

## על סחירותן של זכות הסירוב הראשונה וזכות המצרנות בזירה התאגידית

אשוק ג' צ'נדרשיקר\*, דני זילברי\*\*

במוקד המאמר עומדת סוגיית סחירותן של זכויות הקדימה התאגידיות – זכות הסירוב הראשונה וזכות המצרנות – אשר טרם זכתה בדיון מעמיק בפסיקה ובספרות המשפטית. זכויות הקדימה מאפשרות לבעליהן להיכנס לנעליו של רוכש בכוח של מניות החברה, ולרוכשן באותם תנאים שהוסכמו מראש בין המוכר לבין הרוכש בכוח. סוגיית סחירותן של זכויות הקדימה מתעוררת בהקשר התאגידי מקום שבעל מניות אשר הוקנתה לו זכות קדימה ביחס למניות החברה ממחה את זכותו לצד שלישי, אשר מממש את הזכות לנוכח קיומה של עסקה ספציפית במניות החברה. בעבר קבע בית המשפט המחוזי כי זכות הסירוב הראשונה התאגידית הינה סחירה בשל "מהותה המסחרית והכלכלית". עם זאת, ניתוח מעמיק של זכויות הקדימה ותכליותיהן מגלה כי העברת זכויות הקדימה לצד שלישי, אשר זהותו נסתרת מעיני החברה ומעיניהם של יתר בעלי זכויות הקדימה, עלולה להוביל לאותן רעות חולות שזכויות הקדימה התאגידיות נועדו למנוע מלכתחילה. יתרה מזו, די במתן האפשרות לסחור בזכויות אלה לעוות את הבחירות של בעלי הזכויות ביחס לשאלת מימושן לנוכח קיומה של עסקה ספציפית במניות החברה, אף אם בסופו של יום לא הועברו הזכויות על-ידי בעליהן המקוריים. כמו-כן, ניתוח כלכלי של זכויות הקדימה בהקשר התאגידי מוביל למסקנה שכלל משפטי המאפשר לסחור בזכויות אלה מחריף את הפגיעה בעקרון הוודאות, גורע מערכן של המניות הכפופות לזכויות הקדימה, ומגדיל את

\* עורך-דין, ראש מחלקת התאגידים ושוק ההון הבין-לאומית במשרד עורכי-הדין גולדפרב, לוי, ערן, מאירי, צפרייר ושות'. נוסף על פעילותו המקצועית, מרצה מפעם לפעם בבתי-ספר לעסקים בישראל ובארצות-הברית. השכלה: J.D., בית-הספר למשפטים, אוניברסיטת ניו-יורק, 1990; B.A. בספרות אנגלית, אוניברסיטת ייל, 1985. בעבר עורך-מנהל של כתב-העת NYU Journal of International Law and Politics.

\*\* עורך-דין, חבר מחלקת התאגידים ושוק ההון הבין-לאומית במשרד עורכי-הדין גולדפרב, לוי, ערן, מאירי, צפרייר ושות'. מתמחה במיזוגים וברכישות ובהשקעות הון סיכון. השכלה: תואר שני אקוויטיבי במשפטים, אוניברסיטת תל-אביב (LL.M.), בשיתוף-פעולה עם אוניברסיטת ברקלי, קליפורניה; תואר ראשון במשפטים, אוניברסיטת תל-אביב (LL.B.). המחברים מודים לחברי המערכת ולעורכים של כתב העת משפט ועסקים על הערותיהם המועילות.

הסיכון להתרחשות עסקות לא־יעילות בזירה התאגידית. לדעת המחברים, זיקתו של בעל זכות הקדימה לחברה אשר מנייתה מוצעות למכירה מהווה תנאי מקדמי למימושה של הזכות, והמחאת הזכות לצד שלישי אשר זר לחברה ולבעלי מניותיה מנתקת את הזיקה המכוננת הזו ושוללת את הלגיטימיות של מימוש הזכות על־ידי אותו צד שלישי זר. המבחן המקובל בפסיקה לבחינת אפשרות סחירותה של זכות חוזית מיועד לבחינת המחאתה של זכות המתייחסת לנכס חד־ממדי במערכת יחסים דו־צדדית, ולפיכך אינו יכול לסייע בידינו לצורך בחינת חוקיות המחאתה של זכות ביחס לנכס רב־ממדי במערכת יחסים רבת משתתפים. לפיכך תוצע במאמר פרשנות חדשה להוראות החוק שעניינן המחאת זכויות חוזיות.

#### מבוא

- פרק א: על מהותן של זכויות הקדימה בזירה התאגידית והשפעת המחאתן על החברה ובעלי מניותיה
1. זכות המצרנות וזכות הסירוב הראשונה כזכויות קדימה
  2. תכליותיה של זכות הסירוב הראשונה התאגידית והשפעת סחירותה על האפשרות לממשה
  3. תכליותיה של זכות המצרנות התאגידית והשפעת סחירותה על האפשרות לממשה
- פרק ב: עלות סחירותן של זכויות הקדימה בזירה התאגידית
- פרק ג: התאמתם של המבחנים המקובלים בנוגע לסחירותן של זכויות לזירה התאגידית
1. הגבלת סחירותן של זכויות הקדימה התאגידיות לפי דין
  2. הגבלת סחירותן של זכויות הקדימה התאגידיות לפי מהותן
- סיכום ומסקנות

## מבוא

מאמר זה יעסוק בסוגיה שטרם זכתה בדיון מעמיק בפסיקה ובספרות המשפטית – סוגיית סחירותן של זכויות הקדימה התאגידיות.<sup>1</sup> הדיון בסוגיה זו יתמקד בזכות הסירוב הראשונה

1 הדיון בספרות המשפטית הישראלית התמקד עד כה במהותה של זכות הסירוב הראשונה, בהיקפה של הזכות ובמימושה על־ידי בעליה המקוריים. ראו בהקשר זה אהוד סול ומנחם נאמן "היקף הפרשנות של זכות סירוב ראשון" תאגידים א/3 (2004); ליאון פייז "זכות הסירוב הראשונה" המשפט ד 193 (1998). באופן דומה, גם הספרות האמריקאית התמקדה

(Right of First Refusal) וזכות המצרנות (Pre-emptive Right), אשר שכיחות בזירה התאגידית.<sup>2</sup> זכויות הקדימה התאגידיות<sup>3</sup> מאפשרות לבעליהן להיכנס לנעליו של רוכש-בכוח המבקש לרכוש מניות המוצעות למכירה על-ידי בעל מניות (במקרה של זכות סירוב ראשונה) או על-ידי החברה עצמה (במקרה של זכות מצרנות), ולרוכשן באותם תנאים שהוסכמו מראש בין הרוכש-בכוח לבין בעל המניות המוכר או החברה (לפי העניין), חלף אותו רוכש-בכוח מקורי.

סוגיית סחירותן של זכויות הקדימה בזירה התאגידית מתעוררת מקום שבעל מניות אשר הוקנתה לו זכות קדימה ביחס למניות החברה ממחה את זכותו לצד שלישי, אשר מממש את הזכות לנוכח קיומה של עסקה ספציפית במניותיה של החברה חלף הרוכש-בכוח המקורי (ולמורת-רוחם של המוכר ואותו רוכש-בכוח). סוגיה זו נבחנה בעבר על-ידי בית-המשפט המחוזי בישראל,<sup>4</sup> אשר קבע כי באופן עקרוני בעל מניות רשאי להמחות את זכות הסירוב הראשונה לצד שלישי, אפילו מקום שההמחאה נעשית לנוכח קיומה של עסקה שכל פרטיה הוסכמו בין בעל המניות המוכר לבין רוכש-בכוח. פסיקה זו של בית-המשפט המחוזי ביחס לסחירותה של זכות הסירוב הראשונה נסמכה על הקביעה (השגויה לדעתנו) כי זכות הסירוב הראשונה הינה זכות מסחרית-כלכלית גרידא, תוך התעלמות מהמאפיינים המיוחדים של זכות הסירוב הראשונה בהקשר התאגיד.

בפרק א של מאמר זה נעמוד על מהותן של זכויות הקדימה התאגידיות ועל התכליות השונות שהחברה ובעלי מניותיה מבקשים להשיג באמצעותן. כפי שניווכח, בזירה התאגידית זכויות הקדימה אמורות ליצור איזון בין האינטרסים של הגורמים השונים העשויים להיות מושפעים מהעברת מניות או מהקצאת מניות בחברה – בעל המניות המבקש למכור את החזקותיו (במקרה של זכות סירוב ראשונה), החברה המבקשת לגייס הון נוסף בדרך של הקצאת מניות (במקרה של זכות מצרנות), בעלי זכויות הקדימה ורוכשים של מניות החברה (בפועל או בכוח).<sup>5</sup> מתן האפשרות לסחור בזכויות הקדימה התאגידיות עלול להפר איזון

עד כה בעיקר במהות הזכות ובאופן השפעתה על בעל מניות המבקש למכור את מניותיו ועל רוכשים-בכוח של המניות. ראו: David I. Walker, *Rethinking Rights of First Refusal*, 5 STAN. J. L. BUS. & FIN. 1 (1999); Jonathan F. Mitchell, *Can a Right of First Refusal Be Assigned?* 68 U. CHI. L. REV. 985 (2001). מאמרו של Mitchell דן אומנם באופן כללי באפשרות המחאתן של זכויות קדימה, אך אינו מתמקד דווקא בזכויות הקדימה התאגידיות, וממילא אינו כולל דיון מקיף במאפיינים המיוחדים של זכויות הקדימה בהקשר התאגיד ובהשפעתם על סחירותן של זכויות אלה.

2 לפחות ככל שהדבר נוגע בחברות פרטיות בכלל ובחברות מגובות הון סיכון בפרט.

3 במאמר זה יתייחס המונח "זכויות קדימה" הן לזכות הסירוב הראשונה והן לזכות המצרנות. עם זאת, מקום שקיימים הבדלים במאפייניהן של הזכויות העשויים להשפיע על אפשרות סחורן של כל אחת מהן, נציין זאת במפורש.

4 בש"א (ת"א) 18518/05 זאבי אחזקות (נוסדה 1975) בע"מ (בכינוס נכסים) נ' מאיר, עו"ד (לא פורסם, 20.11.2005) (להלן: פרשת זאבי).

5 הדיון שלהלן יתעלם מן האופן שבו סחורן של זכויות הקדימה התאגידיות עשוי להשפיע, אם בכלל, על בעלי מניות שלא הוקנתה להם זכות קדימה ביחס למניות החברה. זאת, משום

זה. ברוב המקרים תוביל המחאת זכות הקדימה התאגידית לאותה רעה שזכות הקדימה באה למנוע מלכתחילה, ובכלל זה הצטרפותו של משקיע חדש לחברה, אשר אינו מקובל על החברה או על בעלי מניותיה,<sup>6</sup> ושינוי מערך יחסי הכוחות בין בעלי המניות.<sup>7</sup> זאת ועוד, כפי שנדגים בפרק א להלן, עצם מתן האפשרות לסחור בזכות הקדימה התאגידית עלול לעוות את הבחירות של יתר בעלי זכויות הקדימה ביחס למימושה או אי-מימושה של הזכות לנוכח קיומה של עסקה ספציפית במניות החברה, וזאת אף אם בסופו של יום לא מומשה האפשרות בפועל.

כפי שיפורט בפרק ב להלן, זכות הסירוב הראשונה וזכות המצרנות, מעצם טיבן וטבען, מצרות את צעדיהם של צדדים לעסקה במניות החברה, וגורעות מעקרון הוודאות המסחרית והעסקית, אשר חשיבותו רבה בזירה העסקית.<sup>8</sup> מקום שהוקנתה לבעל מניות זכות קדימה ביחס למניות החברה, הרוכש-בכוח חשוף לסיכון שבבואו להוציא לפועל את העסקה יבחר בעל הזכות (אשר עד לאותו שלב "ישב על הגדר" ולא נשא בעול הוצאות העסקה) לממש את זכותו הקדימה ולרכוש את המניות המוצעות למכירה חלף הרוכש-בכוח. לפיכך, כחלק מבדיקת הנאותות ביחס לעסקה הנרקמת, על הרוכש-בכוח להעריך את ההסתברות שמי מבעלי המניות של החברה יממש את זכות הקדימה. יכולתו של הרוכש-בכוח לקיים הערכה כאמור תלויה, בראש ובראשונה, במידע שיש בידיו ביחס לזהותו של בעל זכות הקדימה. מתן האפשרות לסחור בזכות הקדימה ולהעבירה לצד שלישי, אשר זהותו נסתרת מעיני הרוכש-בכוח, שוללת מעיקרה את יכולתו של הרוכש-בכוח לקיים הערכה כאמור. מכאן שכלל משפטי המאפשר לסחור בזכויות קדימה תאגידיות מחריף את הפגיעה בעקרון הוודאות, ועלול אף להרתיע רוכשים-בכוח מלפתוח במשא-ומתן לרכישת מניות. יתרה מזו, כפי שניווכח, זכויות הקדימה התאגידיות משיתות על הצדדים עלויות עסקה נוספות משמעותיות (מעבר לאלה הכרוכות בכל עסקה במניות החברה), ומגדילות באופן משמעותי את הסיכון להתרחשות עסקות תת-מיטביות באמצעות הקצאה לא-יעילה של מניות החברה.

בפרק ג למאמר זה נדון בשאלת התאמתם של המבחנים המקובלים בחקיקה ובפסיקה לבחינת אפשרות העברתה של זכות פלונית בדרך של המחאה לזירה התאגידית. ככלל, כל זכות ניתנת להמחאה, זולת אם נשללה או הוגבלה עבירותה לפי דין, לפי מהות הזכות או לפי הסכם בין החייב לבין הנושה.<sup>9</sup> על-פי התפיסה המקובלת במשפט הישראלי, עבירותה של זכות מוגבלת לפי מהותה מקום שעסקינן בזכות "אישית" שרק בעל הזכות רשאי

שבמועד הוויתור (מבחירה או מכפייה) על זכויות הקדימה, ויתרו בעלי המניות האמורים מכללא גם על זכותם להשפיע על אופן מימושה של הזכות (וסיחורה).

6 ע"א 4857/02 מגה ט.וי ישראל בע"מ נ' אפריקה ישראל להשקעות בע"מ, פ"ד נו(6) 951 (2002) (להלן: פרשת מגה).

7 ע"א 667/76 ל' גליקמן בע"מ נ' א.מ. ברקאי חברה להשקעות בע"מ, פ"ד לב(2) 281 (1978) (להלן: פרשת גליקמן).

8 לתרומת הוודאות לחיי המסחר ולסחירותו של נכס פלוני ראו ע"א 4085/07 אוזן נ' תבל נכסים והשקעות י.מ (1994) בע"מ (טרם פורסם, 4.10.2009).

9 ס' 1 (א) לחוק המחאת חיובים, התשכ"ט-1969 (להלן: חוק המחאת חיובים).

לממשה.<sup>10</sup> מעמדה של זכות פלונית כזכות "אישית" נבחן לאור השפעת ההמחאה על האינטרס הצר של החייב.<sup>11</sup> אולם לגישתנו, אי־אפשר לדון בשאלת סחירות של זכויות הקדימה בהקשר התאגידי במנותק מהתכליות שבעלי המניות מבקשים להגשים באמצעותן ומהשפעת סחירות על החברה, על בעלי מניותיה ועל רוכשים (בפועל או בכוח) של מניות החברה. בהקשר התאגידי מן הראוי להעניק למונח "מהות הזכות" פרשנות רחבה, המביאה בחשבון את מכלול האינטרסים העשויים להיות מושפעים מהאפשרות לסחור בזכות הקדימה, ולא רק את האינטרס הצר של ה"חייב" (דהיינו, של בעל המניות המוכר המבקש לממש את החזקותיו או של החברה המקצה את מניותיה, לפי העניין).

