



**לא מחכים לאביר הלבן - קריאה לאימוץ כלל השוויון
במידע במאבקי שליטה**

אבנר שמלה קדוש

כרך כז, תשפ"ג

לא מחכים לאביר הלבן – קריאה לאימוץ כלל השוויון במידע במאבקי שליטה

אבנר שמלה קדוש*

טקטיקת ההתגוננות המכונה "האביר הלבן", שבמסגרתה הנהלת חברה מזמינה רוכש ידידותי שיתחרה בהצעת הרכש של משתלט עוין, לא זכתה אלא בעיסוק מועט בספרות המשפטית ובפסיקה בישראל. לנוכח מבנה השליטה הריכוזי שאפיין בעבר את שוק ההון המקומי, השימוש באביר הלבן כטקטיקת התגוננות לא היה נפוץ בישראל, בוודאי בהשוואה למצב בארצות הברית. אולם בשנים האחרונות – עקב התרחבות מגמת הביזור של גרעיני השליטה בשוק ההון הישראלי, אשר מעבירה את מרכז הכובד של בעיית הנציג אל מישור היחסים שבין הנהלת החברה לבין בעלי המניות – השימוש באבירים לבנים נהיה רלוונטי מתמיד בזירה הישראלית ולכן מחייב דיון מחודש בסוגיה.

במאמר זה אבקש אפוא לבחון את טקטיקת האביר הלבן, ולנתח את השלכותיה הישירות והעקיפות על השחקנים השונים בתוך חברת המטרה המיועדת לרכישה ומחוץ לה. אבקש לטעון כי חרף יתרונותיה המידיים של טקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן לגבי בעלי המניות של חברת המטרה, היא טומנת בחובה חסרונות לא מבוטלים בטווח הארוך: ראשית, האביר הלבן מחדד את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות לבין הנהלת החברה, שעלולים לבוא לידי ביטוי, בין היתר, במסירת מידע רך של החברה לאביר הלבן באופן שמסכן את תחרותיותה; שנית, ניתוח של תופעת האביר

* בוגר תואר ראשון במשפטים (LL.B.) מאוניברסיטת תל אביב ומתמחה במשרד עו"ד שינמן-נגב-ניב. המאמר מבוסס על עבודת סמינר בהנחייתו של פרופ' אוריאל פרוקצ'יה. ברצוני להודות בראש ובראשונה לפרופ' פרוקצ'יה על הליווי בכתיבת המאמר ועל תרומתו הרבה לגיבוש הרעיונות. תודתי נתונה גם לפרופ' עמרי ידלין על הערות מאירות עיניים שסייעו לי רבות בשיפור המאמר. תודה מיוחדת לעו"ד דן שינמן, לעו"ד נויט נגב ולעו"ד איריס ניב-סבאג ממשרד שינמן-נגב-ניב, החונכים את דרכי בעולם המשפט, על הדרכתם המסורה. אני מבקש להודות גם למערכת כתב העת **משפט ועסקים** – לעורך אילון גינסבורג, לחברי המערכת עדי מסילתי ויוחאי רוזנר, לעורך הלשוני גיא פרמינגר ולקורא האנונימי – על הערותיהם המועילות ועל עבודת עריכה יסודית. לבסוף, אני מודה לאשתי, נופר, על עצותיה הטובות ועל תמיכתה המתמדת. העמדות המובאות במאמר מבטאות את עמדתי, והאחריות לטעויות היא שלי בלבד, כמובן.

הלבן והשלכותיה מנקודת מבט אקס אנטה מעלה כי שימוש תדיר בטקטיקת התגוננות מסוג זה עלול ליצור אפקט מצנן על השתלטויות עוינות בפרט ועל הצעות רכש בכלל, על כל המשתמע מכך מבחינת טובתם של בעלי המניות והרווחה המצרפית.

מאמר זה מבקש לטעון כי ההסדר המשפטי הרצוי הוא כזה אשר יבטל – או לכל הפחות יצמצם – את יתרונות האביר הלבן שנובעים מתמיכתה של הנהלת החברה, אך לא את אלה שנובעים באופן אינהרנטי ממנגנון הצעת הרכש, שאת השימוש בו אנו מעוניינים דווקא לעודד. לשם כך אמליץ לאמץ את כלל השוויון במידע במתכונת מורחבת, אשר תחייב את הנהלת החברה לספק מידע לכלל המציעים הקונקרטיים באופן שוויוני. אני סבור כי אימוץ הכלל יסייע להתמודד עם חסרונותיו של האביר הלבן: ראשית, הוא יגן על חברת המטרה ובעלי מניותיה מפני מסירת מידע רגיש של החברה לאביר הלבן, באופן שעלול לסכנה או לפגוע בביצועיה בעתיד אם האביר הלבן לא ישלים את רכישת החברה הלכה למעשה; שנית, הוא יצמצם את החיסכון בעלויות שהאביר הלבן מפיק מתמיכתה של הנהלת חברת המטרה, וכפועל יוצא מכך יוביל לריכוך חסרונותיו מנקודת מבט אקס אנטה. לטעמי, אפשר שיש בכוחו של פתרון זה לצמצם את הסיכונים שנובעים מן האביר הלבן, וזאת מבלי לבטל את אפשרות הצטרפותם של מציעים נוספים לתחרות ההצעות. אפשרות זו הכרחית לשם יצירת תחרות מחירים, שאמורה להוביל על פי עקרונות הכלכלה לעליית מחירי הרכישה וכפועל יוצא מכך להיטיב עם בעלי המניות של חברת המטרה.

מבוא

פרק א: רקע

1. מנגנון הצעת הרכש
2. השתלטות עוינת
3. האביר הלבן (White Knight)
- (א) האינטרס של האביר הלבן
- (ב) (MBO) Management Buyout
4. האביר האפור (Gray Knight)
5. נושא הכלים הלבן (White Squire)

פרק ב: התשתית המשפטית

1. הלכת Revlon
 2. ההסדרים המשפטיים בדין הישראלי
- פרק ג: כדאיות האביר הלבן בראי גישת הניתוח הכלכלי של המשפט
1. יתרונות האביר הלבן מנקודת מבט אקס פוסט
 - (א) יצירת תחרות מחירים

- (ב) חיסכון בהוצאות האביר הלבן כפוטנציאל להצעה מיטבית
- (1) חיסכון שנובע מהופעתו המאוחרת של האביר הלבן
- (2) חיסכון שנובע מפערים בין הצדדים במידע ובגישה למידע
2. חסרונות האביר הלבן מנקודת מבט אקס אנטה
- (א) האביר הלבן כתמריץ שלילי להצעות רכש
- (ב) ההשלכות של הפחתת הצעות הרכש
- (1) הקטנת רווחתם של בעלי המניות
- (2) הקטנת הרווחה המצרפית
- פרק ד: המלצה לאימוץ כלל השוויון במידע במתכונת מורחבת
1. דרישת אישור של בעלי המניות
2. מנגנון החזרת השקעה
3. הסדר אי-אכיפת הסכמות
4. כלל השוויון במידע
- (א) אפיון טיב המידע שהנהלה מוסרת לאביר הלבן
- (1) מידע גלוי
- (2) מידע פנים
- (3) מידע רך
- (ב) יתרונותיו של כלל השוויון במידע
- (1) צמצום מסירת המידע הרך של חברת המטרה
- (2) השגת מתאם גבוה בין הצדדים מבחינת המידע הרך שבידיהם
- (3) ריסון תופעת האביר הלבן מלכתחילה
- (ג) התמודדות עם קשיים ביישומו של כלל השוויון במידע
- (1) הקושי במתן מענה אכיפתי
- (2) חשש מפני דליפת מידע פנימי רגיש
- (3) חשש מפני Management Buyout (MBO)

סיכום

מבוא

במסגרת גל ההשתלטויות של שנות השמונים בארצות הברית התרחש מאבק שליטה מפורסם בין חברת Mobil (להלן: מוביל) לבין חברת United States Steel (להלן: יו-אס סטיל) על השליטה בחברת Marathon Oil (להלן: מרתון).¹ בשלהי שנת 1981 הכריזה

1 Radol v. Thomas, 534 F. Supp. 1302 (S.D. Ohio 1982) (להלן: עניין Marathon הראשון); Radol v. Thomas, 772 F.2d 244 (6th Cir. 1985) (להלן: עניין Marathon השני).

חברת מופיל על הגשת הצעת רכש לרכישת מניותיה של חברת מרתון. הנהלת מרתון החליטה להתנגד לנסיון ההשתלטות, ולשם כך שכרה את שירותיו של בנק ההשקעות First Boston (להלן: פירסט בוסטון), שהתבקש לסייע באיתור רוכש ידידותי פוטנציאלי, קרי, "אביר לבן". כחלק מתהליך ההתגוננות הוחלט על הכנת מסמכי מכירה (documents selling) שיוצגו לרוכשים פוטנציאליים. במסגרת זו הוכן מסמך פנימי שכלל הערכות שווי של נכסי החברה ושל עתודות הנפט שבבעלותה. המסמך – אשר התבסס גם על מידע פנימי של החברה – כלל פירוט של מלאי נכסיה של חברת המטרה והערכת שוויים, ובתוך כך הערכת שוויים של נכסי ההובלה, הזיקוק, השיווק והציוד של החברה. במקביל לכך הנחתה הנהלת החברה את בנק ההשקעות פירסט בוסטון להכין הערכת שווי דומה של נכסי החברה, אך על בסיס מידע פומבי בלבד.

לאחר שהכנת המסמכים הושלמה, החלה הנהלת מרתון בתהליך איתור של רוכשים ידידותיים פוטנציאליים, והציגה לחלק מן המועמדים את שני המסמכים כמסמכי מכירה. במסגרת זו נפגש נשיא חברת מרתון עם מקבילו מחברת יו־אס סטיל, שחיפשה באותה עת דרכים לגוון את החזקותיה, ומסר לו עותק של שני המסמכים. לצד זאת מסר סגן נשיא מרתון לנציגי יו־אס סטיל מידע פיננסי על החברה, כולל תחזיות רווח ותזרים מזומנים לחמש שנים. בתום משא ומתן מזורז הסכימו ביניהן מרתון ויו־אס סטיל על מתווה הרכישה, ולבסוף גברה חברת יו־אס סטיל על חברת מופיל והשלימה את רכישתה של חברת מרתון.

מאבק השליטה בחברת מרתון, שילווה אותנו גם בהמשך, הוא דוגמה לנושא שמאמר זה עוסק בו: טקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן. לעיתים, כאשר הנהלת חברה ניצבת בפני איום של השתלטות עוינת, היא בוחרת לפנות לגורם חיצוני ומנסה לשכנעו לרכוש את השליטה בה, וכפועל יוצא מכך לחסום את המשתלט העוין. אם אותו גורם בוחר להיענות להצעה, הוא נהפך למעשה לאביר לבן, קרי, לרוכש ידידותי שנהנה מתמיכתה של הנהלת החברה. כידוע, השתלטות עוינת נעשית על פי רוב תוך העברת ההנהלה מתפקידה, ולכן חילופי שליטה בחברה מאיימים על הנהלת החברה.² אם כן, להבדיל מן המשתלט העוין, הרוכש הידידותי אינו מתכוון לפטר את ההנהלה הנוכחית, אלא מבטיח להותיר את המנהלים במשרותיהם, ומכאן כינויו – "האביר הלבן". למעשה, האביר הלבן נועד להדוף את ה"אויב" שצר על חומותיה של חברת המטרה, ועל ידי כך להציל את מנהליה מחרב הפיטורים שמונפת מעל צווארם ומן הפגיעה בשכר ובמוניטין המקצועי שנלווית לכך.³

2 אירית חביב-סגל דיני חברות: לאחר חוק החברות החדש כרך ב 530 (2004) (להלן: חביב-סגל דיני חברות כרך ב).

3 ראו – ROBERT AARON GORDON, BUSINESS LEADERSHIP IN THE LARGE CORPORATION 305-307 (1961); MELVIN A. EISENBERG, THE STRUCTURE OF THE CORPORATION: A LEGAL ANALYSIS 30-34 (1976).

ברם, הצעת הרכש מופנית לבעלי המניות של החברה, ולא למנהליה או לחברה עצמה, ועל כן לכאורה לא אמור להיות משקל מעשי להתנגדותה של ההנהלה⁴, ובוודאי אין בידה האפשרות לסכל את ההשתלטות העוינת על דעתה בלבד⁵. אלא שאלה אינם פני הדברים. בניגוד לרוב אמצעי ההתגוננות האחרים, פנייה לאביר לבן אינה מחייבת אישור של בעלי המניות או עיגון מפורש בתקנון, ובכך היא פותחת פתח לקברניטי החברה להשפיע באופן עצמאי ועל דעתם בלבד על הצעת הרכש, ולנסות לחבל בסיכויי הצלחתה. אם כן, מרגע כניסתו של האביר הלבן לתחרות הרכישה מתחדד ניגוד האינטרסים שבין בעלי המניות לבין ההנהלה – רצונם הטבעי של מנהלי החברה הוא למכור את החברה לאביר הלבן, שיותיר אותם במשרותיהם, ואילו האינטרס של בעלי המניות הוא למכור את החברה למרבה במחיר⁶. כאשר האביר הלבן מציע מחיר שנמוך ממחירה של הצעת הרכש העוינת, יעדיפו בעלי המניות את הצעתו של המשתלט העוין, בעוד שההנהלה תבקש לפעול למען הצלחתו של האביר הלבן, ללא קשר לאיכות הצעתו. לפיכך כניסתו של האביר הלבן לתמונה מעוררת חשש כפול: ראשית, שתטורף עסקה יעילה מבחינת בעלי המניות של חברת המטרה, קרי, הצעתו של המשתלט העוין; שנית, שתתקבל עסקה שאינה מיטבית מבחינת בעלי המניות של חברת המטרה, קרי, הצעתו של האביר הלבן⁷. הנהלת החברה חשודה אם כן בניסיון לסכל הצעות רכש כדאיות לבעלי המניות או לקדם הצעות רכש שאינן מיטביות מבחינתם, והכל כדי לשמר את שליטתה בחברה⁸.

חשד זה כלפי הנהלתה של חברת המטרה רלוונטי במיוחד לנוכח מגמת הביזור של גרעיני השליטה בשוק ההון הישראלי, אשר מעבירה את מרכז הכובד של בעיית הנציג

4 בהקשר זה חשוב לציין את תפקיד הדירקטוריון במסגרת הצעת רכש מיוחדת, המעוגן בס' 329 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, שקובע כי על הדירקטוריון של חברת המטרה לחוות את דעתו בדבר כדאיותה של ההצעה לגבי הניצעים, קרי, בעלי המניות. ראו אוריאל פרוקצ'יה **דיני חברות חדשים לישראל** 584 (1989). ברם, בדיקה שערך יוסף גרוס מעלה כי הלכה למעשה ברוב המקרים הדירקטוריון מודיע כי אין ביכולתו להביע עמדה בנושא, ובכך הוא נמנע למעשה מחובתו ליתן חוות דעת על הצעת הרכש. ראו יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי** 462 (מהדורה חמישית 2018).

5 ע"א 7414/08 **תרו תעשייה רוקחית בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries Ltd**, פס' 59 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה (אר"ש 7.9.2010).

6 יוסף גרוס "האם אנו עומדים בפני עידן חדש בהצעות רכש?" **תאגידים** י(3) 132, 149–150 (2013).

7 חביביסגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 418–419.

8 אריה בבצ'וק ואוריאל פרוקצ'יה "רכישת חברות" **עיוני משפט** יג 71, 84 (1988). בהקשר זה מעניינת קביעתו של בית המשפט העליון בע"א 817/79 **קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ**, פ"ד (3) 253, פס' 47 (1984): "המנהל הוא 'המוח' ומרכז העצבים' לפעילותה של החברה... בכל פעילותו בחברה – בין הניהול היומיומי ובין קביעת המדיניות והפיקוח על ההנהלה הפעילה – הוא מרכז בידיו כוח רב. כוח זה נתון בידו למען החברה. אך קיים חשש – וניסיון החיים מוכיח כי חשש זה מבוסס הוא – כי מי שבידו כוח ינצל אותו לרעה. הפיתוי לכך הוא רב. מכאן הצורך לגבש מערכת דינים, שיהא בה לרסן את הכוח, שכן 'כוח ללא אחריות משול להפקרות'..." (ההדגשה הוספה).

אל מישור היחסים שבין הנהלת החברה לבין בעלי המניות.⁹ כידוע, בשנים האחרונות המשק הישראלי מתאפיין בפיזור הבעלות בחברות הציבוריות בקצב הולך וגובר.¹⁰ שינוי זה טומן בחובו משמעויות מרחיקות לכת באשר לכללי הממשל התאגידי, ומחייב את תיקונם בהתאם.¹¹ כך, למשל, תחת מבנה בעלות מבוזר בעיית הנציג עוטה לבוש שונה בתכלית מתצורתה בתאגיד עם בעלות ריכוזית,¹² מאחר שבתאגיד עם בעלות מבוזרת הכוח האפקטיבי לנווט את התאגיד מסור בידי ההנהלה.¹³ לפיכך, בעוד בחברות שיש בהן גרעין שליטה בעיית הנציג המרכזית היא בין בעל השליטה לבין בעלי המניות (בעיית הנציג האופקית), בחברות ללא גרעין שליטה בעיית הנציג המרכזית היא בין הנהלת החברה לבין בעלי המניות (בעיית הנציג האנכית). אם כן, בחברות ללא גרעין שליטה בעלי המניות משתחררים אומנם מעולו של בעל השליטה, אך אליה וקוץ בה – כעת הם נמצאים תחת שלטונה של הנהלת החברה.¹⁴ חלק מן ההסדרים המשפטיים

9 ראו, למשל, **ממשל תאגידי מאוזן בחברות ללא גרעין שליטה** 5–7 (נייר עמדה, אנטרופי ממשל תאגידי 2019) (להלן: נייר עמדה אנטרופי); **כנס התאגידים העשירי של רשות ניירות ערך בישראל – שנת 2018** 11–12 (2019) <https://tinyurl.com/b4nm5k35>; אביב לוי "בחברות ללא בעל שליטה, הבעיה המרכזית היא פיזור של בעלי המניות ומנהלים עם פיקוח חסר" **גלובס** (6.7.2020) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001334764>.

10 ראו אורי גלאור "מי מפקח על המנהלים? ריבוי החברות ללא גרעין שליטה דורש התאמות כלכליסט" (26.12.2019) <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3776535,00.html>; ערן אורן "שש שנים ליחוק הריכוזיות: הקבוצות העסקיות מאבדות את השליטה במשק" **TheMarker** (19.8.2019) <https://www.themarker.com/premium-1.7694295> מגמה זו מתהווה, בין היתר, על רקע יישומו של החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013, המוכר בכינויו "חוק הריכוזיות". ראו, למשל, מיכאל רוכוורגר "20% מהחברות בבורסה מתנהלות ללא גרעין שליטה. מי הצליחה יותר ומי פחות?" **TheMarker** (28.7.2021) <https://www.themarker.com/markets/premium-1.10042514>.

11 ראו תזכיר חוק החברות (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה), התשפ"א–2021. להרחבה ראו אסף אקשטיין וקובי קסטיאל "מינוי דירקטורים: תאוריה, ראיות, מדיניות" **משפטים נב** (צפוי להתפרסם ב-2022). ראו גם אורי הלר וליאור פורת "ביזור שליטה או איבוד שליטה?" **TheMarker** (15.1.2019) <https://www.themarker.com/markets/premium-1.6844254>. לניתוח ההבחנה בין מנגנוני הפיקוח על תאגיד בבעלות מבוזרת לבין המנגנונים בתאגיד עם בעל שליטה ראו Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PA. L. REV. 1263 (2009).

12 אסף חמדני **ריכוזיות השליטה בישראל: היבטים משפטיים** 36 (מחקר מדיניות 78, המכון הישראלי לדמוקרטיה 2009).

13 שם, בעמ' 35. ראו גם הדס מגן "לקום עם סכין בין השיניים: כך הפך דודו זבידה את מבנה לאחת מחברות הנדל"ן החזקות במשק" **גלובס** (26.12.2021) <https://www.globes.co.il/news/sparticle.aspx?did=1001395287>. זבידה תיאר בצורה בלתי אמצעית את חווייתו כמנכ"ל חברה ללא גרעין שליטה כך: "כשיש בעל שליטה הוא מחזיק ברוב בדירקטוריון, והוא זה שקובע את המדיניות ואת היומיום. אין ספק שבחברה ללא גרעין שליטה, למנכ"ל יש יותר על הכתפיים."

14 נייר עמדה אנטרופי, לעיל ה"ש 9, בעמ' 6–7.

הנוהגים כיום בדין הישראלי אינם מתאימים למגמת הביזור המתרחשת לנגד עינינו,¹⁵ משום שהם מתמקדים בעיקר בבעיית הנציג האופקית, באופן שמותיר את בעיית הנציג האנכית במצב של תת-פיקוח. לפיכך המעבר למבנה בעלות מבוזר עלול להוביל לפיקוח חסר על מנהלי החברה, שהרי בהעדר בעל שליטה עיקר הכוח עובר לידי הנהלת החברה.¹⁶ כפועל יוצא מכך, מגמת הביזור עלולה להגביר את הסיכון להתנהלות אופורטוניסטית של הנהלת החברה, דהיינו, שההנהלה תפעל לקידום טובתה האישית על חשבון טובת החברה ובעלי המניות. בעניין האביר הלבן מגמת הביזור בשוק ההון הישראלי מעוררת חשש לא מבוטל שההנהלה של חברת המטרה תבחר להשתמש בטקטיקת התגוננות זו לשם בלימת השתלטות עוינת בראותה לנגד עיניה את טובתה האישית. כאמור, חשש זה יכול לבוא לידי ביטוי הן בטרפור עסקה יעילה מבחינתם של בעלי המניות הן בקבלת עסקה שאינה מיטבית לגביהם.

אומנם, נכון להיום, למרות מגמת הביזור של גרעיני השליטה, איננו רואים עדיין שימוש תכוף באביר הלבן בשוק השליטה הישראלי. לכן נדמה אולי כי העיסוק של מאמר זה הוא תיאורטי גרידא, וכי אין צורך לדון בריסון השימוש באביר הלבן על ידי הנהלת החברה בישראל. ברם, אני סבור כי אלה אינם פני הדברים. השינוי ביחסי הכוחות התאגידיים כתוצאה ממגמת הביזור של גרעיני השליטה אינו נטמע בשוק ביום אחד, אלא נבנה בהדרגה. לפיכך מאמר זה מבקש להקדים תרופה למכה, ולקדם הסדר משפטי שיתמודד ביעילות עם תופעת האביר הלבן, אשר גם אם יתמהמה, הוא יבוא.¹⁷ יתרה מזו, גם בלי קשר לתדירות הופעתו של האביר הלבן בשוק הישראלי, המצב המשפטי הקיים יוצר תמריץ שלילי לביצוע השתלטויות עוינות ועלול להוביל לשימוש חסר במנגנון של הצעת רכש, ולכן ייתכן שכבר כיום אנו מתמודדים עם השלכות שליליות בהקשר זה, אשר מוטב לתקן בהקדם. זוהי מטרתו של מאמר זה.

15 להרחבה ראו זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקציה: חיבורי משפט 239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקציה ומרדכי א' ראבילו עורכים 1996).

16 נייר עמדה אנטרופי, לעיל ה"ש 9, בעמ' 7. בנייר העמדה נכתב כי קיים חשש שהנהלת החברה הדומיננטית תתנהל ללא פיקוח נאות מצד הדירקטוריון, בין היתר לנוכח השפעתה על תהליך מינויים של הדירקטורים: "החשש בחברות אלו הוא שהדירקטוריון יהיה פאסיבי בקביעת המדיניות והאסטרטגיה בחברה ומשכך גם בעל יכולות פיקוח נמוכות על ההנהלה בניהול העסקים השוטף ובמימוש היעדים השונים". שם. ראו גם דוד חודק "היכוננו לבואן של מבוזרות השליטה" <https://www.themarket.com/markets/1.4443055> (14.9.2017) **TheMarker**.

17 ניצנים ראשונים להופעתו של האביר הלבן בזירה הישראלית ניתן לראות כבר בימים אלו. ראו אסא שושן "גל של השתלטויות עוינות שוטף את הבורסה בת"א: אין ריגוש שמשתווה לזה" https://www.themarket.com/markets/premium-1.10740810?utm_source=App_Share&utm_medium=iOS_Native (14.4.2022) **TheMarker**; חזי שטרנליכט "משופרסל ועד נורסטאר: מה עושים מאבקי השליטה לבעלי המניות?" **גלובס** (28.4.2022) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001410359>.

במאמר זה אבחן את תופעת האביר הלבן, ואתח את השלכותיה הישירות והעקיפות על השחקנים השונים בתוך החברה ומחוץ לה. אבקש לטעון כי חרף יתרונותיה המיידיים של טקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן לגבי בעלי המניות של חברת המטרה, היא טומנת בחובה חסרונות לא מבוטלים בטווח הארוך: ראשית, כאמור, האביר הלבן מחדד את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות לבין הנהלת החברה, ועלול להוביל, כפי שקרה בעניין *Marathon*, למסירת מידע פנימי של חברת המטרה לאביר הלבן, על כל הבעיות הנובעות מכך; שנית, ניתוח של תופעת האביר הלבן מנקודת מבט אקס אנטה מעלה כי שימוש תדיר באמצעי הגנה מסוג זה עלול ליצור אפקט מצנן על השתלטויות עוינות, וכפועל יוצא מכך על הצעות רכש באופן כללי, על כל המשתמע מכך.

לנוכח כל זאת אני סבור כי ההסדר המשפטי הרצוי הוא כזה שירסן את כוחה של הנהלת חברת המטרה להשתמש בטקטיקת האביר הלבן לשם בלימת השתלטות עוינת. ליתר דיוק, ההסדר המשפטי הרצוי הוא כזה שיצמצם ככל האפשר את יתרונות האביר הלבן שנובעים מתמיכתה של הנהלת החברה, אך לא את אלה שנובעים באופן אינהרנטי ממנגנון הצעת הרכש, שאת השימוש בו אנו מעוניינים דווקא לעודד. לשם כך אמליץ לאמץ את כלל השוויון במידע במתכונת מורחבת, אשר תחייב את הנהלת החברה לספק מידע לכלל המציעים באופן שוויוני. בהתאם לכך, כאשר ההנהלה מספקת לאביר הלבן מידע על חברת המטרה, מוטלת עליה החובה לספק אותו מידע גם לכל המציעים הפוטנציאליים האחרים שמעוניינים ליטול חלק בתחרות לרכישת החברה. לעניות דעתי, אפשר שיש בכוחו של פתרון זה לצמצם את הסיכונים שנובעים מן האביר הלבן, וזאת מבלי לסתום את הגולל על אפשרות הצטרפותם של מציעים נוספים לתחרות ההצעות. כידוע, הצטרפותם של מציעים נוספים הכרחית לשם יצירת תחרות מחירים, שאמורה להוביל על פי עקרונות הכלכלה הניאו-קלאסית לעליית מחירי הרכישה וכפועל יוצא מכך להיטיב עם בעלי המניות של חברת המטרה.¹⁸

מבנה המאמר יהיה כדלקמן: בפרק הראשון אציג מידע רקע בסיסי על מנגנון הצעת הרכש, השתלטויות עוינות, טקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן ושימוש בפונקציונרים דומים. בפרק השני אבחן את ההסדרים המשפטיים שעוצבו בדין האמריקני, ובהמשך אומצו בחלקם בדין הישראלי, לגבי חוקיות השימוש באביר הלבן. בפרק השלישי אבקש להצביע על יתרונותיו של האביר הלבן מנקודת מבט אקס פוסט, מחד גיסא, אך על חסרונותיו מנקודת מבט אקס אנטה, מאידך גיסא. בפרק זה אבקש לטעון כי חסרונותיו של האביר הלבן עולים על יתרונותיו, ועלולים אף לבטל את האחרונים בטווח הארוך, ולפיכך הסדר משפטי יעיל בנוגע לאביר הלבן יהיה כזה אשר יצור את צעדיה של הנהלת החברה בבואה להתגונן מפני השתלטות עוינת בעזרת אביר לבן. בפרק הרביעי אציג את הצעותי באשר להסדר המשפטי הרצוי לעניין האביר הלבן,

18 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders' Welfare*, 36 BUS. LAW. 1733, 1737 (1981) (להלן: Easterbrook & Fischel, *Shareholders' Welfare*).

ואמליץ על כלל השוויון במידע כאמצעי האפקטיבי ביותר לצמצום חסרונותיו של האביר הלבן. כחלק מהדיון בכלל השוויון במידע אנתח את סוג המידע שנמסר על ידי הנהלת החברה לאביר הלבן ואת המשמעויות הנלוות לכך. נוסף על כך אדון בקשיים שעולים מאימוצו של כלל השוויון במידע, ואציע פתרונות. לבסוף אסכם.

פרק א: רקע

השתלטות עוינת עשויה להיות יעילה ומועילה מבחינת החברה ובעלי מניותיה, אך היא עלולה גם להזיק להם – למשל, כאשר ההצעה אינה משקפת נאמנה את שווי החברה. לפיכך נקודת המוצא היא שלהנהלת החברה יש תמריץ מוצדק למנוע **חלק** מן ההשתלטויות העוינות, בעיקר במצבים שבהם בעלי המניות חשופים ללחץ להיענות להצעת רכש שאינה מיטבית מבחינתם, כלומר, כאשר קיים חשש ששווייה של חברת המטרה כפירמה עצמאית עולה על השווי הנגזר מהצעת הרכש.¹⁹ עם זאת, כאמור, קיים חשש מפני נסיון התבצרות (entrenchment) של הדירקטוריון וההנהלה במשרותיהם, שיבוא לידי ביטוי בפעילות אופורטוניסטית שמטרתה לסכל השתלטות עוינת מתוך דאגה לאינטרס האישי שלהם.²⁰ בחלק זה של המאמר אציג אפוא מידע רקע בסיסי על מנגנון הצעת הרכש, השתלטויות עוינות ושימוש באבירים לבנים ובפונקציונרים דומים – "האביר האפור" ו"נושא הכלים הלבן".

