי הגישה של מתן סעד הערכה לא-אפקטיבי הייתה גורמת לקריסת הבורסה, שכן משמעותה הייתה שבעל השליטה – אשר מחזיק בידיו מידע רב יותר מאשר כלל בעלי המניות בשל מידע הפנים שבידיו – היה יכול להחליט מתי כדאי לו לבצע את הצעת הרכש תוך שהוא מסתמך על מחיר השוק. מצב זה, מבחינה מימונית, לא היה מאפשר קיומו של שוק כלל. אבל מכיוון שממילא קיימת בחוק הדרישה שפחות מ-5% מהניצעים יתנגדו להצעה, נקיטת הגישה של מתן סעד הערכה לא-אפקטיבי במקרה זה אינה בעייתית, ומהווה פתרון ראוי לדעת גושן.

הדוברת השנייה הייתה ד"ר אירית חביב-סגל מאוניברסיטת תל-אביב. חביב-סגל דנה בהרצאתה בסעד ההערכה בכללותו.

חביב-סגל טענה כי: הנושא של מיזוגים ורכישות, להבדיל מנושאים אחרים במשפט שאפשר לטפל בהם בצורה נקודתית, הינו שילוב של בעיות-יסוד בדיני התאגידים. השילוב האמור אינו טריוויאלי, במובן זה שכאשר המערכת המשפטית מקדמת פתרון לגבי סוגיה אחת, היא יוצרת בעייתיות מוגברת לגבי סוגיה אחרת.

סעד ההערכה קשור ישירות לבעייתיות הזאת, משום שמחד גיסא, ככל שאנחנו מבססים את מבחן השווי ההוגן על מבחנים שמרניים יותר – קרי, מסתכלים על מה שהיה כאינדיקציה למה שיהיה – אנו מאפשרים את הרכישה של המיעוט בערכים נמוכים יותר ומעודדים שימוש במכשיר של השתלטויות ורכישות (חלוקת העוגה מחדש); ואילו מאידך גיסא, ככל שאנו מאפשרים גמישות רבה יותר בסעד ההערכה – קרי, מאפשרים הסתכלות לעתיד שאינה נסמכת רק על נסיון העבר, אלא משתמשת באופן גמיש יותר בנוסחות הערכה, מכירה בכללי הערכה ליברליים וכדומה – אנו מעודדים בעיה מסוג שונה, שאותה כינתה חביב-סגל "הערכת-יתר על-ידי בתי-המשפט". נטייתם של בתי-המשפט להעריך את השווי ההוגן כגבוה מהשווי במציאות מהווה בעיה כשלעצמה, שכן היא יוצרת הרתעת-יתר מפני ביצוע עסקאות אלה.

לפני ההתייחסות לפסיקה בישראל, הציגה חביב-סגל הבדלים מרכזיים בין ההסדר הישראלי לבין זה האמריקאי:

1. בישראל הסעד ניתן למיעוט "הנרכש החוצה" בהשלמת הצעת רכש, ואילו בארצות-הברית הסעד ניתן למיעוט "הנרכש החוצה" במיזוג.
2. בישראל הסעד ניתן לכל מיעוט, ולא רק למיעוט המתנגד, ואילו בארצות-הברית הסעד ניתן רק לבעלי המניות שהצביעו נגד המיזוג.
3. בישראל אין הגבלה מפורשת לגבי ניהול תובענה ייצוגית בשם כל בעלי המניות, ואילו בארצות-הברית הסעד ניתן אך ורק כנגד הפקדת המניות בידי בתי-המשפט.

חביב-סגל התמקדה בהבדל השלישי, וטענה כי בהליך האמריקאי שי אמירה שלפיה ברגע שפלוני פונה לסעד הערכה, הוא מוותר לחלוטין על התמורה שניתנה בעסקה. אם בסופו של יום מסתבר כי הערך שקבע בית-המשפט נמוך מהערך שניתן במיזוג, פלוני נאלץ להסתפק בערך הנמוך.

בהמשך דנה חביב-סגל בשיטות הערכה שונות של השווי ההוגן. השיטה הראשונה היא חריג השוק. בשיטה זו, משתמשים בה במדינת דלוור בארצות-הברית, החריג לסעד ההערכה הוא שווי השוק, כאשר מדובר בחברה שהיא widely traded. מנייתיה של חברה כזו נסחרות בהיקף נרחב, ואין בעל שליטה שיכול לנצל לרעה את הליך ההשתלטות. במקרה כזה מחיר השוק מבטא את שווי המניות.

השיטה השנייה שתיארה חביב-סגל היא שיטת הממוצע המשוקלל. שיטה זאת נחשבת כשיטה המסורתית, והייתה השיטה השלטת בפסיקה האמריקאית עד לפני שנים מספר. במסגרת שיטה זאת מגיעים לשווי החברה על-ידי שימוש בכמה שיטות הערכה שונות. לדוגמה, משתמשים בהערכה לפי שוק, בהערכה לפי נכסים ובהערכה לפי הכנסות, ומחפשים ממוצע משוקלל. בית-המשפט הוא המחליט איזה משקל יש להעניק לכל אחת מהשיטות. לדבריה של חביב-סגל, שיטה זו הינה שמרנית, שכן אנו מתחשבים בנתוני עבר כדי לחשב הערכות לגבי העתיד.

אכן, שיטה זאת ננטשה לטובת השיטה השלישית, היא שיטת ה-DCF (discount cash flow). בשיטה זו משתמשים בהערכת ההכנסות העתידיות של החברה, ומהוונים אותן לערך נוכחי. שני המרכיבים העיקריים בשיטה זו הם המכפיל של החברה ושווי הכנסותיה השנתיות. בשיטה זו זנח בית-המשפט הנחות שמרניות, ועבר להכרה במודלים כלכליים חדשים יותר, קרי, באפשרות שהצפי העתידי של ההכנסות יהיה גבוה בהרבה מן ההכנסות בעבר.

