הצבעה אסטרטגית בדיני־חברות: מדיקטטורה לדמוקרטיה

מאת

זוהר גושן*

הצבעה אסטרטגית, גורמת לעיוות בתוצאת ההצבעה, כאשר המצביעים אינם בוחרים לפי העדפותיהם, אלא לפי הערכתם את התנהגותם של יתר המצביעים. מחד גיסא, הצבעה אסטרטגית יכולה לגרום לאובדן של עסקאות רצויות, ומאידך גיסא, היא יכולה לשמש לכפיית המצביעים לאמץ עסקה שהיו מעדיפים לדחותה. סקירה של הצבעות אסטרטגיות בדיני־חברות מדגימה את טענת המחבר שהצבעה אסטרטגית טבועה כמנגנון ההצבעה ואינה תלויה בסוג הקבוצה או בסוג ההחלטה. הבטחת הצבעה משוחררת היא חיונית לשימור הפוטנציאל של מנגנון ההצבעה, כדי שישמש כלי לביטוי הסכמת הקבוצה, שהיא מדד לקיומה של עסקה המשפרת את מצבם, ולכן יעילה. להשגת יעד זה המחבר מציע פתרון כפול: ראשית, באין נימוקים מיוחדים, לאמץ כלל רוב פשוט, כדי לצמצם סחטנות. שנית, לאסור בחירה מאולצת, על־ידי איסור ביצוע פעולות או קבלת החלטות עצמאיות, שיש להן החצנה על הקבוצה, אלא־אם־כן נתקבלה הסכמת הרוב בהצבעה. חיובם של כל חברי הקבוצה לאמץ אותו קו־פעולה מונע הן טפילות והן דילמת אסיר ובעיית תיאום.

א. מבוא. ב. מנגנון ההצבעה — יעילות וחשיפה להצבעה אסטרטגית; 1. הצבעה אסטרטגית "טבעית"; (א) טפילות; (ב) סחטנות; (ג) סחטנות וטפילות — תאומים שונים; 2. הצבעה אסטרטגית מאולצת; (א) דילמת האסיר; (ב) בעיית התיאום. **ג. הצבעה אסטרטגית מאולצת בדיני־חברות**; 1. בעלי־מניות; (א) הצעת רכש; (ב) מיזוג; (ג) איסוף מניות; (ד) ארגון־מחדש של זכויות הצבעה; (ה) רכישת קולות; 2. בעלי מניות־בכורה; 3. בעלי אגרות־חוב; (א) הצעת רכש; (ב) רכישת קולות. **ד. דמוקרטיה או דיקטטורה — עמדת המשפט. ה. מדיניות ראויה — הבטחת בחירה חופשית**; 1. הפתרון — הצבעה כופה; 2. עקרונות להפעלת הפתרון; 3. איסור הצבעה תוך ניגוד אינטרסים; 4. הצורך בכלל קוגנטי; (א) דילמת אסיר בין חברות; (ב) עלויות עסקה; (ג) עלויות נציג; (ד) מקור סיכון שאינו צד לחוזה; 5. ההצבעה הכופה ופגיעה בזכויות מוקנות. **ו. סיכום.**

* מרצה בפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים.

תודתי נתונה לאייל בנבנישתי, לישי בר, לצילה דגן, לאלון הראל, לאייל זמיר, לאירית חביב־סגל, ליובל טל, לאריאל פורת, לידידיה שטרן, למערכת משפטים ולמשתתפי הסמינריונים המחלקתיים בפקולטות למשפטים בירושלים ובתל־אביב, על הערותיהם המועילות לטיוטה קודמת של המאמר. תודתי נתונה גם למר גלעד אמוזג, על עזרתו הרבה במחקר למאמר זה. לבסוף, תודה והוקרה עמוקה לפרופסור אוריאל פרוקצ'יה, על תמיכה ועידוד נפלאים בי ובעבודתי לאורך השנים, ולו אני מבקש להקדיש מאמר ביכורים זה. כמו־כן אני מודה למכון למחקרי חקיקה ע"ש הארי סאקר על סיועו במימון המחקר.

nevo.co.il

א. מבוא

החלטות רבות במהלך קיומה של פירמה משפיעות על מכלול זכויותיהם של מחזיקי ניירות־הערך השונים. דוגמא מובהקת לכך היא החלטה שמטרתה העיקרית היא שינוי הזכויות המשפטיות. למשל: הצבעה על שינויים בתקנון החברה, המוסיפים למכלול הזכויות של נייר־ערך מסוים או גורעים ממנו. עם זאת, גם במקרים שמטרתה העיקרית של ההחלטה היא פעולה עִסקית כלשהי, תיתכן השפעה עקיפה על זכויותיהם של מחזיקי נייר־הערך. לדוגמא: החלטה על מיזוג, הגורמת לחיסולה של הפירמה ומאלצת את מחזיקי ניירות־הערך להמיר את השקעתם תמורת מזומנים או מניות אחרות[1]. אירוע שכזה הוא שינוי זכויות של מחזיקי ניירות־הערך, כיוון שהמימוש למזומנים או ההמרה למניות אחרות מייצגים אוסף זכויות שונה, שלעתים איננו תמורה שוות־ערך למכלול הזכויות של המחזיק בנייר־הערך ערב קבלת ההחלטה על המיזוג[2].

קבלת החלטות המשנות את זכויותיהן של קבוצות מחזיקי ניירות־ערך מחייבות בדרך־כלל את קבלת הסכמתן לשינוי[3]. לשם כך נדרש מנגנון שיאפשר לקבוצה לבטא את עמדתה לגבי שינוי זכויותיה. מנגנון הצבעה, הקובע כלל רוב רגיל או מיוחס, ממלא תפקיד זה בדיני־חברות. ייקל לראות, שלמנגנון ההצבעה חשיבות רבה, בהינתן המגוון הרחב של החלטות שלקבלתן נדרשת הסכמת קבוצת מחזיקי ניירות־ערך[4].

ישנם כמה צידוקים לאימוצו של מנגנון ההצבעה. אליבא דגישה אחת, העדפת הרוב, רגיל או מיוחד, יש בה כדי לבטא את העמדה הטובה ביותר לכלל הקבוצה בדרך המבטיחה שהתנגדות או הסכמה לשינוי כלשהו של זכויות הקבוצה תהיה יצילה; דהיינו: שמצבה של הקבוצה יוטב או לא יורע בעקבות ההחלטה[5]. לפי

1 קיים מִגוון גדול של טכניקות מיזוג. בבסיסית שבהן חברה אחת מתחסלת תוך כדי העברת כל נכסיה, זכויות וחובות, לחברה אחרת הקולטת את הנכסים ושורדת. בהסכם המיזוג נקבע מי מהחברות תתחסל ומי תשרוד. בדרך־כלל בעלי־המניות בחברה המתחסלת מקבלים תמורה כספית למניותיהם או מניות חדשות של החברה השורדת תחתיהן. על מיזוגים באופן כללי ראה י' שטרן, "מיזוג חברות בישראל" **משפטים** כ (תש"ן) 73.

2 ראה, למשל, י' שטרן, "הגנת בעלי המניות במיזוג חברות" **משפטים** כ (תשנ"א) 377.

3 עיקרון זה נובע מהעובדה שנייר־ערך — מניה, מניית־בכורה, אג"ח וכדומה — הוא חוזה בין המנפיק למחזיק בנייר־הערך. על מהותה של הפירמה כ"פקעת חוזית" ראה Williamson, "Corporate Governance" 93 *Yale L.J.* (1984) 1197.

ההסתייגות המצויה בטקסט מתייחסת לאפשרות דוגמת זו הקיימת בארה"ב, במסגרת ארגון־מחדש של חברה כושלת, לכפות קבוצה המתנגדת להצעת הארגון־מחדש (cramdown). ראה, למשל, Buchbinder, *A Practical Guide to Bankruptcy*, (Boston, 1990) 311; להצעה לאמץ מנגנון דומה בישראל ראה אוריאל פרוקצ'יה, **דיני חברות חדשים לישראל** (המכון למחקרי חקיקה ע"ש סאקר, 1989) 557 (להלן: **דיני חברות חדשים**).

4 ראה, למשל, סעיפים 8, 15, 25, 233, 257 ו־333 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983 (להלן: **הפקודה**); וכן סעיף 35ז לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: חוק **ניירות ערך**). להצעות לשינויים מן הדין הקיים ראה פרוקצ'יה, **דיני חברות חדשים**, 204-207.

5 Nitzan and Procaccia, "Optimal Voting Procedures for Profit Maximizing Firms" 51 *Public Choice* (1986) 191.

nevo.co.il

גישה אחרת, העדפת הרוב, רגיל או מיוחד, היא הקירוב הטוב ביותר להחלטה שהיתה מתקבלת אילו כל ניירות־הערך של אותה קבוצה היו מוחזקים בידי אדם אחד, והחלטה שכזו מוחזקת להיות יעילה[6].

תהא אשר תהא ההצדקה לאימוץ מנגנון ההצבעה — לפי שתי הגישות, כדי שיושג היעד של יעילות נדרש שהמצביעים יכחדו (יצביעו) בצורה כנה, בהתאם להעדפותיהם האמיתיות[7]. זאת מכיוון שרק כאשר כל מצביע בוחר באלטרנטיבה העדיפה — לדעתו — ניתן להסיק מבחינה הסתברותית, שהאלטרנטיבה הזוכה לתמיכת הרוב היא אכן היעילה ביותר. במלים אחרות: דעת־הרוב תבטא את "העדפת הקבוצה" באשר לאלטרנטיבה היעילה רק בהתקיים התנאי שכל מצביע מבטא את בחירתו הכנה.

תקפותה של ההנחה בדבר יעילותו של מנגנון ההצבעה ככלי לביטוי העדפתה של קבוצת מחזיקי ניירות־ערך, שנויה במחלוקת. אולם למרות מגרעותיו, שיידונו בהמשך, יש במנגנון ההצבעה את הפוטנציאל לבטא את העדפת הקבוצה. דא עקא, שבשנים האחרונות פותחו שיטות־הצבעה חדשניות, שתכליתן לשלול ממנגנון ההצבעה אף את הפוטנציאל לבטא את העדפת הקבוצה. הדבר נעשה בטכניקות היוצרות מצבים המאלצים את המצביעים להצביע בהתאם להערכתם את הצבעת יתר המצביעים, ולא על־פי העדפותיהם האמיתיות, דהיינו: להצביע הצבעה אסטרטגית[8]. בהצבעה שכזו ניתן לכפות על הקבוצה את תוצאת ההצבעה (coercive voting). במקרים אחדים השיטות לכפיית המצביעים מופעלות בתגובה למגרעותיו של מנגנון ההצבעה[9]. במקרים אחרים השימוש במנגנון הכפייה איננו אלא ביטוי בוטה להתנהגות אופורטוניסטית של צד אחד לחוזה, המבקש לעוות את רצונו של הצד האחר לחוזה[10].

6 ראה, למשל, Bebchuk, "The Sole Owner Standard for Takeover Policy" 17 *J. Leg. Stud.* 197 (1988).

7 על ההבחנה בין העדפה לבחירה ראה Amartya Sen, "Behaviour and the Concept of Preference" *Rational Choice* (J. Elster (ed.), 1986) 60.

8 הצבעה אסטרטגית מתייחסת לאותם מקרים שבהם המצביע מנסה לצפות כיצד ינהגו יתר המצביעים, ובהתאם להערכותיו הוא בוחר באפשרות הטובה עבורו. כלומר: הצבעה אסטרטגית משקפת את העדפותיו של המצביע בתלות בבחירתם של יתר המצביעים.
לתיאור לא טכני של הסוגייה ראה Robin Farquharson, *Theory of Voting* (New Haven, 1969).
לא תמיד בחירתו האסטרטגית של המצביע עולה בקנה אחד עם העדפותיו האמיתיות שאינן תלויות ביתר המצביעים. אימוץ בחירה אסטרטגית על־ידי המצביעים הופך את ההצבעה ל"משחק", שבו כל משתתף מנסה לצפות את התנהגות יריבו. לא אחת תוצאת המשחק רחוקה מהעדפותיהם של כל השחקנים.
לתיאור לא־טכני של כמה דוגמאות מתורת־המשחקים ראה Morton Davis, *Game Theory* (New York, Revised ed., 1983) chap. 5.
"תורת־המשחקים" צמחה בתחום המתימטיקה והתפתחה בין היתר לענף בכלכלה, העוסק בקבלת החלטות בתנאי אי־ודאות, כאשר התוצאה הסופית תלויה ביותר ממקבל ההחלטות אחד, ומקבלי ההחלטות הם רציונליים. באופן יותר ספציפי, תורת־המשחקים מאפשרת גם את ניתוח התמריצים וההשלכות שיש לאימוץ הצבעה אסטרטגית, תוך ניסיון לצפות את תוצאתם של משחקים (הצבעות) אלו.
ראה, למשל, Anatol Rapoport, *N-Person Game Theory* (Ann Arbor, 1970) 45; וכן Farquharson (לעיל, הערה 8).

9 ראה, למשל, Roe, "The Voting Prohibition in Bond Workouts" 97 *Yale L. J.* 232 (1987).

10 ראה, למשל, Coffee and Klein, "Bondholder Coercion — The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations" 58 *U. Ch. L. Rev.* 1207 (1991); וכן Brudney,

הצבעה אסטרטגית יש בה כדי לפגום ביכולתם של המצביעים לבחור בהתאם להעדפותיהם הכנות, באופן המפר את התנאי הבסיסי העומד ביסוד אימוצו של מנגנון ההצבעה כאמצעי להשגת בחירה יעילה על־ידי הקבוצה. מטרתו של מאמר זה היא לבחון את השפעתה של ההצבעה האסטרטגית על מנגנון ההצבעה. ניתוח סוגייה זו יאפשר לגבש עמדה בשאלה, האם מן הראוי להתיר את השימוש במנגנוני הצבעה כופים? עד עתה נסוב הדיון האקדמי בהצבעה אסטרטגית ובמנגנונים לכפיית מצביעים לגבי קבוצת ניירות־ערך ספציפית, למשל: בעלי אגרות־חוב[11]; או באשר להחלטה מסוימת, למשל: היענות להצעת רכש[12]. כמו־כן, בתי־המשפט בארה"ב קבעו את עמדתם בבחינה של כל נושא באופן עצמאי, תוך אימוץ מסקנות שונות ממקרה למקרה (אם כי המגמה השלטת היום היא להתיר את השימוש בטכניקות לכפיית מצביעים)[13]. אולם אחת ממטרות המאמר היא להצביע על כך, שבעיית ההצבעה האסטרטגית היא בעלת אופי כללי וטבועה במנגנון ההצבעה כשלעצמו, ולכן יש לה השלכה על כל סוגי ניירות־הערך ועל כל סוגי ההחלטות. לדעתנו, עדיפה עמדה אחידה לגבי הצבעה אסטרטגית, הנגזרת מן המסקנה הנובעת מן ההשוואה בין יעילותו של מנגנון ההצבעה החופשית לבין זו של מנגנון הכפייה, כאמצעים המבטיחים קיומן של עסקאות יעילות[14].

מסקנתנו היא, כי יש לאסור את השימוש במנגנוני הצבעה כופים, כיוון שיש בהם כדי לעקר את מנגנון ההצבעה מכל פוטנציאל לבטא את "העדפת הקבוצה", בשל הפגיעה ביכולת המצביעים לבחור בהתאם להעדפותיהם הכנות. גם בהינתן ההנחה שמנגנון ההצבעה הוא רצוי ומקדם עסקאות יעילות — בין אם משום שהסתברותית הרוב צודק בהערכותיו ובין אם משום שדעת הרוב היא קירוב להחלטת בעלים יחיד — חייבים להבטיח שההצבעה תשקף בחירה חופשית וכנה; אחרת, לא תושג יעילות.

כדי להבטיח בחירה כנה ומשוחררת, יש לקבוע עיקרון כללי בדיני־חברות, שלפיו כל החלטה שמשמעותה שינוי זכויות של ניירות־ערך תתקבל רק אם זכתה לתמיכתם של רוב המצביעים באסיפה. משזכתה ההחלטה לתמיכת הרוב היא תחייב את כלל הקבוצה. אלמנט הכפייה שבהצבעה יגרום לכך שכל קבוצת־המצביעים תחויב לפעול באותו אופן, ויצומצמו התמריצים להצבעה אסטרטגית. יישומו של פתרון כללי זה ימנע בחירה אסטרטגית מאולצת על־ידי המצביעים[15].

"Corporate Bondholders and Debtor Opportunism In Bad Times and Good" 105 *Harv. L. Rev.* (1992) 1821.

11 ראה לעיל הערות 9 ו־10.

12 ראה, למשל, Bebchuk, "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers" 98 *Harv. L. Rev.* (1985) 1695; וכן Grossman and Hart, "Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation" 11 *Bell J. Econ.* (1980) 42.

13 ראה להלן, בפרק ג.

14 ראה להלן, בפרק ד.

15 פרופ' בבצ'וק מציע לאמץ מנגנון המשלב "הצבעה" לאישור או דחייה של הצעת רכש בד־זמניה עם הצעת המניות בהצעת רכש. פתרון זה אינו ישים למכלול ההצעות שבעלי ניירות־ערך אמורים להצביע עליהן. לכן אנו מציעים לאמץ את מנגנון ההצבעה הנפרדת. מנגנון זה נבחן על־ידי פרופ' בבצ'וק במאמרו ונמצא ראוי לאימוץ (לעיל, הערה 12), 1757, אך לבסוף נדחה, בשל עדיפותו של המנגנון המשולב,

בחלק השני של המאמר נבחן את מידת יעילותו של מנגנון ההצבעה, בכלל, ונתמקד בחשיפותו להצבעה אסטרטגית, בפרט. בחלק השלישי נציג מִגוון הצבעות אסטרטגיות מאלצות בדיני־חברות להבהרת תחולתה הכללית של הבעיה. בחלק הרכיבי נציג ונבקר את עמדת המשפט לגבי הצבעה אסטרטגית מאלצת. בחלק החמישי יוצגו המסקנות הנורמטיביות והפתרון המתבקשים לפי ההשוואה בין ההצבעה החופשית להצבעה האסטרטגית. בחלק השישי נסכם.

ב. מנגנון ההצבעה — יעילות וחשיפה להצבעה אסטרטגית

במהותם, ניירות־ערך רבים הם חוזים ארוכי־טווח[16]. בדרך־כלל בעת כריתת חוזה הצדדים לחוזה מבקשים לקבוע במסגרתו את זכויותיהם וחובותיהם. אולם בחוזים ארוכי־טווח אין זה אפשרי לצפות את כל האירועים העלולים להתרחש ושיש בהם כדי להשפיע על החוזה. חוזה ארוך־טווח מעצם טבעו הוא חוזה בלתי־מושלם[17]. לכן, במקום לנסות ולפרט את שאיננו ניתן לפירוט, הצדדים מאמצים מנגנוני השלמה שיאפשרו את מילוי החללים בחוזה לכשיתרחש אירוע בלתי־צפוי[18]. חשוב יותר, מעבר לקיומם של מנגנוני ההשלמה, שהצדדים יכולים לשנות את החוזה בהסכמה הדדית ולהתאימו לנסיבות החדשות. לכן, בניירות־ערך ניתן בדרך־כלל לשנות את החוזה בהסכמה הדדית[19].

מובן אפוא ששינוי הזכויות של מחזיקי ניירות־ערך הוא בראש־ובראשונה שינוי בחוזה קיים או כריתת חוזה חדש חלף החוזה הישן. כבכל חוזה, שיקולי יעילות, בין השאר, גורמים למשפט להעדיף את האוטונומיה של הצדדים לחוזה לעצב כרצונם את תנאיו, מן הטעם שישנה הנחה שלפיה הסכמת הצדדים לעִסקה מבטיחה את היותה כדאית לכל אחד מן הצדדים, וכפועל יוצא את יעילותה[20]. כמו־כן ניתן להשקיף על שינוי זכויות, כפעולה שהיא, לכל דבר ועניין, העברת נכס מיד ליד. למשל: ביטול בטוחה המשמשת הגנה למחזיקים באג״ח כמוהו כעסקה ל״מכירת״ ההגנה לבעלי־המניות. גם כאן שיקולי יעילות, בין השאר, גורמים למשפט לעודד העברת נכסים למחזיק שמעריך אותם יותר, בשל ההנחה שהבעלים החדשים ינצלם

בהקשר המיוחד של הצעות רכש. מכל־מקום, נדגיש כבר כעת, כי להצעתנו מרכיב חשוב השונה מהותית מהצעת פרופסור בבצ׳וק: ההצבעה תחייב את כל קבוצה המצביעים לנקוט אותו קו־פעולה. אלמנט של כפייה אינו מצוי בהצעת בבצ׳וק, גם כאשר רוב המצביעים תומכים בהצעת רכש; שכן לשום בעל־מניות אין חובה להציע את מניותיו למשתלט.

16 ראה Williamson, *The Economic Institutions Of Capitalism* (New York, 1985) 304–307.

17 ראה, למשל, Macneil, "Contracts — Adjustments of Long-Term Economic Relations Under Classical, Neoclassical, and Relational Contract Law" 72 *Northwestern U.L.Rev.* (1978) 854.

18 ראה שם; וכן Williamson (לעיל, הערה 16), פרק ג.

19 ראה, למשל, סעיפים 8, 15, 25, 233, 257 ו־333 לפקודה; וכן סעיף 135 לחוק ניירות־ערך. במקרים מסוימים אפשר לשלול מן הצדדים כל אפשרות לשינוי החוזה גם בהסכמה. למשל: תזכיר החברה הוא במובנים רבים חוזה בין בעלי־המניות. לפי הפרשנות שניתנה לסעיף 8 לפקודה, תניה המצויה בתזכיר ושלא נקבעה דרך לשינויה, איננה ניתנת לשינוי אפילו בהסכמה של כל בעלי־המניות. ראה ת.א. 513/60 **העשיית עסיס לכחל בע״מ נ׳ רשם החברות**, פ״מ כג 3.

20 ראה Posner, *Economic Analysis Of Law* (3d ed., 1986) 88.

טוב יותר. הקירוב הטוב ביותר להשגת מטרה זו מושג על־ידי חיובו של כל רוכש פוטנציאלי לקבל את הסכמתו של המוכר[21]. אלו הם עקרונות־יסוד בכלכלת שוק.

לפי עקרונות אלו, הבטחת התרחשותם של שינויים יעילים בזכויותיהם של מחזיקי ניירות־ערך מחייב לקבל את הסכמתה של קבוצת המחזיקים. כיצד תביע הקבוצה את הסכמתה? מכיוון שאחד הצדדים לחוזה הוא למעשה קבוצה גדולה של פרטים, נדרש מנגנון משלים שיוכל לבטא מעת לעת את העדפת הקבוצה ביחס לשינויים אפשריים של החוזה. במקרים רבים בניירות־ערך האמצעי המועדף הוא שימוש במנגנון הצבעה כאמצעי לגיבוש רצון הקבוצה[22].

מבחינה אינטואיטיבית, מנגנון הצבעה נראה רצוי בשל היותו דמוקרטי ושוויוני. בניתוח מעמיק יותר, מודלים כלכליים מצביעים על כך, שבנסיבות מסוימות זהו כלל הכרעה יעיל, המאפשר לקבוצת־המשקיעים למקסם את תוחלת הרווח מן ההחלטה[23]. אולם במציאות, למרבית המצביעים אין תמריץ להשתתף בהצבעה. לחברי הקבוצה שהחזקותיהם מצומצמות אין זה כדאי להשקיע את הזמן והכסף הנחוצים כדי לרכוש ולעבד את המידע הנחוץ לקבלת החלטה מושכלת, שכן הוצאות אלו עולות על הרווח העשוי לצמוח להם מעצם קבלת ההחלטה היעילה[24]. במיוחד נכונים הדברים לגבי אותם פרטים בקבוצה הנוקטים אסטרטגיה של גיוון השקעות, שאז פוחתת מידת העניין שיש להם בפירמה ספציפית[25].

עם זאת, די בכך שהפרטים בקבוצה שיש להם תמריץ להשקיע ברכישת מידע, בין אם בשל שיעור החזקות גבוה ובין אם מטעם אחר, ישתתפו בהצבעה[26] כדי שתתקבל החלטה יעילה לטובת כלל הקבוצה[27]. דא עקא, שגם לפרטים המשקיעים במידע אין תמיד תמריץ להשתתף בהצבעה. לעתים מזומנות פרטים אלו מוצאים את האלטרנטיבה של מכירת מניות — "יציאה" — כעדיפה על־פני ניסיון להשפיע על אופן ניהול הפירמה על־ידי הצבעה — "קריאה"[28].

תופעות אלו נדונו בהרחבה בספרות המשפטית[29]. למרות מגרעות אלו ברור,

21 שם, בעמ' 31.

22 ראה הסעיפים הנזכרים לעיל, בהערה 19; וכן סעיף 115 לפקודה.

23 בהינתן מטרה משותפת למצביעים המחליטים בין שתי חלופות, כלל ההכרעה האופטימלי הוא פונקציה של ארבעה פרמטרים: כישוריו של כל מצביע, מספר המצביעים, מערכת־התגמולים הגלוויח להחלטה נכונה או שגויה בכל מצב טבע וההסתברות להתרחשותו של כל מצב טבע. שניים מבין פרמטרים אלו הם מרכזיים לדיוננו: כישורי המצביעים ומספרם. בהינתן קבוצת משקיעים בעלי כישוריים דומים כלל רוב הוא יעיל, וככל שמספרם גדול יותר כן עולה איכות החלטתם. לעומת זאת, כאשר המצביעים נבדלים בכישוריהם כלל רוב אינו יעיל, וככל שמספר המצביעים גדל כן יורדת איכות ההחלטה. ראה פרוקצ'יה, **דיני חברות חדשים** (לעיל, הערה 3), 308-311.

24 ראה Clark, *Corporate Law* (Boston, 1986) 391.

25 ראה Beaver, "The Nature of Mandated Disclosure" *Economics Of Corporation Law And Securities Regulation* (Boston, Posner and Scott (ed.), 1980) 327.

26 ראה, למשל, Fama, "Efficient Capital Markets — A Review of Theory and Empirical Work" 25 *J.Fin.* (1970) 383, 387.

27 ראה שם; וכן Gilson and Kraakman, "The Mechanisms of Market Efficiency" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 549.

28 ראה, למשל, Hirschman, *Exit, Voice And Loyality* (1970).

29 ראה, למשל, Clark (לעיל, הערה 24), 390, הערה 3.

nevo.co.il

שלמנגנון ההצבעה יש את הפוטנציאל לבטא את העדפת הקבוצה[30], שכן אם יחפצו, יוכלו חברי הקבוצה להשקיע במידע ולהצביע למרות העלויות. כך, למשל, כאשר על הפרק עומדת החלטה רבת־חשיבות, יש להניח שתהיה לה גם השפעה כלכלית גדולה, שתצדיק את ההשקעה במידע עבור קבוצה גדולה יותר של פרטים בקבוצה. בקיצור: המִגרעות של מנגנון ההצבעה שנזכרו לעיל משפיעות על כדאיות ההצבעה, אך לא על איכות המנגנון[31].