יודגש: אין אנו סבורים כי זכויות הקדימה התאגידיות אינן ניתנות להמחאה *per se*. טענתנו היא כי אלא אם כן הסכימו הצדדים לכך *ex ante*, זכויות הקדימה התאגידיות אינן ניתנות להעברה במנותק מהאינטרס במניות הכפופות לזכויות הקדימה. איסור ההמחאה של חלק מהזכויות המאוגדות במניה במנותק מהאינטרס במניה עצמה אינו זר לשיטת משפטנו. כך, לשם המחשה, מקובל לטעון כי זכות ההצבעה הצמודה למניה אינה ניתנת להמחאה במנותק מהאינטרס במניה עצמה.<sup>12</sup> כפי שיפורט בהרחבה בפרק ג להלן, אנו סבורים כי כשם שזיקתו של בעל המניות לחברה מהווה את הבסיס הלגיטימי לקיומה של זכות ההצבעה התאגידית ולשלילת הלגיטימיות של המחאתה, כך זיקתו של בעל זכות הקדימה לחברה אשר מניותיה מוצעות למכירה מהווה תנאי מקדמי למימושה של הזכות. המחאתה של זכות הקדימה לצד שלישי אשר זר לחברה ולבעלי מניותיה מנתקת את הזיקה המכוננת הזו ושוללת את הלגיטימיות של מימוש זכות הקדימה על־ידי אותו צד שלישי רוכש הזכות.

## פרק א: על מהותן של זכויות הקדימה בזירה התאגידית והשפעת המחאתן על החברה ובעלי מניותיה

### 1. זכות המצרנות וזכות הסירוב הראשונה כזכויות קדימה

ככלל, המונח "זכות קדימה" משמעו הזכות לקבל הזדמנות מלאה לגבור על כל רוכש־בכוח מתחרה שהגיש הצעה בלתי־הדירה למוכר ביחס לנכס מושא זכות הקדימה. מימוש זכות הקדימה מקנה לבעליה את הזכות להיכנס לנעליו של הרוכש־בכוח ולרכוש את הנכס באותם תנאים שהוסכמו מראש בין המוכר לבין הרוכש־בכוח. על ממש זכות הקדימה

10 ע"א 261/84 רפאלי נ' חנניה ואח', פ"ד מ(4) 561 (1986).

11 שלום לרנר המחאת חיובים 227–228 (2002).

12 זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני חברות: מדיקטורה לדמוקרטיה" משפטים כג 109, 136–140 (1994).

לרכוש את הנכס מושא הזכות באותם תנאים שהוסכמו בין המוכר לבין הרוכש-בכות.<sup>13</sup> המונחים "זכות סירוב ראשונה" ו"זכות מצרנות" משמשים פעמים רבות בערבוביה. זאת, בשל מהותן הדומה של שתי הזכויות.<sup>14</sup> לצורך נוחות הדיון ייוחד במאמר זה המונח "זכות סירוב ראשונה" לזכות קדימה המוקנית לבעל מניות ביחס למכירת מניות קיימות של החברה על-ידי בעל מניות אחר בחברה. לעומת זאת, המונח "זכות מצרנות" יתייחס לזכות קדימה המוקנית לבעל מניות ביחס להקצאת מניות חדשות על-ידי החברה עצמה, בין היתר באמצעות ניצול מאגר ההון הרשום אך הבלתי-מונפק של החברה.

זכויות הקדימה בזירה התאגידית מוסדרות לרוב במסגרת תקנון החברה ובהסכם בעלי המניות של החברה.<sup>15</sup> להסדרתן של זכויות הקדימה התאגידיות במסגרת תקנון החברה יש חשיבות רבה משני טעמים מרכזיים. ראשית, תקנון החברה (להבדיל מהסכם בעלי המניות) הינו מסמך פומבי,<sup>16</sup> ולפיכך חזקה על כל רוכש-בכות המבקש לרכוש את מניות החברה כי הוא מודע לעצם קיומה של זכות הקדימה ולזהותם של בעלי הזכות. שנית, הואיל ודינו של תקנון החברה כדין חוזה בין החברה לבין בעלי מניותיה ובינם לבין עצמם, הרי שאם זכות הקדימה עוגנה בתקנון, אזי גם החברה עצמה – ולא רק בעלי מניותיה – כפופה להוראות התקנון שעניינן זכות הקדימה.<sup>17</sup> להסדרתן של זכויות הקדימה במסגרת תקנון החברה יש חשיבות רבה בעיקר ככל שהדבר נוגע בזכות המצרנות, הואיל והחברה היא שמוכרת את המניות הכפופות לזכות המצרנות, ועל-כן עליה מוטלת החובה לאפשר לבעל הזכות לממשה. עם זאת, לעיגון זכות הקדימה במסגרת תקנון החברה יש חשיבות לא-מבוטלת

13 בש"א (מחוזי ת"א) 8169/03 רובננקו שמואל אחזקות בע"מ נ' רו"ח קמיל בתפקידו כנאמן קבוצת ש. רובננקו, פס' 49 לפסק-דינה של השופטת אלשיך (לא פורסם, 23.6.2003).

14 ראו, לשם המחשה, ע"א 1186/93 מדינת ישראל נ' בנק דיסקונט לישראל בע"מ, פ"ד מח(5) 353 (1994).

15 דינו של תקנון החברה כדין חוזה בין החברה לבין בעלי מניותיה ובינם לבין עצמם בהתאם להוראות ס' 17 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: חוק החברות).

16 על-פי ס' 16 לחוק החברות, תקנונה של חברה, כפי שנרשם עם התאגדותה, תקף מעת התאגדותה. על-פי ס' 21(ב) לחוק החברות, על חברה שקיבלה החלטה על שינוי תקנונה למסור לרשם החברות את נוסח ההחלטה בדבר שינוי התקנון בתוך ארבעה-עשר ימים ממועד ההחלטה. כמו-כן, על-פי ס' 7(א) לתקנות החברות (דיווח, פרטי רישום וטפסים), התש"ס-1999, על כל חברה פרטית להודיע לרשם החברות על שינויים בתקנונה לפי ס' 20 לחוק החברות, ולציין בהודעה את התאריך שבו התקבלה החלטה האספה הכללית בדבר השינוי, וכן שהאמור בהודעה משקף את האמור בפרוטוקול. אם שונה נוסחה של הוראה בתקנון מבלי שבוטלה ההוראה כולה, על החברה לציין בהודעתה את השינוי וכן את הנוסח המלא של ההוראה בתקנון לאחר תיקונה. אם נמסר דיווח כדין, בטופס המתאים, על פעולה לפי החלטה של האספה הכללית המהווה גם שינוי בתקנון החברה, יראו בו גם הודעה על שינוי התקנון בהתאם לס' 8 לתקנות האמורות. מכאן שעל כל חברה להעביר למשרדי רשם החברות את תקנון החברה, וליידע את הרשם על כל תיקון או שינוי שנעשה בו, וכל אדם רשאי לעיין במסמכים אלה.

17 אם כי לעיתים גם החברה עצמה עשויה להיות צד פורמלי להסכם בעלי המניות.

גם ביחס לזכות הסירוב הראשונה. פעמים רבות העברת מניות על-ידי בעל מניות כפופה לאישורו של דירקטוריון החברה, ואי-קבלת אישורו מביאה לידי בטלותה של ההעברה כלפי החברה. אם זכות הסירוב הראשונה עוגנה בתקנון החברה, אזי דירקטוריון החברה לא יהיה רשאי לאשר העברת מניות אלא אם כן הונחה דעתו כי ניתנה לבעל זכות הקדימה האפשרות לממשה בהתאם להוראות התקנון שעניינן מימוש זכות הסירוב הראשונה.

זכויות הקדימה התאגידיות הינן בעיקרן זכויות חוזיות-תקנוניות, להבדיל מזכויות הקדימה בדיני המקרקעין, אשר זכו בהסדר ספציפי בחקיקה הישראלית.<sup>18</sup> זכות המצרנות, להבדיל מזכות הסירוב הראשונה, זכתה אומנם בהסדר ספציפי בחוק החברות, אך זאת באופן מצומצם – רק ביחס לחברות פרטיות שהונן המונפק כולל סוג אחד של מניות בלבד.<sup>19</sup> כמו-כן, ההסדר הקבוע בחוק החברות ביחס לזכות המצרנות הינו דיספוזיטיבי, ובעלי המניות רשאים לשלול את תחולתו כליל או לחלופין להחליפו בהסדר המשקף את ההסכמות בין בעלי המניות. מעצם טיבם וטבעם של הסדרים חוזיים, מגוון המנגנונים הקיימים ביחס למימושן של זכות הסירוב הראשונה וזכות המצרנות בזירה התאגידית הינו עצום. עם זאת, לצורך נוחות הדיון נתאר בקצרה את המנגנונים השכיחים בזירה התאגידית ביחס לכל אחת מזכויות קדימה אלה.

על-פי המנגנון השכיח ביחס לזכות הסירוב הראשונה, בעל מניות מנוע מ"להעביר"<sup>20</sup> מניות (או ניירות-ערך המיירים למניות), אלא אם יציעם תחילה לכל בעלי המניות האחרים בחברה (ככל שהוקנתה להם זכות סירוב ראשונה). באופן שלכל אחד מבעלי המניות הניצעים יוצע חלק יחסי מכלל המניות המוצעות למכירה בהתאם לחלקו היחסי בהון המניות של החברה (להוציא את חלקו של בעל המניות המוכר) ובתנאים זהים. על ההצעה לפרט את זהות הרוכש-בכוח (ולעיתים גם את תחום עיסוקו של הרוכש) ואת תנאי העסקה העיקריים, לרבות המחיר המבוקש תמורת המניות המוצעות.<sup>21</sup> על-פי רוב המנגנונים המקובלים בזירה

18 ראו סי' ד לפרק ז לחוק המקרקעין, תשכ"ט-1969.

19 ראו ס' 290 לחוק החברות, אשר מכפיף את האמור בו להוראות תקנון החברה בעניין זה. באופן עקרוני דיני החברות הישראליים מבקשים לצמצם ככל האפשר את ההגבלות המוטלות על עבירותן של מניות (ראו בהקשר זה גם את הוראות ס' 293 לחוק החברות, שבו נקבעה חוקת העבירות). על-כן אין פלא שהמחוקק הישראלי בחר לא לאמץ כלל דיספוזיטיבי המקנה זכות סירוב ראשונה לבעלי מניותיה של החברה. נציין כי בדוח הוועדה לחקיקת חוק החברות החדש (תשנ"ה-1994) הוצע לקבוע בחוק במפורש כי חברה תהיה רשאית לקבוע בתקנון חובה על בעל ניירות-ערך הרוצה למכור את ניירות-הערך שלו להציע אותן תחילה לבעלי ניירות-הערך האחרים בהתאם למנגנון שייקבע בתקנון החברה.

20 המונח "העברה" מוגדר פעמים רבות באופן רחב כחל על כל מכירה, העברה, המחאה, יצירת שעבוד או מתן כל זכות אחרת לצד ג במניות החברה, בין בתמורה ובין לא בתמורה, לרבות במקרה של מכירה על-ידי כונס, מפרק או נאמן בפשיטת-רגל.

21 במקרה שבו התמורה המוצעת על-ידי הרוכש-בכוח אינה בזומן, אלא במניות או בנכס אחר, מימוש זכות הסירוב מצריך הערכה של שווי התמורה המוצעת על-ידי הרוכש-בכוח, ומעלה שאלות נוספות הנוגעות באופן מימושה של זכות הקדימה (להבדיל מאפשרות סיחורה). שאלות אלה חורגות ממסגרת דיונונו, ועל-כן לא נרחיב את הדיון בסוגיה זו.

התאגידית ביחס לזכות הסירוב הראשונה, זכות הסירוב לא תחול על העברת מניות על-ידי בעל מניות לתאגיד או לאדם אשר "קשורים" אליו (בקשר של שליטה, החזקה, ניהול או בקשר משפחתי).<sup>22</sup>

באופן דומה, על-פי המנגנון הרווח ביחס לזכות המצרנות, כל הקצאה של מניות חדשות (או ניירות-ערך המיירים למניות) על-ידי החברה תוצע תחילה לכל בעלי המניות הקיימים של החברה (המחזיקים בזכות המצרנות).<sup>23</sup> באופן שלכל אחד מבעלי המניות הניצעים יוצע חלק יחסי מכלל המניות המוצעות להקצאה בהתאם לחלקו היחסי בהון המניות של החברה עובר להקצאה ובתנאים זהים. זכות המצרנות לא תחול לרוב על הקצאת מניות לציבור; על הקצאת מניות במסגרת מיווג אשר עם השלמתו יחזיקו בעלי מניותיה של החברה מייד לפני ההקצאה ביותר מ-50% מהון המניות של החברה השורדת; וכן על הקצאת מניות לעובדים, לנושאי-משרה ולנותני שירותים של החברה בהתאם לתוכנית אופציות שאושרה על-ידי דירקטוריון החברה.

על-פי המנגנונים הרווחים ביחס לשתי זכויות הקדימה, על בעלי המניות הניצעים להשיב בתוך פרק-זמן קבוע מראש אם ברצונם לממש את זכותם באופן מלא או חלקי אם לאו, ולעיתים ניתנת לבעלי המניות הניצעים האפשרות לרכוש אף את חלקם היחסי של ניצעים אחרים אשר בחרו לא לממש את זכותם (באופן מלא או חלקי). לאחר תום תקופת הקיבול המוסכמת, בעל המניות המוכר (בסיטואציה של זכות סירוב ראשונה) או החברה (בסיטואציה של זכות מצרנות) רשאים למכור או להקצות (לפי העניין) לרוכש-בכוח אותו חלק של המניות המוצעות שלגביו לא ניתנה הודעת מימוש על-ידי מי מבעלי המניות בעלי זכות הקדימה.<sup>24</sup>

22 זכות דומה לזכות הסירוב הראשונה היא "זכות ההצעה הראשונה" ("Right of First Offer"). על-פי המנגנון הרווח ביחס לזכות ההצעה הראשונה, בעל מניות המבקש להעביר מניות או ניירות-ערך המיירים למניות בחברה יציע אותם תחילה לכל בעלי המניות האחרים בחברה באותה עת, וזאת עוד בטרם הציעם לצד שלישי כלשהו. על ההצעה לפרט את התנאים שבהם בעל המניות מעוניין למכור את מניותיו, לרבות המחיר המבוקש בגין המניות המוצעות. רק אם בעלי זכות הקדימה יסרבו לרכוש את כל המניות המוצעות, יהיה בעל המניות המוכר רשאי למכור את המניות המוצעות לצד שלישי, וזאת בתנאים שאינם טובים יותר (מנקודת-מבטו של הרוכש) מאלה שהוצעו לבעלי זכות ההצעה הראשונה.

23 במאמר מוסגר נציין כי במקרה שבו לחברה יש מספר רב של בעלי מניות, מומלץ להעניק את זכויות הקדימה התאגידיות רק לבעלי מניות המחזיקים ב-3% ומעלה מהון המניות של החברה, וזאת על-מנת להימנע ממצב שבו יישום המנגנון המסדיר את מימושה של זכות הקדימה יביא לידי הפרת הוראות ס' 15 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1986 (להלן: חוק ניירות-ערך), בקשר למספר הניצעים המרבי שניתן להציע לו את מניות החברה ללא פרסום תשקיף (דהיינו, 35 ניצעים).

