

חזקת הניצח המתוחכם

מאת

עידו באום * וכוכב גילר **

בשנים האחרונות נמחקו עשרות חברות ציבוריות מהבורסה בישראל והפכו לפרטיות. ברוב המקרים המניות שהוחזקו על ידי הציבור נרכשו בדרך של הצעת רכש מלאה או במיזוג משולש הופכי. עסקאות מחיקה מהבורסה גוררות ברובן בקשות לאישור תובענות ייצוגיות מצד בעלי מניות הטוענים כי המחיר ששולם בעד הסכמתם (מרצון או בכפייה) למחיקת החברה מהבורסה נמוך מהשווי ההוגן של החברה. תובענות אלה מתאפיינות ב"מלחמת הערכות שווי". בתי המשפט נדרשים להכריע בין חוות דעת מטעם מבקש הסעד, ולפיה המחיר ששולם נמוך מהשווי ההוגן של החברה, לחוות דעת מטעם בעל השליטה או החברה, ולפיה המחיר משקף שווי הוגן. כאינדיקציה לאיתור השווי ההוגן אימץ בית המשפט העליון את חזקת הניצח המתוחכם. לפיה, קיבול המחיר בהצעת הרכש על ידי ניצח מתוחכם מהווה חזקה ניתנת לסתירה לכך שהמחיר משקף שווי הוגן. החזקה מחזירה אל כתפי המבקש את הנטל להוכיח כי המחיר אינו הוגן. בבסיס החזקה טמונה ההנחה כי ניצח מתוחכם הוא משקיע מיודע שמקבל החלטות מיטביות ומשיא ערך לכלל בעלי המניות. החזקה פותחה והורחבה בשורת החלטות של שופטי המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב ושופטים אחרים. רשימה זו סוקרת את התפתחות החזקה בפסיקה. עיון ביקורתי בחזקה מעלה כי קשה להצדיקה בנוגע לניצח מתוחכם שהוא אדם פרטי. באשר לגוף מוסדי, נצביע על כשלים המערערים את ההנחה שלפיה ניצח כזה הוא בהכרח מיודע, יעיל, רציונלי ונטול ניגודי עניינים. באמצעות תורת המשחקים יוסבר מדוע אין אף לבסס חזקה על היענות לעסקת מחיקה מצד כמה ניצעים מוסדיים בלתי קשורים זה לזה. לנוכח חולשת ההנחות שביסוד חזקת הניצח המתוחכם, נציע למתן אותה ולייחס משקל ראייתי מצומצם להיענות של ניצח מוסדי בכפוף להוכחת ניהול משא ומתן יעיל עמו.

מבוא. א. הצעת רכש מלאה וסעד הערכת שווי. ב. אימוצה של חזקת הניצח המתוחכם. ג. יישומה של חזקת הניצח המתוחכם בבתי המשפט המחוזיים. 1. עניין ספרא; 2. עניין מלאכי; 3. עניין תועלת לציבור; 4. עניין מגן; 5. סיכום ביניים. ד. עיון ביקורתי בחזקת הניצח המתוחכם ובאופן יישומה. 1. ניצח פרטי מתוחכם; 2. ניצח מוסדי מתוחכם; 3. ריבוי ניצעים מתוחכמים; 4. המידע שבידי הניצעים; 5. הנטל הדיוני. ה. סיכום והצעה לשינוי.

* סגן דיקן בית הספר למשפטים על שם חיים שטריקס, המסלול האקדמי – המכללה למינהל,

baumi@colman.ac.il.

** בוגר בית הספר למשפטים.

אנו מודים לשופטת רות רונן, להדס אהרונים-ברק, לאברמי וול ולרונן עדיני וכן למשתתפי הכנס "חמש שנים למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב" בפקולטה למשפטים של האוניברסיטה העברית על הערות מועילות לטיוטה מוקדמת של המאמר. אנו מודים לחברי המערכת של כתב העת משפטים על העבודה המשותפת. תודות גם למיכל אברמוביץ ולטליה שביט שסייעו באיסוף נתונים. האחריות לטעויות היא של המחברים, כמובן.

מבוא

בשנים האחרונות רווחת בישראל התופעה של עזיבת חברות ציבוריות את הבורסה והפיכתן לחברות פרטיות. מחיקת מניותיה של חברת ציבורית מהבורסה מוכרת בכינוי "עסקת going private", שכן מדובר בעסקה שבה בעל השליטה רוכש את מניות הציבור בחברה הציבורית באופן שבסופו של דבר החברה שבה והופכת לחברה פרטית ומניותיה נמחקות מהמסחר בבורסה. לשם המחשה, בשנת 2014 נסחרו בסך הכול 473 חברות מניות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. לפי נתוני הבורסה, מספר החברות שנמחקו מהמסחר בשנת 2014 הוא 42, ומתוך חברות אלה, כ-14 נמחקו בדרך של הצעות רכש ומיזוג. בסוף שנת 2015 נסחרו בסך הכל 461 חברות בבורסה. מספר החברות שנמחקו מהבורסה בשנה זו עמד על 23. לפי דיווחי הבורסה, מתוך חברות אלה, כ-11 נמחקו בדרך של הצעות רכש ומיזוג.¹

עסקאות מחיקה מהבורסה מציתות כדבר שבשגרה בקשות לאישור תובענות ייצוגיות מצד בעלי מניות. המבקשים, בעלי המניות מהציבור, טוענים במקרים שכאלה כי המחיר ששולם כדי להשיג את הסכמתם (מרצון או בכפייה) למחיקת החברה מהבורסה נמוך משוויה ההוגן של החברה.² ככלל, בהליכים אלה בעל המניות נדרש להעמיד כבר בשלבים המקדמיים חוות דעת כלכלית שיש בה כדי לבסס את טענתו כי המחיר ששולם בעבור המניות שבידי הציבור לא היה הוגן. מנגד, בעל השליטה נדרש להציב חוות דעת כלכלית התומכת במחיר שהוצע ושולם בעבור המניות. מאפיינים אלה מטילים על בתי המשפט הדנים בתביעות שעניינן הליכי מחיקה מהבורסה, את הצורך לפתח כלים ויכולת להכריע בין חוות דעת כלכליות מורכבות כדי לקבוע את השווי ההוגן של החברה.

ההכרעה בין חוות דעת כלכליות המבוססות כדבר שבשגרה על הנחות חשבונאיות, הערכות, אומדנים ותחזיות, היא משימה לא פשוטה המחייבת ידענות ותובעת זמן שיפוטי רב. בתי המשפט ניגשים למשימה זו בדחילו ורחימו. לא פלא אפוא שבתי המשפט מחפשים שיטות להקל את ההתמודדות השיפוטית עם חוות דעת כאלה, במידת האפשר.³

1 "התפתחות מספר החברות הבורסאיות" אתר הבורסה לניירות ערך (31.12.2014) <https://goo.gl/zwa8Xr>; "התפתחות מספר החברות הבורסאיות" אתר הבורסה לניירות ערך (31.12.2015) <https://goo.gl/gh3mHa>. להערכתנו מדובר בנתונים שמרניים. בבדיקה עצמאית שערכנו, מצאנו כי בשנים 2014 ו-2015 נמחקו מהבורסה לפחות 52 חברות ציבוריות שהפכו לחברות פרטיות בעסקאות הצעת רכש מלאה או מיזוג.

2 ע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (פורסם בנבו, 28.12.2009).

3 ראו למשל אוריאל פרוק'ציה "מאחורי הקלעים" משפטים לב 303, 325 הערה 43 (2002) ("הטכניקה המקובלת על בתי המשפט בקביעת שוויין של חברות היא הסתמכות על עדותם של עדים מומחים. כל מי שבקי בפרקטיקה בנושא זה מודע לכך כי מספר ההערכות הינו כמספר המומחים, והן נבדלות זו מזו לעיתים קרובות בצורה קיצונית. הסיבה איננה – או לפחות איננה רק – נכונותם של המומחים להתאים את הערכתם לרצון המזמין, אלא גם בכך שמלאכת ההערכה איננה מדע מדויק"; מיכל אגמון-גונן "הטוב (בעלי מניות המיעוט)?! הרע (בעלי מניות השליטה)?! ובית המשפט – התערבות בתי המשפט בעסקאות בעלי עניין שעברו את הליכי האישור בחברה" ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס 47, 66 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015) ("הבחניה בבית המשפט מבוצעת תמיד בדיעבד, לאחר שהתברר ההיגיון הכלכלי ותוצאות העסקה בפועל [...]).

בשנת 2012 אימץ בית המשפט העליון בעניין קיטאל חזקה אשר זכתה לכינוי "חזקת הניצע המתוחכם".⁴ לפי הלכת קיטאל, בהליך שעניינו בקשה לקבלת סעד הערכת שווי בהצעת רכש מלאה, חזקה היא כי הסכמתו של ניצע מתוחכם למחיר שבו התקבלה הצעת הרכש המלאה מעידה על כך שהמחיר משקף את השווי ההוגן של נייר הערך. חזקת הניצע המתוחכם מניחה כי משקיעים מתוחכמים הם בעלי תמריץ ויכולת לאסוף את המידע הנדרש כדי להעריך את שווי האמיתי של חברה שבעל השליטה בה מבקש למחוק את מניותיה מהמסחר בבורסה. חזקת הניצע המתוחכם אומצה אפוא ככלי שיש בו כדי לסייע לבית המשפט בהכרעה בין חוות הדעת המנוגדות בשלב הדיוני המקדמי. חזקה זו יושמה עד מהרה על ידי שופטי המחלקה הכלכלית של בית המשפט המחוזי בתל אביב ושופטים אחרים בשורה של פסקי דין.⁵ אמנם בעניין קיטאל אומצה החזקה במסגרת הדיון בבקשה לקבלת סעד הערכת שווי בהצעת רכש מלאה, אולם בפסיקת בתי המשפט המחוזיים לא נשללה האפשרות ליישמה גם בעסקאות מחיקה מהבורסה שנעשות באמצעות מיזוג, לרוב מיזוג משולש הופכי – מנגנון משפטי שהתקבל בפסיקה כחלופה לגיטימית להצעת רכש מלאה.⁶

ברשימה זו נצביע על הקשיים התיאורטיים והמשפטיים שחזקת הניצע המתוחכם מעוררת ועל הספקות בדבר התאמתה בתצורתה הנוכחית למציאות בשוק ההון בישראל. נטען כי על אף מגמת הפסיקה להשתמש בחזקת הניצע המתוחכם,⁷ ואף להרחיבה,⁸ ראוי דווקא לסייגה ולדרוש ממשיבים המבקשים להסתמך עליה, למלא תנאים מסוימים. בפרט, נטען כי לא ראוי להעניק משקל ראייתי בהליכים שענינם עסקאות going private, לקיבול הצעה של מציע על ידי ניצע מתוחכם כלשהו, ללא תיעוד והוכחת קיומו של משא ומתן יעיל ומשמעותי בין המציע לניצע.

בנוסף, [...] קיימות שיטות רבות [לביצוע הערכות שווי] והערכת שווי או כדאיות טומנת בחובה מידה רבה של חוסר וודאות [...]"

4 רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן (פורסם בנבו, 28.8.2012). זכות יוצרים על המונח "חזקת הניצע המתוחכם" יש להעניק ככל הנראה לשופטת רות רונן שציינה לראשונה בהליך מוקדם יותר בת"א (מחוזי ת"א) 1209/03 דרור נ' קניאל אריזות משקה בע"מ, פס' 12 לפסק הדין (פורסם בנבו, 8.5.2007), כי "הסכמה של כל ניצע – ובוודאי של ניצע מתוחכם, היא אינדיקציה חזקה לכך שההצעה היא הוגנת בעיניו".

5 ראו למשל ת"א (מחוזי ת"א) 37739-07-14 מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ נ' ספרא (פורסם בנבו, 6.8.2015) (להלן: עניין ספרא – חזור); ת"צ (מחוזי ת"א) 47490-09-13 תועלת לציבור נ' כלל תעשיות בע"מ, פס' 34 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 6.8.2015); ת"א (מחוזי ת"א) 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי (פורסם בנבו, 8.12.2015) (להלן: עניין מלאכי – חזור); בע"א 3136/14 שמיע נ' אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ, פס' 58 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.1.2016) הכיר בית המשפט בקיומה של החזקה אך לא נדרש לה לגופה.

6 לשימוש בחזקת הניצע המתוחכם בעסקת מיזוג הופכי משולש ראו עניין תועלת לציבור, שם; לקבלת מיזוג כחלופה להצעת רכש מלאה ראו ה"פ (מחוזי ת"א) 786/07 שני נ' מלם מערכות בע"מ (פורסם בנבו, 21.10.2007); אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוגים ורכישות" משפט ועסקים ח 401 (2008).

7 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 4, פס' 96 לפסק דינו של השופט דנציגר.

8 ראו למשל ת"צ (מחוזי ת"א) 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ (פורסם בנבו, 21.12.2015).

מבנה הרשימה יהיה כדלקמן. בפרק הראשון נפרט בתמצית כיצד הפיכת חברה ציבורית לפרטית מתבצעת בדרך של הצעת רכש מלאה ובדרך של מיזוג הופכי משולש ומהם הסעדים הנתונים לבעלי מניות הסבורים כי קופחו עקב מחיקת חברה מהבורסה בהליכים האמורים. בפרק השני נסקור את אימוץ חזקת הניצח המתוחכם בעניין קיטאל וכיצד שולבה במערך נטלי ההוכחה בבקשות לאישור תובענות ייצוגיות שעניינן סעד הערכת שווי. בפרק השלישי נציג את התפתחות חזקת הניצח המתוחכם בפסיקת המחלקה הכלכלית של בית המשפט המחוזי בתל אביב (להלן: המחלקה הכלכלית) ובבתי משפט אחרים. בחלק זה נעמוד גם על קשיים העולים בחלק מפסקי הדין. בפרק הרביעי נקיים דיון ביקורתי בחזקת הניצח המתוחכם. בפרק זה נעמוד על הצורך להבחין בין ניצח מתוחכם פרטי לניצח מתוחכם מוסדי, נבחן את ההצדקה לגישת הפסיקה המייחסת משמעות מיוחדת לקיבול הצעת רכש על ידי כמה ניצעים מתוחכמים גם יחד, נדון בפערי המידע בין המציע לניצעים בהצעת רכש מלאה תוך התייחסות למשפט המשווה ונצביע על הנטל הדיוני החריג שהחזקה מטילה על מבקשי סעד הערכת שווי. לאחר מכן נסכם.

א. הצעת רכש מלאה וסעד הערכת שווי

הצעת רכש מלאה היא מנגנון הקבוע בחוק החברות והמאפשר לבעל שליטה בחברה ציבורית לרכוש את מניות הציבור כדי להפוך את החברה לחברה פרטית.⁹ בהקשר זה הוטרה המחוקק מהחשש כי אדישותם הרציונלית של בעלי מניות מהציבור תביא לידי כך שיסכימו למכור את מניותיהם לבעל שליטה במחיר למניה הנמוך מהמחיר המשקף את השווי ההוגן של החברה. לשם כך קבע חוק החברות שני מנגנוני הגנה על בעלי מניות ניצעים בהצעת רכש מלאה. המנגנון הראשון הוא דרישה כי להצעת הרכש המלאה ישיבו בחיוב רוב הניצעים מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי בהצעה, וששיעור הניצעים שלא קיבלו את ההצעה מהווה פחות מחמישה אחוזים מכלל בעלי המניות. בהתקיים תנאים אלה יוכל בעל שליטה לכפות על יתרת בעלי המניות, שלא נענו להצעת הרכש, "מכירה כפויה" של מניותיהם.¹⁰ לבעלי המניות מן הציבור שעליהם נכפתה מכירה נתון מנגנון ההגנה השני, סעד הערכת השווי: האפשרות לפנות לבית המשפט כדי שיכריע אם השווי שעליו הוסכם בהצעת הרכש המלאה משקף את השווי ההוגן של החברה הנמחקת.¹¹ בפסיקת בית המשפט העליון התקבעה הגישה שלפיה אין לראות בעצם הקיבול, מצד מרבית הניצעים, של המחיר שהוצע בהצעת הרכש המלאה, חזקה בדבר הוגנות התמורה

9 ס' 336 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

10 ס' 337 לחוק החברות.

11 ס' 338 לחוק החברות; עניין קיטאל, לעיל ה"ש 4, פס' 59 לפסק דינו של השופט דנציגר. מנגנון דומה קיים בחוק החברות במדינת דלוור, שם בעלי מניות שלא נענו להצעת הרכש או לעסקה המחייבת אותם למכור את מניותיהם, ואשר עומדים בתנאים המנויים בחוק, רשאים לפנות לבית המשפט בתביעה לקבלת סעד הערכה, שבה בית המשפט מתבקש לקבוע מהו השווי ההוגן ("fair value") של החברה.

Section 262 of the Delaware General Corporation Law (DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262)

המוצעת.¹² אכן, חזקה שלפיה הסכמת רוב הניצעים משקפת את השווי ההוגן מסכלת את ההגנה הטבועה במנגנון סעד ההערכה. נקבע כי המחוקק לא התכוון להשחית את מילותיו לריק בהטמיעו את סעד הערכת השווי בחוק.¹³

לצורך רשימתנו עלינו להידרש גם לשאלה אם השווי ההוגן שבית המשפט נדרש לברר בהליך מתן סעד ההערכה, נועד לשקף את השווי המדויק של החברה כחברה או שהוא אמור לשקף את המחיר שהיה מושג לו היה מתנהל משא ומתן מיועד ומתוחכם בין בעל השליטה לבעלי המניות הניצעים. במישור התיאורטי, בהתקיים משא ומתן בין צדדים שווי כוחות ויכולות והמיועדים באופן מושלם, ובהינתן אפס עלויות עסקה, שני המחירים – השווי האמיתי של החברה והשווי שהיה מושג במשא ומתן – אמורים להיות זהים. אולם המציאות אחרת כמובן. כאשר צדדים אינם שווי כוחות, יש ביניהם פערי מידע והם נושאים בעלויות עסקה נבדלות, אזי שני הנתונים הללו יהיו שונים זה מזה. לפיכך הדין נדרש להכריע לאיזה מן המחירים יחתור בית המשפט בבואו לפסוק בסוגיית השווי ההוגן. בחירתו של בית המשפט העליון בעניין עצמון ובעניין קיטאל להסתמך על השיטות המקובלות בתחום הפיננסי בקביעת השווי ההוגן, משמעה כי סעד הערכת השווי חותר בראש ובראשונה לבירור השווי האמיתי של החברה, כפי שזה היה נקבע על ידי אנשי מקצוע אובייקטיביים.¹⁴ כפי שיוסבר להלן, בית המשפט סבר כי שווי מניות שהוסכם במשא ומתן, כגון עסקאות מחוץ לבורסה ומשאות ומתנים עם ניצעים מתוחכמים, יכול להוות אינדיקציה לנכונותה של חוות דעת כלכלית המצביעה על השווי האמיתי, ולא להפך.¹⁵

שיטה מקובלת אחרת למחיקת חברה מהבורסה היא עסקת מיזוג. בעסקה זו חברה ציבורית נמחקת מהבורסה באמצעות מיזוגה עם חברה פרטית אחרת. דרך נפוצה לביצוע מחיקה כזו היא מיזוג משולש הופכי. מיזוג טעון אישור הדירקטוריון ואישור האסיפה הכללית של החברות המתמזגות.¹⁶ המאפיין העיקרי בעסקת מיזוג, כמו גם במיזוג משולש הופכי, הוא העברת כלל הנכסים, החיובים והזכויות הקיימים בחברת היעד המתחסלת אל החברה הקולטת. התמורה בעסקה מעין זו יכולה להינתן במזומן או במניות. בסופו של ההליך החברה הקולטת תמשיך להתקיים ואילו חברת היעד תימחק מרישומיו של רשם החברות.¹⁷

12 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 4, פס' 57 לפסק דינו של השופט דנציגר. לשם השוואה, גם במדינת דלוור חוק החברות קובע כי על בית המשפט לשקול את מלוא הגורמים הרלוונטיים בבואו לקבוע את השווי ההוגן של החברה. ראו Section 262(h) of the Delaware General Corporation Law (DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262(h)). לאור גישה זו קבע בית המשפט העליון של דלוור כי אין חזקה שלפיה מחיר שעליו הסכימו הצדדים לעסקת מיזוג בעלת דמיון לעניינו, משקף בהכרח את השווי ההוגן של החברה. ראו Golden Telecom, Inc. v. Global GT LP, 11 A.3d 214, 216 (Del. 2010).

13 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 4, פס' 58 לפסק דינו של השופט דנציגר. לדעת השופט דנציגר, המחוקק אף ביקש להוסיף ולחזק את סעד ההערכה כשקבע שפרק הזמן להגשת בקשת סעד הערכה יוארך משלושה לשישה חודשים לאחר תיקון מס' 16 לחוק החברות.