חביב-סגל דנה בבעייתיות של שימוש בנוסחות הערכה ליברליות. למן הרגע שבו בית-המשפט משתמש ומקבל נוסחות של סעד הערכה הבנויות על הערכות עתידיות, הלכה למעשה הפערים בין טענותיהם של התובעים לגבי הערך לבין אלה של הנתבעים גדלים לאין שיעור. נוצר מצב שבו קיים ספק אמיתי אם מדובר בשיטת מימון או שמא בנבואות לא-מבוססות.

סוגיה נוספת שהעלתה חביב-סגל היא השאלה אם צריך וראוי לשקלל את השווי הצפוי במיזוג אל תוך אותה הערכת שווי. במדינת דלוור יש הוראה מפורשת בחוק שלפיה אין כוללים ערכים שצפויים מהמיזוג עצמו. בישראל, לעומת זאת, קבעה הפסיקה במפורש כי יש לכלול בהערכת השווי גם ערכים שצפויים מהמיזוג עצמו.

בסיום דבריה ביקשה חביב-סגל להדגיש את הנקודה שלפיה ככל שקיימים ערכים רבים יותר בסעד ההערכה כן יגדלו פערי ההערכה בין הצדדים, ופסיקת בית-המשפט תיטה לייחס שווי גדול יותר לחברה. חביב-סגל הסבירה כי תופעה זו נובעת מ"השחתת נוסחות הערכה". מדובר בהליך שבו כל אחד מהצדדים מושך את הנוסחה לצד שלו, כך שכל אחד מנסה לשאוף למקסימום או למינימום שנסחר. בית-המשפט, אשר מקבל את הערכות הצדדים, צריך לבחון באופן מקצועי היכן קו האמצע. היות שהגמישות בהערכת השווי העליונה גבוהה יותר מאשר בהערכה הנמוכה, ה"אמצע" שיקבע בית-המשפט יהיה גבוה יותר ככל שהערכות הצדדים יהיו קיצוניות יותר.

הדובר השלישי היה פרופ' אמיר ברנע מהמרכז הבינתחומי הרצליה. ברנע דן בהרצאתו בנושא הערכות שווי בהצעות רכש. מטרת ההרצאה הייתה מתן פרשנות כלכלית לסעיף 338(א) לחוק החברות, שלפיו "בית המשפט רשאי... לקבוע, כי התמורה עבור המניות היתה פחות משוויין ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שיקבע בית המשפט".

ברנע מנה שתי אמיתות שלדעתו אין לגביהן חילוקי־דעות: הראשונה היא שהצעות רכש תורמות ליעילות הכלכלית של שוק ההון ולבעלי המניות, כלומר, הליך שימנע הצעות רכש אינו רצוי; והשנייה היא שסעיף 338(א) ויישומו בפסקי־הדין סנואי⁶⁹ ורמת אביבים⁷⁰ יוצרים אי־ודאות שמפחיתה את כדאיותה של הצעת הרכש. אי־הודאות נובעת משלוש סיבות:

1. פסקי־הדין סותרים זה את זה.
2. אין תקדים מחייב בנוגע לדרך שינקוט בית־המשפט לשם קביעת שווי הוגן.
3. נוסח החוק אינו ברור. למשל, אין ודאות לגבי השאלה אם לרוכש יש זכות נסיגה מהצעת הרכש במקרה שבית־המשפט יקבע ערך גבוה יותר מהערך שהוא התכוון לשלם.

לדברי ברנע, הסעיף מעיד כי המחוקק הישראלי אינו מסתפק במחיר השוק ואפילו בהסכמת הרוב כמרכיבים היחידים בקביעת שווי הוגן. לדעתו, הסיבה העיקרית לקיום הסעיף היא העובדה שקיים בחוק הליך של מכירה כפויה, שמאפשר לאלץ אנשים למכור את מניותיהם אף אם הם אינם רוצים בכך.

כאמור, אין קביעה מחייבת לגבי הדרך שבה בתי־המשפט קובעים שווי הוגן. ברנע העלה שתי שאלות חשובות בעניין זה. הראשונה והעיקרית היא אם שווי הוגן נקבע על־פי בעלות יחסית בנכסי החברה או על־פי שווי המניות. אם שווי הוגן הוא אחוז מסוים משווי הנכסים נטו, אזי השווי ההוגן כולל בחובו את שווי השליטה, אולם מאידך גיסא הוא אינו כולל בחובו ניכיון בגין אי־סחירות. אם השווי ההוגן הוא שוויין של מניות החברה, אזי ניכיון בגין אי־סחירות ייכלל בשווי ההוגן, אולם שווי השליטה לא ייכלל בו. כלומר, צריך לקבוע לפי מה נקבע שווי הוגן – לפי הערך המנייתי, כמו בפרשת סנואי, או לפי שווי הנכסים, כמו בפרשת רמת אביבים.

השאלה השנייה היא אם שווי הוגן נקבע על־פי שווי החברה כעסק חי או על בסיס שווי נכסי המתבסס על ערכי פירוק. באמרת־אגב ציין ברנע כי הערכות שווי שונות, אף אם נעשו בתום־לב ובמקצועיות, יכולות להגיע לערכים שונים. ברנע ציין כי הערכת שווי צופה פני עתיד, ויש בה הנחות לגבי הסביבה הכלכלית העתידית. בין היתר קיימת בעיה בהערכת מחיר ההון הראוי. כמו־כן קיימות מתודולוגיות לגיטימיות שונות להערכת השווי.