24 פעמים רבות מימוש זכות הסירוב הראשונה מותנה בכך שהתקבלו הצעות קיבול מבעלי זכות הקדימה ביחס לכלל המניות המוצעות למכירה, וזאת על-מנת לא להטיל נטל כבד מדי על בעל המניות המוכר. מימוש זכות הסירוב על-ידי בעלי זכות הקדימה ביחס לחלק בלבד מהמניות המוצעות עלול להותיר את בעל המניות המוכר עם החזקות נמוכות בחברה, תוך פגיעה



הן זכות הסירוב הראשונה והן זכות המצרנות מתוארות פעמים רבות כאופציות ("זכויות בררה") לרכישת הנכס מושא זכות הקדימה.<sup>25</sup> עם זאת, קיימים כמה הבדלים מהותיים בין זכות הקדימה לבין זכות האופציה. באופן עקרוני, זכות האופציה מקנה לבעליה, בכל עת שיחפוץ (לפני מועד פקיעתה של האופציה), את הזכות לרכוש את הנכס מושא האופציה בתנאים שהוסכמו מראש בין בעל זכות האופציה לבין בעל הנכס, ללא תלות ברצונו של בעל הנכס או בקיומו או העדרו של רוכש-בכוח חלופי. לעומת זאת, זכותו של בעל זכות הקדימה לרכוש את הנכס מושא זכות הקדימה קמה רק לאחר שבעל הנכס מושא הזכות הודיע לבעל זכות הקדימה על כוונתו למכור את הנכס. מכאן שזכות הקדימה הינה זכות "רדומה" הרובצת על הנכס מושא הזכות, וזאת עד למועד הודעתו של המוכר על כוונתו למכור את הנכס. בשל מאפיינין זה של זכות הקדימה, יש הרואים בה "אופציה מותנית", אשר מומרת באופן אוטומטי לאופציה לרכישת הנכס מושא הזכות עם קבלת הודעתו של המוכר. בשל אופייה המותנה של זכות הקדימה, נקבע בפסיקה כי בעל הנכס רשאי לחזור בו מהודעתו על כוונתו למכור את הנכס הכפוף לזכות הקדימה, כל עוד בעל הזכות לא קיבל לידי את הודעת בעל הנכס,<sup>26</sup> אשר משכללת את זכות הקדימה לאופציה בלתי-הדירה.<sup>27</sup>

הן זכות הסירוב הראשונה והן זכות המצרנות עשויות להינתן לבעלי המניות של החברה (לכולם או לחלקם) כחלק בלתי-נפרד מ"אגד" הזכויות הצמודות למניה (בדומה לזכות ההצבעה או הזכות לדיווידנד)<sup>28</sup> או לחלופין באופן אישי כזכות חיצונית למניה.<sup>29</sup> באופן עקרוני, אם זכות הקדימה צמודה למניה, אזי עם העברתה של המניה (בכפוף למימושה של זכות הקדימה) עוברת גם זכות הקדימה לבעל המניות הנעבר, כמו-גם יתר הזכויות הצמודות למניה עצמה. השאלה שנשאלת בהקשר זה היא אם בעל זכות הקדימה רשאי לסחור בזכות הקדימה במנותק מהמניה עצמה, או במילים אחרות, אם בעל הזכות רשאי להמחות את זכות הקדימה לצד שלישי, באופן קבוע או ביחס לעסקה ספציפית, תוך שמירת הבעלות במניה עצמה. לעומת זאת, אם זכות הקדימה הוענקה לבעל המניות באופן אישי (ולא כחלק מאגד הזכויות המרכיבות את המניה), עולה השאלה אם בהקשר התאגידי יש לראות בזכות הקדימה זכות קניינית-כלכלית שבעל הזכות רשאי לסחור בה כרצונו

בערכן מנקודת-מבטו של רוכש (בכוח או בפועל). שאלת מימושה של זכות הקדימה ביחס לחלק מהמניות המוצעות למכירה מתייחסת לאופן מימוש הזכות, ולא לאפשרות סחורה, ועל-כן לא נרחיב את הדיון בסוגיה זו.

25 פיין, לעיל ה"ש 1.

26 ע"א 7824/95 תשובה נ' בר נתן, פ"ד נה(1) 289 (1999).

27 לגישה דומה בדין האמריקאי ראו: Phillips v. Homer (*in re* Smith Trust), 274 Mich. App. (2007) 283, 731 N.W.2d 810.

28 המונח "מניה" מוגדר בס' 1 לחוק החברות כ"אגד של זכויות בחברה הנקבעות בדין ובתקנון".

29 לרוב, אם זכות הקדימה עוגנה בתקנון החברה, הזכות צמודה למניה, ולא לבעל המניות. לעומת זאת, אם הזכות נקבעה במסמך חיצוני, כגון הסכם בעלי המניות, יש להניח כי כוונת הצדדים הייתה להעניק את הזכות באופן אישי ובמנותק מהמניה.

ולהעבירה לצד שלישי אשר זר לחברה ולבעלי מניותיה, מבלי לקבל את הסכמתם של בעלי המניות המוכר או החברה המקצה את מניותיה (לפי העניין) ושל יתר בעלי זכות הקדימה.

## 2. תכליותיה של זכות הסירוב הראשונה התאגידית והשפעת סחירותה על האפשרות לממשה

לגישתנו, נקודת המוצא לדיון בשאלת סחירותן של זכויות הקדימה התאגידיות צריכה להיות הרציונל לקיומן. זאת, משום שאי־אפשר לקיים דיון מושכל בשאלת סחירותן של זכויות הקדימה מבלי לדון בתכליות השונות שבעלי המניות מבקשים להשיג באמצעותן, ובהשפעת סחירותן על הגורמים השונים שעשויים להיות מושפעים מהעברה או מהקצאה של מניות בחברה.

זכות הסירוב הראשונה התאגידית נועדה ליצור איוון בין שלושה גורמים שעשויים להיות מושפעים מהעברת מניות בחברה: בעל המניות המוכר, המבקש למכור את החזקותיו בחברה ולצאת מתמונת ההשקעה; הרוכש (בפועל או בכוח), המבקש לרכוש את המניות הכפופות לזכות הסירוב הראשונה; ובעלי המניות המחזיקים בזכות הסירוב (לרבות ממחה הזכות).

כאמור לעיל, מקובל להניח שבהקשר התאגידי זכות הסירוב הראשונה נועדה, בראש ובראשונה, למנוע כניסה של שותף עסקי חדש שאינו מקובל על יתר בעלי המניות בחברה.<sup>30</sup> מכאן שלזכות הסירוב הראשונה התאגידית יש אופי "מניעתית", וקביעתה בתקנון החברה או בכל הסכם אחר בין בעלי מניותיה של החברה מהווה התניה על חזקת עבירותן של מניות החברה, הקבועה בסעיף 293 לחוק החברות. לבעלי המניות בחברה עשוי להיות עניין רב בזהותו של רוכש־בכוח המבקש לרכוש את החזקותיו של מי מבעלי המניות של החברה. כך, לשם המחשה, מקום שהרוכש־בכוח הינו מתחרה של החברה המבקש לרכוש את מניותיה לצורך צמצום התחרות בשוק הרלוונטי<sup>31</sup> (ככל שהרכישה מותרת על־פי דיני ההגבלים העסקיים). אומנם, מקום שבעל המניות המוכר הינו בעל השליטה בחברה, מכירת המניות לרוכש כאמור עשויה, במקרים המתאימים, להוות הפרה של חובת ההגינות של בעל השליטה כלפי החברה בהתאם להוראות סעיף 193 לחוק החברות.<sup>32</sup> עם זאת, חובה ההגינות חלה רק על בעל השליטה בחברה, ולא ברור מהן החובות שחלות בהקשר זה, אם בכלל, על מי שאינו בעל שליטה בחברה. יתרה מזו, לבעלי המניות בחברה עשוי להיות עניין רב בזהותו של הרוכש־בכוח אף אם אין הוא מתחרה של החברה. כך, לשם המחשה, מקום שמדובר בחברה משפחתית המתנהלת כ"מעין שותפות", או מקום שהמניות המוצעות למכירה מקנות זכויות וטו מיוחדות או זכויות ניהול אחרות, אשר עשויות להשפיע על אופן ניהול החברה לאחר הרכישה ועל יחסי הכוחות בין בעלי המניות מיד לאחר השלמתה של עסקת הרכישה (ככל שזכויות אלה עוברות לרוכש יחד עם הבעלות במניה).

30 פרשת מגה, לעיל ה"ש 6, בעמ' 959.

31 בשי"א (מחוזי ת"א) 53611/99 עצמון נ' סער שיאון החזקות בע"מ (לא פורסם, 8.7.1999).

32 ע"א 817/79 קוסי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253 (1984).

מימוש זכות הסירוב הראשונה על-ידי בעל הזכות מונע, מחד גיסא, את כניסתו של הרוכש בכוח הלא-רצוי, ומאפשר לבעל המניות המוכר, מאידך גיסא, לממש את החזקותיו ולצאת מתמונת ההשקעה (בין באמצעות מכירת המניות לבעלי זכות הסירוב הראשונה שמימשו את זכותם, ובין באמצעות מכירתן לרוכש בכוח שאיתו התקשר בהסכם, ככל שהזכות לא מומשה במלואה על-ידי בעליה). זכות הסירוב הראשונה יוצרת, הלכה למעשה, איזון בין זכות הקניין של בעל המניות המוכר לבין האינטרס של יתר בעלי המניות בהמשך פעילותה העסקית של החברה וניהולה במתכונת דומה לזו שהתקיימה ערב מכירת המניות.<sup>33</sup> מכאן שאחת המטרות של זכות הסירוב בהקשר התאגידי היא להוות מעין "חסם כניסה" בפני משקיע לא-רצוי מנקודת-מבטם של בעלי הזכות.<sup>34</sup>

סיחורה של זכות הסירוב הראשונה על-ידי מי מבעלי מניותיה של החברה והעברתה לצד שלישי חותרים תחת רציונל זה. במה דברים אמורים? ובכן, אלא אם כן העברת זכות הסירוב הראשונה נעשית על דעתם ובהסכמתם של יתר בעלי הזכות, המחאת הזכות על-ידי אחד מבעלי המניות לצד שלישי אשר זר לחברה וליתר בעלי הזכות עלולה להוביל לאותה רעה חולה שזכות הסירוב הראשונה באה למנוע – כניסה של שותף עסקי חדש אשר אינו מקובל על יתר בעלי זכות הסירוב הראשונה. העברתה של זכות הסירוב הראשונה על-ידי בעליה המקוריים יוצרת "מסלול עוקף זכות".<sup>35</sup> רכישת זכות הסירוב הראשונה, כשלעצמה, על-ידי צד שלישי – להבדיל מרכישת המניות הכפופות לזכות – ומימושה של הזכות על-ידי אותו צד שלישי אינן כפופות לזכות הסירוב הראשונה. מכאן שאם רוכש בכוח מבקש לרכוש מניות תוך עקיפת המגבלה של זכות הסירוב הראשונה, כל שעליו לעשות הוא לבצע את עסקת הרכישה בשני שלבים. בשלב הראשון עליו לרכוש ממי מבעלי מניותיה של החברה את זכות הסירוב הראשונה, המוקנית לאותו בעל מניות מכוח תקנון החברה או מכוח הסכם בעלי המניות, וזאת במנותק מהמניות עצמן. רכישה כאמור יכולה להיעשות לנוכח קיומה של עסקה ספציפית במניות החברה לבין צד שלישי או במנותק מקיומה של עסקה כאמור. בשלב השני על אותו רוכש לחכות לגיבושה של עסקה לרכישת מניות החברה בין מי מבעלי מניותיה של החברה לבין צד שלישי, ולממש את זכות הסירוב שרכש בשלב הראשון. בתום השלב השני ייהפך הרוכש לבעל מניות מבלי שיתאפשר ליתר בעלי הזכות למנוע את הצטרפותו.<sup>36</sup>

33 לדיון נרחב בהשפעתה של זכות הסירוב הראשונה על רוכשים (בפועל או בכוח) של מניות החברה ראו פרק ג להלן.

34 זכות הסירוב הראשונה אינה האמצעי היחיד העומד לרשות בעלי המניות לצורך הגבלת עבירותן של המניות. קיימים מגוון אמצעים להגשמת תכלית זו, החל בדרישה לקבלת אישורו של דירקטוריון החברה להעברה ועד לשלילת עבירותן של מניות החברה באופן מוחלט. השימוש בזכות הסירוב הראשונה כאמצעי להגבלת עבירותן של מניות החברה הינו שכיח דווקא בשל האיזון בין האינטרסים השונים של כל הגורמים העשויים להיות משופעים מהעברתן של מניות החברה, כאמור לעיל.

35 Mitchell, לעיל ה"ש 1.

36 רכישה דו-שלבית זו מחייבת כמובן את הרוכש של זכות הסירוב הראשונה להמתין להתגבשותה של עסקה קונקרטית במניותיה של החברה בטרם יוכל לממש את זכותו לרכוש את מניות

יתרה מזו, מתן האפשרות לסחור בזכות הסירוב הראשונה עלול אף לעוות את הבחירות של יתר בעלי זכויות הקדימה ביחס למימושה או אי-מימושה של הזכות לנוכח קיומה של עסקה ספציפית במניות החברה. מהדיון שלעיל עולה כי החלטתו של בעל מניות אם לממש את זכות הסירוב הראשונה אם לאו תלויה, בין היתר, בהשפעה שבעל זכות הקדימה צופה שתהיה לרוכש-בכוח על פעילותה העתידית של החברה ועל מערך יחסי הכוחות הפנימי בין בעלי מניותיה. מכאן שתנאי ליכולתו של בעל הזכות לקבל החלטה מושכלת ביחס למימושה של זכות הסירוב הראשונה הוא קיומו של מידע רחב, ככל האפשר בנסיבות העניין, לגבי זהותו של הרוכש-בכוח. כאמור לעיל, על-פי המנגנון השכיח ביחס לזכות הסירוב הראשונה, על בעל המניות המוכר לספק לבעלי זכות הסירוב הראשונה פרטים על-אודות זהותו של הרוכש-בכוח (ולעיתים גם על-אודות פעילותו העסקית), על-מנת לאפשר לבעלי הזכות להחליט אם ברצונם לממש את זכותם אם לאו. כמו-כן, לבעלי המניות הניצעים ניתנת לעיתים האפשרות לממש את זכותם גם ביחס לחלקם היחסי של ניצעים אחרים אשר בחרו לא לממש את זכותם (באופן מלא או חלקי), והדבר מאפשר לכל אחד מבעלי זכות הסירוב הראשונה למנוע לחלוטין את הצטרפותו של אותו רוכש-בכוח לא-רצוי, גם אם חלק מהניצעים בוחרים לא לממש את זכותם במלואה.

רוב המנגנונים התקנוניים המסדירים את מימושה של זכות הסירוב הראשונה אינם מתייחסים לאפשרות המחאתה של זכות זו (כמו-גם לאפשרות המחאתן של זכויות אחרות הצמודות למניה, לרבות זכות ההצבעה והזכות לדיווידנדים), וממילא אינם מטילים על מי מבעלי הזכות את החובה לגלות ליתר בעלי הזכות פרטים על-אודות צד שלישי המבקש לרכוש את זכות הסירוב הראשונה במנותק מהמניה עצמה. לפיכך, בסיטואציה שבה זכות הסירוב הראשונה הומחטה בפועל לצד שלישי, זהותו של אותו "איש צללים" שרכש את זכות הסירוב הראשונה נסתרת מעיניהם של יתר בעלי הזכות במועד קבלת ההחלטה אם לממש את זכות הסירוב הראשונה אם לאו.