14 שם, פס' 89 לפסק דינו של השופט דנציגר; עניין עצמון, לעיל ה"ש 2, פס' 46–56 לפסק דינו של השופט דנציגר.

15 ראו דיון בעניין זה להלן בפרק ב.

16 ס' 314 לחוק החברות; אחריגים לכלל זה, שבהם אישור האסיפה הכללית אינו נדרש, ראו ס' 320 לחוק החברות.

17 ס' 323 לחוק החברות.

במיוזוג משולש הופכי מוקמת חברה פרטית בבעלות מלאה של בעל השליטה המבקש למחוק חברה ציבורית מהבורסה. לאחר מכן החברה הפרטית והחברה הציבורית מתמזגות באופן שבסוף המיוזוג החברה הפרטית נקלטת אל תוך חברה הציבורית, ואילו בעלי המניות בחברה הציבורית מקבלים תמורה בעבור מניותיהם באופן שהחברה הממוזגת הופכת לחברה פרטית. מדובר אפוא בעסקה חריגה בין החברה ובין בעל השליטה בה ומכאן מתחייבת פרוצדורת האישור הייחודית לעסקאות אלה, הכוללת אישור של ועדת הביקורת, של הדירקטוריון ושל אסיפת בעלי המניות שבה הושגה גם הסכמת רוב בעלי המניות שאין להם עניין אישי.¹⁸ בעסקת מיוזוג הדירקטוריון בחברות המתמזגות נדרש לקבל את החלטת המיוזוג תוך הקפדה על קיום חובות האמון והזהירות של הדירקטורים. לפיכך בעל מניות הטוען כי התמורה ששולמה לבעלי המניות מקרב המיעוט בעסקת מיוזוג היא נמוכה, צריך להראות כי הופרו החובות המוטלות על הדירקטורים.¹⁹ בעניין שני לראשונה הכיר בית המשפט המחוזי במיוזוג כדרך חלופית לגיטימית למחיקת חברה ציבורית מהבורסה, לצד הדרך של הצעת רכש מלאה.²⁰

הדיון בהבדלים בין מחיקת חברה מהבורסה באמצעות הצעת רכש מלאה ובין מחיקתה באמצעות מיוזוג הופכי משולש חורג מהיקפה של רשימה זו וכבר נדון בהרחבה בספרות המשפטית.²¹ די בכך שנציין כי בכל אחת מהשיטות בעל השליטה נדרש להשיג רוב אחר מקרב בעלי המניות מהציבור. בהצעת רכש מלאה נדרשת הסכמה של 95% מבעלי המניות כולם, ואילו במיוזוג נדרשת הסכמה של רוב באסיפה הכללית, ובכלל זה רוב מתוך בעלי המניות מהציבור שאינם בעלי עניין אישי בעסקה. פרט זה כשלעצמו מעיד כי כל אחת מטכניקות המחיקה מהבורסה מעמידה אתגר אחר בפני בעל שליטה המבקש לרכוש את חלקו של הציבור.

בפרקים הבאים נתמקד במנגנון הצעת הרכש המלאה אשר במסגרתו אומצה לראשונה חזקת הניצח המתוחכם. עם זאת, לנוכח קיומו של מנגנון חלופי, נוסיף גם התייחסות לאפשרות של שימוש בחזקת הניצח המתוחכם במצב של מחלוקת על הוגנות התמורה בעסקת מיוזוג משולש הופכי.

ב. אימוצה של חזקת הניצח המתוחכם

בפרק זה נתאר את נסיבות אימוצה ואת מהותה הראשונית של חזקת הניצח המתוחכם כפי שגובשה בבית המשפט העליון בשנת 2012 בעניין קיטאל. פסק הדין בעניין קיטאל איגד ערעורים על שלושה הליכים שונים שבכולם התבקש סעד הערכת שווי על ידי בעלי מניות

18 ס' 275 לחוק החברות.

19 עניין שני, לעיל ה"ש 6, בעמ' 34–35.

20 שם, בעמ' 10–32.

21 ראו למשל שרון חנס ועמרי ידלין "על מיוזוג, מיוזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט מז 104 (2003); חמדני וחנס, לעיל ה"ש 6; חגית בלייברג ורותם ידלין "מיוזוג לפי סעיפים 350–351 לחוק החברות (בעקבות פסק-הדין בעניין מלם מערכות בע"מ)" תאגידים ה 29 (2008).

מיעוט שנכפתה עליהם מכירת אחזקותיהם לאחר קבלתה של הצעת רכש מלאה. חזקת הניצע המתוחכם התעוררה רק בהליך אחד מהשלושה – עניין שקולניק.²² ככלל, הנטל להוכיח כי התמורה בהצעת הרכש לא הייתה הוגנת מוטל על שכמם של מבקשי סעד הערכת השווי.²³ המבקש בעניין שקולניק, דרור שקולניק, טען כי התמורה ששולמה בעבור המניות בחברות קניאל אריזות וקניאל תעשיות (שייקראו כאן יחדיו "חברת קניאל" או "החברה") לא שיקפה את השווי ההוגן של החברה. לביסוס טענתו הגיש המבקש חוות דעת כלכלית שבחנה את שווי החברה על פי שיטת היוון תזרים המזומנים העתידי – Discounted Cash Flow (DCF). זאת עשה בהתאם לגישה שאומצה בעניין עצמון, שבה נקבע כי הנטל להוכיח שהתמורה בעד המניות בהצעת הרכש לא הייתה הוגנת מוטל על שכמו של מבקש סעד הערכת השווי, וכי שיטת DCF היא הדרך המקובלת לחישוב השווי ההוגן.²⁴

במאמציה להדוף את הבקשה, טענה חברת קניאל בין היתר כי למרות הגשת חוות הדעת יש להשיב את נטל ההוכחה אל כתפי המבקש בהסתמך על כך שחברת אנליסט אי.אם.אס שירותי ניהול והשקעות בע"מ (להלן: "אנליסט"), שעיסוקה הוא פעילות בשוק ההון, נענתה למחיר שהוצע בהצעת הרכש. המשיבות טענו כי יש לדאוג בהיענותה של אנליסט למחיר שהוצע, אינדיקציה להוגנות התמורה. ואכן, בעניין שקולניק נדחתה הבקשה לאישור התובענה הייצוגית, בין היתר עקב הודעתה האמורה של אנליסט על קיבול הצעת הרכש.²⁵ בהקשר הזה השליך השופט דנציגר את יהבו על מומחיותה של אנליסט ועל כך שהיקף אחזקותיה המשמעותי אפשר לה לסכל את הצעת הרכש אילו רצתה בכך, וקבע כי יש ליתן להיענותה משקל ראייתי נכבד, אף אם לא מכריע.²⁶ לשיטת השופט דנציגר, הצדקה למתן משקל ראייתי כזה ניתן להסיק גם בדרך של היקש מן המשקל הראייתי המיוחס למחיר שנקבע בעסקה שבוצעה בין קונה מרצון למוכר מרצון (at arm's length) מחוץ לבורסה.²⁷ החזקה העולה מעניין קיטאל היא אפוא כי בהינתן קיבול של "ניצע מתוחכם" להצעת רכש מלאה, יעבור הנטל בשלב הבקשה המקדמית לאישור התובענה הייצוגית אל מבקש סעד הערכת השווי להוכיח כי היענות הניצע המתוחכם אינה מהווה אינדיקציה להוגנות התמורה או כי משקלה הראייתי נמוך. לדברי השופט דנציגר:

22 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 4, ריכו בתוכו כאמור שלושה הליכים, אך במאמר זה נתייחס בייחוד לאחד מהשלושה, ע"א 5701/07 שקולניק נ' קניאל תעשיות אריזות בע"מ (פורסם בנבו, 28.8.2012).

23 עניין עצמון, לעיל ה"ש 2, פס' 72 לפסק דינו של השופט דנציגר.

24 שם. טבען של התדיינות הערכת שווי הוא שהן "התגוששות של מומחים" סביב תוקפן של חוות דעת כלכליות סותרות. כך הם הדברים גם בבית המשפט של מדינת דלוור. ראו, Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 884 A.2d 26, 35 (Del. 2005) ("It is often the case in statutory appraisal proceedings that a valuation dispute becomes a battle of experts. This is evidenced by the fact that the Court of Chancery is frequently presented with conflicting expert testimony").

25 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 4, פס' 95 לפסק דינו של השופט דנציגר, ובמיוחד הנימוק השלישי המצוין בפסקה זו. הנימוקים האחרים לדחייה שצוינו בפסקה זו היו כי המבקש לא עמד בנטל ההוכחה בתביעתו האישית, כי מנגנון שכר טרחת המומחה מטעמו של המבקש הותנה באחוזים מתוך סכום התביעה והדבר נמצא בלתי ראוי בעיני בית המשפט וכי חוות הדעת הכלכלית של המשיבים נמצאה משכנעת.

26 שם.

27 שם.

[...] סבורני כי המסקנה שגזר בית המשפט המחוזי מהסכמתה של חברת אנליסט להצעת הרכש בדבר הוגנות הצעת הרכש הינה מסקנה סבירה בנסיבות העניין. אנליסט הינה ניצע גדול ובלתי תלוי (ובלשונו של בית המשפט המחוזי – "ניצע מתוחכם") ובכוחה היה "לטרפד" את הצעת הרכש, בשים לב להיקף אחזקותיה בחברות. בנסיבות אלה יש ליתן להסכמתה להצעת הרכש משקל ראייתי נכבד, אף אם לא מכריע. סבורני כי ניתן לראות בהסכמתו של ניצע בנסיבות כאלה אינדיקציה חלקית להוגנות התמורה, בהיקש לעסקה שנערכת מרצון קודם להצעת הרכש, במסגרתה רוכש מציע בלוק מניות בחברה. בנסיבות אלה הנטל המוטל על מבקש סעד ההערכה הינו להוכיח כי הסכמתו של ניצע מסוגה של אנליסט אינה מהווה אינדיקציה שכזו או כי משקלה הראייתי של ההסכמה הוא נמוך.²⁸

השופט מלצר, אשר דעתו אמנם הייתה דעת יחיד בעניין קיטאל, הצטרף לעמדתו העקרונית של השופט דנציגר בנוגע להשלכות הסכמתה של חברת אנליסט. לדעת השופט מלצר, מתן משקל להסכמת הניצע המתוחכם מוצדקת "על בסיס ההנחה שגוף זה הוא מקצועי ומצוי בתחום וכי ההסכמה ניתנה רק לאחר בדיקה ראויה של השווי ההוגן ביחס למחיר ולתנאים שהוצעו".²⁹

מנגד, חשוב להצביע על האתגר הדיוני והראייתי העומד בפני מבקשי סעד הערכת שווי, שאינו פשוט כלל ועיקר. על משוכה מורכבת זו עמד השופט ג'ובראן בחוות דעתו בעניין קיטאל. לדבריו, מדובר במערכת יחסים המתאפיינת בפערי מידע בין מבקש סעד ההערכה לחברה. בשל כך העיר השופט ג'ובראן, למשל, כי יהא זה שגוי להטיל על מבקש הסעד להראות כי התבצעה תרמית או הטעיה.³⁰ עוד הוסיף השופט כי בשלב שבו החברה עומדת להימחק מרשימת המסחר ולהפוך לפרטית, החברה מסתכלת אל האופק ומבקשת לשמור על פרטיותה ולהסיר את חובות הדיווח החלות עליה. ייתכן כי עלייה בשווי המניה מקורה יהא במחיקה מן המסחר, וייתכן אף שמדובר בעלייה עקב תרמית; דא עקא, שהצבעה על המקרה המדויק אינה פשוטה.³¹ השופט ג'ובראן אמנם הצטרף לגישתו של השופט דנציגר בנוגע להצעת רכש מלאה, אך הדגיש כי מדובר במצב המאופיין בפערי מידע, ועל כן הסתייג מהכבדה רבה מדי של הנטל המוטל על ניצע המבקש סעד הערכה, להוכיח כי היה טעם לפגם בהליך ההצעה.³²

הלכת קיטאל מקימה אפוא חזקה אשר משמעותה הדיונית היא כי קיבול על ידי ניצע מתוחכם של המחיר שהוצע בהצעת רכש מלאה, מחזיר את הנטל מהמשיב בבקשה לקבלת

28 שם, פס' 95 לפסק דינו של השופט דנציגר.

29 שם, פס' 15 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) מלצר. בעמדתם בנקודה זו (אך לא בכל עמדתם) של דנציגר ומלצר תמכה גם השופטת ארבל, פס' 7 לפסק דינה. לביקורת על פסק הדין ראו הדס אהרונ-ברק ואסף חמדני "בעקבות פסק דין קיטאל: נטל ההוכחה בהצעת רכש מלאה" תאגידים ט 30, 31–32 (2012).

30 עניין שקולניק, לעיל ה"ש 4, פס' 47–49 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) ג'ובראן.

31 שם, פס' 50.

32 שם, פס' 52.

סעד הערכת שווי אל כתפי המבקש, הטוען כי המחיר אינו הוגן. עם זאת, החזקה אינה מכרעת. כלומר, אין די בחזקה לבדה ויש להצביע על כשלים אחרים בטיעוני מבקש סעד הערכת השווי כדי להביא לדחיית הבקשה. בפרק הבא נעמוד על אופן יישומה של החזקה בפסיקת בתי המשפט המחוזיים.

ג. יישומה של חזקת הניצח המתוחכם בבתי המשפט המחוזיים

חזקת הניצח המתוחכם נקלטה והוטמעה עד מהרה בפסקי דין של המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב וכן בפסיקה של שופטים אחרים בעניינים כלכליים. בפרק זה נסקור את אופן קליטתה של חזקת הניצח המתוחכם בפסקי הדין המחוזיים, נצביע על הדילמות המתעוררות ביישומה של החזקה ועל האופן שבו התמודדו עמן בתי המשפט המחוזיים, וכן נתייחס להרחבתה של החזקה באופן שחרג, לטעמנו, מהגבולות התחומים של הלכת קיטאל.

1. עניין ספרא

המקרה הראשון שבו נדונה החזקה הוא עניין ספרא.³³ במקרה זה התעוררה מחלוקת בנוגע למחיר ההוגן של המניות בהצעת הרכש המלאה של שתי חברות: מ.ת.מ. ומאגרי בנייה. המשיבות ביקשו להסתמך על הודעות קיבול של גופים מוסדיים למחיר המוצע כראיה להוגנות המחיר. המבקש, ספרא, ביקש לדחות טענה זו.³⁴ לגישת המבקש, הסכמתם של משקיעים מוסדיים למחיר המוצע בהצעת הרכש המלאה אינה מצביעה על הוגנות המחיר, ולא זו בלבד אלא שיתכן שהיא מצביעה על היפוכו של דבר, שכן יש חשש שגופים אלה אינם מעוניינים להתעמת עם בעלי הכוח ובעלי השליטה.³⁵

בבואה להכריע בבקשה, קבעה השופטת רות רונן כי "בית המשפט נדרש אם כן לכאורה לבצע בחינה עצמאית של השאלה מהו המחיר ההוגן – אלא-אם-כן קיימים לו 'עוגנים' חיצוניים", שמהם הוא רשאי להסיק כי המחיר ההוגן הוא אכן המחיר שהוצע על ידי בעלי השליטה.³⁶ לשיטתה, עוגן כזה יכול להיות הסכמתו של ניצח מתוחכם למחיר שהוצע בהצעת הרכש. השופטת רונן הסתמכה בהקשר זה בין היתר על ההיקש בחוות דעתו של השופט דנציגר בעניין קיטאל מעסקה מרצון מחוץ לבורסה.³⁷

השופטת רונן הציעה להיזקק לחזקת הניצח המתוחכם בנסיבות שבהן מתעורר קושי להעריך את השווי, אך מוכח כי התקיים משא ומתן עם הניצח המתוחכם בטרם הסכים למחיר, תוך הדגשת המקרה שבו הסכמת הניצח המתוחכם היא מהותית לכך שתקבל

33 ת"צ (מחוזי ת"א) 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ (פורסם בנבו, 9.6.2014) (להלן: עניין ספרא).

34 שם, פס' 11.

35 שם.

36 שם, פס' 49.

37 שם, פס' 53.

ההצעה.³⁸ לטעמנו, אכן בתנאים אלה יש הסתברות גבוהה לכך שקיבול על ידי הניצע המתוחכם שקול לעסקה מרצון בתנאי שוק, והמחיר שנקבע במקרה כזה עשוי להוות אינדיקציה מסוימת להוגנות התמורה. השופטת רונן הדגישה כי מדובר ב"משקל ראייתי נכבד", אף אם לא מכריע" אשר די בו להחזיר את נטל ההוכחה מהחברה המשיבה אל כתפי המבקש להוכיח מדוע התמורה אינה הוגנת.³⁹ מדברי השופטת רונן עולה אפוא כי במקרה של מחלוקת שבמומחיות בין בעלי הדין, היענות של ניצע מתוחכם להצעת הרכש יכולה בסופו של דבר להכריע את הכף לטובת החברה המשיבה.⁴⁰ במקרה הקונקרטי, על אף הסכמת הניצע המתוחכם בעניין ספרא, מצא בית המשפט כי יש מקום להיעתר לבקשה לאישור התובענה הייצוגית על רקע טענת המבקש כי חישוב השווי ההוגן שהציגו המשיבות כלל ניכוי שנוי במחלוקת בגין סחירות נמוכה.⁴¹

עולה מעניין ספרא אפוא כי במקרה שבו המבקש והמשיב מציגים חוות דעת כלכליות שבית המשפט אינו מסוגל להכריע ביניהן הכרעה מובהקת, תוכל הסכמת ניצע מתוחכם להטות את הכף לטובת המשיב.

לאחר קבלת הבקשה לאישור התובענה הייצוגית בעניין ספרא הגישו המשיבות בקשה לדיון חוזר שנדונה ונדחתה בהרכב מורחב של המחלקה הכלכלית.⁴² הדיון החוזר התמקד בשאלת אופן הדיפתה של חזקת הניצע המתוחכם. האפשרות האחת שבידי המבקש היא למצוא פגמים בהסכמת הניצע המתוחכם באופן שמערער במישרין את החזקה כי ההסכמה משקפת שווי הוגן. אפשרות שנייה היא העלאת טענות חזקות נגד המחיר עצמו בהצעת הרכש המלאה באופן שמערער בעקיפין את תוקפה של חזקת הניצע המתוחכם. עמדת המשיבות הייתה כי האפשרות השנייה אינה עולה מהלכת קיטאל ועל כן יש לדחותה. לשיטתן, ניתן להדוף את חזקת הניצע המתוחכם רק באמצעות תקיפת תוקפו של הקיבול שניתן על ידי הניצע.⁴³

השופטת קרת-מאיר, שכתבה את עמדת בית המשפט בדיון החוזר, סברה כי מהיותה של חזקת הניצע המתוחכם אינדיקציה חלקית בלבד להוגנות המחיר עולה כי ניתן לתקוף את החזקה בכל אחת מהאפשרויות האמורות. במילים אחרות, ניתן לתקוף את החזקה הן על ידי טענות ישירות נגד החלטת הקיבול של הניצע המתוחכם והן על ידי טענות כבדות משקל נגד השווי ששולם בעסקה עצמו.⁴⁴

לטעמנו, קביעה זו מוצדקת מהפן התיאורטי והדיוני גם יחד. בפן התיאורטי, אם השווי ששולם בעבור המניות אינו הוגן (גם אם הניצע המתוחכם נענה בחיוב למחיר המוצע) אזי גם חוות דעת כלכלית מטעם המשיבים התומכת בשווי ששולם אמורה ללקות בפגמים שניתן להצביע עליהם כדי לשכנע את בית המשפט לאשר את הבקשה לקבלת סעד הערכת

38 שם, פס' 54.

39 שם וכן פס' 59.

40 שם, פס' 95.

41 שם.

42 עניין ספרא – חוזר, לעיל ה"ש 5.

43 שם, פס' 3 (ב) לפסק דינה של השופטת קרת-מאיר.

44 שם.

השווי. בפן הדיוני, קביעה כי בכל מקרה שבו קיים ניצח מתוחכם נדרשת הפרכה של הסכמתו, תחייב במקרים רבים הליך מורכב של גילוי מסמכים ועיון במסמכים או חקירת עדים בניסיון להתחקות אחר תהליך גיבוש הסכמת הניצח המתוחכם. בנסיבות שבהן ניתנה הודעת קיבול על ידי ניצח מתוחכם למחיר בהצעת רכש מלאה, בלא שנוהל משא ומתן בינו ובין בעל השליטה, יוטל נטל דיוני כבד על המבקש להשיג מידע מהניצח המתוחכם, שאינו צד לבקשת סעד הערכת השווי. מכל מקום, הנטל הדיוני שיוטל על המבקשים הוא כבד, ויש לאפשר למבקשים להימנע ממנו אם ניתן להפריך את חוות הדעת הכלכלית של המשיבים בדרכים אחרות, כגון באמצעות חוות דעת כלכלית נוגדת שטעמיה כבדי משקל.