בחלק השני של הרצאתו הציע ברנע גישה המפחיתה את אי־הודאות שנוצרה עקב ניסוחו של סעיף 338(א) ופרשנותו על־ידי בתי־המשפט. בבסיס הגישה עומדת ההנחה

69 עניין סנואי, לעיל ה"ש 8.

70 עניין רמת אביבים, לעיל ה"ש 8.

שמטרתו של סעיף 338(א) היא מניעת קיפוחו של המיעוט, כלומר, ליצור מנגנון שיבטיח לכל-הפחות תמורה שוות-ערך בעבור המניות שרכישתן נעשתה, בין היתר, על-ידי הליך של כפייה. ברנע טען כי המתודולוגיה שהוא מציע מקובלת בספרות המימונית. רוב המודלים של הערכה בספרות הניהולית בנויים על גישה המכונה "בניית ארביטרוז", כלומר, הנחה שהשווקים משוכללים פחות או יותר, וקביעת שווי של נכס על-פי שוויים של נכסים אחרים שמייצגים אותן תכונות כלכליות של הנכס המוערך. כך, למשל, מודליאני ומילר, במאמרם מסוף שנות החמישים של המאה שעברה,⁷¹ קבעו שווי לחברה ממונפת (חברה הממוננת על-ידי הון עצמי וחוב) על-פי יכולתם של משקיעים לייצר באופן סינתטי מנוף פיננסי (homemade leverage). בשוק משוכלל יכולת זו מחסלת (eliminate) את פרמיית השווי שמקורה במינוף.

ברנע המשיך והדגים את הנחתו המקדמית באמצעות חברת החזקות: ניהל הצעת רכש בחברת החזקות הנסחרת בבורסה; האם הצעת הרכש מוצגת במחיר שמשקף את סל ההחזקות של החברה? בספרות הממונית יש דרכים ברורות לחישוב שווה-הערך של נכס מוערך באמצעות נכסים אחרים שנסחרים בשוק באותה עת. שווי הוגן הוא אותה תמורה כספית שמאפשרת לקנות באותו מועד סל נכסים שווה-ערך. הערכה זו משחררת אותנו מהצורך להעריך את ערכו של הנכס הספציפי.

על-פי ברנע, ניתן לצמצם את אי-הוודאות על-ידי הקביעות הבאות:

- א. שווי הוגן אינו כולל פרמיית שליטה, שכן היא לא הייתה בידי המשקיע גם קודם.
 - ב. שווי הוגן כולל ניכוי בגין אי-סחירות, שכן אי-הסחירות התקיימה גם קודם.
 - ג. שווי הוגן מתבסס על שווי מניות, ולא על שווי נכסים.
 - ד. שווי הוגן מתמקד בערכי שוק, אבל מכיר באפשרות של דילמת האסיר בחברה נרכשת, ולכן מתבסס על שוויים של נכסים חלופיים לחברה זו.
 - ה. שווי הוגן אינו כולל פרמיה הקשורה להצעת הרכש עצמה.
- ברנע סיים את הרצאתו באומרו כי הקביעות הללו קרובות יותר לפסק-הדין שניתן בפרשת סנואי מאשר לפסק-הדין שניתן בעניין רמת אביבים.

71 ראו: Franco Modigliani & Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, 48 AMER. ECON. REV. 261 (1958).

פרק י: מושב עשירי – מתווה העסקה

משתתפי המושב: יושב-ראש – פרופ' שרון חנס, פרופ' אסף חמדני, ד"ר דוד האן, פרופ' עמיר ליכט

1. פתח-דבר

מטרתו של מושב זה הייתה לבחון היבטים שונים של מתווה העסקה: going private; אחריות הדירקטוריון וחובות הגילוי בשוק עם שליטה ריכוזית; הצורך בהוראת חוק מפורשת לגבי "החלפת מניות"; והשפעתם של הבדלים תרבותיים ומשפטיים על מיזוגים ורכישות בין-לאומיים.

בכרך זה של כתב-העת מופיע מאמרם של פרופ' אסף חמדני ופרופ' שרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה"⁷². במאמרם זה טוענים הכותבים בזכות הליברליזציה בעיצוב עסקות של מיזוג ורכישה, לרבות בהקשרים שטרם זכו באישור בית-המשפט. לדעתם, את הליברליזציה הזו יש ללוות בפרשנות ראויה, שתקפיד על איכות ההגנות בהתאם לצרכים המיוחדים של הדרך שנבחרה לביצוע העסקה, ובכלל זה, במקרה המתאים, גם הכרה בחובות נאמנות ישירות של נושאי-המשרה כלפי בעלי המניות. ברוח גישתם הכללית מציעים הכותבים גם פרשנות מחודשת להפעלת הסדרים נושנים, דוגמת הסדר ופשרה מכוח סעיפים 350–351 לחוק החברות.

2. תמצית דברי המשתתפים במושב

הדובר הראשון היה פרופ' שרון חנס מאוניברסיטת תל-אביב. חנס השווה בהרצאתו בין שתי דרכים חלופיות להעברת חברה מבעלות ציבורית לפרטית: הצעת רכש מלאה על-פי סעיפים 336–338 לחוק החברות אל מול מיזוג על-פי הפרק הראשון של החלק השמיני של חוק החברות.

תחילה התייחס חנס להליך של הצעת רכש מלאה. לדבריו, ככל שהצעת הרכש המלאה מכוונת לרכישת כמות גדולה יותר של מניות כן גדל גם הרוב הנדרש לשם קבלתה. כך, למשל, אם בעל השליטה מחזיק 80% מהון המניות של החברה, אזי הרוב הדרוש לשם קבלת הצעת הרכש המלאה שיציע בעל השליטה לשם רכישת 20% ממניות החברה הוא 75% מקרב כלל בעלי מניות המיעוט; אם בעל מניות השליטה אוהז ב-90% מהון המניות של החברה, אזי הרוב הדרוש לשם קבלת הצעת הרכש המלאה הוא 50% מכלל בעלי מניות המיעוט; והיה אם בעל השליטה הצליח לאחוז ב-95% מהמניות, הוא יוכל לכפות מכירה על שאר בעלי מניות המיעוט. חנס טען כי מכירה בכפייה הינה כורח-המציאות, שכן

72 אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" משפט ועסקים ח 401.