1. מנגנון הצעת הרכש

הצעת הרכש מאפשרת לרוכש הפוטנציאלי לפנות ישירות לבעלי המניות, במסלול עוקף הנהלה, ולהציע להם למכור לו את מניותיהם במחיר אחיד.²¹ אם ייעתרו להצעתו רוב של יותר מ-50% מבעלי המניות, יזכה הרוכש הפוטנציאלי לתפוס את השליטה בחברה.²² מנגנון הצעת הרכש הוא אם כן המסלול המרכזי שבו המשתלט העוין יכול לרכוש את השליטה בחברת המטרה, משום שהוא מאפשר את השלמת העסקה גם בניגוד לעמדת ההנהלה.²³ מאחר שהצעת הרכש מופנית ישירות לבעלי המניות וקבלתה

19 פרוקצ'יה דיני חברות חדשים לישראל, לעיל ה"ש 4, בעמ' 582. ראו גם בבצ'וק ופרוקצ'יה, לעיל ה"ש 8, בעמ' 84–85.

20 שם.

21 לדיון רחב במנגנון הצעת הרכש ראו ידידיה צ' שטרן "רכישת חברות – המניעים והערכתם" **מחקרי משפט** ח 255 (1990); יורם דנציגר "הגנת בעלי מניות ואחריות מנהלים בחברה ניצעת בעת השתלטות עליה על דרך הצעת-רכש (Take-Over)" **הפרקליט** לו 214 (1985).

22 חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 523–525.

23 שם, בעמ' 523. בהקשר זה חשוב לציין כי באופן עקרוני ניתן להשתמש באביר הלבן גם במסגרת השתלטות במסלול של מיזוג או במתכונת של מיזוג משולש הופכי. ברם, מאמר זה יתמקד במסלול

תלויה באישורם בלבד, המשתלט העוין אינו נדרש להסכמתם של אורגני החברה על מנת להוציא לפועל את ההשתלטות.²⁴ דהיינו, קברניטיה של חברת המטרה אינם מעורבים כביכול במישרין בעסקה שנרקמת בין המציע לבין בעלי המניות,²⁵ אלא רק לצורך מתן חוות דעת של הדירקטוריון ביחס לכדאיותה של הצעת הרכש העומדת על הפרק.²⁶

2. השתלטות עוינת

השתלטות עוינת היא רכישת מניות של גורם מחוץ לחברת המטרה במידה שמעניקה לו את השליטה בחברה, וכשמה כן היא – היא נעשית בניגוד לרצונם של מנהלי החברה, ולכן מנקודת מבטם היא נתפסת כ"עוינת".²⁷ כלומר, עוינותה של ההשתלטות נמדדת במישור היחסים של המשתלט עם הנהלתה של חברת המטרה, ולא במישור יחסיו עם בעלי המניות. אכן, ברוב המקרים יבקש המשתלט העוין, אשר מכונה לעיתים "האביר השחור", להעביר את הנהלת החברה מתפקידה מייד עם השלמת הרכישה, ולא במקרה – פוטנציאל הרווח הטמון בהחלפת ההנהלה הוא לרוב אחת הסיבות המרכזיות לביצוע ההשתלטות מלכתחילה.²⁸ לעיתים, משתלט עוין מאתר חברת מטרה על ידי השוואה בין שווי החברה הפוטנציאלי תחת ניהול יעיל לבין שווייה תחת ההנהלה הנוכחית, כפי שמשקף במחיר המניה.²⁹ במילים אחרות, המשתלט העוין מעריך שהחברה אינה מקרבת את רווחיה, מכיוון שהיא מנוהלת בצורה בלתי יעילה, ולכן הוא סבור כי החלפת ההנהלה עשויה להוביל למרוב הרווחים באופן שיגדיל את שווי המניות של החברה.³⁰ מסיבה זו השתלטות עוינת נתפסת כמנגנון לריסון בעיית הנציג שבין הנהלת החברה

של הצעת הרכש, שכן הוא כאמור המסלול האולטימטיבי מבחינת המשתלט העוין לרכישת השליטה בחברת המטרה. ראו שם, בעמ' 411; שרון חנס ועמרי ידלין "על מיווג, מיווג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט מז 104 (2003). כן ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 35560-08-10 סלע קפיטל נדל"ן בע"מ נ' בעלי המניות בחברה (נבו 7.11.2010). השווה פ"פ (מחוזי ת"א) 786/07 שני נ' מלם מערכות בע"מ (נבו 21.10.2007). לניתוח מקיף בנושא ראו יוסף גרוס "האם נחסמה הדרך לרכישת שליטה בחברה באמצעות סעיף 350 לחוק החברות?" תאגידים ח(1) 62 (2011); יוסף גרוס חוק החברות כרך ב 1029–1033 (מהדורה חמישית 2016).

24 גרוס דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי, לעיל ה"ש 4, בעמ' 461–462.
25 עניין תרו תעשייה רוקחית, לעיל ה"ש 5, בפס' 59 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה.
26 ס' 329 לחוק החברות. ראו גרוס דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי, לעיל ה"ש 4, בעמ' 462.

27 שרון חנס ועמרי ידלין "כשלים בהסדר של הצעת רכש מיוחדת: לקחים בעקבות טבילת-האש הראשונה של חוק החברות בפרשת גירון" עיוני משפט כז 787, 788 (2004) (להלן: חנס וידלין "כשלים בהסדר של הצעת רכש מיוחדת").

28 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161, 1198 (1981) (להלן: Easterbrook & Fischel, *Responding to a Tender Offer*).

29 שם, בעמ' 1173.

30 שם, בעמ' 1177.

לבין בעלי המניות.³¹ מכל מקום, הצעת הרכש מופנית לבעלי המניות של החברה, ולא למנהליה או לחברה עצמה, ולכן לכאורה התנגדותה של החברה אינה יכולה כשלעצמה לסכל את ההשתלטות העוינת.³² ברם, ברבות השנים פיתחו מנהלי החברות שורה של אמצעי הגנה, או "טקטיקות התגוננות" (anti-takeover tactics), שנועדו לבלום השתלטויות עוינות. טקטיקות ההתגוננות המופעלות על ידי הנהלת החברה נחלקות לשתי קבוצות:³³ טקטיקות מוקדמות (advance defensive tactics או pre-offer tactics), המאומצות עובר להצעת הרכש העוינת; וטקטיקות מיידיות (remedial defensive tactics או post-offer tactics), המופעלות בתגובה על הצעת רכש עוינת ידועה.³⁴ עם האחרונות נמנית טקטיקת האביר הלבן, העומדת במרכזו של מאמר זה.

לכאורה, הבחירה להשתמש בטקטיקות הגנה עלולה להיות כרוכה בהפרה מהותית של חובת האמון של מנהלי החברה. אם הללו פועלים לסיכול הצעת הרכש העוינת ממניעים אופורטוניסטיים של שמירה על משרותיהם, אזי מדובר בהפרה של סעיף 254(א)(1) לחוק החברות, הקובע את החובה להימנע מכל פעולה שיש בה ניגוד עניינים בין מילוי תפקידו של נושא המשרה לבין ענייניו האישיים.³⁵ לפיכך נדרשת לעיתים התערבות משפטית, הן ביחס לעצם הבחירה ליישם טקטיקות התגוננות למיניהן הן ביחס לאופן יישומן, וזאת על מנת להבטיח את ריסונה של הנהלת החברה ואת ההקפדה של מנהליה על חובת האמון שלהם.³⁶ ברם, בנסיבות מסוימות התגוננות ההנהלה עשויה לעלות בקנה אחד עם האינטרס של בעלי המניות.³⁷ למשל, כאשר הצעת הרכש שהוגשה

31 להרחבה ראו Clara Graziano & Annalisa Luporini, *Board Efficiency and Internal Corporate Control Mechanisms*, 12 J. ECON. & MGMT. STRATEGY 495 (2003).

32 Isidora Tachmatzidi, *Takeover Defenses in the United Kingdom*, VI(4) INT'L J. ECON. & BUS. ADMIN. 105, 114 (2018).

33 להרחבה ראו דנציגר, לעיל ה"ש 21, בעמ' 221; אהרון יורן (יורקביץ') "שימוש מנהלים בסמכויותיהם לשם הנצחת שליטתם בחברה וזכות התביעה של בעל-מניות בחברה" **משפטים** ד 239, 241 (1973).

34 במסגרת הקבוצה הראשונה נכללות, בין היתר, הטקטיקות דירקטוריון מדורג (staggered board) ומצנחי זהב (golden parachute), ואילו בקבוצה השנייה ניתן למנות את טקטיקת היהלום שבכתר (crown jewel) ואת הגנת פק־מן (pac-man). להסבר קצר על טקטיקות ההתגוננות השונות ראו טלי ציפורי ודן שוחט "השתלטות עוינת, זה טוב או רע?" **גלובס** (27.7.2008) https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000365882&after_registration. ראו גם חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 572–589.

35 לדיון רחב במקורותיה של חובת האמון וברציונלים שעומדים מאחוריה ראו יובל קרניאל **הפרת אמונים בתאגיד: במשפט האזרחי והפלילי** 23–47 (2001). הגישה הכלכלית מסבירה את חובת האמון כמנגנון שנועד למזער את עלויות הנציג ולהבטיח ניהול מיטבי של החברה, בין היתר על ידי פתרון חלקי של ניגוד האינטרסים הפוטנציאלי בין נושא המשרה לבין החברה שבה הוא מכהן.

36 אירית חביב-סגל **דיני חברות** 472 (2007) (להלן: **חביב-סגל דיני חברות** (שכתוב ועדכון)). להרחבה ראו Manuel A. Utset, *Towards a Bargaining Theory of the Firm*, 80 CORNELL L. REV. 540 (1995).

37 יורן טען כך: "בידי המנהלים אצור שלל של סמכויות. מטבע הדברים רוצים הם בהמשכת כהונתם.

לבעלי המניות אינה הוגנת או כאשר בעלי המניות אינם יכולים לנהל משא ומתן באופן אפקטיבי,³⁸ טקטיקות ההתגוננות משרתות את האינטרס של בעלי המניות בבלימת הצעת הרכש, באופן שעשוי אף לתמרץ את המשתלט הפוטנציאלי או שחקנים אחרים להעלות את מחיר ההצעה.³⁹ בהתאם לכך, כאשר נושאי משרה בארצות הברית נתבעים בגין נקיטת אמצעי התגוננות כנגד השתלטות עוינת, הם טוענים לרוב כי פעולותיהם נעשו אך ורק למען האינטרס של בעלי המניות.⁴⁰

אם כן, קיים מתח בין הרצון למנוע פעילות אופורטוניסטית של מנהלי החברה לבין ההבנה שטובתם של בעלי המניות מחייבת לעיתים לגיטימציה מסוימת של השימוש בטקטיקות ההתגוננות, בין לשם חסימת הצעות לא מיטביות ובין לשם מרוב המחיר של הצעת הרכש על ידי עידוד תחרות מחירים. בספרות המשפטית קיימות שתי גישות מרכזיות לגבי הלגיטימציה של טקטיקות ההתגוננות מפני השתלטויות עוינות: הגישה האחת, אשר מיוצגת בעיקר על ידי איסטרברוק ופישל, רואה בעין שלילית את השימוש בטקטיקות ההתגוננות למיניהן, ומבקשת לצמצם ככל האפשר את יכולתה של הנהלת החברה לאמץ טקטיקות אלו.⁴¹ הגישה האחרת, אשר מיוצגת בעיקר על ידי שטיין, קוטס וליפטון, סבורה כי יש להעניק להנהלת החברה חופש פעולה רחב להתנגד להשתלטויות עוינות באמצעות טקטיקות ההתגוננות.⁴²

-
- הפיתוי שיעשו שימוש בסמכויותיהם כדי להשיג תוצאה זו הוא גדול. עם זאת איננו סבורים שהדין צריך לאסור עליהם איסור מוחלט להשתמש בסמכויותיהם כדי לסכל נסיון של קבוצה יריבה לרכוש את השליטה בחברה. אכן מנקודת ראותה של ההנהלה הגבול בין שימוש בסמכות להנצחת הכהונה לבין שימוש בסמכות להנצחת המדיניות הוא מטושטש ואולי אפילו דמיוני בתכלית. אבל יתכנו מקרים שלנגד הקבוצה היריבה עומדת רעת החברה. למשל, ברצונה לפרק את החברה כדי להפוך עסק אחר למונופול. פירוק החברה או שינוי מדיניותה אינו בהכרח לרעה, אבל בהחלט יתכנו מקרים שזהו המצב ושההנהלה בכנות מנסה להגן על ענייני החברה. אין הדין צריך לפרק ההנהלה מכל סמכויותיה ולשימה חסרת אונים במצב כזה. יורן, לעיל ה"ש 33, בעמ' 259 (ההדגשות הוספו).
- 38 למשל, במקרה שבו קיים חשש מ"בחירה מאולצת", הכרוכה בכפייה כלפי בעלי המניות. ראו בבצ'וק ופרוקצ'יה, לעיל ה"ש 8, בעמ' 73.
- 39 חביב-סגל דיני חברות כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 524. להרחבה ראו גרוס "האם אנו עומדים בפני עידן חדש בהצעות רכש?", לעיל ה"ש 6, בעמ' 136–138.
- 40 ראו, לדוגמה, Moran v. Household Int'l, Inc., 490 A.2d 1059 (Del. Ch. 1985); Coates v. Netro Corp., C.A. No. 19154, 2002 WL 31112340 (Del. Ch. Sep. 11, 2002); Loventhal Account v. Hilton Hotels Corp., 780 A.2d 245 (Del. 2001); Loventhal Account v. Hilton Hotels Corp., C.A. No. 17803, 2000 WL 1528909 (Del. Ch. Oct. 10, 2000).
- 41 Easterbrook & Fischel, *Responding to a Tender Offer*, לעיל ה"ש 28; Easterbrook & Fischel, *Shareholders' Welfare*, לעיל ה"ש 18.
- 42 Jeremy C. Stein, *Takeover Threats and Managerial Myopia*, 96 J. POL. ECON. 61 (1988); Jeremy C. Stein, *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*, 104 Q.J. ECON. 655 (1989); John C. Coates IV, *Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, 79 TEX. L. REV. 271 (2000); Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 BUS. LAW. 101 (1979);

על בסיס הבחנה זו ניתן גם לחלק (בחלוקה גסה) את ההסדרים המשפטיים שנקבעו במדינות השונות:⁴³ בדין האנגלי, למשל, נוהגת הגישה הראשונה, אשר מבקשת לעודד את שוק השליטה ועל כן נוקטת עמדה אנטגוניסטית כלפי השימוש בטקטיקות התגוננות;⁴⁴ ואילו בדין האמריקני, לעומת זאת, נוהגת הגישה השנייה, אשר מבכרת את הצורך הלגיטימי של הנהלת החברה לחסום חלק מההשתלטויות העוינות, ומצדיקה במקרים מסוימים הפעלה של טקטיקות התגוננות לשם מרוב מחירה של הצעת הרכש.⁴⁵ ניגוד העניינים של הנהלת החברה בזמן ניסיון של גורם חיצוני לבצע השתלטות עוינת נתפס במודל האמריקני כמתון מזה המאפיין עסקה בניגוד עניינים, ואף הוביל את בתי המשפט בארצות הברית לגיבוש סטנדרט ביניים של ביקורת שיפוטית על החלטות הדירקטוריון, אשר מצוי בין כלל שיקול הדעת העסקי (business judgment rule) המקל לבין כלל ההגינות המלאה (entire fairness) המחמיר, ומחיל רף ביקורת שיפוטית מסוג בחינה מוגברת (enhanced scrutiny).⁴⁶ הדין האמריקני נמנע אפוא מלהטיל איסור מוחלט על שימוש בטקטיקות התגוננות על ידי הנהלת החברה, וחלף זאת מבקש לקדם

Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom; An Update After One Year*, 36 BUS. LAW. 1017 (1981).

43 חביב-סגל **דיני חברות** (שכתוב ועדכון), לעיל ה"ש 36, בעמ' 485–486.

44 להרחבה ראו Easterbrook & Fischel, *Responding to a Tender Offer*, לעיל ה"ש 28; RONALD J. GILSON, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* (1986).

45 להרחבה ראו Martin Lipton, *Twenty-Five Years After Takeover Bids in the Target's Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War*, 60 BUS. LAW. 1369 (2005).

46 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) (להלן: *הלכת Unocal*). על פי סטנדרט הביניים מסוג בחינה מוגברת, הדירקטורים נדרשים להראות כי היה להם בסיס סביר להאמין שקיים סיכון לחברה בהצעת הרכש העוינת, וכי אמצעי ההגנה שנקטו לשם חסימתה היו ביחס סביר לאיום הנשקף ממנה. ראו ע"א 7735/14 **ורדניקוב נ' אלוביץ**, פס' 88 לפסק הדין של השופט עמית (אר"ש 28.12.2016). באותו עניין עמד בית המשפט גם על ההבדלים בין כלל שיקול הדעת העסקי לבין סטנדרט הבחינה המוגברת: "הייחודיות של סטנדרט הביניים מתבטאת בשני היבטים: ראשית, הנטל הראשוני מוטל על הדירקטורים להראות כי החלטתם היתה סבירה, זאת בניגוד לכלל שיקול הדעת העסקי שהנטל לסתור אותו מוטל על התובע; שנית, בבואו לקבוע אם החלטתם של נושאי המשרה היא 'סבירה' (reasonable), ספקטרום ההתערבות של בית המשפט הוא רחב יותר לעומת נכונותו להתערב כאשר חל כלל שיקול הדעת העסקי (שאו מוגבלת ההתערבות למקרים חריגים, כגון החלטה נטולת רציונאל כלכלי או כוזב הנכנסת תחת 'דוקטרינת הבזבז'...) עם זאת, יודגש כי הנטל על הדירקטורים הוא להראות כי החלטתם נופלת 'במתחם הסבירות', ובמובן זה, סטנדרט הביניים ממוקם קרוב יותר לכלל שיקול הדעת העסקי מאשר לכלל ההגינות המלאה". שם. להרחבה ראו שרון חנס "ביקורת שיפוטית על החלטות הדירקטוריון: בין שיקול הדעת העסקי להגינות המלאה" **ספר גרוס: מחקרים דיניי חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס** 141 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים 2015) (המאמר להלן: חנס "ביקורת שיפוטית על החלטות הדירקטוריון"; הספר להלן: **ספר גרוס**); William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., *Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 BUS. LAW. 1287 (2001).

פיקוח משפטי על השימוש בטקטיקות אלו.⁴⁷ כפי שיוצג בפרק הבא, הגישה השנייה היא שאומצה בדין הישראלי.⁴⁸

במאמר זה אני מבקש להציע גישה שלישית כלפי השימוש באביר הלבן – מעין דרך ביניים בין שתי הגישות הקוטביות האמורות. הגישה המוצעת תותיר להנהלת החברה את האפשרות להזמין את האביר הלבן, אך תחת המגבלות של כלל השוויון במידע, וזאת מתוך מטרה לצמצם ככל האפשר את יתרונות האביר הלבן הנובעים מתמיכתה של הנהלת החברה. אומנם, השימוש באבירים לבנים הוכשר בארצות הברית, שהיא מדינה המתמודדת עם שוק מבוזר כבר זמן רב, אך במאמר זה אני מציע לא ללכת בעיניים עצומות אחרי המודל האמריקני.⁴⁹ יש לעצב את שוק השליטה על בסיס שיקולי יעילות בלבד, ולא על בסיס חיקוי של מודלים זרים שאינם מתאימים לנוף התאגידים המקומי.⁵⁰

47 לדוגמה ראו Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc., 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011). באותו עניין קבע בית המשפט בדלוור כי יש לדירקטוריון סמכות להתערב בהצעות רכש, ואף למנוע, במקרה הצורך, השתלטויות עוינות (כמובן, בכפוף לפעולה בתום לב ובהתאם לחובת האמונים כלפי החברה וכלפי בעלי המניות). לדוגמה נוספת ראו Moran v. Household Int'l, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

48 חביב-סגל **דיני חברות** (שכתוב ועדכון), לעיל ה"ש 36, בעמ' 485–486.

49 כפי שיוסבר בהמשך המאמר, דומני שהעמדה האוהדת כלפי האביר הלבן נשענת על התובנה שהוא משפיע לחיוב על רווחתם של בעלי המניות של חברת המטרה מנקודת מבט אקס פוסט. אך עמדה זו עלולה לרפות את ידיהם של יזמים ולהניאם מלפתוח במאמצי רכישה, כלומר לחבל בתמריצים אלו אקס אנטה, ולכן ראוי לדעתי לבחון אותה מחדש. נוסף על כך יש ליתן את הדעת לעמדתם של מלומדים אמריקנים הסבורים כי העמדה האוהדת של הדין האמריקני כלפי השימוש בטקטיקות התגוננות היא תולדה של לחץ כבד על בתי המחוקקים מצד מנהלי התאגידים הגדולים. ראו Daniel R. Fischel, *The "Race to the Bottom" Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law*, 76 Nw. U. L. REV. 913 (1982); Roberta Romano, *Competition for Corporate Charters and the Lesson of Takeover Statutes*, 61 FORDHAM L. REV. 843, 856–859 (1993). ראו גם זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" **משפטים** לב 381, 394–395 (2002). גושן מסביר במאמרו מדוע אין לגזור גזירה שווה בין החקיקה המדינתית בארצות הברית בהקשר של השתלטויות עוינות לבין הדין הרצוי בישראל. לטענתו, החקיקה המדינתית האמריקנית בהקשר זה מושפעת מתופעת ה"מרוץ לתחתית", בדמות תחרות בין המדינות השונות על משיכת חברות להתאגד או להקים מפעלים בתחומן. תחרות זו מתקיימת על רקע הפעלת שדולה פוליטית חזקה מצד מגזר המנהלים ומגזר העובדים, אשר פועלים במשותף כדי לקדם חקיקה שמקשה ביצוע השתלטויות עוינות ואוהדת שימוש בטקטיקות התגוננות. להרחבה ראו Roberta Romano, *The Political Economy of Takeover Statutes*, 73 VA. L. REV. 111 (1987).

50 ראו אהרן ברק "היקף התערבותו של בעל-המניה בניהול החברה על ידי מנהליה: כוחו של בעל-המניה לתבוע על הפרת זכות על ידי מנהליה" **הפרקליט** כה 488, 508 (1969): "נראה, איפוא, שיש צורך בבדיקה מחודשת ועניינית של כל מוסד ומוסד, מבחינת הלקונה שבהעדרו, והתאמתו לתנאי הארץ." ראו גם יורן, לעיל ה"ש 33, בעמ' 255, אשר הצטרף לעמדתו של ברק: "אנו מצטרפים בכל לשון למסקנתו של פרופ' ברק, שיש מקום ליצירה ישראלית עצמאית בסוגיה זו ואין כל טעם שנטיל על צוארנו ריחיים שאין אנו חייבים לשאת."

אני סבור כי גישת הביניים המוצעת במאמר זה היא המתאימה ביותר לדין הישראלי בעת הנוכחית, שכן היא עשויה לפתור – או לכל הפחות לשכך – את המתח בין הרצון למנוע פעילות אופורטוניסטית של מנהלי החברה לבין ההבנה שטקטיקות התגוננות עשויות לעיתים דווקא לשרת את טובתם של בעלי המניות. כפי שיוסבר בהמשך המאמר, הסדר משפטי שמבוסס על הגישה המוצעת יקשה פעילות אופורטוניסטית מצד הנהלת החברה, ועם זאת יאפשר לה להתגונן מפני השתלטויות עוינות כאשר יש הצדקה לכך מבחינת קידום טובתם של בעלי המניות.

בהקשר זה יש מקום להתייחס לעמדתו של חנס במאמרו "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל", שפורסם בשנת 2003.⁵¹ המאמר ביקש לקדם גישה סובלנית יותר כלפי שימוש בטקטיקות התגוננות מפני השתלטויות עוינות מצד הנהלתה של חברת המטרה, במטרה לעודד את ביזור הבעלות בחברות בשוק הישראלי.⁵² תחילה ערך חנס הבחנה בין מאפייניה של בעיית הנציג בארצות הברית לבין מאפייניה בישראל. כפי שהוסבר לעיל, בעוד בדגם האמריקני בעיית הנציג המרכזית היא אנכית, קרי בין הנהלת החברה לבין בעלי המניות, בדגם הישראלי בעיית הנציג המרכזית באותה עת הייתה אופקית, קרי, בין בעל המניות הדומיננטי לבין בעלי מניות המיעוט מהציבור. הבחנה זו היא תולדה של הריכוזיות שאפיינה את הבעלות בחברות הציבוריות בישראל. אליבא דחנס, החשש מפני השתלטויות עוינות מהווה גורם משמעותי לבעלות המרוכזת בישראל, ולפיכך לגיטימציה של ההתגוננות מפני השתלטויות עוינות תוביל לפיזור רב יותר של הבעלות בחברות ציבוריות בישראל.⁵³ לפיכך הסכים חנס להניח שהגישה הרואה בשלילה את השימוש בטקטיקות התגוננות עשויה להיות "ראויה" בשוק מבוזר,⁵⁴ אך טען כי היא אינה מוצדקת בדגם הישראלי, לנוכח ההבדל במידת הפיזור (או נכון יותר במידת אי־הפיזור) של הבעלות בחברות הציבוריות בשוק הישראלי. לנוכח עוצמתו של בעל המניות הדומיננטי בחברה ציבורית ישראלית טיפוסית, החשש מפני ניצול אופורטוניסטי של טקטיקות התגוננות על ידי מנהלי החברה לא היה ממשי. חלף זאת ביקש חנס להתמקד בבעיה הדוחקת יותר, לפחות באותה עת, והיא התועלת הפרטית הגבוהה באופן יחסי שהשליטה בחברה ציבורית בישראל מקנה לבעל השליטה. לטענתו, תועלת פרטית גבוהה זו מעודדת את בעלי השליטה בישראל לסרב מלכתחילה לדילול החזקותיהם וכך למנוע את פיזור הבעלות בחברות ציבוריות במשק. בהתאם לכך, במצב דברים תיאורטי שבו ייטה המשק הישראלי לפיזור רב יותר

51 שרון חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל" **עיוני משפט** כו 819, 829–832 (2003) (להלן: חנס "הצורך בהגנות משפטיות").

52 שם. חשוב לציין כי חנס התמקד במאמרו בטקטיקות התגוננות המותקנות כבר בשלב ההנפקה הראשונית של ניירות הערך של החברה לציבור, כגון ביצור מעמד הדירקטוריון וגלולת הרעל (poison pill), ופחות בטקטיקת האביר הלבן.

53 שם. להרחבה על טענה זו ראו גם Lucian Arye Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control* (NBER Working Paper No. 7203, 1999), https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7203/w7203.pdf.

54 חנס "הצורך בהגנות משפטיות", לעיל ה"ש 51, בעמ' 831.

של הבעלות בחברות ציבוריות, ישתחררו מנהלי החברות מעולם של בעלי השליטה ויפעלו בתנאים של פיקוח חסר, וכפועל יוצא מכך תעבור בעיית הנציג המרכזית לתצורה האנכית, בדומה לדגם האמריקני.⁵⁵

אכן, נראה כי מצב דברים תיאורטי זה קורס עור וגידים לנגד עינינו והופך בעת האחרונה למציאות השוררת בישראל. כפי שהוסבר לעיל, שוק ההון בישראל צועד בצורה מתמדת בנתיב לעבר מודל של ביזור שליטה.⁵⁶ בשנים האחרונות התרחבה תופעת הביזור של גרעיני השליטה בשוק ההון הישראלי, ומספרן של החברות ללא גרעין שליטה שנסחרות בתל אביב עלה בכ-50%⁵⁷ בשנת 2019 דווח כי כ-16.5% מן החברות הנסחרות בתל אביב פועלות תחת מבנה בעלות מבוזר, וכי שווי השוק שלהן מוערך בכ-38% משווי השוק המצרפי של כלל החברות הציבוריות בתל אביב.⁵⁸ הנתונים מצביעים על עלייה ניכרת לעומת השנים הקודמות, ובכך מוכיחים למעשה כי מדובר במגמה הולכת וגוברת של גידול במספר החברות שפועלות ללא גרעין שליטה ועליית שוויין היחסי בבורסה בתל אביב.

למגמת ביזור השליטה יש השפעה דרמטית על הנוף התאגידי המקומי, ולכן היא ניצבת כיום בחזית של עיצוב המדיניות בהקשרים של ממשל תאגידי בישראל.⁵⁹ על רקע זה פרסם משרד המשפטים בשנת 2019, בשיתוף רשות ניירות ערך, קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות בכללי הממשל התאגידי ביחס לחברות ללא גרעין שליטה,⁶⁰ ובחודש מרץ 2021 פורסם תזכיר לתיקון חוק החברות לשם התאמתו למצב של חברות ללא גרעין שליטה, על ידי צוות משותף בראשות המשנה ליועץ המשפטי לממשלה לעניינים כלכליים ופיסקליים ואנשי מחלקתו במשרד המשפטים יחד עם אנשי רשות ניירות ערך.⁶¹ כאמור, מגמת הביזור של גרעיני השליטה בשוק ההון הישראלי מעבירה את מרכז הכובד של בעיית הנציג אל מישור היחסים שבין הנהלת החברה לבין בעלי המניות. לפיכך החשש מניצול אופורטוניסטי של טקטיקות ההתגוננות מצד מנהלי החברה לשם שמירה על משרותיהם אינו עוד בבחינת חשש תיאורטי בלבד, אלא חשש

55 יצוין כי חנסי העריך במאמרו כי אימוץ עמדתו יוביל לפיזור הבעלות בחברות במשק הישראלי. עם זאת, נראה כי אין לחשוש שאימוץ עמדה שמבקשת לרסן את השימוש באביר הלבן, כפי שהמאמר הנוכחי מציג, יאט את מגמת הביזור בישראל, שכן ההצעה המובאת במאמר זה מתמקדת רק בטקטיקת האביר הלבן (ואף אותה אינה מבקשת לאסור לחלוטין), ואיני מציע לאסור לאלתר שימוש בטקטיקות התגוננות ככלל.