עם זאת, ישנן תופעות אחרות המשפיעות על איכות המנגנון. לדוגמא: במקרים שבהם ההצבעה איננה בחירה בין שתי אלטרנטיבות, אלא על מִגוון העדפות של המצביעים, מנגנון ההצבעה איננו מסוגל לבטא את ״העדפת הקבוצה״[32]. זהו מקרה שאיכות המנגנון אינה טובה, שכן אפילו אם כל הפרטים ישתתפו בהצבעה ויבטאו את העדפתם הכנה, עדיין לא תתקבל תוצאה שהיא ״העדפת הקבוצה״. חסרון זה איננו ייחודי למנגנון ההצבעה, והוא מנת־חלקו של כל כלל הכרעה[33].

במאמר זה נמקד את תשומת־הלב לתופעה נוספת המשפיעה על איכותו של מנגנון ההצבעה: ההצבעה האסטרטגית[34]. כאשר מצביע, שאיננו מצוי בניגוד אינטרסים לקבוצה שהוא מצביע אתה, נוקט הצבעה אסטרטגית ואיננו מבטא את העדפתו הכנה, איכות ההחלטה המתקבלת בהצבעה נפגמת, אף אם כל הפרטים בקבוצה מצביעים. זאת כיוון שבכך נשללת ההנחה שביסוד אימוצו של מנגנון ההצבעה כמקדם יעילות. בהצבעה אסטרטגית, המצביע מבטא את העדפתו רק בתלות בבחירת יתר המצביעים, ולא ניתן לומר מראש, שתוצאת ההצבעה היא ״העדפת הקבוצה״ במשמעות המבטיחה יעילות. בהיעדר הצבעה משוחררת, לא ניתן לומר שעמדת הרוב, מבחינה הסתברותית, היא נכונה, או כי עמדת הרוב היא קירוב לעמדתו של בעלים יחיד, ולכן אין להניח שההצבעה מקדמת יעילות. לפיכך, בהינתן היעד של יעילות, ואימוצם של ההסכמה וההצבעה כאמצעים להשגתו, יש להבטיח את פעולתו המשוחררת של מנגנון ההצבעה.

מעצם טיבו מנגנון הצבעה חשוף להצבעה אסטרטגית, אם כי מידת החשיפה משתנה ותלויה בכמה גורמים שיתוארו להלן. התמקדותנו בתופעה זו מושפעת מהדרך שבה השוק מנסה להתמודד עם בעיית ההצבעה האסטרטגית. בנקאים

30 בביטוי ״העדפת הקבוצה״ או ״רצון הקבוצה״, הכוונה היא לתוצאה שהיתה מתקבלת בהצבעת רוב, שבה היו משתתפים מספר משמעותי של המצביעים. ההנחה היא, שלכל המצביעים אותה מטרה, והם נחלקים רק בשאלה מהי האלטרנטיבה העדיפה — מבין שתיים העומדות לבחירה — להשגת המטרה.

31 עם זאת ניתן לטעון, כי מנגנון הצבעה שכראיות ההשתפות בו היא נמוכה, גם איכותו פגומה, כיוון שמיעוט משתתפים פוגם באיכות ההחלטה המתקבלת. אולם איכותו של המנגנון, כפונקציה של כדאיות ההצבעה, איננה צריכה להיבחן רק מנקודת־המבט של בעלי נייר־הערך הנוכחיים, בעלי הזכות הפורמלית להצביע, אלא מנקודת־מבטו של השוק, אשר במסגרתו נכללים הרוכשים הפוטנציאליים של נייר־הערך, שמדי יום מתמחרים את שוויו; להבדיל ממשקיע יחיד, לשוק תמיד כדאי להצביע ולהשפיע.

32 ראה Arrow, *Social Choice And Individual Values* (New Haven, 2d. ed, 1963). וכן Plott, "Axiomatic Social Choice Theory, An Overview and Interpretation" 20 *Am. J. Pol. Science* 511 (1976).

33 זוהי תוצאה הנובעת מתיאורמת Arrow, הנזכר שם, שלפיה כל כלל הכרעה האמור לדלות את ״העדפת הקבוצה״ מִמגוון ההעדפות של כל מצביע בקבוצה הוא כלחי־אפשרי, בהינתן כמה הנחות בסיסיות שעל הכלל לקיים.

34 ראה לעיל, הערה 8.

nevo.co.il

ועורכי־דין עושים שימוש בטכניקות המאפשרות להכניס את קבוצת המצביעים, במכוון, למצב שבו הצבעה אסטרטגית, המונעת הצבעה משוחררת, היא בלתי־נמנעת. בכך הופכת ההצבעה האסטרטגית לחרב־פיפיות, המאפשרת לכפות את תוצאת ההצבעה על המצביעים[35].

תחילה נציג את בעיית ההצבעה האסטרטגית ה"טבעית", דהיינו: הצבעה אסטרטגית שהמצביעים מביאים על עצמם ללא התערבות מן החוץ. אחר־כך נציג את הפן האחר של ההצבעה האסטרטגית — ההצבעה האסטרטגית המאלצת; דהיינו: הצבעה אסטרטגית הנגרמת בשל התערבותו של גורם חיצוני המבקש להשפיע על תוצאת ההצבעה.

1. הצבעה אסטרטגית "טבעית"

עקרונית ניתן להבחין בשני היבטים של הצבעה אסטרטגית "טבעית": טפילות (Freeriding) וסחטנות (Holdout). בשני המצבים, המצביע מתנגד לקבלת החלטה, שלמעשה הוא מעוניין בה. במקרה של טפילות, ההתנגדות נובעת מן הרצון לזכות ברווח הנובע מתמיכת הפרטים האחרים בקבוצה באותה החלטה, בלי לשאת בעלות התמיכה. לעומת זאת, במקרה של סחטנות, תכליתה של ההתנגדות היא לחלק את הרווח מקבלת ההחלטה, בתמיכה מאוחרת של הסחטן, באופן המעדיף את הסחטן. כפי שנראה להלן, בשני המקרים קיים סיכון שהחלטות יעילות לא תתקבלנה, וכפועל יוצא — עסקאות שהיה בהן כדי להטיב עם כל הצדדים, תאבדנה[36].

(א) טפילות

במודל שפותח על־ידי גרוסמן והארט[37] הופנתה תשומת־הלב לתופעת הטפילות בתחום ההשתלטויות על חברות. נניח שמשתלט פוטנציאלי מעוניין לרכוש שליטה בחברת־מטרה, משום שהוא סבור שתחת ניהולו החברה תהיה שווה הרבה יותר. נניח גם, שלשם כך עליו לרכוש מעל 50% ממניות חברת־המטרה. הצעת רכש המופנית אל בעלי־המניות למכור את מניותיהם בפרמיה של 2 שקלים מעל מחיר השוק מותנית בהיענות של 50% מבעלי־המניות לפחות. בהנחה שמחיר השוק מבטא נכונה את שווי החברה כיום, זוהי הצעה שעל בעלי־המניות לקבל. אולם כל בעל־מניות יודע, שהפרמיה המוצעת היא רק חלק מן הגידול הצפוי בשווי החברה בעקבות הניהול החדש. לכן, גם אם פרמיה של 2 שקלים היא עסקה כדאית עבור בעל־המניות, הרי שמבחינה אסטרטגית הוא יימנע מהצעת מניותיו. תקוותו היא שמעל 50% מבעלי־המניות האחרים יסתפקו בפרמיה של 2 שקלים, יציעו את מניותיהם ויאפשרו את חילופי השליטה. עקב כך יזכה הוא בפרמיה הגבוהה יותר הנובעת מהניהול המשופר, נניח 4 שקלים. במלים אחרות: בעל־המניות שואף להיות טפיל הן להשקעתו של המשתלט בניהול טוב יותר והן לעלותה של העברת השליטה, הנופלת על בעלי־המניות האחרים בעצם הסתפקותם בפרמיה המוצעת.

35 ראה לעיל, הערה 10.

36 ראה Cohen, "Holdouts and Free Riders" 20 *J.L.Stud.* 351 (1991).

37 ראה Grossman and Hart (לעיל, הערה 12).

דא עקא, שמרבית בעלי־המניות יימנעו מהצעת מניותיהם, שכן הם יעדיפו להימנות על קבוצת־הטפילים, מה שיסכל את העברת השליטה למגינת־לבם של המשתלט ושל כלל בעלי־המניות[38].

המקרה הכללי של טפילות ניתן לאפיון במטריצה מספרית[39], המציינת את תוחלת הרווח למצביע היחיד שאינו צופה כי הצבעתו תשפיע על תוצאת ההצבעה, בהינתן הצבעתם של יתר המצביעים:

מצביע יחיד

יתר המצביעים	התנגדות	הסכמה
התנגדות	0 , 0	0 , 0
הסכמה	2 , 4	2 , 2

המצביע היחיד מניח, שאין בקולו כדי להכריע את תוצאת ההצבעה ולכן מאמץ את הלוגיקה הבאה: אם המצביע היחיד יתנגד וגם יתר המצביעים יתנגדו, לא יוצעו 50% מן המניות, העסקה תיכשל ואף אחד לא ישפר את מצבו (0 , 0). אם המצביע היחיד יסכים, אך יתר המצביעים יתנגדו, לא יתקבל הרוב הדרוש לביצוע העסקה והיא תיכשל גם הפעם (0 , 0). אם המצביע היחיד יסכים וכן יתר המצביעים יסכימו, העסקה תבוצע ומצבם ישופר בשיעור הפרמיה המוצעת להם בעסקה (2 , 2). אולם אם המצביע היחיד יתנגד, ואילו יתר המצביעים יסכימו להציע את מניותיהם, בתמורה לקבלת הפרמיה המוצעת (2 שקלים) — די יהיה בהצבעתם כדי לאפשר את העסקה שתסב למתנגד רווח גבוה יותר (4 שקלים). כך עולה, שמבחינת המצביע היחיד עדיף תמיד להתנגד ואין זה משנה כיצד ינהגו יתר המצביעים. ברור שאם מספר גדול של מצביעים ינהגו כך, העסקה לא תזכה כרוב הדרוש והיא תיכשל.

(ב) סחטנות

תופעת הסחטנות קיבלה ביטוי של ממש בשנים האחרונות, עם העלייה במספר פשיטות־הרגל והארגונים־מחדש של חברות שכשלו תחת נטל חוב אשר הועמס עליהן בשנות השמונים[40]. אחת הדרכים לשקם חברה כושלת היא שינוי של תנאי אגרות־החוב השונות, לרבות שינוי בשיעור הריבית. על־פי החוק בארה״ב, שינוי של שיעור הריבית מחייב הסכמה של כל מחזיקי אגרות־החוב[41]. נניח שכדי למנוע

38 ראה Grossman and Hart (לעיל, הערה 12), 43.

39 השימוש במטריצות אופייני לתורת־המשחקים: המספר השמאלי בכל משבצת מתייחס לתוחלת הרווח של השחקן השמאלי, והמספר הימני מתייחס לתוחלת הרווח של השחקן שמעל למטריצה. במקרה לעיל, בכל משבצת המספר הימני מתייחס לתוחלת הרווח של המצביע היחיד; ואילו השמאלי מתייחס לתחולת הרווח של יתר המצביעים, בהינתן בחירתם הרלבנטית.

40 ראה, למשל, Coffee and Klein (לעיל, הערה 10).

41 ראה Roe (לעיל, הערה 9).

nevo.co.il

את פירוקה של חברה — פירוק העלול להסב נזק גדול לכל הנושים בחברה — יש צורך בהסכמת קבוצת מחזיקי אג"ח הנושאות 12% ריבית, להפחתת שיעור הריבית ל־10% ריבית לשנה. אם תתקבל ההסכמה, ניתן יהיה לגייס הון נוסף ולהעלות את החברה על דרך־המלך, לרווחת כלל המשקיעים בחברה.

במצב דברים זה, כל בעל אג"ח יודע שהסכמתו הכרחית, שכן בלעדיה תפורק החברה. ההכרה בכוחו גורמת לו לנהוג באופן אסטרטגי ולהתנגד לשינוי, הגם שברור לו כי אם החברה תפורק הוא יקבל הרבה פחות משוויה של האג"ח שתישא עתה 10% ריבית לשנה. מכיוון שכלל המשקיעים יפיקו תועלת מהסכמתו לשינוי, הוא ינסה לסחוט לעצמו, בתמורה להסכמתו, חלק גדול יותר מכלל הרווח שיצמח לחברה בעקבות הצלחת הארגון־מחדש[42]. דא עקא, שכל בעל אג"ח יאמץ לעצמו אותה אסטרטגיה, ההסכמה לא תתקבל, הארגון־מחדש ייכשל והחברה תפורק למגינת־לבם של כלל המשקיעים, לרבות בעלי האג"ח המתנגדים[43].

במקרה כללי של סחטנות, הסחטן רואה לפניו כמה מטריצות אפשריות, שלכל אחת הסתברות שונה, המציינות את תוחלת הרווח למצביע היחיד, בהינתן הצבעתם של יתר המצביעים:

מצביע יחיד

א.

יתר המצביעים	התנגדות	הסכמה
התנגדות	-4 , -4	-4 , -4
הסכמה	-4 , -4	2 , 2

מצביע יחיד

ב.

יתר המצביעים	התנגדות	הסכמה
התנגדות	-4 , -4	-4 , -4
הסכמה	3 , 3	2 , 2

42 אם שורי דרישותיהם של הסחטנים עולה על שורי הוויתור על 2% ריבית על האג"ח, ודאי שאי־אפשר גם להיענות לדרישה וגם לקיים את הארגון־מחדש.

43 כבר כעת, חשוב להדגיש, שאילו נדרש להביע את דעתו הכנה על כדאיות העסקה, הסחטן היה מעוניין בביצועה.

מצביע יחיד

ג.

יתר המצביעים	התנגדות	הסכמה
התנגדות	-4 , -4	-4 , -4
הסכמה	1 , 3	2 , 2

להבדיל מטפילות, בסחטנות הנחתו של המצביע הבודד הינה, כי יש בכוחו להשפיע על תוצאת ההצבעה. עם זאת, הסחטן איננו יודע בוודאות את תוחלת הרווח מהתנגדותו. בהינתן העסקה המוצעת, ברור לסחטן המידע הבא: אם המצביע היחיד יתנגד, וגם יתר המצביעים יתנגדו, העסקה תיכשל ומצבם יורע (-4 , -4). אם המצביע הבודד יסכים, אך יתר המצביעים יתנגדו, לא יתקבל הרוב הדרוש לביצוע העסקה והיא תיכשל גם הפעם (-4 , -4). אם המצביע היחיד יסכים, וכן יתר המצביעים יסכימו, העסקה תבוצע ומצבם ישופר בשיעור הפרמיה המוצעת להם (2 , 2). אם המצביע היחיד יתנגד, שעה שיתר המצביעים יסכימו, די יהיה בהתנגדותו כדי להכשיל את העסקה. אולם, ביחס לתוצאת התנגדותו אין לו מידע ברור, ולכן מתוארות שלוש מטריצות אפשריות.

התנגדות הסחטן נובעת מהנחתו שניתן לקבל מהמציע הצעה טובה יותר. אם הנחתו שגויה, ומטעם כלשהו לא תוצע הצעה טובה יותר, הוא יסב לעצמו ולכל הקבוצה נזק (חלופה א. -4 , -4). אם הנחתו נכונה, התנגדותו עשויה לגרום לשיפור ההצעה לעצמו ולכלל המצביעים (חלופה ב. 3 , 3) במקום ההצעה הנוכחית (2 , 2). עם זאת, ייתכן שהסחטן יוכל לשפר את תוחלת הרווח שלו, גם במקרה שהנחתו שגויה והצעה טובה יותר לא תוצע, על־ידי סחיטת חבריו לקבוצה (חלופה ג. 3 , 1). כלומר, מציע ההצעה לא ישלם יותר, אך חברי הקבוצה הניצעים, יבקשו לשכנע את הסחטן לאפשר את ביצוע העסקה, ויסכימו לחלוקה לא שוויונית של הפרמיה. בפועל, כל מצביע יראה לפניו מטריצה מסוימת אחת, המהווה שקלול של שלוש המטריצות, בהתאם להסתברות שהוא מייחס לכל אחת.

מבחינת המצביע היחיד, הסבור שהפרמיה המוצעת היא המקסימום שניתן לקבל, עדיף אם כך להסכים לביצוע העסקה תוך תקווה שגם יתר המצביעים ינהגו כך. אולם, די בכך שמצביע יחיד יתנגד, בניסיון לסחוט פרמיה גבוהה יותר עבור הסכמתו (3 במקום 2) — אם בשל הערכתו ההסתברותית המוטעית את יכולתו של הצד השני לעסקה לשלם זאת ואם בשל רצונו לסחוט את חבריו לקבוצה — כדי להכשיל את העסקה[44]. ברור שככל שהרוב הדרוש לביצוע העסקה קטן יותר, כן פוחת הסיכון שמצביע יחיד יניח שבכוחו לבלום את העסקה. לכן, כאשר נדרש רוב של 90% לאישור העסקה, יש יותר סיכויים שמצביעים יתנגדו מבחינה אסטרטגית,

44 העסקה יכולה להיכשל גם אם ההנחה בדבר יכולת התשלום של המציע איננה מוטעית. כאשר המציע מסרב "להיכנע" מטעמים אסטרטגיים, שעיקרם "איתות" לשוק ויצירת מוניטין של נוקשות, כדי למנוע סחטנות עתידית.

nevo.co.il

בהניחם שיש בכוחם ליצור ״בלוק חוסם״ לעִסקה, לעומת מצב שבו נדרש רוב רגיל.

(ג) סחטנות וטפילות — תאומים שונים

הגבול בין סחטנות לטפילות הוא דק. המאפיין העיקרי בסחטנות הוא הידיעה של כל סחטן שבסופו של דבר עדיף לו להסכים לעִסקה, משום שהצלחתה תשפר את עמדתו לגבי מצבו, עובר להצעת העִסקה (לעתים כשלון העִסקה, או מימושה בלעדי ההסכמה הנחוצה, יכולים אף להרע את מצבו לגבי מצבו ערב הצעת העִסקה). ההתנגדות לעִסקה לא נועדה אלא להעלות את המחיר להסכמה שהסחטן מתכוון לתת במוקדם או במאוחר. עם זאת, לעתים כישלון בהערכת הרווח שניתן להפיק מן העִסקה גורם ל״מתיחת החבל״ יתר על המידה ולאובדן עִסקה חיובית ביותר גם לסחטן. ככל שיש מספר גדול של פרטים שהסכמתם נדרשת לביצוע העִסקה, ההסתברות שכך יהיו פני הדברים גדולה במיוחד. מכיוון שהסחטנות נובעת מכוחו של כל אחד מהם לבלום את העִסקה, קיים סיכון שמישהו מביניהם ינסה לתפוש מרובה ויכשיל את העִסקה.

לעומת זאת, בטפילות עדיף להתמיד בהתנגדות ״עד הסוף״. ההתנגדות איננה ניסיון להעלות את מחיר ההסכמה, שכן הטפיל איננו מתכוון להפיק את הרווח ממכירת הסכמתו ביוקר, אלא מהשתתפותו ברווח שיופק ממימוש העִסקה למרות התנגדותו. הטפילות אפשרית דווקא בשל כך שהעִסקה יכולה להתממש על־אף התנגדותם של חלק מן הפרטים[45].

כך, למשל, אילו שינינו בדוגמא האחרונה את דרישת הרוב הדרוש למתן ההסכמה לשינוי הריבית, מ־100% לרוב רגיל, כי אז תופעת הסחטנות היתה נחלשת, בשל כוחו המוגבל של כל פרט לבלום את העִסקה. כמו־כן הטפילות לא היתה אפשרית, שכן החלטת הרוב להפחית את שיעור הריבית היתה חלה על כל בעלי האג״ח, גם המתנגדים. לעומת זאת, אילו נתבקשו בעלי האג״ח להמיר את האג״ח הנושאת 12% ריבית באג״ח חדשה הנושאת 10% ריבית, ודי היה בהיענות של רוב בעלי האג״ח להצעה — הסחטנות היתה נחלשת, אך לא הטפילות. זאת כיוון, שההסכמה האישית של הפרטים, שיחד מהווים רוב, להמרת האג״ח איננה מחייבת את יתר בעלי האג״ח המתנגדים. לכן, אם בעקבות הארגון־מחדש שווי האג״ח הישנה יעלה על שווי האג״ח החדשה — מכיוון שהיא תישא 12% ריבית שנתית בחברה שכעת תהיה יציבה מבחינה פיננסית — כי אז כל בעל אג״ח יעדיף שהאחרים יציעו את האג״ח שלהם, כדי שהוא יוכל להיות טפיל על הרווח שיצמח משיפור מצבה הפיננסי של החברה[46].

שוני נוסף קיים בין שתי התופעות. בעוד שתופעת הטפילות אופיינית למצב שבו יש קבוצת מצביעים, תופעת הסחטנות אפשרית גם כאשר ישנו מצביע יחיד.

45 במלים אחרות: אילו סבר הטפיל שהצבעתו תכריע את הכף לשבט או לחסד, לא היה יכול להתנגד אסטרטגית, כיוון שאז העִסקה היתה נכשלת ושום רווח שניתן להיטפל אליו לא היה צומח.

46 בשנים האחרונות משקיעים רוכשים אג״ח של חברות כושלות, תוך צִיפִיָיה לארגון־מחדש, שיאפשר להם להפוך לטפילים. ראה Coffee and Klein (לעיל, הערה 10), 1233.

nevo.co.il

בדוגמא של הצעת הרכש שהוצגה לעיל, יכולתו של בעל־המניות ליהנות מחילופי השליטה מותנית בכך שיהיו די בעלי־מניות אחרים שיציעו את מניותיהם ויאפשרו את הצלחת ההשתלטות. אילו הוחזקו כל המניות בידיו של משקיע יחיד שהצעת הרכש מופנית אליו, אין הוא יכול לנקוט אסטרטגיה של טפילות על עצמו. לעומת זאת, הוא יכול גם יכול לאמץ אסטרטגיה של סחטנות ולהימנע מהצעת מגיותיו, בניסיון לגרום למציע להעלות את המחיר עבור מניותיו[47].

הבדל נוסף בין שתי התופעות הוא מרכזי לדיוננו. תופעת הסחטנות נובעת מדרישת רוב גבוה המעניקה כוח למיעוטים סרבנים. כל עוד הסכמתו נדרשת, המיעוט יכול להביע התנגדות אסטרטגית, בין אם הסכמתו תתבקש בהצבעה באסיפה של כלל הקבוצה ובין אם בפנייה ישירה אל הפרטים בקבוצת־המיעוט. לכן, החלשת הסחטנות טמונה בהפחתת הרוב הדרוש לאישור העסקה[48]. לעומת זאת, הטפילות נובעת מיכולתו של הפרט בקבוצה להצביע נגד העסקה ולפעול בניגוד לעמדת הקבוצה. ברור, שדרישת רוב של 100% תשלול מן הפרט את האפשרות לפעול באופן שונה מיתר הקבוצה ותמנע טפילות. במצב זה אין גם אינטרס להצביע מבחינה אסטרטגית נגד העסקה בניסיון להיות טפיל (להבדיל מסחטן), שכן אין אפשרות לנקוט פעולה שונה מזו של כלל הקבוצה[49]. עם זאת, ניתן לפתור את בעיית הטפילות גם בלי להעלות את הרוב הדרוש לאישור העסקה, על־ידי שלילת האפשרות לפעולה שונה מזו של כלל הקבוצה; שכן הטפילות אפשרית רק כאשר ההצבעה וקו־הפעולה מתקבלים על־ידי המצביע כפרט יחיד ועצמאי. לא כך יהיה המצב במקרים שבהם החלטת הרוב מחייבת את כלל הקבוצה, לרבות המתנגדים לה, לאמץ את אותו קו־פעולה[50].

כפי שראינו עד עתה, תופעות אלו הן "טבעיות" למנגנון ההצבעה, ללא כל קשר לסוג ההחלטה העומדת להצבעה. להלן נראה, שגם ההתמודדות של הפועלים בשוק עם תופעות אלו היא דומה ואינה תלויה בסוג ההחלטה העומדת על הפרק ולא בסוג הקבוצה האמורה להצביע.

2. הצבעה אסטרטגית מאלצת

ההכרה של הפועלים בשוק, בעיקר עורכי־דין ובנקים להשקעות, שבשל הצבעה אסטרטגית טבעית, מנגנון ההצבעה, כפי שהוא, עלול לגרום לכישלון עסקאות חיוביות — הביאה אותם לאימוץ טכניקות שימזערו את תופעות הטפילות

47 ראה Cohen (לעיל, הערה 36), 358. חשוב להבהיר, כי התופעה המתוארת על־ידנו כסחטנות מתייחסת למצב שבו, מבחינת הסחטן, העסקה כדאית, וההתנגדות היא ניסיון להשיג עסקה כדאית יותר. בפועל לא ניתן לדעת אם התנגדות לעסקה מסוימת נובעת מכך שהמחיר איננו ראוי מלכתחילה או משום שיש ניסיון לסחוט עסקה כדאית יותר.

48 ראה Cohen (לעיל, הערה 36), 361.

49 במצב זה בכוחו של כל מצביע להכריע את גורל העסקה ולכן אין אפשרות שהעסקה תבוצע למרות התנגדותו.

50 אם כל מצביע מחויב לנקוט אותו קו־פעולה, אין טעם להתנגד אסטרטגית לעסקה, כיוון שלא זו בלבד שלא ניתן להיות טפיל לרווח שיפיק יוזם העסקה, ההתנגדות אף יכולה לסכל את העסקה כליל. לכן אסטרטגיה אופטימלית היא להצביע בהתאם להערכתו האמיתית את כראיות העסקה.

nevo.co.il

והסחטנות[51]. ברם, במקרים לא מעטים הטכניקות שאומצו חרגו מעבר למתן פתרון להצבעה האסטרטגית ולמעשה יצרו מנגנונים המדרבנים הצבעה אסטרטגית, המאלצת את המצביעים לאשר עסקאות העומדות להצבעה, אפילו כשאין הן כדאיות[52].

מבחינת תורת־המשחקים ניתן לאפיין את הטכניקות המאומצות בכך שהן מעמידות את המצביעים בפני אחד משני מצבים משחקיים: (1) **״דילמת אסיר״** (prisoner's dillema), המתייחסת למקרה שבו לכל מצביע יש אסטרטגיה מועדפת אחת — ללא קשר לפעולת יתר חברי הקבוצה — הגורמת לכל המצביעים, כקבוצה, להימצא במצב נחות ביחס למה שיכלו להגיע אליו; (2) **״בעיית תיאום״** (coordination problem), המתייחסת למצב שבו לכל מצביע יש שתי אסטרטגיות אפשריות, שהפחות עדיפה מביניהן נבחרת בשל העדר תיאום עם יתר המצביעים.