2. עניין מלאכי

איזו חשיבות יש, אם בכלל, לקיומו של משא ומתן ישיר בין המציע לניצח המתוחכם בנוגע למחיר? שאלה זו התחדדה בעניין מלאכי שבו נדונה בקשה לקבלת סעד הערכת שווי בעקבות רכישת מניות כפויה בהצעת רכש מלאה בחברת Elad Plateau Acquisitions.⁴⁵ בית המשפט הסתמך בהחלטתו על שני פסקי הדין שקדמו למקרה זה, עניין קיטאל ועניין ספרא. חשיבות קיומו של משא ומתן עלתה משום שלא הוכח כי התקיים במקרה הנדון משא ומתן מהותי ישיר בין החברה לניצחים המתוחכמים על המחיר שהתקבל בסופו של דבר. המשיבה, חברת Elad, טענה כי הצעת הרכש שופרה משום שהחברה הייתה "קשובה לרחשי הלב של הציבור".⁴⁶ לשם השוואה, בעניין ספרא נטען על ידי המשיבים כי התקיים משא ומתן עם הניצח המתוחכם ומטרתו הייתה להשיג את הסכמתו למחיר המוצע.⁴⁷ בעניין מלאכי קבע בית המשפט כי טענת המשיבים בדבר ניהול משא ומתן לא גובתה בהוכחה קונקרטית שנוהל משא ומתן כזה עם מי מהמשקיעים המוסדיים, ומה היו הטיעונים לשיפור ההצעה וההסכמה שאליה הגיעו לבסוף.⁴⁸ השופטת קרת-מאיר הוסיפה ברמיזה כי הסכמות שהן תולדה של משא ומתן ראוי להעלות על הכתב, במיוחד אם מדובר בתוספת של עשרות מיליוני שקלים לתמורה (23 מיליון שקלים במקרה דנן).⁴⁹

בעניין מלאכי חזר בית המשפט על הגישה שלפיה הסיבה להסתמכות על חזקת הניצח המתוחכם היא ש"יש משקל רב לעסקאות אמת שבוצעו בין צדדים שבאו ביניהם בדברים והגיעו להסכמה על מחיר, בהנחה שהצדדים לעסקאות אלה היו בעלי מידע מקביל ביחס לעסקה".⁵⁰

בעניין מלאכי לראשונה בחן בית המשפט את האפשרות כי הוכחה בדבר קיום משא ומתן עם הניצח המתוחכם תעניק משקל להסכמתו, אך מצא כי הראיות שהובאו בפניו אינן

45 ת"צ (מחוזי ת"א) 44884-03-13 מלאכי נ' Elad High Plateau Acquisition Inc. (פורסם בנבו, 2.4.2015) (להלן: עניין מלאכי).

46 שם, פס' 5 (ה) לפסק דינה של השופטת קרת-מאיר.

47 אך יוער כי בפועל בעניין ספרא לא הובאו ראיות או עדויות לקיומו של משא ומתן, אלא הדברים רק נטענו על ידי המשיבים. ראו עניין מלאכי, לעיל ה"ש 45, פס' 5 (ה).

48 שם.

49 שם.

50 עניין מלאכי – חוזר, לעיל ה"ש 5, פס' 70 לפסק דינה של השופטת רונן.

מבססות קיומו של משא ומתן או "מעין" משא ומתן כזה.⁵¹ אולם ההחלטה בעניין מלאכי אף היא הועמדה לדיון חוזר לבקשת חברת Elad.⁵² בדיון החוזר השתנתה עמדת המחלקה הכלכלית בנוגע לחובת קיומו והוכחתו של משא ומתן. השופטת רות רונן, שכתבה את פסק הדין בשם המותב בדיון החוזר, קבעה כי בחינתה של חזקת הניצח המתוחכם תיעשה בשים לב לשלושה רכיבים. הראשון, אם מדובר בניצח מתוחכם שקיבל את ההצעה. השני, אם הסכמה זו היא תולדה של משא ומתן בין אותו ניצח ובין המציע. השלישי, אם מדובר בניצח שהסכמתו מהותית לכך שתתקבל הצעת הרכש.⁵³

מותב הדיון החוזר הבהיר כי חזקת הניצח המתוחכם בתצורתה המקורית, כפי שהתגבשה בעניין קיטאל, אינה כוללת תנאי בדבר קיומו של משא ומתן מקדים ומתועד. לפיכך באשר לרכיב ניהול המשא והמתן נפסק כי היעדרו לא ישלול את החזקה, אם כי קיומו של משא ומתן יחזק את משמעות הקיבול.⁵⁴ לדברי השופטת רונן, "גם להסכמה של ניצח מתוחכם שלא נוהל איתו משא ומתן כלל, יש משקל. כאלה היו פני הדברים בהחלטה בעניין שקולניק שכפי שהובהר לעיל אושרה בפסק דין קיטאל. בעניין קיטאל (בניגוד להחלטה בעניין מ.ת.מ.) לא נטען כי התנהל משא ומתן עם הניצח המתוחכם, חברת אנליסט, אולם בית המשפט נתן משקל מכריע לעצם הסכמתה של חברה זו, לביסוס המסקנה לפיה יש לדחות את בקשת האישור".⁵⁵

בדיון החוזר בעניין מלאכי הביעו שופטי המחלקה הכלכלית הלכה למעשה נכונות להמיר את התוקף הנוסף שניהול משא ומתן מעניק למשמעותה של הסכמת הניצח המתוחכם, בתוקף הנובע מהיותו של הניצח המתוחכם בעל מניות המצוי בעמדה מכרעת המשפיעה על קבלת ההצעה. נקבע כי מצב שבו הניצח הוא לשון המאזניים, וביכולתו לטרפד את העסקה, שקול מבחינה ראייתית למצב של קיום משא ומתן עם המציע.⁵⁶ בית המשפט הדגיש: "מהי המשמעות של הסכמה של מציע המודע לכך שהסכמתו מהווה תנאי לכך שהצעת הרכש תתקבל, למחיר המוצע בהצעה? כאשר מדובר במציע כזה, הרי כפי שנקבע בפס"ד קיטאל ההנחה היא כי הסכמתו היא בעלת משמעות. כלומר, הסכמה של מציע כזה להצעה דומה להסכמה במסגרת משא ומתן היפותטי שמתנהל לכאורה בין המציע לבין הניצח המתוחכם והמשמעותי, ולכן הסכמת הניצח דומה לקבלת הצעה במשא ומתן 'ממשי'".⁵⁷ במקרה הקונקרטי קבע בית המשפט כי אף שלא נוהל משא ומתן, העלאת המחיר ללא כל הסבר מבהירה כי ככל הנראה הייתה החברה קשובה "לרחשי הלב" של הניצעים.⁵⁸

לטעמנו, גישת בית המשפט בדיון הראשון בעניין מלאכי עדיפה מן העמדה שאומצה בדיון החוזר. לא למותר להזכיר כי חזקת הניצח המתוחכם מחזקת את המשיבים ולא את

51 עניין מלאכי, לעיל ה"ש 45, פס' 5 (ה) לפסק דינה של השופטת קרת-מאיר.

52 עניין מלאכי – חוזר, לעיל ה"ש 5.

53 שם, פס' 66 לפסק דינה של השופטת רונן.

54 שם, פס' 71–72.

55 שם. יוער כי בציטוט מתייחסת השופטת רונן לעניין ספרא כעניין מ.ת.מ.

56 שם, פס' 74.

57 שם.

58 שם, פס' 75.

המבקשים. חזקת הניצח המתוחכם עלולה להערים משוכות כבדות בפני מבקשי סעד הערכת שווי. התנאי שהעמידה השופטת קרת-מאיר בדבר תיעודו של המשא ומתן שנוהל עם הניצח המתוחכם, יוצר אפוא תמריץ לבעלי שליטה לנהל בפועל משא ומתן כזה. ניהול משא ומתן מגדיל את הסיכוי שיועלה המחיר בהצעת הרכש. יתרה מזו, הדרישה כי המשא ומתן יתועד מגדילה את התמריץ לכך שהמשא ומתן יהיה אמיתי, משמעותי, יעיל, יחייב גילוי מידע בין הצדדים באופן שיצמצם למעשה ולא רק להלכה את פערי המידע בין הצדדים ויביא לתוצאה הוגנת בפועל ולא רק בכוח. ללא תיעוד של המשא ומתן בין המציע לניצח המתוחכם, חזקת הניצח המתוחכם מהווה הסתמכות של בית המשפט על פעולה של גורם חיצוני בשעה שאין בידי בית המשפט שום ידיעה בדבר מניעיו, שיקוליו והמידע שעמד לנגד עיניו של אותו גורם, אם בכלל עמד לנגד עיניו מידע כלשהו.

סוגיה נוספת שעליה נתן בית המשפט בדיון החוזר בעניין מלאכי את הדעת, היא השפעת שיעור ההשקעה של הניצח המתוחכם בחברה, והיקפה, על המשקל שיש לייחס להסכמתו. בית המשפט ציין כי ככל ששיעור החזקותיו של ניצח מתוחכם במניות החברה גדול יותר, כך גדל התמריץ של המשקיע לערוך בירורים מעמיקים יותר בשאלה אם להיענות להצעת הרכש המלאה אם לאו. עם זאת הבהיר בית המשפט כי תמריץ זה עשוי להשתנות אם סכום ההשקעה בחברה (להבדיל משיעור האחזקה) הוא נמוך או אם שיעורה של ההשקעה הוא קטן ביחס לכלל תיק ההשקעות של הניצח המתוחכם.⁵⁹ אף אנו סבורים כי צפוי יחס ישר בין משאבי הממון והזמן שישקיע ניצח מתוחכם באיסוף מידע וניתוחו ובין הפרמטרים שעליהם הצביע בית המשפט בדיון החוזר בעניין מלאכי, ולכן רצוי להביא פרמטרים אלה בחשבון בקביעת המשקל המיוחס להסכמת הניצח המתוחכם.

חידוש נוסף שהועמד לעיונו של בית המשפט בעניין מלאכי נגע למצב של ריבוי ניצעים מתוחכמים. בדיון הראשון נקבע כי הסכמה של כמה גופים מוסדיים בלתי תלויים זה בזה להצעת הרכש המלאה מחזקת את משקלה של חזקת הניצח המתוחכם, אך צוין כי גם קיבול על ידי כמה ניצעים מתוחכמים לא יהיה בעל "משקל מכריע".⁶⁰ לדעת בית המשפט בדיון החוזר, יש הצדקה לייחס משמעות רבה יותר להסכמה של כמה ניצעים מתוחכמים שאינם תלויים זה בזה. בית המשפט לא הקל ראש בטענה כי גופים מוסדיים לוקים בבעיית נציג ייחודית אשר עלולה למנוע מהם לקיים בדיקה מושכלת של הצעת הרכש המלאה. עם זאת, בית המשפט סבר כי ניתן להסתמך במקרה כזה אף על גוף מוסדי המחזיק כמות מניות שאין בה כדי לסכל כשלעצמה את הצעת הרכש. בית המשפט הסביר כי הצבעה מתנגדת הייתה מעניקה לגוף מוסדי את האפשרות להגיש בקשה לקבלת סעד הערכת שווי, ולכן החלטתו לקבל את המחיר המוצע ולוותר על הזכות להגיש בקשה להערכת שווי היא בעלת משמעות לא מבוטלת.⁶¹ לטעמנו, יש לדחות הנמקה זו. ראשית, בעיית ניגודי העניינים שגופים מוסדיים לוקים בה עלולה לגרום לכך שאלה יימנעו מלהגיש תביעות נגד בעלי השליטה בחברה בדיוק כפי שנמנעו מלהתנגד למחיר שהוצע בהצעת הרכש המלאה.⁶² שנית, בעיית

59 שם, פס' 78.

60 שם, פס' 80, 83.

61 עניין מלאכי – חוזר, לעיל ה"ש 5, פס' 80–82.

62 אהרונ-ברק וחמדני, לעיל ה"ש 29, בעמ' 30–31.

הנציג הרווחת בגופים אלה עלולה לסכל את התמריץ להגיש בקשה לקבלת סעד הערכת שווי, על אחת כמה וכמה כאשר הניצע המתוחכם הנותר יהיה "בורד במערכה" המשפטית מול בעל השליטה בחברה. לראיה ניתן להצביע על הנתונים שלפיהם על אף הדומיננטיות של גופים מוסדיים בשוק ההון הישראלי, מספר התביעות שהוגשו בישראל על ידי גופים אלה – למיטב בדיקתם של כותבי רשימה זו – אפסי. בפרט, לא נמצאה כל תביעה על ידי גוף מוסדי שעניינה מחיקה של חברה ציבורית מהבורסה.

אף הקביעה בפסק הדין בדיון החוזר שהעלאת המחיר בהצעת הרכש המלאה נבעה מקשב לרחשי הלב של הציבור, ושילובה במתן משקל לקיומו של ניצע מתוחכם שלא נוהל עמו משא ומתן, הן מוקשות בעניינו. התופעה של שיפור המחיר המוצע בהצעת רכש מלאה רווחת למדי, מחד גיסא.⁶³ מאידך גיסא, אין כל מחקר בישראל או הוכחה אמפירית אחרת המאפשרת לקבוע באופן ודאי כי העלאת מחיר בהצעת רכש מלאה היא תולדה של קשב לרחשי לבו של הציבור. זאת ועוד, בעל שליטה רציונלי הצופה היענות להצעת רכש, לא יעלה את המחיר בהצעת הרכש אך ורק מטעמים סנטימנטליים. החשש הנוסף והמדאיג יותר הוא כי הנכונות של בית המשפט להכיר בהעלאת מחיר שסיבותיה אינן מוכחות, כאינדיקציה להשפעת נוכחותם של ניצעים מוסדיים, יוצרת תמריץ למציע בהצעת רכש מלאה להגיש בתחילה הצעת מחיר נמוכה (low balling), ולאחר שזו תידחה להציע העלאת מחיר ולו מזערית שכל כולה נועדה ליצור רושם לכאורה כאילו בעל השליטה ניהל משא ומתן עקיף עם בעלי המניות והיה קשוב לרחשי לבם. מניפולציה כזו רצוי למנוע.

לטעמנו, גישת בית המשפט בדיון החוזר בעניין מלאכי היא ביטוי למגמת בתי המשפט להעדיף בחינה של התנהלות פרוצדורלית – במקרה זה התנהלות המבטיחה את ההגעה למחיר המשקף תמורה הוגנת לבעלי המניות – על פני עיון מהותי.⁶⁴ מגמה זו נובעת

63 מבדיקה של 40 הצעות רכש מלאות שהסתיימו במחיקת החברה מהבורסה בשנים 2014–2015 שנערכה על ידי כותבי רשימה זו בהסתמך על נתונים שפורסמו באתר הבורסה לניירות ערך בתל אביב – www.tase.co.il – מצאנו כי ב-15 חברות (37.5%) מתוך כלל החברות שנבדקו הוצע שיפור במחיר הצעת הרכש לאחר הצגת המחיר ההתחלתי. לא ניתן ללמוד על נסיבות שיפור המחיר המוצע מהמידע הגלוי המתפרסם באתר הבורסה.

64 מגמה זו ניכרה באימוצו בפועל על ידי שופטי המחלקה הכלכלית של כלל שיקול הדעת העסקי המעניק הגנה לדיסקרטוריון מפני אחריות כל עוד קיימה כהלכה הפרוצדורה הנדרשת לפני קבלת החלטה. ראו למשל תנ"ג (מחוזי ת"א) 35114-03-12 אשש נ' עטיה (פורסם בנבו, 24.06.2015); ת"צ (מחוזי ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, 15.5.2011). לאחרונה הוכר כלל שיקול הדעת העסקי גם פסיקתו של בית המשפט העליון ובכך ניתנה גושפנקה גם בהלכה לגישה שלפיה קיומה הראוי של הפרוצדורה יכול להקים חזקה שיכולה להגן על נושאי המשרה מפני תביעות בגין הפרת חובותיהם. ראו ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ', פס' 74–75 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.12.2016) ("לא יהא זה בגדר חידוש מרעיש אם נסיר את הלוט מעל צלמו של כלל שיקול הדעת העסקי, ונכריז חגיגית כי עקרונותיו חלחו אל המשפט הישראלי והם מהווים כיום חלק בלתי נפרד מדיני החברות בישראל [...] כלל שיקול הדעת העסקי הוא במהותו כלל היוצר לטובת הנתבע חזקה הניתנת לסתירה, ועל התובע הנטל הראשוני לסתור את 'חזקת התקינות' המוקנית לנושאי המשרה מכוח כלל זה").

מהקושי של בתי המשפט להתמודד באופן מהותי עם הערכות שווי כלכליות, קושי שהשופטים אינם מכחישים אותו.⁶⁵

3. עניין תועלת לציבור

עניין תועלת לציבור הוא הרחבה טבעית לכאורה של חוקת הניצח המתחכם: האפשרות להשתמש בחוקה לא רק במקרי נקיטת מנגנון הצעת הרכש המלאה אלא גם במקרי נקיטת המנגנון החלופי לעסקת going private – מיזוג משולש הופכי.⁶⁶ בפרשה זו נדרש שופט המחלקה הכלכלית חאלד כבוב לטענה כי יש לבחון את הגינות המלאה (entire fairness) של עסקת המיזוג ההופכי המשולש למחיקת מניותיה של חברת כלל תעשיות מהבורסה.⁶⁷ לעמדת השופט כבוב, במצב של בחינת שווי הוגן במיזוג, ניתן להשתמש בהסכמתם של משקיעים מתוחכמים לעסקה כאינדיקטור להגינות השווי.⁶⁸ בהקשר זה נסמך השופט כבוב על הלכת קיטאל.⁶⁹ לדעת השופט כבוב, ההסתמכות על הסכמת ניצע מתחכם בעניין קיטאל בנוגע להצעת רכש מלאה כוחה יפה גם במקרי מיזוג משולש הופכי, תוך הסתייגות: יש לייחס משקל נמוך יותר להסכמה מפאת חוסר היכולת של ניצע במצב זה לטרפד את העסקה.⁷⁰

אימוץ חוקת הניצח המתחכם בהקשר של מיזוג משולש הופכי מעורר קושי. השימוש במיזוג לעסקאות רכישת חלקו של הציבור בחברה נפוץ זה מכבר וזכה להכרה משפטית.⁷¹ המצדדים בחופש עיצובן של עסקאות going private סבורים כי ניתן להבטיח את הוגנות המחיר באמצעות מנגנוני הגנה על בעלי המניות מהציבור המותאמים למאפיינים הייחודיים של כל עסקה.⁷² לכן שולב המנגנון הכפול של דרישת קיבול מצד 95% מבעלי המניות וסעד הערכת שווי בהצעת הרכש המלאה. לעומת זאת, במיזוג נדרשת הסכמתו של רוב מקרב בעלי מניות הציבור שאינם בעלי זיקה לבעל השליטה, ולצד תנאי זה התפתחה בפסיקה גם הציפייה כי עסקת המיזוג שתובא לאישור אסיפת בעלי המניות, תהיה פרי ניהול משא ומתן באמצעות ועדה בלתי תלויה ולא באמצעות הדירקטוריון, שכן חבריו מונו על ידי בעל השליטה ולכן הוא נתון במקרה זה בניגוד עניינים. עמידה בדרישה זו מבטיחה במידה רבה של ודאות כי הדירקטוריון שאישר את עסקת המיזוג יזכה להגנת "כלל שיקול הדעת העסקי" (Business Judgement Rule).⁷³

הצעת רכש מלאה ומיזוג אינם מנגנונים זהים, אף אם הם משמשים לביצועה של עסקה שמהותה העסקית זהה. לפיכך ספק אם ניתן לאמץ את חוקת הניצח המתחכם כמעט במלואה במקרי עסקת מיזוג, כפי שעשה בית המשפט בעניין תועלת לציבור. הבחירה של

65 עניין מלאכי – חוזר, לעיל ה"ש 5, פס' 69–70 לפסק דינה של השופטת רונן.

66 עניין תועלת לציבור, לעיל ה"ש 5.

67 שם, פס' 32–33.

68 שם, פס' 34.

69 שם.

70 שם.

71 ראו עניין שני, לעיל ה"ש 6; בלייברג וידלין, לעיל ה"ש 21; חמדני וחנס, לעיל ה"ש 6.

72 שם, בעמ' 404–412.

73 עניין כהנא, לעיל ה"ש 64, פס' 4(ג), 4(ה).