56 חודק, לעיל ה"ש 16; הלר ופורת, לעיל ה"ש 11.

57 גלאור, לעיל ה"ש 10.

58 שם.

59 אקשטיין וקסטיאל, לעיל ה"ש 11.

60 "קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות בכללי הממשל התאגידי ביחס לחברות ללא גרעין שליטה" **משרד המשפטים** (15.9.2019) https://www.gov.il/he/departments/publications/Call_for_bids/call-for-bids-150919.

61 עידו באום "מהפכה בחברות ללא בעל שליטה: חוק חדש ל-25% מהבורסה" **TheMarker** (10.3.2021) <https://www.themarker.com/markets/premium-1.9606474>.

ממשי שמחייב היערכות מחודשת מבחינת כללי הממשל התאגידי בדין הישראלי. מאמר זה מבקש כאמור לקדם מטרה אשר מתכתבת עם מגמה זו – ריסון כוחה של הנהלת החברה באמצעות צמצום האפשרות להשתמש בטקטיקת התגוננות מסוג האביר הלבן לשם קידום רווחתה האישית על חשבון רווחתם של בעלי המניות – על מנת להתאים את כללי הממשל התאגידי לעידן הביזורי החדש שאנו עומדים בפתחו.

3. האביר הלבן (White Knight)

נשוב ונזכיר כי האביר הלבן הוא רוכש ידידותי אשר מוזמן על ידי הנהלת חברה שניצבת בפני איום של השתלטות עוינת במטרה לחסום את המשתלט העוין, תוך הותרת המנהלים במשרותיהם. מדובר בטקטיקה יעילה ביותר לבלימת השתלטויות עוינות, שנחשבת אחד הכלים האפקטיביים שעומדים לרשות הנהלתה של חברה המטרה לשם חסימת השתלטות עוינת.

(א) האינטרס של האביר הלבן

חשוב לעמוד על האינטרס של האביר הלבן לרכוש את חברת המטרה, על מנת להבין אל נכון את התמריצים שמנחים את צעדיו. כפי שיוסבר בהרחבה בהמשך המאמר, התמיכה שהאביר הלבן זוכה בה מהנהלת החברה יוצרת כשלעצמה הזדמנות עסקית פוטנציאלית עבורו, שכן הוא נהנה מחיסכון משמעותי בהוצאות הנלוות להצעת הרכש. ראשית, האביר הלבן נכנס לתמונה רק לאחר שהמשתלט העוין כבר הקדיש משאבים רבים לשם איתור החברה כמועמדת לרכישה, ולכן הוא למעשה "רוכב חופשי" (free rider) על מאמציו של המשתלט העוין. שנית, האביר הלבן עשוי לקבל מהנהלה התומכת גישה בלעדית לחומרים ומסמכים פנימיים, ובכך לחסוך עלויות משמעותיות של בדיקת נאותות ושל תכנון אסטרטגיית הרכישה. זאת ועוד, גישה זו למידע פנימי של החברה מפחיתה לגביו את הסיכון העסקי שטמון ברכישתה של חברת המטרה, שכן היא מאפשרת לו להעריך בצורה מדויקת יותר את מצבה וביצועיה.

מן הצד האחר, מכיוון שהאביר הלבן אינו מתכוון לפטר את הנהלת החברה לאחר השלמת הרכישה, הוא אינו צפוי ליהנות מעליית התשואה הפוטנציאלית עקב התייעלות ניהול של החברה. לפיכך אינטרס מרכזי של האביר הלבן ברכישת חברת המטרה, מלבד ניצול ההזדמנות העסקית, הוא השאיפה ליצירת רווחי חיבור (synergy gains), שמקורם בהתאמה האסטרטגית בין שתי החברות.⁶² רווחי החיבור הללו משקפים עלייה בתועלת הכללית המופקת מהנכס המשותף לעומת התועלת המופקת משני הנכסים בנפרד, בבחינת השלם גדול מסך חלקיו. רווחי החיבור עשויים לנבוע, בין היתר, מכמה מקורות הקשורים לתפעול החברה: (1) חיסכון בעלויות, ובתוך כך מניעת כפל עלויות,

62 לעיתים תכופות לאחר השלמת רכישתה של חברת המטרה באמצעות הצעת רכש מתבצע מיזוג, במטרה להביא לידי מימוש את הסינרגייה בין החברה המשתלטת לחברה הנרכשת. ראו חנס וידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות", לעיל ה"ש 23, בעמ' 122.

ייעול השיווק ושיפור בכושר גיוס האשראי; (2) יתרונות הגודל (economies of scale), על כל המשתמע מכך; (3) יתרונות ההיקף (economies of scope), ובתוך כך הרחבת היצע המוצרים ללקוחות; (4) צירוף משאבים משלימים.⁶³ מניעים נוספים שעשויים לתמרץ את האביר הלבן לרכוש את חברת המטרה קשורים לשיקולי מס, למימון החברה, למשקיעיה ועוד.⁶⁴ לא למותר לציין כי מניעים אלו עשויים להיכלל גם במערך התמריצים של המשתלט העוין, אך ההבדל נעוץ כאמור בעובדה שהאביר הלבן צפוי ליהנות פחות מעליית התשואה הפוטנציאלית עקב התייעלות ניהול של החברה, וליהנות בעיקר מעליית התשואה הפוטנציאלית עקב הסיבות האחרות שצוינו לעיל. בהתחשב בעובדה שהמשתלט העוין בוחר לרכוש את החברה במסלול של השתלטות עוינת, תוך התנגשות עם הנהלת החברה, ניתן להניח שהוא מייחס חשיבות גם להיבט של התייעלות ניהול של החברה ורואה בכך פוטנציאל רווח. לפיכך ההבחנה בין המשתלט העוין לאביר הלבן מבחינת התמריצים המנחים אותם הינה חשובה ביותר לצורך מציאת פתרון הולם לשאלת השימוש בטקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן.

(b) Management Buyout (MBO)

לשם שלמות התמונה יצוין כי האביר הלבן עשוי להופיע גם בדמות רכישה על ידי הנהלת חברת המטרה (management buyout; להלן: MBO).⁶⁵ למעשה, מדובר במיזוג שנעשה ביוזמתם של מנהלי החברה, תוך שיתוף פעולה תכנוני ומימוני עם משקיעים מוסדיים או בנקים להשקעות, ומטרתו להעביר את הבעלות במניות השליטה למנהליה של חברת המטרה.⁶⁶ העובדה שמנהלי החברה – אשר אמורים להיות ברגיל חסרי פניות

63 לניתוח מקיף בנושא ראו שטרן "רכישת חברות – המניעים והערכתם", לעיל ה"ש 21. כן ראו חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 378–381; יוסף גרוס **חוק החברות החדש** 534–535 (מהדורה רביעית 2007). לדיון בסוגי העסקאות השונים ראו חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, שם, בעמ' 350–353.

64 ראו שטרן "רכישת חברות – המניעים והערכתם", לעיל ה"ש 21. לדוגמה, ראו שירי חביב ולדהורן "האביר הלבן של ספלון" **גלובס** (2.5.2011) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000642361>. לצד זאת חשוב לציין כי האביר הלבן, כמו המשתלט העוין, עלול להיות מונע גם מתמריצים לא לגיטימיים, כגון שאיפה לרווחים מונופוליסטיים או לרווחים פרטיים מן השליטה. להרחבה ראו חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 384–385. עם זאת, מחקר משנת 1973 הוכיח כיצד השתלטויות מפחיתות לרוב את הריכוזיות במגזר של החברה הנרכשת. Lawrence G. Goldberg, *The Effect of Conglomerate Mergers on Competition*, 16 J.L. & ECON. 137 (1973).

65 MBO תיעשה לרוב כרכישה ממונפת (LBO leveraged buyout), כלומר, כאשר חלק גדול ממחיר הרכישה נגזר מגיוס חוב שמבוסס על נכסי החברה הנרכשת. להרחבה נוספת על MBO ראו Louis Lowenstein, *Management Buyouts*, 85 COLUM. L. REV. 730 (1985); James R. Repetti, *Management Buyouts, Efficient Markets, Fair Value, and Soft Information*, 67 N.C. L. REV. 121 (1988).

66 מתווה של עסקת MBO כולל על פי רוב הקמת חברה חדשה ומיזוגה עם חברת המטרה. ראו ידידיה צ' שטרן "הגנת בעלי-המניות במיזוג חברות" **משפטים** כ 377, 395 (1991).

ביחס לשאלת הבעלות בחברה – פונים אל בעלי המניות לשם רכישת מניותיהם היא סטייה מן האיוון המוכר בין השחקנים השונים בעולם התאגידי.⁶⁷ הפרת איוון זו טומנת בחובה חסרונות לא מבוטלים.⁶⁸ ראשית, כוחה של ההנהלה מעורר חשש לעיוות תהליך הרכישה לרעת בעלי המניות. בתוך כך, על מנת להזיל את רכישת החברה,⁶⁹ ההנהלה יכולה להשפיע לרעה על מחיר המניה במגוון דרכים, כגון דיווחים פסימיים, בזבוז משאבים או אי-ניצול הזדמנות עסקית.⁷⁰ שנית, ההנהלה, מעצם תפקידה, מחזיקה לעיתים במידע על החברה שאינו גלוי לפני בעלי המניות, ולמעשה מקנה לה יתרון ברור שיכול להיות מנוצל, למשל, לצורך קביעת העיתוי המדויק של הרכישה.⁷¹ שלישית, נשללת מבעלי המניות דרך התארגנות לשם ניהול משא ומתן, שכן ברגיל התארגנותם של בעלי המניות מנותבת דרך ההנהלה. למעשה, ההנהלה חובשת שני כובעים – זה של נציגת המוכרים, שאמורה לפעול להשגת תמורה גבוהה ככל האפשר, וזה של הרוכשת, שפועלת להשגת מחיר נמוך ככל האפשר. על רקע זה אין פלא שרכישה על ידי הנהלת החברה מעוררת מחלוקות רבות בשיח המשפטי באשר לכללים שצריכים לחול על מנהלי החברה בבואם לנקוט מהלך של MBO.⁷² לנוכח כל זאת ברי כי המופע של MBO כאביר לבן יוצר ניגוד עניינים חמור אף יותר מאשר במקרה של הופעת אביר לבן "קלסי".

67 שם. שטרן הגדיר את תופעת ה-MBO בצורה חריפה: "למעשה, בעלי-המניות מממנים את רכישת הסכין שאותו עלולים המנהלים לנעוץ בגבם" (שם, בעמ' 396). שטרן אוחז בעמדה לא אוהדת ביחס לרכישות MBO, וטוען כי "...נראה שמיוזג ביוזמת מנהלי המטרה הוא דוגמא חמורה ומסוכנת במיוחד של ניגוד אינטרסים באשר מול התמריץ המיוחד של המנהל להעדיף שיקולים זרים עומדים מנגנוני-פיקוח חלשים מהרגיל" (שם, בעמ' 398). לביקורת נוספת על MBO ראו עדי ליבזון "רכישות ממונפות: סימפטום של משק ריכוזי או אמצעי לצמצום ריכוזיות?" **מחקרי משפט** לא 293, ה"ש 74 (2017), שם נטען כי "שיפור הביצועים של החברה ביחס למצב הקיים הוא מינימלי, כי הרוכש הפוטנציאלי מנהל ומנווט בפועל את פעילותה. על כן סביר להניח שהמניע מאחורי ההשתלטות אינו מבוסס על תכנית להצפת ערך, אלא הנו ניסיון לנגוס בנתח גדול יותר מהחברה במחיר נמוך מערכה הריאלי על חשבון בעלי המניות הקיימים".

68 השו" Harry DeAngelo, Linda DeAngelo & Edward M. Rice, *Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, 27 J.L. & ECON. 367, 371–374 (1984), שם נטען כי רכישת MBO פותרת חלק ניכר מבעיות הנציג ומעורדת את ההנהלה לייעל את תפקודה. כן ראו מאיה אלשיך קפלן "עניין אישי וניגוד עניינים ברכישה ממונפת על ידי ההנהלה – האמנם?" **תאגידים** ד(4) 42 (2007), שם נטען, בין היתר, כי במקרים רבים ההנהלה היא הגורם המתאים ביותר לשם מְרוֹב רווחי החברה כבעלים.

69 Repetti, לעיל ה"ש 65, בעמ' 125. בהקשר זה חשוב להבהיר כי במקרה של התגוננות מפני משתלט עוין אין זה סביר שהנהלת החברה תנהג כך, שכן הורדת מחיר המניה תגדיל את האטרקטיביות של החברה בעיני המשתלט העוין, וממילא גם תקל עליו את השלמת הרכישה.

70 שטרן "הגנת בעלי-המניות במיוזג חברות", לעיל ה"ש 66, בעמ' 396.

71 שם.

72 ראו, למשל, DeAngelo, DeAngelo & Rice, לעיל ה"ש 68; Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698 (1982); Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *A Restatement of Corporate Freezeouts*, 87 YALE L.J. 1354 (1978).

4. האביר האפור (Gray Knight)

האביר האפור הוא מציע נוסף שנכנס גם הוא לתמונה לאחר היווצרות האיום של השתלטות עוינת, אלא שבניגוד לאביר הלבן, האביר האפור מצטרף לרוב לתחרות המחירים מיוזמתו, ולא עקב הזמנה מצד הנהלת חברת המטרה. ההבדל המרכזי בין האביר הלבן לבין האביר האפור הוא ביחסם כלפי הנהלת חברת המטרה – בעוד האביר הלבן מעניק תעודת ביטוח למנהלי החברה ומבטיח להותירם במשרותיהם, האביר האפור עשוי אומנם לחסום את ההשתלטות העוינת, אך הוא אינו מתחייב להימנע מלפטר את ההנהלה הנוכחית או מלשנות את מבנה הניהול של החברה. כלומר, האביר האפור הוא רוכש שאינו מצהיר במפורש על תוכניותיו העתידיות לניהול החברה, הן מבחינה פרסונלית הן מבחינה מבנית, ולפיכך כוונותיו אינן ברורות בשלב זה להנהלת החברה.⁷³ האביר האפור זכה בתואר "אביר" מאחר שהוא משרת את הנהלת החברה מבחינה טקטית, באמצעות חסימת ההשתלטות העוינת, אך חשוב לזכור כי הוא אינו מסייע בהכרח למנהלים בהשגת יעדס האסטרטגי, קרי, שמירה על משרותיהם ועל היקף סמכויותיהם בחברה.⁷⁴ לפיכך הנהלת החברה תעדיף אומנם את נצחונו של האביר האפור על המשתלט העוין, אך תמיכתה בו תהיה בכל זאת מסויגת יותר מאשר באביר לבן.

האינטרס של האביר האפור ברכישת חברת המטרה מעורפל יותר מזה של המשתלט העוין או מזה של האביר הלבן. מצד אחד, הוא עשוי להיות מונע מכל התמריצים שמנחים את האביר הלבן – ניצול הזדמנות עסקית, שאיפה ליצירת רווחי חיבור ושיקולי מיסוי ומימון. מן הצד האחר, האינטרס של התייעלות החברה, שמנחה את המשתלט העוין, פועל גם הוא את פעולתו על האביר האפור, משום שהאחרון אינו מתחייב כאמור להימנע מלפטר את הנהלת החברה, ואינו מתחייב אף לא לעשות כן מייד לאחר הרכישה. אם כן, האביר האפור נשען על מערך תמריצים יעיל יותר מבחינתם של חברת המטרה ובעלי מניותיה מאשר מערך התמריצים של האביר הלבן, שכן לא זו בלבד שרכישתו עשויה לייצר רווחי חיבור משמעותיים, אלא היא עשויה להוביל להתייעלות החברה ולמרוץ רווחיה גם בהיבט זה.

משמעות ההבחנה בין שני סוגי האבירים – הלבן והאפור – תתברר במלואה בפרק ד, במסגרת הדיון בהמלצה ליישם את כלל השוויון במידע. בקצירת האומר אציין כבר כעת כי הפתרון של כלל השוויון במידע מרסן את השימוש באביר הלבן ובה בעת מעודד את המשך השימוש באביר האפור, כחלק מהסדר שנועד לצמצם ככל האפשר את היתרונות שהאביר הלבן נהנה מהם ביחס למציעים אחרים כתוצאה מתמיכתה של הנהלת החברה בו אך לא את אלה שנובעים באופן אינהרנטי ממנגנון הצעת הרכש.

⁷³ *Grey Knight*, in OXFORD DICTIONARY OF ACCOUNTING 215 (Jonathan Law ed., 4th ed. 2010).

⁷⁴ NIKHILESH BARIK, TAKEOVER DEFENSES & CORPORATE GOVERNANCE: CORPORATE GOVERNANCE 18 (2012).

5. נושא הכלים הלבן (White Squire)

נושא הכלים הלבן הוא וריאציה מתונה של האביר הלבן.⁷⁵ הכינוי מתייחס לגורם אשר אינו שחקן פעיל בתחרות המחירים בין המציעים השונים אך מעוניין במפורש בטובתם של מנהלי חברת המטרה – בדומה לאביר הלבן ובניגוד לאביר האפור – ולכן תורם למאמצים לבלום את נסיון ההשתלטות העוינת.⁷⁶ בניגוד לאביר הלבן, נושא הכלים הלבן אינו פועל לרכוש את גרעין השליטה בחברה, אלא מסתפק ברכישת גוש חוסם במניות החברה, כלומר, כמות מספקת על מנת לחסום את ההשתלטות העוינת.⁷⁷ התמריצים של נושא הכלים הלבן להגן על מעמדו של מנהלי חברת המטרה נובעים מכך שההנהלה, בתמורה לעזרתו, מאפשרת לו לרכוש מניות במחירים נמוכים ומשתלמים, מעניקה לו דיווידנדים נדיבים, ואולי אף מקצה לו מקום בדירקטוריון החברה.⁷⁸ בשלהי המאה הקודמת העניקה חברת ההשקעות ברקשייר האת'וויי, של המשקיע המפורסם וורן באפט, הגנה לכמה חברות שניצבו בפני איום של השתלטות עוינת באמצעות הטקטיקה של נושא הכלים הלבן, וגרפה רווחים לא מבוטלים בשל ההטבות שנלוו למתן שירות זה.⁷⁹

אם כן, נושא הכלים הלבן אינו נבדל מן האביר הלבן במטרותיו, אלא רק בשיטת הפעולה. לפיכך גם הוא מעורר את בעיית הנציג באופן דומה לאביר הלבן, ולמעשה מחדד את ניגוד האינטרסים שבין מנהלי החברה לבין בעלי מניותיה. זאת, מכיוון שהנהלת החברה מעוניינת לחסום את ההשתלטות העוינת בכל מחיר, כולל מתן הטבות ניכרות לנושא הכלים הלבן, באופן שעלול לפגוע באינטרס של בעלי המניות. תובנה זו משמעותית במיוחד בשל העובדה שמעמדו המשפטי של נושא הכלים הלבן אינו ברור דיו, לנוכח העדר ההתייחסות לסוגיה זו במשפט הישראלי והתייחסות מועטה בלבד

75 לניתוח מקיף של התמריצים וההשלכות של נושא הכלים הלבן ראו Sheng-Syan Chen, Ching-Yu Hsu & Chia-Wei Huang, *The White Squire Defense: Evidence from Private Investments in Public Equity*, 64 J. BANKING & FIN. 16 (2016).

76 Lions Gate Ent. Corp., Exchange Act Release No. 71717, 2014 WL 977349 (Mar. 13, 2014).

77 Peter Moles & Nicholas Terry, *White Squire*, in THE HANDBOOK OF INTERNATIONAL FINANCIAL TERMS 592 (1997).

78 PATRICK A. GAUGHAN, MERGERS, ACQUISITIONS, AND CORPORATE RESTRUCTURINGS 216–217 (7th ed. 2018).

79 Chen, Hsu & Huang, לעיל ה"ש 75, בעמ' 16. כך, למשל, בשנת 1989 סייעה ברקשייר האת'וויי בדרך זו לחברת ג'לט, אשר חששה מהשתלטות עוינת, ובתמורה קיבלה מחיר מניה משתלם ומושב בהנהלת החברה. ראו Alison Leigh Cowan, *Gillette Sells 11% Stake to Buffett*, N.Y. TIMES, July 21, 1989, at 1; Linda Sandler, *Buffett's Savior Role Lands Him Deals Other Holders Can't Get*, WALL ST. J., Aug. 14, 1989, at 1; L. J. Davis, *Buffet Takes Stock*, N.Y. TIMES, Apr. 1, 1990, at 16; *American Brief: Polaroid Corp.*, ASIAN WALL ST. J., July 16, 1992, at 2.

אליה בפסיקה האמריקנית. בהתחשב בכך שהסיכונים המתעוררים כתוצאה משימוש בנושא כלים לבן זהים, מבחינת בעיית הנציג, לסיכונים הנובעים משימוש באביר לבן, אצא מנקודת ההנחה המתבקשת שמעמדו המשפטי של נושא הכלים הלבן מבחינת הנהלת החברה זהה למעמדו של האביר הלבן. לפיכך גם שימוש בנושא כלים לבן עלול להיות כרוך בהפרה מהותית של חובת האמון של מנהלי החברה, אם הם פועלים לסכל את ההשתלטות העוינת מתוך דאגה לאינטרס הפרטי שלהם.

פרק ב: התשתית המשפטית

ההלכה המרכזית בנוגע לשימוש בטקטיקת האביר הלבן ניתנה בבית המשפט העליון של דלוור בעניין מאבק השליטה בחברת Revlon.⁸⁰ בפסק דין זה הניח בית המשפט את התשתית המשפטית לבחינת חוקיות השימוש בטקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן. מבחני Revlon נחשבים עד היום המבחנים המנחים את הביקורת השיפוטית על השימוש באביר הלבן, ובמובנים מסוימים על טקטיקות ההתגוננות באופן כללי.⁸¹ נראה כי ההסדר החקיקתי בדין הישראלי מנחה את בית המשפט לאמץ גישה דומה לזו שנקבעה בהלכת Revlon,⁸² ולכן הבנת הנימוקים והשיקולים שהובאו בחשבון באותו עניין חיונית לשם

80 Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986) (להלן: הלכת Revlon). בהקשר זה חשוב לציין כי בהלכת Revlon נשען בית המשפט בהכרעתו על הלכת Unocal, לעיל ה"ש 46, שם נקבע, בין היתר, כי רמת ניגוד העניינים של הנהלת החברה בזמן נסיון השתלטות עוינת אינה תואמת את המבחנים הקיימים, קרי כלל שיקול הדעת העסקי וכלל ההגיונות המלאה, ולכן גובש סטנדרט ביניים של ביקורת שיפוטית מסוג בחינה מוגברת (enhanced scrutiny). הביקורת השיפוטית בהקשר זה כוללת שני שלבים: הראשון, בחינת המניעים לשימוש בטקטיקת ההתגוננות, קרי, אם שימוש זה נעשה לטובת בעלי המניות או שמא ממניעים אופורטוניסטיים של המנהלים; והשני, בחינת האיזון בין עוצמתה של טקטיקת ההתגוננות לבין עוצמת האיום שהטיל המשתלט העוין על בעלי המניות. ראו חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 566–568. שם, בעמ' 570.

81 להבהרה ראו שם, בעמ' 565–566. חביב-סגל סבורה כי "סעיף 330 לחוק החברות מנחה את בית המשפט הישראלי להחיל מבחנים דומים לאלו החלים בדין האמריקאי". שם, בעמ' 565. סממנים לגישתם של בתי המשפט בישראל ניתן למצוא בעניין ע"א 180/59 **סינדיקט א"י לבעלי מכוניות משא בע"מ נ' שדזינסקי**, פ"ד יג 1592 (1959), שם נקבע כי מנהלי החברה אינם רשאים להעביר לעצמם מניות מופקעות רק כדי לרכוש רוב קולות באספה הכללית שמיועדת להתכנס במטרה לבחור הנהלה חדשה, וזאת גם אם הם מאמינים בתום לב שהמשך כהונתם משרת את טובת החברה. להרחבה ראו דנציגר, לעיל ה"ש 21, בעמ' 224, הטוען כי "אם תיושם הלכת **שדזינסקי** על מקרים בהם נתקלת הצעת-רכש בהתנגדות מצד מנהלי הניצעת הרי שנוכל לומר כי הפעלת תכסיסי הגנה על-ידי המנהלים, שמטרתם להבטיח כי מעמדם כמנהלי החברה ישמר, פסולה – אפילו סברו אלה, בתום-לב, שצעדים אלה נועדו לשרת את טובת החברה".

הבנה מלאה של עמדת המשפט הישראלי בנוגע לאביר הלבן. לשם כך אתאר בקצירת האומר את עובדות המקרה ואת הכללים שנקבעו בפסק הדין.

1. הלכת Revlon

בשנת 1985 התרחש מאבק שליטה בין שני רוכשים פוטנציאליים שביקשו להשתלט על חברת הקוסמטיקה האמריקנית Revlon. מאבק השליטה החל כאשר המשתלט העוין הגיש לבעלי המניות הצעת רכש מתוך כוונה להשתלט על החברה, לפרקה ולמוכרה בחלקים.⁸³ הנהלת החברה – אשר נרתעה מכוונותיו של המשתלט העוין באשר למבנה החברה ומן המשמעויות הטמונות בכך מבחינת משרותיהם – ביקשה לחסום את נסיון ההשתלטות באמצעות נקיטת טקטיקות התגוננות אחרות, לרבות פנייה לאביר לבן.⁸⁴ מייד לאחר כניסתו של האביר הלבן התפתחה תחרות מחירים בין שני הרוכשים הפוטנציאליים. הנהלת החברה לא נשארה אדישה לתחרות בין המציעים, אלא העניקה את תמיכתה הבלתי-מסויגת לאביר הלבן, בין היתר באמצעות מתן גישה בלעדית לנתונים פיננסיים של החברה.⁸⁵ כחלק מתמיכתה באביר הלבן, כרתה עימו הנהלת החברה הסכם lock up – הסכם שמזכה את המציע בפיצוי מוסכם תמורת השקעתו אם הצעתו לא תתקבל בסופו של דבר.⁸⁶ באותו עניין הסכימה הנהלת החברה לתניה מסוג asset lock up, שקבעה כי האביר הלבן יקבל אופציה לרכוש שתיים מחטיבותיה של החברה במחיר מוזל אם מציע אחר ירכוש יותר מ-40% ממניות החברה, או במילים אחרות – אם המשתלט העוין ינצח במאבק השליטה.⁸⁷ כמו כן התחייבה הנהלת החברה לא לשאת ולתת עם רוכשים אחרים (תניית no shop), והסכימה על פיצוי מוסכם (cancellation fee) בסך 25 מיליון דולר אם מציע אחר ירכוש יותר מ-19.9% ממניות החברה.⁸⁸ על רקע הסכמות אלו בין הנהלת החברה לבין האביר הלבן פנה המשתלט העוין לבית המשפט בבקשה למתן צו מניעה לביטול אמצעי ההתגוננות שנקטה הנהלת החברה, ובתוך כך לביטולן של תניית ה-lock up, תניית ה-no shop והפיצוי המוסכם. בית המשפט קיבל את טענתו של המשתלט העוין ודחה את טענתם של מנהלי החברה כי הם נקטו את אמצעי ההתגוננות בראותם לנגד עיניהם את טובתם של בעלי המניות בלבד. בית המשפט הורה על ביטולן של תניית ה-lock up, תניית ה-no shop והפיצוי המוסכם שננקטו לטובת האביר הלבן, תוך שהוא קובע כי המנהלים הפרו את חובות האמון שלהם כלפי החברה ובעלי מניותיה.⁸⁹ בית המשפט קבע כי מרגע שהחלה

83 הלכת Revlon, לעיל ה"ש 80, בעמ' 180.

84 John C. Coates IV & Guhan Subramanian, *A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence*, 53 STAN. L. REV. 307 (2000).

85 הלכת Revlon, לעיל ה"ש 80, בעמ' 178 ו-184.

86 חביב-סגל דיני חברות כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 568.

87 הלכת Revlon, לעיל ה"ש 80, בעמ' 178.

88 שם.

89 שם, בעמ' 179.

תחרות מחירים בין המציעים, הנהלת החברה מחויבת להישאר ניטרלית ולאפשר לכוחות השוק למקרב את מחיר הרכישה. כפועל יוצא מכך, כאשר ההצעה העוינת עדיפה על זו של האביר הלבן מבחינתם של בעלי המניות – הן על בסיס המחיר הן על בסיס מכלול הפרמטרים – על ההנהלה לאפשר להצעה העוינת לנצח מבלי לנסות לסכל את השלמתה, ובוודאי אל לה לפעול כן אך ורק משום שההצעה עוינת מבחינתה.