על-מנת להמחיש את האופן שבו סיחור של זכות הסירוב הראשונה עלול לעוות את הבחירות של בעלי הזכות לנוכח קיומה של עסקה ספציפית במניות החברה, נבחן את הסיטואציה התיאורטית הבאה. הונה המונפק של חברה פלונית מוחזק בחלקים שווים על-ידי שלושה בעלי מניות. לכל אחד מבעלי המניות האמורים יש זכות סירוב ראשונה המשתרעת גם על חלקם היחסי של ניצעים אחרים שבחרו לא לממש את זכותם (באופן מלא או חלקי). בעל מניות א' מבקש למכור את מניותיו לרוכש-בכוח פלוני. הוא מודיע ליתר בעלי המניות על התקשרותו בהסכם מחייב עם אותו רוכש-בכוח, ואף מספק להם פרטים על-אודות זהותו וקשריו העסקיים הענפים בתחומים המשיקים לתחום פעילותה של החברה. בעל מניות ב' בוחר לא לממש את זכות הסירוב הראשונה, הואיל ולהערכתו הצטרפותו של אותו רוכש-בכוח עשויה דווקא לקדם את ענייניה של החברה ולהשיא את רווחיה (בשל פעילותו בתחומים המשיקים לתחום פעילותה של החברה). אולם בעל מניות ב' אינו מודע לעובדה שבעל מניות ג' בחר להמחות את זכות הסירוב הראשונה שלו לצד שלישי, שהינו אחד

---

החברה, ולפיכך אינה מתאימה למי שמבקש לרכוש את המניות ללא תלות בקיומה של עסקה חלופית.

ממתחריה העיקריים של החברה. יתרה מזו, בעל מניות ב אינו יודע שאותו מתחרה, אשר רכש את זכות הסירוב הראשונה מידי בעל מניות ג, מבקש לממשה הן ביחס לחלקו של בעל מניות ג (הממחה) והן ביחס לחלקו של בעל מניות ב (אשר בחר כאמור לא לממש את זכותו). כתוצאה ממימוש זכות הסירוב הראשונה באופן המתואר לעיל, לא זו בלבד שהרוכש בכוח שהתקשר עם בעל המניות המוכר לא יצטרף כלל לתמונת ההשקעה, אלא שדווקא המתחרה של החברה ייהפך לבעלים של שלישי מהון המניות המונפק של החברה, וזאת לא על דעת בעל מניות ב (בהנחה שרכישת המניות על-ידי אותו מתחרה מותרת על-פי דיני ההגבלים העסקיים). ייתכן בהחלט שאילו דבר ההמחאה וזהותו של הנמחה היו ידועים לבעל מניות ב, היה האחרון בוחר לממש את זכות הסירוב הראשונה הנתונה לו ולרכוש בעצמו את כל המניות המוצעות למכירה על-מנת למנוע את הצטרפותו של אותו מתחרה (בהנחה שבידי בעל מניות ב האמצעים הכלכליים הדרושים למימוש זכותו). מן הראוי להדגיש כי אילו פעל המתחרה ב"דרך-המלך" ופנה לבעל מניות א על-מנת לרכוש את החזקותיו בחברה (חלף רכישת זכות הסירוב הראשונה מבעל מניות ג), היו בידיו של בעל מניות ב המידע והאפשרות למנוע את הצטרפותו של המתחרה על-ידי מימוש זכות הסירוב הראשונה (שהרי במצב זה היה על המוכר לגלות לכל בעלי זכות הסירוב הראשונה את זהות המתחרה). מן האמור לעיל עולה כי מתן האפשרות לסחור בזכות הסירוב הראשונה, כאילו הייתה נכס עצמאי, מהווה פריצה המאפשרת את רכישת מניות החברה תוך שלילת יכולתם האפקטיבית של יתר בעלי זכות הסירוב הראשונה לממש את זכותם.

השאיפה של בעלי המניות לחסום את כניסתם של בעלי מניות חדשים הינה התכלית העיקרית של זכות הסירוב הראשונה, אך לא התכלית היחידה. בפסיקה הישראלית אומצה הטענה כי גם הרצון לשמור על יחס כמותי מסוים בין החזקותיהם של בעלי המניות בחברה מהווה סיבה לגיטימית לקיומה של זכות הסירוב הראשונה, ולפיכך זכות זו תחול לא רק כאשר בעל מניות מציע את מניותיו לצד שלישי זר, אלא גם מקום שהמניות מוצעות לאחד מבעלי המניות הקיימים של החברה.<sup>37</sup> יודגש: מימוש זכות הסירוב הראשונה על-ידי בעלי

37 ע"א 132/81 ג.י.בי. טורס בע"מ נ' חאייק, פ"ד לח(2) 425, 431-434 (1984). באופן דומה עשויה לעלות הטענה כי זכות הסירוב הראשונה משתרעת גם על רכישה עצמית של מניות החברה (בהנחה שזכות הסירוב הראשונה נקבעה בתקנון החברה או בהסכם אחר שגם החברה הינה צד לו). שאלת תחולתה של זכות הסירוב הראשונה על רכישה עצמית של מניות החברה תלויה במידה רבה בלשון ההסדר החוזי המסדיר את מימושה של זכות הסירוב הראשונה. כך, לשם המחשה, אם נקבע בתקנון החברה כי כל העברת מניות בחברה "לצד שלישי" כפופה לזכות הסירוב הראשונה, אזי ניתן לטעון כי החברה ובעלי מניותיה הינם צד לתקנון (שדינו, כאמור, כדין חוזה בין החברה לבין בעלי מניותיה ובינם לבין עצמם), ולפיכך החברה אינה מהווה "צד שלישי", ורכישה עצמית של מניותיה ממי מבעלי מניותיה אינה מקימה את זכות הסירוב הראשונה. לעומת זאת, אם זכות הסירוב הראשונה אינה מוגבלת להעברת מניות ל"צד שלישי", אלא חלה על כל העברת מניות שהיא, אזי יכולה לקום הטענה כי רכישה עצמית של מניות החברה כפופה אף היא לזכות הסירוב הראשונה. לטענה כאמור עשויות להיות השלכות שליליות על אופן התנהלותה של החברה. פעמים רבות חברה מבקשת לרכוש את מניותיה על-מנת להוציא מתמונת ההשקעה בעל מניות המהווה מיעוט מתנגד המקשה

מניותיה של החברה לעולם לא יביא לידי שימור מלא של יחסי הכוחות בחברה. בין שבעל המניות המוכר מבקש למכור את מניותיו לצד שלישי אשר זר לחברה, ובין שהוא מבקש למוכרן למי מבעלי מניותיה הקיימים של החברה, מימוש זכות הסירוב יביא לידי הגדלת חלקם היחסי של כל אחד מבעלי המניות שכחרו לרכוש חלק מהמניות המוצעות.<sup>38</sup> בספרות המשפטית<sup>39</sup> הועלתה גם הטענה כי התכלית העיקרית של זכות הסירוב הראשונה אינה למנוע את כניסתם של שותפים חדשים שאינם מקובלים על ידי יתר בעלי המניות בחברה, אלא דווקא למנוע את עזיבתם של בעלי המניות הקיימים. על פי גישה זו, זכות הסירוב הראשונה אינה מהווה "חסם כניסה", אלא דווקא "חסם יציאה". טענה זו מתבססת על ההנחה שזכות הסירוב הראשונה מרתיעה ex ante רוכשים בכוח מלפתוח במשא-ומתן לרכישתן של מניות הכפופות לזכות הסירוב הראשונה. טענה זו תידון בהרחבה בפרק ב של המאמר.

בפסיקה ובספרות הועלו כמה נימוקים נוספים לקיומה של זכות הסירוב הראשונה, לרבות הרצון למנוע שינויים בהנהלת החברה בחברות "משפחתיות"<sup>40</sup> והרצון להימנע מהצורך לרכוש מניות נסחרות במסגרת המסחר תוך היחשפות לסיכון של עליית שער המניה עקב הזרמת ביקושים חריגים.<sup>41</sup> נימוקים אלה ואחרים חורגים ממסגרת מאמר זה, ועל כן לא נרחיב את הדיון בהם.

את פעילותה של החברה (על ידי מימוש זכויות וטו או באופן אחר). כמו כן, לעיתים חברה מבקשת לרכוש מניות שהוקצו על ידיה לעובד או לנושא-משרה בחברה עם עזיבתו של אותו עובד או נושא-משרה בחברה. החלת זכות הסירוב הראשונה על רכישה עצמית של מניות על ידי החברה לא תאפשר לחברה את הגמישות האמורה. כמו כן, במקרים שתוארו לעיל, הרכישה העצמית אינה מביאה לידי כניסתו של שותף עסקי חדש, ובהנחה שמדובר בבעל מניות מיעוט, אין ברכישה העצמית כדי לשנות באופן משמעותי את יחסי הכוחות בין יתר בעלי מניותיה של החברה. יודגש: מקום שהרכישה העצמית של המניות נעדרת רציונל עסקי ונובעת מהרצון להיטיב רק עם בעל המניות המוכר על ידי מימוש החזקותיו (כתחליף לדיוידנד המשתלם לכל בעלי מניותיה של החברה על פי חלקם היחסי בהון החברה), רכישה עצמית כאמור עלולה להוות "קיפוח המיעוט", ובמקרים מסוימים אף הפרה של חובת האמונים של דירקטוריון החברה המחליט על רכישה עצמית כאמור.

38 לשם המחשה, תארו סיטואציה שבה בחברה פלונית יש חמישה בעלי מניות המחזיקים, כל אחד, ב-20% מהון המניות המונפק של החברה. אם אחד מבעלי המניות בחברה יחפוץ למכור את מניותיו לצד שלישי וכל יתר בעלי המניות יממשו את זכות הסירוב הראשונה, אזי לאחר השלמת המכירה יהיו בחברה ארבעה בעלי מניות אשר יחזיקו, כל אחד, ב-25% מהון המניות המונפק של החברה.

39 Walker, לעיל ה"ש 1.

40 FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 228-232 (1991).

41 ה"פ (מחוזי ת"א) 580/03 בנק דיסקונט לישראל בע"מ נ' PALUMON B.V, פס' ג לפסק-דינו של השופט זפט (לא פורסם, 26.5.2003).

### 3. תכליתיה של זכות המצרנות התאגידית והשפעת סחירותה על האפשרות לממשה

כאמור לעיל, זכות המצרנות מעניקה לבעליה את הזכות להיכנס לנעליו של רוכש-בכוח המבקש לרכוש מניות מהחברה עצמה, ולרוכשן באותם תנאים שהוסכמו מראש בין החברה לבין אותו רוכש-בכוח. זכות המצרנות נועדה ליצור איזון בין שלושה גורמים עיקריים העשויים להיות מושפעים מהקצאת מניות על-ידי החברה: החברה, המבקשת לגייס הון נוסף לצורך פעילותה העסקית; הרוכש (בפועל או בכוח), המבקש להשקיע בחברה; ובעלי מניותיה.

עובר לדיון בתכליות שבעלי המניות מבקשים להגשים באמצעות זכות המצרנות, שומה עלינו לעמוד תחילה על ההשפעות שעלולות להיות לסחירותה של זכות המצרנות דווקא על החברה. במסגרת הדיון בזכות הסירוב הראשונה התמקדנו בהשפעתה של המחאת הזכות על בעלי המניות אשר נמנעו מלממש את זכות הסירוב הראשונה ובחרו לא להשתתף בעסקת הרכישה ולא להשפיע עליה. נקודת המוצא של הדיון הייתה שבעל המניות המוכר יממש בכל מקרה את החזקותיו ויצא מתמונת ההשקעה – בין שהמניות יירכשו על-ידי הרוכש-בכוח המקורי שאיתו התקשר המוכר, בין שהן יירכשו על-ידי בעלי זכות הסירוב הראשונה שיממשו את זכותם, ובין שהן יירכשו על-ידי צד שלישי שרכש את זכות הסירוב הראשונה. על-כן הנחנו, לצורך נוחות הדיון, כי בעל המניות המוכר אדיש לתוצאותיה של המחאת זכות הסירוב הראשונה (הנחה בעייתית זו תיבחן בפרק ב להלן). נקודת המוצא של הדיון בתכליותיה של זכות המצרנות בזירה התאגידית ובתוצאות המחאתה הינה שונה לחלוטין. כל אחד מהגורמים האמורים, לרבות החברה המוכרת, מושפע במישרין מהקצאת מניות על-ידי החברה ומהזות הרוכש, ולפיכך גם מהמחאת הזכות על-ידי בעליה המקוריים במנותק מהמניה עצמה.

חברה המבקשת לגייס הון לשם פעילותה העסקית יכולה לעשות זאת בשתי דרכים עיקריות – גיוס "הון חיצוני" (כגון הלוואות ממוסדות פיננסיים או הנפקת אגרות-חוב) או גיוס "הון פנימי"<sup>42</sup> באמצעות הקצאת מניות. להבדיל מבעל המניות המוכר, אשר יוצא מתמונת ההשקעה ואשר אדיש (במידה מסוימת) לזהות הרוכש, לחברה יש עניין רב בזהותו של הרוכש-בכוח. עניין זה של החברה בזהותו של המשקיע החדש גדל ככל שחלקו היחסי של המשקיע בהון המניות של החברה (לאחר ההקצאה ובעקבותיה) גדל. תרומתו של המשקיע החדש והשפעתו על התנהלותה של החברה אינן מתמצות לרוב בהזרמת הון לחברה כנגד הקצאת המניות. בדומה ליתר בעלי המניות בחברה, למשקיע החדש תהיה היכולת להשפיע על אופן ניהולה ופעילותה העסקית של החברה באמצעות מימוש זכויות ההצבעה שהמניות הנרכשות מקנות. ככל שחלקו היחסי של המשקיע בהון המניות המונפק של החברה גדל, יכולתו להשפיע על התנהלותה של החברה גדלה אף היא. יתרה מזו, פעמים רבות הקצאת המניות אינה מונעת על-ידי הצורך בגיוס הון נוסף לשם מימון פעילותה של החברה, אלא

42 המונח "הון פנימי" מתייחס לגיוס הון כנגד הקצאת מניות – בין לבעלי המניות הקיימים של החברה ובין לצדדים שלישיים.

נעוצה דווקא בזהותו של המשקיע ובתרומתו האפשרית לפעילותה העתידית של החברה ולהתפתחותה. כך, לשם המחשה, לעיתים חברות מבקשות להקצות מניות ל"משקיעים אסטרטגיים" (strategic investors), בעלי ידע, יכולת או קשרים שעשויים לקדם את ענייניה של החברה. מכאן שהמחאת זכות המצרנות על-ידי מי מבעלי מניותיה של החברה לצד שלישי, ורכישת המניות על-ידי אותו צד שלישי חלף המשקיע שנבחר על-ידי החברה, עלולות לשמוט את הקרקע לחלוטין מתחת לרציונל שעמד בבסיס החלטתה של החברה להקצות מניות נוספות. למעשה, פעמים רבות ההחלטה אם לגייס הון מקרן הון סיכון כזו או אחרת מהווה החלטה אסטרטגית המבוססת על קשריה של הקרן בתחום עיסוקה של החברה, ביכולות הניהול של אותה קרן, באסטרטגיית מימוש ההשקעה (exit strategy) של הקרן וכיוצא בהם שיקולים.