בעלי שליטה להעדיף את המיזוג לצורך רכישת חלקו של הציבור מעידה, לכאורה, על עדיפות מנגנון זה בעיני בעל השליטה בנסיבות הקונקרטיות של כל עסקה. כלומר הבחירה בדרך המיזוג נועדה לעקוף את הקשיים הטמונים במחיקה באמצעות הצעת רכש מלאה, ובכללם הצורך לקבל את הסכמתם של ניצעים מתוחכמים. מצב זה עשוי להתעורר, למשל, כאשר שיעור האחזקות בידי הציבור שאין לו זיקה לבעל השליטה עומד על 30% ממניות החברה, ועם בעלי מניות אלה נמנה ניצע מתוחכם המחזיק 6% מכלל המניות. מובן שהצעת רכש מלאה לא תצלח ללא קיבול מצד הניצע המתוחכם. לעומת זאת ניתן להשיג את הסכמת רוב בעלי המניות מהציבור (15%) למיזוג גם ללא הסכמת הניצע המתוחכם. מחד גיסא, ניצע מתוחכם כזה מצוי בעמדה מיטבית להשיא ערך לבעלי המניות מהציבור אם ינהל משא ומתן יעיל בהצעת רכש מלאה. מאידך גיסא, ניצע מתוחכם כזה עלול גם להכשיל הצעת רכש מלאה אשר יתר בעלי המניות מהציבור היו נענים לה. פעולה מכשילה כזו יכולה להתרחש, למשל, במצב שבו הניצע המתוחכם רכש את המניות במחיר גבוה מהמחיר שבו רכשו אותן יתר בעלי המניות בשוק. בשני המקרים בעל השליטה עשוי להעדיף למחוק את החברה מהבורסה באמצעות מיזוג. במקרה הראשון, שבו הווטו של הניצע המתוחכם הוא וטו מוצדק, הבחירה במיזוג תנטרל את השפעת הניצע המתוחכם, ולכן עשויה להביא להסכמה על מחיר נמוך מהשווי ההוגן. במקרה השני, שבו התעקשות הניצע המתוחכם עלולה להכשיל עסקה טובה, הבחירה במיזוג אמנם מאפשרת את ההגעה לעסקת מחיקה מהבורסה, אך אי-אפשר לומר בוודאות כי הצבעת הניצע המתוחכם בעד העסקה או נגדה מלמדת בהכרח כי התמורה ששולמה היא ראויה והוגנת.

לטעמנו, על בית המשפט לחזק את ההגנה על בעלי מניות מהציבור במיזוג. חזקת הניצע המתוחכם משרתת את בעל השליטה כנגד טענה שלפיה תמורת עסקת המיזוג אינה הוגנת. כלומר החזקה פועלת לטובת בעל השליטה ומערימה קשיים על בעלי מניות הטוענים לקיפוח. יש חשש כי שימוש בחזקה כזו יסיט את האיזון, העדין ממילא ביחסי הכוחות בעסקת מיזוג, לטובת בעל השליטה.

אנו מציעים שלא לבסס חזקה על הסכמת הניצע המתוחכם בנסיבות של עסקת מיזוג, אך אין לפסול לחלוטין את הערך שיש להסכמת ניצע מתוחכם בעסקה כזו. בעסקת מיזוג בית המשפט נתקל לא אחת בקשיים לא מבוטלים בבואו להתמודד עם חוות דעת כלכליות מורכבות הטוענות בעד ונגד הגינותה של התמורה. רצוי לראות בהסכמת הניצע המתוחכם טענת הגנה מסייעת במקרה שבו הגיע בית המשפט לשלב שבו נבחנת עסקת מיזוג במבחן "הגינות מלאה" (entire fairness). במקרה כזה, אם יוכיח בעל השליטה כי ניהל משא ומתן עם ניצע מתוחכם כדי להשיג את הסכמתו למחיר שהוצע, וכי ההסכמה ניתנה על בסיס המידע הנחוץ, אזי יש לראות בהסכמת הניצע המתוחכם אינדיקציה להגינותה המלאה של העסקה. גישה זו אף עולה בקנה אחד עם גישת בית המשפט במדינת דלוור, שלפיה בתביעות שעניינן הוגנות המחיר בעסקת מיזוג, בית המשפט נוטה לייחס משמעות מכרעת רק למחיר שהוא פרי משא ומתן יעיל שנוהל בין צדדים בלתי תלויים או תוך שימוש בפרוצדורה המבטיחה משא ומתן בלתי תלוי, כגון מינוי ועדה בלתי תלויה.⁷⁴

74 בית משפט בדלוור פסק בכמה מקרים בשנת 2015 כי בתביעה של בעלי מניות ניצעים לסעד הערכת שווי (appraisal right) בעקבות עסקת מיזוג שבה הוכיחה החברה הנתבעת כי נוהל משא ומתן יעיל והוגן עם

ראוי לשים לב שבעסקת מיזוג המובאת לאישור אסיפת בעלי המניות, חלה על ניצח מוסדי חובה חוקית לגבש עמדה ולהצביע בעד העסקה או נגדה. זאת, בשונה מהצעת רכש מלאה, שבה הניצח יכול לשלוח הודעת קיבול, אך ברצותו לדחות את ההצעה אין הוא חייב לשלוח הודעה כלשהי, ולפיכך אי-אפשר לעמוד בוודאות על עמדתו. החובה החלה על ניצח מוסדי לשקול את עסקת המיזוג ולהצביע באסיפת בעלי המניות, מחייבת לטעמנו לקבוע כי ככל שיש לייחס לעמדת הניצח המוסדי משקל כלשהו, משקל זה עשוי לפעול באותה מידה לטובת בעל השליטה או לטובת מתנגדי העסקה.⁷⁵ כלומר בתביעה התוקפת עסקת מיזוג שאושרה באסיפת בעלי המניות חרף התנגדותם של משקיעים מוסדיים, מן הראוי לייחס גם להתנגדות ניצחים מוסדיים, ככל שהייתה כזו, משקל ראייתי מסוים בבוא בית המשפט לקבוע אם המחיר המוסכם בעסקת המיזוג היה הוגן. בכך המשמעות שניתן לייחס לעמדת המשקיע המוסדי בעסקת מיזוג שונה מזו שניתן לייחס לאי-קיבול על ידי ניצח מתוחכם בהצעת רכש המלאה.

4. עניין מגן

בעניין מגן הוגשה בקשה לקבלת סעד הערכת שווי על ידי רו"ח דניאל מגן בעקבות מחיקתה מהמסחר של חברת אוליצקי כריה בהצעת רכש מלאה.⁷⁶ בהשוואה לקודמיו, פסק דינה של השופטת ד"ר מיכל אגמון-גונן בעניין מגן מתאפיין בגישה קיצונית המעניקה את המשמעות הכבדה ביותר להסכמתם של ניצחים מוסדיים מתוחכמים.

במקרה זה השתתפו שלל ניצחים מתוחכמים בהצעת הרכש המלאה, חלקם ניצחים פרטיים מתוחכמים ואחרים גופים מוסדיים.⁷⁷ השופטת אגמון-גונן סברה שיש להבחין בין ניצח מתוחכם שהוא גוף מוסדי ובין ניצח מתוחכם פרטי שהוא "משקיע מומחה/מתוחכם".⁷⁸ לשיטתה, יש לייחס משקל ראייתי נמוך ואף אפסי להסכמה של ניצח פרטי, בניגוד למשקל שיש לייחס לגוף מוסדי המנהל את כספי הציבור.⁷⁹ עם זאת נראה כי בית המשפט היה מוכן

הרוכש, יעדיף בית המשפט להסתמך על מחיר העסקה ויראה בו מחיר הוגן. ראו Merion Capital LP v. LongPath Capital, 2015 WL 67586 (Del. Ch. Jan. 5, 2015). גם בעניין BMC Software, Inc., 2015 WL 4540443 (Del. Ch. June 30, 2015). LLC v. Ramtron Int'l Corp., 2015 WL 4540443 (Del. Ch. June 30, 2015). בדלור כי כאשר נוהל משא ומתן ראוי למכירת החברה, ניתן להסתמך על המחיר שהושג בו כמחיר הוגן. לדעה התומכת בהענקת משקל ראייתי גם לדחייה של עסקה על ידי ניצחים מתוחכמים ראו עניין מלאכי – חוזר, לעיל ה"ש 5, פס' 79. ולהשוואה: בפסק דין משנת 2010 קבע בית המשפט הצ'נסרי בדלור כי הסתייגות של בעלי מניות מרכזיים בחברה (שהיוו יחד 46% מבעלי המניות) ממחיר שהוצע בעסקת מיזוג היא אינדיקציה לכך שאי-אפשר להסתמך על מחיר זה כאינדיקציה לשווי הוגן. ראו Global GT LP v. Golden Telecom, Inc., 993 A.2d 497, 508 (Del. Ch. 2010).

76 עניין מגן, לעיל ה"ש 8. הדיון בפרשה זו עוכב בזמנו כדי להמתין להכרעת בית המשפט העליון בעניין קיטאל.

77 חלק מהניצחים היו בעלי מומחיות וניסיון בשוק ההון, ובהם ירון תמיר ויוחאי גולד בעלי חברת ההשקעות פרוסט, אילן ושלומית לוי שהוגדרו על ידי החברה כמשקיעים מנוסים בשוק ההון ועורכת הדין ענת וקסלבאום שמונתה מטעם הכנ"ר כמנהלת להליך פשיטת הרגל של הגברת ציפורה גלינצמן. שם, פס' 7.2.2.1 לפסק דינה של השופטת מיכל אגמון-גונן.

78 שם, פס' 7.2.3.2.

79 השופטת אגמון-גונן אינה מתייחסת לניהול כספו של הגוף המוסדי עצמו ("נוסטרו") או כנאמן.

להעניק משקל לניצעים פרטיים אילו שוכנע כי פעלו משיקולים כלכליים רציונליים. כך למשל, עם הניצעים שאין לייחס להסכמתם משמעות לעניין הוגנות המחיר בהצעה, מנה בית המשפט את הסכמת הכנ"ר להצעת הרכש באמצעות מנהלת מיוחדת שמונתה להליך פשיטת רגל של בעלת מניות.⁸⁰ בית המשפט הבהיר כי השיקולים המנחים חייב בפשיטת רגל שונים משיקוליו של בעל מניות רגיל וממילא לא הוצגו לבית המשפט האינטרסים שהביאו להסכמת הכנ"ר כניצע.⁸¹ ייתכן שעמדת בית המשפט היתה אחרת אילו היו השיקולים האמורים מוצגים לפניו.

בלב פסק דינה קבעה השופטת אגמון-גונן כי להסכמה של גוף מוסדי למחיר בהצעת רכש יהיה משקל כמעט מכריע באשר להוגנות המחיר.⁸² ייחוס משמעות כה מכרעת מתקבל לדעת בית המשפט אף ללא צורך בבירור של נסיבות ההסכמה. בית המשפט סבר כי גוף מוסדי שוקל את הצעת הרכש בהתאם לאינטרס המיטבי של משקיעי הקצה, שלהם הוא חב נאמנות.⁸³ השופטת אגמון-גונן הצביעה על שורה של הסדרים שנועדו למזער את ניגודי העניינים של גופים מוסדיים ולהבטיח כי יפעלו להשאת רווחיהם של משקיעי הקצה.⁸⁴ על רקע זה קבעה השופטת כי הצבעה של משקיע מוסדי תהווה "ראיה כמעט מכרעת" להוגנות המחיר, באין ראיה ספציפית לסתור.⁸⁵

מעניין לציין כי עמדת הרשות לניירות ערך הובאה בפני בית המשפט, ונדחתה ברובה. עמדת הרשות הייתה הקיצונית ביותר בהפחתת המשקל המיוחס להסכמת ניצע מתוכם.

80 שם, פס' 7.2.2.1.

81 שם, פס' 7.2.2.1.

82 שם, פס' 7.2.3.6. נעיר כי גישה דומה עשויה לעלות מדברי השופטת רות רונן בת"צ (מחוזי ת"א) 26912-02-14 שביט נ' קבוצת חגיג' ייזום נדל"ן בע"מ (פורסם בנבו, 29.4.2015). במקרה זה אישר בית המשפט הסדר פשרה בתביעה ייצוגית שהגיש בעל מניות נגד החברה בטענה כי השווי שהוצע בגין מניה בהצעת הרכש מקפח את המשקיעים. המשיבה טענה כי הוגנות המחיר נלמדת בין היתר מעסקה רצונית בבולק מניות שבוצעה מחוץ לבורסה וכן מהסכמה של ניצע מהותי מתוכם. בהחלטתה לאשר את הפשרה ציינה השופטת רונן באשר להסתמכות המשיבה על עסקה רצונית ועל הסכמת הניצע המתוכם כי "טענות אלה – לו היו מתקבלות, היו עשויות להביא לדחיית הבקשה גם בלא דיון בחוות דעת המומחים לגופן". שם, פס' 30. לכאורה ניתן ללמוד מהדברים כי צירוף הטענות יכול להכריע את הסכסוך לטובת המשיבה, באופן המעניק לחזקת הניצע המתוכם משקל כמעט מכריע. מקריאת ההחלטה במלואה נראה לנו שלא זו הייתה כוונת בית המשפט, בין היתר משום שעמדה זו אינה תואמת את ההחלטה המשמעותית יותר של השופטת בעניין מלאכי – חוזר (לעיל ה"ש 5), שניתנה מאוחר יותר. ממילא ההערה האמורה היא בגדר אובסטר.

83 עניין מגן, לעיל ה"ש 8, פס' 7.2.3.2.

84 לפירוט הנימוקים ראו שם, פס' 7.2.3.5 (ג'), שם הפנה בית המשפט בין היתר לחובות אומן מתוקף היות הגופים המוסדיים אמונים על כספי החוסכים; מנגנון ממשל תאגידי שמחייב אותם להתנהל על פי אמות מידה ראויות בניהול ההשקעות; החוק לקידום תחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013, שאמור לצמצם מצב שבו חברה מנסה "להיטיב" עם גוף מוסדי בעסקה א' תמורת רכישת מניות במחיר מוסכם על הגוף המוסדי בעסקה ב'; מדיניות הצבעה ושקיפות הליך במקרה של ניגוד עניינים בהצבעה של גוף מוסדי; הצבעה באמצעות חברות ייעוץ שמיועדת ליצור גוף ניטרלי שמקבל את ההחלטה ללא התערבות של הגוף המוסדי.

85 שם, פס' 7.2.3.6. נעיר כי בדומה לעניין ספרא, לעיל ה"ש 33, אף בעניין זה הציג המבקש בסופו של דבר חוות דעת כלכלית אשר היה בה כדי לערער את טענות הוגנות השווי שהעלו המשיבים, ועל כן אושרה הבקשה להגשת התביעה הייצוגית.

לדעת הרשות, הסכמתו של ניצע מתוחכם אין בה כשלעצמה להצביע על הוגנות המחיר בהצעת הרכש.⁸⁶ עוד סברה הרשות כי יש להבדיל בין משקיעים מוסדיים למשקיעים מתוחכמים פרטיים, ולהבחין בין אדם פרטי המייצג גוף מוסדי כאשר הוא משקיע בכובעו הפרטי, ובין ההחלטה שהוא מקבל כנושא משרה בגוף מוסדי.⁸⁷ לגישת הרשות, השיקולים המנחים ניצע מתוחכם, בין מוסדי ובין פרטי, יכולים בהחלט להיות שונים משיקוליו של הציבור, ובשל כך לגישת הרשות אין לראות בהסכמה של ניצע מתוחכם אינדיקציה להוגנות המחיר.⁸⁸ לחלופין הציעה רשות ניירות ערך שלא לייחס משקל להסכמת הניצע המתוחכם בשלב הבקשה לאישור התובענה הייצוגית, אלא רק בדיון בתביעה גופה, באופן שלא יהיה ניתן לדחות את הבקשה מכוח החזקה.⁸⁹ ניכר, לדעתנו, כי הרשות ביקשה למזער את הנטל שחזקת הניצע המתוחכם מטילה על מבקשי סעד הערכת שווי.

ברוחותה את עמדת הרשות, הסבירה השופטת אגמון-גונן כי הדין מחייב את הגופים המוסדיים לקבל החלטות בתאגידים בהנחה שהם ישרתו את האינטרס של ציבור בעלי המניות וישמשו שומרי סף.⁹⁰ פסק דינה מביא גם את הביקורת המייחסת לגופים המוסדיים ניגודי עניינים אפשריים וקבלת החלטות שאינן מיטביות למשקיעי הקצה עקב בעיית נציג ייחודית. כך למשל, המלומדים הדס אהרונ-ברק ואסף חמדני עמדו על ניגוד העניינים המובנה בין ההנהלה לעמיתים בגופים המוסדיים.⁹¹ בהקשר זה כתב חמדני גם כי "ביסוד מערכת היחסים שבין גופים מוסדיים לחוסכים באמצעותם עומד קונפליקט בין האינטרס של הגופים המוסדיים לזה של החוסכים. [...] הגופים המוסדיים מנהלים את כספי החוסכים תמורת דמי ניהול. אינטרס החוסכים הוא להשיג תשואה מרבית על ההפקדות שלהם (בהתחשב בסיכון ובניכוי דמי הניהול), ואילו האינטרסים של הגופים המוסדיים הוא להפיק רווח מרבי – בעיקר מגביית דמי ניהול – מניהול של כספי החוסכים".⁹²

לדעת אגמון-גונן, אין בביקורת זו כדי לשלול את המשקל הכמעט מכריע של הסכמת הניצע המוסדי. לטעמה, יש בחובות האמון, במנגנוני ממשל תאגידי ובהגבלות שונות שאומצו בחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות במשק, בפיקוח הרגולטורי על גופים

86 עניין מגן, לעיל ה"ש 8, פס' 3, בס' 23 לנייר עמדת רשות ניירות ערך.

87 שם, פס' 3, בס' 29 לנייר עמדת רשות ניירות ערך.

88 שם, פס' 3, ס' 30–31 לנייר עמדת רשות ניירות ערך.

89 שם.

90 שם, פס' 7.2.3.5 (ב).

91 אהרונ-ברק וחמדני (לעיל ה"ש 29, בעמ' 30) מצביעים על ניגודי העניינים של הגופים המוסדיים כגורם המחליש את כוחו של המיעוט בהצבעות על אישור עסקאות בניגוד עניינים. בעיה דומה איתר ליסטוקין בארה"ב: Yair Listokin, *If You Give Shareholders Power, Do They Use It? An Empirical Analysis*, 166 J. INST. & THEO. ECON. 38 (2009).

92 אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" משפטים מ 309, 321 (2011). על בעיית קהל המשקיעים השבוי בידי הגופים המוסדיים ראו גם עמיר ליכט דיני אמונות – חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי 33 (2013). על בעיית הריכוזיות במשק והשפעתה על גופים מוסדיים ראו הוועדה להגברת התחרותיות במשק המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים 17–34 (2012). <https://goo.gl/xwX3GM>

מוסדיים ובקיומן של חברות ייעוץ ניטרליות למוסדיים, כדי לנטרל את החשש מניגודי עניינים.⁹³

בית המשפט לא שלל את האפשרות שהצבעת משקיע מוסדי לא תתבסס על שיקולי השאת רווח בלבד, אך כדי להוכיח זאת מוטל על מבקש סעד ההערכה להציג ראיה ספציפית ולא לטעון טענה ערטילאית. דוגמה לראיה ספציפית היא השתתפות של שני גופים מוסדיים, שכל אחד מהם הצביע באופן אחר.⁹⁴

נעיר כי בהחלטה מאוחרת יותר הסתייגה השופטת רונן במפורש מהמשקל ה"כמעט מכריע" שיוחס להסכמת ניצב מוסדי מתוכם בעניין מגן.⁹⁵ הדברים נכתבו בפסק דינה של השופטת רונן בעניין פינרוס, שבו הוגשה תובענה ייצוגית של בעלי מניות מיעוט נגד בעלי שליטה ונושאי משרה בחברה בטענה כי רשלנותם בטיפול בסחורות הדלה של מניות החברה בבורסה הובילה להתדרדרותה של החברה לרשימת השימור, ולאחר מכן למחיקתה מהמסחר בבורסה, דבר שגרם נזק לבעלי המניות מהציבור. בית המשפט עמד על כך שהנזק הוא הפער בין שווי המניה אילולי התדרדרה החברה לרשימת השימור, ובין השווי ששולם לבעלי המניות מהציבור בהצעת הרכש האחרונה.⁹⁶ בפרשה זו אמנם הוגשו חוות דעת מומחים שכללו הערכות שווי של החברה, אך השופטת רונן קבעה כי הואיל וההליך מושא התביעה אינו סעד הערכת שווי אלא אישור הנזק עקב התרשלות, יש לבכר את גילוי שווי המניה כפי שהוא משתקף מ"עסקאות אמת" על פני הערכות שווי של מומחים.⁹⁷ בעניין פינרוס אותו שלוש "עסקאות אמת" שכאלה. שתיים מהן בוצעו על ידי גופים מוסדיים והשלישית בוצעה על ידי ניצב פרטי מתוכם. בשונה מעמדת בית המשפט בעניין מגן, השופטת רונן הבהירה כי לטעמה יש מקום לתת תוקף גם להסכמה של משקיע מתוכם גדול שאינו משקיע מוסדי. בעניין פינרוס נימק בית המשפט גישה זו בכך שהמשקיע הפרטי מסכן את הונו "וחזקה עליו לכן כי הוא יעשה מאמץ למקסם את המחיר אותו הוא יוכל לקבל עבור מניותיו במידה המרבית האפשרית במסגרת המשא-ומתן עם הצד השני לעסקה".⁹⁸ אף שהדברים לא נכתבו במסגרת הליך שעניינו סעד הערכת שווי, נראה כי עמדת השופטת רונן בנוגע לתוקף שיש לתת להסכמתו של ניצב פרטי, תחול לשיטתה גם על הליך כזה.