בית המשפט קבע כי ההסכמים עם האביר הלבן פסולים מעיקרם, מכיוון שהם לא נועדו לעודד הגשת הצעות רכש נוספות, אלא לחסום את ההצעה של המשתלט העוין.⁹⁰ בית המשפט קבע אומנם כי תניות ה־lock up וה־no shop אינן אסורות מניה וביה, לנוכח האפשרות שהן יידרשו על מנת לחסום הצעות רכש לא מיטביות מבחינתם של בעלי המניות או כדי לעודד משתלטים פוטנציאליים להצטרף לתחרות המחירים.⁹¹ ברם, בית המשפט הבהיר כי הסכמים אלו אסורים כאשר כל מטרתם היא להעדיף רוכש אחד על אחר תוך סיכול הליך ההתמחרות.

יתר על כן, בית המשפט ערך הבחנה חשובה להנחיית הביקורת השיפוטית על השימוש של הנהלת החברה בטקטיקות התגוננות – בין מצב שבו לא ברור אם החברה אכן תימכר לבין מצב שבו ההנהלה העמידה את החברה למכירה פומבית.⁹² בית המשפט קבע כי במקרים שבהם ההנהלה ניצבת מול הצעת רכש יחידה, ולא ברור עדיין אם החברה אכן תירכש, ההנהלה נדרשת להשוות בין מחיר הצעת הרכש לבין שווי החברה אלמלא ההשתלטות. כאשר הצעת הרכש אינה אטרקטיבית ביחס לשווי החברה, היא רשאית – ואולי אף מחויבת – להתגונן מפניה ולנסות לסכלה. לעומת זאת, כאשר ההנהלה פונה לאביר לבן, היא מודה למעשה שחייה של החברה בתצורתה הנוכחית הגיעו לסיומם על ידי רכישתה, אם על ידי המשתלט העוין ואם על ידי האביר הלבן. במצב כזה ההנהלה נדרשת להשוות אך ורק בין מחירי הצעות הרכש, ולאפשר להצעה הטובה יותר לנצח. אם כן, כאשר ניטשת תחרות מחירים בין המשתלט העוין לבין האביר הלבן, ההנהלה אינה רשאית להתנגד להצעה העוינת, אם היא טובה יותר מזו הידידותית, על סמך נימוקים שקשורים לשווייה של החברה אלמלא ההשתלטות, שכן אם תנהג כך, היא תפר את חובות האמון שלה כלפי בעלי המניות.⁹³

90 שם, בעמ' 183.

91 שם, בעמ' 183–184.

92 ראו שם, בעמ' 182: "The Revlon board's authorization permitting management to negotiate a merger or buyout with a third party was a recognition that the company was for sale. The duty of the board had thus changed from the preservation of Revlon as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit. This significantly altered the board's responsibilities under the Unocal standards. It no longer faced threats to corporate policy and effectiveness, or to the stockholders' interests, from a grossly inadequate bid. The whole question of defensive measures became moot. The directors' role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company" (ההדגשות הוספו).

93 חביב-סגל דיני חברות כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 569.

לסיכום, על פי הלכת Revlon, מרגע שהחברה מוצעת למכירה פומבית, כנגזרת מהפנייה לאביר הלבן, ההנהלה מחויבת לאפשר לתחרות המחירים להוביל למחירי הרכישה הגבוהים ביותר, ולאחר מכן לאפשר לצד שהציע את ההצעה הטובה ביותר, יהא אשר יהא, להשלים את רכישתו באין מפריע.

2. ההסדרים המשפטיים בדין הישראלי

בפתח הדברים נזכיר כי בשנים האחרונות אנו עדים אומנם לעלייה מתמדת בתדירות ההשתלטויות העוינות בישראל,⁹⁴ אך למרות זאת אין הן בבחינת תופעה שכיחה,⁹⁵ בוודאי ביחס למצב השורר בארצות הברית. הסיבה לכך נעוצה, בין היתר, בעובדה שרוב החברות הציבוריות בישראל פועלות עדיין תחת מבנה בעלות ריכוזי, חרף מגמת הביזור, ונשלטות על ידי בעל שליטה יחיד שבבעלותו גוש מניות חוסם.⁹⁶ לפיכך הפסיקה בנוגע להשתלטויות עוינות אינה עשירה ומבוססת דייה, וקיימים אמצעי התגוננות, ביניהם האביר הלבן, שטרם זכו בבחינה מעמיקה של בתי המשפט בישראל. קיימת על כן עמימות מסוימת בשיטת המשפט הישראלית לגבי כשרות השימוש בטקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן. על כל פנים, ברוב המקרים שבהם התבצעה השתלטות עוינת בניגוד לדעתם של בעל השליטה וההנהלה, נעשה הדבר באמצעות המנגנון של הצעת רכש מיוחדת. בחוק החברות, תחת הפרק "הצעת רכש מיוחדת", מופיע סעיף 330, שמסדיר את חובות האמון של ההנהלה בהצעות רכש בזו הלשון:

"(א) נושא משרה בחברת מטרה אשר בתוקף תפקידו מבצע פעולה, למעט פעולות כאמור בסעיף קטן (ב), שמטרתה להכשיל הצעת רכש מיוחדת, קיימת או צפויה, או לפגוע בסיכויים לקבלתה, יהא אחראי כלפי המציע והניצעים על נזקיהם עקב פעולותיו, אלא אם כן פעל בתום לב והיה לו יסוד סביר להניח שהפעולה שננקטה היא לטובת החברה.

(ב) נושא משרה רשאי לשאת ולתת עם המציע על שיפור תנאי הצעתו וכן רשאי הוא לשאת ולתת עם אחרים לגיבוש הצעת רכש מתחרה."

94 שלומית לן "מריחים דם" גלובס (13.3.2008) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000321068>; שלי אפלברג ואסא ששון "האם גל של מאבקי שליטה בדרך להציף את הבורסה של תל אביב?" TheMarker (29.12.2021) <https://www.themarker.com/markets/.premium-1.10499605>; ירון רוז'נסקי "קרבות השליטה הפגישו את המשקיעים עם 3.3 מיליארד שקל" כלכליסט (11.1.2022) <https://www.calcalist.co.il/market/article/bkyn9j9hy>.

95 אוריאל פרוקצ'יה "רכישת חברות בישראל – שלושה מודלים" הרבעון לכלכלה 144, 1, 3–2 (1990).

96 חנס וידלין "כשלים בהסדר של הצעת רכש מיוחדת", לעיל ה"ש 27, בעמ' 802. להרחבה בעניין הרכיזיות בישראל ראו חמדני, לעיל ה"ש 12. לדיון מקיף בסיבות האפשריות לריכוזיות המאפיינת את ישראל ראו חנס "הצורך בהגנות משפטיות", לעיל ה"ש 51, בעמ' 831–839.

הסעיף קובע אפוא חזקת אחריות של נושאי המשרה בחברה לנזקים שנגרמו לבעלי המניות כתוצאה מהכשלתה של הצעת הרכש בעזרת טקטיקות התגוננות שנקטו על ידי ההנהלה.⁹⁷ כמו כן, הסעיף קובע כי על מנת לסתור את חזקת האחריות, המנהלים נדרשים להוכיח כי פעלו בתום לב, כלומר, בראותם את טובת החברה ובעלי המניות לנגד עיניהם. חביב-סגל טענה כי סעיף זה הולך בעקבותיה של הלכת *Revlon*, ומנחה את בית המשפט הישראלי להחיל מבחנים דומים לאלה החלים בדין האמריקני.⁹⁸ בהתאם לכך, מבחן תום הלב מגביל למעשה את יכולתם של מנהלי החברה להתנגד באמצעות טקטיקות התגוננות רק למקרים שבהם הם סבורים כי הצעת הרכש אינה הוגנת או כרוכה בכפייה כלפי בעלי המניות.⁹⁹ יתרה מזו, מבחן תום הלב מחייב את החברה לנקוט אך ורק טקטיקות התגוננות שמכוונות לשיפור תנאיה של הצעת הרכש, ולא כאלה שמטרתן לחסום את הצעת הרכש לחלוטין.¹⁰⁰

בפסק הדין בעניין **תרו תעשייה רוקחית**¹⁰¹ קבע בית המשפט העליון כי הסעיף אוסר על נושאי המשרה בחברה לעשות פעולות המיועדות לסכל את הצעת הרכש העוינת, אך אינו מונע מהם לשאת ולתת עם המציע לשיפור הצעתו וכן לשאת ולתת עם אחרים לגיבוש הצעת רכש מתחרה.¹⁰² נוסף על כך נקבע כי קיימת חזקת אחריות של נושאי משרה בחברה אשר נקטו פעולות שמטרתן להכשיל את הצעת הרכש המיוחדת או לפגוע בסיכויי קבלתה לנזקים שנגרמו עקב כך למציע ולבעלי המניות, אלא אם כן הוכח כי פעולותיהם נעשו בתום לב וכי היה להם יסוד סביר להניח שפעולתם תשרת את טובת החברה.¹⁰³

הנה כי כן, נראה שהדין הישראלי מתיר להנהלת החברה להיכנס למשא ומתן עם המציע וכן לתור אחר מציעים פוטנציאליים אחרים, קרי, אבירים לבנים.¹⁰⁴ עם זאת, נאסר על ההנהלה לנקוט פעולות שמיועדות להכשיל את ההשתלטות העוינת או לנקוט

97 חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 563–564.

98 שם, בעמ' 564.

99 שם, בעמ' 565.

100 שם.

101 עניין **תרו תעשייה רוקחית**, לעיל ה"ש 5.

102 שם, בפס' 73 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה.

103 בדומה לכך, בעניין ת"א (כלכלית ת"א) 48851-02-12 **מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שיפ מדיקל בע"מ** (נבו 5.3.2012), במסגרת בקשה לקבלת צו מניעה על הקצאת מניות של חברת המטרה, הגישו העותרים למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי חוות דעת של חנס וחמדני. לפי חוות הדעת, פעולת ההקצאה שנעשתה מבצרת למעשה את שליטתו של בעל השליטה, ועשויה לאפשר לו לסכל בנקל השתלטויות עוינות, ולכן עומדת בסתירה להוראות סעיף 330 לחוק החברות.

104 השוו חנס "הצורך בהגנות משפטיות", לעיל ה"ש 51, בעמ' 823, שם הוא טוען כי "קיימת עמימות מסוימת בחוק החברות לגבי כשרותן של ההגנות המשפטיות מפני השתלטות עוינת". ברם, בהמשך הוא מסביר כי גם לשיטתו "חוק החברות הישראלי מאפשר באופן כללי... ליצור הגנות שונות ומשונות מפני השתלטות עוינת, אולם טמונה בו חשדנות מסוימת כלפיהן". שם, בעמ' 858.

העדפה חיובית כלפי האביר הלבן.¹⁰⁵ במילים אחרות, הדין הישראלי אומנם מאפשר לחברה לתור אחר אביר לבן, אך אוסר עליה לערוך איתו הסכם lock up מגביל,¹⁰⁶ בדומה לקביעה בהלכת Revlon.¹⁰⁷

פרק ג: כדאיות האביר הלבן בראי גישת הניתוח הכלכלי של המשפט

לאחר שסקרנו את התשתית המשפטית ואת המצב המשפטי השורר בישראל ביחס לאביר הלבן, אבקש לבחון בפרק זה של המאמר את כדאיות הלגיטימציה של האביר הלבן כטקטיקת התגוננות מפני השתלטויות עוינות על בסיס גישת הניתוח הכלכלי של המשפט. לשם כך עלינו להבדיל בין הכדאיות של האביר הלבן מנקודת מבט אקס פוסט לבין כדאיותו מנקודת מבט אקס אנטה. כפי שיוצג להלן, יתרונותיו של האביר הלבן מתבררים כאשר בוחנים אותו מנקודת מבט אקס פוסט, ואילו חסרונותיו מתגלים רק כאשר מתבוננים עליו מנקודת מבט אקס אנטה.

1. יתרונות האביר הלבן מנקודת מבט אקס פוסט

היתרון המרכזי של האביר הלבן, מנקודת ראותה של גישת הניתוח הכלכלי, נעוץ בכך שהנכס, קרי החברה, יוקצה בעקבות תחרות המחירים למי שמייחס לו את הערך הסובייקטיבי הגבוה ביותר. כפועל יוצא מכך האביר הלבן אף עשוי להביא לידי שיפור פוטנציאלי בתנאי העסקה מבחינת בעלי המניות של חברת המטרה.¹⁰⁸ עמדה זו אינה תיאורטית בלבד, אלא נתמכת בממצאים אמפיריים מובהקים.¹⁰⁹ על כל פנים, היתרון הפוטנציאלי של שיפור בתנאי העסקה נשען על שני אדנים: (א) יצירת תחרות מחירים; (ב) חיסכון בהוצאות האביר הלבן כפוטנציאל להצעה מיטבית. שני האדנים אינם עומדים בנפרד, אלא קשורים זה לזה, כך שהצירוף השכיח של שניהם הוא שמניב את השיפור הרב ביותר בתנאי העסקה מבחינת בעלי המניות.

105 גרוס "האם אנו עומדים בפני עידן חדש בהצעות רכש?", לעיל ה"ש 6, בעמ' 149–150.

106 להרחבה על תניית lock up בדין הישראלי ובכלל ראו גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי**, לעיל ה"ש 4, בעמ' 469–470.

107 גרוס "האם אנו עומדים בפני עידן חדש בהצעות רכש?", לעיל ה"ש 6, בעמ' 138.

108 Paul Davies & Klaus Hopt, *Control Transactions*, in REINIER KRAAKMAN ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 157, 237 (2004).

109 ראו, למשל, Alexandros Seretakis, *Hostile Takeovers and Defensive Mechanisms in the United Kingdom and the United States: A Case Against the United States Regime*, 8 OHIO ST. ENTREPREN. BUS. L.J. 245, 267 (2013).

(א) יצירת תחרות מחירים

כאשר הנהלת חברה מעוניינת להתגונן מפני השתלטות עוינת ובוחרת לשם כך בטקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן, היא יוצרת למעשה תחרות מחירים בינו לבין המשתלט העוין.¹¹⁰ כידוע, על פי עקרונות הכלכלה הניאו-קלאסית, תחרות הצעות אמורה לתרום לעליית מחיר הרכישה, ובכך למעשה להיטיב עם מוכר הנכס. בענייננו, הזמנת האביר הלבן יוצרת מעין מכירה פומבית, אשר אמורה לגרום לעליית המחירים של הצעות הרכש,¹¹¹ באופן שמיטיב כמובן עם בעלי המניות של חברת המטרה.¹¹² טענה זו נתמכת בממצאים אמפיריים, אשר ממחישים כיצד תחרות מחירים בין מציעים אחדים מגדילה את התשואה לבעלי המניות.¹¹³ יתרה מזו, אותם מחקרים אמפיריים אף מורים כי תחרות המחירים בין המציעים מובילה להפחתת הרווח של הרוכש, בין שהוא האביר הלבן ובין שהוא המשתלט העוין, עד כדי כך שלעיתים הרווח הסופי שלו אינו גבוה במידה משמעותית מאפס.¹¹⁴

דוגמה להשפעה של תחרות המחירים אפשר למצוא בפרשת רכישתה של חברת "גירון פיתוח ובנייה בע"מ". היה זה המקרה הראשון בישראל, מאז נחקק חוק החברות, שבו התבצעה השתלטות עוינת על חברה שמניותיה מפוזרות בציבור ואין בה בעל שליטה המחזיק ביותר מ-50% מן המניות. באותו עניין התנהל מאבק על השליטה בחברת גירון בין משתלט עוין (חברת "אפסילון מרקעים") לבין אביר לבן (חברת "משולם לוינשטיין הנדסה וקבלנות"). בעוד שהצעת הרכש המקורית של המשתלט העוין עמדה על 20.43 שקלים למניה, לאחר תחרות הצעות מול האביר הלבן הוגשה מטעם המשתלט העוין הצעה על סך של 28.08 שקלים למניה. מדובר בעלייה משמעותית של כ-40%, שנבעה בעיקר מתחרות המחירים שהתפתחה בין המציעים.¹¹⁵

Robert H. Jennings & Michael A. Mazzeo, *Competing Bids, Target Management Resistance, and the Structure of Takeover Bids*, 6 REV. FIN. STUD. 883, 891–894 (1993)

111 על פי עקרונות הכלכלה, תחרות המחירים תביא לידי כך שהמחיר שישולם בסופו של דבר יהיה נמוך אך במעט משווי המניות תחת הניהול היעיל ביותר. אולם במקרה של רכישת חברות הערכת ביצועי החברה תחת הניהול היעיל ביותר היא פעולה קשה, לנוכח ריבוי המשתנים ומאפייני חוסר הוודאות שאופפים אותה. לכן אמנע מדיון בנושא זה ומתייחסם הטווח של עליית המחיר, אלא רק אטען כי אין ספק שתחרות המחירים תוביל לעליית מחירי ההצעה במידה כזאת או אחרת.

112 G. William Schwert, *Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?* (NBER Working Paper No. 7085, 1999), https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7085/w7085.pdf

113 Michael Bradley, Anand Desai & E. Han Kim, *Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms*, 21 J. FIN. ECON. 3, 29 (1988)

114 שם, בעמ' 31.

115 לשם שלמות התמונה יצוין כי לאחר שהמשתלט העוין גבר על האביר הלבן בתחרות המחירים, נכנס לתמונה מציע נוסף, אך השתלטות האירועים מכאן והלאה אינה קשורה במישרין לענייננו. לניתוח מפורט של המקרה ראו חנס וידלין "כשלים בהסדר של הצעת רכש מיוחדת", לעיל ה"ש 27, בעמ' 801–807. ראו גם שי שלו "המאבק בגירון: מנהלי החברה מצאו אביר לבן, שאול לוטן" **גלובס**

בשורה התחתונה מובן מאליו שככל שהרווח של החברה הרוכשת נמוך יותר, התשואה לבעלי המניות של חברת המטרה גדלה.

זאת ועוד, מאבק השליטה שמתפתח בין המשתלט העוין לאביר הלבן מעורר גילוי של מציעים נוספים שעשויים להיות מעוניינים ברכישת החברה. לעיתים קרובות מאבק השליטה, או אפילו רק נסיונות של הנהלת החברה לאתר אביר לבן, מעצימים את החשיפה התקשורתית ומגבירים את העניין הציבורי בנסיון ההשתלטות העוינת.¹¹⁶ העיסוק התקשורתי עשוי לפתות שחקנים חיצוניים – אף כאלה שאינם מיועדים לתפקיד האביר הלבן – להגיש בעצמם הצעות רכש.¹¹⁷ במילים אחרות, כאשר החברה פונה לאביר לבן פוטנציאלי, היא מעוררת עניין סביב החברה ורכישתה, אם במתכוון אם כתוצר לוואי, ועל ידי כך עשויה לעורר שחקנים נוספים להגיש הצעות רכש מתחרות. בדומה לכך, מאבק השליטה שמתפתח בין המשתלט העוין לבין האביר הלבן עשוי גם הוא לעורר סקרנות מוגברת בקרב רוכשים פוטנציאליים נוספים, אשר עשויים בעקבות זאת להגיש הצעה בעצמם. באופן עקרוני, קיומו של מאגר מציעים והצעות מעלה באופן טבעי את ההסתברות שתוגש הצעה עם תנאים טובים יותר לבעלי המניות מאשר הצעת הרכש התלויה ועומדת של המשתלט העוין, בעיקר על ידי יצירת תחרות מחירים שדוחפת את המחיר כלפי מעלה.¹¹⁸ אם כן, תחרות המחירים שנוצרת בעקבות כניסתו של מציע מאוחר – למשל, בדמות אביר לבן – אמורה למקב את התשואה לבעלי מניותיה של חברת המטרה.¹¹⁹

(ב) חיסכון בהוצאות האביר הלבן כפוטנציאל להצעה מיטבית

האביר הלבן, מעצם טבעו, זוכה בתמיכה ובשיתוף פעולה מצד הנהלת חברת המטרה, וכתוצאה מכך נהנה מעלויות פחותות בגין ההוצאות הנלוות לעסקת הרכש. כידוע, השתלטות עוינת מחייבת משאבים רבים כבר בשלבים המוקדמים, עוד לפני הגשת הצעת הרכש עצמה, בין היתר לשם: (1) איתור החברה המועמדת לרכישה; (2) ביצוע

116 (14.2.2002) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=562507>; עמי גינזבורג "משולם לוינשטיין – האביר הלבן של גירון" **הארץ** (13.2.2002) <http://www.haaretz.co.il/misc/1.771839>. גם בעניין Revlon, לעיל ה"ש 80, הצעתו הראשונה של המשתלט העוין עמדה על כ-45 דולר למניה, ולבסוף הוגשה מטעמו הצעה על סך 58 דולר למניה. דוגמה דומה היא מאבק השליטה המפורסם בין J. Ray McDermott, Inc. לבין Wheelabrator-Frye, Inc. על השליטה בחברת Pullman, Inc. בשנת 1980. באותו עניין הציע McDermott בהצעה הראשונה 28 דולר למניה, ולאחר כמה חודשים ניצחה Wheelabrator-Frye עם הצעה של 52.8 דולר למניה. ראו Easterbrook & Fischel, *Responding to a Tender Offer*, לעיל ה"ש 28, בעמ' 1162, ה"ש 3.

117 שם, בעמ' 1178.

118 Susan C. Schneider & Roger L.M. Dunbar, *A Psychoanalytic Reading of Hostile Takeover* 537, 538 (1992) *Events*, 17 ACAD. MGMT. REV.

119 Davies & Hopt, לעיל ה"ש 108, בעמ' 237.

119 Robert M. Bass Group, Inc. v. Evans, 552 A.2d 1227 (Del. Ch. 1988); Mills Acquisition Co. v. MacMillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989) (להלן: עניין Macmillan).

בדיקת נאותות (due diligence) מקיפה (ללא סיוע מצד חברת המטרה, אשר בשלב זה אינה מודעת כלל לעניין שהיא מעוררת); (3) הסיכון ברכישת חברת המטרה; (4) תכנון אסטרטגיית רכישה מיטבית. כפי שאסביר להלן, האביר הלבן עשוי להיות פטור מחלק ניכר מן ההוצאות הללו, ולכל הפחות נהנה מעלויות פחותות בהשוואה למשתלט העוין. יושם אל לב ששלושת סוגי המשאבים האחרונים קשורים לא־סימטריה במידע בין המשתלט העוין לבין האביר הלבן כתוצאה מתמיכת ההנהלה באחרון.

(1) חיסכון שנובע מהופעתו המאוחרת של האביר הלבן

עם הגשת הצעת הרכש על ידי המשתלט העוין, או הצהרתו כי בכוונתו לעשות כן, הוא חושף למעשה לעיני כל את המידע שאסף בעמל רב לגבי חברת המטרה. האביר הלבן נכנס אפוא לתמונה – בעקבות פנייה יזומה של הנהלת החברה – רק לאחר שהמשתלט העוין כבר הגיש את הצעתו או לכל הפחות הצהיר על כוונתו להגיש הצעה. לפיכך האביר הלבן מתפקד כ"רוכב חופשי" (free rider), משום שהוא נהנה בחינם מאיתור החברה על ידי המשתלט העוין ו"רוכב" על מאמציו של האחרון.¹²⁰ בהקשר זה חשוב להבהיר כי החיסכון בעלויות כתוצאה מ"רכיבה חופשית" על מאמציו של המשתלט העוין לאתר את חברת המטרה כמועמדת לרכישה תקף לא רק לגבי האביר הלבן, אלא למעשה לגבי כל מציע מאוחר שמצטרף לתחרות ההצעות. לפיכך חיסכון זה בעלויות נובע באופן אינהרנטי ממנגנון הצעת הרכש, ולא מתמיכת ההנהלה. מכל מקום, איתור חברה מתאימה לרכישה הוא כידוע תהליך ארוך ומורכב, שכרוך בחיפוש, סינון ותכנון אינטנסיביים, ועל כן מחייב משאבים רבים ועלויות לא מבוטלות.¹²¹ מכיוון שהמציע המאוחר נכנס לתמונה רק לאחר שהמשתלט העוין כבר השקיע את המשאבים באיתור חברת המטרה כחברה אטרקטיבית ומתאימה לרכישה, הוא חוסך למעשה עלויות איתור רבות.¹²²

(2) חיסכון שנובע מפערים בין הצדדים במידע ובגישה למידע

בדומה לעניין Marathon שנסקר בתחילת המאמר,¹²³ לעיתים קרובות קיימת א־סימטריה במידע בין המשתלט העוין לבין האביר הלבן, לטובת האחרון כמובן.¹²⁴ כתוצאה מתמיכת ההנהלה באביר הלבן, מנהלי החברה עשויים למסור לו מידע על החברה שאינו גלוי לאחרים, ובכלל זה למשתלט העוין.¹²⁵ מסירת מידע מעין זה מעניקה

120 עמרי ידלין "גבולות האיסור על שימוש במידע-פנים" עיוני משפט כה 143, 184 (2001).
 121 FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 187–188 (1996).
 122 שם. כן ראו Seretakis, לעיל ה"ש 109, בעמ' 267–268.
 123 עניין Marathon הראשון, לעיל ה"ש 1.
 124 בהקשר זה חשוב להזכיר כי גם בעניין Revlon ניתנה לאביר הלבן גישה בלעדית לנתונים פיננסיים. ראו הלכת Revlon, לעיל ה"ש 80, בעמ' 184. ראו גם עניין Macmillan, לעיל ה"ש 119, בעמ' 1272, שם נמסר לאביר הלבן באופן בלעדי מידע פיננסי לא פומבי על חברת המטרה.
 125 Repetti, לעיל ה"ש 65, בעמ' 137–138.

לאביר הלבן יתרון אינפורמטיבי, וכפועל יוצא מכך עשויה לסייע לו בהקטנת העלויות הנלוות להגשת הצעת הרכש ולהיטיב עימו באופן כללי.

ראשית, בנוגע לבדיקת הנאותות, בשל העובדה שהנהלת חברת המטרה תומכת במועמדותו של האביר הלבן, היא עשויה להעניק לו גישה בלעדית לחומרים ומסמכים פנימיים של חברת המטרה.¹²⁶ בדיקת הנאותות, כידוע, כרוכה גם היא בעלויות גבוהות ביותר,¹²⁷ שגם אותן האביר הלבן עשוי לצמצם הודות לשיתוף הפעולה מצד הנהלת החברה.¹²⁸ ההנהלה עשויה למסור לאביר הלבן מידע שיקל עליו בביצוע בדיקת הנאותות, ואולי אף ייתר מלכתחילה את הצורך בעריכת בדיקה זו באופן עצמאי. יתר על כן, הגישה הבלעדית לחומרים פנימיים עשויה לאפשר לאביר הלבן לא רק לחסוך עלויות ניכרות של בדיקת נאותות – זכות יתר שהמשתלט העוין אינו זוכה בה כמובן – אלא גם להעריך בצורה מדויקת יותר את שווייה של חברת המטרה. זאת, מכיוון שהאביר הלבן עשוי לקבל לידיו, בין היתר, גם מסמכים פנימיים של החברה, וכן להסתייע במומחיות של מנהליה וללמוד בצורה בלתי אמצעית על מצב החברה וביצועיה.¹²⁹ יתרון זה מתכתב באופן טבעי עם הנקודה הבאה – הפחתת הסיכון הנלווה לרכישה.

שנית, כפועל יוצא מהחשיפה לחומרים הפנימיים ומהערכת השווי המדויקת יותר שנעשית בעזרתה, האביר הלבן נהנה למעשה מסיכון מופחת ברכישת חברת המטרה. אפשרות הגישה שלו למידע פנימי של החברה ושיתוף הפעולה מצד הנהלתה מאפשרים לאביר הלבן להעריך בצורה טובה יותר את מצבה ושווייה הריאלי של חברת המטרה או לכל הפחות את מצבה כפי שהיא עצמה תופסת אותו. כך או כך, ברי כי מדובר בהערכה מקיפה יותר מזו של המשתלט העוין. ההערכה המדויקת יותר של מצב החברה וביצועיה מאפשרת לאביר הלבן להפחית את הסיכון הטמון ברכישת החברה, משום שהוא נמנע מהפתעות מאכזבות, אשר למשתלט העוין עלולות להתגלות רק לאחר השלמת הרכישה. לא למותר לציין כי הפחתת הסיכון מקפלת בתוכה ערך כלכלי רב מבחינת האביר הלבן, שהרי הסיכון מתומחר ומובא בחשבון כחלק בלתי נפרד מהוצאות העסקה. יתרה מזו, נראה כי מלבד הערך הכלכלי, הפחתת הסיכון מעניקה לאביר הלבן גם יתרון פסיכולוגי, אשר מציב אותו בעמדת זינוק נינוחה יותר לקראת תחרות המחירים מול המשתלט העוין.

כנגד זה ניתן לטעון כי אין בטענה זו ממש, משום שאם האביר הלבן אכן בוחר להגיש הצעת רכש ולהצטרף לתחרות המחירים, הוא למעשה מאותת בכך למשתלט העוין שחברת המטרה אכן אטרקטיבית לרכישה – כפי שחשב מלכתחילה – גם על סמך הדוחות הפנימיים של החברה. במילים אחרות, כניסתו של האביר הלבן לתחרות

126 בבצ'וק ופרוקצ'יה, לעיל ה"ש 8, בעמ' 86.

127 עמרי בן שחר ויובל פרוקצ'יה "פרק ד: חוזים" **הגישה הכלכלית למשפט** 153, 164 (אוריאל פרוקצ'יה עורך 2012).

128 ראו עניין *Macmillan*, לעיל ה"ש 119, בעמ' 1272. באותו עניין נערכו עבור נציגי האביר הלבן כמה הצגות רשמיות של בדיקת נאותות על החברה על ידי הנהלתה הבכירה.