כל הקצאת מניות על-ידי החברה לצד שלישי, בין באמצעות ניצול מאגר ההון הרשום (אך הבלתי-מונפק) של החברה ובין באמצעות הגדלת ההון הרשום לצורך הקצאה כאמור, מדללת את שיעור החזקותם היחסי של כל בעלי המניות הקיימים בהונה המונפק של החברה.<sup>43</sup> כתוצאה מכך מדוללת בהתאם גם יכולתם להשפיע על התנהלותה של החברה. בעל מניות המממש את זכות המצרנות יכול להיכנס לנעליו של הרוכש-בכוח (המשקיע) באופן שימנע את דילול חלקו היחסי בהון המניות של החברה.<sup>44</sup> לפיכך מקובל להניח כי זכות המצרנות נועדה, בראש ובראשונה, למנוע את דילול חלקם היחסי של בעלי המניות הקיימים בהון המניות של החברה ולשמר את כוחם היחסי, תוך יצירת איזון בין האינטרס של החברה בגיוס הון נוסף לבין האינטרס של בעלי המניות הקיימים של החברה בשמירת חלקם היחסי בהונה המונפק.<sup>45</sup>

כפי שיבואר מייד, אנו סבורים כי הרצון למנוע את דילול חלקם של בעלי המניות הקיימים בהון המניות המונפק של החברה הינו אומנם נדבך מרכזי בקביעת זכות המצרנות

43 נניח, לשם המחשה, חברה פרטית בעלת הון מונפק של 900 מניות רגילות, בעלות ערך נקוב של 1.00 ש"ח כל אחת, המוחזק בחלקים שווים על-ידי שלושה בעלי מניות (דהיינו, כל אחד מהם מחזיק 300 מניות רגילות, המהוות כ-33.3% מההון המונפק של החברה). אם החברה תקצה למשקיע חדש 300 מניות רגילות נוספות של החברה, אזי חלקו היחסי של כל אחד מבעלי המניות המקוריים יקטן מכ-33.3% ל-25% מההון המונפק של החברה (לאחר ההקצאה).

44 בדוגמה שנסקרה לעיל בה"ש 43, אם אחד מבעלי המניות יממש את זכותו במלואה (אך לא ביחס לחלקם היחסי של בעלי מניות אחרים שלא יממשו את זכותם) וירכוש מהחברה 100 מניות רגילות של החברה (דהיינו, שלישי מסך המניות המוצעות למכירה על-ידי החברה), אזי לאחר ההקצאה יחזיק אותו בעל מניות ב-400 מניות רגילות של החברה, אשר יהוו כ-33.3% מהון המניות המונפק של החברה לאחר ההקצאה (400/1,200). שני בעלי המניות שבחרו לא לממש את זכות המצרנות ימשיכו להחזיק ב-300 מניות רגילות, אשר יהיו לאחר ההקצאה 25% מהון המניות המונפק של החברה (300/1,200), ואילו המשקיע החדש יחזיק רק ב-200 מניות רגילות, אשר יהיו לאחר ההקצאה כ-16.6% מהון המניות המונפק של החברה.

45 יהיאל בהט חברות – החוק החדש והדין 425-429 (1999). ראו גם ה"פ (מחוזית"א) 1533/91 קובה נ' ז'ק קובה בע"מ, פס' 4 לפסק-דינו של השופט גורן (לא פורסם, 29.12.2003).



התאגידית, אך לא היחיד. אילו החשש מפני דילול החזקותיהם של בעלי המניות היה הרציונל היחיד לקביעת זכות המצרנות, אזי לשאלת הלגיטימיות של המחאת זכות המצרנות על-ידי מי מבעלי מניותיה של החברה הייתה חשיבות חלקית, אם בכלל. זאת, מכיוון שאם בעל מניות פלוני בוחר לא לממש את זכות המצרנות, אזי כל הקצאת מניות על-ידי החברה – בין לרוכש בכוח שאיתו התקשרה החברה מלכתחילה ובין לצד שלישי שאליו הוסבה זכות המצרנות של בעל מניות אחר – מובילה לאותה תוצאה: דילול חלקו היחסי של בעל המניות שבחר לא לממש את זכותו. הלכה למעשה, במצב דברים זה ההבדל היחיד בין רכישת המניות על-ידי הרוכש בכוח לבין רכישת המניות על-ידי הנמחה של זכות המצרנות הוא שכתוצאה מסיחורה של זכות המצרנות נקבעה בסופו של יום זהותו של רוכש המניות על-ידי בעל זכות המצרנות שהמחה את זכותו, ולא על-ידי החברה המקצה את מניותיה.

אולם כאמור, אנו סבורים כי הגנה על חלקם היחסי של בעלי המניות הקיימים בהון המניות המונפק של החברה ושימור יחסי הכוחות בינם לבין עצמם אינם התכליות היחידות של זכות המצרנות בהקשר התאגידי. אילו היו אלה התכליות היחידות של זכות המצרנות, יש להניח כי המנגנון השכיח ביחס לזכות המצרנות לא היה מאפשר לבעלי זכות המצרנות לממש את זכותם גם ביחס לחלקם של בעלי מניות אחרים בחברה שבחרו לא לממש את זכותם (באופן מלא או חלקי). זאת, מכיוון שמימוש זכות המצרנות על-ידי בעל מניות בחברה גם ביחס לחלקו של בעל מניות אחר יביא בהכרח לידי דילול משמעותי יותר של חלקו של בעל המניות אשר בחר לא לממש את זכותו.<sup>46</sup> לדעתנו, זכות המצרנות (בדומה לזכות הסירוב הראשונה) נועדה, בין היתר, לאפשר לבעלי מניותיה של החברה לחסום את כניסתו של משקיע חדש שאינו רצוי לחברה. מימוש זכות המצרנות ביחס לכל המניות המוצעות (בין על-ידי כל בעלי הזכות באופן יחסי לחלקם בחברה ובין על-ידי חלק מבעלי הזכות, אשר יממשו את זכותם גם ביחס לחלקם היחסי של בעלי מניות שבחרו לא לממש את זכותם) יביא לידי חסימת כניסתו של אותו משקיע חדש שאינו רצוי. גם בסיטואציה זו, העברתה של זכות המצרנות על-ידי מי מבעלי המניות של החברה עלולה לסכל את התכלית שיעדו לה בעלי מניותיה של החברה, ולעוות את בחירותיהם של יתר בעלי זכות המצרנות ביחס למימושה או אי-מימושה של זכות המצרנות לנוכח קיומה של עסקה ספציפית במניות החברה, כפי שפורט בהרחבה בתת-פרק 2 לעיל.

במאמר מוסגר נציין כי תכלית נוספת של זכות המצרנות היא למנוע מבעל השליטה בחברה את האפשרות להגדיל את חלקו היחסי בהון המניות של החברה על-ידי הקצאת מניות נוספות לעצמו (או למי מטעמו) תוך דילול חלקם היחסי של בעלי מניות המיעוט. עם זאת, לדעתנו, אין בזכות המצרנות, כשלעצמה, כדי לסכל לחלוטין את יכולתו של

46 בדוגמה שנסקרה לעיל בה"ש 43, אם בעל המניות שבחר לממש את זכותו יממשה גם ביחס לחלקם של שני בעלי המניות האחרים (אשר בחרו לא לממש את חלקם), אזי לאחר ההקצאה יחזיק בעל המניות המממש ב-600 מניות רגילות, אשר יהוו 50% מהון המניות המונפק של החברה לאחר ההקצאה, ואילו שני בעלי המניות הנותרים יחזיקו, כל אחד, ב-25% מהון המניות המונפק של החברה לאחר ההקצאה.

בעל השליטה להביא לידי כך שהחברה תקצה מניות באופן שיפגע בזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט בחברה. כך, למשל, מקום שהמניות מוצעות (לכאורה) לכל בעלי המניות בחברה, על-פי חלקם היחסי בחברה ובתנאים שווים, אך במחיר למניה נמוך במיוחד, ותוך ידיעה שהמיעוט לא ישתתף בהקצאה בשל אופן ניהולה של החברה. עם זאת, הקצאה כאמור עשויה להיפסל בטענה שהיא "מקפחת" את זכויות המיעוט.<sup>47</sup>

## פרק ב: עלות סחירות של זכויות הקדימה בזירה התאגידית

עד כה התמקד הדיון בהשלכות סחירות של זכויות הקדימה התאגידיות על החברה ובעלי מניותיה. בחלק זה של המאמר נתמקד בעלויות הכרוכות בסחירות של זכויות הקדימה ובהשפעה השלילית של סחירות על רוכשים (בכוח או בפועל) ועל שווי המניות הכפופות לזכויות הקדימה.

זכויות הקדימה התאגידיות, מעצם טיבן וטבען, מצרות את צעדיהם של הצדדים לעסקה ומטילות בספק את התממשותה, שהרי מימוש הזכות מונע את מימוש העסקה המקורית שנקמה בין הרוכש-בכוח לבין המוכר, ובעל זכות הקדימה נכנס לנעליו של הרוכש-בכוח. מכאן שדי בעצם קיומה של זכות הקדימה התאגידית להשפיע לרעה *ex ante* על כדאיות העסקה מנקודת-מבטו של רוכש-בכוח, אף אם בסופו של יום לא תמומש הזכות בפועל על-ידי בעליה. אולם באופן עקרוני, כל עוד לא הוסבה זכות הקדימה לצד שלישי שזהותו נסתרת מעיני הרוכש-בכוח, הוא יכול כאמור, בעלות מסוימת, להעריך את ההסתברות שמי מבעלי מניותיה של החברה יממש את זכות הקדימה. כפי שניווכח, היכולת לסחור בזכות הקדימה שוללת לחלוטין את יכולתו של הרוכש-בכוח לקיים הערכה כאמור.

רוכש-בכוח המבקש להיכנס למשא-ומתן לרכישת מניות בחברה שוקל את הסתברות השלמתה של עסקת הרכישה ואת הרווח שבצידה כנגד ההסתברות שהעסקה לא תצא לפועל והעלויות הכרוכות בכך. עסקה לרכישת מניות, בין מבעל מניות קיים של החברה ובין מהחברה עצמה, כרוכה בעלויות עסקה (transaction costs) גבוהות יחסית אף בהעדרן של זכויות קדימה תאגידיות. עד למועד השלמתה של העסקה הרוכש-בכוח צפוי לשאת בעלויות עסקה משני סוגים – עלויות חיפוש ומידע (search and information costs) ועלויות משא-ומתן (bargaining costs).<sup>48</sup>

עלויות החיפוש והמידע כוללות, בין היתר, את העלויות הכרוכות באיתור חברת-המטרה, בהערכת שווייה של החברה ובהערכת כדאיותה של עסקת הרכישה מנקודת-מבטו

47 פרשת גליקמן, לעיל ה"ש 7.

48 בשלב שלאחר השלמת העסקה הרוכש צפוי לשאת בעלויות נוספות, ובכלל זה עלויות אינטגרציה ועלויות אכיפה ובקרה. עם זאת, עלויות אלה אינן מושפעות באופן מהותי מסחירותה של זכות הקדימה התאגידית, ועל-כן לא נרחיב את הדיון בעלויות אלה.

של הרוכש-בכוח. עלויות החיפוש והמידע משתנות בהתאם לאופייה של חברת-המטרה. כך, לשם המחשה, הערכת השווי של חברת-מטרה שמניוטיה נסחרות בציבור כרוכה בעלויות נמוכות באופן יחסי, הואיל ומחיר השוק של המניות מהווה, לכל-הפחות, אינדיקציה לשוויין האמיתי של המניות. כמו-כן, בשל חובות הדיווח החלות על חברות שמניוטיהן נסחרות בציבור מכוח חוק ניירות-ערך והתקנות שהותקנו מכוחו, קיימת שקיפות מסוימת ביחס למצבן המשפטי והפיננסי של חברות כאמור. לעומת זאת, העלויות הכרוכות בהערכת שווייה של חברה פרטית, אשר המידע על-אודות מצבה המשפטי והפיננסי אינו חשוף לפני הציבור, גבוהות באופן יחסי. ברוב המקרים, כחלק בלתי-נפרד מהליך בדיקת כדאיותה של העסקה, הרוכש עורך בדיקת נאותות (due diligence) ביחס לחברת-המטרה, לרבות בדיקת נאותות טכנולוגית-מקצועית, משפטית וחשבונאית. מטרתה העיקרית של בדיקת הנאותות היא לאפשר לרוכש-בכוח לעמוד על מצבה של חברת-המטרה, נכסיה והיקף התחייבויותיה, והיא מהווה, הלכה למעשה, יישום של עקרון "יזהר הקונה"<sup>49</sup>.

עלויות המשא-ומתן הן העלויות הכרוכות במשא-ומתן בין הצדדים לעסקה המוצעת ובגיבושן של ההסכמות החוזיות בקשר למתווה העסקה ולחלוקת הסיכויים והסיכונים בין הצדדים. ככל שמבנה העסקה המוצעת מורכב יותר, וככל שלעסקה צדדים רבים יותר (במיוחד מקום שלצדדים השונים יש אינטרסים סותרים), כן עלויות המשא-ומתן הכרוכות בעסקה גבוהות יותר. זכויות הקדימה התאגידיות מעמיסות הן על המוכר והן על הרוכש-בכוח עלויות עסקה משמעותיות נוספות מעבר לאלה הקיימות ממילא בכל עסקה במניות החברה,<sup>50</sup> וכאלה הן מרתיעות רוכשים-בכוח מלפתוח במשא-ומתן לרכישת מניות הכפופות לזכויות קדימה,<sup>51</sup> וזאת אף בהעדרה של האפשרות לסחור בזכויות אלה. כפי שיפורט בפרק זה להלן, לא זו בלבד שהאפשרות לסחור בזכויות הקדימה התאגידיות מגדילה באופן משמעותי את עלויות העסקה האמורות, יש בה גם כדי להגדיל באופן משמעותי את הסיכון להתרחשותן של עסקות לא-יעילות.

מקום שמניות המוצעות למכירה כפופות לזכות קדימה תאגידית, על-מנת שהעסקה בין המוכר (בין שמדובר בבעל מניות המממש את החזקותיו ובין שמדובר בחברה המקצה מניות תמורת הון) לבין הרוכש-בכוח תצא אל הפועל, על המחיר (P) שהוסכם בין הצדדים להיות גבוה משווי המניות המוצעות בידי בעל זכות הקדימה (Vs), שכן במצב זה לא תהיה העסקה כדאית לבעל זכות הקדימה ועל-כן הוא יימנע מלממש את זכותו. לעומת זאת, אם  $P < V_s$ , אזי יש להניח שבעל הזכות יממש את זכותו, ככל שיש בידי האמצעים הכלכליים הדרושים לכך. בשל קיומה של זכות הקדימה התאגידית, עלול להיווצר מצב של הקצאה לא-יעילה של המניות הכפופות לזכות (inefficient resource allocation), וזאת אף בהעדר האפשרות לסחור בזכות. מצב זה יתרחש כאשר שווי המניות בידי הרוכש-בכוח (Vp) עולה על שווי

49 פש"ר (מחוזי ת"א) 2043/01 המנהל המיוחד של חברת גן אורנים בע"מ נ' טופ פוינט השקעות בע"מ, פס' 37 לפסק-דינה של השופטת אלשיך (לא פורסם, 5.5.2004).

50 אוריאל פרוקציה דיני חברות הדשים לישראל 304-307 (1989).