5. סיכום ביניים

עינינו הרואות כי חזקת הניצב המתוכם נקלטה, יושמה ופותחה בפסיקת שופטי המחלקה הכלכלית של בית המשפט המחוזי בתל אביב ובפסיקתם של שופטים אחרים. למיטב בדיקתנו, מאז פסק הדין בעניין קיטאל נטענה חזקת הניצב המתוכם על ידי נתבעים בשבע בקשות לאישור תובענות ייצוגיות. בכל המקרים הללו הכירו בתי המשפט בחזקה. בארבעה

93 עניין מגן, לעיל ה"ש 8, פס' 7.2.3.5 (ב)–(ג)4).

94 שם, פס' 7.2.3.7.

95 ת"צ (מחוזי ת"א) 7477-10-11 גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ, פס' 177 (פורסם בנבו, 24.2.2016).

96 שם, פס' 162–156.

97 שם, פס' 174–170.

98 שם, פס' 178.

מהתיקים קבע בית המשפט כי חזקת הניצח המתוחכם נטענה כנדרש והעבירה את הנטל למבקשים להוכיח כי אין לתת משקל לחזקה. רק בשניים מהמקרים (עניין קיטאל ועניין תועלת לציבור) התמודדו המשיבים חזיתית עם חזקת הניצח המתוחכם. בארבעה מהמקרים (ספרא, מלאכי, מגן, פינרוס) בחרו המבקשים למקד את עיקר תגובתם ב"תקיפה עקיפה" של החזקה, באמצעות העמדת חוות דעת כלכלית ובה טיעונים כבדי משקל נגד הערכת השווי של המשיבים. מכלל המקרים שבהם נדונה החזקה (כולל עניין קיטאל), בחמישה מקרים אושרה בסופו של דבר הבקשה להגיש תובענה ייצוגית. במקרה אחד הושג הסכם פשרה לפני אישור הבקשה, ובשני מקרים הושג הסכם פשרה לאחר אישור הבקשה. לפי חזקת הניצח המתוחכם כפי שהיא עולה מהפסיקה עד כה, הסכמת ניצח יחיד או הסכמה של כמה ניצחים למחיר שהוצע בהצעת רכש מלאה תהיה בעלת משקל משמעותי, אך לא מכריע, בהערכת הגינות השווי ששולם לבעלי המניות מהציבור. חזקת הניצח המתוחכם מחזירה את נטל ההוכחה בבקשה לאישור תובענה ייצוגית אל מבקש סעד הערכת השווי. המבקש יכול לסתור את החזקה באמצעות "תקיפה ישירה" של נסיבות הסכמתו של הניצח המתוחכם להצעת הרכש או על ידי "תקיפה עקיפה" של ההסכמה באמצעות חוות דעת כלכלית מבוססת שיש בה כדי להטיל ספק בהוגנות השווי ששולם בעבור המניות. דומה שיש הסכמה בפסיקה בדבר ייחוס משקל ראייתי משמעותי לחזקה המבוססת על הסכמתם של משקיעים מוסדיים מתוחכמים, אם כי הדעות חלוקות בשאלה מה המשקל הראוי שיש ליתן להסכמה זו. לעומת זאת, השאלה אם יש לייחס משמעות להסכמת משקיעים מתוחכמים שאינם גופים מוסדיים, ואיזו משמעות יש לייחס להסכמתם, לא זכתה למענה אחיד בבתי המשפט המחוזיים והיא עדיין טעונה הכרעה של בית המשפט העליון. בפרק הבא נערוך דיון ביקורתי בחזקה עצמה. דיון זה יפוצל לעיון בתוקפה של החזקה המבוססת על קיבול של ניצח מתוחכם פרטי ולתוקף שיש לייחס לקיבול של ניצח מתוחכם מוסדי. כמו כן נבחן סוגיות נוספות המעלות קושי בהצדקת החזקה.

ד. עיון ביקורתי בחזקת הניצח המתוחכם ובאופן יישומה

בפרק זה נפרט את הקשיים העיוניים בחזקת הניצח המתוחכם על רקע שוק ההון הישראלי ואת הבעיות היישומיות שאופן החלתה מעורר. חזקת הניצח המתוחכם נשענת על ההנחה שיש לניצח מתוחכם תמריץ, או לכל הפחות חובה היוצרת תמריץ, להשיא את המחיר המוצע בעד מניות החברה בהצעת רכש מלאה באופן שיושג מחיר המשקף את השווי ההוגן. משמעות החזקה היא אפוא כי ניצח מתוחכם יודע או יכול לברר במאמץ סביר את השווי ההוגן של החברה וכי הוא מחויב שלא לקבל מחיר מניה נמוך מהמחיר המשקף שווי הוגן כזה. לטעמנו, אי־אפשר לבסס הנחה כזו באופן גורף המצדיק את חזקת הניצח המתוחכם בתצורה הנוכחית שלה. נקדים ונדגיש כי אנו סבורים שיש להבחין בין ניצח מתוחכם שהוא משקיע פרטי הפועל להשאת רווחיו שלו, לניצח מתוחכם שהוא גוף המנהל כספי משקיעים או חוסכים – גוף מוסדי – ואשר חלות עליו חובות מכוח הדין לפעול

בנאמנות ובוזהירות בניהול כספי עמיתים.⁹⁹ לכן נדון בפרק זה בכל אחד משני סוגי הניצעים הללו בנפרד.

1. ניצע פרטי מתוחכם

נדון תחילה בניצע פרטי מתוחכם. שיקוליו של משקיע פרטי, מתוחכם ככל שיהיה, עשויים להיות מגוונים ואין להניח כי הסכמתו למחיר המוצע בהצעת רכש מלאה משקפת בהכרח את אינטרס כלל בעלי מניות המיעוט. עמדה זו כבר מצאה ביטוי בפסיקה.¹⁰⁰ הדין מכיר במשקיעים פרטיים מסוימים כמשקיעים מתוחכמים. כך למשל, בחוק ניירות ערך נקבע כי הצעת ניירות ערך למשקיעים פרטיים מסוימים פטורה מחובת התשקיף.¹⁰¹ עם זאת, יש להפריד בין משקיעים שחוק ניירות ערך אינו מגוון עליהם, בהניחו שהם בעלי מומחיות כלכלית, ובין משקיעים אשר החוק אינו מגוון עליהם עקב עמידותם הכלכלית. במקרה הראשון מונחת ביסוד הפטור מחובת התשקיף ההנחה כי המשקיע מסוגל לקיים את הבדיקות הנדרשות בכוחות עצמו. במקרה השני מונחת ביסוד הפטור מחובת התשקיף ההנחה כי המשקיע יכול לשכור את שירותיו של מומחה או כי כיסיו של המשקיע עמוקים דיים לספוג כל הפסד שעלול להיקרות בדרכו אף אם לא יבדוק את החברה כדבעי.¹⁰² ראשית, הנחות אלה אינן נקיות מביקורת, בלשון המעטה.¹⁰³ שנית, וזה העיקר: תהא אשר תהא הסיבה למתן פטור מתשקיף למשקיעים מתוחכמים, למשקיע פרטי מתוחכם אין כל חובת אמון או מחויבות כלפי משקיעים אחרים בחברה בעת היותו ניצע בהצעת רכש מלאה. אין הוא חייב לחשוף את שיקוליו ואת האינטרסים שעל פיהם מתקבלות החלטותיו בפני איש. אין גם כל בסיס להניח כי האינטרסים של משקיע מתוחכם פרטי חופפים בהכרח את אלו של יתר בעלי המניות. אף אם המשקיע הפרטי הוא בעל ניסיון, הבנה ויכולת ניתוח מעולה בשוק ההון, אין כל ודאות שיפעיל שיקולים אלה לטובת כלל בעלי המניות מהציבור במצב של הצעת רכש מלאה. אין כל ערובה שירצה להשיא את המחיר בהצעת הרכש. למעשה, אין כל ערובה שיפעל כמשקיע רציונלי, וכבר היו דברים מעולם.¹⁰⁴

99 ראו למשל ס' 78 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994; ס' 15-22 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים), התשס"ה-2005; ס' 6-7 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב-2012.

100 עניין מגן, לעיל ה"ש 8.

101 למשל, לפי ס' 15א(ב)(1) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ופריט (12)(א) לתוספת הראשונה לחוק זה, נתון פטור מחובת פרסום תשקיף במכירת ניירות ערך ליחיד ששווי נכסיו הנזילים עולה על שמונה מיליון ש"ח.

102 ראו Greg Oguss, Should Size or Wealth Equal Sophistication in Federal Securities Laws?, 107 Nw. U. L. Rev. 285, 294 (2012).

103 לביקורת על הפטור מחובת הגילוי התשקיפית כלפי משקיעים בעלי יכולת כלכלית, בין היתר בטענה שהנימוק של איתנות כלכלית אינו אינדיקטור הולם ליכולת לספוג הפסדים, ראו Syed Haq, Revisiting the Accredited Investor Standard, 5 MICH. BUS. & ENTREPRENEURIAL L. REV. 59 (2016).

104 לדוגמאות ראו למשל שרון שפורר "הציבור מפסיד מיליונים מהחברות בין נוחי דנקר לרנטגן" הארץ (17.8.2012); <https://goo.gl/svYjzx>; ורד שרון-ריבלין "הרב יעקב איפרגן, 'הרנטגן', השפיע על נוחי דנקר שלא לפתוח את רשת שופרסל בשבת" גלובס (5.7.2004); <https://goo.gl/Fvh4o7>; צבי אלוש "היועץ הרוחני של נוחי דנקר" Ynet (26.6.2003); <https://goo.gl/brw5Y3>; רן רימון והדס מגן "שרי

יתר על כן, כאשר לניצע פרטי אין כל מחויבות כלפי משקיעים אחרים, יש תמריץ לבעל השליטה להגיע עמו לעסקה "מאחורי הקלעים" שתבטיח כי הניצע הפרטי יסכים למחיר נמוך מהשווי ההוגן. דוגמה אפשרית למניפולציה כזו היא פנייה למשקיע פרטי ושכנועו לרכוש את המניה בתקופה שבה המחיר מצוי בשפל יחסי. במצב זה, ניצע פרטי יהיה מוכן להסכים למחיר נמוך שיוצא בהצעת הרכש המלאה משום שגם מחיר נמוך ישקף רווח שהניצע הפרטי עשוי להסתפק בו.¹⁰⁵

לדוגמה, נניח כי מחיר המניה המשקף את השווי ההוגן של החברה הוא עשרה שקלים וכי החברה נסחרת במחיר של שמונה שקלים למניה. נניח גם כי רוב בעלי המניות רכשו את המניה בהנפקה במחיר של תשעה שקלים למניה אך הניצע הפרטי קנה את המניות המוחזקות על ידיו בתקופת שפל שבה נסחרה המניה במחיר של חמישה שקלים. אם יציע בעל השליטה בהצעת הרכש המלאה מחיר של שמונה שקלים וחצי, ישקף מחיר זה מבחינת רוב בעלי המניות רווח של חצי שקל בלבד ביחס למחיר השוק, הפסד ביחס למחיר ששילמו בהנפקה, וכמובן לא ישקף כלל את השווי ההוגן. לעומת זאת, הניצע הפרטי עשוי להסכים למחיר המוצע אשר משקף מבחינתו רווח של שלושה שקלים וחצי למניה, כלומר תשואה של 70%.

הכרה בהסכמת הניצע הפרטי כבסיס לחזקה בדבר הוגנות המחיר בהצעת הרכש המלאה טומנת בחובה אפוא סכנות חמורות לפגיעה ביתר בעלי המניות, ולכן אנו סבורים שיש להימנע מחזקה כזו. יש להפריד בין חזקת הניצע המתוחכם ובין מגמה גוברת בתחום הרגולציה להסתמך על משקיעים מתוחכמים. בשנים האחרונות אומצה בארצות הברית רגולציה המבקשת לקדם גיוסי הון באמצעות מימון המונים, המושתתת בין היתר על יכולת הבדיקה והפיקוח של משקיעים מתוחכמים. כך למשל, חוק JOBS בארצות הברית מציע לאפשר גיוס הון באמצעות מימון המונים ומתיר גיוס בסכום גבוה יותר מהדרך הראשוני אם החברה המגייסת יכולה להצביע על משקיע בעל עמידות כלכלית.¹⁰⁶ באופן דומה, הוועדה

אריסון: 'ראיית העתיד שלי מפחידה; חודשיים לפני הצונאמי באסיה חזיתי גל אדיר שהורג אלפי אנשים; קיבלתי מסר – לא למכור את שייכון ובינוי – וכך עשיתי' **גלובס** (21.6.2009) <https://goo.gl/VGvkBa>; שרון שפורר "מסרים מבהילים" **The Marker** 21.6.2009 <https://goo.gl/yx4LTA>.

105 פנייה של בעל שליטה למשקיע מתוחכם כדי לשכנעו לרכוש מניות של החברה בשעה שמחירן נמוך, עלולה להיחשב לעבירת שימוש אסור במידע פנים אם בעל השליטה יודע כי בכוונתו להציע בעתיד הצעת רכש מלאה ומגלה כוונה זו למשקיע המתוחכם מבלי לחשוף אותה ליתר המשקיעים. ואולם לא תמיד פנייה כאמור תהיה בגדר עבירה כזאת. למשל, אם לבעל השליטה אין ידיעה ברמה גבוהה של ודאות כי יציע הצעת רכש מלאה אזי ייתכן שהמידע אינו עולה כדי מידע מהותי המהווה מידע פנים. ראו לעניין זה את פסק דינה של השופטת רות רונן בת"צ (מחוזי ת"א) 62018-10-13 **ברנדייס נ' בבילון בע"מ**, פס' 72 (פורסם בנבו, 8.9.2015), שבו נקבע כי רק הסתברות "בעלת דרגה גבוהה מאוד" להתרחשות אירוע עתידי שאינו ודאי, מקימה חובת דיווח על מידע כזה. כמו כן, אם בעל השליטה אינו מוסר למשקיע המתוחכם כל מידע על כוונתו העתידית להציע הצעת רכש מלאה, אלא רק מנסה לשכנעו להשקיע בחברה על בסיס הערכתו כי מחיר המניה משקף שווי נמוך יחסית, ועל כן מדובר בהזדמנות השקעה טובה, אין מסירה של מידע ועל כן אין חשש לעבירה של שימוש אסור במידע פנים, לפחות מבחינת המשקיע המתוחכם.

106 Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act), Title II; Title III, H.R. 3606 (Apr. 5, 2012)

לקידום ההשקעות בחברות מו"פ בישראל הציעה לגבש חקיקה שתאפשר גיוס באמצעות מימון המונים תוך התניית גיוסי הון מסוג זה באיתנות הכלכלית של המשקיע היחיד, אך הוסיפה והציעה להתנות גיוסי מימון המונים בהשתתפות של משקיע מתוחכם בשיעור של 10% מההשקעה.¹⁰⁷

לטעמנו, יש הבדל של ממש בין תפקיד המשקיע המתוחכם במודל ליווי חברה המגייסת מימון המונים ובין תפקידו של משקיע מתוחכם במחיקת חברה מהבורסה. במקרה הראשון המשקיע המתוחכם הוא "שומר סף" המלווה את פעילות החברה לאורך זמן. פרופסור Renier Kraakman כינה סוג זה של שומרי סף: relational gatekeepers.¹⁰⁸ שומרי סף אלה שונים משומרי סף שכל תפקידם הוא לאשר את כניסתה של חברה לשוק (כגון חתמים) בכך שהם מתחייבים להשגיח על החברה לאורך חייה. לפיכך אין מדובר רק בשומרי סף החדלים ללוות את החברה לאחר חציית הסף, אלא מדובר ב"משגיחים" (chaperons).¹⁰⁹ החיוב להשקיע בחברה והמוניטין האישי של המשקיע קושרים בינו ובין החברה המושגת ומבטיחים כי יהיה למשקיע-משגיח תמריץ לזהות השקעה טובה ולהשגיח על התנהלות החברה שבה השקיע. מעמדו של משקיע פרטי מתוחכם בהצעת רכש מלאה הוא אחר לחלוטין. ראשית, אין מדובר בתפקיד של שומר סף המעניק "חותמת כשרות" או "תעודת אחריות" לחברה לא מוכרת המבקשת להנפיק מניות ולהיכנס שוק, כפי שעושים שומרי סף כגון רואי חשבון מבקרים או חתמים בנוגע לדוחות הכספיים ולתשקיף של חברה המנפיקה מניות. שנית, אין מדובר בשומר סף המלווה את החברה כ"משגיח" לאורך חייה בבורסה. נהפוך הוא. הסכמת הניצע המתוחכם בעסקת מחיקת חברה מהבורסה נעשית כאשר החברה שהמשקיע המתוחכם "שומר" עליה, מבקשת לצאת מהשוק ולא להיכנס אליו. שמירת הסף המצופה אפוא במקרה זה היא ששומר הסף ימנע מהחברה לצאת מהשוק כל עוד לא שילמה למשקיעים תשלום הוגן בעבור כרטיס היציאה. דא עקא, משיצאה החברה מהבורסה והפכה לפרטית, ולא שקופה, מנקודת המבט של המשקיעים מהציבור קשה להעריך אם מחיר כרטיס היציאה היה הוגן, אם כשל המשקיע המתוחכם בהקפדה על המחיר ביציאה, ואם כשל – מדוע כשל. ההסתמכות על שומר סף מתבססת על היכולת לצפות לאחר מעשה בתאגיד שבו קשר שומר הסף את אמינותו. כך, כשל בתאגיד אמור להשפיע על מידת האמינות שתיוחס לשומר הסף ולעיתים אף להקים אחריות וחבות של שומר הסף. במקרה של ניצע מתוחכם בהצעת רכש מלאה, עקב הפיכתה של החברה הציבורית לחברה פרטית, אי-אפשר לצפות ולקבוע בדיעבד כי המחיר שלו הסכים הניצע המתוחכם, היה המחיר ההוגן. בהיעדר יכולת "להעניש" את הניצע על הסכמה למחיר שגוי, נדרשת לכל הפחות רגולציה מקדמית, ex-ante, שתבטיח כי הסתמכות על המחיר שהוסכם עליו תותנה בכך שהניצע ניהל משא ומתן מודע ואפקטיבי להעלאתו.

107 הוועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח המלצות סופיות 50–51, ס' 1.11.5 (2014) <https://goo.gl/RjrQN2>. רעיון זה לא מצא בסופו של דבר את ביטויו בתיקון לחוק.

108 Renier Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, 2 J. L., ECON. & ORG. 53 (1986).

109 שם, בעמ' 62–66.

לבסוף, בהסדרים המוצעים לגיוס הון באמצעות מימון המונים מוטלות הגבלות על סכומי ההשקעה, ואילו על סכום ההשקעה של משקיעים בבורסה אין מוטלת הגבלת כזאת. ציבור המשקיעים משקיע לעיתים השקעות בסכומים ניכרים. כאשר סכומי ההשקעה של ציבור בעלי המניות גבוהים יותר, הלגיטימציה להותיר את תפקיד שומר הסף בידיו של משקיע פרטי נטול פיקוח ונטול חובות אמון כלפי יתר המשקיעים פוחתת.