129 שטרן "הגנת בעלי-המניות במיזוג חברות", לעיל ה"ש 66, בעמ' 408.

המחירים לאחר שנחשף למידע פנימי של חברת המטרה מהווה מעין אישוש לגבי המשתלט העוין כי אכן מדובר בחברה אטרקטיבית לרכישה, ומעניקה לו רוח גבית לקראת המאבק עם האביר הלבן על רכישת החברה. מאידך גיסא, גם ההסתייגות הזו אינה מבטלת כליל את היתרונות הכלכליים והפסיכולוגיים שנובעים מן החשיפה הבלתי-אמצעית להערכת החברה וביצועיה, משום שהסיכון עשוי להיות סובייקטיבי ותלוי במרכיבים שקשורים לסינרגייה בין החברות. מכיוון שכך, הפחתת הסיכון לגבי האביר הלבן אינה מעידה בהכרח על סיכון מופחת גם לגבי המשתלט העוין, או לכל הפחות לא באותה רמת ודאות.

שלישית, האביר הלבן נהנה מתיאום עם הנהלת החברה, ולכן נושא בעלויות פחותות – בוודאי בהשוואה למשתלט העוין – בכל הנוגע בתכנון האסטרטגיה המיטבית לרכישתה של חברת המטרה. בתוך כך הנהלת החברה יכולה לעדכן את האביר הלבן בחלק מן הפעולות שהמשתלט העוין נוקט במסגרת מאמציו לרכישת החברה.¹³⁰ לפיכך האביר הלבן יכול לבנות את אסטרטגיית הרכישה שלו באופן כללי, ואת הצעת הרכש שיגיש לבעלי המניות בפרט, בהתאם לצעדיו של המשתלט העוין.¹³¹ מאחר שתכנון אסטרטגיית רכישה הוא פעולה יקרה שמצריכה משאבים ניכרים, לעובדה שהאביר הלבן עשוי לחסוך חלק ניכר מן העלויות הללו יש ערך כלכלי לא מבוטל.¹³² לא למותר לציין כי תיאום זה מקנה לאביר הלבן גם יתרון פסיכולוגי רב ערך, מכיוון שלהבדיל מן המשתלט העוין, האביר הלבן אינו מתחרה מול הלא-נודע, אלא חשוף ל"תמונת מודיעין" מתעדכנת שמעניקה לו יתרון מובהק בתחרות המחירים.

הנה כי כן, האביר הלבן נהנה מיתרונות כלכליים ופסיכולוגיים משמעותיים ביותר. אומנם, הוא אינו פטור מן הסתם מבירור עצמאי על החברה ועל התאמתה לרכישה מבחינתו באופן פרטני, וכן מהקדשת משאבים לא מבוטלים לשם הוצאת מהלך הרכישה אל הפועל, אך בהשוואה למשתלט העוין, העלויות שהוא נאלץ להוציא פחותות באופן ניכר. החיסכון בעלויות הנלוות לעסקה מאפשר לאביר הלבן להשקיע ברכישת חברת המטרה סכום גבוה יותר מאשר המשתלט העוין, מבלי לפגוע בכדאיות העסקה מבחינתו. לשם המחשה נניח שחברת המטרה שווה בעיני שני המתחרים 100 ש"ח. כל אחד מן המתחרים יהיה מוכן להציע לבעלי המניות הצעת רכש עד סך של 100 ש"ח (או 99.9 ש"ח) בחיסור העלויות שהוא כבר הוציא כחלק מן השלב המקדים להצעת הרכש. מבחינת המשתלט העוין יהיה משתלם לשלם $100-X$, כאשר X מסמל את הוצאותיו, בעוד שלאביר הלבן יהיה משתלם לשלם $100-Y$, כאשר Y מסמל את הוצאותיו. על בסיס הניתוח לעיל אנו יכולים לקבוע באופן עקרוני כי $X > Y$, או במילים אחרות – כי המחיר המרבי שהאביר הלבן יכול לשלם, מבלי שהעסקה תיהפך לבלתי יעילה מבחינתו, גבוה

Tim Lewis & Graham Gibb, *Takeovers and Stakebuilding*, in EUROPEAN SECURITIES LAW 130 (Raj Panasar & Philip Boeckman eds., 2d ed. 2014).

131 ראו עניין *Macmillan*, לעיל ה"ש 119, בעמ' 1275. באותו עניין עדכן מנכ"ל חברת המטרה את נציגי האביר הלבן בדבר מחיר הצעתו של המשתלט העוין.

132 EASTERBROOK & FISCHEL, לעיל ה"ש 121, בעמ' 187–188.

מזה של המשתלט העוין. מבחינה כלכלית, אם כן, האביר הלבן יכול להרשות לעצמו להגיש לבעלי המניות הצעה עם תנאים טובים יותר מבחינתם. כעת אנו יכולים להבין בצורה ברורה יותר כיצד החיסכון בהוצאות של האביר הלבן מגלם בתוכו שיפור פוטנציאלי בתנאי העסקה מבחינתם של בעלי המניות של חברת המטרה.

לסיכום חלק זה, שני היתרונות שהוצגו לעיל – יצירת תחרות מחירים וחסכון בהוצאות האביר הלבן – מובילים למסקנה שמנקודת מבט אקס פוסט מנגנון האביר הלבן יעיל מבחינת בעלי המניות של חברת המטרה, משום שהוא מניב שיפור פוטנציאלי בתנאים שיוצרו להם במסגרת הצעת הרכש שתוגש להם בסופו של דבר. על שום כך אין זה מפתיע שיש מחקרים אמפיריים שמוכיחים כי האביר הלבן הממוצע משלם מחיר "גבוה מדי" בעבור חברת המטרה.¹³³ כפי שהוסבר לעיל, שתי הסיבות אינן עומדות בנפרד, ולכן הצירוף השכיח של שתיהן הוא שמניב את השיפור הרב ביותר בתנאי העסקה מבחינתם של בעלי המניות.

לקראת התת-פרק הבא עלינו לשים לב שהניתוח לעיל הצביע אומנם על כדאיות האביר הלבן מבחינת בעלי המניות מנקודת מבט אקס פוסט, אך גם על יתרונות מובהקים של האביר הלבן על המשתלט העוין. על מנת להבין אל נכון את המשמעות של מסקנה זו, עלינו לפנות עתה לניתוח כדאיות הלגיטימציה של מנגנון האביר הלבן מנקודת מבט אקס אנטה.

2. חסרונות האביר הלבן מנקודת מבט אקס אנטה

על מנת לקבל תמונה מלאה באשר להשפעות השימוש באביר הלבן, הישירות והעקיפות כאחד, עלינו לבחון את הסוגיה גם מנקודת מבט אקס אנטה. כפי שיוצג להלן, ובניגוד למסקנות שאלהן הגענו בפת-פרק הקודם, האביר הלבן טומן בחובו גם היבטים שליליים מבחינת בעלי המניות של חברת המטרה. תחילה אסביר מדוע בטווח הארוך מנגנון האביר הלבן מהווה למעשה תמריץ שלילי לשימוש במנגנון הצעת הרכש, ולאחר מכן אדון בהשפעות השליליות שעלולות להתלוות להפחתת הצעות הרכש כתוצאה מהתמריץ השלילי שנוצר עקב נוכחותו – הממשית או הפוטנציאלית – של האביר הלבן. בטרם ניכנס לעובי הקורה, עלינו לזכור כי הדיון מנקודת מבט אקס אנטה אינו מיועד לסתור את המסקנות שעלו מן הניתוח מנקודת מבט אקס פוסט, אלא להפך – הוא מתבסס על המסקנות הללו. אולם הדיון מנקודת מבט אקס אנטה מציג זווית ראייה אחרת, המתמקדת בתוצאות השימוש באביר הלבן בטווח הארוך.

133 Bradley, Desai & Kim, לעיל ה"ש 113, בעמ' 25.

(א) האביר הלבן כתמריץ שלילי להצעות רכש

כאמור, מנקודת מבט אקס אנטה האביר הלבן עלול ליצור בטווח הארוך תמריץ שלילי להשתלטויות עוינות, וכפועל יוצא מכך להצעות רכש באופן כללי.¹³⁴ תחילה, ובאופן עקרוני, מכיוון שהאביר הלבן גורם לעליית מחיר הרכישה של חברת המטרה, באמצעות התחרות שנוצרת בעקבות כניסתו, הוא הופך למעשה את הרכישה למשתלמת פחות מבחינתם של משתלטים עוינים פוטנציאליים. כפועל יוצא מכך נוצר אפקט מצנן על השתלטויות עוינות, באופן שמגשים את העיקרון הכלכלי הבסיסי שקובע כי כאשר המחיר עולה – הביקוש יורד. אלא שבעניין האביר הלבן האפקט המצנן עשוי לפעול ביתר שאת לנוכח נקודת הפתיחה העדיפה של האביר הלבן, אשר מקנה לו יתרון מובנה בתחרות המחירים. בהתאם לכך, רוכשים פוטנציאליים עלולים להימנע מלהשקיע משאבים באיתור חברות המתאימות לרכישה ובבניית אסטרטגיה לרכישתן, מחשש שהשקעתם תרד לטמיון בעקבות כניסתו של אביר לבן.¹³⁵ הרוכשים הפוטנציאליים מודעים לכך שהנהלת החברה יכולה להשתמש בטקטיקת האביר הלבן, ואף מבינים היטב כי הוא יינה מיתרון מובנה לנוכח תמיכת ההנהלה בו והחיסכון בעלויותיו, על כל המשתמע מכך. בתוך כך, העובדה שבאופן עקרוני המחיר המרבי של האביר הלבן גבוה מזה של המשתלט העוין עומדת לרועץ למשתלטים עוינים פוטנציאליים. האביר הלבן נהנה מיתרון מובהק בתחרות המחירים, משום שאם המשתלט העוין יהיה מעוניין לנצח בתחרות ההצעות "בכל מחיר", הוא עלול להידרש לשלם סכום שהופך את העסקה לבלתי משתלמת מבחינתו. אם נחזור לדוגמה שהוצגה לעיל, תחת ההנחה שהאביר הלבן מוכן ללכת עד הסוף במאבק על רכישת החברה, המשתלט העוין יידרש לשלם סכום גבוה ממחיר התקרה שלו, קרי X-100, על מנת לגבור על האביר הלבן, שיכול להרשות לעצמו לשלם עד Y-100 ועדיין לשמור על יעילות הרכישה מבחינתו (שהי X>Y). אם כן, המשתלט העוין צריך להיות מודע אקס אנטה לכך שאם יעלה בידה של חברת המטרה לאתר אביר לבן שיהיה מוכן ללכת עד הסוף בתחרות המחירים, תיהפך בהכרח הרכישה לבלתי יעילה מבחינה כלכלית לגביו.¹³⁶ על שום כך אין זה מפתיע שמחקרים אמפיריים שבחנו את גל ההשתלטויות של שנות השמונים בארצות הברית הגיעו למסקנה שכאשר ניטשת תחרות מחירים, המשתלט העוין מפסיד על פי רוב, והאביר הלבן הוא שיוצא כשידו על העליונה.¹³⁷

134 Easterbrook & Fischel, *Responding to a Tender Offer*, לעיל ה"ש 28, בעמ' 1179. בהקשר זה חשוב לציין כי המצב הסטטוטורי הקיים כיום בחוק החברות ממילא מקשה במידת מה ביצוע השתלטות עוינת באמצעות מנגנון הצעת הרכש. ראו חנס "הצורך בהגנות משפטיות", לעיל ה"ש 51, בעמ' 862.

135 EASTERBROOK & FISCHEL, לעיל ה"ש 121, בעמ' 187–188.

136 Easterbrook & Fischel, *Shareholders' Welfare*, לעיל ה"ש 18, בעמ' 1739.

137 Davies & Hopt, לעיל ה"ש 108, בעמ' 237; Sanjai Bhagat, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization*, 1990, BROOKINGS PAPERS ON ECON. ACTIVITY 1, 74.

לנוכח האמור לעיל, עצם המודעות לכך שביכולתה של הנהלת חברת המטרה להשתמש בטקטיקת האביר הלבן די בה ליצור אצל רוכשים פוטנציאליים תמריץ שלילי לרכישת חברות, וכפועל יוצא מכך אף לפעולה המקדימה של איתור חברות המתאימות לרכישה.¹³⁸ לא למותר לציין כי בהעדר תמריץ לאיתור חברות פוטנציאליות לרכישה ידוללו הצעות הרכש בשוק באופן כללי, ולא רק ההשתלטויות העוינות, משום שבהעדר נסיון השתלטות עוינת אין להנהלת החברה סיבה לפנות לרוכש ידידותי מלכתחילה. כלומר, תחת משטר משפטי שמעניק לגיטימציה לטקטיקת האביר הלבן, אנו יוצרים למעשה אפקט מצנן על השימוש במנגנון הצעת הרכש ועל ביצוע רכישות באופן כללי.¹³⁹

(ב) ההשלכות של הפחתת הצעות הרכש

(1) הקטנת רווחתם של בעלי המניות

על מנת שנוכל לאמוד אל נכון את השפעותיו של האפקט המצנן על השימוש במנגנון הצעת הרכש, עלינו להבין תחילה את היתרונות האינהרנטיים שגלומים ברכישות באופן כללי. חשוב לזכור כי הפיקוח של בעלי המניות על תפקוד המנהלים בחברות ציבוריות ללא גרעין שליטה הוא לרוב חסר שיניים, ויעילותו מוטלת בספק. לבעלי המניות מקרב הציבור הרחב קשה להתגונן לבדם מפני כשל ניהולי – הן לנוכח פערי מידע שמקשים את איתור הכשל מלכתחילה הן לנוכח בעיית הפעולה המשותפת.¹⁴⁰ לפיכך מנגנון הצעת רכש, במיוחד בתצורתו העוינת, נתפס ככלי מרכזי להגנה על זכויותיהם של בעלי המניות, כחלק מתפיסה שרואה בכוחות השוק מרכיב עיקרי במערך הפועל להחלת חובת האמון ולצמצום עלויות הנציג (agency costs).¹⁴¹ זאת, מכיוון שמנגנון הצעת הרכש

138 Davies & Hopt, לעיל ה"ש 108, בעמ' 237. כן ראו Alan Schwartz, *Search Theory and the Tender Offer Auction*, 2 J.L. ECON. & ORG. 229 (1986).

139 Easterbrook & Fischel, *Responding to a Tender Offer*, בעמ' 1179.

140 Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. POL. ECON. 110 (1965); Henry G. Manne, *Some Theoretical Aspects of Share Voting*, 64 COLUM. L. REV. 1427 (1964). בהקשר זה חשוב להדגיש כי לבעלי מניות יש תמריץ חלש לפקח על תפקוד ההנהלה, שכן הרווח כתוצאה מפיקוח מעין זה יתחלק בין בעלי המניות לפי שיעור החזקתם, ולא לפי מאמצי הפיקוח שלהם.

141 Shmuel Nitzan & Uriel Procaccia, *Optimal Voting Procedures for Profit Maximizing Firms*, 51 PUB. CHOICE 191 (1986); Easterbrook & Fischel, *Responding to a Tender Offer*, לעיל ה"ש 28, בעמ' 1174. ראו גם ידידיה צ' שטרן "מיזוג חברות בישראל" **משפטים** כ 73, 86 (1990), המגדיר את מנגנון הצעת הרכש בהקשר זה כאמצעי שבעזרתו "כוחות-השוק מפקחים על יעילות תפקודה של הנהלת-החברה". השוו שטרן "רכישת חברות – המניעים והערכתם", לעיל ה"ש 21, בעמ' 268–270. להרחבה על התפיסה שרואה בכוחות השוק מרכיב מרכזי במערך הפועל להחלת חובת האמון ולהקטנת עלויות הנציג ראו WILLIAM A. KLEIN & JOHN C. COFFEE, JR., *BUSINESS ORGANIZATION AND FINANCE: LEGAL AND ECONOMIC PRINCIPLES* 160 (4th ed. 1990).

טומן בחובו כמה יתרונות מובהקים לגבי בעלי המניות, תוך שיכוך בעיית הנציג בין מנהלי החברה לבעלי מניותיה.

ראשית, ההשתלטות העוינת מאפשרת לחברה לעבור תהליך של התייעלות, אם על ידי החלפת ההנהלה ואם על ידי הנחלת מדיניות עסקית חדשה, ולמעשה ממריצה את החברה לשפר את ביצועיה.¹⁴² לפיכך השתלטות עוינת גוררת אחריה לעיתים קרובות צעדי התייעלות משמעותיים, כגון פיטורי עובדים או סגירת מפעלים.¹⁴³ תופעה זו מומחשת גם כאשר בעלי השליטה בחברה נהנים מטובות הנאה פרטיות משמעותיות, באופן שבא לידי ביטוי בירידת מחירי השוק של מניות החברה.¹⁴⁴ המשתלט העוין מסוגל לבטל – או לכל הפחות להפחית באופן ניכר – את עלויות הניהול, ועל ידי כך להעלות את שווי החברה.¹⁴⁵ בהעדר תמריץ לשימוש במנגנון הצעת הרכש, הזדמנויות עסקיות של רכישת חברות שמנוהלות בצורה בלתי יעילה עלולות להיות מוחמצות, באופן שימנע מבעלי המניות את התשואה המרבית על מניותיהם. אכן, מחקרים אמפיריים מצביעים על כך שהצעת רכש מוצלחת מעלה את ערכה של חברת המטרה,¹⁴⁶ וניתן להניח שלתהליך ההתייעלות יש חלק בכך.

שנית, מנגנון הצעת הרכש מהווה גורם שמרסן התנהלות אופורטוניסטית של הנהלת החברה, ואף מתמרץ אותה מלכתחילה לפעול במלוא המרץ לייעול החברה ולמרוכב רווחיה.¹⁴⁷ זאת, מכיוון שמנגנון הצעת הרכש הוא מעין מסלול עוקף הנהלה, ולמעשה

142 Easterbrook & Fischel, *Shareholders' Welfare*, לעיל ה"ש 18, בעמ' 1737. ראו גם חביב-סגל

דיני חברות כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 533; Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 AM. ECON. REV. 323 (1986).

143 חנס "הצורך בהגנות משפטיות", לעיל ה"ש 51, בעמ' 824. מחקר אמפירי שבחן רכישות שבוצעו בארצות הברית במסגרת גל ההשתלטויות של שנות השמונים מצא כי בעשרה מקרים של השתלטות עוינת, מתוך השלושים שנבדקו, נסגרו או נמכרו משרדים של חברת המטרה. לעומת זאת, בעשרים המקרים של מכירה לאביר הלבן לא זוהה אף לא מקרה אחד שבו נסגרו או נמכרו משרדים של חברת המטרה. ראו Bhagat, Shleifer & Vishny, לעיל ה"ש 137, בעמ' 32. המחקר גם מצא כי בכל הנוגע בפיטורים ובסגירת משרדים היה המשתלט העוין אקטיבי יותר מן האביר הלבן, אך אקטיבי פחות בהשוואה למקרים שבהם החברה לא נרכשה בסופו של דבר. ראו שם, בעמ' 39. ניתן להסיק מכך כי גם הצעת רכש כושלת תורמת להתייעלות החברה. כנגד זה ניתן לטעון כי ההסבר לכך טמון גם בעובדה שהתגוננות מפני השתלטות עוינת גוזלת לרוב משאבים רבים מהחברה, שצריכה לכסותם לאחר הצלחת החסימה. כך או כך, נדמה שהצעת הרכש הכושלת יש לכל הפחות השפעה מסוימת בהיבט של ההתייעלות.

144 Lucian Arye Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q.J. ECON. 957 (1994); חנס "הצורך בהגנות משפטיות", לעיל ה"ש 51, בעמ' 859.

145 חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 533.

146 Bradley, Desai & Kim, לעיל ה"ש 113.

147 Easterbrook & Fischel, *Shareholders' Welfare*, לעיל ה"ש 18, בעמ' 1735. להרחבה ראו Ralph K. Winter, Jr., *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation*, 6 J. LEGAL STUD. 251 (1977). וינטר מנה כמה מנגנוני שוק שמרסנים את הנהלת החברה, ביניהם שוק המנהלים, שוק ההון, השוק של שירותי החברה או מוצריה, ושוק השליטה. לטענתו, שוק השליטה

מאפשר את רכישת השליטה בה גם בניגוד לעמדתם של המנהלים ובעל השליטה.¹⁴⁸ בכך נוצר בעקיפין מנגנון הרתעה של הנהלת החברה מפני ניהול אופורטוניסטי או בלתי יעיל של החברה.¹⁴⁹ נדגים את הטענה באמצעות שרטוט התרחיש האופציונלי הבא: חברה אשר מנוהלת בצורה אופורטוניסטית או בלתי יעילה תסבול בהכרח מירידה ברווחיותה. עם הזמן הירידה ברווחיות אמורה להשתקף במחיר המניות בשוק הסחיר, בדמות ירידת שוויין של המניות הנסחרות של החברה. המחיר הנמוך של מניות החברה הוא בבחינת הזדמנות מסחרית למשקיעים הסבורים כי המחיר הנמוך של המניות אינו משקף כהלכה את הפוטנציאל הכלכלי של החברה, אלא נובע מניהול אופורטוניסטי ובלתי יעיל של מנהלי החברה. לפיכך, בעיני המשקיעים הללו, השתלטות עוינת על החברה, כמובן תוך העברת ההנהלה הכושלת מתפקידה והחלפתה בהנהלה מוצלחת, תאפשר למצות את מלוא הפוטנציאל הכלכלי הגלום בחברה.

שוק השליטה מהווה אפוא מעין מכשיר פיקוח על תפקודם של מנהלים בחברות ציבוריות, ובאופן כללי הוא המנגנון השוקי הבולט לקידום יעילות הניהול בחברות ציבוריות.¹⁵⁰ הנהלת החברה מודעת היטב לכך שאם החברה לא תממש את מלוא הפוטנציאל, יסמנו אותה כוחות השוק במהרה כיעד אטרקטיבי לרוכשים פוטנציאליים שסבורים כי ביכולתם להשיג ניהול יעיל יותר של החברה, בין היתר על ידי החלפת ההנהלה.¹⁵¹ בהתאם לכך, ביודעם כי מחירי שוק נמוכים ביחס לפוטנציאל צפויים לפתות משתלטים פוטנציאליים לרכוש את החברה,¹⁵² מנהלי החברה עשויים להימנע גם מניצול אישי של משאבי החברה לשם הפקת טובות הנאה פרטיות.¹⁵³ די אם כן בעצם קיומה של אפשרות ההשתלטות העוינת על מנת לרסן את נושאי המשרה בחברה מלמעול בתפקידם, ואף לתמרץ אותם לנהל את החברה בצורה יעילה ככל האפשר, תוך

מרסן גם הוא את כוחה של ההנהלה ומונע את המנהלים מלפעול לטובתם האישית, וזאת באמצעות מנגנון הצעת הרכש, אשר מאפשר השתלטות עוינת.

148 זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני-חברות: מדיקטורה לדמוקרטיה" **משפטים** כג 109, 126 (1994). כן ראו חמדני, לעיל ה"ש 12, בעמ' 42.

Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. 973 (2002). ראו גם תנ"ג (כלכלית ת"א) 13663-03-14 **ניומן נ' פיננסיטק בע"מ**, פס' 53 (נבו 24.5.2015). להרחבה ראו שטרן "רכישת חברות – המניעים והערכתם", לעיל ה"ש 21, בעמ' 266–265.

Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).

151 Easterbrook & Fischel, *Responding to a Tender Offer*, לעיל ה"ש 28, בעמ' 1198. כן ראו שטרן "מיזוג חברות בישראל", לעיל ה"ש 141, בעמ' 86, הטוען כי להצעת הרכש יש כוח פיקוחי באשר לתפקודה של הנהלת החברה. ראו גם גרוס **חוק החברות החדש**, לעיל ה"ש 63, בעמ' 547.

152 שטרן "רכישת חברות – המניעים והערכתם", לעיל ה"ש 21, בעמ' 266–265. ראו גם חמדני, לעיל ה"ש 12, בעמ' 42.

153 חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 533–534.

שאיפה מתמדת להגדלת התשואה לבעלי המניות.¹⁵⁴ בית המשפט האמריקני אף הכיר בכך שעצם האיום של הצעת הרכש אמור לתרום לעליית מחיר המניות של חברה נתונה.¹⁵⁵

שלישית, מנגנון הצעת הרכש הוא אחד הכלים האפקטיביים ביותר בידי בעלי המניות לשם החלפת הנהלה בלתי יעילה.¹⁵⁶ כך, אם באיום הגלום בעצם קיומה של אפשרות ההשתלטות העוינת לא היה כדי להניע את הנהלת החברה לתקן את דרכיה ולנהל את החברה בצורה יעילה או להימנע מלנצל באופן אישי את משאבי החברה באופן שפוגע במחירי השוק של מניותיה,¹⁵⁷ ניתן לממש את האיום, ובאמצעות הצעת הרכש להעביר את ההנהלה הכושלת מתפקידה.¹⁵⁸ מנגנון זה אף מאפשר להעביר את ההנהלה מתפקידה מבלי להידרש להתערבות משפטית, אשר כרוכה לעיתים במאבק ממושך.¹⁵⁹ אם כן, הצעת הרכש משמשת מנגנון יעיל להחלפת מנהלים שאינם אמינים ואינם יעילים לחברה, דבר שתורם כמובן לרווחי החברה ולתשואה שבעלי המניות מקבלים.

הנה כי כן, מנגנון הצעת הרכש הוא כלי חשוב ביותר בדיני החברות לשיכוך בעיית הנציג בין הנהלת החברה לבין בעלי המניות ולקידום יעילות כלכלית.¹⁶⁰ מנגנון זה נועד אפוא לאפשר לכוחות השוק לפעול את פעולתם ולייעל את שוק השליטה בחברות.¹⁶¹ המשותף לשלושת היתרונות שהוצגו לעיל הוא שהם מביאים לידי הפחתת עלויות הנציג של חברת המטרה הפוטנציאלית, ולכן עצם הקלת האפשרות לבצע השתלטות עוינת באמצעות הצעת רכש צפויה להיטיב עם בעלי המניות של חברת המטרה ולהוביל לעליית שווי המניות. לפיכך פגיעה בתמריצים של רוכשים פוטנציאליים להשתמש במנגנון הצעת הרכש עלולה להפר את האיזון התאגידי, לפגום בניהולן היעיל של חברות במשק, ואף להוביל לתגובה של מחירי המניות כלפי מטה.¹⁶²

154 Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, לעיל ה"ש 140, בעמ' 112–114; Jeffrey N. Gordon, *Manne, Some Theoretical Aspects of Share Voting*, לעיל ה"ש 140. השו, *Corporations, Markets, and Courts*, 91 COLUM. L. REV. 1931 (1991) הטוען כי השתלטויות עוינות, בניגוד להנחה הרווחת, אינן משיגות הרתעה מפני התרשלות של ההנהלה, וכי הן מטילות על החברה הוצאות חיצוניות שליליות, על ידי פגיעה בנאמנותם של העובדים והמנהלים בחברה. Dart Indus. v. Conrad, 462 F. Supp. 1, 8–9 (S.D. Ind. 1978).
155 Easterbrook & Fischel, *Responding to a Tender Offer*, לעיל ה"ש 28, בעמ' 1198.
156 חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 533.
157 עניין **תרו תעשייה רוקחית**, לעיל ה"ש 5, בפס' 59 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה.
158 שטרן "רכישת חברות – המניעים והערכתם", לעיל ה"ש 21, בעמ' 266.
160 עניין Conrad, לעיל ה"ש 155.