(א) דילמת האסיר

הסיפור שעל שמו קרויה דילמת האסיר עוסק בשני שודדים ששדדו בנק ונתפשו כשברחו מאיזור הפשע ובידם נשק ללא רשיון. למשטרה אין כל ראיה על ביצוע השוד, הגם שברור כי אלו הם אכן השודדים. חוקר המשטרה מפריד בין השודדים ומציע לכל אחד מהם את העִסקה הבאה: אם תודה וגם חברך יודה בביצוע השוד, תסתפק התביעה בבקשה להטיל עליכם עונש מאסר של חמש שנים, שהן מחצית העונש הקבוע בחוק לעבירת שוד. אם לא תודה וגם חברך לא יודה בביצוע השוד, תדרוש התביעה להטיל עליכם שנת־מאסר, שהוא העונש המקסימלי על החזקת נשק ללא רשיון. אם תודה שעה שחברך מכחיש את ביצוע השוד, לא יוגש כל אישום נגדך בשל הסכמתך לשמש עד־מדינה; ואילו על חברך יוטל עונש של עשר שנים, שהוא העונש המקסימלי בגין שוד[53]. בהינתן התנאים המוצעים, מתקבלת המטריצה הבאה:

אסיר מס׳ 2

אסיר מס׳ 1	הכחשה	הודאה
הכחשה	-1 , -1	-10 , 0
הודאה	0 ,-10	-5 , -5

במצב דברים זה, לכל אסיר בנפרד ישנה אסטרטגיה דומיננטית אחת, בלתי־תלויה בפעולתו של האסיר האחר — להודות בביצוע השוד. נבחן זאת מנקודת־מבטו של אסיר מספר 2. אם אסיר מספר 1 יכחיש, עדיף לאסיר מספר 2 להודות, כיוון שאז יֵצא פטור בלא כלום (0) במקום שיוטל עליו עונש של שנת־מאסר (-1)

51 ראה, למשל, Roe (לעיל, הערה 9).
52 ראה, למשל, המאמרים הנזכרים לעיל, בהערה 10.
53 Luce & Raiffa, *Games and Decisions* (New York, 1957) 95.

אם יכחיש. אם אסיר מספר 1 יודה, על־אחת־כמה־וכמה עדיף לאסיר מספר 2 להודות, כיוון שאז יֵרצה רק חמש שנים בכלא (5-) במקום 10 שנים (10-), אם יכחיש. כך או כך, לכל אסיר עדיף להודות ללא תלות באסטרטגיה שיבחר השני. התוצאה שמתקבלת היא, ששני האסירים מודים ומוטל עליהם עונש של חמש שנות־מאסר כל אחד, הגם שאילו שניהם היו מכחישים, היו מרצים רק שנת־מאסר. כלומר: האסטרטגיה הדומיננטית של כל אסיר בנפרד גורמת להם להגיע לנקודת שיווי־משקל (אקווליבריום) נחותה, ששניהם יחד היו מעדיפים אחרת על פניה.

חשוב להדגיש, שדילמת האסיר איננה בעיה של תיאום בין האסירים, אלא של ניגוד אינטרסים. לכן, בהנחה שהסכם בין האסירים איננו ניתן לאכיפה, אף אם היה ניתן לאסירים להיפגש בטרם ישיבו לחוקר המשטרה את דברם, לא היתה הדילמה נפתרת. אם בפגישה שכזו יסכימו שני האסירים ביניהם להכחיש את ביצוע השוד, כל שיקרה הוא שהדילמה תלבש צורה אחרת. אם אסיר מספר 2 יהיה בטוח שאסיר מספר 1 יעמוד בדיבורו ויכחיש, כי אז בוודאי שעדיף לו להודות ולהיפטר כליל מעונש. הצד המפר את ההסכם יוכל להרוויח את הפטור מעונש על חשבון הצד שידבק בהסכם. האחרון ישא בעונש כבד הרבה יותר, בשל הכחשתו אל מול הודאת חברו שבגד[54]. ניגוד האינטרסים גורם לכך, שהתמריצים הפועלים על כל אסיר — הרצון לזכות בהקלה בעונש והחשש מעונש חמור כתוצאה מבגידת האחר — יגרמו לשניהם להודות למרות תיאום העמדות[55].

(ב) בעיית התיאום

בניגוד לדילמת האסיר, בעיית התיאום איננה בעיה של ניגוד אינטרסים. לכל מצביע יש שתי אסטרטגיות אפשריות התלויות באופן שבו ינהגו יתר המצביעים. אולם בין כולם קיימת זהות אינטרסים באשר לאלטרנטיבה העדיפה. כדי להמחיש זאת נשנה את סיפור דילמת האסיר, כך שיהפוך לבעיית תיאום. נניח ששני השודדים נתפשו, אך לא נמצא ברשותם שום נשק. לכן אם שניהם יכחישו את ביצוע השוד, יֵצאו שניהם לחופשי; אם שניהם יודו, ייגזרו על כל אחד מהם חמש שנות־מאסר; אם אחד יודה והשני יכחיש, תיגזר על הראשון שנת־מאסר, ועל השני — עשר שנות־מאסר. בנתונים אלו תיראה המטריצה כך:

54 ראה Luce & Raiffa (לעיל, הערה 53), 96-97.

55 ברור, כי אילו ניתן היה לכרות הסכם אכיף, כי אז תיאום והסכמה בין האסירים היו פותרים את הדילמה. עם זאת, תיאורטית, ישנן נסיבות שבהן הדילמה נפתרת אף ללא תוזה אכיף. כאשר השחקנים (האסירים) משחקים את המשחק מספר בלתי־ידוע של פעמים, יכול לצמוח שיתוף־פעולה; זאת כיוון שכל שחקן יכול "לאותת" על רצונו בשיתוף־פעולה על־ידי שיתוף־פעולה, ו"להעניש" את השחקן השני על אי שיתוף־פעולה במשחק אחד, על־ידי אי שיתוף־פעולה במשחק השני. אולם במצב זה, לכל שחקן כדאי להיות "טיפש", לא לשתף־פעולה ולהמתין שהשחקן השני יאותת לו בשיתוף־פעולה, שעה שהוא מתמיד באי שיתוף־פעולה. נוסף על כך, אם מספר המשחקים ידוע מראש, אי־היכולת להעניש במשחק האחרון מסכלת שיתוף־פעולה במשחק שלפני אחרון, ואי־היכולת לשתף פעולה במשחק שלפני אחרון מסכלת שיתוף־פעולה במשחק שלפניו, וכן הלאה עד למשחק הראשון. ראה Davis (לעיל, הערה 8), 112-113. בפועל, בעולם הפשע יש כמובן מנגנונים להענשת בוגדים בחומרה, באופן המשנה את תוחלת הרווח שכל אסיר רואה לפניו.

אסיר מס' 2

אסיר מס' 1	הכחשה	הודאה
הכחשה	0 , 0	-10 , -1
הודאה	-1 ,-10	-5 , -5

במצב דברים זה האסטרטגיה האופטימלית של כל אסיר תלויה בפעולתו של האסיר האחר. אם אסיר מספר 1 מכחיש, עדיף לאסיר מספר 2 להכחיש גם הוא, וכך יֵצאו שניהם לחופשי (0 , 0). אם אסיר מספר 1 מודה, עדיף לאסיר מספר 2 להודות גם כן, מכיוון שכך ייגזרו עליו רק חמש שנות־מאסר (-5) במקום עשר שנים (-10), אם יכחיש אל מול הודאת חברו. הגם שקיימות שתי נקודות־איזון — שניהם מודים או שניהם מכחישים — ברור שיש אחת ששניהם מעדיפים יותר. אם נניח שלשני האסירים רציונליות ומידע מלא, לרבות המידע של כל אסיר בדבר הרציונליות והמידע המלא של רעהו — מרבית הסיכויים ששניהם יכחישו ויֵצאו לחופשי. ברם, די בכך שלאסיר אחד אין מידע מלא באשר לתוחלת הרווח או למצב האסיר השני — כישוריו, רציונליותו והמידע שבידיו, הן באשר לתוחלת הרווח שלו והן לגבי מצבו של האסיר הראשון — מרבית הסיכויים ששניהם יודו. בהיעדר תיאום, החשש מהודאת האסיר האחר היכולה להיות לרועץ לאסיר המכחיש, יגרום לכל אחד מהם לנסות ולהקטין את עונשו הפוטנציאלי על־ידי הודאה. הבעיה של חוסר־האפשרות לתאם פעולה משותפת גורמת לשני האסירים להגיע לתוצאה הפחות מועדפת על־ידם.

אולם אם יתאפשר לשני האסירים להיפגש ולתאם עמדות, כי אז יוכלו להגיע לאלטרנטיבה העדיפה. נניח שהאסירים נפגשים ומתאמים הכחשה משותפת. אם אסיר מספר 2 מאמין שאסיר מספר 1 יקיים את ההסכם, בוודאי שכדאי גם לו להכחיש. יתר על כן: אין שום סיבה לחשוש שאסיר מספר 1 יפר את ההסכם ויגרום לאסיר מספר 2 לשאת בעונש כבד, שכן בכך אסיר מספר 1 רק ירע את מצבו. מעבר לכך, שיתוף־פעולה (הכחשה) אפשרי אף ללא תיאום, כאשר השחקנים (האסירים) משחקים את המשחק פעמים רבות; שכן הם יכולים לתאם עמדות על־ידי איתות על רצונם בשיתוף־פעולה ממשחק למשחק[56]. לכן, לפחות תיאורטית, בהינתן האפשרות לתאם עמדות — בעיית התיאום נפתרת.

ג. הצבעה אסטרטגית מאלצת בדיני־חברות

השימוש בטקטיקות היוצרות מצבים הגורמים להצבעה אסטרטגית מאלצת גרם לפנייה לערכאות משפטיות, אשר נדרשו לחוות את דעתם על הלגיטימיות של

56 ישנם מחקרים, שבהם נמצא קיומו של שיתוף־פעולה גם במשחקי דילמת אסיר, שעה שהיה מדובר במספר גדול ובלתי־מסוים של משחקים החוזרים על עצמם. ראה Axelrod, *The Evolution Of Cooperation* (*New York, 1984*).

הטכניקות שאומצו בהצבעה. עמדת בתי־המשפט הושפעה מסוג הקבוצה וסוג ההחלטה שעמדה על הפרק[57]. זהו גם הפן שעורר את הכתיבה המשפטית האקדמית, אשר ביקשה להתייחס למידת רציותן של טקטיקות אלו בהקשרים המסוימים שבהם הן התעוררו[58]. לגישתנו, עדיף להתייחס להצבעה אסטרטגית כאל תופעה כללית.

שלושה מרכיבים מרכזיים מאומצים בטכניקות ליצירת מצבי הצבעה אסטרטגית מאלצת, שנועדו לשלול מן המצביע את האפשרות לבטא את דעתו הכֵּנה והמשוחררת על נשוא ההצבעה: הראשון, והוא מרכזי בניתוחנו, ההצבעה מעוצבת כך, שכל פרט בקבוצה יוכל לפעול בנפרד מהאחרים, כלומר: ההצבעה והפעולה נעשות על־ידי הפרטים בקבוצה כפרטים עצמאיים ולא כקבוצה, ולכן עמדת הרוב איננה מחייבת פעולה אחידה[59].

מרכיב זה יש בו גם כדי להסביר את הימצאותן של הצבעות אסטרטגיות מאלצות בעיקר במצבים של הצעות רכש, ולא בענייני ניהול ופעילות שוטפים. כאשר מתקיימת הצבעה באסיפה הכללית — בין אם בענייני ניהול שוטף של החברה ובין אם בביצועם של שינויים ארגוניים — המצביעים פועלים כאורגן של החברה, וההחלטה המתקבלת מחייבת ומשפיעה על כל המצביעים, לרבות המתנגדים. תוצאת ההצבעה מהווה את ״העדפת הקבוצה״ כצד לחוזה. כל מצביע יכול להצביע כרצונו, אך איננו יכול לפעול בניגוד להחלטה שתתקבל, אשר תשפיע עליו באותה מידה. כיוון שכך, הצבעה אסטרטגית מאלצת איננה אפשרית, בהיותה מבוססת על יכולתו של המצביע לפעול באופן שונה מן האחרים ועל רצונו לעשות כן במטרה לזכות ברווח עודף.

לעומת זאת, במקרים שבהם המצביעים אינם מצביעים באסיפה כגוף אחד, ״ההצבעה״ היא למעשה ״הצבעה ברגליים״, שכל מצביע חופשי לבחור ולפעול כרצונו, אפילו בניגוד לדעת הרוב. הצעת רכש היא דוגמא אופיינית. כל בעל־מניות יכול להחליט אם להציע את מניותיו או לא, בלי להיות כפוף לדעתם של יתר בעלי־המניות או להעדפתם. סך כל בעלי־המניות שייענו להצעת הרכש באופן פרטי יהיה תוצאת ״ההצבעה״. במצב שכזה, כל מצביע חשוף ל״פיתויים״ לפעול באופן שונה מן האחרים, במטרה לזכות ברווח עודף. זהו הרקע הנחוץ להפעלת טכניקות להצבעה אסטרטגית מאלצת, וזו הסיבה שמרבית הדוגמאות שיוצגו להלן עוסקות בעניינים הקשורים בהצעות רכש ושליטה.

המרכיב השני בהצבעה אסטרטגית מאלצת הוא הגברת התלות של תוחלת הרווח בפעולתם של יתר המצביעים בקבוצה. למשל: התניית ביצוע העִסקה בקבלת שיעור מסוים של תמיכה, כדי להבטיח את הימצאותם של המתנגדים במיעוט לאחר הצלחת העִסקה[60]. המרכיב השלישי הוא גרימת הפסד במקרה של הימנעות מתמיכה בעִסקה, כלומר: לא רק שוללים את האפשרות להיטפל לרווח המופק עם

57 ראה להלן, בפרק זה.

58 ראה, למשל, המאמרים הנזכרים לעיל, בהערות 9, 10 ו־12.

59 בדרך־כלל ההצעה היא להחליף נייר־ערך אחד באחר. הצעת חילופין, כמו מכירה של נייר־ערך, היא פעולה שמקובל לראותה כנגזרת מן הבעלות על נייר־הערך, שכל מצביע חופשי לבצעה באופן עצמאי.

60 במקרים מסוימים נדרש אחוז היענות של 90% כתנאי למחויבות המציע להצעתו. אחד הסיכונים שגורמת הימצאות במיעוט נובע מן האפשרות של סחירות נמוכה שתוביל למחיקת נייר־הערך מן המסחר בבורסה.

ביצוע העסקה, אלא גורמים להרעת מצבו של המתנגד לעסקה, בהשוואה לעמדתו עובר להצעתה[61].

חשוב להדגיש, ששני המרכיבים האחרונים ניתנים להפעלה גם כאשר המצביעים מצביעים באסיפה בקבוצה. הדרך הפשוטה ביותר היא להציע תמורה לכל מצביע שיתמוך בהצעה. כך, הגם שתוצאת ההצבעה מחייבת את כל הקבוצה ואמורה להשפיע על כולם באותה מידה, התומכים זוכים בתמורה נוספת שאיננה נובעת מההחלטה שנתקבלה אלא מעצם התמיכה בה. במצב שכזה, למרות החזות של הצבעה באסיפה, למעשה כל מצביע ״מצביע ברגליים״.

כעת נעבור ונסקור מִגוון מקרים שבהם הופעלו טכניקות ליצירת מצבי הצבעה אסטרטגית מאלצת, כדי להצביע על כך שכולן תואמות זו את זו ומשמשות מקרים פרטיים של תופעה כללית. נפתח בקבוצת בעלי־המניות.

1. בעלי־מניות

השתלטות על חברה יכולה להיעשות בכמה דרכים, ביניהן רכישת בלוק־שליטה מקבוצה מסוימת של בעלי־המניות, הצעת רכש, מיזוג ואיסוף מניות[62]. כל דרך מעוררת בעיות משלה, ולנשוא דיוננו חשוב לבחון את שלוש האחרונות.

(א) הצעת רכש

הצעת רכש היא הצעה המופנית ישירות אל בעלי־המניות להציע את מניותיהם למשתלט עבור תמורה המוצעת על־ידו. חשיבותה של דרך רכישה זו היא בעקיפתם של המנהלים בחברה, באופן היוצר מנגנון המאיים על מעמד המנהלים, שיש בו כדי לדרבנם לנהל את החברה ביעילות[63]. אולם עצם הפניית ההצעה לבעלי־המניות היא גם חולשתה. הצעת הרכש מחליפה ניהול משא־ומתן משותף באמצעות המנהלים בפעולה פרטית עצמאית של כל בעל־מניות, ובכך פותחת פתח להצבעה אסטרטגית ״טבעית״, מחד גיסא, ולטכניקות להצבעה אסטרטגית מאלצת, מאידך גיסא.

לכאורה בהצעת רכש עומד המשתלט מול הסיכון לכישלון הצעתו בשל הצבעה אסטרטגית פוטנציאלית: טפילות, הנובעת מרצונם של בעלי־מניות לחלוק אתו בשיפור שיביא על החברה תחת ניהולו; וסחטנות, הנובעת מרצונם של בעלי־מניות לגרום לו להעלות את המחיר המוצע על־ידו ולסחוט ממנו חלק נוסף מן הרווח שהוא עתיד להפיק. לכן, גם אם יציע פרמיה גבוהה, אין הוא יכול לסמוך על הצלחת הצעתו. באופן מעשי, בעיית הסחטנות איננה בעלת חשיבות במקרה הרגיל

61 אפקט זה ניתן להשגה במגוון רב של דרכים, שחלקן תתוארנה להלן. מכל־מקום, עקרונית קיים הבדל בין הטיפול בבעיית הטפילות לבין הטיפול בסחטנות. השפעתם של כל אחד מן המרכיבים לעיל על תופעת הטפילות שונה מהשפעתם על תופעת הסחטנות. אולם מכיוון שתופעות אלו קרובות זו לזו במהותן, מקרים רבים הם למעשה מקרי־ביניים מעורבים של טפילות וסחטנות. בהתאם לעוצמה היחסית של כל אחת מן התופעות הללו מודגש המרכיב שבכוחו להשפיע יותר על התנהגות המצביעים.

62 ראה, למשל, בבצ׳וק ופרוקצ׳יה, ״רכישת חברות״ עיוני משפט יג (1988) 71.

63 ראה, למשל, Manne, "Mergers and the Market for Corporate Control" 73 *J. Pol. Econ.* (1965) 110.

שבו המניות מוחזקות על־ידי בעלי־מניות רבים, כיוון שדי בהיענותם של רוב בעלי־המניות להצעה כדי להשיג את השליטה[64].

מנגד — כפי שהראו גרוסמן והארט — בעיית הטפילות יכולה היתה להיות קריטית. אולם יכולתו של המשתלט לשלול מבעלי־המניות שלא הציעו את מניותיהם את האפשרות לחלוק עמו ברווח שיופק משליטתו הופכת את הקערה על פיה. הטפילות איננה אפשרית, כיוון שהמשתלט יכול להבטיח כי תוחלת הרווח לבעלי־המניות הלא־מציעים תהיה נמוכה מתוחלת הרווח לבעלי־המניות שמכרו את מניותיהם למשתלט. בדרך זו נסללת הדרך להצבעה אסטרטגית מאלצת.

פרופ' בבצ'וק הצביע על כך, שהחשש של בעלי־המניות להפוך לבעלי מניות־מיעוט יגרום להם להציע את מניותיהם, אפילו בפרמיה שאין הם רואים אותה כראויה[65]. חשש זה מבוסס במקרים מסוימים על ההנחה, ששוויין של מניות־המיעוט לאחר ההשתלטות יהיה נמוך משוויין ערב הצעת הרכש, במיוחד אם קיים סיכון שמניות־המיעוט יימחקו מן המסחר בבורסה. נניח שערב ההצעה המניה נסחרת במחיר של 8 שקלים, אך בעל המניה מעריך את שוויה ב־10 שקלים (למשל: בשל סיכוי להצעת רכש עתידית במחיר גבוה יותר). הצעת הרכש הנוכחית, המותנית בהצעתן של 50% מן המניות לפחות, נוקבת במחיר של 9 שקלים, ושוויין הצפוי של מניות־המיעוט לאחר ההשתלטות — 7 שקלים. מכיוון שבעל־המניות איננו יודע בכמה מוערכת המניה על־ידי יתר בעלי־המניות, ישנן שתי מטריצות אפשריות[66]:

בעל־מניות יחיד

א.

יתר בעלי־המניות	התנגדות	הסכמה
התנגדות	8 , 10	8 , 10
הסכמה	9 , 7	9 , 9

64 ראה, למשל, Cohen, "Why Tender Offers? The Efficient Market Hypothesis, The Supply of Stock and Signaling" 19 *J. L. Stud.* (1990) 113.

65 ראה, למשל, בבצ'וק ופרוקצ'יה (לעיל, הערה 62).

66 במקרים מסוימים ניתן לנתח משחק רב־משתתפים כמו ניתוח של משחק בין שני שחקנים, שבו המחליט הוא שחקן אחד וכל יתר המשתתפים הם בבחינת שחקן שני. ראה, למשל, ניתוחים שנעשו במאמרים שנזכרו לעיל, בהערות 9, 10 ו־12. בנסיבות המתוארות לעיל, שבהן כל בעל־מניות הוא קטן מכדי שתהיה לו השפעה על תוצאת ההצבעה, וההצבעה עצמה היא בחירה בין שתי אלטרנטיבות — להציע או לא להציע — ניתן לאמץ את דרך הניתוח של שני שחקנים.

nevo.co.il

בעל־מניות יחיד

ב.

	הסכמה	התנגדות	יתר בעלי־המניות
התנגדות	10 , 10	10 , 10	
הסכמה	9 , 9	9 , 7	

בעל־המניות איננו יודע בכמה מעריכים ויתר בעלי־המניות את שווי המניה. ייתכן שבעיניהם היא שווה 8 שקלים, מחיר השוק, וייתכן שדעתם כדעתו והם מעריכים את המניה ב־10 שקלים. אם יתר בעלי־המניות מעריכים את המניה ב־8 שקלים, כי אז ודאי יציעו את מניותיהם למשתלט. במקרה זה עדיף לבעל־המניות היחיד להציע את מניותיו גם הוא, לקבל 9 שקלים ולא להפוך לבעל מניית־מיעוט השווה 7 שקלים (חלופה א). עם זאת, אם יתר בעלי־המניות חושבים כמוהו שהמניה שווה 10 שקלים, כי אז כדאי לו להתנגד (חלופה ב). אולם מכיוון שיש הסתברות לכל אחד מן המצבים, המצביע ימצא את עצמו בדילמה הדומה במעט לדילמת האסיר, ובמעט — לבעיית התיאום.

לכאורה ישנן שתי נקודות־איזון אפשריות — התנגדות או הסכמה; ובעיית השחקנים היא בעיית תיאום לפעולה משותפת — התנגדות (10 , 10). אילו היה מידע מלא לכל בעלי־המניות וכולם היו רציונלים, כי אז סביר להניח שהצעת הרכש היתה נכשלת (לטובת הפוטנציאל להצעה טובה יותר). בפועל, לבעלי־המניות אין מידע מלא, וכל יחיד בקבוצה רואה את האפשרות שהאחרים מעריכים את המניה רק ב־8 שקלים ולכן יציעו את מניותיהם. בהתאם להסתברות שכל מצביע מייחס לאפשרות זו, הוא ישקלל לעצמו מטריצה אחת שתבטא את תוחלת הרווח עבורו. ככל שהפער בין מחיר ההצעה לבין שווי מניות־המיעוט הולך וגדל, די אף בהסתברות קטנה לאפשרות שהאחרים יציעו את מניותיהם, כדי שבעל־המניות היחיד יאמץ אסטרטגיה דומיננטית אחת — להציע את מניותיו ללא תלות בפעולתם של יתר בעלי־המניות. שכן, אם יתר בעלי־המניות יתנגדו להצעת הרכש ולא יציעו את מניותיהם, לא תהיה כל השפעה להצבעתו. למרות הסכמתו, הצעת הרכש תיכשל וכל בעלי־המניות ישמרו על שווי מניותיהם ערב ההצעה. אולם אם יתר בעלי־המניות יסכימו להצעת הרכש ויציעו את מניותיהם, עדיף גם לבעל־המניות היחיד להציע את מניותיו, כדי לזכות ברווח של שקל אחד, מחד גיסא, ולהימנע מהפסד של שקל נוסף, אם יימצא במיעוט, מאידך גיסא. כך או כך, עדיף לבעל־המניות היחיד להציע את מניותיו, אף אם הוא סבור שפרמיה של שקל אחד היא פרמיה ראויה. מכיוון שכל בעל־מניות יאמץ אסטרטגיה זו, התוצאה תהיה שכל בעלי־המניות יציעו את מניותיהם וכל הצעת רכש תצליח ללא קשר למידת רציותה על־ידי בעלי־המניות כקבוצה.

המשתלטים הפוטנציאליים הלכו צעד נוסף ופעלו בטכניקות שנועדו להבטיח את קיום הלחץ והחרפתו. טכניקות אלו נועדו לכאורה להתמודד עם תופעות הטפילות

nevo.co.il

והסחטנות, אלא שאימוצן שלל כליל בחירה משוחררת שתאפשר שיפוט כלשהו של טיב ההצעה.

הצעת רכש דו־שלבית מפלה. דוגמא לטכניקה שבה השתמשו מציעים בהצעת רכש, שעוררה התנגדות חריפה, היא הצעת רכש דו־שלבית מפלה[67]. בדרך זו מבקש המשתלט לרכוש בשלב ראשון בלוק־מניות שיאפשר לו לשלוט בחברה ("דבוקת־שליטה") — בדרך־כלל 51% מהמניות — בפרמיה גבוהה ביחס למחיר השוק העכשווי של המניות; ובשלב השני — לרכוש את יתרת המניות במחיר שהוא נמוך משוויין של המניות ערב הצעת הרכש. הרכישה בשלב השני היא כפויה, באמצעות מיזוג, ובעלי־המניות ייאלצו למכור את מניותיהם. החלוקה של ההצעה לשני שלבים מאפשרת למציע לנטרל סחטנות אפשרית, כיוון שבשלב הראשון הוא רוכש רק "רוב רגיל" של המניות. האפליה במחיר בשלב השני נועדה לנטרל טפילות אפשרית שתמנע הצעת מניות בשלב הראשון; שכן לכל בעלי־המניות ברור וידוע ששוויין של מניות־המיעוט — אותם בעלי־מניות שלא יציעו — יהיה נמוך ממחיר ההצעה בשלב הראשון.