קשה עד בלתי-אפשרי להשיג רוב של 100% מכלל בעלי המניות. חנס ציין כי בספרות העוסקת במנגנון המכירה בכפייה נאמר כי מנגנון זה מגן על המיעוט, ולא להפך: כאשר בעל מניות השליטה אחוז בהון מניות העולה על 90%, סחירותה של המניה פוחתת בצורה משמעותית, וקיים חשש להידלדלות גדולה שתגרום לפגיעה בבעלי מניות המיעוט. מכירה בכפייה מאפשרת לבעלי מניות המיעוט לקבל מחיר מניה זהה לזה שהציע בעל מניות השליטה, והדבר מאפשר להם לא לחשוש לסרב להצעת הרכישה מדאגה שמא ערך המניות שבבעלותם ירד.

באשר להליך המיזוג עולה השאלה אם מותר לבעל מניות השליטה ליזום מיזוג שלאחריו הוא יחזיק ב-100% מהחברה (אשר קודם לכן הייתה ציבורית). חנס ציין כי חוק החברות אניגמטי בשאלה האמורה. לעסקת מיזוג יש שני רבדים:

1. רובד נכסי – הנכסים וההתחייבויות של חברה א עוברים לחברה ב. חנס ציין כי חוק החברות מתמודד בצורה יעילה ברובד הנכסי. מבחינה סטטוטורית, לאחר רישומה של עסקת המיזוג ברשם החברות (לאחר קבלת האישורים הנדרשים), הנכסים וההתחייבויות עוברים ישירות לחברה הקולטת.

2. רובד הוגי – בעניין זה חוק החברות שותק, קרי, אין התייחסות להחזקת המניות. לשם השוואה ציין חנס כי במדינת דלוור החוק קובע מפורשות כי הסכם המיזוג יפרט את החזקת המניות בתום המיזוג. כאמור, חוק החברות הישראלי אינו מבהיר את העניין, ועולה השאלה אם בעל השליטה יכול ליזום עסקה שבה לאחר המיזוג הוא אחוז ב-100% ממניות החברה. לדעת חנס, ניתן לגרוס כי החוק מתיר לעשות את הפעולה האמורה. זאת, על-פי סעיף 320(ג) לחוק החברות, הקובע כי בעל שליטה אשר יזום מיזוג בינו לבין החברה, בין במישרין ובין בעקיפין, צריך נוסף על האישורים הרגילים גם אישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט או לחלופין אישור של בית-המשפט. לדעת חנס, ההסדר האמור הינו הסדר מיוחד, ולכן יש להתייחס אליו.

במתווה של מיזוג, להבדיל מהצעת רכש מלאה, יידרש בעל מניות השליטה, בלא קשר לכמות ההחזקות שברשותו, לרוב של 50% מכלל בעלי מניות המיעוט על-מנת לבצע את עסקת המיזוג. חנס אינו מוטרד מכך שהמתווה האמור מקל על בעל מניות השליטה להשיג 100% מהון מניותיה של חברת-המטרה. זאת, מכיוון שבמתווה האמור יש הגנות רבות לבעלי מניות המיעוט. כך, למשל, יש הצבעה של האספה הכללית וגם הצבעה של הדירקטוריונים.

סוגיה נוספת שבה דן חנס היא סעד הערכה. על-פי חוק החברות, במתווה של הצעת רכש מלאה קיים סעד הערכה, ואילו במתווה של מיזוג לא קיים במפורש סעד הערכה. חנס טען כי אף שסעד ההערכה אינו מצוי במפורש בהליך המיזוג על-פי חוק החברות, מנגנוני ההגנה בכללותם – דוגמת הדרישה לאישור של רוב מקרב בעלי מניות המיעוט (סעיף 320(ג)), הדרישה לאישור של רוב חברי הדירקטוריון ודרישת תום-הלב וטובת החברה – מהווים מעין סעד הערכה.

הדובר השני היה פרופ' אסף חמדני מאוניברסיטת בר-אילן. בהרצאתו בחן חמדני את מעמדו של הדירקטוריון ואת היקפה של חובת הגילוי הנדרשת ממנו ביחס לעסקה של הצעת רכש מלאה. בהרצאתו הצביע חמדני על הבעייתיות במצב המשפטי הקיים, ועמד על

האמצעים לשיפור ההגנה על בעלי מניות המיעוט בעסקה זו. לדעת חמדני, הנושא האמור הינו נקודת מפגש מעניינת של שתי שאלות אחרות:

1. כיצד מערכת משפט צריכה להתייחס למתוים משפטיים פורמליים שונים כדי להגיע לאותה תוצאה כלכלית?

2. מהו מעמדו של הדירקטוריון בחברה עם בעל שליטה?

בהרצאתו הציג חמדני שלושה מודלים אפשריים לרמת מעורבותם של דירקטוריונים במתווה של הצעת רכש מלאה, והביע את דעתו שהמודל הראוי בישראל הוא המודל המייעץ. המודלים הם:

1. המודל הפסיבי – המודל הקיים כיום בישראל מתוקף חוק החברות, שלפיו לדירקטוריון אין מעמד פורמלי בעסקה מעין זו. הדירקטורים אינם נדרשים לעשות מאומה בעסקה בין בעל מניות השליטה לבין בעלי מניות המיעוט, ולכן אין להם מעמד בעסקה זו.