161 מאור אבן חן **האיסור הפלילי על שימוש במידע פנים: ניתוח כלכלי התנהגותי** 350, ה"ש 294 (2008).
162 בהקשר זה ראוי לציין כי יש הסבורים שמנגנון הצעת הרכש אומנם מקדם יעילות כלכלית במובן אחד אך פוגע ביעילות הכלכלית במובן אחר. שטיין, למשל, סבור כי תופעת ההשתלטויות העוינות, והאיום הטמון בחובה כלפי הנהלת החברה, עלולים לתמרץ אותה לנקוט מדיניות ניהול המונחית על פי הטווח הקצר (short-termism), ולהניא אותה מלתכנן ולהוציא לפועל תוכניות ארוכות טווח, מחשש שמדיניות ניהול המונחית על פי הטווח הארוך (long-termism) תהיה כרוכה בעלויות בטווח הקצר, וכפועל יוצא מכך תתבטא אולי גם בירידת מחיר המניות. שטיין תומך לפיכך בגישה שאוהדת

מתברר אפוא שחורף יתרונותיו הרבים אקס פוסט לבעלי המניות, האביר הלבן יוצר אפקט מצנן על השימוש במנגנון של הצעת רכש, על כל המשתמע מכך, ובכך ממחיש למעשה את ההבדל בין כדאיות הלגיטימציה של אבירים לבנים אקס פוסט לבין כדאיותה אקס אנטה. בעוד מנקודת מבט אקס פוסט האביר הלבן עשוי להיטיב עם בעלי המניות של חברת המטרה באמצעות שיפור תנאיה של הצעת הרכש, מנקודת מבט אקס אנטה הוא עלול לגרום לכך שכל שרשרת ההתרחשויות לא תצא מהכוח אל הפועל, ובתוך כך גם לא יתממשו יתרונות האביר הלבן אקס פוסט. במילים אחרות, מנקודת מבט אקס אנטה השימוש בטקטיקת האביר הלבן עלול לגנוז את היתרונות שגלומים בו אקס פוסט, שכן עצם הזמנתו על ידי הנהלת החברה יכולה באופן תיאורטי לשלול את נחיצותו כאמצעי הגנה בטווח הארוך, שהרי ככל שירבו הפניות לאבירים לבנים, וככל שירבו נצחונותיהם בתחרות המחירים, כן יתחזק התמריץ השלילי של משתלטים עוינים להשקיע משאבים באיתור חברות מועמדות לרכישה מלכתחילה, ובעקבות זאת יפחתו הרכישות באופן כללי.¹⁶³ כפי שהוסבר לעיל, האביר הלבן נהנה מיתרון מובהק, אשר מבחינה כלכלית גרידא אמור לאפשר לו, לפחות באופן תיאורטי, לנצח בתחרות המחירים או להפוך את הרכישה לבלתי יעילה מבחינת המשתלט העוין.¹⁶⁴ על כן עצם

טקטיקות התגוננות מפני השתלטויות עוינות. ראו Stein, *Takeover Threats and Managerial Myopia*, לעיל ה"ש 42; Stein, *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*, לעיל ה"ש 42. ראו גם Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, לעיל ה"ש 42, בעמ' 110; חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 534. אומנם קצרה היריעה מלדון לעומק בשאלה זו, אך אני סבור כי יתרונותיו של מנגנון הצעת הרכש עולים על חיסרון זה, בין היתר משום שמנהלים שמעוניינים להישאר בתפקידהם לאורך זמן חייבים ממילא לנהל מדיניות שמונחית גם על פי הטווח הארוך. ראו התייחסות מפורטת ומשכנעת אצל Easterbrook & Fischel, *Shareholders' Welfare*, לעיל ה"ש 18, בעמ' 1743–1744, שם נטען כך: "It is far from clear how, either in theory or in practice, tender offers could endanger long-term planning. The threat of takeovers does not discourage such planning. If plans are needed, they will be made by incumbent managers and new ones alike; if a firm develops a successful long-term plan, this will lead to the higher share prices that discourage takeovers. If a takeover would disrupt an established and profitable plan, then rational firms would not make a tender offer. There is no profit in paying a premium for assets that will be worth less after the takeover than before. An active tender offer market does affect long term planning in the sense that managers cannot assume that they can continue in office indefinitely. We think it likely, however, that any reduction in job tenure associated with tender offers is beneficial. A corporate official with less security must work harder to keep his job. He can increase his own tenure, in the way shareholders prefer, by improving profits and thus keeping share prices high. That is the best way to prevent tender offers"

163 Davies & Hopt, לעיל ה"ש 108, בעמ' 237.

164 חשוב לציין כי על אף האמור קיומם של אבירים לבנים אינו צפוי לחסל את שוק ההשתלטויות לחלוטין, משום ששווייה של חברת המטרה אינו זהה בהכרח לגבי כל המתחרים. כך, למשל, כאשר למשתלט העוין יש יתרונות ייחודיים ברכישת חברת המטרה, כגון במקרים שבהם קיימת סינרגייה

המודעות לאפשרות של ההנהלה להשתמש בטקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן עלולה ליצור אצל רוכשים פוטנציאליים תמריץ שלילי לרכישת חברות, וכפועל יוצא מכך לאיתור חברות המתאימות לרכישה. בהעדר תמריץ לאיתור חברות ניתן להניח שיהיה שימוש חסר במנגנון של הצעת רכש באופן כללי, משום שללא נסיון השתלטות עוינת אין להנהלת החברה סיבה לפנות לרוכשים ידידותיים מלכתחילה, וכך ייגדע התהליך כולו באיבו. כאמור, שימוש חסר במנגנון הצעת הרכש והפחתת הרכישות באופן כללי יביאו לידי כך שעלויות הנציג יגדלו, ויובילו בתורן לירידה בשווי המניות של חברת המטרה.¹⁶⁵

לשם המחשת השתלשלות האירועים, שסופה הבלתי־נמנע הוא החרפת בעיית הנציג וירידת שווי מניותיה של חברת המטרה, אציג את התרשים הבא:



כפי שקל להתרשם, ברי כי אין אנו יכולים להחזיק את המקל משני קצותיו, כלומר, ליהנות מכל יתרונותיו אקס פוסט של האביר הלבן ובה בעת גם לצפות שהשימוש התדיר בו לא ישחק את היתרונות הללו בעתיד. לשון אחר, שימוש חוזר ונשנה באביר הלבן יגרום בהכרח להיווצרות אפקט מצנן על מנגנון הצעת הרכש בטווח הארוך, באופן שעלול לבטל – או לכל הפחות להחליש באופן ניכר – את יתרונותיו של האביר הלבן אקס פוסט, וכפועל יוצא מכך לפגוע במחיר המניות של חברת המטרה.¹⁶⁶ מאחר שהאפקט המצנן של האביר הלבן עלול לבטל בטווח הארוך את יתרונותיו, המסקנה המתבקשת היא שעלינו לבכר את החשש בגין החסרונות מנקודת מבט אקס אנטה, שהרי במובן מסוים הם ממילא כוללים בתוכם גם את היתרונות אקס פוסט.

(2) הקטנת הרווחה המצרפית

עד כה עסקתי ביעילותו הכלכלית של מנגנון הצעת הרכש בעיקר מנקודת מבטם של בעלי המניות של חברת המטרה, אך תרומתו אינה מסתכמת בכך, אלא נכונה גם לגבי החברה (society) בכללותה. השלמת השתלטות עוינת באמצעות הצעת רכש מעבירה למעשה את הנכס, קרי את מניותיה של חברת המטרה, לגורם שסבור כי ערכו של אותו נכס גבוה יותר, דהיינו, למשתלט העוין. במסגרת זו הצדדים לעסקת הרכישה וכן גורמים שלישיים נוספים מרוויחים כתוצאה מהשלמתה: בעלי המניות של חברת המטרה

פוטנציאלית גבוהה יותר בין חברת המטרה לבין חברה אחרת בבעלותו, הוא עשוי לגבור בתחרות המחירים על האביר הלבן, אף שעמדת הפתיחה של האביר הלבן עדיפה.

165 בהקשר זה ראוי לציין מחקר משנת 1983 אשר הוכיח כי מחירי המניות יורדים כאשר מנהלי חברות מציעים שינויים בתקנון שמטרתם להקל עליהם להתגונן מפני השתלטויות עוינות. ראו Harry DeAngelo & Edward M. Rice, *Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth*, 11 J. FIN. ECON. 329 (1983).

166 Easterbrook & Fischel, *Responding to a Tender Offer*, לעיל ה"ש 28, בעמ' 1177.

מרוויחים את הפרמיה מעל מחיר השוק בתמורה למכירת מניותיהם;¹⁶⁷ המשתלט העוין מרוויח את ההפרש בין מחיר הרכישה (וההוצאות הנלוות לכך) לבין שווי החברה לאחר השלמתה (בדוגמה שהובאה לעיל: X-100 בחיסור מחיר הרכישה); והרווח המשמעותי ביותר – בעלי המניות של שאר החברות בשוק מרוויחים את התייעלות התפקוד של הנהלותיהן כתוצאה מחששן מפני השתלטות עוינת.¹⁶⁸ אומנם, השלמת הרכישה גורעת מרווחתם של מנהלי החברה, אך ברי כי השפעה זו אינה שוות ערך לתוספת לרווחתם של שאר הגורמים – בעלי המניות של חברת המטרה, המשתלט העוין ובעיקר בעלי המניות של חברות אחרות בשוק. לפיכך שימוש חסר במנגנון הצעת הרכש לשם השתלטויות עוינות יוביל להקטנת הרווחה המצרפית בחברה (society) בכללותה. לסיכום פרק זה, על פי גישת הניתוח הכלכלי של המשפט, הסדר משפטי יעיל בנוגע לאביר הלבן יהיה כזה שיפעל להצר את צעדיה של הנהלת החברה בבואה להשתמש באביר לבן לשם התגוננות מפני השתלטות עוינת, לפחות במקרים שבהם אין הצדקה ברורה לכך, אך עם זאת לא ישלול את אפשרות התקיימותה של תחרות מחירים שתוביל לעליית מחירי הרכישה. במילים אחרות, עלינו לקדם הסדר אשר יצמצם באופן ניכר את יתרונות האביר הלבן שנובעים מתמיכתה של הנהלת החברה, מחד גיסא, אך לא יבטל את היתרונות שנובעים באופן אינהרנטי ממנגנון הצעת הרכש, מאידך גיסא.

פרק ד: המלצה לאימוץ כלל השוויון במידע במתכונת מורחבת

בחלק זה של המאמר אבקש להציג את הפתרונות האפשריים לתיקון הליקויים שהוצגו לעיל באשר לשימוש בטקטיקת האביר הלבן. בהנחה שאיננו מעוניינים לבטל את טקטיקת האביר הלבן באופן מוחלט, לנוכח נחיצותה במקרים שבהם ההצעה שמוגשת לבעלי המניות אינה הוגנת דייה, עלינו להגיע להסדר משפטי שיצמצם את החסרונות אקס אנטה שנובעים מתופעת האביר הלבן.

פרק זה כולל הצגה של כמה דרכים אפשריות להתמודדות עם הבעיה: הראשונה תציע לחייב את ההנהלה לקבל אישור מבעלי המניות לפני הפנייה לאביר לבן; השנייה

¹⁶⁷ למחקר אמפירי שמוכיח כי בעלי מניות של חברות מטרה הרוויחו בצורה משמעותית כתוצאה מגל ההשתלטויות שהתרחש בארצות הברית בשנות השמונים ראו Gregg A. Jarrell, James A. Brickley & Jeffrey M. Netter, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, 2 J. ECON. PERSP. 49 (1988).

¹⁶⁸ Easterbrook & Fischel, *Responding to a Tender Offer*, לעיל ה"ש 28, בעמ' 1173–1174 ו-1184. איסטרברוק ופישל אף טענו כי גם התגוננות שמובילה למחירי רכישה גבוהים יותר אינה יעילה מבחינה מצרפית ולכן אינה מוצדקת, שכן אף שבעלי המניות של חברת המטרה מרוויחים מחיר גבוה יותר, רווחים אלו נובעים באופן ישיר מהגדלת התשלום של המשתלט, ולכן מדובר בשינוי חלוקתי בלבד. לעומת זאת, החברה (society) בכללותה מפסידה את התייעלות ההנהלות בחברות אחרות בשוק.

תבקש ליישם מנגנון החזרת השקעה למציע הראשון, אם הפסיד בתחרות המחירים; **השלישית** תציע לקבוע הסדר של אי-אכיפת הסכמות בין המשתלטים לבין מנהליה של חברת המטרה בקשר להמשך העסקתם; **והרביעית** תדרוש שוויון בהספקת המידע לכלל המציעים. כפי שיוסבר להלן, אני כשלעצמי סבור כי הדרך האחרונה היא הדרך האפקטיבית ביותר לצמצום חסרונותיו של האביר הלבן.

1. דרישת אישור של בעלי המניות

זכור, בניגוד לרוב טקטיקות ההתגוננות האחרות, פנייה לאביר לבן אינה מחייבת אישור של בעלי המניות או עיגון מפורש בתקנון. לפיכך נראה כי הפתרון הפשוט והמתבקש ביותר הוא לחייב את ההנהלה לקבל אישור מרוב בעלי המניות בטרם תפנה לאביר לבן. הרציונל בבסיס הצעה זו הוא שההנהלה תהיה רשאית להזמין אביר לבן רק אם רוב בעלי המניות סבורים כי ההצעה של המשתלט העוין שמונחת על השולחן אינה משתלמת דייה מבחינתם. במקביל לכך, הנהלת החברה לא תוכל לפנות לאביר לבן אם בעלי המניות תומכים בהצעת הרכש העוינת.

אלא שפתרון זה לוקה בשני פגמים עיקריים. **ראשית**, הוא יהיה מיותר בדרך כלל, שהרי אם רוב מקרב בעלי המניות סבורים כי הצעתו של המשתלט העוין אינה משתלמת, הם יכולים באותה מידה להתנגד להצעת הרכש ולהביא לידי דחייתה. **שנית**, הפתרון לוקה בכשל מהותי, שכן במקרים רבים כניסת האביר הלבן מיטיבה עם בעלי המניות מנקודת מבט אקס פוסט. כפי שהוצג בפרקים הקודמים, הזמנת האביר הלבן אמורה להביא עימה יתרונות רבי ערך לבעלי המניות של חברת המטרה בטווח הזמן הקצר. לפיכך לבעלי המניות של חברת המטרה העומדת באותה עת למכירה לא יהיה ברוב המקרים תמריץ להתנגד לפנייה לאביר לבן; אדרבה, הם צפויים אף לתמוך בכך. לפיכך במובן מסוים מדובר בבעיה של "פעולה משותפת". קבוצת בעלי המניות של כלל החברות במשק תצא ניזוקה מהזמנת אבירים לבנים, שכן כניסתם לתמונה פוגעת בתמריץ של משתלטים עוינים, מה שמוריד בתורו את מספר הרכישות באופן כללי, על כל המשתמע מכך.¹⁶⁹ אולם בעלי המניות של חברת מטרה נתונה צפויים להתחשב רק בטובתם המיידית ולהתעלם מהחסרונות אקס אנטה לטווח הארוך, ובכך להביא לידי פגיעה ברווחתם של כלל בעלי המניות בשוק. כידוע, מטרתה המרכזית של חברה היא למקרב את רווחיה שלה, ולא את הרווחים של חברות אחרות או של השוק בכללותו, ולכן אין לכאורה הצדקה לצפות שבעלי מניותיה יתחשבו בהיבטים אלו באומדן הצעת רכש נתונה.¹⁷⁰ לפיכך הפתרון של דרישת אישור מבעלי המניות אינו יעיל ככלי להתמודדות

169 להרחבה על בעיית הפעולה המשותפת ראו Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972).

170 יש כמובן מקום לדון בתכליות החברה מבחינת הרווחה המצרפית ובכלל על בסיס ס' 11 לחוק החברות, אך מלבד העובדה שקצרה היריעה מלקיים דיון זה כאן, שאלה זו אינה רלוונטית לענייננו,

עם חסרונות האביר הלבן, ולטעמי אי־אפשר לצפות לתוצאות ממשיות, אם בכלל, מיישמו בפועל.

2. מנגנון החזרת השקעה

בספרות המשפטית עלה הרעיון של יישום מנגנון להחזרת השקעתו של המציע הראשון לשם חיזוק התמריץ שלו להשקיע משאבים באיתור החברה חרף החשש שהוא יפסיד בסופו של דבר בתחרות המחירים.¹⁷¹ על פי המנגנון המוצע, מאחר שהמציע הראשון עמל מלכתחילה על מנת לאתר את חברת המטרה, ובכך הוליד את תחרות המחירים, שבתורה היטיבה מן הסתם עם בעלי המניות, הוא יפוצה על ידי חברת המטרה בגין העלויות שבהן נשא כתוצאה מתהליך האיתור, כמובן רק אם הפסיד בתחרות והצעתו לא התקבלה. הידיעה כי מובטח לו פיצוי בגין הוצאותיו תקטין את חששו של המציע הראשון מבזבוז משאבים לחינם, ותתמרץ אותו לנסות לאתר חברות המתאימות לרכישה. המצדדים במנגנון זה מבקשים אם כן להתמודד עם בעיית הנסיגה הצפויה במספר הרכישות ובהיקף המאמצים לאיתור חברות מועמדות לרכישה על ידי מיתון האפקט המצנן על מאמצים אלו. ניתן לטעון כי גם מנקודת מבטם של בעלי המניות מדובר במנגנון משתלם, שכן העלויות שנגרמו למציע הראשון בגין מאמציו לאיתור חברת המטרה עשויות להיות נמוכות מהפרמיה שהם עתידים לקבל בעבור מניותיהם כתוצאה מתחרות המחירים.

ברם, בחינה מעמיקה של ההצעה והשלכותיה הצפויות מובילה למסקנה שאין זה פתרון יעיל. כפי שראינו בהלכת *Revlon*, הנהלת החברה עלולה לחרות הסכמי lock up – שאינם שונים במהותם מהמנגנון המוצע בהיבט זה – דווקא לשם הענקת יתרון למציע המועדף, קרי, לאביר הלבן.¹⁷² כלומר, הסכם שמאפשר להנהלת החברה להתחייב למתן פיצויים עלול להיות מנוצל לטובת העדפת האביר הלבן, ובכך למעשה לכבול את שיקול דעתם של בעלי המניות באופן שאינו משרת את טובתם. אם כך, מנגנון החזרת ההשקעה גם הוא אינו פותר את בעיית האביר הלבן, ובמובן מסוים הוא עלול אף להחריפה.¹⁷³

שכן ממילא הפתרון המוצע אינו יעיל מנקודת מבט אקס פוסט, כפי שהוסבר לעיל. לדיון מקיף בעניין תכליות החברה ראו עמיר ליכט "תכליות החברה" **משפט ועסקים** א 173 (2004).

171 Davies & Hopt, לעיל ה"ש 108, בעמ' 238.

172 בהקשר זה חשוב לציין כי לעיתים עצם ההתעניינות מצד המשתלט העוין ברכישת החברה מובילה לכך שהצעות אחרות יוגשו עובר להצעתו. במקרים אלו ייתכן שהאביר הלבן הוא שיגיש בפועל את ההצעה הראשונה, ולא המשתלט העוין.

173 נוסף על כך ניתן לטעון כי במצב דברים זה, כאשר המציע הראשון מודע לכך שבכל מקרה יכוסו הוצאותיו על ידי החברה, הוא יתמרץ להציע הצעות נמוכות. זאת, מכיוון שהמציע הראשון מבין כי גם אם מתחרה אחר יגבר עליו בסופו של דבר, הוא לא יפסיד את השקעתו באיתור החברה מכיוון שהיא תחויב להשיב לו את הוצאותיו, ולכן הוא אינו נושא בסיכון של בזבוז הוצאות האיתור לשווא כתוצאה מהגשת הצעה שאינה גבוהה מספיק. במצב דברים זה נראה כי המציע הראשון יתמרץ לנסות לקרב את הרווח הפוטנציאלי מהעסקה על ידי הגשת הצעה נמוכה.

יתרה מזו, מנגנון החזרת השקעה אינו מתאים למציאות העסקית. כידוע, נטילת סיכונים היא חלק בלתי נפרד מהעולם העסקי, והסיכוי להפסד ההשקעה מעורר קבלת החלטות זהירה, מושכלת ומחושבת.¹⁷⁴ אימוץ של מנגנון החזרת השקעה עלול להיות תקדים בעייתי של תשלום פיצויים על התממשות סיכונים, וכפועל יוצא מכך לתמרץ השקעות פזיזות ורשלניות.

3. הסדר אי-אכיפת הסכמות

הצעה אפשרית נוספת היא קביעת הסדר של אי-אכיפת הסכמות בין הרוכשים לבין מנהלי חברת המטרה בקשר להמשך העסקתם. הצעה זו תעניק אפשרות חוקית לאביר הלבן לא לכבד את הסכמותיו עם הנהלת חברת המטרה. לכאורה היה אפשר לצפות שהסדר כזה יוביל לפתרון יעיל: ראשית, האביר הלבן יוחזק כחשוד, לפחות מנקודת מבטה של הנהלת החברה, כמפר סיכומים פוטנציאלי, דבר שיוביל אולי לירידת התמיכה בו מלכתחילה,¹⁷⁵ ומכאן לצמצום היתרונות שהוא נהנה מהם אקס פוסט (וכפועל יוצא מכך לצמצום החסרונות שנובעים מיתרונות אלו); שנית, ההסדר מעניק לאביר הלבן אפשרות חוקית להעביר את ההנהלה מתפקידה חרף הסיכומים הקודמים ביניהם, ולהביא לידי יעול ניהולה של החברה באמצעות מינוי מנהלים טובים ומתאימים יותר. ברם, אני סבור כי הסדר אי-אכיפת הסכמות לוקה בכמה קשיים מהותיים: ראשית, אני סבור כי באופן עקרוני יש טעם לפגם בקביעת הסדר שכל תכליתו היא מתן אפשרות לא לכבד הסכמים, שכן הכלל כי "הסכמים יש לקיים" (pacta sunt servanda) מהווה כידוע עיקרון בסיסי בשיטת המשפט הנהוגה בישראל.¹⁷⁶ יתרה מזו, הסדר מעין זה עלול לפגוע באיזון העדין השורר ביחסים בין השחקנים השונים בעולם התאגידי, ולעודד

¹⁷⁴ לעניין זה יפים דבריו של השופט גרוסקופף בתנ"ג (מחוזי מר') 10466-09-12 אוטורובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פס' 34 (נבו 9.8.2015): "חובת הזהירות המוטלת על נושא משרה בחברה אין משמעה כי עליו להימנע מנטילת סיכונים בהחלטותיו כאורגן של החברה. רחוק מכך. מטרתה העיקרית של חברה היא ניהול עסקים, וכידוע, נטילת סיכונים היא כוונה בל יגונה בניהול עסקים. משמעה של חובת הזהירות המוטלת על נושא משרה בתאגיד היא כי על נושא המשרה לקבל בעבור החברה החלטות שיש בהן משום נטילת סיכון מושכלת, דהיינו החלטות אשר, בשים לב למידע הקיים במועד קבלת ההחלטה, התועלת שעשויה לצמוח מהן לחברה הולמת את רמת הסיכון הכרוכה בהן. ודוק, לא רק שלנושא משרה מותר לקבל החלטות שיש בהן נטילת סיכון מושכלת, אלא שחובתו כלפי החברה היא ליטול החלטות מסוג זה. אם ימנע מכך, הרי שהחברה לא תקבל החלטות עסקיות רצויות, לא תשקיע את הכספים שהופקדו בידיה בצורה יעילה, ותחטא לתכלית לשמה הוקמה." (ההדגשות הוספו).

¹⁷⁵ למעשה, במובן מסוים ניתן לטעון כי הסדר אי-אכיפת הסכמים יהפוך לכאורה את כל האבירים הלבנים למעין אבירים אפורים, לפחות בעיניהם של מנהלי החברה, מכיוון שהם יהיו מודעים לכך שלאותו אביר יש אפשרות חוקית לא לכבד את ההסכמות ולפטרם.

¹⁷⁶ לעניין זה יפים דבריו של השופט ברק בד"נ 20/82 אדרס חמרי בנין בע"מ נ' הרלו אנד גוניס ג.מ.ב.ה., פ"ד מב(1) 221, 278 (1988): "קיום הבטחות עומד ביסוד חיינו, כחברה וכעם."

סטנדרטים בעייתיים. שנית, הסדר אי-אכיפת הסכמות אינו מטיל חובה על האביר הלבן לפטר את מנהלי החברה הלכה למעשה, אלא רק מעניק לו את האפשרות לעשות זאת. לפיכך אין ערובה שהאביר הלבן יבחר לנצל את ההסדר ולהעביר את ההנהלה מתפקידה, במיוחד בהתחשב בעובדה שנושאי משרה רבים בשוק הישראלי הינם שחקנים חוזרים שמעורבים בניהול כמה חברות במקביל, ולכן הפרת הסיכומים עימם עלולה לחסום את דרכו של האביר הלבן מעריכת הסכם דומה עם חברות אחרות במשק או מלעשות איתן עסקים. לכאורה אפשר לגבור על קושי זה באמצעות קביעת כלל הרואה בהסכמות כשלעצמן משום הפרת החובות המוטלות על נושאי משרה. אולם גם פתרון זה אינו יעיל כלל ועיקר, שכן ייתכן שמניעי ההשתלטות מלכתחילה נבעו מן הרצון ליצור רווחי חיבור או רווחים אחרים שאינם קשורים להתייעלות של הנהלת החברה, ובכל זאת הרוכש יהיה מחויב על פי חוק לפטר את ההנהלה היעילה והמנוסה. שלישית, חיסרון מרכזי של הסדר אי-אכיפת הסכמות טמון בכך שבעלי המניות, שאמורים להצביע על הצעת הרכש, לא ידעו מראש, עובר להצבעתם, אם המציע מתכוון לפטר את מנהלי החברה או שמא הוא מתכוון להותירם בתפקידהם. לא למותר לציין כי מדובר בשיקול כבד משקל, שעשוי להטות את הכף לכאן או לכאן מבחינת בעלי המניות ולהשפיע על התוצאה של תחרות ההצעות. לנוכח כל זאת ברי כי הסדר אי-אכיפת ההסכמות, חרף יתרונותיו התיאורטיים, אינו מעניק פתרון הולם ויעיל לסוגיה.

4. כלל השוויון במידע

במאמרם "רכישת חברות"¹⁷⁷ הציעו פרופ' בבצ'וק ופרופ' פרוקצ'יה לחייב את הנהלת החברה לספק מידע לכלל המציעים באופן שוויוני. במילים אחרות, כאשר ההנהלה מספקת לאביר הלבן – או לצורך העניין לכל רוכש פוטנציאלי אחר – מידע רלוונטי על חברת המטרה, מוטלת עליה החובה לספק אותו מידע גם לכל המציעים הפוטנציאליים האחרים שמעוניינים ליטול חלק בתחרות על רכישת החברה.¹⁷⁸ כפי שציין בבצ'וק ופרוקצ'יה, כלל דומה מופיע גם בסעיף 21.3 ל-CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS (להלן: CITY CODE),¹⁷⁹ תחת הכותרת "Equality of Information to Competing Offerors".¹⁸⁰ על פי הסעיף, כל מידע שנמסר למציע או למציע פוטנציאלי חייב להימסר לפי בקשה, באופן שוויוני ובתום לב, לכל מציע או מציע פוטנציאלי

¹⁷⁷ בבצ'וק ופרוקצ'יה, לעיל ה"ש 8.

¹⁷⁸ שם, בעמ' 86.

¹⁷⁹ לסקירת ההיסטוריה של הקמת מוסד ה-CITY CODE ראו Peter Frazer, *The Regulation of Takeovers in Great Britain*, in KNIGHTS, RAIDERS, AND TARGETS: THE IMPACT OF THE HOSTILE TAKEOVER ch. 27 (John C. Coffee, Jr., Louis Lowenstein & Susan Rose-Ackerman eds., 1988).

¹⁸⁰ THE PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS, THE CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS § I, at 24–25 (13th ed. 2021).

אחרים, גם אם אותם מציעים אחרים אינם נהנים מתמיכת ההנהלה.¹⁸¹ בהערות על הסעיף מוסבר כי המציע הפוטנציאלי אינו זכאי לקבל את כל המידע שנמסר למתחרה באופן גורף, אלא הוא מחויב לפרט את השאלות המדויקות שהוא דורש תשובות עליהן. כן מוסבר בהערות על הסעיף כי העברת המידע בעקבות שאילתה מצד המשתלט העוין אינה צריכה להיות כפופה לתנאים, לבד מאלה הקשורים לסודיות המידע המועבר ולהגבלת השימוש בו להקשר של ההצעה הפוטנציאלית בלבד. אני סבור כי יש לאמץ את כלל השוויון במידע בדין הישראלי, אך בכפוף לכמה התאמות נחוצות, וזאת על מנת למקב את יעילותו כפתרון לחסרונות האביר הלבן אקס אנטה.

(א) אפיון טיב המידע שההנהלה מוסרת לאביר הלבן

כפי שהוסבר בחלק הקודם של המאמר, האביר הלבן נהנה מחיסכון בעלויות בארבעה מישורים, אשר שלושה מהם קשורים לא־סימטריה במידע בין המשתלט העוין לבין האביר הלבן כתוצאה מתמיכת ההנהלה באחרון, ואלה הם: בדיקת נאותות; תכנון אסטרטגיית הרכישה והסיכון ברכישת חברת המטרה. כאמור, מטרתו של מאמר זה היא לקדם הסדר משפטי אשר יבטל את היתרונות הללו עבור האביר הלבן אך עם זאת יותיר על כנו את היתרון שנובע באופן אינהרנטי ממנגנון הצעת הרכש – קרי, "רכיבה חופשית" על מאמצי האיתור של המשתלט העוין – לשם שימור תחרות המחרים. אם כן, הבעיה שמחייבת מענה היא בעיית פערי המידע בין הצדדים. לשם מציאת פתרון הולם לבעיית פערי המידע, שומה עלינו להבין תחילה אל נכון את טיב המידע שנמסר לאביר הלבן במסגרת שלושת המישורים שצוינו, ולסווגו בהתאם לשלוש קטגוריות – מידע גלוי, מידע פנים ומידע רך – אשר כל אחת מהן מחייבת התמודדות נפרדת.

(1) מידע גלוי

מידע גלוי הוא כל מידע שחלה לגביו חובת גילוי ודיווח לפי חוק.¹⁸² מידע זה מתבסס לרוב בעיקר על עובדות ונתונים היסטוריים, ועל כן הוא ניתן לבדיקה ולאומות באופן אובייקטיבי.¹⁸³ מקובל לחשוב שהמידע הגלוי מעניק למשקיע את התמונה האובייקטיבית הנחוצה לו לשם קבלת החלטה מודעת (informed decision), שאלה הוא מגיע, כמובן, בדרכו הסובייקטיבית.¹⁸⁴ באופן עקרוני, החשש בכל הנוגע במידע הגלוי בהקשר של פערי המידע בין האביר הלבן לבין המשתלט העוין נובע משתי תופעות פסולות: עיכוב פרסום מידע והפצת מידע כוזב.

לגבי עיכוב פרסום מידע,¹⁸⁵ נדמה לי כי החשש להפרת חובת הגילוי והדיווח מצד הנהלת החברה לשם הגדלת פערי המידע בין האביר הלבן למשתלט העוין אינו ממשי.

181 Lewis & Gibb, לעיל ה"ש 130, בעמ' 282.

182 חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968; תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970.

183 אפרים אברמזון "תחזיות ר' מידע רך" בחברה הציבורית – החובה לגלות ועקרונות האחריות המשפטית "משפטים" כב 55, 58 (1992).

184 שם.

185 להרחבה על החשש מפני עיכוב בהזרמת המידע ראו אבן חן, לעיל ה"ש 161, בעמ' 129–132.