מכלול השיקולים שפירטנו מצדיק אפוא התייחסות זהירה להסכמת ניצח מתחכם פרטי בעסקת going private. זהירות זו מתבקשת בבואנו להעניק משקל ראייתי כלשהו להסכמתו, לא כל שכן ביסוס חזקה ראייתית על הסכמה זו. לטעמנו, כאשר בעל דין מבקש להיבנות מהסכמה של ניצח מתחכם פרטי בלבד, טוב יעשה בית המשפט אם יבקש לעמוד על נסיבותיה של העסקה עם הניצח הפרטי, כדי לוודא שאכן ראוי להסתמך עליה. לטעמנו, במצב שבו בית המשפט נדרש להכריע בין חוות דעת כלכליות מבוססות אך סותרות, מוטב שיפנה לפתרונות חלופיים. בנסיבות אלה יש למשל טעם רב בהצעת אהרונ-ברק וחמדני למנות מומחה מטעם בית המשפט כבר בשלב הבקשה לאישור התובענה הייצוגית.¹¹⁰

2. ניצח מוסדי מתחכם

המשקיע המוסדי המתחכם זוכה ליחס מיוחד בשוק ההון בכלל ובדיני ניירות ערך בפרט.¹¹¹ הדין מטיל על משקיעים מוסדיים חובת הצבעה באסיפת בעלי מניות.¹¹² חובה זו מבוססת על ההנחה שהמשקיע המוסדי ניהן ביכולת לאסוף את המידע הנדרש ובמומחיות לגבש עמדה לטובת העמיתים שאת כספם הוא מנהל.¹¹³ בשונה מניצח פרטי, הניצח המוסדי כפוף לחובות אמון ולרגולציה שיש בהן כדי להצדיק חלק מההנחות המייחסות לו קבלת החלטות רציונלית הפועלת לטובת המשקיעים שכספם מנוהל על ידיו. עם זאת, אף במקרה של הניצח המוסדי, החזקה המניחה כי החלטת קיבול המחיר בהצעת רכש מלאה יכולה להעיד שמחיר זה משקף את השווי ההוגן היא חזקה בעייתית. בהצעת רכש מלאה ניצעים מוסדיים עלולים לפעול משיקולי נזילות, משיקולים של הצגת רווחים לטווח קצר, או משיקולים של כדאיות העסקה מנקודת מבטם האישית. נפרט.

ראשית, ההנחה שגופים מוסדיים פועלים תמיד לטובת עמיתיהם אינה נקייה מספקות. גופים מוסדיים נתונים לעיתים בשלל ניגודי עניינים. ייתכנו ניגודי עניינים מוסדיים כגון החשש כי אם יצביעו שלא לפי רצונו של בעל שליטה-מציע שיש לו אחזקות או פעילות נוספת בשוק ההון, אזי יעביר המציע בעתיד את פעילותו למתחרים של הגוף המוסדי, כצעד

110 אהרונ-ברק וחמדני, לעיל ה"ש 29, בעמ' 31. אפשרות אחרת היא החלפת חוקת הניצח המתחכם בחוקה שלפיה המלצה של דירקטוריון בלתי תלוי או של ועדה בלתי תלויה מטעם הדירקטוריון בנוגע למחיר העסקה תהיה ראייה להגינות העסקה. שם, בעמ' 35–38.

111 ס' 15א(ב)(1) לחוק ניירות ערך ופריטים (1)–(3) לתוספת הראשונה לחוק האמור. בעניין ע"א 5320/90 א.צ. ברנבוין נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818 (1992) ציין הנשיא שמגר (שם, פס' 10) כי אמת המידה ליישום חובת הגילוי בדיני ניירות ערך תושפע מקיומם של משקיעים מתחכמים בשוק אשר יכולתם להעריך את המידע עולה על זו של "המשקיע הסביר".

112 ס' 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994.

113 הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל דו"ח הוועדה 4 (2007).

של ענישה. עלולים להיות גם ניגודי עניינים נוספים כאשר גוף מוסדי כגון בית השקעות הוא חלק מקונגלומרט פיננסי הכולל זרועות נוספות הפועלות תחת מטריית שליטה אחת, ועל כן יש חשש כי מקבלי ההחלטות ישקלו שיקולים זרים בעת קבלת ההחלטות. ניגודי עניינים אלה עלולים להביא לידי כך שהגוף המוסדי לא יפעל להשאה של המחיר בהצעת רכש מלאה כלל, ומכל מקום אין בפעילותו כדי להבטיח שהשאה המחיר תשקף את המחיר ההוגן בעיני כל בעלי המניות.

אהרונ־ברק וחמדני עמדו על ניגוד העניינים המובנה בין ההנהלה לעמיתים בגופים המוסדיים.¹¹⁴ עמיתים שכספם מושקע בגוף מוסדי, מצפים כי ההשקעה תנוהל בשום שכל, ברמת סיכון המשקפת את הרצון להשיג תשואה הולמת בחיסכון לטווח ארוך וביעילות כלכלית וארגונית. ביחסים שבין שולח (principal) לנציג (agent) העמיתים מצפים כי נציגם יפעל באופן מיטבי להשאת רווחיהם. השאת רווחים משמעה לא רק השקעה מיטבית אלא גם הגבלת הוצאות ניהול ההשקעה לסכום המיטבי. מנגד, מנגנון התגמול של הגוף המוסדי, הקובע תקרה לדמי ניהול, יוצר תמריץ שלא להשקיע משאבי ניהול רבים מצידו של הגוף המוסדי. ככל שגוף מוסדי משקיע זמן ומשאבים רבים יותר בניהול ההשקעה, כך הרווח שנותר בידיו קטן.¹¹⁵ אם כך, אין ערובה כי לניצע מוסדי יהיה תמריץ להשקיע את מלוא משאבי המחקר הנחוצים כדי לברר מהו המחיר המשקף את השווי ההוגן, שאין להסכים לפחות ממנו בהצעת הרכש המלאה. סביר אמנם להניח כי לניצע מוסדי יש מידע וניסיון רבים יותר מאלה של משקיע הדיוט, אך ההנחה שהניצע המוסדי מצביע תמיד בהתאם לרמת ידע מיטבית זו אינה מבוססת.¹¹⁶

על פי אותו היגיון, לגוף מוסדי אין בהכרח תמריץ להשקיע מאמצים ומשאבים מיטביים בניהול משא ומתן עם בעל שליטה המציע הצעת רכש מלאה. אמנם גם ללא מידע מדויק על אודות המחיר ההוגן, גוף בעל יכולות משא ומתן עדיפות או גוף הנמצא בעמדת שחקן וטו – למשל גוף מוסדי המחזיק יותר מחמישה אחוזים מהמניות – עשוי להביא לשיפור המחיר

114 אהרונ־ברק וחמדני, לעיל ה"ש 29, בעמ' 30.

115 ראו למשל תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (דמי ניהול), התשע"ב–2012.

116 בעיית נציג ייחודית קיימת בגופים מוסדיים ביחס בין בעלי המניות ובין העמיתים, ויש חשש שהיא גורמת לגופים מוסדיים להעדיף את האינטרס של בעלי המניות או המנהלים על פני האינטרס של החוסכים. לדיון בבעיית הנציג בגופים מוסדיים ראו Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance* Paul G. Mahoney, *Manager-Investor Conflicts in Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863 (2013); *Mutual Funds*, Journal of Economic Perspectives, 18 J. ECON. PERSPECT. 161 (2004); Luigi Zingales, *The Future of Securities Regulation*, 47 J. ACCOUNT. RES. 391 (2009). בדבריהם ההסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו–2016, ה"ח הממשלה 604, עמד משרד המשפטים במפורש על היעדר התמריצים של גופים מוסדיים, כמחזיקי איגרות חוב, לנהל משא ומתן מיטבי עם בעל השליטה במקרה של חדלות פירעון של חברה: "בשל מאפייניהם של הגופים המוסדיים, ובמיוחד מאחר שהם מנהלים את כספם של אחרים, לעתים אין להם מערך תמריצים מתאים להשקעת משאבים בבחינת מצבה של החברה או בניהול משא ומתן מולה. [...] הקשיים המתוארים לעיל יוצרים פוטנציאל לגיבושם של הסדרי חוב שאינם ההסדרים המיטביים שאליהם יכלו להגיע בעלי אגרות החוב בתנאים שווים" (שם, בעמ' 759).

המוצע בהצעת רכש. דא עקא, שבשל העלויות הכרוכות בניהול משא ומתן כזה, אין ערובה כי הגוף המוסדי ישקיע את מיטב מאמציו בניהולו.

זאת ועוד, צודקת השופטת רונן בהערכתה כי התמריץ לאסוף מידע ולנהל משא ומתן קשור פחות ככל שהשקעת הגוף המוסדי במניות התאגיד קטנה יותר, וכן כאשר אין הוא נמצא בעמדת וטו.¹¹⁷ כמו כן, אם ניצע מוסדי הוא שחקן וטו שמחזיק שיעור מניות משמעותי בתאגיד, אך שווי החזקה זו בטל בשישים ביחס להשקעותיו האחרות, התמריץ של הניצע המוסדי לאסוף מידע מיטבי ולנהל משא ומתן קטן. בפועל, גופים מוסדיים בישראל מנהלים השקעות בהיקף של עשרות מיליארדי שקלים ורק לעיתים נדירות ביותר ניתן לומר כי השקעתם בחברה אחת היא השקעה משמעותית ביחס להיקף הכולל של הנכסים המנוהלים על ידיהם.¹¹⁸ ברוב המקרים של המקרים גם משקיעים מוסדיים לוקים באדישות רציונלית.

למרות הפקפוק המתבקש במשקלה של הסכמת הניצע המוסדי על רקע כל האמור, חזקת הניצע המתוחכם מייחסת להסכמת הניצע המוסדי בנסיבות שבהן הוא שחקן וטו, משקל כבד ביותר.

שנית, הפסיקה לא עמדה בחדות מספקת על ההבדל בין גוף מוסדי המנהל כספי משקיעים ובין כזה המקבל החלטות בנוגע לכספו שלו ("נוסטרו"). גוף מוסדי עשוי להשקיע בחברה מכספו שלו ולא מכספי העמיתים שאותם הוא מייצג. גופים מוסדיים מנהלים לא רק את כספי העמיתים, "משקיעי הקצה", אלא גם את כספם שלהם. כאשר גוף מוסדי משקיע את כספו שלו, אין הוא חב חובות אמון או זהירות כלשהן כלפי העמיתים בכל הקשור לרמת הסיכון שהוא נוטל או להחלטות שנועדו להשיא רווחים בהשקעות. בהיותו תאגיד, אמנם מוטלת עליו חובה להשיא רווחים בעבור בעלי המניות שלו עצמו, אך אין הכרח כי ביטויה של חובה זו יהיה זהה לחובתו כלפי העמיתים.¹¹⁹ אף אם קבלת ההחלטות בגוף מוסדי כפופה לחובה להשיא רווחים אשר ניצע פרטי בשר ודם אינו כפוף לה, אין להסיק מכך כי הסכמה של ניצע מוסדי המושקע באמצעות כספי נוסטרו למחיר

117 עניין מלאכי – חוזר, לעיל ה"ש 5, פס' 78 לפסק דינה של השופטת רונן.

118 לשם המחשה, בתקופה הרלוונטית ניהלה קבוצת הביטוח והפיננסים הראל, שהייתה הניצע המתוחכם בעניין ספרא, לעיל ה"ש 33, כמעט 50 מיליארד שקלים בחסכוניות לטווח ארוך מסוגים שונים. השקעתה בחברות הנדונות בחביעה נעשתה באמצעות חברת הראל פיא בע"מ, שניהלה את קרנות הנאמנות של הקבוצה. היקף הנכסים המנוהלים בקרנות הנאמנות של הראל פיא עמד על כ-11% מכלל השקעות הציבור בקרנות נאמנות שעמדו על 10.773 מיליארד שקלים, דהיינו כ-1.2 מיליארד שקלים בקירוב. ראו הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסים בע"מ דוח תקופתי לשנת 2008, 142 (2008) <https://goo.gl/aQCex8>. היקף ההשקעה בחברות הנדונות בעניין ספרא עמד על שלושה מיליון שקלים בלבד, סכום המשקף כרבע אחוז בלבד מכלל הנכסים המנוהלים בקרנות הנאמנות. בתגובה לעיתונות הסבירה הראל פיא את החלטתה להיענות להצעת הרכש בכך שאחזקות הציבור בקרנות הנאמנות נוילות יחסית ומחייבות את החברה להשקיע בהשקעות נוילות בהתאם, שעה שהחברות הנדונות התאפיינו בסחירות נמוכה במיוחד. ראו שרית מנחם "כיצד הציע בעל השליטה בחברת מתמ לבעלי המניות לרכוש את אחזקותיהם בחברה בשליש מהונה העצמי?" *The Marker* (14.1.2009) <https://goo.gl/DnwnJf>.

119 אהרונ-ברק וחמדני, לעיל ה"ש 29, בעמ' 30.

בהצעת רכש מלאה משקפת בהכרח מחיר הוגן.¹²⁰ בכל הקשור לקבלת החלטות השקעה בכספי "נוסטרו" יהיה הגיוני להתייחס לגוף המוסדי כאילו היה ניצע מתוחכם פרטי, אשר לטעמנו אין לייחס משמעות כלשהי להסכמתו.

שלישית, חובת הנאמנות של גוף מוסדי היא לעמיתיו ולא לכלל בעלי המניות המושקעים לצידו בתאגיד המבקש להימחק מהמסחר בבורסה. לפיכך שגויה בעינינו ההנחה הסמויה בחזקת הניצע המתוחכם, כי חובת הנאמנות, הסדרי הממשל התאגידי ומנגנוני הפיקוח החלים על גופים מוסדיים, ואשר נועדו להבטיח כי יפעלו לטובת עמיתיהם, מבטיחים שבהכרח יפעלו גם לטובת כלל בעלי המניות מהציבור. קביעה כזו מושתתת על הנחה שגויה שלכל בעלי המניות אינטרס אחד. בעניין מגן גרסה השופטת אגמון-גונן כי חובת הגופים המוסדיים להשתתף בהצבעות נובעת מההכרה כי יש בהצבעתם כדי לשרת את אינטרס הציבור.¹²¹ ככל שהכרה זו נכונה, תוקפה נכון בעיקר במצב שבו הצבעתם של הגופים המוסדיים באסיפת בעלי המניות נוגעת לתפקידם כשומרי סף "משגיחים" המלווים את התנהלותה השוטפת של החברה בשוק ניירות הערך.¹²² לטעמנו, המצב הוא אחר כשמדובר בהחלטות המתקבלות בסוף דרכה של החברה כחברה ציבורית.

יש אפוא הבדל בין הסתמכות על חובת הגוף המוסדי להצביע כבעל מניות וכנאמן של העמיתים בהצבעות בעניינים הקשורים לניהול השוטף של החברה ובין הסתמכות על החלטותיו בעניין הצעת רכש מלאה שבה הסוגיה המרכזית היא יציאת ציבור בעלי המניות מהחברה והפיכתה לפרטית. במקרה הראשון יש לגוף מוסדי אינטרס כפול לתמוך בהחלטות מיטביות המועילות לניהול השוטף של החברה. זאת, משום שהתוצאות ארוכות הטווח של הצבעות הגוף המוסדי בעניינים הקשורים לניהול השוטף של החברה גלויות וניתנות לביקורת. כך למשל, תמיכה של גוף מוסדי בעסקה של החברה עם בעל השליטה, שתתברר בעתיד כעסקה כושלת, אמורה לפגוע במוניטין של הגוף המוסדי כמו גם ברווחי עמיתיו. הפגיעה במוניטין וברווחי העמיתים עשויה להביא להענשתו של הגוף המוסדי על ידי העמיתים בפועל ובכוח, שיבחרו להעביר את כספם למתחריו או מלכתחילה להשקיע אצלם. לעומת זאת, בהיעדר יכולת לצפות בשוויה של חברה לאחר הפיכתה מציבורית לפרטית, אין הציבור יכול לבקר את המחיר שהסכים לו הניצע המוסדי-המתוחכם. לפיכך גם אי-אפשר להעניש את הגוף המוסדי על תמיכה במחיר שאינו הוגן, דבר הפוגע בתמריץ של הגוף המוסדי לקבל החלטה מיטבית ומחליש את ההצדקה לראות בו "שומר סף" אפקטיבי בתנאים אלה.

זאת ועוד, בעלי מניות שונים זה מזה. השוני ביניהם משפיע על המחיר שיוסכם בהצעת רכש מלאה. יש בעלי מניות המשקיעים לטווח ארוך ואינם מעוניינים כלל בהצעת רכש

120 על כן יש טעם רב לדעתנו בעמדת הרשות לניירות ערך שהצביעה על הצורך לתת את הדעת על האינטרס האחר של ניצע מתוחכם מוסדי הפועל בכובעו כמשקיע פרטי. ראו עניין מגן, לעיל ה"ש 8.

121 שם, פס' 7.2.3.4. נעיר כי הצעת רכש מלאה אינה נדונה באסיפה של בעלי המניות, ולכן בעניין זה חובת הצבעה אינה חלה, והניצע המוסדי יכול להסתפק במשלוח הודעת קיבול אם הסכים לה, או להימנע מתגובה אם מסתייג ממנה. זאת, מבלי שניתן לדעת בוודאות אם אי-התגובה נבעה מהסתייגות שנשקלה לעומקה או מחוסר רצון להשקיע משאבים בבחינת ההצעה.

122 שם, פס' 7.2.3.3–7.2.3.4.

מלאה, שכן היא תחייב אותם לאתר השקעה ארוכת טווח אחרת לכספם. בעלי מניות שכבר יש להם השקעה חלופית, יהיו מעוניינים במשא ומתן מהיר כדי שלא תאבד ההזדמנות שנקרתה בדרכם. בעלי מניות שאין להם השקעה חלופית, יהיו מעוניינים במשא ומתן ממושך, עד שיאתרו חלופה הולמת. בעלי מניות שרכשו את המניות בשוק המשני במחיר נמוך, ייטו להסכים למחיר נמוך יחסית, ואילו בעלי מניות שרכשו את המניות בשער גבוה, עלולים לדחות גם מחיר גבוה במידה ניכרת ממחיר השוק. כמו כן, בעלי מניות המחזיקים נתח מניות קטן, יהיו אדישים יותר לתוצאות הצעת הרכש בהשוואה לבעלי מניות שבידם נתח גדול. שיקולים אלה פועלים בכיוונים מנוגדים. נראה לנו אפוא כי ההנחה שהיענות גוף מוסדי, שהוא בעל מניות אחד מני מספר בלתי מסוים של בעלי מניות, משקפת את הוגנות התמורה לכלל בעלי המניות, היא בלתי משכנעת.

בהערת אגב נאמר כי ביקורת זו תקפה במידה רבה גם כלפי ייחוס משמעות למחיר שנקבע בעסקה משמעותית בין מוכר מרצון לקונה מרצון בתקופה שקדמה למחיקה מהבורסה. שימוש במחירי עסקאות מסוג זה כאינדיקציה הוכר בעניין קיטאל.¹²³ הסתמכות על חזקת הניצח המתוחכם, או על עסקה משמעותית קודמת, מעוררת סוגיה מורכבת יותר: האם סעד השווי ההוגן אמור להבטיח לבעלי המניות מהציבור מחיר המשקף את שוויה המדויק של החברה או שמא הוא אמור להביאם בקירוב למחיר שהיה מושג אילו התנהל משא ומתן מתוחכם בין בעל השליטה לבעלי המניות? משא ומתן לא בהכרח מביא לתשלום השווי ההוגן של החברה דווקא, שכן תוצאותיו של משא ומתן מושפעות מעמדות הכוח ומההזדמנויות של הצדדים למשא ומתן, ואילו שווי הוגן של חברה הוא נתון אובייקטיבי לכאורה.¹²⁴

לשם המחשה, ניטול בעל שליטה המבקש למחוק מהבורסה חברה כדי למכרה לצד שלישי אשר מעוניין לשלב את פעילותה בעסקיו באופן היוצר סינרגיה ייחודית. הקונה מבקש לרכוש את החברה כחברה פרטית. נניח כי השווי ההוגן של החברה ללא הסינרגיה

123 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 4, פס' 95–96 לפסק דינו של השופט דנציגר; ראו גם את השימוש בטכניקה זו בעניין גולדשטיין, לעיל ה"ש 94.

124 לעמדה המעדיפה את גזירת השווי ממחיר שהושג ב"עסקה ממשיית" על פני הערכת שווי המבוצעת על ידי מומחים, ראו את דברי השופט רונן בעניין גולדשטיין, לעיל ה"ש 94, פס' 172–173. השופט רונן ציינה כי יש לעמדה תימוכין בפסק הדין בעניין קיטאל, אך לטעמנו הדברים האמורים בעניין קיטאל והמצוטטים על ידי השופט רונן אינם תומכים בקביעת סדר עדיפות כה מובהק. לשם השוואה, בית המשפט העליון של מדינת דלוור דחה במפורש את הניסיון לקבוע חזקה בדבר מהימנות המחיר שהושג בעסקת מיזוג אפילו בהינתן הליך משא ומתן "טהור" לחלוטין. *Golden Telecom, Inc. v. Global GT LP*, 11 A.3d 214, 216–218 (Del. 2010). במקרה אחר קבע בית המשפט בדלוור כי ניתן להסתמך על המחיר המוסכם בעסקת המיזוג לאחר שהשתכנע כי נוהל משא ומתן יעיל והוגן לחלוטין, ללא כל חשש לניגודי עניינים או להפרת אמון, ולאחר שמצא כי המחיר שסוכם בעסקת המיזוג הושג לאחר שניתנו הצעות עצמאיות מטעם גורמים חיצוניים שהיו בגדר "credible bids" ואשר תמכו במחיר שסוכם בעסקת המיזוג. ראו *Huff Fund Inv. P'ship v. CKx, Inc.*, No. 6844-VCG, 2013 WL 5878807 (Del. Ch. Nov. 1, 2013). עם זאת נדגיש כי במקרים אלה נבחנה עסקת מיזוג בין החברה ובין רוכש חיצוני, ולא עסקה שבה בעל השליטה הוא שמבקש לרכוש את מניות המיעוט. בנסיבות של הצעת רכש על ידי גורם חיצוני, לחברה קל יותר לנהל הליך תחרותי יעיל שניתן לסמוך עליו בכל הנוגע להימנות המידע על אודות השווי ההוגן של החברה.