2. המודל האקטיבי – מודל נגדי למודל הפסיבי, שעל-פיו לא צריך להיות הבדל בין מעמד הדירקטוריון בהצעת רכש מלאה לבין מעמדו במיזוג. דהיינו, יש לתת לדירקטוריון סמכות או יכולת אפקטיבית לחסום הצעת רכש מלאה אם הוא סבור כי היא אינה לטובתם של בעלי המניות.

3. המודל המייעץ – על-פי מודל זה, לדירקטוריון אין סמכות לחסום את העסקה, אך הדירקטוריון נדרש להביע עמדה לגבי העסקה באמצעות נייר-עמדה.

כאמור, הפרקטיקה הנוהגת בישראל כיום היא המודל הפסיבי. בארצות-הברית, לעומת זאת, יש מאבק בין המודל המייעץ למודל האקטיבי.

חמדני הציג וביקר את טענותיהם של התומכים במודל הפסיבי:

טענה ראשונה – הטענה הפורמלית. ההנחה המקובלת היא שעסקה של הצעת רכש מלאה אינה במישור החברה. זו עסקה בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט, ולכן לדירקטוריון אין מעמד בעסקה זו. לדעת חמדני, הטענה נכונה מבחינה פורמלית, אך מתעלמת מהתפיסה הנכונה של תפקיד הדירקטוריון בחברה עם בעל שליטה. בחברה עם בעלות מבוזרת – החברה האמריקאית הקלסית – אנחנו רואים שתפקיד הדירקטוריון הוא בדרך-כלל להגן על טובת החברה. טובת החברה היא בסופו של דבר איזשהו "פרוקסי" בשירות טובתם של בעלי המניות בכללותם. בחברה עם בעל שליטה, לעומת זאת, בעל השליטה אינו צריך את חוק החברות שיספק לו הגנה באמצעות הדירקטוריון. מאידך גיסא, בעלי מניות המיעוט צריכים הגנה כאשר נוצר קונפליקט בין טובתו האישית של בעל השליטה לבין טובתם-הם. לדעת חמדני, תפקיד הדירקטוריון הוא למלא פונקציה מרכזית בהגנה על עניינם של בעלי מניות המיעוט, כקבוצה, בעת היווצרות קונפליקט. לפיכך עצם העובדה שהחברה אינה מהווה במקרה זה צד לעסקה אינה מהווה טעם משכנע לכך שהדירקטוריון צריך להיות פסיבי לחלוטין בעסקות מעין אלה. סעיף 329 לחוק החברות הוא דוגמה למקרה שבו הדירקטוריון מתערב אף שהעסקה אינה ברמת החברה.

טענה שנייה – בהצעת רכש מלאה יש כמה מנגנונים הבאים להגן על בעלי מניות המיעוט, כגון סעד הערכה ודרישת רוב מוגברת, ומנגנונים אלה מייתרים את התערבותו של הדירקטוריון בעסקה מעין זו. חמדני מסכים עם נקודת המוצא של טענה זאת. הדבר החשוב מבחינה מהותית הוא שתהיה הגנה על בעלי המניות המיעוט. אולם לדעתו, מבנה

העסקה וסיכונה המיוחדים מחייבים – במנותק מההסדרים האחרים המגינים על בעלי מניות המיעוט – מודל שמערב את הדירקטורים בעסקה.

חמדני ציין כי אחת הבעיות מרכזיות בעסקה זו היא החשש מפערי מידע לטובת בעל השליטה. לכן מי שחושב שמנגנון הצעת הרכש הוא מנגנון מוטה-שוק, וכי בית-המשפט אינו יודע להעריך שווי עסקות טוב כמו השוק, יתמוך במנגנון שייתן לשוק את המידע הנדרש לשם קבלת החלטה מושכלת, קרי במודל המייעץ, שעל-פיו הדירקטוריון מחויב במתן חוות-דעת על עסקה מעין זו. על-מנת לצמצם את פערי המידע, נדרש, לדעת חמדני, גם להגביר את חובת גילוי המידע של יוזם הצעת הרכש המלאה. כך, למשל, יהיה עליו לגלות את הסיבה להצעת הרכש.

חמדני סיכם את הרצאתו באומרו כי יש לחייב את הדירקטוריון בחוק החברות – או לחלופין בתקנות ניירות-ערך – לחוות את דעתו לגבי הצעת רכש מלאה. כמו-כן יש להגביר את חובת גילוי המידע של יוזם הצעת הרכש. עוד ציין חמדני, לעניין חוות-הדעת של הדירקטוריון, כי הוא אינו מתכוון לחוות-הדעת שדירקטוריונים נותנים כיום לפי סעיף 329 לחוק החברות, אלא כפי שהדבר נעשה בארצות-הברית, כלומר, חיוב הדירקטוריון במתן חוות-דעת לגבי עסקה זו ללא אפשרות להתחמק, אם נוצר מצב שבו הדירקטוריון אינו יכול לחוות את דעתו מסיבות כלשהן, כגון ניגוד עניינים, אפשר שדירקטורים חיצוניים יחוו את דעתם או לחלופין ימנו ועדה מיוחדת (special committee) לשם מתן חוות-דעת.

הדובר השלישי היה ד"ר דוד האן מאוניברסיטת בראילן. האן דן בהרצאתו בצורך בחוק שיטפל בנושא של החלפת מניות כפויה.

האן פתח את הרצאתו באמירה כי החלק של מיוזגים ורכישות בחוק החברות פרוש על-פני סעיפים רבים מדי. מבחינה משפטית, הבעיות בעסקות המיוזג הן בעיות-היסוד של דיני החברות, קרי, מתח בין רוב ומיעוט, ניגודי עניינים, פיצוי המיעוט, קיפוח המיעוט וכדומה. היות שיש בחוק הסדר לבעיות-היסוד הללו, כל שצריך הוא לציין בחוק כי הסעיפים המסדירים את בעיות-היסוד חלים גם על מיוזגים ורכישות. לדעת האן, החלק בחוק העוסק במיוזגים ורכישות צריך להסדיר את הפרוצדורה של מיוזג.