51 Walker, לעיל ה"ש 1.

המניות בידי בעל זכות הקדימה ( $V_s$ ) אך הרוכש-בכוח מעריך את  $V_s$  בחסר.<sup>52</sup> נניח, לשם המחשה, מצב שבו שווי המניות המוצעות בידי הרוכש-בכוח  $V_p=100$ , ואילו שווי המניות המוצעות בידי בעל זכות הקדימה  $V_s=90$ . תחת ההנחה שהרוכש-בכוח מעריך נכונה את שווי המניות בידי בעל זכות הקדימה, הרוכש-בכוח צפוי להציע לחברה מחיר  $100 > P > 90$ , והמניות יוקצו באופן המגדיל את הרווחה החברתית המצרפית. אם המחיר המוצע  $P=95$ , יירכשו המניות המוצעות על-ידי הרוכש-בכוח, המוכר יקבל 95, והרווח לרוכש יסתכם ב- $5 (V_p - P)$ . לפיכך הרווח המצרפי מהעסקה יהיה 100. אולם אם הרוכש-בכוח מעריך בטעות כי שווי המניות בידי בעל הזכות  $V_s < 85$ , אזי הרוכש-בכוח עלול להציע לחברה מחיר  $P < 90$ , ואז המניות יירכשו על-ידי בעל זכות הקדימה, ולא על-ידי הרוכש-בכוח, הצפוי להשיא את שווי המניות. לדוגמה, אם המחיר  $P=85$ , יירכשו המניות על-ידי בעל זכות הקדימה, המוכר יקבל 85, והרווח לבעל הזכות יהיה  $5 (V_s - P)$ . הרווח המצרפי במקרה זה יסתכם אם כן רק ב-90, קרי, פחות מהרווח המצרפי שהיה מתקבל אילו נרכשו המניות על-ידי הרוכש-בכוח המקורי (100).

לפיכך, כחלק מעלויות החיפוש והמידע, על הרוכש-בכוח לערוך בדיקה משנית שמטרתה להעריך את שווי המניות בידי בעלי זכות הקדימה ואת ההסתברות שמי מהם יממש את זכותו. עריכת בדיקה משנית כאמור כרוכה בקשיים אחדים ולוקה בכמה כשלים מהותיים (ולפיכך גם מגדילה באופן משמעותי את עלויות החיפוש והמידע הכרוכות בעסקה). ראשית, עריכת בדיקה מקיפה ביחס לכוונותיהם של בעלי זכות הקדימה מחייבת פנייה ישירה לכל בעלי הזכות. אלא שברוב המקרים יעדיפו הרוכש-בכוח והמוכר לשמור את דבר קיומו של המשא-ומתן בסודיות עד לחתימתו של הסכם מחייב, הואיל וחשיפת עצם קיומו של המשא-ומתן ופרטיו עובר להשלמת המשא-ומתן עלולה להשפיע על תוצאותיו, ובמקרים מסוימים אף לסכלו.<sup>53</sup> כמו-כן, הואיל והרוכש-בכוח ובעלי זכות הקדימה הינם בחזקת מתחרים, בעלי זכות הקדימה עשויים לא לשתף פעולה עם הרוכש-בכוח לצורך

52 שם, בעמ' 19-22.

53 ככל שהדיון שלעיל רלוונטי לחברות ציבוריות, על חברות ציבוריות חלה חובה - מכוח תק' 36(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התשל"ז-1970 - לגלות לציבור, באמצעות פרסום דיווח מידי, כל אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים בשל טיבם, היקפם או תוצאתם האפשרית, ואשר יש להם או עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד, וכן כל אירוע או עניין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות-הערך של התאגיד. מכאן שהקצאת מניות על-ידי התאגיד או רכישת מניות על-ידי עשויים, במקרים המתאימים, להיכנס בגדרי תק' 36(א) לתקנות האמורות, וכאשר מדובר ברכישת מניות - אף בגדרי תק' 36(1א) לתקנות האמורות, שעניינה התקשרות של התאגיד בעסקה לרכישת נכס מהותי. עם זאת, המחוקק הישראלי הכיר בצורך האמיתי שעשוי להיות בשמירת סודיות המשא-ומתן בעסקות כאמור, ועל-כן נקבע בתק' 36(ב) לתקנות האמורות כי החברה רשאית לעכב הגשת דוח מידי על אירוע או עניין שחובה לגלותו מכוח תק' 36(א) ו-36(א1), אם הגשתו עלולה למנוע השלמת פעולה של החברה או עסקה שהתאגיד צד לה או שיש לו עניין בה, או להרע באופן ניכר את תנאיה, ובלבד שלא פורסם ברבים מידע בדבר אותו אירוע או עניין. ראו גם מוטי ימין ואמיר וסרמן תאגידיים וניירות ערך 507-510 (2006).

הבדיקה (וממילא כל משא-ומתן עימם יגדיל את עלויות המשא-ומתן הכרוכות בעסקה). שנית, קיים קושי להעריך את השווי שבעלי המניות מייחסים למניות החברה, שכן לעיתים בעלי המניות הקיימים מייחסים למניות ערך נוסף שקשה לכמתו. כך, למשל, מקום שמדובר בחברה "מעין-משפחתית", שבה יש חשיבות רבה לשמירת גרעין השליטה, או מקום שבעלי מניות מסוימים משמשים גם נושאי-משרה בחברה, ועל-כן נהנים מהטבות מיוחדות, אשר לא תמיד ניתן לכמתן.

מכאן שקיומה של זכות קדימה תאגידיית ביחס למניות החברה עלול להרתיע רוכשים-*ex ante* בכוח מלפתוח במשא-ומתן לרכישת המניות. הרתעת רוכשים-בכוח פוגעת בעקיפין ביכולתם של בעלי מניותיה של החברה למכור את מניותיהם, ומכאן גם בשוויון של המניות הכפופות לזכויות הקדימה התאגידיית. לפיכך יש הרואים בזכויות הקדימה התאגידיית "חסמי יציאה", אשר מטרתם העיקרית היא למנוע את בעלי המניות הקיימים מלמכור את מניותיהם ולצאת מתמונת ההשקעה, ולא "חסמי כניסה", כפי שנטען בפרק א לעיל.<sup>54</sup>

על-אף הקשיים והעלויות האמורים, כל עוד לא סוחרה זכות הקדימה והומחתה לצד שלישי שזהותו נסתרת מעיני הצדדים המקוריים לעסקה, האפשרות להעריך את ההסתברות שמי מבעלי מניותיה של החברה יממש את זכות הקדימה התאגידיית אינה חסומה בפני הרוכש-בכוח. קיימים כמה גורמים העשויים להוות אינדיקציה לאפשרות מימושה או אי-מימושה של זכות הקדימה התאגידיית על-ידי מי מבעלי מניותיה של החברה. ראשית, היקף השקעתו של בעל המניות ומידת נכונותו להעמיד לחברה הון נוסף (בדרך של השקעה בהון מניותיה או בדרך של העמדת הלוואות בעלים) בתקופה שקדמה לעסקה המוצעת עשויים ללמד על השווי שהוא מייחס למניות החברה (Vs) ועל האופן שבו הוא צפוי להתנהג לנוכח האפשרות של דילול חלקו היחסי בחברה. ככל שחלקו היחסי של בעל המניות בחברה גדול יותר, וככל שנכונותו בעבר להעמיד לחברה הון נוסף הייתה גדולה יותר, כן ההסתברות שהוא יהיה מעוניין לממש את זכות הקדימה גְּלֵלָה. שנית, בחירותיו של בעל המניות בהזדמנויות קודמות שבהן עמדה לפניו האפשרות לממש את זכות הקדימה עשויות להעיד אף הן על הערך שהוא מייחס למניות החברה ועל כוונותיו (אם כי ייתכן שיחול שינוי בעמדתו בהתאם לזהותו של הרוכש-בכוח, כאמור בפרק ב לעיל). שלישית, נכונותו של בעל זכות הקדימה לממשה עשויה להיות מושפעת גם ממצבו הפיננסי (אשר ניתן לבדיקה באופן פשוט יחסית, לפחות ביחס לחברות נסחרות שהמידע על-אודותיהן גלוי לציבור). רביעית, פעמים רבות חברות נמנעות מלממש את זכות המצרנות הנתונה להן על-מנת לא לעלות אל מעל סף החזקה מסוים (בשל הגבלות רגולטוריות או חשבונאיות). ניתוח כל השיקולים שנסקרו לעיל ואחרים יכול לספק לרוכש-בכוח את המידע הדרוש להערכת הסתברות מימושה של זכות הקדימה על-ידי מי מבעלי המניות.

אולם היכולת לסחור בזכות הקדימה התאגידיית, במנותק מהאינטרס במניות המקימות את הזכות, שוללת לחלוטין את יכולתו של הרוכש-בכוח לקיים הערכה כאמור, ועל-כן מעצימה את הכשלים והקשיים אשר אינהרנטיים לזכויות הקדימה התאגידיית, כפי שנסקרו

54 Walker, לעיל ה"ש 1, בעמ' 43-47.

לעיל. ברוב המקרים זהותו של הצד השלישי, רוכש זכות הקדימה, נסתרת מעיני המוכר והרוכש-בכוח עד למועד שבו רוכש הזכות מודיע על מימוש הזכות חלף בעליה המקוריים (מוכר זכות הקדימה). מכיוון שפעמים רבות מגוון הרוכשים-בכוח של זכות הקדימה הינו אינסופי, כל ניסיון להעריך את ההסתברות שזכות הקדימה תמומש נידון לכישלון. לא זו בלבד שהיכולת לסחור בזכויות הקדימה התאגידיות מעצימה את הסיכון של מימוש זכות הקדימה שהרוכש-בכוח חשוף אליו, ולפיכך גם את המימד ההרתעתי של זכות הקדימה, יש בה כדי להגדיל את הסיכון להתרחשותה של עסקה לא-יעילה. נניח, לשם המחשה, כי שווי המניות המוצעות בידי הרוכש-בכוח  $V_p=100$ . הרוכש-בכוח עורך בדיקה ביחס לבעלי זכות הקדימה, ומגיע למסקנה כי שווי המניות בידיהם  $V_s=80$ , ועל-כן המחיר שנקבע בין הרוכש-בכוח לבין החברה  $P=85$ . אולם הרוכש-בכוח אינו מודע לעובדה שאחד מבעלי המניות המחזיק את זכותו (בתמורה ל-5) לצד שלישי, אשר שווי המניות המוצעות בידיו  $V_a=90$ . הואיל ו- $P > V_s$ , אלמלא המחאת זכות הקדימה לאותו צד שלישי, היו המניות המוצעות נרכשות על-ידי הרוכש-בכוח, אשר צפוי להשיא את שוויין (שהרי עם זאת, הואיל ו- $V_a > P$ , אותו צד שלישי, רוכש זכות הקדימה, צפוי לממש את זכות הקדימה ולרכוש את המניות המוצעות חלף הרוכש-בכוח המקורי. יש להניח כי אם דבר ההמחאה היה ידוע לרוכש-בכוח, היה האחרון מציע לחברה מחיר בטוח של  $90 < P < 100$ , וכך היה גובר על רוכש זכות הקדימה, והעסקה היעילה הייתה יוצאת אל הפועל.<sup>55</sup>

לכאורה, הפתרון לבעיה שלעיל הוא הטלת חובה על בעל זכות הקדימה להודיע על כוונתו לסחור בזכות הקדימה ולספק פרטים על-אודות הצד השלישי רוכש הזכות כתנאי למימושה על-ידי אותו צד שלישי (בדומה לחובה החלה על המבקש למכור את מניות החברה הכפופות לאותה זכות קדימה). כך, לכאורה, תהיה בידי הרוכש-בכוח היכולת להעריך גם את ההסתברות שרוכש זכות הקדימה יממש את הזכות חלף בעליה המקוריים. על-מנת שפתרון זה יהיה ישים, על בעל זכות הקדימה המבקש להמחות את זכותו להודיע על דבר ההמחאה לכל הגורמים העשויים להיות מושפעים ממנה, וזאת לכל-המאוחר בתחילת המשא-ומתן בין המוכר לבין הרוכש-בכוח, על-מנת שיתאפשר לאחרון לקיים בדיקה גם ביחס לרוכש הזכות, כאמור לעיל. עם זאת, יש להניח כי המחאת זכות הקדימה התאגידית תיעשה רק לנוכח קיומה של עסקה ספציפית, בתקופה שתחילתה ביום מתן הודעת המוכר לבעלי זכות הקדימה על התקשרותו בעסקה עם הרוכש-בכוח למכירת המניות, וסיומה במועד האחרון למימוש זכות הקדימה. זאת, משום שעד למועד מתן הודעת המוכר על פרטי העסקה הכפופה לזכות הקדימה, לרבות המחיר המוצע בעבור המניות, אי-אפשר להעריך במדויק את שווייה של זכות הקדימה התאגידית עצמה, וממילא גם אי-אפשר לסחור בה. במה דברים אמורים? המחיר שרוכש זכות הקדימה יהיה מוכן לשלם בעבור הזכות עצמה (להבדיל מהמניות הכפופות לה) נגזר משני גורמים מרכזיים: האחד, שווי המניות המוצעות בידי רוכש זכות הקדימה ( $V_a$ ); והאחר, מחיר המניות כפי שהוסכם בין המוכר לבין הרוכש-

55 כמובן, תנאי להתקיימותה של עסקה לא-יעילה כאמור הוא ששווי המניות בידי אותו צד שלישי רוכש זכות הקדימה נמוך משווי המניות בידי הרוכש-בכוח (דהיינו,  $V_p > V_a$ ).

בכוח (P). כאמור לעיל, תנאי למימוש זכות הקדימה הוא השוואת הצעתו של הרוכש-בכוח. לפיכך צד שלישי יהיה מוכן לרכוש את הזכות אם ורק אם  $V_a > P$ . מכאן שתנאי ליכולתו של רוכש-בכוח של זכות הקדימה לכמת את שווייה של זכות הקדימה (להבדיל ממחיר המניה שהזכות צמודה אליה) הוא קיומו של מידע ביחס למחיר שהוסכם בין המוכר לבין הרוכש-בכוח של מניות החברה (P). לשם המחשה, אם  $V_a = 100$  ו- $P = 80$ , אזי אותו צד שלישי יהיה מעוניין לרכוש את זכות הקדימה ממני מבעלי המניות של החברה תמורת סכום שלא יעלה על 20 ( $V_a - P$ ). אם, לעומת זאת,  $V_a < P$ , אזי יש להניח שאותו צד שלישי לא יסכים מלכתחילה לרכוש את זכות הקדימה מבעליה המקוריים.