המובטחת עומד על 100 מיליון שקלים וכי הציבור מחזיק 25% ממניות החברה. סעד הערכת השווי יביא להענקת 25 מיליון שקלים לבעלי המניות. לעומת זאת, עם היוודע המיזוג הסינרגטי ידרשו בעלי המניות מהציבור מחיר גבוה יותר אשר ישקף חלק מהערך הנוסף שטמון בחברה מבחינת הרוכש העתידי.

אנו טוענים אפוא כי ההנחה שהסכמת ניצע מוסדי מתוכם משקפת שווי הוגן, אובייקטיבי, אינה עומדת במבחן המציאות המורכבת. היות שהסעד העומד לרשות הניצעים שהתנגדו להצעת הרכש, הוא סעד המבטיח שווי הוגן, ראוי לחתור להשיג שווי זה תוך שימוש בכלים של מומחיות מקצועית. אין אנו שוללים את ההיזקקות לאינדיקציות כגון הסכמת ניצע מתוכם או מחיר ששולם בעסקה רצונית מוקדמת, אך לטעמנו ההסתמכות על אינדיקציות כאלה צריכה להיות מותנית בהוכחה כי ההסכמה היא פרי החלטה שהושגה על בסיס מידע, מומחיות ומשא ומתן יעיל. ללא הוכחת התקיימות תנאים אלה, יש חשש למניפולציות. למשל, חזקת הניצע המתוכם עלולה לעודד בעלי שליטה לפעול מראש במטרה לתקוע טריז בין הניצע המוסדי ליתר הניצעים בהצעת רכש מלאה. בעלי השליטה יכולים בדרך זו להביא מראש לידי כך שהצעת הרכש תיענה במחיר מוזל. המניפולציה קלה לביצוע: בעל שליטה המעריך כי מחיר המניה בשוק מצוי בשפל יחסי, עשוי לזום פנייה למשקיע מוסדי ולשכנעו לרכוש מניות בתקופת השפל. ניתן לשער כי משקיע מוסדי ייטה להיענות בחיוב להזמנה. במקרה הטוב יעלה מחיר המניה והשקעתו של המשקיע המוסדי תישא תשואה חיובית נאה. במקרה הגרוע יוכל המשקיע המוסדי להיחלץ מהשקעתו בחברה במועד הצעת הרכש המלאה ברווח שיהיה גדול יחסית לרווח של שאר בעלי המניות שרכשו את המניה בהנפקה או בתקופה שבה היה המחיר גבוה יותר.¹²⁵

125 ראו לעיל ה"ש 104. נמחיש בדוגמה מספרית. נניח שחברה הונפקה לציבור במחיר של עשרה שקלים למניה. מחירה בשוק ירד לשישה שקלים אך שוויה ההוגן הוא תשעה שקלים. בשלב זה רכש גוף מוסדי את המניה במחיר של שישה שקלים בעקבות פנייה של בעל השליטה. כעת בעל השליטה מציע לכלל בעלי המניות הצעת רכש מלאה במחיר של שמונה שקלים. לניצע המוסדי הצעה זו מגלמת רווח של 33 אחוזים, ועל כן ייתכן שייעתר להצעה, אף שהיא אינה משקפת את השווי ההוגן. לניצע המוסדי ספק אם יש טעם להשקיע מאמץ ומשאבים בניהול משא ומתן שיעלה את מחיר המניה לכל היותר בשקל אחד. לעומת זאת, ליתר בעלי המניות מהציבור היה ניהול משא ומתן כזה מקטין את ההפסד למניה בשיעור של 50 אחוזים: משני שקלים לשקל אחד למניה. מצב זה אינו נדיר כלל וכלל ואף אין הוא בהכרח תולדה של מניפולציה מכוונת מצד בעלי השליטה. במקרים רבים גופים מוסדיים או משקיעים מתווכמים בעלי אמצעים רוכשים מבעלי שליטה או ממחזיקים אחרים "חבילות" של מניות בהיקף גדול ובמחיר מוזל, משיקולים לגיטימיים. המוכרים בנסיבות כאלה מוכנים להעניק לרוכשים "הנחת כמות" ביחס למחיר השוק של המניה, משום שהגידול בהיצע הנוצר בעת מכירת מניות בהיקף גדול בשוק עלול להביא לירידה במחיר המניה בסחר השוטף בשיעור גדול יותר מההנחה הניתנת לרוכשים, ולעתים פשוט אי-אפשר למצוא קונים בהיקף הרצוי. ראו לדוגמה דיווח על מכירת שליש ממניותיה של חברת ביטוח ישיר במחיר הנמוך ב-20 אחוזים ממחיר השוק: מיכאל רוכוורגר "מורי ארקין מצטרף לקבוצה שתשקיע 480 מיליון שקל בביטוח ישיר" **TheMarker** (26.7.2017) <https://goo.gl/C7v6C1>. במקרה אחר נמכרו מניות של חברת שפיר הנדסה לגוף מוסדי, בית ההשקעות אלטשולר שחם, בהנחה של ארבעה אחוזים ביחס למחיר השוק. אביב לוי "האחים שפירא מוכרים בשיא: מימשו מניות שפיר הנדסה תמורת כ-215 מיליון שקל" **גלובס** (20.7.2017) <https://goo.gl/mwKhnB>. כאמור, עסקאות מסוג זה גורמות לכך שמערך התמריצים של רוכשים אלה אינו עוד למערך האינטרסים של יתר בעלי המניות מהציבור.

יתרה מזו, החלטת הניצח המוסדי להסכים למחיר נמוך מהמחיר ההוגן עלולה לנבוע מהבנות לא כתובות בינו ובין בעל השליטה. למשל, לאחר מחיקת מניות החברה הציבורית מהבורסה, החברה עשויה ליטול הלוואה פרטית מהגוף המוסדי.¹²⁶ באופן זה הגוף המוסדי מחליף השקעה תנודתית בסיכון גבוה יחסית (מניה) בהשקעה סולידית יותר וארוכת טווח (חוב). הרצון לבצע החלפת השקעה כזו ולהבטיח כי החברה הציבורית אכן תפנה לגוף המוסדי לקבלת האשראי, ולא למתחרהו, עשוי להמריצו להסכים למחיר שאינו המחיר ההוגן מבחינת כלל בעלי המניות מהציבור. אין כיום גילוי פרטני של מתן אשראי מגופים מוסדיים שלא נעשה באמצעות הבורסה. בנסיבות אלה נפרמת אחדות האינטרסים בין בעל המניות המוסדי ליתר בעלי המניות, ואי-אפשר עוד להצדיק את החזקה.

מחקרים אמפיריים אף הם תומכים בחשש כי גופים מוסדיים לא בהכרח פועלים לטובת כלל בעלי המניות. חמדני ויפה בחנו את השימוש של גופים מוסדיים בכוחם להתנגד לעסקאות בעלי שליטה ומצאו כי ניגודי עניינים של הגופים המוסדיים בישראל, עקב תופעת הריכוזיות של שוק ההון, משפיעים על עוצמת ההתנגדות של הגופים המוסדיים לעסקאות כאלה.¹²⁷ למסקנה דומה הגיע ליסטוקין במחקר על השוק האמריקני.¹²⁸ יש חשש כי ניגודי עניינים אלה, הגורמים לגופים מוסדיים לצדד בבעלי שליטה ולא בבעלי המניות מהציבור, עלולים לבוא לידי ביטוי גם בתפקידם כניצעים מתוחכמים. לחשש זה אין מענה משכנע בפסיקה.

בעניין תועלת לציבור התאפשרה הצצה נדירה, אנקדוטלית, לנבכי המשא ומתן בין בעל השליטה לגופים המוסדיים במקרה של מיזוג הופכי משולש. הניצח המוסדי המתוחכם, חברת אלטשולר שחם, תמך במחיר שהובא להכרעת בעלי המניות מהציבור באסיפת בעלי המניות. יתרה מזו, הניצח המוסדי יצא להגנת בעל השליטה שהציע את המחיר, במהלך הבקשה שהוגשה לאישור תובענה ייצוגית בשם בעלי המניות. מנהל הגוף המוסדי שנתן את הסכמתו למחיר שבו נמחקה החברה, מסר תצהיר לטובת בעל השליטה. בתצהירו ציין כי היה נעתר לעסקה אף במחיר נמוך מזה שבו התקבלה הצעת הרכש בפועל.¹²⁹ האבסורד הוא

¹²⁶ יש לציין כי הגופים המוסדיים אינם מדווחים לציבור על עסקאות אשראי אלה, ולפיכך קשה לדעת אם, מתי וכיצד בוצעו. ראו למשל רחלי בינדמן "המוסדיים יחויבו לדווח על הסדרי חוב בהלוואות פרטיות" כלכליסט (25.1.2015); <https://goo.gl/aQA31f>; ערן אורן "מאחורי הקלעים וללא שקיפות – המוסדיים מחלקים הלוואות פרטיות" TheMarker (29.8.2012); <https://goo.gl/J754aM>; אסף גילעם ומישל אודי "ההלוואות הפרטיות הן הרבה יותר איכותיות מאג"ח או מניה" כלכליסט (13.6.2012); <https://goo.gl/DQeg4k>; עירן פאר ועירית אבישר "פטנט חדש של המוסדיים: הלוואות ישירות לחברות" גלובס (16.1.2012); <https://goo.gl/kXgbvr>. ראו גם הוועדה לבחינת אופן השקעת גופים מוסדיים בהלוואות מותאמות דוח סופי (2014); <https://goo.gl/au1V3T>.

Assaf Hamdani & Yishay Yafeh, *Institutional Investors as Minority Shareholders*, 17 REV. 127 FIN. 691 (2013).

Yair Listokin, *If You Give Shareholders Power, Do They Use It? An Empirical Analysis*, 166 128 INST. & THEO. ECON. 38 (2009) (להלן: Listokin, *Shareholders Power*).

¹²⁹ עניין תועלת לציבור, לעיל ה"ש 5, פס' 34 לפסק דינו של השופט כבוב. המחשה מאלפת נוספת היא הפשרה שהושגה לאחרונה בין הצדדים בעניין ספרא, המגלמת תוספת של עשרות אחוזים ביחס למחיר שזכה לתמיכת הגוף המוסדי בהצעת הרכש המלאה. ראו ת"א (מחוזי ת"א) 37739-07-14 מ.מ.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ נ' ספרא (פורסם בנבו, 8.5.2016).

כי בהיותו אחד מבעלי המניות הגדולים מקרב המיעוט, נהנה הגוף המוסדי מחלק ניכר מהסכום שאותו הסכימו בעלי השליטה לשלם בהסדר הפשרה שהושג בתיק.¹³⁰ התייצבותו של הניצע המוסדי לצד בעלי השליטה כדי להדוף תביעה שנועדה להשיא את הערך שיקבלו העמיתים, מדברת בעד עצמה.

אנו כופרים אפוא בהנחה שעליה מבוססת החזקה, ולפיה הניצע המוסדי המתוחכם פועל בהכרח לטובת כלל בעלי המניות.

רביעית, לגופים מוסדיים אין חובה חוקית כלשהי לנהל משא ומתן עם המציע. באין חובה לנהל משא ומתן, בוודאי אין חובה כי משא ומתן כזה ינוהל באופן אפקטיבי ויעיל, וישיא את המחיר. למעשה, במקרים רבים גופים מוסדיים מסתמכים על חברות ייעוץ חיצוניות ומאמצים את המלצותיהן מבלי לנהל כל משא ומתן עם המציע.¹³¹ לא זו אף זו, ניצעים מוסדיים חייבים להשתתף מכוח הדין רק באסיפה כללית של בעלי המניות.¹³² אסיפת בעלי מניות מתקיימת באישור עסקת מיזוג, אך לא במקרי הצעת רכש מלאה, ובה כל בעל מניות מחליט באופן אינדיבידואלי אם לקבל את ההצעה או לדחותה. לפיכך השתתפות הניצעים המתוחכמים בהצעת רכש מלאה נעשית לכל היותר מכוח חובות האמון שלהם כלפי העמיתים. ניצע מוסדי עלול, למשל, שלא להודיע על קיבול או אי-קיבול של הצעת רכש אם כמות האחזקות שבידיו אינה יכולה להשפיע על התוצאה. יהא זה שגוי, לטעמנו, להסיק מסקנה כלשהי בדבר הוגנות התמורה מתגובתו של הניצע במצב זה.

אחריות משפטית היא תמריץ שיש בו כדי לייעל את התנהלותם של שומרי סף, וכך ניתן להסתמך עליהם בביטחון רב יותר. למיטב ידיעתנו, מעולם לא הוגשה בישראל תביעה אזרחית נגד ניצע מוסדי בגין התרשלות שהביאה לקיבול של מחיר נמוך מדי בהצעת רכש מלאה. ספק אם עמיתים בגוף מוסדי יוכלו לעמוד בנטל להוכיח רשלנות כזו. מכאן, דומה שהתמריץ לאסוף מידע ולנהל משא ומתן מיטבי בשל אחריות וסנקציות משפטיות המוטלות על ניצעים מתוחכמים, אינו קיים במציאות. נמצא שגם אם קיימת התשתית המשפטית להטלת חובות אמון וזהירות על גופים מוסדיים, ספק אם האכיפה במישור זה יעילה.¹³³

130 עניין תועלת לציבור, שם, פס' 42–50 לפסק דינו של השופט כבוב.

131 למחקר ישראלי המצביע על מתאם גבוה בין המלצות חברת ייעוץ לגופים מוסדיים להצבעה של הגופים המוסדיים באסיפות בעלי מניות, ראו דניס ורשבסקי וגיתית גור גרשגורין הצבעות באסיפות כלליות של חברות – דפוסי ההצבעות של הגופים המוסדיים אל מול המלצות ייעוץ הפרוקסי (מחקרי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך, 2011) <https://goo.gl/CVJi69>. טענה דומה עולה גם במחקרים ברחבי העולם. ראו למשל בדוח ה-OECD הטוען כי גופים מוסדיים נוטים לאמץ באופן אוטומטי את המלצת חברת הייעוץ: OECD, Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages (2009) <https://goo.gl/CiFiQT> ; 127 James Cotter, Alan Palmiter & Randall Thomas, ISS Recommendations and Mutual Fund Voting on Proxy Proposals, 55 VILL. L. REV. 1 (2010).

132 ראו למשל ס' 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט–2009.

133 מובן שתגדל היכולת להסתמך על הסכמתם של גופים מוסדיים ולהעניק לה משקל ראייתי רב יותר, אם יחול שינוי לטובה ברמת האפקטיביות של האכיפה הציבורית והפרטית עליהם.

חמישית, יש לפקפק בהנחה כי גופים מוסדיים מסוגלים תמיד לאסוף מידע מורכב הנחוץ לצורך קבלת החלטת השקעה מושכלת, לנתחו ולהעריכו. בשנת 2008 נוכח ציבור החוסכים בבנקים בישראל ובגופים פיננסיים, כי הפסדי עתק נגרמו עקב השקעה באיגרות חוב מבוססות משכנתאות "סאבפריים". בדיעבד התברר כי רבים מהגופים המתוחכמים שרכשו את איגרות החוב, לא בדקו ולא הבינו כלל את הסיכונים הגלומים בהן.¹³⁴ מקבלי החלטות בגופים מוסדיים ניחנו אמנם במומחיות בתחומי ההשקעות והפיננסים, אך ספק אם יש ביכולתם להעריך באופן אופטימלי את שוויה של כל חברה באשר היא. הרצון של בתי המשפט להסתייע במומחיות של גופים מוסדיים עלול לגרום להישענות על משענת קנה רצוף. ככל שעסקינן בחברות מורכבות יותר, כך גובר הסיכון שבית המשפט יאלץ להתמודד עם חוות דעת כלכליות מורכבות יותר. בדומה, ככל שמורכבות החברה רבה יותר, כך גם הקושי של הניצח המתוחכם להעריך את שוויה כראוי גובר ובהתאם פוחתת ההזדקה להסתמך על עמדתו כבסיס לחזקת הניצח המתוחכם.

3. ריבוי ניצעים מתוחכמים

האם יש לייחס חשיבות להסכמה של כמה ניצעים מתוחכמים שלא נוהל עמם משא ומתן והם אינם מתואמים זה עם זה?¹³⁵ לטעמנו התשובה שלילית.

התמריץ לנהל משא ומתן להעלאת המחיר בהצעת הרכש גדל ככל שהניצח המתוחכם מחזיק כמות גדולה יותר של מניות. לעומת זאת, ככל שגדל מספר הניצעים המתוחכמים, שיעור האחזקות הממוצע שלהם אמור לרדת. כך היה, למשל, בעניין מלאכי שבו עמד בית המשפט על כך שאף אחד מהניצעים המתוחכמים לא החזיק כמות מניות "מכרעת".¹³⁶ מובן מאליו שריבוי ניצעים מתוחכמים מפחית את משקלו היחסי של כל אחד ואחד מהם ומגדיל את הסיכוי שלא תהיה לכל אחד ואחד מהם יכולת הכרעה, וכך קטן בהתאמה התמריץ הפרטי של כל אחד ואחד מהם לנהל משא ומתן ולהשקיע בחקר הוגנות המחיר המוצע בהצעת הרכש, וגדלה הנטייה להסתמך על הסכמתם המיודעת לכאורה של ניצעים מתוחכמים אחרים, אף שגם הם לוקים באדישות רציונלית זו המונעת מהם להשיא את ערך המניה.

לגופים המוסדיים יש תמריץ נוסף להתנהג באדישות, שניתן לעמוד עליו באמצעות תובנות מתחום תורת המשחקים. אם יחליט ניצע מוסדי א' לנהל משא ומתן עם המציע, ואילו ניצע מוסדי ב' המחזיק מניות באותה החברה לא ינהל משא ומתן כזה, עלולים העמיתים שחסכונוותיהם מנוהלים על ידי ניצע מוסדי ב', לפרש את אדישותו של ניצע מוסדי א' כהפרה של חובתו לנהל את כספי העמיתים באמון ובזהירות. החלטה של ניצע מוסדי א'

134 ראו הצעת חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ג–2012, ה"ח הממשלה 786; חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד–2014; John C. Coffee, *The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated*, 1019 CORNELL L. REV. 97 (2012). ראו גם Haq, לעיל ה"ש 103, בעמ' 70.

135 לשיטת השופטת אגמון-גונן, הצבעה סותרת של שני גופים מוסדיים יש בה כדי לסתור את חזקת הניצח המתוחכם. ראו עניין מגן, לעיל ה"ש 8, פס' 7.2.3.

136 עניין מלאכי – חוזר, לעיל ה"ש 5, פס' 76 לפסק דינה של השופטת רונן.

לנהל משא ומתן עשויה להיות אינדיקציה לכך שאדישותם של ניצעים מוסדיים אחרים היא התנהלות רשלנית. אינדיקציה זו תתחזק עוד יותר אם יתברר כי ניהול המשא ומתן הביא להעלאת המחיר על ידי המציע. אם ידע ניצע מוסדי ב' כי גוף מוסדי א' המתחרה בו שוקל לסטות מאדישותו ולנהל משא ומתן, ישקול גם גוף מוסדי ב' לכלכל את צעדיו בהתאם, ויבחר בחירה אסטרטגית לנהל משא ומתן גם הוא. אם כך, די בסטייה של ניצע מוסדי אחד מאסטרטגיה של אדישות כדי להביא לתחרות כוללת בין הגופים המוסדיים על העלאת המחיר בהצעת הרכש. זהו שיווי משקל אפשרי אחד, שהוא רצוי מבחינת כלל בעלי המניות, אך עלותו הפרטית גבוהה מבחינת כל אחד ואחד מהגופים המוסדיים, שכן כל אחד מהם ייאלץ להוציא הוצאות לניהול המשא ומתן. מבחינת הניצעים המוסדיים, אדישות עדיפה מתחרות. תחרות מחייבת הוצאת הוצאות של ברור מידע וניהול משא ומתן בשעה שהתועלת הטמונה בה – העלאת המחיר בהצעת הרכש – אינה ודאית, ואם היא מושגת, היא מתחלקת בין כלל בעלי המניות, ועל כן לא כל התועלת מופנמת על ידי הגוף המוסדי.