התוצאה של פיצול ההצעה והאפליה במחיר מכניסה את בעלי־המניות לדילמה דומה לדילמת אסיר. נניח שערב ההצעה מחיר המניות בשוק הוא 6 שקלים, אך בעלי־המניות מעריכים את שוויין ב־7 שקלים (למשל: בשל סיכוי להצעת רכש אחרת במחיר זה). מחיר ההצעה בשלב הראשון יהיה 8 שקלים ל־51% מהמניות, ובשלב השני — 4 שקלים ל־49% מהמניות. שווייה המשוקלל של ההצעה, במקרה שכל המניות יוצעו למכירה, הוא בערך 6 שקלים (51% X 8 + 49% X 4) — דהיינו: מחיר נמוך משווי המניות בעיני בעלי־המניות. עם זאת, בעל־מניות המציע בשלב הראשון מקבל 8 שקלים, ואילו בעל־מניות שנאלץ למכור בשלב השני מקבל רק 4 שקלים.

הצלחת השלב הראשון, שתכריע את גורל ההצעה, תלויה בכך ש־51% יציעו את מניותיהם. בהנחה שתיווצרנה שתי קבוצות, מתנגדים ותומכים, כשאין זה ידוע מי מהן תכיל יותר מ־51% — כל בעל־מניות צריך לבחור לאיזו קבוצה להשתייך. בהינתן ההנחה שקיימת הסתברות כי יתר בעלי־המניות המתנגדים להצעה לא ימנעו אותה — בשל מספר מתנגדים קטן מ־50% — כי אז תיתכנה שתי מטריצות:

67 ראה, למשל, Brudney and Chirelstein, "Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers" 88 *Harv. L. Rev.* (1974) 297 וכן Brudney and Chirelstein, "A Restatement of Corporate Freezeouts" 87 *Yale L. J.* (1978) 1354 וכן: *Unocal* v. *Mesa Petroleum*, 493 A.2d 946 (Del. Sup. Ct. 1985).

א.

בעל־מניות יחיד

יתר בעלי־המניות	התנגדות	הסכמה
התנגדות	7 , 7	7 , 7
הסכמה	8 , 4	6 , 6

ב.

בעל־מניות יחיד

יתר בעלי־המניות	התנגדות	הסכמה
התנגדות	7 , 7	4 , 8
הסכמה	8 , 4	6 , 6

אם בעל המניות היחיד ויתר בעלי־המניות יציעו את מניותיהם, המשתלט — המחויב לרכוש באופן יחסי שווה (פרו־רטה) מכל בעל־מניות המציע את מניותיו — ישלם 8 שקלים רק עבור 51% מן המניות של כל בעל־מניות, ועבור יתרת ה־49% ישלם 4 שקלים. סך־הכול יקבל כל בעל־מניות 6 שקלים למניה (6 , 6). אם בעל המניות היחיד יסכים להצעה, אך יתר בעלי־המניות שלא יציעו את מניותיהם יהיו מעל 51%, ההצעה תיכשל, ולמרות הסכמתו כולם ישמרו על שווי מניותיהם (חלופה א. 7 , 7). זוהי המטריצה הראשונה, המציגה בעיית תיאום. מנגד, אם בעל המניות היחיד יסכים להצעה, שעה שיתר בעלי־המניות המתנגדים הם קבוצה קטנה מ־50%, הסכמתו תסב לו רווח, כיוון שכל מניותיו תירכשנה במחיר שהוצע לשלב הראשון (חלופה ב. 8 , 4). אולם אם יתר בעלי־המניות יציעו את מניותיהם, והוא יתנגד — הוא ימצא את כל מניותיו נרכשות החוצה בשלב השני במחיר הפסד (4). זוהי המטריצה השנייה, המציגה דילמת אסיר. כל מצביע ישקלל לעצמו, בהתאם להסתברות שהוא מייחס לכל מצב, מטריצה אחת. ככל שהפער בין המחיר בשלב הראשון למחיר בשלב השני גדול יותר, די בהסתברות נמוכה יותר להצלחת ההצעה בשלב הראשון כדי לגרום לכך שכל בעל־מניות יראה את עצמו מצוי בדילמת אסיר דוגמת זו המתוארת במטריצה השנייה. לכן, כל בעל־מניות יאמץ אסטרטגיה דומיננטית — להציע את מניותיו ולנסות ל"הידחף" לשלב הראשון, אף אם הוא סבור שההצעה רעה, וללא תלות בפעולתם של בעלי־המניות האחרים. התוצאה היא שכולם מציעים, גם כאשר השווי המשוקלל של ההצעה נמוך משווי המניות ערב ההצעה. ברור, שהמחיר המשוקלל בהצעות רכש אחרות יכול גם להיות גבוה משווי המניות ערב הצעת הרכש. הבעיה היא שבעל־המניות נמצא במצב המחייב אותו להציע בכל מקרה[68].

68 אילו פעלו בעלי־המניות כקבוצה, הם היו משתחררים מדילמת האסיר. למשל: הצבעה באסיפת בעלי־המניות על אישור הצעת הרכש על שני שלביה או דחייתה. באסיפה שכזו תיבחן הצעת הרכש

nevo.co.il

(ב) מיזוג

במיזוג, ההחלטה על אישור המיזוג מתקבלת באסיפת בעלי־המניות והיא מחייבת את כלל בעלי־המניות[69]. לפיכך, תופעת הטפילות איננה אפשרית, שכן אם המיזוג מאושר יקבלו כל בעלי־המניות אותה תמורה. כמו־כן גם לא ניתן להכניס את בעלי־המניות לדילמת אסיר או לכפות עליהם בטכניקה אחרת הצבעה בכיוון מסוים. זוהי דוגמא להחלטה המתקבלת על־ידי המצביעים כאורגן וכגוף אחד באופן המונע הצבעה אסטרטגית מאלצת, שתשמש מודל לפתרון המוצע על־ידנו.

למרות ביטול הטפילות וההצבעה האסטרטגית המאלצת, עדיין קיים הפוטנציאל לסחטנות. ככל שהרוב הדרוש לאישור המיזוג גבוה יותר, כן גדל הסיכון שחלק מבעלי־המניות יתנגדו בניסיון לחסום את המיזוג ולסחוט הצעה טובה יותר. דרישת רוב רגיל תחליש את הפוטנציאל לסחטנות[70]. על־כל־פנים, משיקולי מדיניות אחרים הגיעו מדינות מסוימות למסקנה שיש לדרוש רוב מיוחס לאישור מיזוגים[71].

עם זאת ברור, שסחטנות יכולה להיות מופעלת גם כנגד יתר בעלי־המניות, להבדיל מהמשתלט. במקרה אחד, לאישורו של מיזוג מסוים נדרש רוב מיוחס של בעלי־המניות. אחד מבעלי־המניות שהחזיק ב־35% מן המניות הודיע כי יתנגד למיזוג, למרות הפרמיה הגבוהה שהוצעה. די היה בהתנגדותו כדי למנוע את המיזוג. כדי להצביע בעד הוא דרש קבלת הלוואה גדולה ונוחה מן החברה. בהצבעה של יתר בעלי־המניות אושרה ההלוואה, ובעקבותיה אושר המיזוג בהצבעה אחרת. בית־המשפט שלפניו הגיעה הסוגייה אישר את מתן ההלוואה[72]. בכך היתה למעשה הכרה, שבהינתן הכלל המחייב רוב מיוחס, סחטנות היא בלתי־נמנעת[73].

על שוויה הדו־שלבי המשוקלל ביחס לשווי המניות כעת; ורק אם רוב רגיל יסבור כי הפרמיה ראויה, תתאפשר הצעת המניות על־ידי כלל בעלי־המניות. ראה Bebchuk (לעיל, הערה 12).

69 ראה שטרן (לעיל, הערה 1).

70 ראה Cohen (לעיל, הערה 64).

71 ראה שטרן (לעיל, הערה 1).

72 *Schreiber* v. *Carney*, 447 A.2d 17 (Del. Ch. 1982).

73 מתן הכשר לסחטנות המופעלת כנגד בעלי־המניות האחרים, להבדיל מהמשתלט, מעורר בעיות של שוויון בין חברי הקבוצה, נושא החורג מתחום המאמר. עם זאת נעיר, כי קיימים שלושה מצבים אפשריים של סחטנות של בעל־מניות: האחד, סחטנות כלפי המשתלט המכוונת להשגת שיפור במחיר ההצעה לכל בעלי־המניות כקבוצה; השני, סחטנות כלפי המשתלט המכוונת להשגת שיפור במחיר ההצעה לסחטן בלבד; והשלישי, סחטנות כלפי יתר בעלי־המניות בקבוצה המכוונת לשיפור ההצעה לסחטן בלבד על חשבון בעלי־המניות האחרים.

דומה כי במקרה הראשון אין צורך בשום התערבות בפעולותיו של הסחטן, ויש לראות בסחטנותו התנהגות עסקית לגיטימית, במיוחד כשאין זה ברור אם ההצעה מלכתחילה אכן היתה עבורו הצעה כדאית. כפי שהובהר לעיל, אם אמנם מדובר במקרה של סחטנות, בסופו של דבר המתנגד מעוניין לתת את הסכמתו; שכן ביצוע העסקה משפר את מצבו. לכן, במקרה שנדרש רוב מיוחס לאישור מיזוג, למחזיק של 35% מהמניות אמנם יש יכולת לנסות ולסחוט תוספת פרמיה; אך אם ייכשל בהערכת יכולת התשלום של המשתלט ויגרום להכשלת המיזוג, בשל גודל החזקותיו הוא ישא בהפסד כבד במיוחד — עובדה שתגרום לו לנהוג בזהירות בכוח הווטו שלו. לעומת זאת, במקרה השני מתעוררת שאלה של חובה אמונים של הסחטן, המנסה לסחוט חלק לא־שוויוני מן הפרמיה כלפי יתר בעלי־המניות. הבעיה דומה במהותה לזו המתעוררת במכירת שליטה (ראה ע״א 817/79 קוסוי נ׳ בנק י׳ ל׳ פויכטונגר בע״מ, פ״ד לח (3) 253), זאת כיוון שקבלת פרמיה עודפת מן המשתלט מבטיחה שרק הסחטן קיבל פיצוי נאות

(ג) איסוף מניות

השתלטות על חברה אפשרית גם על־ידי איסוף מניותיה באמצעות רכישה שקטה בבורסה[74]. בדרך זו נשלל מבעלי־המניות המוכרים את מניותיהם המידע בדבר העברת השליטה המתוכננת. בהיעדר מידע על ביצוע העסקה, מבטיח המשתלט כי לא תאומץ הצבעה אסטרטגית — טפילות או סחטנות[75]. בעל־מניות המוכר את מניותיו בעסקה אנונימית בשוק איננו יכול להימנע מבחינה אסטרטגית ממכירתן כדי לסחוט תוספת פרמיה או כדי להיטפל לרווח שיפיק המשתלט, בשעה שהוא איננו יודע על כוונת ההשתלטות. אולם מתעוררת בעיה של החלוקה הראויה של פרמיית השליטה בין בעלי־המניות המוכרים למשתלט, מכיוון שהרכישה הסמויה מאפשרת למשתלט לשלם פרמיה נמוכה במיוחד עבור המניות. זו איננה בעיה של בחירה מאולצת. עם זאת, תחושת קיפוח של בעלי־המניות גרמה למדינות שונות לאמץ כללים שימנעו השתלטות באמצעות איסוף מניות. בארה״ב, למשל, יש חובת גילוי תוך עשרה ימים לאחר שנרכשו 5% מן המניות[76]. משעה שכוונת ההשתלטות נחשפת, הסחטנות והטפילות מתעוררות, אלא שבשלב זה המשתלט נמנע מאיסוף מניות ועובר לאסטרטגיה של הצעת רכש ישירה.

בישראל ישנה הצעה לאסור כליל השתלטות באמצעות איסוף מניות[77]. החשש הוא שאיסוף מניות ישלול בחירה חופשית, כיוון שבעלי־המניות ימצאו את עצמם מחזיקים במניות בעלות שווי נמוך יותר משוויין לפני רכישת השליטה, בשל היותן מניות־מיעוט. אולם אם עובדת ההשתלטות נשמרת בסוד, לא תהיה שום בחירה מעוותת. כל בעל־מניות ימכור את מניותיו רק אם מחיר השוק נראה בעיניו[78]. באופן

על הסכמתו, אך יוצרת סיכון שהסכמת הסחטן תשמש אמצעי בידי המשתלט לפגיעה בלתי־מפוצה ביתר בעלי־המניות.

המקרה השלישי הוא הבעייתי ביותר: מחד גיסא, הסכמתם של יתר בעלי־המניות להעביר חלק מהפרמיה שלהם לסחטן מבטיחה שהם רואים את העסקה ככדאית, וסיכון של פגיעה בלתי־מפוצה על־ידי המשתלט איננו קיים. כמו־כן ייתכן שבאופן סובייקטיבי העסקה איננה כדאית לסחטן, והתנגדותו מונעת מטעמים כנים. המשתלט אינו יכול או אינו מעוניין לשפר הצעתו, אך ליתר בעלי־המניות העסקה כדאית אף במחיר העברת חלק מן הפרמיה לסחטן כדי להפוך את העסקה כדאית גם עבורו. מאידך גיסא, הפגיעה בשוויין בולטת. כמו־כן עצם קיומה של אפשרות סחיטה של יתר חברי הקבוצה תעודד סחטנות אסטרטגית שתכשיל עסקאות כדאיות. לכן המדיניות הראויה איננה קלה לעיצוב. אילו אומצו עקרונות של חובת אמונים כלפי החברה ותום־לב כלפי יתר בעלי־המניות, ניתן היה לפסול את מתן ההלוואה. ההכרה של כל סחטן פוטנציאלי, שפירות סחטנותו יילקחו ממנו, תעקר את הרצון לסחוט מלכתחילה. מנגד, במקרים שההתנגדות נובעת מחוסר־כדאיות לסחטן, והמשתלט איננו יכול לשפר הצעתו לכל הקבוצה — שלילת האפשרות מיתר חברי הקבוצה להעביר חלק מן התמורה לסחטן תסכל כליל עסקאות אלו.

74 ראה, למשל, בבצ׳וק ופרוקצ׳יה (לעיל, הערה 62).

75 ראה Cohen (לעיל הערה 36), 352.

76 ראה Cohen (לעיל הערה 64).

77 ראה בבצ׳וק ופרוקצ׳יה (לעיל הערה 62).

78 ניתן להתנגד לאיסוף מניות סודי מן הטעם שבעלי־המניות הופכים לבעלי מניות־מיעוט ללא ידיעתם. התנגדות אפשרית דומה לאיסוף מניות סודי, שזו פעולה המקפחת את מוכר המניות כמו קיפוח הנגרם שעה שאיש־פנים רוכש מניות על בסיס מידע פנים חיובי. שתי ההתנגדויות עניינן מתן יחס שווה לבעלי־המניות כחברת־המטרה ולא בהבטחת בחירה משותרת, ולכן הן חורגות ממסגרת המאמר. על־כל־פנים, מן הראוי להצביע על כמה הבדלים לגבי סחר במידע פנים. ראשית, המשתלט מצוי באותה עמדה ביחס ליתר בעלי־המניות, והרווח שהוא מפיק איננו פסול, ממש כשם שאין רואים קיפוח כאשר

nevo.co.il

תיאורטי, כדי לגרום לבעלי־המניות להימצא בבחירה מעוותת, על המשתלט להודיע ברבים על כוונתו לרכוש שליטה באמצעות איסוף מניות. ייקל לראות שמעשית, הודעה שכזו לא תיצור בחירה מעוותת, אלא תגרום לעליית מחירי המניות ולמעשה תקשה על ביצוע ההשתלטות (בעיקר בשל טפילות וסחטנות). זוהי הסיבה, שגם לפני חקיקתו של החוק המחייב את המשתלט לגלות את כוונותיו לאחר שרכש 5% מהמניות, משתלטים לא אימצו אסטרטגיה זו, אלא עברו להצעת רכש ישירה או למיזוג[79].

את השוני בין מיזוג והצעת רכש לבין איסוף מניות ניתן לראות גם מזווית נוספת: בהצעת רכש ובמיזוג, כל בעל־מניות מודע לתלות ההדדית שקיימת בינו לבין יתר בעלי־המניות; כל הצבעה או פעולה של מי מבעלי־המניות משליכה על כלל בעלי־המניות. בעת קבלת ההחלטה להצביע בעד מיזוג או להציע את מניותיו בהצעת רכש, בעל־המניות שוקל את ההשפעה ההדדית שיש בינו לבין יתר בעלי־המניות. לכן, במיזוג עלול הדבר לגרום לו לאמץ אסטרטגיה של סחטנות; ואילו בהצעת רכש עלול הדבר לגרום לו לאמץ אסטרטגיה של סחטנות או טפילות. נוסף על כך, עלול מצב זה לחשוף את בעלי־המניות לטכניקות שיכפו עליהם לתמוך בהשתלטות ללא קשר למידת רציותה. בקיצור: רק העובדה שכל בעל־מניות מכיר בתלותו ההדדית ביתר בעלי־המניות היא הגורמת לבחירה מעוותת, אם בשל הצבעה אסטרטגית ״טבעית״ ואם בשל טכניקות אילוץ חיצוניות המופעלות על בעלי־המניות.

לעומת זאת, כאשר בעל־מניות מציע את מניותיו בבורסה במכירה אנונימית למשתלט סמוי, הוא עושה כן מבלי לשקול, לטוב או לרע, את התלות ההדדית שיש בין פעולתו לבין פעולתם של יתר בעלי־המניות. אין ספק, שלמכירת מניותיו יש השפעה רבה על יתר בעלי־המניות. אולם מכיוון שעובדת היותו חוליה בתהליך ההשתלטות לא היתה ידועה לו — תהיה אשר תהיה חשיבותה של עובדה זו בעיניו — החלטתו לא עוותה. מבחינת בעל־המניות המוכר את מניותיו, השיקול עצמאי ומשוחרר: האם המחיר המוצע בבורסה עולה על השווי שהוא מייחס למניות? כיוון שכך, אין להתייחס למקרה של איסוף מניות סמוי כאל מקרה של בחירה מעוותת, המחייב התערבות מטעם זה. רק כאשר המשתלט מודיע על כוונותיו, יש פוטנציאל לבחירה מאולצת, הנובע מההכרה של כל בעל־מניות בתלותו ההדדית. ספק אם אסטרטגיית השתלטות כזו היא מעשית. אולם אם תאומן, בין אם באופן

בעל־מניות פסימי מוכר מניותיו לפלוני, שהערכותיו אופטימיות, והאחרון מרוויח. שנית, המשתלט טרח וגילה את הפוטנציאל הטמון בהעברת השליטה לידיו ויש לאפשר לו להפיק את הרווח מהשקעתו. ממש כמו חברת־נפט, היודעת שבקרקע המצויה בידיו של פלוני מצוי מִרבץ נפט, והיא איננה מחויבת לגלות לו עובדה זו בשעת המו״מ לרכישת השדה. אילו חויב כל רוכש לגלות למוכר את הפוטנציאל שיש לנכס בידיו, סחטנות היתה גורמת להעלאת המחיר למלוא שוויו לרוכש, ועסקאות רבות היו מסוכלות, במיוחד אותן עסקאות המחייבות השקעה במחקר ואיסוף מידע ועיבודו, בשל הסיכון שהעסקה תיכשל וההשקעה תרד לטמיון.

79 ראה Cohen (לעיל, הערה 64).

חופשי ובין אם כתוצאה מחובת גילוי, כי אז, ורק אז, יש צורך בהתערבות להבטחת בחירה חופשית[80].

(ד) ארגון־מחדש של זכויות הצבעה

אחד השינויים הישירים ביותר של זכויותיהם של בעלי־מניות הוא ארגון־מחדש של זכויות הצבעה המחליף סוג מניות אחד, שלהן כוח הצבעה שווה, בשני סוגי מניות, שלגבי משקל המניות בהון החברה, האחד הוא בעל זכויות הצבעה עדיפות יותר. בדרך זו יכולים המנהלים בהשקעה הונית נמוכה לרכז בידיהם כוח־הצבעה שימנע את האפשרות להשתלטות עוינת[81].

מבחינת בעלי־המניות, כאשר לחברה סוג מניות אחד עם זכות הצבעה שווה, המנהלים אינם יכולים להחזיק בבלוק מניות החוסם השתלטות מבלי להשקיע משמעותית בהון החברה[82]. במצב שבו המנהלים שולטים בחברה עם השקעה הונית נמוכה, הופך שוק השליטה על חברות לגורם מפקח על יעילות החברה. אם המנהלים ינהלו את החברה בחוסר־יעילות, ירד שווי המניות בשוק, עד שיימצא משתלט פוטנציאלי אשר ירכוש את השליטה ויחליף את ההנהלה[83]. הסיכוי להשתלטות מעניק שווי לזכויות ההצבעה, הן בשל הבטחת הניהול היעיל והן בשל פרמיית ההשתלטות הצפויה[84]. לכן, בעל־מניות סביר ייפרד מזכויות ההצבעה רק תמורת פרמיה ראויה.

אולם, כפי שהראו גורדון וגילסון, המנהלים יכולים להבטיח את הפרידה מזכויות ההצבעה גם במחיר שרוב בעלי־המניות יסברו שאיננו ראוי[85]. האפשרות לכך נפתחת על־ידי פנייה לבעלי־המניות כפרטים עצמאיים, ולא כקבוצה, תוך הכנסתם להצבעה אסטרטגית מאלצת. נניח חברה שלה סוג מניות אחד, סוג א, כשלמנהלים יש 10% מהון החברה — בלוק־מניות שאין בו כדי לחסום השתלטות. המנהלים מעוניינים להבטיח את שליטתם בחברה על־ידי ריכוז השליטה בידיהם. דרך אפשרית אחת היא המרת 90% מהמניות שבידי הציבור במניות סוג ב, בהן לכל עשר מניות יש קול אחד (0.1 כוח־הצבעה למניה), אך עדיפות של 10% בחלוקת דיבידנד על פני

80 לעומת זאת, איסוף מניות סודי איננו מעלה בעיה כל־כך חריפה המצדיקה איסור גורף. ניתן גם ניתן להסתפק בקביעתה של חובת גילוי לצמצום התושת ה"קיפוח" של בעלי־המניות המציעים את מניותיהם.

81 ראה, למשל, Gordon, "Ties that Bond — Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice" 76 *Cali. L. Rev.* (1988) 1. (תיאור של טכניקות שונות לארגון מחדש של זכויות הצבעה וניתוח בעיית הפעולה המשותפת).

82 בהנחה שבלוק־מניות המבטיח שליטה הוא 50%, על המנהלים לבצע השקעה הונית כדי מחצית משווי החברה כדי לזכות במחצית מכוח ההצבעה. השקעה משמעותית בהון החברה גורמת למנהלים לזהות את האינטרס שלהם עם כלל החברה ומדרבנת אותם ליעילות. ראה Jensen and Meckling, "Theory of the Firm — Managerial Behavior Agency Costs, and Ownership Structure" 3 *J. Fin. Econ.* (1976) 305.

83 ראה, למשל, Easterbrook and Fischel, "Voting in Corporate Law" 26 *J. L. & Econ.* (1983) 395.

84 ראה, למשל, Manne, "Some Theoretical Aspects of Share Voting" 64 *Colu. L. Rev.* (1964) 1427.

85 ראה, למשל, אוריאל פרוקצ'יה, "זה חוזה? זה חפץ? זה חוק! תרומתה הקונסטרוקטיבית של הכלכלה לערפול מושגי היסוד במשפט" משפטים יח (1988) 395, 407-409.

סוג א. לאחר ההמרה, כוח ההצבעה של כלל הציבור, שיחזיק במניות סוג ב, ירד ל־47%; ואילו כוח־ההצבעה של המנהלים שהחזיקו ב־10% מניות סוג א, יעלה ל־53%, מה שמבטיח להם שליטה בחברה, למרות השקעה הונית נמוכה.

אילו הוגשה הצעת ההמרה להצבעה באסיפת בעלי־המניות, היתה זוכה לתמיכה רק אם רוב בעלי־המניות היה סבור שתוספת של 10% בדיבידנד מצדיקה את הוויתור על כוח־ההצבעה. במיוחד תישקל העובדה, שמדיניות חלוקת דיבידנדים מסורה לשיקול־דעתם של המנהלים. אילו ניתן היה, בהצבעת הרוב, לחייב את כל הקבוצה, היתה ההצבעה משוחררת מאסטרטגיות. טפילות לא היתה אפשרית, שכן כולם חייבים להמיר, או להימנע מכך, כאיש אחד; וכך גם הסחטנות, בשל דרישת הרוב הרגיל. אולם המנהלים יכולים להשיג את ההמרה גם בדרך אחרת, השוללת את הבחירה המשוחררת, באמצעות הצעת המרה המופנית לכל בעל־מניות כפרט עצמאי. הצעת ההמרה, ככל הצעת חילופין או מכירה איננה כפופה, על־פי הדין הקיים, להסכמת הרוב, וכל בעל־מניות חופשי לפעול כרצונו. במצב זה בעל־המניות מגיע לידי החלטה תוך מודעות לתלותו ההדדית ביתר בעלי־המניות. אם ימיר את מניותיו והאחרים יימנעו, הוא יזכה בתוספת 10% דיבידנד; ואילו המשך תפקודה היעיל של החברה יובטח על־ידי שימור האפשרות להשתלטות פוטנציאלית. אם יימנע מהמרת מניותיו ויתר בעלי־המניות ימירו, הם יקבלו תוספת 10% דיבידנד, שתדלל את הדיבידנד הצפוי לו, נוסף על פרמיית השתלטות פוטנציאלית והבטחת יעילות שאבדו. לכן, בשני המצבים עדיף לכל בעל־מניות להמיר, ללא קשר לשאלת המחיר המוצע[86].

נניח ששווי מניות סוג א הוא 10 שקלים לפני ההמרה. אם הרוב איננו ממיר שווי מניה סוג ב 12 שקלים (בשל העדיפות בדיבידנד, עם שימור סיכויי ההשתלטות), אך אם הרוב ממיר שווי מניה סוג ב 9 שקלים (בשל חוסר־יעילות, סיכון לביטול דיבידנדים עתידי או דיבידנד מפלה לטובת המנהלים), ושווי מניית־מיעוט סוג א 7 שקלים (בשל חוסר־יעילות, דיבידנד נמוך וחוסר־סיכוי לפרמיית השתלטות) — כי אז, מבחינת בעל־המניות היחיד, זוהי דילמת אסיר:

בעל־מניות יחיד

יתר בעלי־המניות	התנגדות	המרה
התנגדות	10 , 10	10 , 12
המרה	9 , 7	9 , 9

לכל בעל־מניות אסטרטגיה דומיננטית להמיר את מניותיו בכל הנסיבות. יכולתם של המנהלים להכניס את בעלי־המניות לדילמת אסיר, וכך לכפות את ההמרה, מתאפשרת בשל הפנייה אל בעלי־המניות כיחידים ולא כקבוצה. בעל־מניות מתבקש

86 שם.