מן הראוי לציין כי ליכולת לסחור בזכות הקדימה התאגידית יש תופעת-לוואי שלילית נוספת, והיא בעיית ה"טפילות" (free-riding). על-פי המנגנון השכיח ביחס לכל אחת מזכויות הקדימה התאגידיות, בעל הזכות (וממילא גם רוכש הזכות) אינו נוטל חלק במשא-ומתן שבין המוכר לבין הרוכש-בכוח, ואינו נושא בעלויות העסקה עד לשלב של קבלת הודעת המוכר על התקשרותו עם הרוכש-בכוח בעסקה למכירת מניות החברה. כאמור לעיל, בשל מאפיין זה של זכויות הקדימה התאגידיות, יש הרואים בזכויות אלה אופציה "רדומה" המתעוררת לחיים רק עם קבלת הודעת המוכר כאמור. לפיכך מתן האפשרות לסחור בזכויות הקדימה בזירה התאגידית עלול להוות תמריץ שלילי לרוכשים-בכוח של מניות החברה לפתיחה במשא-ומתן ישיר עם המוכר, ולהניעם לרכוש בשלב הראשון את זכות הקדימה עצמה, לחכות לסיום בדיקת הנאותות ולהשלמת המשא-ומתן בין המוכר לבין רוכש-בכוח אחר שבחר לנהל משא-ומתן ישיר עם החברה על פרטי העסקה, ורק לאחר-מכן – בהתאם לתוצאותיו של משא-ומתן אחרון זה – לקבל את ההחלטה אם לממש את זכות הקדימה אם לאו.<sup>56</sup>

בעיית הטפילות מחריפה מקום שהמניות מוצעות למכירה במסגרת הליך התמחרות מאורגן שבו המוכר מזמין מציעים להציע הצעות לרכישת מניות החברה. זכויות הקדימה התאגידיות אינן נדחות מפני הליכי התמחרות, ולא חלה כל חובה על בעל הזכות להשתתף בהליך.<sup>57</sup> זכות הקדימה התאגידית, מעצם טיבה וטבעה, מקנה לבעליה, ורק לבעליה, את

56 יש לציין כי בעיה זו ייחודית לזכות קדימה מסוג של זכות סירוב ראשונה או זכות מצרנות, ואינה קיימת ביחס לזכות ההצעה הראשונה. כאמור לעיל, על-פי המנגנון הרווח ביחס לזכות ההצעה הראשונה, הצעת המוכר לבעלי זכות הקדימה נעשית בטרם הוצעו המניות לצד שלישי (ולא לנוכח עסקה ספציפית). במצב דברים זה, כל אחד מבעלי זכות הקדימה צריך לערוך את בדיקותיו ולנהל משא-ומתן ישיר עם המוכר. עם זאת, יש לזכור כי מדובר במשא-ומתן מצומצם באופן יחסי, הואיל ועל המוכר לפרט בהצעתו את התנאים העיקריים שבהם הוא מעוניין למכור את מניותיו.

57 הליכי התמחרות שכיחים במסגרת הליכי פשיטת-רגל וחדלות-פירעון. זכויות הקדימה התאגידיות אינן נדחות מפני הליכי פשיטת-רגל וחדלות-פירעון, אלא ממשיכות לחול. עם זאת, במקרים אלה נדרשת מבעל זכות הקדימה מידה מוגברת של תום-לב במימוש זכויותיו. להרחבה ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 2043/01 המנהל המיוחד של חברת גן אורנים בע"מ נ' טופ פוינט השקעות בע"מ (לא פורסם, 5.5.2004); בש"א (ת"א) 5414/02 בן חור ל. סחר ושירותים בע"מ נ' גן אורנים בע"מ (לא פורסם, 7.8.2002).

הזכות "לשבת על הגדר" עד לסיום הליך ההתמחרות, ואז לבחור אם לממש את זכותו אם לאו בהתאם לתוצאות ההליך. מימוש זכות הקדימה על-ידי צד שלישי, אשר רכש את הזכות מבעליה, חורג מזכות "הישיבה על הגדר". רכישת זכות הקדימה מאפשרת למציע-בכוח אשר היה יכול לרכוש את מניות החברה במסגרת הליך ההתמחרות להימנע מליטול חלק בהתמחרות, ו"להיכנס דרך הדלת האחורית" באמצעות רכישת זכות הקדימה ומימושה בתום הליך ההתמחרות. לפיכך להמחאת הזכות לנוכח קיומו של הליך התמחרות יש שתי תופעות-לוואי שליליות – גריעת מציעים-בכוח מהליך ההתמחרות והתרעתם של אחרים. לשם המחשה, נניח הליך התמחרות שמשותפים בו שלושה מציעים. שווי המניות בידי מציעים א, ב ו-ג הוא 100, 110 ו-120, בהתאמה. במצב דברים זה יש להניח כי מציע ג יגבר על יתר המציעים, וירכוש את המניות המוצעות מהמוכר במחיר הנע בטווח  $110 < P < 120$  (בהתאם למנגנון ההתמחרות). עם זאת, אם בידי מציע ב תהיה האפשרות לרכוש את זכות הקדימה ממי מבעלי מניותיה של החברה, הוא יוכל להימנע מליטול חלק פעיל בהליך ההתמחרות, לחכות עד לסיום ההתמחרות שבין מציע א למציע ג, ואז להיכנס לנעליו של הזוכה בהתמחרות. במצב דברים זה, מחיר הרכישה שייקבע בהליך ההתמחרות עשוי לנוע בטווח  $100 < P < 120$ , ואם בסוף ההתמחרות יהיה מחיר הרכישה  $P < 110$ , אזי מציע ב, שנמנע מליטול חלק בהליך, יממש את זכות הקדימה שרכש ממי מבעלי המניות של החברה וירכוש את המניות המוצעות חלף מציע ג. מכאן שכתוצאה מהמחאת זכות הקדימה התאגידיית ייתכן שהמניות יירכשו לא על-ידי מי שצפוי להשיא את רווחי החברה, והרווחה החברתית המצרפית תקטן.

### פרק ג: התאמתם של המבחנים המקובלים בנוגע לסחירות של זכויות לזירה התאגידיית

בחלק זה של המאמר נדון בהתאמתם של המבחנים המקובלים בחקיקה ובפסיקה הישראלית בנוגע לסחירות של זכויות באופן כללי לזירה התאגידיית, תוך יישום המסקנות מן הפרקים הקודמים. ככלל, זכותו של נושה, לרבות זכות מותנית או עתידה לבוא, ניתנת להמחאה, אף ללא הסכמת החייב, אלא אם כן עבירותה של הזכות נשללה או הוגבלה לפי דין, לפי מהותה של הזכות או לפי הסכם.<sup>58</sup> בהקשר התאגידי, בהנחה שתקנון החברה והסכם בעלי המניות שותקים ביחס לשאלת סחירותן של זכויות הקדימה התאגידיית, נשאלת השאלה אם עבירותן של זכויות אלה, במנותק מהמניה שהן צמודות אליה, אסורה על-פי הוראה מהוראותיו של חוק החברות הישראלי או לחלופין בשל מהותן של זכויות הקדימה בהקשר התאגידי.

58 ס' 1(א) לחוק המחאת חיובים.



## 1. הגבלת סחירות של זכויות הקדימה התאגידיות לפי דין

על פני הדברים נראה כי התשובה לשאלה שלעיל מצויה בהוראת סעיף 295 לחוק החברות, האוסר העברת "חלק ממניה". מניה היא "אגד של זכויות בחברה הנקבעות בדין ובתקנון".<sup>59</sup> אם זכות הקדימה התאגידית עוגנה בתקנון החברה, ולא רק בהסכם בעלי המניות, אזי היא מהווה חלק בלתי-נפרד מאגד הזכויות הקרוי "מניה", בדומה לזכות ההצבעה והזכות לדיווידנד הצמודות למניה. מכאן שהעברת זכות הקדימה במנותק מהאינטרס במניה עצמה מהווה העברת "חלק ממניה" (בדרך של "פיצול אנכי" של אגד הזכויות המרכיבות את המניה), אשר אסורה על-פי סעיף 295 לחוק החברות הנוכח לעיל.<sup>60</sup> אולם מחלקו השני של סעיף 295 הנ"ל ניתן ללמוד כי בחוקקו את סעיף 295 לחוק החברות, לא התכוון המחוקק להסדיר את חוקיות הפיצול בין הזכויות השונות הגלומות במניה, אלא דווקא את סוגיית הפיצול בסל הזכויות השלם.<sup>61</sup> במילים אחרות, האיסור הקבוע ברישא של סעיף 295 לחוק החברות חל על פיצול "אופקי" של המניה, ואין הוא חל כלל על פיצול "אנכי" של אגד הזכויות המאוגדות במניה. כל שביקש המחוקק בחוקקו את סעיף 295 לחוק החברות הוא להבהיר כי ניתן להחזיק באגד הזכויות יחד עם אחרים, וכי במקרה כאמור יש לרשום את כל הבעלים כ"בעלים משותפים". מכאן שהפעלת כל אחת מהזכויות הגלומות במניה צריכה להיעשות על-ידי כל הבעלים יחדיו כקולקטיב, ואין החברה מחויבת (או רשאית) לאפשר לכל אחד מהבעלים לממש את חלקו היחסי בכל אחת מהזכויות המרכיבות את המניה בנפרד. לשם המחשה, אם כל מניה של חברה פלונית מקנה קול אחד באספות הכלליות של החברה, אזי מקום שמניה מוחזקת על-ידי שלושה אנשים במשותף, לא יכול כל אחד מהבעלים לממש את זכותו ביחס ל-1/3 מכוח ההצבעה הגלום במניה, אלא כל השלושה צריכים לממש את זכותם יחדיו (על-פי מנגנון שייקבע על-ידיהם בהסכמה).<sup>62</sup>

אולם אין באמור לעיל כדי להכריע בשאלה אם ניתן לבצע פיצול "אנכי" של המניה, דהיינו, אם ניתן לסחור בזכות פלונית במנותק מיתר הזכויות המאוגדות במניה. למעשה, בפסיקה הישראלית ניתן למצוא החלטות סותרות בעניין זה. בפרשה אחת<sup>63</sup> נידונה עסקה למכירת מניות שמומנה באמצעות חלוקת דיווידנד. במקרה זה התקבלה ההחלטה על חלוקת הדיווידנד לפני מועד מכירת המניות, אך היום הקובע לצורך הזכאות לדיווידנד (יום ה"אקס") נקבע לאחר המכירה. פקיד השומה ביקש לקבוע כי יש לסווג חלק מהתמורה ממכירת המניות כהכנסה מדיווידנד. במסגרת זו נידונה גם הטענה כי התמורה בגין המניות

59 ס' 1 לחוק החברות.

60 לדיון באפשרות של משכון חלק מהזכויות המאוגדות במניה ראו נינה זלצמן ועופר גרוסקופף משכון זכויות 130-132 (2005).

61 ס' 295 לחוק החברות אומנם אוסר בחלקו הראשון העברת "חלק ממניה", אך מבהיר בחלקו השני כי "יכול שלמניה יהיו כמה בעלים במשותף, וכל אחד מהם זכאי להעביר את זכותו, אלא אם כן הוגבלה זכות זו בתקנון".

62 ראו ע"א 368/78 סוקולובסקי נ' נבנצאל, פ"ד לה (2) 180, 183 (1980).

63 עמ"ה (מחוזי ת"א) 1231/01 דוברובסקי נ' פקיד שומה למפעלים גדולים (לא פורסם, 15.4.2004).

הכילה בחובה את הזכות לקבלת דיווידנד, להבדיל מהדיווידנד עצמו. בית-המשפט המחוזי דחה טענה זו, בקובעו כי "לא הוכח כי קיימת בדין תבנית המכירה בחלוקת דיבידנד או בזכות לקבלתו ככזה בנפרד מהזכות למניה".<sup>64</sup> הנה כי כן, על-פי פסק-הדין האמור, אי-אפשר לכצע פיצול "אנכי" של אגד הזכויות הגלומות במניה, ואי-אפשר לסחור בזכות לקבלת דיווידנד במנותק מהאינטרס במניה המקימה את הזכות. עם זאת, בפרשה אחרת<sup>65</sup> קבע בית-המשפט, ללא דיון נרחב בסוגיית הפיצול, כי באופן עקרוני בעל מניות רשאי להמחות לצד שלישי את זכותו לדיווידנד, וכי המחאה כאמור אינה אסורה על-פי דין. מן הראוי להדגיש כי שאלת תחולתו של סעיף 295 לחוק החברות עולה, אם בכלל, רק אם זכויות הקדימה התאגידיות הינן חלק בלתי-נפרד מאגד הזכויות הגלום במניה, דהיינו, רק במקרה שבו זכויות הקדימה נקבעו בתקנון החברה. ההגבלה הקבועה בסעיף 295 הנ"ל אינה חלה מקום שהזכויות התאגידיות נקבעו בהסכם בעלי המניות בלבד ולפיכך הן בחזקת זכויות חוזיות גרידא.

לנוכח האמור לעיל נראה לנו כי חוקיות סיחורה של זכות הקדימה התאגידית צריכה להיבחן לאור השאלה אם זכות הקדימה התאגידית הינה זכות אשר על-פי מהותה אי-אפשר להמחותה.

## 2. הגבלת סחירותן של זכויות הקדימה התאגידיות לפי מהותן

על-פי הפסיקה הישראלית, זכות חוזית אינה ניתנת להעברה בדרך של המחאה אם מדובר בזכות "אישית" וקיימת חשיבות מיוחדת מבחינת החייב כלפי מי עליו לבצע את חיובו.<sup>66</sup> מבחן זה לאפשרות המחאתה של זכות חוזית זכה בכינוי "מבחן אינטרס החייב", הואיל והמבחן מתמקד באינטרס הצר של החייב ורק שלו. עוד נקבע בפסיקה הישראלית כי הזכויות האישיות אשר רק בעל הזכות רשאי לממשן הן זכויות נדירות,<sup>67</sup> באופן המצמצם את תחולתו. יישומו של מבחן אינטרס החייב בהקשר התאגידי מחייב אותנו לבחון את השפעת המחאתן של זכויות הקדימה על האינטרס הצר של בעל המניות המוכר (במקרה של המחאת זכות הסירוב הראשונה) או של החברה המוכרת (במקרה של המחאת זכות המצרנות), שהינם בבחינת ה"חייבים" לצורך יישום המבחן האמור (שהרי מכירת המניות על-ידי מי מהם כפופה לזכות הקדימה התאגידית), תוך התעלמות מהאינטרסים של יתר הגורמים העשויים להיות מושפעים מהמחאת הזכות. לכאורה, ורק לכאורה, בסיטואציה של המחאת זכות הסירוב הראשונה התאגידית, מצבו של המוכר אינו מושפע לרעה כתוצאה

64 שם, פס' 21 לפסק-דינו של השופט מגן.

65 תמ"ש 64800/99 גולדנר נ' יונה, פס' 10 לפסק-דינה של השופטת מילר (לא פורסם, 25.12.2000).

66 ע"א 4548/91 משקי עמק הירדן אגודה מרכזית חקלאית נ' הספקה חברה מרכזית לחקלאים, פ"ד נג(4) 8, 15 (1999).

67 ע"א 261/84 רפאלי נ' חנניה, פ"ד מ(4) 561, 573-574 (1986); ע"א 557/76 בישור נ' טאובה, פ"ד לב(3) 713 (1978).