אם מדובר במידע חיובי, ברי כי הנהלת החברה תהיה מעוניינת לפרסמו בהקדם, שכן הוא עשוי להוביל לעליית מחיר המניה, וכפועל יוצא מכך להקשות על המשתלט העוין להשלים את הרכישה במחיר משתלם. לעומת זאת, אם מדובר במידע שלילי, אזי לכאורה ההנהלה עלולה לעכב את פרסום המידע כדי למנוע ירידה במחיר המניות, שתקל על המשתלט להשלים את הרכישה, אך הדבר אינו צפוי להוביל להגדלת פערי המידע בין האביר הלבן לבין המשתלט העוין. מלבד העובדה שמדובר בעברה פלילית לפי חוק ניירות ערך,¹⁸⁶ להנהלת החברה אין כל אינטרס למסור מידע שלילי זה באופן בלעדי לידי האביר הלבן, שהרי הדבר יקטין את ההנעה שלו לרכוש את החברה או לכל הפחות יתמרץ אותו לעדכן את מחיר הצעת הרכש שלו כלפי מטה, מה שישפר באופן יחסי את הצעתו של המשתלט העוין בעיני בעלי המניות, אשר אינם מודעים גם הם למידע השלילי שטרם פורסם.

לגבי הפצת מידע כוזב¹⁸⁷ המצב מורכב יותר במעט. לכאורה, הנהלת חברת המטרה עלולה להתפתות לפרסם ידיעות כוזבות על מצבה של החברה, בין בדיווחים רשמיים ובין בהודעות לתקשורת, כדי לגרום לשינוי במחיר המניה שיקשה על המשתלט העוין את השלמת הרכישה. לשם כך אין צורך בפרסום הודעות שמנותקות לחלוטין מן המציאות, אלא ניתן להשתמש בפרקטיקה פסולה זו אף באמצעות פרסום הודעות כלליות או כאלה הכוללות חצאי אמיתות.¹⁸⁸ ברם, מעבר לעובדה שמדובר בעברה פלילית לפי חוק ניירות ערך,¹⁸⁹ נדמה לי כי ממילא אין להנהלה תמריץ לעשות כן. מצד אחד, להנהלת החברה אין אינטרס להפיץ מידע כוזב שלילי במהותו, שכן ניתן להניח שהדבר יוביל לירידת מחיר המניה, אשר תקל על המשתלט העוין את השלמת הרכישה.¹⁹⁰ מן הצד האחר, להנהלת החברה יש אומנם אינטרס להפיץ מידע כוזב חיובי על מנת להעלות את מחיר המניה, ובכך להקטין את תמריצו של המשתלט העוין לרכוש את החברה ובד בבד להאדיר את הישגי ההנהלה ותפקודה בעיני בעלי המניות לקראת

להשלכות השליליות של העיכוב בהזרמת המידע ראו STEPHEN M. BAINBRIDGE, SECURITIES LAW: INSIDER TRADING 158–160 (1999).

186 ס' 53 לחוק ניירות ערך.

187 אבן חן, לעיל ה"ש 161, בעמ' 136.

188 לדוגמה של הפצת ידיעות כוזבות בהקשר של איסור השימוש במידע פנים ראו ת"פ (שלום ת"א) 5322/90 **מדינת ישראל נ' חברת גיבור סברינה מפעלי טקסטיל בע"מ**, פ"מ התשנ"ג(4) 397 (1993). באותו עניין פרסמה החברה, באמצעות מנהליה, דוח חצי-שנתי שכלל תחזית שלא תאמה את המציאות, וכן מסרה הודעה לא מדויקת לכלי התקשורת, וכל זאת במטרה לגרוף רווחים אישיים על בסיס שימוש במידע פנים.

189 ס' 53–54 לחוק ניירות ערך.

190 כנגד זה ניתן לטעון לכאורה כי הנהלת החברה עלולה לפרסם מידע שלילי כוזב מתוך מטרה לפגוע באטרקטיביות של החברה ועל ידי כך להניא את המשתלט העוין מרכישת החברה. ברם, נדמה לי כי מדובר בחשש בלתי סביר, שכן פגיעה כה משמעותית באטרקטיביות של החברה בתזמון זה לא רק תגרום לירידה ניכרת של מחיר המניה, אשר תזויל עבור המשתלט העוין את עלויות הרכישה, אלא גם תיתפס בעיניו כלא אמינה וכטקטיקת התגוננות.

תחרות המחירים בין האביר הלבן לבין המשתלט העוין. אולם גם אם ההנהלה אכן תבחר לנקוט צעד מרחיק לכת זה, הדבר אינו צפוי להוביל להגדלת פערי המידע בין האביר הלבן לבין המשתלט העוין, שכן ניתן להניח שדיווחים אלו ייתפסו בעיני האחרון כלא אמינים, ולכל היותר יקשו עליו להשלים את הרכישה במחיר משתלם עקב הטעיית בעלי המניות והעלייה הצפויה כתוצאה מכך במחיר המניה. מלבד זאת, כאמור, גם פרצה תיאורטית זו זכתה זה כבר במענה בדמות עברה פלילית בחוק ניירות ערך.

אם כן, סוגיית זרימת המידע מהנהלת החברה לאביר הלבן בהקשר של המידע הגלוי אינה מחייבת פתרון עדכני, שכן ממילא מדובר במידע אשר חשוף בצורה שוויונית לפני המשתלט העוין והאביר הלבן כאחד, והפרת חובת גילוי זכתה זה כבר במענה פלילי בחוק ניירות ערך. המחשה לכך ניתן למצוא בעניין *Marathon* שנדון בתחילת המאמר. באותו עניין, לאחר שרכישת מרתון הושלמה הוגשו כמה תביעות נגד הצדדים המעורבים בעסקה. במסגרת תביעות אלו נטען, בין היתר, כי חברת מרתון הפרה את חובתה לגלות בזמן הצעת הרכש את שני המסמכים שכללו את הערכות השווי, שכן מדובר במסמכים הכוללים עובדות מהותיות (material facts) שהיה בהן כדי להשפיע באופן משמעותי על בעלי המניות של חברת מרתון.¹⁹¹ בסופו של דבר קבע בית המשפט לערעורים כי המסמכים שנמסרו לחברת יו-אס סטיל אינם עולים כדי עובדות מהותיות שמחייבות גילוי, ועל כן דחה את הטענה.¹⁹² דוגמה זו מחזקת את הסברה כי המידע שנמסר לאביר הלבן מהנהלת החברה אינו עולה כדי מידע שמוטלת לגביו חובת גילוי.

(2) מידע פנים

בנוגע לסוגיה של זרימת המידע מהנהלת החברה לאביר הלבן, ברי כי אין לקבל מצב שבו נמסר לאחרון מידע פנים כהגדרתו בחוק ניירות ערך ובפסיקה הענפה בתחום, וזאת משתי סיבות עיקריות. ראשית, מסירת מידע פנים על ידי איש פנים היא כידוע עברה פלילית,¹⁹³ וכך גם השימוש במידע זה.¹⁹⁴ על כן מסירת מידע פנים לאביר הלבן עלולה להכניס את מנהלי החברה אל תוך מתחם העברה של מסירת מידע פנים על ידי איש פנים לפי סעיף 52ב(א)(2) לחוק ניירות ערך, שכן יש למנהלים יסוד סביר להניח שהאביר הלבן עשוי לנצל את המידע לצורך גיבוש הצעת הרכש. בדומה לכך, האביר הלבן עלול להיכנס גם הוא בגדר האיסור של שימוש במידע פנים לפי סעיף 52ד לחוק ניירות ערך, שכן הצעת הרכש שתוגש מטעמו תהיה מבוססת, בין היתר, על מידע הפנים שנמסר לו, ולכן עשויה לעלות כדי שימוש במידע זה. לנוכח החמרת הענישה על עברות של שימוש במידע פנים בשנים האחרונות,¹⁹⁵ ניתן לצפות שמנהלי החברה יהיו זהירים בכל הנוגע

191 עניין *Marathon* הראשון, לעיל ה"ש 1, בעמ' 1306.

192 עניין *Marathon* השני, לעיל ה"ש 1.

193 ס' 52ב(א)(2) לחוק ניירות ערך.

194 ס' 52ד לחוק ניירות ערך.

195 ראו חוק ניירות ערך (תיקון מס' 16), התשנ"ח-1998, ס"ח 268, שהעלה את רף הענישה בגין שימוש במידע פנים על ידי איש פנים לחמש שנות מאסר, וכן חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011, ס"ח 206, שהעלה את רף הענישה בגין שימוש במידע פנים

במסירת מידע שעולה כדי מידע פנים, וכך גם האביר הלבן בכל הנוגע בקבלת מידע מסוג זה מידי הנהלת החברה. מכל מקום, הגנה על מידע פנים מקבלת מענה מקיף בחקיקה ובפסיקה, ולכן אין צורך בגיבוש מענה ספציפי בסוגיית האביר הלבן.¹⁹⁶ שנית, מבחינה נורמטיבית מדובר במידע ששייך לחברה ואשר מקורו בה,¹⁹⁷ והוא בבחינת נכס שבבעלותה, ולכן יש סברה לומר כי מנהלי החברה אינם חופשיים לעשות בו כחפצם ולמסרו לאביר הלבן גם בשל חובת האמון שהם כפופים לה.¹⁹⁸ מכל האמור עולה כי איסור השימוש במידע פנים לפי חוק ניירות ערך, לצד חובת האמון שמנהלי החברה כפופים לה, ממילא לוכדים ברשתם מסירת מידע פנים של החברה לידי האביר הלבן, ולכן מיתרים מתן מענה נוסף בדמות כלל השוויון במידע לגבי מידע מסוג זה. בעניין *Marathon*, במסגרת הבקשה לקבלת צו מניעה, נטען כי חברת יו־אס סטיל, שהייתה בתפקיד האביר הלבן, רכשה את מניותיה של חברת מרתון על בסיס מידע פנים מאחר שהמסמכים שנמסרו לה היו בגדר עובדות מהותיות (material facts) על חברת מרתון. ברם, גם טענה זו נדחתה על ידי בית המשפט המחוזי של מדינת אוהיו. בית המשפט נשען על הקביעה כי התביעה לא הצליחה לשכנע במידה מספקת שהמסמכים שנמסרו לחברת יו־אס סטיל היו בבחינת עובדות מהותיות, וקבע כי התביעה גם לא הצליחה לשכנע במידה מספקת שחברת יו־אס סטיל רכשה את מניות מרתון תוך שימוש במידע פנים.¹⁹⁹ דוגמה זו ממחישה את הטענה כי המידע שנמסר לרוב לאביר הלבן על

שמקורו באיש פנים לשנתיים מאסר. ראו גם ע"פ 6020/12 **מדינת ישראל נ' עדן**, פס' 21 (אר"ש 29.4.2013); עידו באום "מידע פנים? בשוק ההון יצטרכו להפנים את כללי המשחק החדשים" **TheMarker** (1.4.2014) <https://www.themarker.com/law/1.2230280>.

196 בהקשר זה יש לציין כי לעיתים הנהלת חברת המטרה מתנה את מסירת המידע לאביר הלבן בחתימה שלו על הסכם סודיות, שקובע כי לאחר קבלת המידע אין הוא רשאי לסחור במניה בשוק המשני. ראו Jill E. Fisch, *Start Making Sense: An Analysis and Proposal for Insider Trading Regulation*, 26 GA. L. REV. 179, 217–218 (1991). אולם עניין זה אינו שייך לסוגיה שבה עסקינן, שכן הסכם סודיות זה אינו מגביל את פערי המידע בין האביר הלבן לבין המשתלט העוין.

197 ידלין, לעיל ה"ש 120, בעמ' 186. בתנ"ג (כלכלית ת"א) 32489-02-12 **אלטמן נ' אורמת תעשיות בע"מ**, פס' 51 (נבו 3.10.2013), אומצה עמדתו של ידלין על ידי השופטת רות רונן, שקבעה כי "מידע הוא 'מידע פנים' רק אם הוא נכס של החברה ומקורו בה".

198 בהערת אגב יצוין כי לכאורה ניתן לטעון שגם למשתלט העוין יש מידע עודף בהשוואה ליתר המשקיעים – שכן הוא פועל, בין היתר, על בסיס ההנחה שהחברה אינה מקרבת את רווחיה – ולפיכך יש מקום להגביל את יכולתו להשתמש במידע עודף זה. אולם אין בטענה זו ממש. לגישתו של ידלין, מידע פנים חייב להיות לא רק מידע על החברה, אלא גם של החברה. ראו ידלין, לעיל ה"ש 120, בעמ' 177. בענייננו, המידע העודף שמצוי בידי המשתלט העוין אינו מידע ששייך לחברה, אלא פרי עבודתו שלו, ועל כן אין סיבה או הצדקה להטלת הגבלות על השימוש בו. יתרה מזו, חשוב להבין כי החיפוש אחר מידע עודף שאינו מצוי בידי משקיעים אחרים הוא למעשה "השמן שמניע את גלגלי השוק". לפיכך הדרך לעודד חיפוש של מידע עודף שאינו שייך לחברה היא רק באמצעות מתן היתר לסחור במניה תוך כדי החזקה במידע מסוג זה. להרחבה על טענה דומה שלפיה המידע שייך כזכות קניינית לחברה, ולא למנהליה, ראו אבן חן, לעיל ה"ש 161, בעמ' 141.

199 עניין *Marathon* הראשון, לעיל ה"ש 1, בעמ' 1309.

ידי הנהלת החברה, ואשר יוצר את פערי המידע בינו לבין המשתלט העוין, אינו עולה כדי מידע פנים.

(3) מידע רך

המונח "מידע רך" הוא כינוי מקובל למידע שאינו ניתן לגילוי ולאומות באופן אובייקטיבי, אלא מחייב ניתוח, הערכה ואקסטרפולציה.²⁰⁰ מקובל לחשוב שמידע רך כולל, למשל, תחזיות רווח או הפסד, הערכה לגבי הכנסות ורווחים, אומדנים, תוכניות עסקיות עתידיות, חוות דעת מקצועיות, ערכי שוק עדכניים של נכסי התאגיד, הערכת סיכויי ההצלחה בהליכים משפטיים שהחברה מעורבת בהם, הערכת הצלחתו של מהלך תחיקתי שעשוי להשפיע על עסקי החברה או על רווחיותה, הערכת שמאי לגבי ערכם של נכסים שאין לגביהם שוק פעיל וכדומה.²⁰¹ מכל מקום, המונח "מידע רך" אינו קשור לתחזיות צופות פני עתיד בלבד, כפי שנהוג לעיתים לחשוב, אלא יכול להתקיים גם לגבי ניתוח מצב קיים, הצהרות ללא תימוכין עובדתיים, הערכות סובייקטיביות ואף הבעת דעה.²⁰² במובן מסוים אפשר לומר כי מידע רך הוא מידע אשר מחייב עיבוד, ניתוח והסקת מסקנות לשם הפקתו.²⁰³

בישראל לא עוגנה בחוק או בתקנות חובת גילוי של מידע רך,²⁰⁴ ובית המשפט קבע כי ככלל לא מוטלת על החברה חובה לפרסם מידע מסוג זה.²⁰⁵ בדומה לכך, איסור השימוש במידע פנים אינו פורש כנפיו באופן מלא על מסירת מידע רך ועל השימוש בו.

200 אברמזון, לעיל ה"ש 183, בעמ' 58.

201 שם; אבן חן, לעיל ה"ש 161, בעמ' 215–216; רונן עדיני **דיני ניירות ערך** 291–292 (2004); עזר צפריר **מידע פנים** 44 (2005).

202 שם.

203 ת"פ (כלכלית ת"א) 8256-05-11 **מדינת ישראל נ' קרץ** (נבו 5.7.2012). ראו גם עדיני, לעיל ה"ש 201, בעמ' 291.

204 בהקשר זה יש להזכיר כי בשנת 2001 פורסמו מסקנותיה של ועדה ציבורית שעסקה בנושא הדיווח ביחס לעסקי החברה. הוועדה – אשר התבססה, בין היתר, על כללי "נמל מבטחים" (safe harbor), המחילים סטנדרט של אחריות משפטית מופחתת – ציינה אומנם כי היא מעודדת גילוי וולונטרי של מידע צופה פני עתיד, אך המליצה בכל זאת להימנע מהטלת חובה כוללת לגילוי בדיווחי החברה, למעט בשלושה מקרים: (1) מידע פרוספקטיבי, כלומר, מידע המתייחס להשלכות עתידיות של אירועים שקרו בעבר; (2) מידע איכותי עקרוני לגבי אסטרטגיה עסקית ותוכניות מהותיות החורגות ממהלך העסקים הרגיל; (3) מידע הקיים בחברה שלפיו התוצאות העסקיות בעתיד הנראה לעין שונות באופן מהותי מהתוצאות שדווחו. ראו **דוח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו** (2001).

205 עניין **גיבור סברניה**, לעיל ה"ש 188, בעמ' 420: "כאמור, חובת גילוי כזו, של 'מידע רך' בדו"ח או בתחזית או בכל דרך אחרת, לא עוגנה אצלנו בחוק, ושאלה גדולה היא אם תעוגן בעתיד. דומה, כי הרתיעה מפני מיסודה של חובת גילוי כזו, שורשה באותו גורם של אי-ודאות העשוי להתגבש עמה לשוק ההון ולשבש יעילותו." ראו גם ה"פ (מחוזי ת"א) 1207/03 **דריץ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ**, פ"מ התשס"ג(2) 673, 713 (2004). השוו עמיר ליכט "ובעמ"ם הוא מחפש את הצלול": עמימות, רכות ומהותיות בחובת הגילוי המלא" **ספר גרוס**, לעיל ה"ש 46, 107, 125.

אולם, גם מבלי להיכנס למחלוקת הנטושה בין התומכים בפרסום המידע הרך לבין מתנגדיו, ברי כי לתחזיות ולהערכות לגבי מצבה של חברת המטרה בעתיד, וכן לשאר מידעים רכים למיניהם, יש חשיבות מכרעת לגבי ציבור המשקיעים בשוק ההון, קל וחומר לגבי משתלט פוטנציאלי, בין עוין ובין ידידותי.²⁰⁶ הערכת ביצועיה העתידיים של החברה על בסיס נתוני העבר הגלויים שלה בלבד נופלת בהכרח מהערכה דומה הנעשית על ידי הנהלת החברה, שכוללת שקלול של מידע רך רב, שהמנהלים נחשפים אליו בצורה מתמדת ובאופן בלתי אמצעי.²⁰⁷

המידע הרך הוא אפוא מקור חשוב וחיוני לשם קבלת החלטה מודעת לגבי עתיד החברה וביצועיה, עד כדי כך שלעיתים קרובות אי-אפשר להגיע להחלטה כזו על בסיס "מידע קשה" בלבד.²⁰⁸ לפיכך גישה למידע רך על החברה מעניקה למעשה למשקיע מתוחכם, וכמובן גם לאביר הלבן, נקודת הסתכלות בלעדית אל תוך נבכייה של חברת המטרה. לנוכח כל זאת מובן שהחשש העיקרי בהקשר של זרימת המידע מהנהלת החברה לאביר הלבן ממוקד במידע מסוג המידע הרך שאינו פומבי.²⁰⁹

בחזרה לעניין *Marathon*: המידע שנמסר לאביר הלבן על ידי הנהלת החברה היה מידע רך שאינו פומבי,²¹⁰ בדמות מסמכים שכללו הערכות שווי של נכסי החברה ושל

206 כך, למשל, תחזיות צופות פני עתיד משמשות נקודת המוצא לניתוח ערכו של התאגיד, שממנו נגזר מחיר המניה, ולכן מחיר המניה בשוק משקף למעשה את עמדת השוק לגבי ביצועי החברה בעתיד. ראו אברמזון, לעיל ה"ש 183, בעמ' 64. ראו גם אבן חן, לעיל ה"ש 161, בעמ' 215–216. אומנס, מידע רך עולה לעיתים כדי מידע מהותי מבחינת ציבור המשקיעים, אולם פרסומו עלול להוביל לנקיטת הליכים משפטיים נגד החברה ומנהליה בגין הפערים שיתגלו בין התחזיות לבין המציאות, שהרי אי-אפשר לגבש תחזית שתתממש באופן מלא מדויק הלכה למעשה. סיכון נוסף בפרסום מידע רך נובע מכך שמדובר לעיתים במידע סובייקטיבי בהגדרתו, וכנזה הוא מושפע מנקודת מבטו של המתבונן, מרחשי ליבו, ולעיתים אף מענייניו האישיים. לפיכך לעיתים התחזית מושתתת על אמונות או תקוות שאינן מבוססות בהכרח על עובדות או לחלופין מתעלמות מעובדות שאינן מתיישבות עם התחזית האופטימית. להרחבה ראו עדיני, לעיל ה"ש 201, בעמ' 292–295.

207 בהקשר זה טען אברמזון כי "אם המדובר בתהליך של ניבוי מבוקר, אזי אין ספק כי הנהלת התאגיד נמצאת בעמדה הטובה ביותר לתת את הניבוי או הניחוש האינטליגנטי הראשון". ראו אברמזון, לעיל ה"ש 183, בעמ' 64. כמו כן יש לציין כי התחזית לעתיד מתבססת הן על נסיון העבר של הנהלת החברה הן על הנחותיה לגבי נסיבות והתפתחויות צפויות. הנחות אלו מורכבות משקלול של עובדות המצויות בידי הנהלת החברה ושל הערכות היפותטיות. שם, בעמ' 84.

208 אברמזון טען כי "המידע הרך" ממלא את החרקים ש'המידע הקשה' מותיר, ובהיעדרו התמונה לא תהיה שלימה ועלולה להטעות". שם, בעמ' 59.

209 נקודה מעניינת בהקשר זה היא שהמידע העורף שהיה מצוי בידי המשתלט העוין, קרי שהחברה אינה משיאה את רווחיה, כבר "נמסר" למעשה לאביר הלבן עם הצהרתו של המשתלט העוין על כוונתו לרכוש את חברת המטרה, ולכן יהיה זה אך הוגן שגם המידע הרך שבידי האביר הלבן יימסר למשתלט העוין גם כן. זאת, כמובן, מחוץ לעובדה שהמידע הרך שמצוי בידי המשתלט העוין אינו שייך לחברה, אלא הוא פרי עבודתו.

Janet E. Kerr, *A Walk Through the Circuits: The Duty to Disclose Soft Information*, 46 MD. 210
L. REV. 1071, 1095 (1987).

עתודות הנפט שבבעלותה. המסמך הפנימי שהוכן על ידי החברה התבסס גם על מידע פנימי של החברה שאינו פומבי, וכלל פירוט של מלאי נכסיה של חברת המטרה והערכת שוויים, ובתוך כך הערכת שוויים של נכסי ההובלה, הזיקוק, השיווק והציוד של החברה.²¹¹ יתרה מזו, בית המשפט קבע על סמך הראיות כי המסמכים הללו לא נערכו במהלך העסקים הרגיל של החברה, אלא נועדו מלכתחילה לשמש מסמכי מכירה (selling documents) לשם פיתוי אביר לבן פוטנציאלי.²¹² עניין Marathon ממחיש אפוא את הטענה כי המידע העודף שנמסר לאביר הלבן על ידי הנהלת החברה הוא לא פעם מידע רך בהגדרה – מידע שמצד אחד אינו גלוי ומן הצד האחר אינו עולה כדי מידע פנים.²¹³ לפיכך נותרו התובעים בפני שוקת שבורה, שכן לא נמצא עוגן חוקי לטענה המוצדקת כלפי פערי המידע הלא-הוגנים לטובת האביר הלבן. כלל השוויון במידע נועד להתמודד עם בעיה זו.

האביר הלבן נהנה כאמור מחיסכון בעלויות בשל הגישה הבלעדית שהוא מקבל למידע כתוצאה מתמיכת ההנהלה, המוסרת לו מידע רך שאינו פומבי.²¹⁴ גישה זו מקטינה כאמור את הוצאותיו בכל הקשור לבדיקת הנאותות, לתכנון אסטרטגיית הרכישה, וחשוב לא פחות – לסיכון ברכישת חברת המטרה; ואף מקנה לו יתרונות פסיכולוגיים לא מבוטלים, על כל המשתמע מכך לגבי מידת השימוש במנגנון הצעת הרכש בשוק בכללותו.²¹⁵ החיסכון בעלויות בשלושת המישורים הללו מבוסס על זרימת מידע רך מהנהלת החברה אל האביר הלבן. למרות זאת, הדין הישראלי אינו מטיל כל הגבלה על הנהלת חברת המטרה בקשר למסירת מידע רך לאביר הלבן או למציע פוטנציאלי כלשהו, גם בזמן התגוננות מפני השתלטויות עוינות.²¹⁶ אני סבור כי יש לתקן מצב זה. כלל השוויון במידע נועד אפוא להתמודד עם זרימת המידע הרך מהנהלת חברת

211 להרחבה על המידע שנמסר במסגרת המסמך הפנימי ראו שם, בעמ' 1094–1098; Starkman v. Marathon Oil Co., 772 F.2d 231 (6th Cir. 1985).

212 עניין Marathon הראשון, לעיל ה"ש 1, בעמ' 1305. להסבר דומה ראו גם Repetti, לעיל ה"ש 65, בעמ' 137–138. יצוין כי רפטי טען במאמרו זה כי על הנהלת החברה לפרסם את המידע הרך הלא-פומבי שנמסר לאביר הלבן גם בקרב בעלי המניות.

213 נשוב ונזכיר כי מלבד בעניין Marathon, גם בעניין Revlon, לעיל ה"ש 80, ובעניין Macmillan, לעיל ה"ש 119, נמסר לאביר הלבן באופן בלעדי מידע רך שאינו פומבי.

214 מענה לטענת נגד אפשרית שלפיה המידע הרך שהנהלה מוסרת לאביר הלבן משקף את ההערכה האופטימית ביותר של ההנהלה, ולכן הוא אינו מדויק או בעל ערך, ראו שם, בה"ש 93. רפטי טוען שם כי מאחר שהאביר הלבן הינו משקיע מתוחכם, ניתן להניח שהנהלה לא תהיה אופטימית יתר על המידה, שאם לא כן יאבד האביר הלבן את אמונו בה.

215 עדיני, לעיל ה"ש 201, בעמ' 295. יש לציין כי מעבר ליתרונות הללו, הגישה למידע רך על החברה מעניקה לאביר הלבן גם אפשרות לעמוד על טיבה של הנהלת החברה, אשר עתידה להישאר בתפקידה אם הצעתו תתקבל על ידי בעלי המניות. זאת, מכיוון שהתחזיות והתוכניות העסקיות העתידיות של החברה עשויות להבהיר אם יש למנהלים חזון עסקי אמיתי ושאיפות של התפתחות וצמיחה או שמא מטרתם היחידה היא לחסום את ההשתלטות העוינת ולהישאר בתפקידיהם.

216 ס' 330 (ב) לחוק החברות קובע כי נושא משרה רשאי לשאת ולתת עם אחרים לגיבוש הצעת רכש מתחרה, אך שותק לגבי היקף הנשיאה והנתינה מבחינת מסירת מידע.

המטרה אל האביר הלבן, תוך שאיפה לצמצמה ככל האפשר,²¹⁷ ובכל מקרה לקדם שוויון במידע בין האביר הלבן לבין המשתלט העוין. במאמר זה אני קורא לאמץ גרסה מורחבת של כלל השוויון במידע, כפי שיובהר להלן, על מנת להשיג השפעה מרבית של כלל השוויון במידע. אני מציע לבטל את הסייג המופיע בהערות לסעיף 21.3 של ה-CITY CODE, כך שהמציע הפוטנציאלי לא יצטרך לדרוש מענה לשאלות קונקרטיות, אלא יקבל באופן אוטומטי וגורף את כל המידע שהנהלת החברה מוסרת לאביר הלבן.²¹⁸ קביעה שלפיה הנהלת החברה תהיה מחויבת להעביר למשתלט העוין את כל המידע שהיא מסרה לאביר הלבן תשיג מתאם גבוה יותר בין המידע שמצוי אצל המשתלט העוין לבין זה המצוי אצל האביר הלבן מאשר תחת החלופה הנהוגה כיום בכללי ה-CITY CODE, שלפיה המשתלט העוין צריך ליוזם ולבקש את המידע בצורה קונקרטית. ככל שהמתאם בין המידע שמצוי אצל האביר הלבן לבין זה המצוי אצל המשתלט העוין יהיה גבוה יותר כן נתקרב למימוש מטרת-העל שאנו מבקשים להשיג, והיא ביטול – או לכל הפחות צמצום – של יתרונות האביר הלבן אקס פוסט שנובעים מתמיכתה של הנהלת החברה, קרי חיסכון בעלויות כתוצאה מפערי המידע, וכפועל יוצא מכך ריכוך חסרונותיו אקס אנטה.

²¹⁷ חשוב לציין כי איננו מעוניינים לאסור לחלוטין מסירת מידע רך על ידי הנהלת החברה, שכן לעיתים יאפשר הדבר להנהלת החברה לדאוג לאינטרסים של בעלי המניות ולוודא שהמציעים מודעים לשווייה האמיתי של החברה, ולא מעריכים אותה בחסר.