לפעול באופן עצמאי בעניין שיש לו השלכה ברורה על הקבוצה שהוא משתייך אליה, תוך הכרה בתלות ההדדית שיש בין פעולתו לבין פעולת האחרים.

בעוד שבתי־משפט בארה"ב נמנעים מלפסול ארגון־מחדש של זכויות הצבעה[87], קבעה הבורסה של ניו־יורק כלל האוסר כליל גיוון בזכויות הצבעה[88]. אולם בלחץ התחרות מבורסות אחרות, שאינן אוסרות ארגון־מחדש של זכויות הצבעה, חזרה בה[89]. נסיונה של הרשות האמריקנית לניירות־ערך (SEC) לקבוע כלל שיחול על כל הבורסות בארה"ב ושיאסור ארגון־מחדש של זכויות הצבעה, מחשש לבחירה מאולצת, נכשל גם הוא — בית־המשפט פסל את הכלל בשל חוסר־סמכותה של הרשות לאמצו[90]. בישראל אומץ לאחרונה תיקון לחוק ניירות־ערך השולל גיוון בזכויות הצבעה בחברות הנרשמות לראשונה למסחר בבורסה ומחייב הנפקת המניות העדיפות בחברות שכבר נסחרות בבורסה[91].

(ה) רכישת קולות

בדרך־כלל לכל מניה יש מכלול זכויות, ביניהן הזכות לדיבידנד, הזכות לעודפי נכסים בפירוק והזכות להצביע. מכירת מניה מעבירה לרוכש את כל המכלול. הזכות להצביע טומנת בחובה את הכוח לשנות את מכלול הזכויות של המניה: באופן ישיר על־ידי הצבעה על עניין זה באסיפה (למשל: אישור המרת מניות סוג א בסוג ב), ובאופן עקיף — על־ידי הצבעה בעניין פעילותה העסקית של החברה המשליך על בעלי־המניות (למשל: אישור מיזוג). ההנחה היא, שזכות ההצבעה תופעל על־ידי בעל־המניות באופן המביא בחשבון את מכלול זכויותיו, ולכן הוא יתמוך רק בשינויים שלא יפגעו במכלול זכויותיו. אולם אם בעל־המניות ימכור את זכות ההצבעה ויישאר רק עם יתר הזכויות, כי אז שיקולי ההצבעה שינחו את הקונה, שאין לו חלק בהון החברה במידה יחסית לכוח־הצבעתו, יהיו שונים. שיקוליו השונים של הקונה יוצרים סיכון משמעותי לפגיעה במוכר של זכות ההצבעה[92], כלומר: הקונה יכול לקבל החלטות שידללו את שווי יתרת הזכויות של מניית המוכר[93]. עובדה זו מעוררת את השאלה, מדוע יאות בעל־מניות למכור את זכות ההצבעה?

מכירת זכות ההצבעה היא פעולה שבעל־המניות מבצע באופן עצמאי, תוך הכרה בתלות ההדדית שיש בין פעולתו לפעולת יתר בעלי־המניות, ולכן הוא נחשף להצבעה או להחלטה אסטרטגית. כפרט זעיר בקבוצה גדולה, לאופן שבו יפעיל

87 ראה Gordon (לעיל, הערה 81), 55, הערה 173.

88 ראה Fischel, "Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock" 54 *U. Chi. L. Rev.* (1987) 119.

89 שם.

90 הכלל שאומץ הוא Voting Rights Listing Standards; Disenfranchisement Rule, 53 Fed. Reg. 26,376, 26,394 (1988) המוכר בשם Rule 19c-4. פסק־הדין שפסל את הכלל הוא *The Business Roundtable* v. *SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990).

91 ראה סעיף 346ב לחוק ניירות־ערך, תשכ"ח-1968.

92 ראה, למשל, Easterbrook and Fischel (לעיל, הערה 83), 410.

93 אילו ניתן היה להבטיח את תקרת הדילול האפשרית, כי אז ניתן היה לקבוע את שווי זכות ההצבעה בהתאם.

nevo.co.il

בעל־המניות את זכות הצבעתו יש השפעה זניחה על תוצאת ההצבעה[94], וזאת נוסף על העובדה, שבמרבית המקרים ההשקעה באיסוף ובלימוד המידע הנחוץ לקבלת ההחלטה עולה על הרווח שבעל־המניות יפיק מהחלטה "טובה". זו הסיבה שבעלי־המניות מגלים אדישות בכל הקשור להצבעת מניותיהם[95]. בעל־המניות מעדיף להיות טפיל להשקעתם של בעלי־המניות האחרים במימוש כוח־ההצבעה[96]. מבחינת בעל־המניות היחיד, הזכות להצביע שווה מעט. למרות זאת, אילו נתבקשו בעלי־המניות להצביע באסיפה כקבוצה על מכירת זכות ההצבעה, הם היו שוללים את המכירה כל עוד הסיכון לדילול זכויותיהם עולה על המחיר המוצע. לא כך יקרה אם כל בעל־מניות יתבקש למכור את זכות ההצבעה של מניותיו באופן עצמאי.

מכירת זכות ההצבעה איננה חושפת את בעל־המניות לשום סיכון, אם יתר בעלי־המניות יימנעו ממכירת קולם, כיוון שלרוכש אין את הכוח להשפיע על הפעילות העִסקית של הפירמה. לעומת זאת, אם יתר בעלי־המניות ימכרו את קולם, בעל־המניות שיימנע מכך יפסיד כפליים — חשיפה לדילול, והפסד התמורה עבור הקול שהוא נמנע ממכירתו. בעלי־המניות מצויים בדילמת אסיר[97], שתגרום להם להציע את קולם בכל מחיר גבוה מאפס[98].

חשוב להדגיש, שרכישת קולות יכולה להיעשות לגבי כל החלטה, אף מבלי לרכוש את זכות ההצבעה, אלא רק את ההצבעה עצמה: במקום לרכוש ייפוי־כוח (פרוקסי) בלתי־חדיר המאפשר לדוכש להצביע כרצונו בכל עניין, ניתן לרכוש הצבעה מסוימת על נושא מסוים על־ידי בעל־המניות עצמו. גם אז יעמדו המצביעים בפני בחירה מאולצת[99].

החריפות של הסיכון הנובע מן האפשרות למכור את זכות ההצבעה גרמה לבתי־המשפט לקבוע — אם כי בהנמקות שונות מהמתואר לעיל — איסור על

94 ראה Easterbrook and Fischel (לעיל, הערה 83), 411.

95 ראה Clark (לעיל, הערה 24).

96 ראה Clark (לעיל, הערה 24).

97 נניח ששווי המניות הוא 10 שקלים, המחיר המוצע עבור זכות ההצבעה הוא 2 שקלים והדילול הצפוי, אם מרבית בעלי־המניות ימכרו את קולם, יוריד את שווי המניה ל־7 שקלים. לכל בעל־מניות אסטרטגיה דומיננטית למכור את קולו בכל הנסיבות. אם יתר בעלי־המניות יתנגדו והוא ימכור, מצבו ישופר כיוון שהוא יזכה בתמורה המובטחת (2) ומנייתו לא תדולל (סך־הכל 12 במקום 10 לפני המכירה). אם יתר בעלי־המניות ימכרו את קולם והוא יתנגד, מצבו יורע בשל הדילול הצפוי להוריד את שווי המניה (7). לכן עדיף לו לצמצם את נזקו באמצעות מכירת קולו וקבלת התמורה המוצעת (סה"כ 9 במקום 7). התוצאה היא, שכולם ימכרו את קולם ויימצאו במצב נחות יותר (9 , 9) מהמצב שבו נמצאו לפני המכירה (10 , 10). המטריצה המתקבלת היא זו המופיעה לעיל, בפרק־משנה ג1(ד).

98 ראה Easterbrook and Fischel (לעיל, הערה 83), 411.

99 ניקח את הדוגמא הבאה: בחברה מסוימת מניה סוג ב נסחרת ב־10 שקלים ומניה סוג א — ב־15 שקלים. החברה מבקשת לשנות את התקנון כך שתישלל ממניות סוג ב הזכות לעודפי פירוק. שינוי זה, אם יתקבל, שולל זכות משמעותית יותר אף מן הזכות לדיבידנד, כיוון שהזכות לעודפי פירוק מקבלת ביטוי יומיומי ברווח ההון שנצבר לזכות המניה. לכן צפוי, שבעקבות השינוי ירד מחיר מניות סוג ב ל־7 שקלים. ברור גם, שהמרוויחים יהיו בעלי מניות סוג א, שיצברו לזכותם את רווח ההון שיאבד למניות סוג ב, ושוויין יעלה ל־18 שקלים (בהנחה שמספר המניות מכל סוג שווה). אין ספק, כי בהצבעת הסוג של מניות סוג ב שינוי שכזה בתקנון יידחה על הסף. כעת נניח, שלפני ההצבעה מודיע נציג בעלי־מניות סוג א, כי הם ישלמו 2 שקלים לכל בעל־מניות סוג ב שיצביע בעד שינוי התקנון. מצב זה גורם לבחירה מאולצת של המצביעים, המצויים בדילמת אסיר זהה לזו שתוארה במטריצה לעיל בפרק־משנה ג1(ד).

מכירה שכזו. להוציא כמה חריגים[100], בעל־מניות איננו יכול למכור את זכות ההצבעה בנפרד מן המניה או מיתר הזכויות הנלוות אליה[101]. אולם לאחרונה, בדלוור, חלה נסיגה מן האיסור הגורף על רכישת קולות. היו שהתקשו למצוא את הקו המבחין בין המקרים שבהם הותרה רכישת קולות לבין המקרים שבהם היא נאסרה[102]. לדעתנו, הגם שהנמקה זו איננה מצויה בפסקי־הדין, ניתן להצדיק את המקרים שבהם הותרה רכישת קולות גם בכך שלא היתה בהם בעיה של הצבעה אסטרטגית מאלצת.

פסק־הדין המאוחר ביותר, שעדיין אימץ את האיסור הגורף על רכישת קולות, עסק במאבק שליטה במסגרת האסיפה[103]. משתלטים פוטנציאליים הציעו לשלם 10 סנט תמורת קבלת אופציה לרכישת מניה במחיר של כ־$20 למניה, שעה שבשל קשיי החברה היה להן שווי שלילי של $3, עם ייפוי־כוח (פרוקסי) בלתי־חוזר, שיאפשר להם להצביע כרצונם עוד בטרם מומשה האופציה. ככלל, מתן ייפוי־כוח להצביע למי שאין לו אינטרס הוני במניה המצביעה, נחשב כרכישת קולות אסורה. עם זאת, קיומה של אופציה לרכוש את המניה יוצרת לבעל־האופציה אינטרס במניה, ומותר לתת לו ייפוי־כוח להצביע. במקרה הנוכחי, בשל הפער העצום בין מחיר המימוש של האופציה ($20) למחיר המניות הנוכחי ($3-), שוויה של האופציה הוא אפסי. לפיכך, ראה בית־המשפט את התשלום עבור האופציה כתשלום מוסווה עבור רכישת קולות, שנעשתה על־ידי יצירת אינטרס מדומה במניות. בהנמקה קצרה, פסל בית־המשפט את ייפויי־הכוח כמנוגדים לתקנת־הציבור, אך לא הבהיר מדוע יש לראות את רכישת הקולות כמנוגדת לתקנת־הציבור. לפי הניתוח לעיל, קל לראות שרכישת הקולות הכניסה את בעלי־המניות לבחירה אסטרטגית מאלצת: ההצעה הופנתה לכל בעלי־המניות, התמורה גבוהה מאפס והסיכון לדילול זכויות בעלי־המניות לאחר ההשתלטות קיים. לפיכך, ראוי היה לפסול את ייפויי־הכוח.

פסק־הדין המרכזי, שהפך את ההלכה, עסק במיזוג[104]. באותו עניין הועמדה הלוואה נוחה לבעל־מניות שהחזיק ב־35% מן המניות, כדי לשכנעו שלא לחסום מיזוג שעמד על הפרק. יתר בעלי־המניות אישרו ברוב גדול את מתן ההלוואה. בית־המשפט הכיר בכך שאכן מדובר בתשלום עבור קולו של בעל־המניות, אשר בדרך־כלל היא רכישת קולות אסורה, אך לא פסל את מתן ההלוואה. ההנמקה לכך היתה שרכישת קולות כשלעצמה איננה אסורה, אלא־אם־כן היא אינה הוגנת או שמטרתה לנשל את בעלי־המניות האחרים או לרמותם. מכיוון שהמיזוג נועד להיטיב עם בעלי־המניות, והגינות רכישת הקולות קיבלה ביטוי בהצבעת רוב של יתר בעלי־המניות — נקבע שזו רכישת קולות מותרת.

מבחינת הניתוח לעיל, ברור שזה איננו מקרה המעורר בעיה של דילמת אסיר.

100 הסכמי הצבעה והסכמי נאמנות (voting trusts). להסכמי הצבעה ראה *Ringling* v. *Ringling*, 53 A.2d 441 (Del.Supr. 1947); להסכמי הצבעה בנאמנות ראה *Oceanic Exploration* v. *Grynberg*, 428 A.2d 1 (Del.Supr. 1981).

101 ראה, למשל, *Chew* v. *Inverness Management Corp.*, 352 A.2d 426 (Del. Ch. 1976).

102 ראה Thomas Andre, "A Preliminary Inquiry Into the Utility of Vote Buying in the Market for Corporate Control" 63 *South. Cal. L.R.* (1990) 533, 614.

103 ראה *Chew* v. *Inverness Management Corp* (לעיל, הערה 101).

104 *Schreiber* v. *Carney*, 447 A.2d 17 (Del. Ch. 1982).

ההצעה לרכוש קולות הופנתה רק לבעל־מניות אחד, שהחזיק בבלוק גדול של מניות, ידע שהצבעתו מכרעת ושמרבית בעלי־המניות האחרים תומכים במיזוג. יתר על כן: השלמת המיזוג איננה יוצרת סיכון לדילול זכויות בעלי־המניות בעתיד. כאמור לעיל, נתונים אלו פתחו את הפתח לסחטנות דווקא. עצם העובדה שבעל־המניות ש״מכר״ את קולו יכול היה לנקוט אסטרטגיה של סחטנות עומדת בסתירה גמורה לקיומה של דילמת אסיר או לחץ אחר להציע את קולו למכירה. לכן מוצדק היה שלא לפסול את מתן ההלוואה מן הטעם של רכישת קולות אסורה.

פסק־דין מאוחר יותר, שאישר רכישת קולות, עסק גם הוא במאבק שליטה[105]. במהלך מאבק שליטה, בעל־מניות גדול העניק למשתלט פוטנציאלי, שביקש להיבחר למועצת־המנהלים, אופציה ל־90 יום לרכוש את מניותיו במחיר של $41.5 למניה וכן ״יפוי־כוח (פרוקסי) בלתי־חוזר על מניותיו, להצביע בהן כרצונו. בתמורה קיבל בעל־המניות $20,000, ואם ייבחר המשתלט — יקבל $17,000 נוספים. נטען, כי מדובר בתשלום עבור רכישת קולות בלבד, שכן מחיר המניה באותה עת היה $30 והסיכוי שהאופציה תמומש הוא אפסי. בית־המשפט דחה את הטענה וקבע, שכל עוד אין מדובר ברכישת קולות בלבד ויש הצדקה נוספת לעִסקה, הוא ייטה לאשרה. במקרה זה סבר בית־המשפט שהאופציה היתה ממשית ורכישתה יצרה למשתלט אינטרס במניות. כמו כן, בעל־המניות הוא שיזם את העִסקה, הוא שהיה מוכן למכור את מניותיו, אך לא הסכים למחיר, והוא־הוא שהציע את האופציה. לדעת בית־המשפט, עובדות אלו תומכות בטענה שמכירת האופציה היתה עִסקה כלכלית אמיתית, ולא ניסיון להסוות רכישת קולות אסורה.

כשלעצמי, אני מוכן לקבל את הטענה הסבירה שלאופציה היה שווי נמוך, אם בכלל, ועיקר התשלום ייצג תמורה עבור זכות ההצבעה. לפי הניתוח לעיל עדיין היה מן הראוי להתיר את העִסקה, שכן המקרה איננו מעורר חשש למכירה בשל הצבעה אסטרטגית מאלצת. אין מדובר בהצעה לרכוש קולות המופנית אל כלל בעלי־המניות, אלא בבעל־מניות גדול המציע, בעִסקה פרטית, את זכות ההצבעה של מניותיו למכירה. בעִסקה שכזו, בקובעו את המחיר, אין בעל־המניות מביא בחשבון את התלות ההדדית שיש לו עם יתר בעלי־המניות — כיוון שבפניהם אין הצעה למכור את קולם — והחלטתו משוחררת.

עקרונית, במרבית המקרים שבהם מדובר בעִסקה פרטית של מכירת קולות על־ידי בעל־מניות גדול לא יהיה חשש לקיומה של בחירה מאולצת. כמה טעמים לכך: ראשית, במקרה שיוזם העִסקה הוא בעל־המניות המבקש למכור, אין חשש שהקונה מבצע למעשה מהלך של אילוץ המכירה. שנית, גם כאשר יוזם העִסקה הוא הקונה הפוטנציאלי, החשש מפני בחירה מאולצת איננו משמעותי, בשעה שבפני בעלי־המניות האחרים אין, ולא אמורה להיות, הצעה דומה לרכישת קולות; שכן בכך נשללת התלות ההדדית, והצורך להחליט אסטרטגית. אולם חשוב להדגיש, שאם רוכש הקולות מתעתד לרכוש קולות מבעל־מניות אחד, אם העִסקה הנוכחית לא תצא לפועל, או אם הרוכש מעוניין לרכוש קולות נוספים בזה אחר זה, להבדיל מהצעה בו־זמנית, וכוונתו ידועה — כי אז יימצא המוכר בבחירה מאולצת.

105 *Wincorp Realty Investments, Inc.* v. *Goodtab, Inc.* (Del. Ch. 1983).

שלישית, להבדיל מבעל־מניות זעיר שקולו והשפעתו בהצבעה זניחים, בעל־מניות גדול מודע לכוח קולו להשפיע. לגביו זכות ההצבעה אינה חסרת־ערך. הפוטנציאל לרווח או להפסד מהחלטה טובה או רעה הוא גדול. כך גם השפעת הסיכון של דילול אפשרי, בעקבות מכירת קולו, גדולה יותר על בעל־מניות גדול. לכן, לא בנקל ייכנע בעל־מניות לבחירה מאולצת, שתנסה להפרידו מכוח הצבעתו במחיר לא־ראוי. מכיוון שהחשש לבחירה מאולצת במקרה של מכירת קולות פרטית של בעל־מניות גדול הוא קטן, יש להתיר עסקאות שכאלו[106]. לעומת זאת, בהצעה לרכישת קולות המופנית לכלל בעלי־המניות בחירה מאולצת היא כמעט בלתי־נמנעת[107].

עד עתה סקרנו את בעיית ההצבעה האסטרטגית המאלצת, במגוון החלטות המשפיעות על זכויות בעלי־מניות, כדי להדגים את טענתנו שבעיות אלו טבועות במנגנון ההצבעה, ללא תלות בסוג ההחלטה העומדת על הפרק. יתר על כן: בעיות אלו אינן מנת־חלקם של בעלי־המניות בלבד, שכן קיומן אף איננו תלוי בסוג ניירות־הערך של הקבוצה. להלן נדגים זאת על בעלי מניות־בכורה, ולאחר־מכן — על בעלי אג"ח.

2. בעלי מניות־בכורה

ייחודן של מניות־בכורה הוא בעדיפותן על־פני המניות הרגילות בלבד — מעין יצור־כלאיים של אג"ח ומניה. מחד גיסא, זכות לדיבידנד קבועה ועדיפה על־פני המניות, כמו ריבית על אג"ח; ומאידך גיסא, חבות החברה לשלם את הדיבידנד איננה בלתי מותנית, כמו מניה רגילה. בשל העובדה שהכרזה על חלוקת דיבידנד היא לשיקול־דעתם של המנהלים, החבים חובת אמונים לבעלי המניות הרגילות, קיים סיכון שהם ישתמשו בשיקול־דעתם כדי לעקר את זכותן של מניות־הבכורה לדיבידנד. לכן, בדרך־כלל נקבע כי מניות־בכורה הן מצטברות, דהיינו: כל דיבידנד שלא חולק נצבר לזכות בעלי מניות־הבכורה וכל עוד לא שולם במלואו, לא ניתן לחלק דיבידנד למניות הרגילות. כך, למשל, חברה שבמשך כמה שנים לא הרוויחה כלל, צוברת במאזנה חשבון דיבידנד הצָבור לזכות מניות־הבכורה, ההולך ותופח עם השנים. אם בשנה מסוימת יש רווח גדול, בעלי־המניות אינם יכולים לחלקו לעצמם לפני ששולם הדיבידנד הצָבור, ששיעורו, במקרה שכזה, עולה על כל הרווח שהופק באותה שנה. לעתים נדרש רווח של שנים אחדות כדי לשלם

106 נוסף על פסקי־הדין *Schreiber* ו־*Goodtab* שנזכרו לעיל ראה *Weinberger* v. *Bankston*, (Del. Ch. Nov. 19, 1987) (הסכם פשרה שבמסגרתו נתן בעל־מניות גדול ייפוי־כוח (פרוקסי) בלתי־חריר למנהלים וקיבל תמורה כספית). בהכללה, מרבית ההסכמים שנהוג לכנותם הסכמי Standstill או Greenmail הם הסכמים לרכישת קולות מבעל־מניות גדול. אולם למרות עמדתנו המרשה בטקסט, הסכמים אלו מעוררים בעיות קשות של חובת אמונים כלפי יתר בעלי־המניות — שאין להם ולא כלום עם בחירה מאולצת — שיש בהן כדי להצדיק הטלת איסור על עסקאות אלו. ראה, למשל, Dann & DeAngelo, "Standstill Agreements, Privarely Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control" 11 *J. Fin. Econ.* (1983) 275; וכן Note, "The Standstill Agreement — A Case of Illegal Vote Selling and a Breach of Fiduciary Duty" 93 *Yale L.J.* (1984) 1093. עיסוק בהסכמים אלו הוא מחרץ למסגרת דיוננו.

107 למאמר המביע את הדעה כי יש להתיר רכישת קולות גם במקרה שכזה ראה Thomas Andre (לעיל, הערה 102), שם.

את הדיבידנד הצָבור. עובדה זו יוצרת תמריצים למנהלים ולבעלי־המניות לנקוט טכניקות שיאפשרו חלוקת דיבידנד למניות הרגילות, תוך עקיפת החבות לשלם את הדיבידנד הצָבור.

אחת הטכניקות, הלובשת צורות הרבה, היא קבלת "הסכמה" של בעלי מניות־הבכורה לדחיית התשלום של הדיבידנד הצָבור, באמצעות הכנסתם למצב של בחירה מאולצת. להלן דוגמא המבוססת על מקרה שאירע[108]. רווח גבוה וחריג יצר אפשרות לחלוקת דיבידנד גדול לבעלי־המניות, אילו רק ניתן היה לבטל את החבות לשלם דיבידנד צָבור, שעמד לזכות מניות־בכורה מצטברות בשל אי־חלוקת דיבידנד במשך כמה שנים. אילו עמדה להצבעת בעלי מניות־הבכורה הצעה לביטול הדיבידנד הצָבור — רק כדי שבעלי המניות הרגילות יוכלו לקבל דיבידנד — היא ודאי היתה נדחית; שכן בבחירה משוחררת, הצעה שכזו תאושר רק אם תוצע להם תמורה שתפצה על הוויתור, ואילו במקרה זה לא הוצעה שום תמורה. אולם בעלי המניות הרגילות יכולים לכפות ויתור גם ללא תמורה באמצעות הכנסת בעלי מניות־הבכורה להצבעה אסטרטגית מאלצת. סוג חדש של מניות־בכורה **בלתי־מצטברות** הוצע על־ידי החברה: בעלות ערך נקוב השווה לערך הנקוב של מניית־בכורה ישנה בתוספת חלקה היחסי בדיבידנד הצָבור, נושאות אותו שיעור דיבידנד, אך להן זכות־קדימה לקבלת דיבידנד על־פני מניות־הבכורה הישנות. כעת מוצע לכל בעל מניית־בכורה ישנה להחליפה בחדשה. לכאורה החילופין אינם כדאיים: ראשית, המניה החדשה איננה מצטברת, מה שיאפשר לפגוע בשוויה בעתיד על־ידי הימנעות מתשלום דיבידנד גם כשיש רווחים[109]. שנית, הדיבידנד הצָבור על המניה הישנה עומד לפרעון כעת (בכל עת שיבקשו לחלק דיבידנד), ואילו במניה החדשה יהפוך הדיבידנד הצָבור לחלק מן הערך הנקוב שיש לשלמו רק בשעת פירוק, שלא זו בלבד שמועד זה הוא רחוק, אלא בדרך־כלל בהגיעו אין מספיק נכסים לתשלומו. המשמעות של דחייתו היא למעשה ביטול הדיבידנד הצָבור.

למרות אי־הכדאיות, כל בעל מניות־בכורה מוצא את עצמו בדילמה. אם יימנע מהמרת מניותיו למניות החדשות, אך יתר בעלי־המניות ימירו, ימצא את עצמו בנחיתות באשר לקבלת דיבידנדים המחולקים כעת. ככל שיותר בעלי־מניות ימירו כן יוחמר מצבו. אם ימיר את מניותיו, יזכה בעדיפות על־פני אלו שלא ימירו, באשר לחלוקת דיבידנדים כעת, אך יפסיד את הסיכוי לקבלת הדיבידנד הצָבור בעתיד הקרוב[110]. נניח שמניות־הבכורה הישנות שוות 10 שקלים ושהמניות החדשות שוות רק 6 שקלים, בשל היותן בלתי־מצטברות ובשל דחיית התשלום של הדיבידנד הצָבור למועד הפירוק. כמו־כן אם בעלי־מניות רבים ימירו את מניותיהם בחדשות,

108 *Barrett* v. *Denver Tramway Corp.*, 53 *F. Supp.* 198 (D. Del. 1943), aff., 146 F. 2d 701 (3d Cir. 1943).

109 ראה, למשל, *Guttmann* v. *Illinois Central*, 189 F.2d 927 (2d. Cir. 1951).

110 יש לשים לב, שהעדיפות בקבלת הדיבידנד היא חסרת־משמעות — אם אף בעל־מניות לא ימיר מניותיו לחדשות, לא תהיה שום קבוצה העדיפה על־פני מניות־הבכורה הישנות, שממילא עדיפות לעומת המניות הרגילות.