האן ציין כי חוק החברות מפוצל למספר רב של סוגי עסקות, ושאל אם יש אכן צורך בפיצול או שמא יש היגיון דווקא באיחודן של ההוראות המרכזיות. האם צריך ללכת בגישה אקלקטית או בגישה קוהרנטית? האן התייחס לשתי חלוקות לסוגי עסקות המצויות בחוק: 1. כפייה או העדר כפייה – חלוקה בין עסקות עם מרכיב של כפייה, שבהן חובה על בעלי המניות למכור את מניותיהם, לבין עסקות שאין בהן מרכיב של כפייה. ברוב העסקות המוסדרות בחלק של מיוזגים ורכישות יש מימד כזה או אחר של כפיית מכירה. כך, לדוגמה, במיוזג (סעיפים 314-323 לחוק), בהצעת רכש מלאה בחברה ציבורית (סעיפים 336-340 לחוק) וברכישת מניות כפויה בחברה פרטית (סעיף 341 לחוק). לעומת זאת, בהצעת רכש מיוחדת (סעיפים 328-335 לחוק) אין מימד של כפייה. בהצעה זו פונים לבעלי מניות בחברה ציבורית: ירצו – ימכרו; לא ירצו – לא ימכרו.

2. נכסי החברה או מניות – חלוקה בין עסקות המסיבות את נכסי החברה לידי הרוכש,

קרי מיזוג, לבין עסקות המסיבות את מניות החברה לידי הרוכש, כגון הצעת רכש מיוחדת, הצעת רכש מלאה ורכישת מניות כפויה. עסקת המיזוג היא עסקה בין שתי חברות אשר מעלימה את הישות המשפטית של אחת מהן. כתוצאה ממבנה העסקה, נדרשת בחוק מעורבות של ממסד החברה (דירקטוריונים, ולרוב גם אספה כללית). לעומת זאת, בעסקות המסיבות את מניות החברה, ולא את נכסיה, לא כל ממסד החברה מעורב (לפחות לא באופן פורמלי), וזאת בכפוף לסייגים ספציפיים בחוק. האן ציין כי ההנחה מאחורי עסקת המיזוג היא כי העסקה חשובה מאוד, שכן יש בה יתרונות רבים (כלכליים, סינרגטיים וכולי), אולם השגת היתרונות אינה חייבת להתבטא באיחוד הבעלות בנכסיהם של התאגידים הנפרדים. לדברי האן, לא פעם ניתן להשיג יתרונות איחוד באמצעות איחוד השליטה במשאבים, גם אם הבעלות מפוצלת בין ישויות שונות. כמו-כן ציין האן כי לפיצול הבעלות יש יתרון בשל הגבלת החבויות המשפטיות.

כאמור, בדיני החברות יש הבחנה בין רכישת מניות ורכישת נכסים. ההבחנה באה לידי ביטוי, בין היתר, בפרוצדורה: כאשר מדובר ברכישת נכסים (מיזוג), נדרשים אישור דירקטוריון ופרסום לנושים, וקיימת זכות עמידה לנושים בבית-המשפט להשמעת התנגדויות לעסקה. הדרישות האמורות אינן קיימות ברכישת מניות. ההנחה בעסקה מסוג זה היא כי עסקת מניות היא בין בעלי המניות. הם אלה שיחליטו אם ברצונם למכור או לרכוש. הנושים אינם רלוונטיים, מכיוון שבסך-הכל עברו מניות, ואין שינוי מהותי בנכסי החברה.

דעתו של האן בנושא זה היא שיש לאחד את ההוראות המרכזיות בחוק החברות לכלל סוגי העסקות, שכן על-אף קיומם של כמה סוגי עסקות, אשר שונים זה מזה מבחינה פורמלית, העסקות הללו אינן שונות במהותן.

בהמשך הרצאתו הדגים האן גישה אחידה כזו לרכישות שליטה הקיימת בפקודת מס הכנסה. בפקודה קיים טשטוש בהבחנה בין עסקות של רכישת שליטה שבהן מוסבים נכסיה של חברת-היעד לבין עסקות שבהן מוסבות מניותיה של חברת-היעד. הטשטוש בא לידי ביטוי בהרחבה של הגדרת המיזוג בפקודת מס הכנסה. מיזוג הינו כמובנו בחוק החברות – קרי, מצב שבו אישיות משפטית אחת נעלמת כתוצאה מ"בליעה" על-ידי אחרת – אבל גם רכישה של 80% או יותר ממניותיה של חברת-היעד נחשבת מיזוג. בפקודת מס הכנסה המבחן המרכזי להקלות מס בעסקות אלה הוא מבחן של המשכיות כלכלית באותו כיוון של פעילות עסקית, ולא השאלה הפרוצדורלית בנוגע למבנה העסקה.

בהמשך הרצאתו דן האן ברכישת שליטה מלאה כפויה. האפשרויות הקיימות לכך כיום על-פי חוק הן:

1. הצעת רכש מלאה בחברה ציבורית – ההגבלות לגבי עסקה זו הן שכפיית המכירה תיעשה רק על 5% האחרונים מקרב בעלי המניות. מצב זה הינו מורכב, ומוביל בדרך-כלל לרכישה דו-שלבית: הכופה מטפס לכיוון 90% מהון המניות, ואז מציע הצעת רכש מלאה לשם השלמה.
2. רכישת מניות כפויה בחברה פרטית – ההגבלות לגבי עסקה זו הן שהכפייה תיעשה רק על 20% האחרונים מקרב בעלי המניות (או יותר, אם התקנון קובע אחרת), משמע,

צריך הסכמה של 80% מקרב בעלי המניות כדי שיהיה אפשר לרכוש בסופו של דבר גם את מניותיהם של אלה שהתנגדו. האן טען כי דרישת הסכמה של 80% מבעלי המניות היא מחמירה מדי. לשם השוואה ציין האן כי במיזוג פשוט ניתן לכפות את המיזוג ברוב של 51% מקרב הנוכחים, קרי, לא רק ברוב נמוך בהרבה, אלא אפילו לא מתוך כל בעלי המניות. לעניין הבעיה של ניגודי אינטרסים טען האן כי ניתן לטפל בה בדרכים שונות.