מהמחאת הזכות לצד שלישי שזר למוכר, ועל-כן מבחן האינטרס הצר של בעל המניות המוכר עשוי להוביל למסקנה (המוטעית) כי זכות הסירוב הראשונה, על-פי מהותה, הינה סחירה. באופן עקרוני, חיובו של בעל המניות המוכר מתמצה בהעברת המניות המוצעות לרוכש, תהא זהותו אשר תהא. כמו-כן, על פני הדברים נראה כי בעל המניות המוכר אדיש לשאלת זהותו של הרוכש, ובלבד שהאחרון יעביר למוכר את מלוא התמורה בגין המניות המוצעות. אכן, בפרשת זאבי<sup>68</sup> נקבע כי אין מקום לעצם הטענה כי זכות הסירוב הראשונה בהקשר התאגידי הינה זכות אישית, או לחלופין, זכות שאינה ניתנת כשלעצמה להעברה או לסיחור לצד שלישי אשר זר לחברה ולבעלי מניותיה ללא הסכמתו של בעל המניות המוכר. עוד קבע בית-המשפט בפרשה זו כי זכות הסירוב הראשונה התאגידית הינה "זכות קניינית" אשר מהותה מסחרית-כלכלית. בית-המשפט אומנם עמד על כך שאחת התכליות המרכזיות שבעלי המניות מבקשים להגשים באמצעות זכות הסירוב הראשונה היא מניעת מכר המניות לצד ג. אולם בית-המשפט נמנע מלקיים דיון מעמיק בשאלה כיצד המחאת זכות הסירוב הראשונה עשויה להשפיע על תכלית זו, כמו-גם על רוכשים-בכוח ועל שווי המניות הכפופות לזכות. תימוכין למסקנתו בפרשת זאבי מצא בית-המשפט בפסק-הדין בעניין נאווי,<sup>69</sup> שבו נקבע, בהתבסס על מבחן אינטרס החייב, כי זכות הסירוב הראשונה אינה זכות אישית, וכי ניתן להעבירה לצד שלישי. עם זאת, עיון בשני פסקי-הדין מגלה כי אומנם בשני המקרים נידונה המחאתה של זכות סירוב ראשונה, אך מהותן של שתי הזכויות והנכסים הכפופים לזכויות האמורות היו שונים בתכלית. פסק-הדין בעניין נאווי לא עסק כלל בהמחאתה של זכות סירוב ראשונה בזירה התאגידית, אלא בהמחאתה של זכות סירוב להארכתה של התקשרות מסחרית גרידא. לסחירותה של זכות הסירוב בעניין נאווי לא הייתה השפעה מהותית על שווי הנכס הכפוף לזכות (חוזה להספקת פוליסות ביטוח) או על צדדים שלישיים, ובכלל זה על רוכשים-בכוח של הנכס. נוסף על כך, רוכש הזכות בעניין נאווי לא היה זר לצדדים, אלא צד קשור לממחה הזכות.

זאת ועוד, לדעתנו, ההנחה שהאינטרס של בעל המניות המוכר אינו ניזוק כתוצאה מהמחאתה של זכות הסירוב הראשונה בהקשר התאגידי שגויה מיסודה. כאמור לעיל, די בעצם קיומה של האפשרות לסחור בזכות הקדימה התאגידית להרתיע רוכשים-בכוח מלפתוח במשא-ומתן לרכישת המניות הכפופות לזכות הקדימה, ולפיכך להשפיע לרעה על שוויין של המניות האמורות.<sup>70</sup> השפעה שלילית זו על ה"חייב" מחריפה בסיטואציה של סיחור זכות המצרנות התאגידית לנוכח כוונתה של חברה להקצות מניות נוספות כנגד השקעה בחברה. כאמור לעיל, גם אם מטרתה של הקצאת המניות הכפופות לזכות הקדימה היא גיוס הון נוסף גרידא, לרוכש המניות צפויה להיות השפעה על התנהלותה העתידית של החברה (באמצעות זכויות ההצבעה הצמודות למניות הנרכשות), ועל-כן לחברה יש עניין רב בזהות המשקיע; לא כל שכן מקום שמטרתה העיקרית של הקצאת המניות היא

68 לעיל ה"ש 4.

69 ע"א (ת"א) 3403/00 NAUI ISRAEL נ' רוט (לא פורסם, 25.9.2003) (להלן: עניין נאווי).

70 ראו דיון בפרק ב לעיל.

לצרף לתמונת ההשקעה "משקיע אסטרטגי", אשר השפעתו העתידית על התנהלות החברה מכרעת.<sup>71</sup>

יתרה מזו, אנו סבורים כי "מבחן אינטרס החייב" הינו מבחן צר המתאים לבחינת המחאתה של זכות המתייחסת לנכס חד-ממדי במערכת יחסים דו-צדדית, ולפיכך אינו יכול להכיל את מורכבויותיה של הזירה התאגידי. המניה מושא זכות הקדימה התאגידי הינה נכס "רב-ממדי", במובן זה שהיא מייצגת אינטרס מסוים (כנגזרת מחלקו היחסי של בעל המניות בהון המניות של החברה) במאגר לא-פריק של נכסים הנמצאים בבעלות משותפת של כל בעלי המניות בחברה,<sup>72</sup> ומכאן גם "רב-צדדיותה" של זכות הקדימה התאגידי. מחד גיסא, השליטה המשותפת במאגר לא-פריק של נכסים מחייבת שיתוף-פעולה, חלקי לפחות, בין בעלי המניות. בעלי מניותיה של החברה משפיעים על אופן התנהלותה של החברה, בראש ובראשונה, באמצעות מימוש זכות ההצבעה הנתונה להם, ויכולתו של כל בעל מניות להשפיע על מאגר נכסי החברה מושפעת בעיקר מחלקו היחסי בהון המניות המונפק של החברה ומאופן הצבעתם של יתר בעלי המניות. צורך זה בשיתוף-פעולה מהווה, כאמור לעיל, את אחד הגורמים העיקריים לקביעתן של זכויות הקדימה התאגידי, אשר מאפשרות לבעלי זכות הקדימה למנוע את הצטרפותו של משקיע לא-רצוי, העלול לפגוע בשיתוף-הפעולה האמור. מהדיון שערכנו בפרק א לעיל עולה כי סחירותה של זכות הקדימה התאגידי שומטת, הלכה למעשה, את הקרקע מתחת הרציונל לקיומה. המחאת זכות הקדימה לצד שלישי אשר זר לחברה ולבעלי מניותיה וניצולה על-ידי עוללים להוביל לאותה רעה חולה שהזכות באה מלכתחילה למנוע - הצטרפותו של משקיע חדש שאינו מקובל על יתר בעלי המניות בחברה. מכאן שעצם קיום האפשרות לסחור בזכויות הקדימה התאגידי עלול לגרום מהאינטרס של בעלי המניות בעלי זכויות הקדימה התאגידי (למעט מעביר הזכות עצמו).

מאידך גיסא, בשל מאפייניה המיוחדים של החברה המסחרית בעידן המודרני, הן בעל המניות (המבקש לממש את החזקותיו (העקיפות) במאגר בלתי-פריק זה של נכסי החברה) והן החברה עצמה (בבואה לגייס הון לצורך פעילותה העסקית) נדרשים לאתר ולהתקשר עם קונה מרצון למניות החברה.<sup>73</sup> לנכונותם של רוכשים-בכוח לרכוש את המניות הכפופות לזכות הקדימה יש השפעה ישירה על שווי המניות. מהדיון שערכנו בפרק ב לעיל עולה כי די בעצם קיומה של האפשרות לסחור בזכויות הקדימה התאגידי להרתיע רוכשים-בכוח מלפתוח במשא-ומתן לרכישת המניות הכפופות לזכויות אלה, ולפיכך סחירותן של זכויות אלה גורעת משווי המניות. מכאן שסחירותן של זכויות הקדימה התאגידי גורעת מהאינטרס של בעל מניות המבקש למכור את החזקותיו בחברה, כמו-גם מהאינטרס של החברה המבקשת לגייס הון למימון פעילותה. לפיכך מתן האפשרות לסחור בזכויות הקדימה התאגידי, במנותק מהאינטרס במניה הכפופה לזכות, עלול לפגוע גם באינטרס של בעל המניות המוכר או של החברה המוכרת, לפי העניין.

71 ראו דיון בתת-פרק 3א לעיל.

72 אירית חביב-סגל דיני חברות לאחר חוק החברות החדש כרך א 147-152 (1999).

73 שם, בעמ' 152-156.

חוקיות סחירות של זכויות הקדימה התאגידיות צריכה להיבחן לאור כל המאפיינים האמורים, ולא רק לאור האינטרס הצר והמיידני של המוכר. לדעתנו, בהקשר התאגידי יש להעניק למונח "מהות הזכות" שבסעיף 1(א) לחוק המחאת חיובים פרשנות רחבה, אשר תביא בחשבון גם את מהותו ומאפייניו של הנכס הכפוף לזכות, את מכלול האינטרסים העשויים להיות מושפעים מסיחור זכויות הקדימה התאגידיות ואת התכליות שזכויות הקדימה התאגידיות נועדו להגשים מלכתחילה, ולא רק את האינטרס הצר של ה"חייב". השאלה אם זכות הקדימה הינה "אישית" עד כדי כך שאי־אפשר להמחותה היא שאלה פרשנית.<sup>74</sup> מקום שתקנון החברה או הסכם בעלי המניות המקימים את זכות הקדימה שותקים ביחס לאפשרות המחאתה של הזכות, יש להכריע בשאלה פרשנית זו על־פי התכלית ה"אובייקטיבית" של התקנון או הסכם בעלי המניות בכלל, ושל ההוראות שעניינן זכות הקדימה בפרט. במסגרת זו יש לבחון את המטרות, האינטרסים והתכליות שהוראות אלה נועדו להגשים, בשים לב לאופייה ולמהותה של העסקה ולסוג ההסכם והגיונו, ותוך מתן משקל לשיקולים של היגיון, יעילות עסקית ושכל ישר של אנשי עסקים סבירים והוגנים.<sup>75</sup> כאמור לעיל, כל אלה מובילים לדעתנו למסקנה שאי־אפשר לסחור בזכויות הקדימה התאגידיות – בין שהוענקו מכוח תקנון החברה ובין מכוח הסכם בין בעלי המניות – במנותק מהאינטרס במניה הכפופה לזכות.

תקנון החברה, כמו גם הסכם בעלי המניות, נועדו להסדיר את מערכת היחסים בין החברה לבין בעלי מניותיה ובינם לבין עצמם. ככלל, הזכויות והחובות מכוח תקנון החברה והסכם בעלי המניות חלות על בעלי המניות מכוח החוקתם במניות החברה. מרגע שבעל מניות מוכר את מניותיו, ניתק הקשר בינו לבין החברה, ואין הוא זכאי עוד לזכויות שבעלי המניות זכאים להן. זיקתו של בעל מניות למניות החברה מהווה את בסיס הלגיטימציה לזכויות המוענקות מכוח תקנון החברה והסכם בעלי המניות, בוודאי ככל שמדובר בזכויות הנוגעות באופן ניהולה של החברה ובעתידה. כך, לשם המחשה, זיקתו של בעל המניות לחברה והאינטרס שלו באופן ניהולה מהווים את הצידוק לקיומה של זכות ההצבעה. לפיכך יש הטוענים כי אי־אפשר לסחור בזכות ההצבעה במנותק מהמניה שזכות ההצבעה צמודה אליה, למעט במקרים שבהם ההפרדה נועדה לשרת מטרה לגיטימית, כגון הבטחת המשכיות במדיניות החברה ובניהולה, להבדיל מהפקת רווח לבעלי המניות באמצעות חוזים עם החברה.<sup>76</sup> באופן דומה, בבסיס הרציונל לקיומה של זכות הקדימה התאגידית עומדת זיקתו של בעל הזכות לחברה שמניותיה מוצעות למכירה, וקיומה של זיקה זו מהווה תנאי מקדמי למימושה של הזכות. זיקה זו היא שהופכת את זכות הקדימה התאגידית לזכות "אישית" שאי־אפשר להמחותה במנותק מהמניה שאליה היא צמודה. סיחורה של זכות הקדימה התאגידית לצד שלישי – "איש סתרים" אשר זר לחברה ולבעלי מניותיה – מנתק את

74 .Schupack v. McDonald's System, Inc., 200 Neb. 485 (1978)

75 ע"א 4628/93 מדינת ישראל נ' אפרופים שיכון ויזום (1991) בע"מ, פ"ד מט(2) 265, 313 (1995).

76 נינה זלצמן ועופר גרוסקופף מישכון זכויות 131 (2005); זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני חברות: מדיקטורה לדמוקרטיה" משפטים כג 109 (1994).

הזיקה המכוננת הזו ושולל את הלגיטימיות של מימוש הזכות על-ידי אותו צד שלישי רוכש זכות הקדימה.

כמובן, אם זכות הקדימה התאגידית הוצמדה למניה עצמה, אזי עם מכירת המניה לצד שלישי, בכפוף ובהתאם לזכויות הקדימה התאגידיות, תעבור לרוכש גם אותה זיקה מכוננת לחברה ולמניותיה, ולפיכך, אלא אם כן נאמר אחרת בתקנון החברה (או בהסכם בעלי המניות), יעמדו לרוכש המניה גם זכויות הקדימה התאגידיות ביחס לעסקות עתידיות במניות החברה. לעומת זאת, אם זכות הקדימה התאגידית נקבעה רק בהסכם בעלי המניות, ולא בתקנון החברה, אזי היא לא תועבר באופן אוטומטי עם הבעלות במניה, אלא בהתאם להוראות של הסכם בעלי המניות בעניין זה, ובהעדר הוראה ברורה – בהסכמת יתר הצדדים להסכם האמור.

## סיכום ומסקנות

זכויות הקדימה התאגידיות נועדו, בראש ובראשונה, ליצור איזון דק בין מגוון האינטרסים של הגורמים השונים העשויים להיות מושפעים מהעברת מניות או מהקצאת מניות בחברה: המוכר, אשר מבקש לממש את השקעתו ולמכור את החזקותיו (במקרה של זכות הסירוב הראשונה) או לגייס הון נוסף (במקרה של זכות מצרנות); בעלי זכויות הקדימה, אשר צפויים להישאר בתמונת ההשקעה לאחר השלמת העסקה מושא זכות הקדימה התאגידית; ורוכשים (בפועל או בכוח), המבקשים לרכוש את מניות החברה. כאמור לעיל, מתן האפשרות לסחור בזכויות הקדימה התאגידיות עלול להפר איזון דק זה. הלכה למעשה, די בעצם קיומה של האפשרות לסחור בזכות לפגוע באינטרסים של כל אחד מהגורמים שצוינו לעיל, אף אם בסופו של יום לא סוחרה הזכות בפועל. מהדיון שלעיל עולה כי המבחן המקובל בשיטת משפטנו לכהינת חוקיות המחאתה של זכות פלונית – "מבחן אינטרס החייב" – הינו מבחן צר שאינו יכול להכיל את מורכבויותיה של הזירה התאגידית, בין היתר בשל המאפיינים המיוחדים של המניה מושא זכות הקדימה כנכס רב-ממדי במערכת מרובת משתתפים. אנו סבורים כי אלא אם כן נקבע אחרת בתקנון החברה או בהסכם בעלי המניות (לפי העניין), אי-אפשר לסחור בזכויות הקדימה התאגידיות ללא הסכמת יתר הגורמים שעשויים להיות מושפעים מהמחאת הזכות – המוכר (אשר לצורך העניין מייצג, במידה מסוימת, גם את האינטרס של הרוכש-בכוח), החברה ויתר בעלי זכויות הקדימה. זאת, בין שזכות הקדימה נקבעה בתקנון החברה, ועל-כן מהווה חלק בלתי-נפרד מהמניה עצמה, ובין שהיא נקבעה רק בהסכם בעלי המניות, ועל-כן מהווה זכות חוזית בלבד. בשני המקרים זיקתו של בעל זכות הקדימה לחברה ולמניותיה מהווה את הצידוק למימוש זכות הקדימה התאגידית, וסיחורה של זכות הקדימה לצד שלישי מנתק את הזיקה המכוננת הזו ושולל את הלגיטימיות של מימוש הזכות. עם זאת, לנוכח העמימות ביחס למצב המשפטי הקיים בנוגע לשאלה בדבר חוקיות סיחורן של זכויות הקדימה בזירה התאגידית, נראה לנו

משפט ועסקים יג, התשי"ע על סחירותן של זכות הסירוב הראשונה וזכות המצרנות

כי טוב יעשו בעלי המניות אם יקבעו מלכתחילה בתקנון החברה או בהסכם בעלי המניות (לפי העניין) כי זכויות הקדימה התאגידיות אינן ניתנות להמחאה.