יֵרד שווי מניית־הבכורה הישנה, בשל הנחיתות בקבלת דיבידנד מכאן והלאה, ל־2 שקלים. במצב זה מתקבלת המטריצה הבאה:

בעל־מניות יחיד

יתר בעלי־המניות / המרה	התנגדות	המרה
התנגדות	10 , 10	10 , 6
המרה	6 , 2	6 , 6

שלא כמו בדילמת אסיר, אין לבעל־המניות היחיד אסטרטגיה דומיננטית. עמדתו מותנית בעמדת האחרים. אם יתר בעלי־המניות בקבוצה יתנגדו להמרה, גם הוא יתנגד וכולם יֵצאו נשכרים (10,10). אולם אם יתר בעלי־המניות, ובמקרה הזה די אם מרביתם, ימירו, יבקש גם הוא להמיר ולצמצם בכך את נזקו (6 במקום 2). אילו היה מידע מלא לכל בעל־מניות על תוחלת הרווח בכל מצב ועל המידע שבידי יתר בעלי־המניות, כי אז ברור שנקודת שיווי־המשקל תהיה שמרביתם היו מתנגדים להמרה המוצעת. לחלופין, אילו יכלו בעלי־המניות ליצור קשר ביניהם, גם ללא אסיפה פורמלית, היו מתאמים אסטרטגיה של התנגדות, כיוון שהיא המועדפת על־ידי כולם. דא עקא, שלבעלי־המניות אין מידע מלא — במיוחד על הכישורים והמידע שבידי יתר בעלי־המניות — ובשל פיזורם הגדול של בעלי־המניות תיאום לא פורמלי הוא קשה במיוחד[111].

לכן, כל בעל־מניות ישקלל לעצמו מטריצה, בהתאם להסתברות שהוא מייחס לאפשרות שבעלי־מניות אחרים ימירו. ככל שהפער בין שווי המניה החדשה לשווי המניה הישנה, במקרה של הצלחת הצעת ההמרה, גדול יותר — כן די בהסתברות נמוכה יותר שמרבית יתר בעלי־המניות ימירו, כדי שבעל־המניות יעדיף להמיר את מניותיו ולמַזער את נזקו. במטרה להדגיש את הנזק העלול להיגרם לממאנים להמיר, נקבע בדרך־כלל שלא ניתן יהיה בשלב מאוחר יותר להמיר מניות ישנות בחדשות, בבחינת ״עכשיו או לעולם לא״. התוצאה היא, כפי שגם קרה במקרה שהדוגמא מבוססת עליו, שמרבית בעלי־המניות נאלצים להמיר את מניותיהם, באופן שכקבוצה הם במצב גרוע יותר משהיו אלמלא ההמרה. בעלי המניות הרגילות משיגים את מבוקשם — ביטול הדיבידנד הצָבור ללא שום תמורה — וסוללים את הדרך לחלוקת דיבידנדים לעצמם.

3. בעלי אגרות־חוב

בשנים האחרונות מצוי במרכז ההתעניינות הארגון־מחדש של חובותיהן של חברות,

111 למעשה, די בכך שבעלי־מניות הבכורה ״יחשבו שאחרים חושבים״ שיש סיכון שאחרים ימירו, כדי להכשיל תיאום. עם זאת, אם בעל מניית בכורה מודע לכך שכל ״התרגיל״ נועד לאפשר לבסוף חלוקת דיבידנד לבעלי המניות הרגילות, לא כדאי להמיר. שכן כדי לחלק דיבידנד למניות הרגילות חייבים תחילה לשלם לו את כל הדיבידנד הצָבור.

nevo.co.il

שמונפו לעייפה בשנות השמונים. חברות שקרסו, או העומדות לקרוס, תחת עומס החוב שיש במבנה ההון שלהן, מבקשות לארגן־מחדש את מבנה הונן ולצמצם את מרכיב החוב. לעתים, התכנית כוללת פנייה לבעלי האג״ח הקיימים להמיר את האג״ח במניות, ולעתים פרעון האג״ח או פדיונן נעשה במסגרת הזרמת הון חדשה לחברה על־ידי גוף שלישי. בין אם התכנית מארגנת־מחדש את הזכויות היחסיות של אותם בעלי זכות תביעה כלפי החברה ובין אם הארגון־מחדש כולל הקצאת זכויות למשתתפים חדשים, המטרה המוצהרת היא שיפור חסינותה הפיננסית של החברה לטובת כלל הנושים ובעלי־המניות.

(א) הצעת רכש

הדרך הרווחת לביצוע הארגון־מחדש היא פנייה אל בעלי האג״ח בהצעת רכש להמיר את האג״ח במזומנים, באג״ח עם ריבית מופחתת, במניות או בשילוב כלשהו של השלושה. מכיוון שבדרך־כלל מדובר באג״ח עתירות־סיכון ובחברה המצויה בקשיים, אגרות־החוב נסחרות במחיר נמוך בהרבה מערכן הנקוב. בשל כך הצעת הרכש, או הצעת ההמרה, נוקבות במחיר המבטא רק חלק קטן מזכות התביעה של האג״ח, דהיינו: פחות מ־100% מן הערך הנקוב — אך מעל למחיר השוק של האג״ח[112].

הצעת רכש שכזו, בשל הפנייתה אל בעלי האג״ח כפרטים בקבוצה, ולא כקבוצה, גורמת להם לנקוט הצבעה אסטרטגית. ראשית, סחטנות: סירוב להמיר את האג״ח בתקווה שמחיר הצעת הרכש ישופר או בניסיון לגרום לחברי־קבוצתם, או לקבוצה אחרת, לוותר יותר לטובתם, תוך איום להמיט חורבן על החברה בסירובם. שנית, טפילות: הימנעות מהצעת האג״ח, בתקווה שהאחרים יציעו את האג״ח ויאפשרו את הארגון־מחדש של החברה, שבעקבותיו ישתפר מצבה הפיננסי באופן שיאפשר את גביית מלוא הערך הנקוב של האג״ח. שתי תופעות אלו יש בהן כדי לסכל ארגון־מחדש של מבנה הון של חברה ממונפת.

למעשה, אילו הובאה התכנית להצבעה באסיפת בעלי האג״ח באופן שהצבעת הרוב היתה מחייבת את כל בעלי האג״ח, ההצבעה האסטרטגית היתה מתנדפת. אולם על־פי החוק בארה״ב, נדרש רוב של 100% לשינוי זכות לקרן ולריבית של בעלי האג״ח, להבדיל מתנאים אחרים באג״ח[113]. עובדה זו עצמה מונעת כל אפשרות לאישור שינויים בשיעור הריבית או הקרן — שהם עיקרו של כל ארגון־מחדש — באסיפת בעלי האג״ח. אפקט הסחטנות הוא כה חזק, עד שהסיכוי לקבלת הרוב הדרוש הוא אפסי. כתוצאה מכך, נוח יותר לחברה להתמודד עם הצבעה אסטרטגית מאשר לנסות ולהשיג הסכמה פה אחד באסיפת בעלי האג״ח.

הדרך להתמודד עם הצבעה אסטרטגית היא, כמו המקרים האחרים לעיל, על־ידי ניצול ההצבעה האסטרטגית להפעלת לחץ על בעלי האג״ח להמיר את האג״ח, בעיקר על־ידי הכנסת בעלי אגרות־החוב להצבעה אסטרטגית המאלצת אותם להמיר בכל הנסיבות. הדרכים לכך הן רבות ומגוונות, ובכולן המטרה היא לגרום הפסד

112 ראה המאמרים לעיל, הערה 10.

113 האיסור נובע מהוראת Trust Indenture Act 1939, ראה 15 U.S.C. Sec. 77ppp(b) (1988).

nevo.co.il

לבעל אג"ח שאיננו ממיר עם האחרים. להלן חלק מהן: ראשית, הצעת הרכש מותנית בכך שאחוז גבוה מבעלי האג"ח יֵאותו לבצע את ההמרה, באופן שהצלחת ההצעה תגרום לסחירות נמוכה של האג"ח שלא הומרו, בשל כמות האג"ח הנמוכה שתיוותר בשוק. סחירות נמוכה כשלעצמה היא סיכון, בשל אי־יכולת לממש בכל עת, הגורם לירידה בשווי האג"ח. מעבר לכך, סחירות נמוכה עלולה לגרום למחיקת האג"ח מהמסחר בבורסה — עובדה המשפיעה באופן שלילי על שוויה[114].

שנית, כמקרים שבהם הדבר אפשרי, מונפקות אג"ח חדשות העדיפות על־פני הישנות, ולעתים — אף בעלות מועד פירעון מוקדם יותר. בדרך זו בעלי האג"ח שאינם ממירים נחשפים לסיכון שלא ייוותר להם דבר לאחר סיפוק התביעות העדיפות והקודמות בזמן[115].

שלישית, הצעת הרכש מעוצבת כך, שרק בחלקה הראשון יש התחייבות לרכישה יחסית שווה מכל המציעים בהתאם לאחוז שנקבע בהצעה (pro-rata), ואילו בחלק השני, כל הקודם זוכה. נוסף על כך, זכות החזרה פוקעת בטרם פקעה ההצעה עצמה. מבנה הצעה שכזה גורם לבעלי אג"ח מהססים, או המבקשים ללמוד את ההצעה או המבקשים להמתין ולראות כיצד ינהגו האחרים, להיחשף לסיכון שימצאו את עצמם בחלק השני שבו אין זכות לרכישה יחסית שווה, ויאחרו את המועד. כמו־כן בעלי אג"ח המבקשים ליצור קואליציית־מתנגדים שתנסה לסחוט פרמיה גבוהה יותר, מאבדים תקווה ומציעים גם הם, בשלב שבו ההצעה עדיין פתוחה, ואילו זכות החזרה של אלו שכבר הציעו פקעה[116].

רביעית, והחריפה שבטכניקות, נקראת "מסכים ביציאה" (exit consent), ובה נמקד את דיוננו. לכל אג"ח, מעבר לריבית והקרן, יש הגנות ובטחונות נוספים, הקבועים בשטר־הנאמנות[117]. שינוי של הגנות אלו יכול להיעשות ברוב רגיל או ברוב מיוחס, להבדיל מן הזכות לריבית וקרן, ששינוין מחייב הסכמה פה אחד[118]. ביטול של הגנה מסוימת הניתנת לאג"ח — כמו, למשל, תנאי שלא יונפקו אג"ח נוספות או עדיפות; וכן ביטול או המרה של בטוחה — כמו, למשל, המרת שיעבוד קבוע בשעבוד צף — מגדילים את הסיכון של האג"ח ופוגעים בשוויין[119]. כמו־כן הגדלת הרוב הנחוץ לדרוש פירעון מוקדם, במקרה של פיגור או אי־פירעון, וכן צמצום הרוב הדרוש לביצוע שינויים בשטר־הנאמנות — מונעים מחד את האפשרות לדרוש פירעון מוקדם ובולמים מאידך שינויים עתידיים, ולכן פוגעים

114 ראה Bab, "Debt Tender Offer Techniques and The Problem of Coercion" 91 *Colu. L. Rev.* (1991) 846, 850.

115 שם.

116 הפעלת טכניקות מסוג זה כלפי בעלי־מניות אינה אפשרית, בשל הוראות Williams Act המבטיח רכישה יחסית שווה ומגן על הזכות לחזור מהצעת המניות בכל עת שההצעה עדיין פתוחה. Bab (לעיל, הערה 114), 851.

117 ראה Smith and Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants" 7 *J.Fin.Econ.* (1979) 117

118 כאמור לעיל, זהו הדין בארה"ב. לעומת זאת, בישראל ניתן לשנות ברוב מיוחד כל תנאי בשטר־הנאמנות (סעיף 35ז לחוק ניירות־ערך).

119 Smith and Warner (לעיל, הערה 117).

בשווי האג״ח[120]. כתוצאה מביטול הגנות או בטחונות נגרמת ירידה בשווי האג״ח שלא הומרו לפני ביצוע השינויים.

בעלי האג״ח מתבקשים להצביע בעד שינויים אלו. אך מדוע יסכימו בעלי האג״ח לשינויים הפוגעים בשווי האג״ח? התשובה לכך היא פשוטה: ניתנת הצעת רכש לאג״ח המעוצבת כך שהניצעים יימצאו בהצבעה אסטרטגית המאלצת אותם ל״הסכים״. הצעת הרכש קובעת, כי כל בעל אג״ח המעוניין להציע את איגרת־החוב שלו, חייב להצביע בעד ביצוע השינויים לפני שהוא מציע את האג״ח, כלומר: תנאי לקבלת התמורה המוצעת בהצעת הרכש, שכל בעל אג״ח המבקש ל״צאת״ מקבוצת בעלי האג״ח, ״יסכים״ לשינוי הזכויות של הקבוצה שממנה הוא יוצא. ברור ששיקוליו של בעל אג״ח ״יוצא״, שאיננו נושא בתוצאת הצבעתו, שונים משיקולי הנשארים, בבחינת ״אחרי המבול״. כל בעל אג״ח מוצא את עצמו בדילמה. הוא איננו יודע כיצד ינהגו האחרים, אך קיימת אפשרות שהם יסכימו להצעה. אם יציע את האג״ח, יקבל את הפרמיה המוצעת לו מעל למחיר השוק. אם יימנע מהצעת האג״ח, אך יתר בעלי־המניות יציעו ויצביעו בעד שינוי זכויותיו — יישאר הוא עם אג״ח ללא הגנות וללא בטחונות השווה פחות מעֵרכה ערב הצעת הרכש. כך קורה, שגם אם בעל האג״ח מעריך את האג״ח במחיר גבוה מן ההצעה, הוא נאלץ להסכים להצעה בשל החשש שבעלי־המניות האחרים ימירו (אם בשל טעות או חוסר־מידע ואם בשל הערכת ההצעה ככדאית עבורם)[121].

120 Bab (לעיל, הערה 114), 853.

121 נניח כי הערך הנקוב של האג״ח הוא $10 והיא נסחרת ב־$4, שהם 40% מערכה. הצעת הרכש היא במזומנים לפי $5 לאג״ח, אך בעל האג״ח מעריך את שוויה ב־$6. כמו־כן אם יבוטלו ההגנות והבטחונות של האג״ח, ירד שוויה ל־$3. לבעל האג״ח אין מידע מלא ואין הוא יודע האם חבריו לקבוצה מעריכים את שווי האג״ח כמוהו ($6) או כמחיר השוק ($4). ברור, שאם מטעם כלשהו הם מעריכים את האג״ח במחיר השוק, הם ימירו; ואם הערכתם כשלו, הם יימנעו מלהמיר. כי אז תיתכנה הסתברותית שתי מטריצות:

בעל אג״ח יחיד

יתר בעלי האג״ח	התנגדות	המרה
התנגדות	6 , 6	6 , 5
המרה	5 , 3	5 , 5

בעל אג״ח יחיד

יתר בעלי האג״ח	התנגדות	המרה
התנגדות	4 , 6	4 , 5
המרה	5 , 3	5 , 5

בעל האג״ח מאמץ את ההנמקה הבאה: אם יציע, יקבל $5. מנגד, אם יתנגד, עלול הוא להישאר עם אג״ח עירומה השווה רק $3, בהתאם להסתברות שהאחרים ימירו. כל מצביע ישקלל לעצמו מטריצה, בהתאם להסתברויות שהוא מייחס לכל מצב. ככל שהפער בין מחיר ההצעה למחיר האג״ח העירומה גדול יותר,

עם זאת, לעתים, למרות מאמצי החברה להפשיט את האג״ח מהגנותיה, אין היא יכולה לגרום להורדת שוויה מתחת למחיר שבו היא נסחרת ערב הצעת הרכש. שכן, לפעמים החברה נמצאת בקשיים גדולים הגורמים לאג״ח להיסחר במחיר מאוד נמוך, המשקף שווי נמוך להגנות האג״ח. אמנם, הסרת ההגנות פוגעת באג״ח, אך מנגד, הסיכוי לשיפור מצבה הפיננסי בעקבות הארגון־מחדש עשוי להעלות את ערכה גם אם כל ההגנות הוסרו. במקרה שהסרת ההגנות איננה מונעת עלייה במחיר, מעל לשווי הצעת הרכש, אפקט הטפילות הוא מכריע וההצעה תיכשל, כפי שאכן התרחש בחלק מן המקרים[122].

למרות העובדה שמנגנון ה״מסכים ביציאה״ גורם לבחירה מאולצת, הוא אושר על־ידי בתי־משפט בארה״ב. פסק־הדין המנחה, *Katz*, שניתן בדלוור, יתואר להלן בהפשטה מסוימת מעובדותיו המדויקות[123]. באותו עניין, חברה שהיתה בקשיים, מצאה משקיע שניאות להזרים הון חדש תמורת מניות. אולם, בשל היותה ממונפת מאוד, העמיד המשקיע תנאי שלפיו 85% מן החוב של החברה ייפרע או יומר במניות. פירעון החוב ימומן בחלקו ממכירת נכס של החברה למשקיע החדש, ובחלקו — מהזרמת ההון החדשה. במבנה ההון של החברה היו באותה עת שישה סוגי אגרות־חוב, בעדיפויות שונות, ושיעורי ריבית וקרן שונים. לכל אג״ח היו הגנות משלה, למשל: איסור הנפקת אג״ח נוספות, איסור פירעון אג״ח נחות לפני פירעון אג״ח עדיף וחיוב לביצוע פירעון מוקדם של אג״ח עדיף רק במחיר הערך הנקוב (מלוא השווי החוזי).

בשל המגבלה החוקית על שינוי בקרן או בריבית, ביקשה החברה לבטל את החוב בדרך של הצעת רכש, אולם ההגנות של האג״ח עמדו בדרכה. ראשית, המשקיע סירב לרכוש את הנכס ולהזרים הון לפני ביטול החוב. לכן, נדרשה החברה להנפיק ״תעודת־תשלום״, שהיא מין איגרת־חוב קצרת־מועד, המבטיחה תשלום במזומן של המחיר שנקבע בהצעה מהתמורה שתתקבל ממכירת הנכס וגיוס ההון החדש וזאת, בכפיפות לתנאי שהצעת הרכש תצליח ומספר מספיק של בעלי אג״ח יֵאותו להמרת האג״ח. אולם בשל האיסור להנפיק אג״ח חדשות, לא ניתן להנפיק את תעודת־התשלום. שנית, לא ניתן להציע לאג״ח העדיפות מחיר פדיון הנופל ממחירן הנקוב, הגם שהן נסחרות במחיר נמוך בהרבה, דבר השולל את כדאיות פירעונן. כפועל יוצא, חוסר־היכולת לפרוע את האג״ח העדיפות מונע, על־פי תנאי האג״ח, את האפשרות לפרוע אג״ח נחותות.

עם זאת, ניתן לשנות או לבטל את ההגנות בהסכמת רוב רגיל של בעלי האג״ח העדיפות וברוב של שני שלישים של בעלי האג״ח הנחותות. אילו נתבקשו בעלי האג״ח להצביע בעד ויתור על הגנותיהם כדי לאפשר את הצעת הרכש, הם היו עושים כן רק אם המחיר המוצע בהצעת הרכש הוא ראוי. מכיוון שההצבעה

כן די בהסתברות נמוכה יותר לכך שהאחרים ימירו, כדי לגרום למצביע לבחור בהמרה. כל בעלי האג״ח שוקלים שיקול זה, וכל בעלי האג״ח מודעים לכך שהאחרים שוקלים שיקול זה, ולכן נלחצים להמיר את האג״ח. לכן מנגנון ה״מסכים ביציאה״ הוא רב־עוצמה בביצוע אירגון־מחדש של חוב.

122 Bab (לעיל, הערה 114), 880.

123 ראה *Katz* v. *Oak Industries INC*, 508 A.2d 873 (Del.Ch. 1986).

מחייבת את כולם והרוב הדרוש איננו קיצוני, לא היו מתעוררות בעיות של סחטנות וטפילות. אולם, החברה בחרה לבצע את ביטול החוב תוך שימוש במנגנון ה"מסכים ביציאה".

הצעת הרכש קבעה מחיר שייצג פרמיה זהה לכל סוג אג"ח ביחס למחיר השוק שבו נסחרה, אך נמוך מן הערך הנקוב. ההצעה הותנתה בקבלת מעל 50% מן האג"ח העדיפות ומעל שני שלישים של האג"ח הנחותות. כל בעל אג"ח שביקש להציע, חויב להצביע בעד ביטול כל ההגנות של האג"ח. נוסף על טענות אחרות נטען, כי מנגנון זה כופה על בעלי האג"ח להיענות להצעה בכל מקרה, מחשש שהאחרים יציעו ויסכימו להפשטת האג"ח מההגנות; שכן היוצאים מאבדים כל אינטרס בגורל הנשארים. בית־המשפט דחה את הטענה בנימוק שאין איסור חוזי על הצעה שכזו, ומי שאיננו רוצה — שלא יציע את האג"ח. אולם בהנחה, שהתברר כנכונה, שההצעה היתה נמוכה והיטיבה עם בעלי־המניות על חשבון בעלי האג"ח, ניתן לראות כי בעלי האג"ח עמדו בפני הצבעה אסטרטגית המאלצת אותם להציע בכל מקרה[124].

עקרונית, ההנמקה הכללית שניתנה בפסק־הדין איננה עומדת במבחן. הקביעה "שכל בעל אג"ח חופשי לדחות או לקבל את ההצעה" מתעלמת מהיעדר כל ברירה אמיתית, כיוון שמתנגד ימצא את עצמו נפגע מביטול הגנותיו על־ידי היוצאים. עם זאת, במקרה הקונקרטי, פסיקת בית־המשפט היתה מוצדקת. כפי שניתן ללמוד מהערת־שוליים בפסק־הדין, האג"ח השונות הוחזקו על־ידי מספר קטן של משקיעים גדולים ומתוחכמים[125]. במקרה שכזה, בעלי האג"ח יכולים להתגבר בנקל על בעיית הפעולה הקולקטיבית, ולתאם ביניהם קו־פעולה אופטימלי, וכך אכן קרה: בעלי האג"ח לא נלחצו להציע, התנהל מו"מ במשך כחודשיים ובמהלכו שופרה והוארכה ההצעה פעמים מספר. אבל העובדה שהנמקת פסק־הדין לא כללה כל התייחסות למקרה המיוחד שעמד על הפרק, התירה את אימוץ טכניקת ה"מסכים ביציאה", גם כאשר בעלי האג"ח הם רבים, קטנים ומפוזרים.

(ב) רכישת קולות

עוד באותה שנה, בהסתמך על פסק־דין *Katz*, ניתן פסק־דין נוסף, *Kass*, שאישר טכניקה ישירה של רכישת קולות בעלי האג"ח לשם הצבעה בעד ביטול הגנות של האג"ח[126]. בהפשטה מסוימת, באותו עניין במסגרת ארגון־מחדש של חוב החברה, התבקשו בעלי האג"ח להצביע בעד ביטול שתי הגנות העומדות להן, מבלי שעמדה

124 נניח שהערך הנקוב של האג"ח הוא $10, והיא נסחרת ב־$4. ההצעה היא לפי $5 לאג"ח. אם תצליח ההצעה ותבוטלנה ההגנות של האג"ח שלא הוצעו, יֵרד ערכן ל־$3. בעל האג"ח סבור שהצעת רכש ראויה היא במחיר של $6, ואם תיכשל ההצעה הנוכחית — לדעתו — אכן תהיה הצעת רכש משופרת. במקרה זה תתקבלנה המטריצות שבהערה 121. הגם שבעל האג"ח מעדיף להתנגד, הוא יבחר להמיר ולקבל לפחות את מחיר ההצעה, בשל ההסתברות שהאחרים ימירו ויגרמו לו הפסד. מכיוון שאין המדובר בדילמת אסיר, אילו היה מידע מלא או אילו ניתן היה ליצור תקשורת עם האחרים, התנגדות היתה מובטחת, בהיותה האסטרטגיה המועדפת על־ידי כולם.

125 פסק־דין *Katz* (לעיל, הערה 123), 878, הערה 6.

126 *Kass* v. *Eastern Air Lines* (Del.Ch. Nov. 14, 1986) (Lexis States library, Del file).

nevo.co.il

על הפרק שום הצעת רכש או חילופין (אין "יוצאים"). ברור שבעלי האג"ח היו מצביעים בעד רק אם היתה מוצעת להם תמורה הולמת בעד הוויתור על ההגנות. אולם במקום תמורה קבוצתית לוויתור, הציעה החברה תשלום אישי לכל בעל אג"ח שיצביע בעד, ובכך גרמה להצבעה אסטרטגית המאלצת כל בעל אג"ח להסכים בכל מקרה[127].

כאמור, בית־המשפט אישר גם טכניקה זו. הוא דחה את הטענה שמדובר ברכישת קולות אסורה. לגישתו, ההלכה האוסרת רכישת קולות אצל בעלי־מניות מבוססת בין השאר על חובת אמונים שאיננה חלה כלפי בעלי אג"ח, ולכן איננה ישימה[128].

ד. דמוקרטיה או דיקטטורה — עמדת המשפט

בדרך־כלל התירו בתי־המשפט בארה"ב אימוץ טכניקות ליצירת בחירה מאולצת. להוציא רכישת קולות של בעלי־מניות שם נקבע איסור, ביתר המקרים, לרבות רכישת קולות של בעלי אג"ח — הותר שימוש בטכניקות לכפיית המצביעים[129]. חשיפותה של ההצבעה המשוחררת והדמוקרטית להצבעה אסטרטגית "טבעית" גרמה לבתי־המשפט להתיר הצבעה דיקטטורית — הצבעה אסטרטגית מאלצת, המאפשרת לכפות את תוצאת ההצבעה.

כך, למשל, בתי־המשפט התירו הצעות רכש דו־שלביות מפלות, למרות הבחירה המאולצת. אך מנגד, על יסוד ההכרה בכפייה שמנגנון זה יוצר, הותר, כ"פיצוי", שימוש בטכניקות־הגנה נגד השתלטויות[130]. אמנם, ההיתר להפעיל אמצעי־הגנה נגד ההשתלטות מונע את הבחירה המאולצת, אך הוא עושה כן תוך מתן הכשר לסיכול נסיון ההשתלטות, בבחינת "לשפוך את המים עם התינוק". חמור מכך: היתר לאימוץ הגנות נגד השתלטות מעקר את יתרונו החשוב ביותר של מנגנון

127 נניח שהאג"ח נסחרת לפי שווי של $10. ביטול ההגנות המתבקש יגרום לשוויה לרדת ל־$4. כל תמורה בעד הוויתור הגמוכה מ־$6, צריך שתידחה על־ידי המצביעים. למרות זאת, בשל הבחירה המאולצת יתקבל הרוב הדרוש לביטול ההגנות, גם אם יוצע לכל מי שיצביע בעד רק $2. אז תתקבל המטריצה הבאה:

בעל אג"ח יחיד

יתר בעלי האג"ח	התנגדות	בעד
התנגדות	10 , 10	10 , 12
בעד	6 , 4	6 , 6

לכל בעל אג"ח אסטרטגיה דומיננטית אחת: להצביע בעד בכל מקרה. אם יתר בעלי האג"ח יתנגדו, ההגנות לא יבוטלו, שווי האג"ח יישמר (10), ואילו ההצבעה בעד תאפשר קבלת $2 נוספים (סה"כ 12). אם יתר בעלי האג"ח יצביעו בעד, יגרום הדבר לביטול ההגנות ולנפילת שווי האג"ח ל־$4, ולכן עדיף לצמצם את הנזק ולקבל את $2 המוצעים בעד הצבעה חיובית (סה"כ 6). כלומר: המצביעים מצויים בדילמת אסיר, הלוחצת עליהם להצביע בעד החלטה שכולם מתנגדים לה.