3. מיזוג – ההגבלות לגבי עסקה זו הן ירושת החבויות, וכן הגבלות לגבי עבירותם של נכסים לא-עבירים, כגון רשיונות אישיים.

4. מיזוג משולש הפוך – הקמת חברה-בת על-ידי החברה-האם, מיזוגה של החברה-הבת עם חברת-היעד ורכישת השליטה בחברת-היעד, מבלי שבאופן פורמלי זו ולו נכס אחד מחברת-היעד. בסופו של דבר התוצאה היא שנותרות שתי חברות נפרדות, הרוכשת האמיתית של חברת-היעד היא החברה-האם, אין הסבת נכסים, ובעלי המניות של החברה-האם ושל החברה הקולטת הם כולם בעלי מניות בחברה-האם. ההגבלה המשפטית היא הליכי האישור שנדרשים במיזוג, קרי, אישור דירקטוריון, פרסום לנושים וזכות עמידה לנושים בבית-המשפט. במצב של מיזוג משולש הפוך לא זו נכסים. לכן, לדעת האן, אין צורך בפרוצדורה של הליכי אישור המיזוג, שהרי מיזוג משולש הפוך נועד להשגת שליטה, ולא להזזת נכסים. מה השתנה בכושר הפירעון של החברה הקולטת שמחייב כעת לערב נושים בבית-משפט?

האן טען כי עסקות של הצעת רכש מלאה בחברה ציבורית ורכישה כפויה של מניות בחברה פרטית מוליכות לתוצאות כלכליות זהות לחלוטין לאלה של מיזוג משולש הפוך. הצעתו של האן היא כי יש לקבוע "כללי משחק אחידים" לעסקה של החלפת מניות כפויה, קרי, שבאותם פרמטרים של מיזוג רגיל נפעיל גם רכישה כפויה של מניות, בין בחברה פרטית ובין בחברה ציבורית.

מבחינת הליכי האישור המשפטיים, גישה זו תהיה הגמישה מכל:

1. היא תיתר את הקמת תאגיד-הביניים – מיזוג משולש הפוך.
 2. אישור המיזוג יהיה כאישורו של מיזוג רגיל (51% מבעלי המניות).
 3. יהיה אפשר לפטור מהצבעה בחברה הרוכשת כל עוד לא יהיה דילול של 20%.
 4. לא יהיה מעמד לנושים, שכן אין שינוי במערך הנכסים וההתחייבויות.
 5. המיסוי יהיה כמו במיזוג (אולם באין פטור, יחול המס רק ברמת המניות).
- האן מודע לכך שעשויות לצוץ בעיות משפטיות בעת יישום הצעתו. אולם בעיות אלה ייפתרו לדבריו בכלים הרגילים של דיני החברות. כך, למשל, בעיית ניגוד העניינים תיפתר באמצעות חובת האמונים, חובת ההגינות וכדומה.

הדובר הרביעי היה פרופ' עמיר ליכט, דקן בית-הספר למשפטים במרכז הבינתחומי הרצליה. הרצאתו סקרה ממצאים של שני מחקרים אמפיריים⁷³ שנערכו בשיתוף-פעולה עם פרופ' Jordan Siegel מ-Harvard Business School ופרופ' שלום שורץ מהאוניברסיטה

73 את המחקרים ניתן למצוא בכתובות הבאות: ssrn.com/abstract=899082; ssrn.com/abstract=957306.

העברית בירושלים. המחקרים בוחנים את השפעתם היחסית של הבדלים תרבותיים והבדלים משפטיים בין מדינות-הבסיס של חברות לבין מדינות-היעד שאלהן הן שואפות להתפשט, בעיקר באמצעות מיוזגים ורכישות של חברות במדינות-היעד. שני המחקרים הכירו בחשיבותם של המוסדות החברתיים היוצרים אילוצים והניצות. המוסד החברתי הידוע ביותר הוא התרבות, ובפרט התרבות הלאומית. ליכט ציין כי קשה להגדיר במדויק מהי התרבות הזו – אותה מטפורה המקובלת בספרות – וכי היא בגדר "קופסה שחורה".

המחקרים משתמשים במודלים תיאורטיים ובבסיסי-נתונים שהתפתחו בפסיכולוגיה, "פותחים" באמצעותם את "הקופסה השחורה", ומודדים את השפעתם היחסית של מוסדות חברתיים שונים על בחירת היעד להתרחבות בין-לאומית.

ליכט הדגיש כי המחקרים בוחנים באופן ספציפי את המושג "מרחק מוסדי". מרחק מוסדי הוא ההבדל בין מוסדות חברתיים שונים. המחקרים מבחינים בין שני סוגי מוסדות: פורמליים, ובראשם המשפט; ולא-פורמליים, ובראשם התרבות.

המחקרים העלו שהבדלים מוסדיים בתחום התרבותי משפיעים תמיד ובצורה חזקה על בחירת היעד להתרחבות בין-לאומית, בעוד הבדלים מוסדיים בתחום המשפט משפיעים רק בהבחנות הגדולות (לדוגמה, שיטות משפט שונות, הבדלים משמעותיים במידת שלטון החוק), בהסתייגות אחת, שהיא רגולציה של איכות הסביבה.