מדובר אפוא במצב קלאסי של "דילמת אסיר". בדילמת האסיר הקלאסית שני שחקנים נדרשים לקבל החלטה סימולטנית, כל אחד לבדו וללא תיאום עם חברו. כל אחד מהשחקנים יכול לפעול לטובת חברו או לפגוע בו. שני השחקנים ייטיבו לעשות אם יפעלו זה לטובת זה, אך בהיעדר יכולת של כל אחד להבטיח כי חברו יפעל בצורה זוהה, יבחר כל אחד מהשחקנים לפגוע בחברו כדי להבטיח לעצמו רווח או תועלת כלשהם. התנהגות זו תביא לידי כך ששני השחקנים יבחרו באסטרטגיית התנהגות שאין בה שיתוף פעולה הדדי, ולכן היא תוביל לתוצאת שיווי משקל גרועה לשני השחקנים. במצבי דילמת אסיר שיווי משקל אופטימלי בין השחקנים מושג רק כאשר ה"משחק" ביניהם חוזר שוב ושוב עם אופק חזרות אינסופי, וכל אחד מהם יודע כי אם יסטה מההתנהגות הרצויה, יוענש בעתיד על ידי יריבו (tit for tat strategy).

ולענייננו, גוף מוסדי יכול להשקיע משאבים יקרים באיסוף מידע ובניהול משא ומתן. לחלופין אותו גוף יכול שלא להשקיע משאבים אלה. גוף מוסדי שלא ישקיע משאבים, יצטייר כגרוע ופסיבי בעיני העמיתים אם גופים אחרים המחזיקים גם הם מניות בחברה שבה ניתנה הצעת רכש מלאה, יגלו פעלתנות. ואולם שחקן מוסדי שיסטה מאסטרטגיית האדישות, ויביא לידי כך שיתר השחקנים המוסדיים יצטיירו כרשלנים בעיני עמיתיהם, יודע כי ב"סיבוב" הבא שבו הוא עשוי להעדיף להישאר אדיש, ישיב לו שחקן מוסדי אחר בסטייה מאדישות, ואז יצטייר השחקן הראשון כרשלן. כאמור, החשש מתגובת נגד (tit for tat) מביא לידי שיווי משקל אסטרטגי אופטימלי מבחינת השחקנים. זה המצב במקרה של ניצעים מוסדיים בהצעות רכש. הניצעים המוסדיים מושקעים בשלל חברות ציבוריות בישראל ויודעים כי סטייה של אחד מהם מאסטרטגיה של אדישות רציונלית בהצעת רכש אחת עלולה להביא לפעלתנות מצד יתר הניצעים המוסדיים בהצעת הרכש הבאה אחריה. שיווי משקל של חוסר פעלתנות הוא שיווי המשקל האופטימלי למוסדיים, שכן הוא חוסך להם משאבים רבים. שיווי משקל זה גרוע מבחינתם של בעלי המניות מן הציבור. יתרה מזו, הוא מחליש באופן משמעותי את תקפותה של חזקת הניצע המתוחכם במצב של ריבוי ניצעים מוסדיים ששיעור אחזקותיהם נמוך.

4. המידע שבידי הניצעים

ההנחה כי הניצע המתוחכם בישראל מיועד דיו היא הנחה שניתן לפקפק בה. הנחה זו מבוססת על התפיסה שחובות הגילוי בדיני ניירות ערך יש בהן כדי להעמיד את המשקיע הסביר בעמדה מיועדת לצורך ההחלטה אם לקבל או לדחות את המחר המוצע בהצעת הרכש. השוואה של חובות הגילוי בין ישראל לארה"ב ממחישה כי אין הדבר כך.

בישראל המידע שהניצע המתוחכם ניזון ממנו מבוסס בעיקרו על דיני ניירות ערך, ובפרט על תקנות ניירות ערך (הצעת רכש) התש"ס-2000 (להלן: תקנות הצעת רכש). תקנות אלו מחייבות את המציע לפרסם במפרט הצעת הרכש כל פרט המצוי בידיע המציע, העשוי להיות חשוב למחזיק סביר השוקל להיענות להצעה על פיו, ואוסרות הכללת פרט מטעה במפרט.¹³⁷ תקנות הצעת רכש מפרטות רשימה של נושאים שעליהם חלה חובה שבדין למסור מידע מפורט במפרט הצעת הרכש, אבל הן אינן כוללות חובה לגלות "מידע רך", כלומר מידע צופה פני עתיד. ככלל, הדין הנוהג בישראל בנוגע למידע רך הוא כי גילוי של מידע כזה הוא ברוב המקרים גילוי וולונטרי. דא עקא, שמידע צופה פני עתיד הוא רלוונטי ביותר לצורך הערכת השווי ההוגן של החברה, ובלעדיו מתעוררת ביתר תוקף השאלה אם ניצע כלשהו יכול להעריך ברמת דיוק סבירה את שווייה הצפוי של החברה.¹³⁸ נוסף על כך, תקנות הצעת רכש אינן מחייבות את המציע לחשוף בפני ציבור הניצעים הערכות שווי שיש בידיו לעניין שווי החברה. המציע אף אינו נדרש לקבל או לפרסם חוות דעת מטעם דירקטוריון החברה בדבר הוגנות העסקה המוצעת.

לשם השוואה, בארצות הברית נקבעו דרישות גילוי רחבות החלות על מציע הצעת רכש והכוללות גם את החובה להתייחס לשאלה אם לדעת המציע העסקה הוגנת. דרישה זו חלה הן על עסקאות going private המתבצעות בדרך של מיזוג והן על אלה המתבצעות בדרך של הצעת רכש.¹³⁹ הדין בארצות הברית מטיל על מציע לפרט ולנתח את הגורמים שהביאו להחלטה להציע את הצעת הרכש ואת משקלם היחסי בהחלטה. פרטים אלו כוללים, בין היתר, מחירים היסטוריים ועדכניים של ניירות הערך המוצעים, ערך החברה בספרים, שווי החברה כעסק חי ושווי החברה בפירוק, המחיר ששילם המציע ברכישות קודמות של ניירות הערך, חוות דעת מומחים והערכות שווי ותנאי הצעות של חברות אחרות במהלך השנתיים האחרונות.¹⁴⁰ בארצות הברית אין המציע חייב להזמין הערכת שווי עצמאית או חוות דעת על הוגנות הצעת הרכש, אבל משהוזמנו חוות דעת כאלה, והן עולות כדי מידע מהותי בעסקת ה-going private, יש חובה לגלות.¹⁴¹ נוסף על כך, המציע נדרש לפרט את מטרות

¹³⁷ ס' 9 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000.

¹³⁸ ס' 32 לחוק ניירות ערך; לדין בהבחנה בין מידע רך צופה פני עתיד ובין מידע המאופיין בחוסר ודאות ראו אפרים אברמזון "תחזיות ומידע רך" בחברה הציבורית – החובה לגלות ועקרונות האחריות המשפטית" משפטים כב 55 (1993); עידו באום "בשבחו של מבחן התוחלת: עקרון המהותיות והתמודדות עם חוסר ודאות בדיני ניירות ערך" משפטים מד 477 (2014).

¹³⁹ ראו למשל פריט 8 ("fairness of transaction") במסמך "Transaction Statement" הנדרש ב-17 CFR 204.13e-100, Rule 13e-3; Securities Exchange Act of 1934, s. 13(e).

¹⁴⁰ ראו שם.

¹⁴¹ שם, item 9.

העסקה, לציין אם נשקלו חלופות לעסקה ומדוע נדחו, להבהיר את הסיבות למבנה העסקה, וכן את השפעת העסקה על החברה ועל בעלי המניות מהציבור.¹⁴² דירקטוריון החברה מחויב מכוח דיני ניירות ערך בארצות הברית לחוות דעתו בכל מקרה של הצעת רכש, אך הוא רשאי גם שלא להביע עמדה.¹⁴³

עינינו הרואות, בחינת המידע המצוי בידי הניצעים במקרי הצעת רכש מלאה מעלה כי הניצע המתוחכם, וכמוהו גם הניצע הסביר, בדין הישראלי אינם מקבלים מידע מפורט דיו לצורך הערכת שווי שלמה של החברה. הדברים האמורים בהצעת רכש תקפים ברובם גם בנוגע לניצעים בעסקת מיזוג, אך דווקא בעסקת מיזוג משולש הופכי, שבדרך כלל היא עסקה עם בעל השליטה, המציע נדרש לפרסם את הערכת השווי עם מסמכי זימון האסיפה הכללית, ואז יש לבעלי המניות אפשרות לנהל משא ומתן מידע על יסוד הערכה זו.¹⁴⁴ הניצע המתוחכם, המכיר בחסר במידע, עשוי אמנם לדרוש, במהלך ניהול המשא ומתן עם המציע בהצעת רכש, לקבל לידי מידע נוסף כדי לגבש את החלטתו. דא עקא, שבנסיבות של ניהול משא ומתן ישיר בין המציע לניצע מתוחכם, נראה כי כל מידע נוסף שנדרש וניתן לניצע המתוחכם, ייחשב למידע מהותי שיש חובה לגלותו לכלל הניצעים, מעצם דרישת המידע על ידי ניצע המוחזק כניצע מתוחכם. אם המציע מוסר לניצע מתוחכם מידע מהותי שלא הופיע במפרט הצעת הרכש, חלה עליו חובה לעדכן את מפרט הצעת הרכש לציבור, שאם לא כן יש חשש כי בידי הניצע המתוחכם יהיה מידע פנים, ועל כן הוא יהיה מנוע מלהשתתף בהצעת הרכש המלאה כל עוד לא גולה מידע זה לציבור, שאם לא כן יימצא עובר על איסור השימוש במידע פנים במישור הפלילי או לפחות במישור המנהלי.¹⁴⁵

5. הנטל הדיוני

השלכותיה הדיוניות של חזקת הניצע המתוחכם לא זכו לעיון ממצה בפסיקה. מבחינה דיונית חזקת הניצע המתוחכם מטילה מעמסה כבדה על מבקש סעד הערכת שווי, שיש בה כדי להרתיעו מלהגיש את הבקשה. ממילא מוטל על המבקש נטל כבד לתמוך את בקשתו בחוות דעת כלכלית כבר בשלב הבקשה, שהוא שלב דיוני מקדמי.¹⁴⁶ ואולם כל אימת שהמבקש יודע כי ניצע מתוחכם נענה למחיר שנקבע בהצעת הרכש המלאה, המבקש מחויב להתמודד מראש בבקשתו גם עם היענות הניצע המתוחכם. זאת, בגלל גישת הפסיקה בדיון אזרחי הקובעת כי בעל דין המודע לטענה המחלישה את עמדתו, ולא נתן לה ביטוי בכתב טענותיו, יהיה מושקע מלהתמודד עם הטענה כאשר תועלה על ידי בעל הדין שכנגד.¹⁴⁷

142 שם, item 7.

143 Securities Exchange Act of 1934, s. 14(d), Rules 14d-9, 14e-2.

144 ס' 9 לתקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל השליטה בה), התשס"א-2001.

145 עת"מ (מחוזי ת"א) 37447-10-13 אפריקה ישראל תעשיות בע"מ נ' רשות ניירות ערך (פורסם בנבו, 28.1.2015).

146 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 4, פס' 46 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) ג'ובראן.

147 החובה לתקוף כבר במסגרת הבקשה את חזקת הניצע המתוחכם, ככל שהמבקש מודע לאפשרות קיומה של טענה כזו, עולה מהגישת הדיונית בר"ע 218/85 "אריה" חברה לביטוח בע"מ נ' שטמר, פ"ד לט(2) 452 (1986) ובע"א 685/81 ליסנס וג'נרל חברה לביטוח בע"מ נ' בורכרד ליינס בע"מ, פ"ד לח(3) 421, 424-432, 433 (1983).

מצב דברים זה מחייב את מבקש הסעד היודע כי ניצע מתוחכם נענה בחיוב להצעת הרכש המלאה, לערוך בירורים דיוניים מסובכים, כגון הליכי גילוי מוקדם, כדי לעמוד על טיב הודעת הקיבול של הניצע המתוחכם במאמצו לערער את החזקה. יש חשש כי המבקש ייאלץ לנהל מעין "משפט זוטא" בשלב המקדמי של הבקשה, אשר כל מטרתו היא גילוי נסיבות הקיבול והחלשת החזקה הנובעת ממנו.

חזקת הניצע המתוחכם יוצרת גם מעמסה שיפוטית מיותרת. ממה נפשך? בקשה לקבלת סעד הערכת שווי המיוסדת על חוות דעת כלכלית בלתי מבוססת, תידחה אם תוצב מולה חוות דעת כלכלית מבוססת סותרת מטעם המשיבים. בנסיבות אלה השחתת כספם של הצדדים וזמנו של בית המשפט על דיון בחזקת הניצע המתוחכם היא מיותרת. לעומת זאת, בקשה לקבלת סעד הערכת שווי הנשענת על חוות דעת כלכלית מבוססת תגבר ברוב המקרים על חזקת הניצע המתוחכם, כפי שאכן אירע ברוב המוחלט של המקרים שבהם נטענה חזקת הניצע המתוחכם בפסיקה.¹⁴⁸

סיכום והצעה לשינוי

ברשימה זו סקרנו את תהליך אימוצה והטמעתה של חזקת הניצע המתוחכם בעסקאות going private של חברות ציבוריות בישראל. בסיכום הדברים מצאנו כי יש להפריד בין המשקל הראייתי שיש לייחס להסכמה של ניצע פרטי מתוחכם ובין המשקל הראייתי להסכמה של ניצע מוסדי מתוחכם. באשר לניצע מוסדי, אנו סבורים כי לא ראוי לבסס את החזקה על ההסכמה לבדה. הדיון התיאורטי שקיימנו, המידע הקיים בדבר ניגודי עניינים של גופים מוסדיים בשוק ההון הישראלי וכן ממצאים אנקדוטליים בנוגע להתנהלות גופים מוסדיים, תומכים בטענה שאין להסיק כי הסכמת הניצע המוסדי המתוחכם לבדה מבטיחה שהתמורה ששולמה לבעלי המניות מהציבור, משקפת שווי הוגן. בוודאי אין להסיק מהסכמה כזאת חזקה מכרעת.

לנוכח הנטל שחזקת הניצע המתוחכם מטילה על מבקש סעד הערכת שווי, הנתון ממילא בעמדת נחיתות לעומת החברה, ראוי לדעתנו לצמצם את המשקל שיש לייחס לקיבול הצעת רכש על ידי ניצע מוסדי מתוחכם.

ראשית, יש להיעזר בהסכמת הניצע המוסדי המתוחכם אך ורק בנסיבות שבהן בית המשפט אינו יכול להכריע בסוגיית השווי ההוגן על סמך חוות הדעת הכלכליות שהונחו לפניו. במילים אחרות, אין להשתמש בחזקת הניצע המתוחכם כתחליף לעיון מעמיק בחוות דעת כלכליות. לכל היותר ניתן להשתמש בחזקת הניצע המתוחכם כ"שובר שוויון" במקרה שבו בית המשפט מוצא כי אינו יכול להכריע בין חוות דעת כלכליות מבוססות כדבעי. שנית, יש להטיל על המשיב להציג לבית המשפט תיעוד של המשא ומתן שהתקיים בינו ובין הניצע המוסדי המתוחכם ואשר יש בו כדי להעיד שהסכמת הניצע ניתנה על בסיס המידע הנחוץ, לאחר משא ומתן משמעותי ותוך הפעלת שיקול דעת עצמאי. תנאים אלה מגדילים את הסיכוי כי הניצע המוסדי אכן יפעל בנסיבות כאלה כשומר סף יעיל.

148 ראו לדוגמה עניין ספרא, לעיל ה"ש 33, וכן תוצאות ההליכים שפורטו לעיל בתחילת פרק ד.

אנו סבורים כי צדקו שופטי המחלקה הכלכלית בגישתם שהמשקל שיש לייחס להסכמת הניצע המוסדי קטן ככל ששיעור אחזקותיו בחברה נמוך יותר או ככל ששיעור אחזקותיו בחברה קטן ביחס להיקף הכולל של השקעותיו או אם אין מדובר במי שמחזיק בעמדה שיש בה כדי לסכל את הצעת הרכש. ודוק, שיקולים אלה אינם שוללים לחלוטין את משקלה הראייתי של הסכמת הניצע המתוחכם בהתקיים משא ומתן משמעותי ומתועד בין הניצע ובין בעל השליטה, אך ככל שהתמריץ היחסי של ניצע לנהל משא ומתן קטן, כך משקלה של היענותו להצעת הרכש פוחת.

משהובהר שהרוב הנדרש לאישור מחיקה מהבורסה בדרך של מיזוג משולש הופכי מקל על בעל השליטה, המשקל שיש לייחס להסכמת הניצע המוסדי בעסקאות מחיקה מהבורסה בדרך זו צריך להיות נמוך יותר מהמשקל המיוחס להסכמה בהצעת רכש מלאה. במקרה שבו מבקש הטוען לקיפוח בעסקת מיזוג, מניח תשתית בסיסית לפגמים בניהול המשא ומתן על ידי האורגנים המוסמכים בחברה או על ידי ועדה בלתי תלויה, דומה כי אין מקום להידרש להסכמת ניצע מוסדי מתוחכם בשלב המקדמי. רק בבוא בית המשפט להכריע במישור המהותי בעניין הוגנות המחיר ששולם בעסקת המיזוג, מוצדק להזדקק להסכמת הניצע המוסדי, כאינדיקטור ולא כחזקה. והטעמנו עוד כי הואיל ובעסקת מיזוג המובאת לאישור אסיפת בעלי המניות, חלה על ניצע מוסדי חובה חוקית לגבש עמדה ולהצביע בעד העסקה או נגדה, יש מקום לתת משקל ראייתי לא רק להסכמה של ניצע מוסדי לעסקת המיזוג אלא גם להתנגדות של ניצע מוסדי לעסקה כזו.

בחברות רבות בישראל מושקעים כמה גופים מוסדיים זה לצד זה. הסכמת כמה ניצעים מוסדיים כשלעצמה – ללא תיעוד של משא ומתן משמעותי – אינה משכנעת כי המחיר המוצע משקף את השווי ההוגן, ועל אחת כמה וכמה כאשר חלק מגופים אלה מקבל את הצעת הרכש וחלק אחר דוחה אותה. עם זאת, תיעוד של משא ומתן שהתקיים עם אותם ניצעים מוסדיים שכן נעתרו להצעה עשוי להצדיק הענקת משקל ראייתי להסכמת הניצעים גם בנסיבות אלה. דא עקא, שלדעתנו במצב זה יש לאפשר למבקש לסתור ראיה זו בין היתר על ידי כך שיוכיח כי התקיים גם משא ומתן עם ניצע מוסדי אחר, וזה החליט להתנגד למחיר שהוצע מטעמים כלכליים הגיוניים.

מטבע הדברים, ככל שיחולו שינויים אשר ישפרו את האסדרה של גופים מוסדיים ואכיפתה, את שקיפות תהליכי קבלת ההחלטות של גופים אלה ואת האפשרות להטיל אחריות משפטית על גופים אלה בגין הפרה של חובות אמון וזהירות, כך תגבר ההצדקה להעניק משקל רב יותר להסכמת הניצעים המוסדיים במצבים שבהם עסקנו ברשימתנו. הקשיים שעליהם הצבענו בנוגע להסכמה של ניצע מוסדי מתוחכם מתחזקים, בשינויים המחויבים, כשמדובר בביסוסה של חזקה על הסכמתו של ניצע פרטי מתוחכם. לטעמנו קשה לבסס את החזקה על הסכמה של ניצע פרטי, בייחוד בהיעדר מידע באשר לשיקוליו של הניצע הפרטי, בהיעדר מידע על עצם קיומו של משא ומתן או על תוכנו של משא ומתן, אם היה כזה, ובהיעדרן של חובות אמון וזהירות שיחייבו את הניצע הפרטי ושניתן לגזור מהן ציפיות כלפיו בנוגע לאופן שבו יקבל החלטות הקשורות לעסקה המוצעת לו. עם זאת, משיב עשוי להתגבר על מגבלות אלה אם יצרף לתשובתו לבקשה לאישור תובענה ייצוגית תצהיר של ניצע פרטי מתוחכם שיבהיר את נסיבות הסכמתו של הניצע הפרטי ויאפשר למבקש לחקור את המצהיר. באופן זה יוכל בית המשפט להתרשם מהניצע הפרטי המתוחכם ולקבוע באופן בלתי אמצעי מה המשקל שיש לייחס להסכמתו.