128 פסק־דין *Katz* (לעיל, הערה 123).

129 לעיל, פרק ג.

130 ראה, למשל, פסק־הדין בעניין *Unocal* (לעיל, הערה 67).

nevo.co.il

הצעת הרכש — האפשרות לעקוף את המנהלים ולפנות ישירות אל בעלי־המניות, זאת מכיוון שאימוץ ההגנות והפעלתן נעשה על־ידי המנהלים, שהמשתלט מבקש להחליפם.

כמו־כן קיומן של מגבלות חוקיות לשנות חלק מתנאי איגרות־החוב ללא קבלת הסכמתם של כל בעלי האג״ח, העמידה חברות בפני חוסר־יכולת לארגן את חובם מחדש בשל בעיה חריפה של סחטנות; שכן גם אם ההצבעה מחייבת, לא ניתן להשיג את הרוב הדרוש. ההכרה של בתי־המשפט בצורך לאפשר לחברות לארגן את חובן מחדש ולשפר את מצבן הפיננסי, הביאה אותם להתיר שימוש במנגנוני־הצבעה מאלצים. אולם, ההיתר שניתן לא הוגבל בשום צורה, ואין מניעה להפעילו לנישול בעלי האג״ח, גם כאשר אין מניעה להפעיל את מנגנון־ההצבעה באופן משוחרר[131]. יתר על כן: המחוקק בחר, מטעמי מדיניות שמצא לנכון, לאמץ כלל הדורש רוב של 100% לביצוע שינויים מסוימים. ההנחה העומדת ביסוד מתן ההיתר לעקיפתו, באמצעות הפעלת בחירה מאולצת היא, כי מן הראוי לבטל כלל זה. אולם ספק אם זוהי מדיניות משפטית ראויה. העקיפה איננה מושלמת. ראשית, היא מעניקה כוח בלתי־מרוסן בידיו של צד אחד לחוזה להכתיב את השינוי ה״רצוי״ בחוזה ובכך היא טומנת בחובה סכנות נישול ופגיעה בלתי־מוצדקים בבעלי אג״ח. שנית, היא משחררת חלק מהלחץ שהיה מופעל על המחוקק לשנות את הכלל, אילו לא היה כל מעקף; שכן ללא המעקף, הדרך להיחלצות מסחטנות היתה דרך מנגנון פשיטת־הרגל, שבמסגרתו ניתן בהחלטת רוב מיוחס לחייב את כל בעלי האג״ח לאמץ את הארגון־מחדש[132]. בהנחה שאלטרנטיבה זו יקרה יותר, היה בכך תמריץ ליצירת שדולה לשינוי החוק.

מעבר לביקורת שניתן להעלות כנגד גישתם של בתי־המשפט במקרים הספציפיים, הבעיה עם מתן היתר להצבעה מאלצת מצויה במישור העקרוני. עצם הפעלתו של מנגנון להצבעה מאלצת מסרס את מנגנון־ההצבעה ככלי לביטוי רצון הקבוצה; שכן תוצאת ההצבעה מוכתבת מראש. במצב זה, למרות קבלת הרוב הדרוש בהצבעה, אין לדעת האם העִסקה היא יעילה ומבטאת את העדפת הקבוצה. מתן היתר לכפיית המצביעים כמוה כהבעת עמדה של בית־המשפט, שהעִסקה העומדת על הפרק היא יעילה, מבלי שקיים מדד אחר ליעילות. במלים אחרות: מתן היתר לרכישת קולות בעלי אג״ח לשם ביטולן של הגנות בשטר־הנאמנות כמוה כאמירה של בית־משפט שלדעתו מן הראוי לבטל הגנות אלו. ניתן לומר אפוא שבבחירה בין דמוקרטיה, על מגרעותיה, לבין דיקטטורה, הנובעת מן היכולת לכפות את תוצאת ההצבעה — בתי־המשפט בארה״ב העניקו גושפנקא לדיקטטורה.

ההצדקה לעמדת בתי־המשפט התבססה על פרשנות חוזית דווקנית, מחד גיסא, ועל הימנעות מהפעלת עקרונות של תום־לב, מאידך גיסא. כך, למשל, קביעה בשטר־הנאמנות כי שינויו יתבצע בהצבעת רוב, רגיל או מיוחס, נתפרשה כמאפשרת שימוש במנגנון כפייה דוגמת ״המסכים ביציאה״. הנמקת בתי־המשפט

131 כך, למשל, בארגון־מחדש של חוב, מתן ההיתר לבחירה מאלצת כדי לעקוף את דרישת הרוב של 100% לשינוי קרן וריבית, הוביל למתן היתר לרכישת קולות מאלצת, שבאמצעותה בוטלו הגנות שלא היתה מניעה לשנותן ברוב מיוחס בהצבעה רגילה. ראה פסק־דין *Kass* (לעיל, הערה 126).

132 ראה Coffee and Klein (לעיל, הערה 10), 1247.

nevo.co.il

היתה, ששתיקת הצדדים לעסקה, שלא אסרו במפורש הצבעה מאלצת, צריכה להתפרש כהרשאה וכמתן זכות להפעיל הצבעה מאלצת. כמו־כן ניצול ה"זכות" להפעיל מנגנון כפייה לא התפרש כחוסר תום־לב.

עם כל הכבוד, אין הצדקה להתיר עיוות כה בוטה של מנגנון־ההצבעה בחוזים שנכרתו לפני שנודע על מנגנוני הכפייה. העובדה שבעלי האג"ח לא צפו מראש הפעלתו של מנגנון כופה, מחייבת את בית־המשפט למלא את החלל החוזי באופן שבו היו הצדדים נוהגים אילו נתנו את דעתם לאירוע כזה בעת כריתת החוזה. קשה לתאר מקרה שבו בעלי האג"ח היו מסכימים למנגנון "מסכים ביציאה" או לרכישת קולות בעת ביצוע הצבעה על שינוי זכויותיהם, אילו נדרשו לכך בעת כריתת החוזה. למה הדבר דומה? לשני צדדים לחוזה שהסכימו ביניהם, שגורלם של שינויים בחוזה ייחתך בהטלת מטבע שיוטל על־ידי אחד הצדדים. היעלה על הדעת שהצד המטיל את המטבע יהיה רשאי להטיל מטבע מעוּוּת הנופל תמיד על הצד הפועל לטובתו, רק בשל כך שהצדדים "שתקו" באשר לסוג המטבע? ברור שהצדדים התכוונו למטבע הוגנת המשוחררת מעיוותים. כך גם עצם קיומו של מנגנון לשינוי הקובע את הרוב הדרוש בהצבעה משמש אינדיקציה ברורה לכוונת הצדדים, שהמנגנון יופעל כשהוא משוחרר מלחצים. זוהי רוחו של החוזה, ופרשנות ראויה צריכה להגשימו, אם בדרך המפרשת את "שתיקת" הצדדים כאיסור ואם על־ידי השלמת ה"חסר" על־פי כוונת הצדדים. אמצעי נוסף יכול לשמש גם עקרון תום־הלב בשימוש בזכות הנובעת מחוזה[133]. לכן אנו בדעה, שמן הראוי היה לאסור כליל שימוש במנגנוני הצבעה מאלצת.

ה. מדיניות ראויה — הבטחת בחירה חופשית

1. הפתרון — הצבעה כופה

לאחר שסקרנו מגוון של בחירות מאולצות ניתן לומר, שהצבעה אסטרטגית "טבעית", מחד גיסא, והצבעה אסטרטגית מאלצת, מאידך גיסא, הן שתי פנים של אותו מטבע, המוטבעות במנגנון ההצבעה. שתי התופעות יש בהן כדי לעוות את התוצאה המתקבלת בהצבעה לגבי אימוץ של שינוי אפשרי בזכויות מחזיקי נייר־ערך או דחייתו.

כפי שהוסבר לעיל, בהינתן היעד של יעילות ואימוצם של ההסכמה וההצבעה כאמצעים להשגתו, יש להבטיח את פעולתו המשוחררת של מנגנון־ההצבעה. אחרת לא ניתן יהיה להסיק שדעת הרוב מבטאת את הסכמת הקבוצה. שחרורו של מנגנון־ההצבעה מהצבעה אסטרטגית הוא הכרחי, בין אם העיוות מופעל על־ידי גורם חיצוני ובמכוון (דילמת אסיר או בעיית תיאום) ובין אם הוא פנימי ומודרך מהתנהגות המצביעים (סחטנות וטפילות). בשני המקרים קיים סיכון ממשי, שדעת הרוב לא תבטא את רצון הקבוצה. כתוצאה מכך יתאפשר ביצוען של

133 ראה Burton, "Breach of Contract and the Common Law Duty to Perform in Good Faith" 94 *Harv. L. Rev.* (1980) 369.

עסקאות לא־יעילות, מחד גיסא, או שתיגרם דחייתן של עסקאות יעילות, מאידך גיסא. שחרורו של מנגנון־ההצבעה מחייב טיפול במכלול ההצבעות האסטרטגיות שנסקרו לעיל.

סחטנות. עקרונית, ניתן להתגבר על סחטנות על־ידי קביעת רוב רגיל. עם זאת, גם כאשר נדרש רוב מיוחס, הרי שבמקרים רבים סחטנות היא תופעה עִסקית לגיטימית — כוח וכושר־מיקוח המופעלים כדי לחלק רווח נתון מעִסקה בדרך זו או אחרת. בבסיס הסחטנות עומד רצונו של הסחטן לבצע את העִסקה. זוהי המציאות בעסקאות רבות, שבהן הצדדים לעִסקה הם פרטים ולא קבוצה. איש אינו מעלה על דעתו שמיקוח נוקשה הוא פסול, מכיוון שלא ניתן לדעת האם מדובר בסירוב הנובע מסחטנות או מעִסקה לא־כדאית, ומשום שבכלכלת־שוק אופן חלוקת הרווח בין הצדדים איננו מהותי כל עוד עסקאות יעילות אכן מתבצעות. המצב דומה גם כשמדובר בקבוצת־מצביעים. במיוחד נכונים הדברים במקרים שבהם חלק מחברי הקבוצה מנסים לסחוט עִסקה טובה יותר עבור כל הקבוצה. הקשיים שסחטנות מעוררת בקבוצת מצביעים הם בעיקר תולדה של נסיונות של חלק מחברי הקבוצה להשיג חלוקה לא שוויונית של הרווח בינם לבין יתר חברי הקבוצה. אבל גם במקרים אלו הסחטן מעוניין בסופו של דבר בביצוע העִסקה. בקיצור: סחטנות איננה מעוותת את הרצון, אלא משפיעה על המחיר.

הגם שסחטנות אינה בעיה קריטית, היא מחייבת פתרון. פתרונה של הבעיה מחייב אימוצו של כלל רוב פשוט. כלל רוב פשוט הוא המספר המינימלי של מצביעים שיש בו כדי ללמד על העדפת הקבוצה לשינוי הסטטוס־קוו מחד גיסא, ומהווה את הרף הגבוה ביותר בפני סחטנות מאידך גיסא. מצביע קטן לא יעריך שיש ביכולתו לבלום החלטה, כאשר די ברוב רגיל לקבלתה.

מכל מקום, גם כאשר הכלל הוא של רוב פשוט, עדיין סחטנות היא אפשרית, כשעוצמתה תלויה בשיעור החזקותיו של הסחטן ובשיעור ההשתתפות של כלל מחזיקי ניירות־הערך בהצבעה. כך, למשל, אם כל המחזיקים משתתפים בהצבעה, משתתף שיש לו 10% מן הקולות איננו יכול להפעיל סחטנות, כשנדרש רוב פשוט. אולם, אם רק 19% מן המחזיקים בנייר־הערך משתתפים, וביניהם בעל ה־10%, יש בכוחו לסחוט; שכן ללא תמיכתו לא יתקבל הרוב הפשוט. למרות זאת, כלל רוב פשוט הוא עדיין הרע במיעוטו, בהיותו הרוב הנמוך ביותר המספיק להבטחת החלטות יעילות.

עם זאת, בנסיבות מסוימות, על־אף עדיפותו של הרוב הרגיל כמענה לסחטנות, שיקולי מדיניות אחרים מכתיבים דרישת רוב מיוחס, הגם שיש בכך כדי להגביר את הפוטנציאל לסחטנות. הסיכון המוחשי ביותר הוא ללא ספק בקביעת רוב מושלם (100%), המאפשר סחטנות לכל מצביע. על־כל־פנים, גם אם נדרש, מטעם כלשהו, רוב מיוחס המאפשר סחטנות, אין הצדקה להתיר הצבעה אסטרטגית מאלצת לעקיפתו; שכן זו תהיה מדיניות משפטית מבולבלת, שאינה מכירה בבחירה שנעשתה שעה שנבחר כלל הרוב המיוחס. כדי לשמור על עקביות משפטית, תסויג גם הצעתנו לאמץ כלל רוב רגיל: בכל מקרה שבו ניתן לאתר אלטרנטיבה משפטית מקבילה העלולה להיעקף, יאומץ אותו כלל רוב, כפי שיפורט בהמשך הדברים.

טפילות. טפילות היא בעיה סבוכה יותר. כל מצביע מעוניין שהאחרים יתמכו

nevo.co.il

בעֶסקה, בשעה שהוא יתנגד לה. בשום שלב אין הטפיל מעוניין להסכים לעֶסקה. במקום שטפילות אפשרית, רבים הסיכויים שעסקאות יעילות תיכשלנה. בקיצור: הטפילות מעוותת את הרצון. ההתמודדות עם טפילות מחייבת לשלול מן הטפיל את היכולת לפעול באופן שונה מחברי הקבוצה או את האפשרות לחלוק עם מציע העֶסקה ברווח המופק על־ידו. הדרך הראשונה משמעה התניית העֶסקה בהיענות של כולם או בקביעה שהצבעת רוב תחייב את כלל הקבוצה לנקוט אותו קו־פעולה. שלילת האפשרות לפעול באופן שונה מסכלת את היכולת להיות טפיל. הדרך השנייה, שלילת האפשרות לחלוק ברווח שמפיק יזם העֶסקה בצורה שווה, משמעה מתן כוח ליזם להפלות בינו לבין שותפיו הנוספים — הטפילים. פתרון זה שולל את התמריץ להיות טפיל. ההבדל בין שתי הדרכים הוא ממשי. הדרך השוללת את התמריץ בלבד פותחת בו־זמנית פתח להצבעה אסטרטגית מאלצת, מה שאין כן בדרך השוללת את היכולת להיות טפיל.

פתרונה של בעיית הטפילות מחייב אימוצו של כלל שבו שני מרכיבים: האחד, תיאום בין מצביעים; והשני, שלילת אפשרות לפעולה עצמאית של כל מצביע. מנגנון הצבעה, שבו דעת־הרוב מחייבת את כלל המצביעים לאמץ אותו קו־פעולה, מכיל את שני המרכיבים. בכך, למעשה, נשללת האפשרות לטפילות; שכן אין זה אפשרי להימנע מלפעול בשעה שדעת־הרוב מחייבת פעולה. כלל כזה גם מונע את בעיית התיאום ואת דילמת האסיר. לפתרון בעיית התיאום די במרכיב הראשון — התיאום שההצבעה המשותפת מאפשרת גם ללא מרכיב הכפייה; ואילו לפתרון הטפילות ודילמת האסיר נדרש גם המרכיב השני — המנגנון המחייב לפעול יחד עם הרוב ושולל פעולה עצמאית מנוגדת. למרות זאת אנו סבורים, כי יש להחיל אותו פתרון, על שני מרכיביו, על שני המצבים. ראשית, אימוצו של המנגנון המשלב בתוכו את שני המרכיבים חוסך את הצורך לבחון איזה מקרה נופל לאיזו קבוצה. שנית, מחקרים מלמדים שבאופן מעשי, גם בבעיות תיאום, לעתים תיאום לבדו אינו מספיק[134]. ברור, שההצבעה האמורה צריכה להיות משוחררת מכל עיוות. לכן ייאסר מתן כל תמורה למצביעים בגין תמיכתם בהחלטה (להבדיל מתשלום בגין ההשתתפות).

2. עקרונות להפעלת הפתרון

הפעלתו של הפתרון המוצע במקרה קונקרטי מחייב איתורה של הצבעה אסטרטגית מעוותת במסגרת החלטה שיש לה השלכה על כלל הקבוצה. קשת המקרים שבהם תיתכן הצבעה מאולצת היא מגוונת, אך ניתן להצביע על כמה מאפיינים עיקריים: המאפיין החשוב ביותר, פנייה בלתי־מסוימת לקבוצת־מצביעים להחליט או לפעול בעניין כלשהו, באופן עצמאי ובכשירותם כפרטים בקבוצה. למשל: הצעת רכש או חילופין של ניירות־ערך היא הצעה המופנית באופן בלתי־מסוים לכלל המצביעים להציע את נייר־הערך שלהם, בכשירותם כפרטים עצמאיים המחזיקים בנייר־הערך. כמו־כן ברכישת קולות יש הצעת תמורה, שכל מצביע מתבקש לקבלה באופן עצמאי. עם זאת, לעתים גם פנייה שאיננה מופנית בו־זמנית לכלל המצביעים יכולה

134 ראה Davis (לעיל, הערה 8), 112-113.

לגרום לבחירה מאולצת. למשל: פנייה אל פרט יחיד בקבוצה, תוך גילוי כי תהיה פנייה דומה אל יתר המצביעים בזה אחר זה. החלטת המצביע היחיד תושפע מהערכתו את פעולתם האפשרית של הבאים אחריו, ולכן בחירתו עלולה להיות מאולצת.

מאפיין נוסף הוא קיומה של תלות הדדית בין המצביעים באשר לתוחלת הרווח הצפויה מהחלטתם. לשם כך יש צורך לקבוע מהו הקו המבחין בין אותן החלטות ופעולות שמחזיק בנייר־ערך יכול לבצען עצמאית, לבין ההחלטות והפעולות החייבות להתבצע רק בהתאם לדעת הרוב? העיקרון התיאורטי ברור: כל אותן פעולות שיש להן השלכה (החצנה) על הקבוצה כקבוצה, ביצוען יותנה בתמיכת דעת־הרוב. מבחינה מעשית ניתן לומר, שבדרך־כלל לכל הפעולות וההחלטות יש השפעה על הקבוצה, להוציא מכירת ניירות־הערך שלא במסגרת העברת שליטה. מכירה של מניה במהלך המסחר בבורסה, במסגרת עסקה שאיננה מעבירה שליטה, בוודאי אין לה כל השלכה על זכויותיהם של יתר בעלי־המניות. אולם מכירת מניה בהצעת רכש, במסגרת העברת שליטה, עלולה להפוך את יתר בעלי־המניות לקבוצת־מיעוט הנתונה לקיפוח על־ידי המשתלט. כמו־כן מכירת אג"ח בבורסה, אף לידיו של מי שמבקש להשתלט על האג"ח, אין בה כדי לפגוע בקבוצה, כל עוד המשתלט אינו יכול להפלות את עצמו לטובה לגבי יתר בעלי האג"ח.

נוסף על כך, כאשר יש פנייה לבעל נייר־ערך מסוים, בעסקה חד־פעמית, אין בעיה של תלות הדדית ולכן אין סיכון להצבעה מאולצת. עם זאת חשוב להדגיש, שייתכן כי הפעולה שבעל ניירות־הערך מתבקש לבצע תהיה בעלת השלכה על כלל הקבוצה, אלא שאז הסיכון לפגיעה ביתר הקבוצה ימצא את פתרונו בהפעלתם של כללי הגנה אחרים, דוגמת תום־לב וחובות אמונים. למשל: בעל־מניות, המחזיק בדבוקת־שליטה ומוכר אותה לאחר, רשאי לפעול באופן עצמאי, הגם שיש השפעה על יתר בעלי־המניות במובן זה שהם נחשפים לשליטתו של האחר. זאת כיוון שהתפישה המקובלת הוא שלבעלי־המניות אין זכות לגבי זהות השולט, ולכן מכירת השליטה איננה משנה זכות כלשהי. אולם בחילופי השליטה מוענקת הגנה ליתר בעלי־המניות על־ידי הטלת חובת אמונים וחובת זהירות על המוכר להבטיח שהשולט החדש לא יפגע בחברה[135]. כמו־כן מכירת קולות בעסקה פרטית וחד־פעמית איננה יוצרת בעיה של בחירה מאולצת. אמנם, מוכר הקולות יבטיח שהתמורה שהוא יקבל תפצה אותו על דילול אפשרי בזכויותיו ההוניות, אולם מכירת הקולות יוצרת סכנת דילול של יתר הקבוצה, מבלי שניתן להם כל פיצוי. לכן, גם במקרה של מכירת קולות בלבד יש להטיל חובות אמונים וזהירות, כמו במכירת דבוקת־שליטה.

מאפיין נוסף, היעדר ברירה אמיתית למצביע המבקש להתנגד להחלטה. כאמור, בדרך־כלל הצבעה מאלצת מבטיחה פגיעה באותם מצביעים המתנגדים להצעה, אם רוב הקבוצה נענית להצעה. לכן, במקרים דוגמת מנגנון ה"מסכים ביציאה", שבהם ברור כי אין אפשרות להתנגד להחלטה ללא פגיעה במקרה של קבלת ההחלטה, יש לראות משום הצבעה מאלצת.

135 ראה ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק י' לי פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח (3) 253.

nevo.co.il

איתורה של הצבעה אסטרטגית מאלצת יחייב את הפעלת המנגנון הדורש הצבעה מחייבת של דעת־הרוב. פעולה או החלטה שמחזיק בניירערך יכול לבצעה באורח עצמאי, הוא לא יהיה רשאי לבצעה, כאשר לפעולה יש השפעה על כלל הקבוצה והמצביע עצמו מצוי בהצבעה מאולצת. עם זאת, ברור שלא ניתן להגדיר מראש את כל קשת המקרים והאפשרויות. לפיכך נראה, שיישומו הקונקרטי של הכלל האוסר הצבעה מאלצת ייעשה על־ידי בתי־במשפט ממקרה למקרה.

3. איסור הצבעה תוך ניגוד אינטרסים

הפתרון המוצע מתאים למקרים שבהם ישנה זהות אינטרסים בין המצביעים, הנחלקים ביניהם רק באשר לאלטרנטיבה העדיפה. למשל: אם לבעלי־מניות בחברה מטרה משותפת — השאת שווי מניותיהם — אך הם חלוקים בשאלה האם ארגון־מחדש המוצע להם ישפר את מצבם אם לאו, הפתרון המוצע יאפשר לדעת מהי העדפת הקבוצה. דעת־הרוב תתן את המדד הטוב ביותר לכך, מבחינה הסתברותית, שבחירת הרוב היא האלטרנטיבה היעילה.

לעומת זאת, במקרים שבהם המצביעים נבדלים ביניהם לא רק בשיקול־הדעת באשר לאלטרנטיבה העדיפה, אלא גם בהשפעת ההחלטה עליהם, הפתרון המוצע לא יועיל. למשל: החלטה להתקין מעלית בבית משותף משפיעה אחרת על דייר בקומה תחתונה בהשוואה לדייר בקומה העליונה. ההצבעה תבטא לא רק הבדל בשיקול־דעת באשר לרציותה של המעלית, אלא גם ניגוד אינטרסים באשר לעלות המעלית ותועלתה לכל דייר. ניגודי אינטרסים אפשריים כמובן גם בין מחזיקי ניירות־ערך. בהתקיים ניגודי אינטרסים בין המצביעים, דעת־הרוב איננה מלמדת בהכרח על בחירה יעילה.

לפיכך, בהצבעה שתתקיים לא ישתתפו אותם מצביעים שהם בעלי עניין בתוצאת ההצבעה ומצויים בניגוד אינטרסים; שכן הגם שבחירתם איננה מעוותת, אין הם רואים מול עיניהם את טובת הקבוצה שהם מצביעים אתה. בחירתם היא מעוותת במובן זה, שמראש היא מוטית כנגד הקבוצה. סוגייה זו מורכבת. עניינה איננו הצבעה אסטרטגית ולכן פיתוחה חורג מתחומו של מאמר זה. אולם פטור בלא כלום אי־אפשר.

המקרה המאפיין של הבעיה הוא הימצאותו של מצביע בשתי קבוצות, כשעל הפרק מצויה החלטה שתוצאתה העברת זכויות מקבוצה אחת לרעותה. למשל: בעל־מניות שהוא גם בעל אג״ח, משתתף בהצבעה על דחייה של מועד פירעון הקרן של האג״ח. ברור שההפסד שייגרם לו כבעל אג״ח יצמח לו כרווח כבעל־מניות, בהתאם להחזקותיו היחסיות בכל נייר־ערך[136]. דוגמא נוספת: במסגרת השוואת זכויות הצבעה למניות סוג ב, בעל־מניות סוג א שהוא גם בעל מניות סוג ב, משתתף בהצבעה שבה מחליטה קבוצת מניות סוג ב׳ על שיעור הפיצוי שיינתן למניות סוג א. גם כאן, כל סכום המשתלם על־ידי בעלי מניות סוג ב יתקבל על־ידו כפיצוי לבעלי מניות סוג א, בהתאם להחזקותיו היחסיות בכל אחד מסוגי המניות[137]. דוגמא

136 ראה *Aladdin Hotel* v. *Bloom*, 200 F.2d 627 (8th Cir. 1953)).

137 ראה ע״א 70/92 כלל העשיות בע״מ ואח׳ נ׳ לאומי־פיה, ואח׳ (טרם פורסם).

נוספת ואחרונה: משתלט פוטנציאלי המבקש להצביע באסיפת בעלי־המניות על אישור ההשתלטות. שוב, כל הפסד שייגרם לו כבעל־מניות בחברת־המטרה יצמח לו כרווח כבעל־מניות בחברה המשתלטת[138].