הבדלים מוסדיים בתחום התרבותי: בהרצאתו סקר ליכט את הספרות הקיימת בנושא "מרחק תרבותי". מרחק תרבותי, כפרמטר בעל תפקיד בעיצוב עסקות בין-לאומיות, קיים לפחות בשני זרמים בספרות. תחילה התייחס ליכט לספרות של ההשקעה האסטרטגית. בספרות זו למשקיע הזר יש מעורבות בשליטה – הוא שולט למעשה בפירמה שמוקמת במדינת-היעד. בספרות זו מכירים כבר זמן רב את המושג "מרחק תרבותי". התפיסה היא כי מרחק תרבותי הוא עול של נוכריות, כלומר, הרוכש הינו זר, לא באמת מבין, ואין לו כלים טובים לדעת מהן המוסכמות הלא-פורמליות ומהם הערכים שנתפסים כחשובים במדינת-היעד. מרחק תרבותי משפיע על עיצוב מתווה העסקה. למשל, הבדלים בתרבות בין אגליטריאניזם גבוה ונמוך משפיעים על מתווים של יחסים בין מוסדות לבין ארגוני עובדים. לכן, כאשר הפירמה מתעניינת בהתפשטות למדינת-יעד אשר קרובה אליה במימד הטיפוסי הזה של אגליטריאניזם, נורמות רבות יהיו דומות, וביצוע המיוזג יהיה פשוט יותר.

ליכט ציין כי יש בעיה טבועה בספרות ההשקעה האסטרטגית. הממצאים האמפיריים שבה אינם מוחלטים, וקיימות מחלוקות גדולות ואי-בהירות רבה.

בהמשך הרצאתו התייחס ליכט לספרות המימונית. התובנה הבסיסית בספרות זו היא כי היכרות מעודדת השקעה. אנשים סולדים מן הזר, מן הבלתי-מוכר, ומעדיפים את המוכר, אפילו אם זה לא רציונלי. כלומר, בספרות המימונית ההתייחסות למרחק התרבותי היא כאל הטיה התנהגותית.

לדעת ליכט, מדידת התרבות היא האתגר הגדול ביותר, וזאת גם אחת התרומות המרכזיות של המחקרים שאותם הציג. מדידת התרבות נעשתה במחקרים אלה על-ידי רתימת מודל שפיתח פרופ' שלום שוורץ. תכונתו המרכזית של המודל היא העובדה שהוא מצביע על שלושה ממדים שבהם חברות שונות נבדלות זו מזו:

1. אגליטריאניזם לעומת מדרגיות – תפיסת הפרטים בחברה כשוויים מוסרית זה לזה או

כשונים מוסרית זה מזה. חברות המאמינות כי פרטים שווים זה לזה מבחינה מוסרית הן חברות אגליטריאניות. לכן, כאשר יש הבדלי כוח, חברה אגליטריאנית יותר תשאף למתן את התוצאות, ואילו חברה מדרגית יותר תעודד את הפרטים להפנים את התוצאות הלא-שוויוניות של הבדלי הכוח.

2. פרשנות של מושג ה"אני" – המשמעות של להיות אדם בהקשר חברתי. לדברי ליכט, יש חברות שתופסות את האדם כחלק ממארג חברתי צפוף – תפיסה שאותה כינה ליכט embeddedness – ולעומתן יש חברות (החברות המערביות יותר) הדוגלות באוטונומיה רבה יותר של הפרט, שבהן כל פרט לעצמו; יש לפרט הקשר חברתי, אבל באופן עקרוני אדם בתוך עצמו הוא גר.

3. הרמוניה – מימד זה דינמי יותר, ומשקף העדפות חברתיות בנוגע להתייחסות לעולם השונה. האם להבין את העולם? האם לנסות להשתלב בו? האם לשמור על הקיים או לא?

ליכט תיאר תופעה מעניינת שנמצאה במחקרים שהציג. בשני הממדים הראשונים – אגליטריאניזם ו-embeddedness – ככל שהמרחק התרבותי גדל כן ההסתברות שפירמה תקנה פירמה אחרת במדינת היעד קטן בצורה דרמטית. לעומת זאת, במימד השלישי – הרמוניה – נצפתה תופעה הפוכה: הסתבר שפירמות מעדיפות לרכוש פירמה במדינה ששונה ממדינתן במימד השלישי של מרחק תרבותי. העדפה זו נקשרת על-ידי עורכי המחקר להבדלים במידת היוזמות – פירמות מתרבויות יזמיות מעדיפות לרכוש פירמות בתרבויות יזמיות פחות.

הבדלים מוסדיים בתחום המשפט: ליכט ציין שהבדלים מוסדיים בתחום המשפט משפיעים רק בהבחנות הגדולות (לדוגמה, שיטות משפט שונות, הבדלים משמעותיים במידת שלטון החוק). הסיבה לכך היא שעל הבדלים משפטיים פורמליים, להבדיל מהבדלים תרבותיים, קל מאוד לפירמה הרוכשת להתגבר על-ידי רכישת ייעוץ משפטי. דברים אלה אמורים בהסתייגות אחת: רגולציה של איכות הסביבה. בהקשר זה, ציין ליכט, נמצא ממצא שהינו חדש בספרות – pollution heaven hypothesis. על-פי ממצא זה, פירמות מעדיפות לרכוש פירמות במדינות שבהן הרגולציה של איכות הסביבה נמוכה יותר.

ליכט סיכם את הרצאתו באומרו כי גורמים רבים משפיעים על פירמה בבואה לבחור יעד להתרחבות בין-לאומית – ביניהם מרחק גיאוגרפי, הבדלי שפה והבדלי מיסוי – אולם המרחק התרבותי הוא הגורם המרכזי.