עקרונית, ניתן לנקוט אחד משלושה פתרונות לבעיית ניגודי אינטרסים: הפתרון הראשון, לא לעשות דבר, דהיינו: להתיר הצבעה תוך ניגודי אינטרסים. בדרך זו השוק יצטרך לתת מענה לבעיה, אם על־ידי התקשרות חוזית שתאסור הצבעה בניגוד אינטרסים ואם על־ידי מנגנון התמחיר שיביא בחשבון את הסיכון של הצבעה בניגוד אינטרסים. פתרון זה מניח קיומו של שוק יעיל מאוד. הפתרון השני, להטיל על כל מצביע חובת אמונים להצביע לטובת הקבוצה. בדרך זו יוכל מצביע המצוי בניגוד אינטרסים להשתתף בהצבעה, אך הצבעתו תהיה חשופה לביקורת שיפוטית. לטוב או לרע, בית־המשפט יצטרך לקבוע האם הצבעתו במקרה מסוים היא הפרת חובת אמונים לקבוצה — קביעה שתחייב להביע עמדה, לגופו של עניין, האם העסקה שאושרה פוגעת בחברה אם לאו.

הפתרון השלישי והאחרון, איסור הצבעה בניגוד אינטרסים. בדרך זו נשלל הצורך להעביר תחת ביקורת שיפוטית את אופן ההצבעה של מי שמצוי בניגוד אינטרסים. אולם מנגד, מועצם כוחם של יתר המצביעים, והסיכון לסחטנות הופך למוחשי ביותר. כאן נעיר, שבקבוצה זו יש לסווג גם את המקרים שבהם נדרש רוב מיוחס באסיפה; שכן כוח ההכרעה מועבר למיעוט תוך הערפת הסטטוס־קוו. המצב דומה לאיסור הצבעה בניגוד אינטרסים, תוך דרישת רוב התלוי בקשר הפוך בשיעור ההחזקות של המצביע בעל ניגוד האינטרסים. למשל: אם נדרש רוב של 75% ולבעל־העניין יש רק 50% מן הקולות, כי אז תוצאת ההצבעה תוכרע על־ידי רוב רגיל של יתר המצביעים[139].

בחינתם של פתרונות אלו מחייבת דיון מעמיק בחסרונותיהם וביתרונותיהם — משימה שנשאיר לעת אחרת. בשלב זה נציין שהעדפתנו היא להטלת איסור על הצבעה תוך ניגוד אינטרסים.

4. הצורך בכלל קוגנטי

הכלל יכול שיקבע איסור על הכנסת מצביעים לבחירה מאולצת, שתאותר על־פי המאפיינים שנסקרו לעיל. עם זאת, באשר לחוזים שנכרתו לפני שההצבעה האסטרטגית המאלצת נודעה בציבור, אין צורך להמתין עד שהכלל יעוגן בחקיקה, ובתי־המשפט יוכלו לאמצו כבר כעת בכמה דרכים: ראשית, פרשנות החוזה המתיר הצבעה, אך "שותק" באשר לאפשרות ניצול המנגנון להצבעה מאלצת, תסיק מן

138 ראה Bebchuk (לעיל, הערה 12), 1760.

139 דוגמא להתמודדות עם בעיית ניגודי האינטרסים ניתן למצוא בחוק לתיקון פקודת החברות (מס' 4), (אחריות נושאי משרה), התשנ"א-1991. התיקון עוסק בין השאר באישור עסקאות עם בעלי־עניין ומשלב שימוש בשני הפתרונות האחרונים. ראשית, מי שנגוע בניגוד אינטרסים איננו רשאי להשתתף ולהצביע בוועדת־ביקורת ובדירקטוריון. שנית, נדרשת הצבעה באסיפת בעלי־מניות. שלישית, אם נושא המשרה מחזיק מעל 25% מן השליטה, נדרש כי לפחות שליש מבעלי־המניות הבלתי־מעוניינים יתמכו בהחלטה. ולבסוף, תנאי מקדמי לכל הליכי האישור שהעסקה איננה פוגעת בחברה, דהיינו: תמיד ניתן לתקוף את ההחלטה אם העסקה פגעה בחברה, בעילה של הפרת חובת אמונים, ובית־משפט יצטרך להכריע בעניין.

nevo.co.il

השתיקה על־פי רוח החוזה, וכנגד המנסח — קיומו של איסור לפעולה שכזו. שנית, ניתן לראות בעיקרון זה תנאי מכללא, שהצדדים היו מאמצים אילו נתנו את דעתם לסוגייה. שלישית, ניתן להפעיל את עקרון תום־הלב בקיום החוזה כשולל עיוות מנגנון־ההצבעה תוך יצירת בחירה מאולצת. ורביעית, ניתן גם, בעיקר כשמדובר בבעלי־מניות, לשלול הצבעה מאולצת בשל הפרת חובת אמונים מצד המנהלים או בעלי־המניות האחרים.

בטרם יאומץ הכלל בחקיקה, החלתו על־ידי בתי־המשפט תגרום לכך שהכלל יהיה דיספוזיטיבי, והצדדים לחוזה יוכלו להתנות עליו. האם ההסדר שיעוגן בחקיקה רצוי שיהיה קוגנטי? תשובתנו לכך היא חיובית[140]. כמה טעמים יש בהם כדי להצדיק אימוצו של כלל קוגנטי: האחד, החברות עצמן מצויות במצב של בחירה מאולצת; השני, חיסכון בעלויות עִסקה; השלישי, בעיית תמריצים שליליים של מנהלי־חברות; והרביעי, לא בכל מקרה המקור היוצר את הבחירה המאולצת הוא צד לחוזה עם המצביעים.

(א) דילמת אסיר בין חברות

בעיות של בחירה אסטרטגית קיימות גם במישור היחסים של החברות השונות בינן לבין עצמן. בעיה כזו קיימת בשאלת אימוצה של הגנה מפני בחירה מאולצת. אימוצה של הגנה מפני בחירה מאולצת מחייב נשיאה בעלויות. ראשית, עלויות ישירות: משא־ומתן, ניסוח, עורכי־דין וכדומה. שנית, עלויות עקיפות: איסור הצבעה מאלצת יגרום לנוקשות מסוימת, העלולה להכביד על פעילות החברה ויכולתה להגיב לשינויים ולהתפתחויות עסקיים. למשל: חוסר־האפשרות לאלץ בעלי אג"ח להסכים לארגון־מחדש יגדיל את הסיכון לפשיטת־רגל שתפגע בחברה. ושלישית, עלויות יחסיות: חברות המאמצות את ההגנה יהיו בנחיתות ביחס לחברות השומרות לעצמן את החופש להכניס את המצביעים לבחירה מאולצת. נשיאה בעלויות אלו תהיה כדאית, רק אם אימוץ ההגנה יגרום לשוק להעלות את מחיר ניר־הערך, לפחות כדי כיסוי העלויות. כדי שהשוק יבטא את שווי ההגנה, נדרש מידע הן על ההגנה מפני בחירה מאולצת והן על הסיכון שהגנה זו תבוטל בעתיד. נניח שוק שבו רק לחלק מן החברות יש הגנה. משקיע פוטנציאלי שאיננו משקיע בחיפוש מידע יניח לגבי כל חברה הסתברות מסוימת להימצאות ההגנה. התוצאה תהיה, שחברות שיש להן הגנה מחירן יעלה באותו שיעור של יתר החברות. החברות שנשאו בעלויות לא יזכו למחיר המבטא עובדה ודאית זו, אלא למחיר המבטא את ההסתברות שיש להן הגנה. לעומת זאת, חברות שאין להן הגנה ולא

140 הצעה לפיקוח חקיקתי מחייבת הסבר, מדוע — למרות יעילותו הנטענת של הכלל — הוא לא אומץ על־ידי החברות השונות? ראשית, תופעת ההצבעה האסטרטגית המאלצת נודעה בציבור רק בשנים האחרונות. בעבר ככר היו "הפתעות" אחרות, דוגמת מינוף־יתר, שהשוק החל לתת להן מענה, רק לאחר שהתברר שבתי־משפט מסרבים לקרוא תנאי מכללא האוסר מינוף קיצוני.
ראה Lehn and Poulsen, "Contractual Resolution of Bondholder Stockholde Conflicts In Leveraged Buyouts" 34 *J.L. & Econ.* 645, 657–658.
שנית, במרבית החברות בישראל יש עדיין בעלים המחזיקים בבלוק שליטה, המונע את האפשרות ושולל את הצורך ליצור בחירה מאולצת.

נשאו בעלויות, זוכות מן ההפקר כאשר שוויין עולה בשל ההסתברות שיש להן הגנה.

לכן, חברות ימצאו כי עדיף שלא לאמץ את ההגנה ולהיות טפיל להשקעתן של החברות המאמצות את ההגנה. מכיוון שכל חברה תרצה להיות טפילה, אף אחת לא תאמץ את ההגנה, ומוצר שיש לו ביקוש בשוק, לא יסופק. נניח כעת, שכל החברות הגיעו להסכמה, אימצו את ההגנה, ומחיר כל ניירות־הערך מבטא נכונה את שווי ההגנה. עתה כדאי לכל חברה לבטל את ההגנה, כדי להימנע מהמשך הנשיאה בעלויות, תוך המשך ההנאה מן המחיר הגבוה הנובע מהנחת השוק שלכל החברות יש הגנה. שוב תהיה התוצאה, שכל החברות תבטלנה את ההגנה. זוהי דילמת אסיר בין החברות, הגורמת להימצאותן באיזון לא־אופטימלי[141]. בקיומה של תופעה שכזו יש כדי להצדיק התערבות חקיקתית קוגנטית[142].

(ב) עלויות עִסקה

בחירה מאולצת טומנת בחובה את הפוטנציאל לעקר את כוחו של מנגנון ההצבעה לבטא את רצונו של צד לחוזה, באמצעות דעת־הרוב. המקרים שבהם הצדדים ימצאו כי יהיה זה יעיל לאפשר בחירה מאולצת, הם בוודאי מועטים ונדירים. כלל מרשה צריך לחקות את ההתקשרות ההיפוטטית היותר מקובלת שהצדדים היו מאמצים[143]. מעבר לכך, גם תחולתו צריכה להיקבע באופן דומה. נניח שנקבע שהכלל אינו בר־תחולה אלא־אם־כן אומץ על־ידי הצדדים. ראשית, כל החוזים הקיימים, שמספרם רב, וכל החוזים העתידיים היו צריכים לאמץ את הכלל במפורש. שנית, יש להניח, שבחלק מן החוזים הקיימים לא יהיה ניתן לאמץ את הכלל בשל התנגדות אופורטוניסטית של צד לחוזה. לעומת זאת, כלל קוגנטי שיש לו תחולה מיידית, ימנע התנגדות אופורטוניסטית בחוזים קיימים, ויחסוך עלויות לכלל החוזים הקיימים והעתידיים; שכן המקרים שיבקשו לצאת מתחולת הכלל יהיו מעטים.

היבט נוסף של עלויות עִסקה נעוץ בקיומו של שוק ניירות־הערך. רוכשי ניירות־ערך פוטנציאליים מתמחרים את נייר־הערך, בין השאר, על־פי הזכויות שהנייר מקנה, לרבות הזכות להגנה מפני שינוין. הבטחת בחירה משוחררת היא הגנה בעלת שווי כלכלי. אולם רוכשים פוטנציאליים רבים לא ישקיעו בחיפוש מידע ובעיבודו, עד לרמה של איתור הימצאות או העדר הגנה שכזו. ההנחה תהיה, בהתחשב במִגוון העצום של ניירות־ערך, שרק לחלק מן הניירות יש הגנה. כתוצאה מכך, המחיר שיוצע לא יתן ביטוי מלא לשווי ההגנה מפני בחירה מאולצת.

141 התופעה המתוארת מוכרת בשם "שוק הלימונים". ראה Akerlof, "The Market for 'Lemons' — Quality Uncertainty and the Market Mechanism" 84 *Q.J. Econ.* (1970) 488; וכן Leland, "Quacks, Lemons and Licensing — A Theory of Minimum Quality Standards" 87 *J. P. Econ.* (1979) 1328.

142 ראה Gordon, "The Mandatory Structure of Corporate Law" 89 *Colu. L. Rev.* (1989) 1549, 1567; אירית חביב־סגל, "זכויות הצבעה והפיקוח על מנהלי חברות ציבוריות" עיוני משפט טו 509.

143 ראה פרוקצ'יה (לעיל, הערה 85), 401.

nevo.co.il

כלל המחיל בו־זמנית את ההגנה על כל ניירות־הערך מצמצם עלויות עִסקה[144]. האחידות חוסכת בחיפוש מידע ומאפשרת תמחור מלא. האחידות גם תיצור ודאות משפטית באשר לפרשנותו של הכלל ותחולתו, כאשר כל תקדים ינחה את כל שוק ניירות־הערך[145]. יתר על כן: גם ההגנה מפני ביטולה של ההגנה מפני בחירה מאולצת היא שיקול בקביעת שווי נייר־הערך. גם כאן ייתכן מִגוון גדול של אפשרויות, המשפיע על טיב ההגנה המוענקת, ומשמש מקור לעלויות מידע. הכלל האחיד חוסך גם עלויות אלו.

(ג) עלויות נציג

המנהלים של הפירמה הם הנציגים (שליחים) של בעלי־המניות. אולם לא תמיד האינטרס האישי שלהם עולה בקנה אחד עם האינטרס של בעלי־המניות. הניסיון להתגבר על ניגוד האינטרסים גורם לעלויות ישירות — למשל: הצורך בפיקוח — ולעלויות עקיפות, הנובעות מהחלטות לא־אופטימליות של המנהלים. את מכלול העלויות נהוג לכנות "עלויות נציג"[146]. במרבית המקרים איסור חוזי על שימוש במנגנוני הצבעה מאלצת צריך להיות מוצע על־ידי המנהלים, למשל: שינוי תקנון החברה או שינוי שטר־הנאמנות של בעלי אג"ח. מבחינת המנהלים, היעדר אפשרות להשתמש בהצבעה מאלצת יוצר מקור לסיכונים. למשל: לא ניתן יהיה לאלץ בעלי־מניות לארגן מחדש את זכויות ההצבעה כדי למנוע השתלטות, והפיקוח על המנהלים יוגבר. כמו־כן חוסר־האפשרות לאלץ בעלי אג"ח להסכים לארגון־מחדש עלול לגרום או לחייב כניסה לפשיטת־רגל, שהשפעתה על רווחת המנהלים והמוניטין שלהם היא קשה. מנגד, העלויות הנובעות מהסיכון לשימוש בהצבעה מאלצת, שבעלי ניירות־הערך רואים מולם, מוטלות על החברה ובעלי־מניותיה, ולא על המנהלים. למשל: דרישת ריבית גבוהה יותר של בעלי האג"ח תפול על בעלי־המניות. לכן, למרות העלות, המנהלים יימנעו מאימוץ הגנות נגד הצבעה מאלצת[147]. כלל קוגנטי יחסוך את עלויות הנציג הנובעות מהתנהגות שכזו באשר לחוזים שנכרתו בטרם נודעה בציבור ההצבעה האסטרטגית המאלצת.

(ד) מקור סיכון שאיננו צד לחוזה

הטענה, שהצדדים לחוזה היו קובעים בעצמם איסור על הצבעה מאלצת, מבוססת על ההנחה שאמנם קיים חוזה בין הצדדים. כאשר החברה מבקשת לשנות את תקנונה או את שטר־הנאמנות, אכן קיים חוזה בין הצדדים. אולם לעתים המקור היוצר את ההצבעה המאלצת איננו צד לחוזה. למשל: הצעת רכש דו־שלבית מפלה נעשית על־ידי צד שהוא זר לחוזה שבין בעלי־המניות לבין המנהלים — התקנון. כמו־כן יכול צד זר להציע הצעת רכש לאג"ח, תוך שימוש במנגנון ה"מסכים

144 ראה Romano, "Answering the Wrong Question — The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws" 89 *Colu. L. Rev.* (1989) 1599, 1603; וכן Gordon (לעיל, הערה 142), 1565.

145 ראה חביב־סגל (לעיל, הערה 142).

146 ראה Jensen and Meckling (לעיל, הערה 82).

147 ראה Coffee and Klein (לעיל, הערה 10), 1253.

nevo.co.il

ביציאה״, מבלי להיות קשור בשטר־הנאמנות. פגיעתם של מקרים דוגמת אלו במצביעים כמוה כפגיעה נזיקית, להבדיל מחוזית, המחייבת התערבות חיצונית של השיטה המשפטית שתאסור פגיעה שכזו.

הסיבות שתוארו לעיל יוצרות כשלים המונעים אימוץ הכלל האוסר הצבעה מאלצת על־ידי החברות, ומצדיקות החלה של כלל קוגנטי. אולם עד לחקיקה קוגנטית יאומץ הכלל כעיקרון פרשני — הקורא לתוך כל העסקאות תנאי מכללא, האוסר שימוש במנגנוני בחירה מאולצת — שיוחל על כלל השוק, ומי שיחפוץ יוכל להשתחרר ממנו (Opt-Out); להבדיל מכלל דיספוזיטיבי רדום וללא תחולה שעל הצדדים לאמץ מפורשות (Opt-In).

5. ההצבעה הכופה ופגיעה בזכויות מוקנות

בטרם נחתום, נשיב להתנגדות אפשרית לאימוצו של מנגנון הצבעה כופה, שלפיה מנגנון כזה פוגע בזכויות מוקנות של מחזיקי ניירות־הערך. כך, למשל, הצעת רכש לבעלי האג״ח, שאושרה בהצבעת הרוב, תחייב את כל בעלי האג״ח להציע את האג״ח שלהם. המיעוט המתנגד ״מנושל״ מרכושו מכוח החלטת הרוב. נראה שזהו גם הטעם אשר מנע מכותבים אחרים, שאימצו את פתרונו של פרופ׳ בבצ׳וק לבעיית הבחירה המעוותת, לרבות בבצ׳וק עצמו, מלהציע כלל שכזה. פתרונו של בבצ׳וק הוא למעשה מנגנון הצבעה חצי־מחייב: אם הרוב בהצבעה דוחה את ההצעה, על המציע לסגת ממנה ועל כל המצביעים להימנע מלהיענות להצעה. אולם אם הרוב תומך בהצעה, אין היא מחייבת איש מהמצביעים להיענות להצעה. בהעדר החצי האחר במרכיב הכפייה, לא מתעוררת בעיה של פגיעה בזכויות מוקנות (אם כי בעיית הטפילות נותרת בעינה). לדעתנו, התנגדות זו אין בה כדי לשלול את החלת הפתרון.

הטענה של פגיעה בזכויות מוקנות מתעלמת מכך שזכויותיהם של מחזיקי ניירות־ערך מוגדרות מלכתחילה באופן הכופף אותן לשינויים עתידיים. ההצעה להצבעה כופה אינה משנה מצב זה, אם כלל הרוב שיידרש יתאים לסוג ההחלטה. כדי להמחיש זאת נסקור הצבעות אפשריות אל מול חלופות מקבילות שכבר קיימות בדין.

הצעת רכש לבעלי־מניות. את הפגיעה לכאורה שיש בהצבעה המחייבת להיענות להצעת רכש יש להשוות למיזוג, שבו הצבעת הרוב מחייבת את כל בעלי־המניות להציע את מניותיהם. מבחינת התוצאה אין הבדל בין שתי הדרכים. היסוד המרכזי המבחין ביניהם עניינו בתהליך: במיזוג נדרשת הסכמת המנהלים תחילה, ובהצעת הרכש אין צורך בכך. עם זאת, במיזוג נדרש לעתים רוב מיוחס. בשיטת־משפט כזו, כדי לכפות על המיעוט להציע את מניותיו בהצעת רכש, יידרש רוב מיוחס כמו במיזוג. נוסף על כך, במיזוג יש בדרך־כלל סעד נוסף למיעוט המתנגד, המאפשר לו לפנות לבית־המשפט ולדרוש הערכת שוויין של מניותיו (appraisal); אולם הרציונל לקיומו עניינו במניעת הסכנות האפשריות מניגודי האינטרסים של המנהלים המאשרים את המיזוג, ולכן הוא אינו הולם הצעות רכש[148]. עוד ניתן

148 ראה שטרן (לעיל, הערה 2).

nevo.co.il

לטעון, שהסכמת המנהלים היא תנאי מוקדם למתן ההכשר לכפיית הרוב את המיעוט ובבחינת הגנה נוספת. אולם, מנגנון הצעת הרכש מבוסס על הצורך להתגבר על המנהלים המצויים בניגוד אינטרסים. קבלת טיעון זה תשמיט את הבסיס לרציותו של מנגנון הצעת הרכש, בכלל, גם ללא מנגנון הכפייה המוצע.

בהצעות רכש חלקיות, שבהן ייתכן כי חלק מהמחזיקים ירצו להציע את כל מניותיהם, בשעה שאחרים יעדיפו שלא להציע כלל, ייתכנו שני פתרונות: האחד, היצמדות לכלל הרגיל בדבר הצבעה מחייבת באופן שווה. כל מחזיק יצטרך להציע חלק יחסי ממניותיו, תוך הסתמכות על מסחר שיתקיים בין המעוניינים להציע הכל לשאינם מעוניינים להציע דבר. הפתרון השני, לאפשר לכל מחזיק להציע כרצונו: אם סך כל המציעים עולה על הכמות שהמציע מעוניין לרכוש, הרכישה תהיה יחסית שוויונית (פרו־רטה) מכל מציע. אולם אם סך המציעים נמוך משיעור הצעת הרכש שאושרה, כל מי שלא הציע יחויב להציע חלק יחסי שווה מהחזקותיו באופן שתושלם המִכסה שהמציע מעוניין בה.

ארגון־מחדש של זכויות הצבעה. את הפגיעה־לכאורה שיש בהצבעה המחייבת להיענות להצעת המרה של מניות סוג א בסוג ב יש להשוות להצבעה על שינוי תקנון החברה. במקום להמיר, ניתן להצביע על שינוי תקנון החברה כך שתושג תוצאה המקבילה להמרה בארגון־מחדש. גם כאן, מבחינת ״הפגיעה״ במיעוט התוצאה אינה שונה. עם זאת, בשיטות־משפט מסוימות נדרש רוב מיוחס לשינוי התקנון כדי להגן על המיעוט. לכן, במקרים כאלו, כדי שניתן יהיה לכפות על המיעוט להמיר את מניותיו, יידרש גם־כן רוב מיוחס.

הצעת רכש לבעלי אג״ח. את הפגיעה־לכאורה שיש בהצבעה המחייבת את בעלי האג״ח להיענות להצעת רכש יש להשוות לאפשרות שיש לשנות את שטר־הנאמנות או למנגנון פשיטת־הרגל. נניח, שהצעת הרכש מציעה אג״ח חדשה בתמורה לישנה. בישראל, למשל, ניתן לשנות כל תנאי בשטר־הנאמנות ברוב מיוחד[149]. מעשית, ניתן לשנות את שטר־הנאמנות של האג״ח הישנה כך שיעניק אותן זכויות שבאג״ח החדשה. במקרה זה ברור, שהמיעוט המתנגד נכפה להמיר את האג״ח הישנה. ההצבעה המחייבת היענות להצעת הרכש אינה משנה דבר, כל עוד נדרש רוב מיוחד. לעומת זאת, בארה״ב ישנם תנאים בשטר־הנאמנות שלא ניתן לשנותם ללא הסכמת כל בעלי האג״ח. כאן ההשוואה צריכה להיות עם האפשרות, הקיימת במסגרת פשיטת־רגל, לכפות הסדר מסוים ברוב מיוחס על כלל הקבוצה. אמנם, בפשיטת־רגל ישנו מנגנון הגנה נוסף על המיעוט המתנגד — קבלת שווי תביעתו בפירוק — אולם מעשית, חשיבותו מוגבלת בשעה שהצבעה בניגוד אינטרסים אסורה, וכל הקבוצה אמורה לקבל תמורה שווה.

149 ראה סעיף 35 לחוק ניירות־ערך. עם זאת, עמדתה של עמיתתי ד״ר אירית חביב־סגל, כפי שהובעה בשיחה עמי, היא שאף בהיעדר כל הגבלה בחוק, תיחכן מִגבלה על כוח הרוב מכוחו של פסק־הדין ע״א 524/88, 525 פרי העמק נ׳ שדה יעקב ואח׳, פ״ד מה (4) 529. פסק־דין זה קבע מגבלה על כוח הרוב לשנות באופן מהותי את ״בסיס ההסכמה״ שעל־פיה מבוססת אגודה שיתופית. לכן ניתן לטעון, שביטול ריבית או החזר הקרן הם סטייה מהותית מבסיס ההסכמה בהתקשרות לרכישת איגרת־חוב שאין בכוח הרוב לבצעה. לדעתי, באין ניגודי אינטרסים בין המצביעים, אין צורך בהטלת מִגבלות על כוח הרוב. לפיכך, הסוגייה צריכה למצוא את פתרונה במסגרת הסדר שיעסוק בניגודי אינטרסים.

nevo.co.il

בדרך דומה ניתן להראות, שההצבעה הכופה איננה משנה את זכויותיהם של מחזיקי ניירות־הערך באופן ממשי, גם במקרים אחרים. חשוב להדגיש, כי בהינתן העובדה שהרוב כופה אותה תוצאה גם על עצמו, יש להניח שההצעה היא הוגנת. אחרת, הרוב לא היה תומך בהצעה הפוגעת בזכויותיו. אלמלא העקביות המשפטית ניתן היה להסתפק ברוב רגיל[150], תוך הקפדה על איסור הצבעה כאשר קיים ניגוד אינטרסים.

ו. סיכום

למרות מגרעותיו של מנגנון ההצבעה, יש בו את הפוטנציאל לשמש אמצעי לביטוי רצונה של הקבוצה. הצבעה אסטרטגית גורמת לעיוות בתוצאת ההצבעה כאשר המצביעים אינם בוחרים לפי העדפותיהם, אלא לפי הערכתם את התנהגות יתר המצביעים. מחד גיסא, הצבעה אסטרטגית יכולה לגרום לאובדן עסקאות רצויות, ומאידך גיסא, היא יכולה לשמש לכפיית המצביעים לאמץ עסקה שהיו מעדיפים לדחותה. הצבעה אסטרטגית טבועה במנגנון ההצבעה ואיננה תלויה בסוג הקבוצה או בסוג ההחלטה. הבטחת הצבעה משוחררת חיונית לשימור הפוטנציאל של מנגנון ההצבעה, כדי שישמש כלי לביטוי הסכמת הקבוצה, שהיא מדד לקיומה של עסקה המשפרת את מצבם, ולכן יעילה.

הפתרון המוצע הוא כפול: ראשית, באין נימוקים מיוחדים, יש לאמץ כלל רוב פשוט כדי לצמצם סחטנות. שנית, יש לאסור בחירה מאולצת על־ידי איסור ביצוע פעולות או קבלת החלטות עצמאיות, שיש להן החצנה על הקבוצה, אלא־אם־כן נתקבלה הסכמת הרוב בהצבעה. חיובם של כל חברי הקבוצה לאמץ אותו קו־פעולה מונע הן טפילות והן דילמת אסיר ובעיית תיאום.

150 ראה, למשל, Skeel, "The Nature and Effect of Corporate Voting In Chapter 11 Reorganization", 78 *Va. L. Rev.* (1992) 462, 490.

nevo.co.il