²¹⁸ בהקשר זה יש להודות כי קיימת התלבטות בנוגע לזהות הזכאים ליהנות מכלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת. מחד גיסא, אפשר לטעון כי יש להחיל את הכלל רק על המשתלט העוין, כמעין פיצוי על העלויות שהוציא לשם איתור חברת המטרה מלכתחילה כמועמדת לרכישה. זאת ועוד, החלת הכלל על כלל המציעים הפוטנציאליים, ולא רק על המשתלט העוין, מעוררת חשש שמא מידע רך על החברה יגיע לידי שחקנים אופורטוניסטים שיבקשו לנצל את הכלל ואת מאבק השליטה לשם השגת מידע על חברה מתחרה. מאידך גיסא, נראה כי כדי ליצור תחרות מחירים רבת משתתפים והוגנת ככל האפשר, כדאי להחיל את כלל השוויון במידע על כלל המציעים הקונקרטיים, שכן תחרות הוגנת מחייבת, בין היתר, שוויון במידע. אף שיש אמת בטענות בעד החלת הכלל רק על המשתלט העוין, נדמה לי כי יש להעדיף את האפשרות של החלת הכלל על כלל המציעים הקונקרטיים, וזאת מכמה טעמים: ראשית, ייתכן שצירופם של שחקנים נוספים, ואולי אף מתחרים עסקיים של חברת המטרה, יחזק את התמריץ של הנהלת החברה לצמצם את מסירת המידע הרך של החברה לאביר הלבן; שנית, בחירה במתווה הרחב של הכלל חוסכת את העיסוק בהגדרת המציע הראשון שאיתר את החברה מלכתחילה. כך, למשל, לעיתים עצם השמועה ששחקן מסוים צפוי להגיש הצעה לגבי חברת המטרה מובילה לכך שהצעות אחרות יוגשו קודם לכן. במקרים אלה השחקן שאיתר את חברת המטרה עשוי להגיש את הצעתו הלכה למעשה רק לאחר הצעה אחרת, ובמקרה כזה תידרש הכרעה שיפוטית אם פעולותיו עולות כדי מאמצי איתור מספיקים שהובילו לחשיפת החברה כמועמדת לרכישה. כאמור, בחירה במתווה רחב שמחיל את כלל השוויון במידע על כלל המציעים הקונקרטיים פותרת את הקשיים הללו ועל כן נראית לי עדיפה. עם זאת, ניתן לקבוע כי המציע המאוחר שיבקש לקבל גם לידי את המידע הרך שנמסר לאביר הלבן ולמשתלט העוין יידרש, כתנאי לקבלת המידע, להראות שכוונותיו רציניות במידה מספקת.

(ב) יתרונותיו של כלל השוויון במידע

אני סבור כי כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת ישיג שלוש מטרות עיקריות: החלשת זרם המידע הרך העובר מהנהלת חברת המטרה אל האביר הלבן; השגת מתאם גבוה בין המידע שמצוי בידי המשתלט העוין לבין זה המצוי בידי האביר הלבן; ריסון תופעת האביר הלבן מלכתחילה כאמצעי לעידוד התייעלותה של חברת המטרה. נוסף על יתרונות אלו חשוב לציין כי כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת מיתר את הדיון בשאלה הקשה כיצד להגדיר את האביר הלבן. הגדרה ברורה ומתוחמת של האביר הלבן היא משימה קשה ביותר, שכן המציאות העסקית היא דינמית כידוע, ולעיתים מידת מחויבותו להנהלה אינה מפורשת וחד-משמעית. אולם הפתרון של כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת אינו נדרש כלל, כאמור, לשאלה מורכבת זו, שכן הוא מקדם חלוקת מידע שוויונית מצד ההנהלה למציעים השונים, ללא כל צורך בהגדרתם בצורה רשמית.²¹⁹

(1) צמצום מסירת המידע הרך של חברת המטרה

נקודת המוצא היא שמבחינת חברת המטרה, מסירת מידע רך רב או רגיש מדי לאביר הלבן טומנת בחובה סיכון משמעותי, מפני שכל המידע שיימסר לו יצטרך להיות מועבר גם למציעים האחרים.²²⁰ במקרים מסוימים ייתכן שיהיו כמה מציעים קונקרטיים, שחלקם אף עלולים להיות מתחרים עסקיים ישירים של חברת המטרה, אשר לא ישלימו את הרכישה בסופו של דבר אך ייחשפו בכל זאת למידע רך של החברה.²²¹ לפיכך רצוי שכלל השוויון במידע יתמרץ צמצום – הן בכמות הן במידת הרגישות – של המידע הרך הנמסר לאביר הלבן, מתוך הבנה שהמידע עלול להגיע בהמשך לידיים לא רצויות ולפגוע בחברה ובביצועיה. אכן, לדעתי, אימוץ כלל השוויון במידע יגרום לכך שהנהלת החברה תסייג ותצמצם מלכתחילה את המידע שהיא בוחרת למסור לאביר הלבן.

תחת כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת, הנהלת החברה מודעת לכך שממילא כל מידע שהיא תמסור לאביר הלבן יועבר גם למשתלט העוין, ולכן מסירתו אינה אמורה להועיל לאביר הלבן במאבק השליטה מול המשתלט העוין. יתרה מזו, מנהלי החברה מעוניינים להישאר בתפקידיהם ולהמשיך לנהל את חברת המטרה, שכן זו מלכתחילה מטרת ההתגוננות מפני ההשתלטות העוינת, ועל כן האינטרס ארוך הטווח שלהם הוא לצמצם את היקף המידע הרך שנמסר לאביר הלבן וליתר המציעים, מתוך הבנה שמסירת מידע רך בכמות גדולה מדי או ברגישות גבוהה מדי עלולה לגרום נזקים משמעותיים לחברת המטרה במישור העסקי בהמשך הדרך. ניתן להניח אפוא שתחת כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת תפנים הנהלת החברה את הסיכון הגלום במסירת מידע

219 בדומה לכך, כלל השוויון במידע מיתר גם את העיסוק בשאלה המורכבת ביחס לכוונותיה של ההנהלה – אם הן לגיטימיות או אופורטוניסטיות – מתוך הנחה ששוויון במידע ממילא יתמרץ מלכתחילה את השחקנים השונים לנהוג בצורה יעילה.

WILLIAM J. GOLE & PAUL J. HILGER, DUE DILIGENCE: AN M&A VALUE CREATION APPROACH 11 (2009).

Chris Parr, *Due Diligence: Worth a Look?*, 27 BUS. L. REV. 232 (2006).

לרוכשים פוטנציאליים, ותצמצם את המידע שהיא מוסרת לאביר הלבן, ומכאן לשאר המציעים. החלשת זרם המידע העובר מהנהלת חברת המטרה לאביר הלבן תגן על חברת המטרה ובעלי מניותיה מפני פגיעה או סיכון לפגיעה בביצועיה העתידיים כתוצאה ממסירת מידע רך רב ערך. כלל השוויון במידע יוצר אם כן תמריץ להנהלת החברה לצמצם את המידע שיוצא מן החברה, וכפועל יוצא מכך מגן על סודותיה המסחריים.

(2) השגת מתאם גבוה בין הצדדים מבחינת המידע הרך שבידיהם

השגת מתאם גבוה בין המידע שמצוי בידי המשתלט העוין לבין זה המצוי בידי האביר הלבן תמתן את חסרונותיו של האחרון מנקודת מבט אקס אנטה. כפי שהוסבר בפרקים הקודמים, אחד היתרונות של האביר הלבן מנקודת מבט אקס פוסט, המהווים בסיס לחסרונותיו אקס אנטה, הוא החיסכון בהוצאות הנלוות לעסקה כתוצאה מפערי המידע בינו לבין המשתלט העוין, אשר מבחינה תיאורטית מאפשרים לאביר הלבן להציע מחיר גבוה יותר מזה של המשתלט העוין. חלק מן הסיבות שמאפשרות לאביר הלבן לחסוך בעלויות העסקה לעומת המשתלט העוין עשויות להתבטל תחת כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת. בנוגע לבדיקת הנאותות, אימוץ הכלל יגרום להנהלת החברה לצמצם את מסירת המידע הרך לאביר הלבן, באופן שעשוי לחייב אותו לערוך בדיקת נאותות עצמאית או לכל הפחות לבצע השלמות משמעותיות. אם הנהלת החברה תבחר, למרות כלל השוויון במידע, לא לסייג ולצמצם את המידע שנמסר לאביר הלבן, אזי אותו מידע יועבר גם למשתלט העוין. כך או אחרת, האביר הלבן לא ייהנה מהוזלת עלויות של בדיקת הנאותות לעומת המשתלט העוין. כך גם בנוגע להפחתת הסיכון – האביר הלבן לא ייהנה עוד מעדיפות במידע על המשתלט העוין, מכיוון שהמידע של חברת המטרה יהיה מונח לפני שניהם באופן זהה לחלוטין. במילים אחרות, תחת כלל השוויון במידע, הערכה מדויקת של מצב החברה וביצועיה אינה עוד נחלתו של האביר הלבן או לכל הפחות אינה נחלתו הבלעדית. אם הנהלת החברה תחליט למסור מידע רך רב לאביר הלבן, היא אכן תפחית את הסיכון מבחינתו, אך גם מבחינת המשתלט העוין. באותה מידה, אם הנהלת החברה תחליט למסור לאביר הלבן מידע מוגבל בלבד, אזי האביר הלבן לא ייהנה מהפחתת הסיכון, אלא יאלץ להעריך את החברה בצורה ספקולטיבית יותר, בדומה למשתלט העוין. כך או אחרת, האביר הלבן לא ייהנה מחיסכון בעלויות אל מול המשתלט העוין בהקשר של הסיכון, מכיוון ששניהם יוכלו להעריך את הסיכון שנובע מהרכישה באופן דומה – בין בצורה מדויקת על סמך מידע רב ובין בצורה ספקולטיבית על סמך מידע מועט. בשורה התחתונה, יתרונו של האביר הלבן בהיבט זה נשחק בצורה משמעותית תחת כלל השוויון במידע. באופן דומה יושפעו גם יתרונותיו של האביר הלבן בכל הנוגע בחיסכון בעלויות של תכנון אסטרטגיית הרכישה, שהרי תכנון מושכל שמנצל את היתרון שבתמיכת ההנהלה של חברת המטרה כרוך בהזרמת מידע רך מצד ההנהלה. אם למרות כלל השוויון במידע תבחר הנהלת החברה למסור לאביר הלבן מידע רך בהקשר זה, אותו מידע יועבר כאמור גם למשתלט העוין, ולכן גם בהיבט זה יתרונו של האביר הלבן נשחק במידה ניכרת. לנוכח כל זאת ברי כי כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת מצמצם את פערי הכוחות בין האביר הלבן לבין

המשתלט העוין שנובעים כתוצאה מהזלת העלויות הנלוות לעסקה, וכפועל יוצא מכך מחליש את התמריץ השלילי שמופעל על משתלטים עוינים, על כל המשתמע מכך מנקודת מבט אקס אנטה.

ברם, חשוב לציין כי גם כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת אינו מבטל כליל את החיסרון אקס אנטה של השימוש בטקטיקת האביר הלבן. האביר הלבן ימשיך ליהנות כ"רוכב חופשי" ממאמציו של המשתלט העוין לאתר את חברת המטרה כמזעמדת אטרקטיבית לרכישה. כמו כן, כלל השוויון במידע אינו מתמודד עם העיקרון הכלכלי הבסיסי שקובע כי כאשר המחיר עולה, הביקוש יורד. תחרות המחירים תוביל בהכרח לעליית מחירי הרכישה, אשר תחליש בתורה את התמריץ לביצוע רכישות מלכתחילה. אולם זה המקום לחזור על ההבחנה החשובה והמהותית בין היתרונות שהאביר הלבן נהנה מהם כתוצאה מהיותו גורם שזוכה בתמיכת ההנהלה לבין היתרונות שהוא נהנה מהם כתוצאה מהיותו המציע המאוחר בתחרות המחירים. כאמור, אנו שואפים לקדם הסדר אשר מבטל את יתרונות האביר הלבן שנובעים מתמיכתה של הנהלת החברה אך לא את אלה שנובעים מכך שהוא מגיש את הצעתו לאחר המציע הראשון, משום שאלה האחרונים נובעים באופן אינהרנטי ממנגנון הצעת הרכש, אשר את השימוש בו אנו מבקשים דווקא לעודד, בשל יתרונותיו לבעלי המניות והרווחה המצרפית. אולם השימוש הבסיסי במנגנון הצעת הרכש כרוך בהכרח ביצירת תמריץ שלילי לרוכשים עתידיים, בדמות החשש מ"רוכב חופשי" ומתחרות המחירים. כך, למשל, לגבי עלויות האיתור של חברת המטרה כמזעמדת אטרקטיבית לרכישה: גם ללא אביר לבן, מציעים עוינים נוספים יכולים להיכנס לתמונה כ"רוכבים חופשיים" רק לאחר הגשת ההצעה הראשונה, ולמעשה ליהנות בחינם מעמלו של המציע הראשון. בדומה לכך, תחרות מחירים בין מציעים יכולה גם היא להתרחש ללא הופעתו של אביר לבן – למשל, בדמות תחרות בין מציעים עוינים. לפיכך ברי כי הפתרון לחסרונותיו של האביר הלבן נדרש להיות כזה שיצמצם רק את יתרונות האביר הלבן שנובעים מתמיכתה של הנהלת החברה ומפערי המידע בינו לבין המשתלט העוין. לדעתי, כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת עומד בדרישה זו, באשר הוא מבטל לגבי האביר הלבן רק את החיסכון בעלויות שנובע מתמיכתה של הנהלת חברת המטרה בו, וליתר דיוק – את החיסכון בעלויות של בדיקת הנאותות, הפחתת הסיכון ותכנון אסטרטגיית הרכישה.

(3) ריסון תופעת האביר הלבן מלכתחילה

במובן מסוים ניתן לומר כי הפתרון של כלל השוויון במידע מרסן את השימוש באביר הלבן, אך בה בעת מעודד את השימוש באביר האפור כמשתתף בתחרות ההצעות.²²² אסביר: אומנם, תמיכת ההנהלה טומנת בחובה תועלת מסוימת למציע פוטנציאלי גם תחת כלל השוויון במידע – למשל, באמצעות מתן חוות דעת אוהדת ביחס לכדאיותה של הצעת הרכש²²³ או באמצעות סיוע במהלכים פנימיים שאינם כרוכים במסירת מידע

222 תזכורת: האביר האפור הוא מציע מאוחר שאינו מזהיר במפורש על תוכניותיו העתידיות לגבי הנהלת החברה.

223 בהתאם לס' 329 לחוק החברות.

רך – ולכן למציע מאוחר יש בכל זאת אינטרס לזכות בתמיכתה של הנהלת החברה, אך ברי כי תועלת זו נמוכה עשרות מונים בהשוואה למצב דברים ללא כלל השוויון במידע. האינטרס של מציעים מאוחרים לזכות בתמיכת הנהלה פוחת במידה משמעותית, שכן המידע שיימסר להם יועבר גם למתחריהם, והיתרונות שמהם ייהנו ממילא אינם תלויים בעיקר בהנהלה או בתמיכתה, אלא נגזרים ברובם מעצם כניסתם המאוחרת לתחרות ההצעות. כלומר, תחת כלל השוויון במידע המציע המאוחר צפוי ליהנות בעיקר מהיתרון שנובע באופן אינהרנטי מהשימוש במנגנון הצעת הרכש, קרי "רכיבה חופשית" על מאמצי המשתלט העוין לאתר את חברת המטרה כמועמדת לרכישה, ופחות מהיתרונות שנובעים מתמיכתה של הנהלת החברה. לפיכך, תחת כלל השוויון במידע, נכונותם של המציעים המאוחרים להתחייב לפני מנהלי החברה לא לפטרם לאחר השלמת הרכישה פוחתת בצורה משמעותית, שכן התרומה שהנהלת החברה מסוגלת להעניק להם בתהליך הרכישה²²⁴ אינה משתלמת בהכרח בהתחשב במניעת האפשרות ליהנות מייעול ניהולה של החברה על ידי העברת ההנהלה מתפקידה.

לפיכך, כלל השוויון במידע מתמרץ למעשה את המציע המאוחר שהחברה פונה אליו לשם חסימת ההשתלטות העוינת להימנע ממתן התחייבות מפורשת וחד-משמעית להותיר את מנהלי החברה בתפקידיהם, או במילים אחרות – למלא תפקיד של אביר אפור. בהתאם לכך, גם תמיכת הנהלה באותו מציע מאוחר צפויה להיות מסויגת יותר בהשוואה לתמיכה שהיא הייתה מעניקה לאביר לבן. אומנם הנהלת החברה תיטה בכל זאת להעדיף את האביר האפור על המשתלט העוין, שכן עמימות כוונות עדיפה בהכרח על כוונה שלילית מוצהרת, אך תמיכתה באביר האפור תהיה מסויגת יותר כאמור, שכן הצלחת הצעתו אינה מבטיחה להם בהכרח את המשך כהונתם.

אם כן, כלל השוויון במידע לא רק מגן על בעלי המניות מפני חסרונותיו של האביר הלבן, אלא גם יוצר מערך תמריצים שמרסן מלכתחילה את תופעת האביר הלבן. בשורה התחתונה, תחת כלל השוויון במידע המציע המאוחר נהנה בהכרח מיתרונות אקס פוסט פחותים מאלה שהם מנת חלקו של האביר הלבן במצב הקיים, ולכן הוא מתומרץ להימנע מהגנה מלאה על הנהלת החברה, כלומר, הוא מתומרץ למעשה להיות אביר אפור.²²⁵ השימוש באביר אפור במקום אביר לבן משכך באופן ניכר את המתח בין הרצון למנוע פעילות אופורטוניסטית של מנהלי החברה לבין ההבנה שטובתם של בעלי המניות מחייבת לעיתים לגיטימציה של השימוש בטקטיקות התגוננות. מחד גיסא, האביר האפור מפחית את התמריץ של הנהלה לפעול בצורה אופורטוניסטית, ומאידך גיסא, הוא מותיר לה אפשרות חוקית לפנות בצורה יזומה, במידת הצורך, למציע

224 התרומה מצד הנהלת החברה תחת כלל השוויון במידע יכולה להתבטא, כאמור, במתן חוות דעת אוהדת ביחס לכדאיותה של הצעת הרכש, בהתאם לס' 329 לחוק החברות, או במסירת מידע רך שאינו מתועד, אשר את איסור מסירתו יהיה קשה לאכוף.

225 בהקשר זה חשוב להבהיר כי העובדה שהאביר האפור נהנה כ"רוכב חופשי" מחיסכון בעלויות הכרוכות באיתור החברה מצביעה על כך שגם תחת כלל השוויון במידע יהיה לו אינטרס להצטרף לתחרות ההצעות, וכך להביא לידי תחרות מחירים, אשר מועילה כאמור לבעלי המניות.

פוטנציאלי נוסף לשם יצירת תחרות מחירים או הגנה על בעלי המניות מפני הצעה לא הוגנת.²²⁶

(ג) התמודדות עם קשיים ביישומם של כלל השוויון במידע
כלל השוויון במידע מעורר כמה קשיים פוטנציאליים, שאיתם אבקש להתמודד בחלק זה.

(1) הקושי במתן מענה אכיפתי

ההצעה ליישם את כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת מעוררת קושי משמעותי מבחינת המענה האכיפתי. כידוע, הצלחת הפיקוח על מנהלי החברה באמצעות חובת האמון תלויה ביעילותה של אכיפת הפיקוח.²²⁷ לכן נשאלת השאלה כיצד יהיה אפשר לוודא, הלכה למעשה, שהנהלת החברה מקפידה לא למסור לאביר הלבן מידע מבלי להעבירו גם ליתר המציעים. אכן, יעד פיקוח כה הדוק על זרימת המידע בין הנהלת חברת המטרה לבין האביר הלבן הינו אתגר לא מבוטל במבחן המציאות.

ברם, אני סבור כי קושי זה אינו סותם את הגולל על הפתרון של כלל השוויון במידע, וזאת מכמה סיבות. ראשית, חשוב להבהיר כי גם אם לא יושג מתאם מוחלט בין המידע שמצוי אצל האביר הלבן לבין זה המצוי אצל המשתלט העוין, ברי כי עצם קביעתו של כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת תוביל בכל זאת להגדלתו של מתאם זה, ועל כן תסייע במאמצים לצמצם את יתרונות האביר הלבן שנובעים מתמיכתה של הנהלת החברה. שנית, הצעתי היא ליישם את המענה האכיפתי שכבר קיים בהקשר זה בחוק החברות, ולהגדיר כי הפרת כלל השוויון במידע תיחשב פעולה שמטרתה "להכשיל הצעת רכש מיוחדת, קיימת או צפויה, או לפגוע בסיכויים לקבלתה", כאמור בסעיף 330(א) לחוק החברות. בהתאם לאמור בסעיף, ביצוע פעולה מעין זו מטיל על מבצעה חבות נזיקתית הן כלפי המציע הן כלפי הניצעים, בגין נזקים שנגרמו להם עקב פעולותיו, אלא אם כן הוא פעל בתום לב²²⁸ והיה לו יסוד סביר להניח שהפעולה שנקט היא לטובת החברה.²²⁹ כלומר, הסעיף קובע למעשה חזקת אחריות של נושאי המשרה בחברה

226 בתת-פרק 4א, שעסק באביר האפור, הוסבר כי האביר האפור נשען על מערך תמריצים יעיל יותר מבחינתם של בעלי המניות מזה של האביר הלבן, וכן שעצם כניסתו לתחרות ההצעות עשויה ליצור תחרות מחירים שתוביל לעליית מחירי הרכישה, אשר תיטיב עם בעלי מניותיה של חברת המטרה. בהקשר זה יש לציין את עמדתם של איסטרברוק ופישל, שטענו כי "[t]he most appealing case for defensive tactics arises when the only purpose is to trigger a bidding contest". ראו Easterbrook & Fischel, *Shareholders' Welfare*, לעיל ה"ש 18, בעמ' 1738.

227 שטרן "הגנת בעלי-המניות במיזוג חברות", לעיל ה"ש 66, בעמ' 405. על קשיים בהסתמכות על חובת האמון במקרים של הצעות רכש ועל מגבלות ההליך המשפטי בהקשר זה ראו Jennifer J. Johnson & Mary Siegel, *Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors*, 136 U. PA. L. REV. 315 (1987).

228 לדין מקיף במונח "תום לב" בהקשר של דיני התאגידים ראו איתי פינגבאום ויאנה רבינוביץ "שיבושים בתרגום: תום לב ו-Good Faith בדיני התאגידים" ספר גרוס, לעיל ה"ש 46, 255.

229 עניין תרו תעשייה ורוקחית, לעיל ה"ש 5, בפס' 73 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה.

לנזקים שנגרמו לבעלי המניות כתוצאה מהכשלתה של הצעת הרכש בעזרת טקטיקות התגוננות שנקטה ההנהלה.

כידוע, כוחות השוק יעודדו אכיפה אפקטיבית של מילוי חובות האמון על ידי מנהלי החברה כאשר תוחלת הסנקציה הכלכלית הצפויה תהא גבוהה דייה לאיין את כל הרווח הצפוי להם מן ההפרה.²³⁰ לנוכח העובדה שהסעיף מטיל אחריות גם כלפי המציע שהצעתו נכשלה, ברי כי מדובר בסנקציה בעלת היקף משמעותי ביותר מבחינת מנהלי החברה, שעשויה להשיג הרתעה אפקטיבית מפני הפרת כלל השוויון במידע. כמו כן ניתן להגדיר כי נושא משרה בחברה שהפר את כלל השוויון במידע ייראה כמי שהפר את חובת האמון שלו כלפי החברה, על כל המשתמע מכך מבחינת דיני התרופות. אני סבור כי בשל ניגוד העניינים האינהרנטי של הנהלת החברה, הביקורת השיפוטית על החלטותיה בהקשר של האביר הלבן אינה צריכה להיעשות על בסיס כלל שיקול הדעת העסקי, אלא על בסיס הרף של בחינה מוגברת (enhanced scrutiny), שנקלט לאחרונה בישראל.²³¹

האפקטיביות של הפיקוח והאכיפה השיפוטית תלויה, כידוע, במילויים של שני תנאים מצטברים: חשיפתה של הפרת החובה ונחישותו של בעל הזכות לאכוף אותה.²³² בהתחשב באופי המיליטנטי של מאבקי השליטה,²³³ וכן בגמול הכספי הגבוה הטמון באיתור ההפרה, ניתן להניח שהמשתלט העוין, ולמעשה כל מציע שאינו זוכה בתמיכת ההנהלה, יעשו כל שאלא ידם כדי לפקח על פעולותיה של הנהלת החברה כלפי האביר הלבן. לפיכך ניתן להניח שבמקרה שבו בתחרות ההצעות משתתף אביר לבן, המציעים האחרים יעוּטו על כל חשד ממשי להפרת הכלל כמוצאי שלל רב, ויעתרו לבית המשפט לשם קבלת סעד תרופתי. אולם בעוד ניתן להניח כי נחישותם של בעלי הזכות, ובמיוחד המשתלט העוין, לאכוף את החובה תתקיים במידה מספקת, הנקודה הבעייתית יותר בענייננו היא יכולתם של הניזוקים הפוטנציאליים, קרי בעלי המניות או המציעים האחרים, לאתר מלכתחילה את ההפרה שבוצעה על ידי מנהלי החברה. מדובר בבעיה

230 ראו Lucian Arye Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 HARV. L. REV. 1820 (1989). לדיון רחב בנושא השוויון אירית חביב-סגל "מודל חדש לחובות אמון של מנהלי חברות" **משפטים** כב 353 (1993).

231 עניין **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 46, בפס' 95 לפסק הדין של השופט עמית, שם נקבע כי "יש טעם בהתפתחותו של סטנדרט ביניים, הדומה לזה שפותח בארצות הברית בנסיבות של ניסיון השתלטות עוינת, ואיני רואה מניעה להחילו במצבים בהם עלול להיווצר 'כשל' כתוצאה מהחלת כלל שיקול הדעת העסקי... מטרתו היא לתת בידי בית המשפט כלים להפעיל ביקורת שיפוטית מוקפדת יותר, במצבים בהם הסתפקות בהחלת כלל שיקול הדעת העסקי עלולה 'לפספס' הפרות של חובות אמון, וכאשר נדרש מענה ממצה יותר נוכח קיומו של מתח פוטנציאלי בין טובת החברה לבין טובת נושאי המשרה או בעל השליטה". ראו גם Easterbrook & Fischel, *Shareholders' Welfare*, לעיל ה"ש 18, בעמ' 1745–1746.

232 שטרן "הגנת בעלי-המניות במיזוג חברות", לעיל ה"ש 66, בעמ' 405.

233 חביב-סגל **דיני חברות** כרך ב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 530–531. כן ראו לך, לעיל ה"ש 94.

מוכרת שנדונה בהרחבה בספרות המשפטית, וקצרה היריעה מפתרונה במאמר זה.²³⁴ עם זאת, חשוב להבהיר כי ממילא סוגיית האכיפה אינה ניתנת להכרעה עקרונית במישור התיאורטי, אלא היא לעולם עתירת נסיבות ותלוית הקשר, ועל כן מחייבת הפעלת שיקול דעת.²³⁵ מכל מקום, אני סבור כי המענה המוצע בענייננו – אשר מתבסס הן על הרתעת המפרים הפוטנציאליים, מחד גיסא, הן על יצירת תמריץ לפיקוח מצד הנפגעים הפוטנציאליים, מאידך גיסא – הינו מענה אכיפתי הולם ויעיל בנסיבות העניין.

(2) חשש מפני דליפת מידע פנימי רגיש

אימוץ כלל השוויון במידע מעורר קושי מבחינת חברת המטרה בהיבט של שמירה על סודותיה המסחריים. אומנם, נטען לעיל כי כלל השוויון במידע אמור להוביל להחלשת זרם המידע הרך העובר מהנהלת החברה אל האביר הלבן, אך כנגד זה ניתן לטעון כי עצם העובדה שהנהלת החברה מחויבת למסור מידע זהה לכל המציעים אינה מובילה בהכרח למסקנה שהיא תבחר הלכה למעשה למסור פחות מידע רך לאביר הלבן, ומכאן גם לשאר המציעים. כלל השוויון במידע מבטל אומנם את התמריץ העיקרי למסירת מידע לאביר הלבן, אך ניתן לטעון כי הנהלת החברה, שמעוניינת לעשות כל שלא ידה על מנת לחסום את ההשתלטות העוינת, עלולה לבחור למסור לאביר הלבן מידע פנימי רגיש חרף קיומו של כלל השוויון במידע, מתוך תקווה שהרוויית הצדדים במידע רך תוביל לשינוי כלשהו במאזן הכוחות לטובת האביר הלבן. הנחה זו מתחזקת בהתחשב בעובדה שמנהלי החברה מודעים היטב לכך שנצחונו של המשתלט העוין בתחרות ההצעות יוביל בהכרח לסיום דרכם בחברה. במצב זה הם עלולים לבכר את האינטרס המיידי שלהם בסיכול ההשתלטות העוינת על האינטרס של בעלי המניות בשמירה על סודיות המידע הרך השייך לחברה. יתרה מזו, כפי שתואר לעיל, מאבקי שליטה נושאים לרוב אופי מיליטנטי, ואפשר להניח שהנהלת חברה נואשת מספיק עלולה לפעול בניגוד לטובת החברה בהקשר זה ולמסור למציעים מידע פנימי רגיש ללא כל הצדקה עסקית. דליפה לא מבוקרת של מידע מן החברה פוגעת בהכרח באינטרסים חיוניים של החברה, ועלולה להוביל, בין היתר, לסיכול תוכניות עסקיות.²³⁶ ולכן היא מחייבת מענה.

נדמה לי כי הפתרון לקושי זה צריך להיות באמצעות קביעה נגזרת מכלל השוויון במידע שלפיה מסירת מידע רך רגיש מדי – כזה שחשיפתו עלולה להוביל לשחיקה בתחרותיות החברה – ללא צורך ממשי או הצדקה ברורה ומשכנעת עשויה לעלות כדי הפרת חובת האמון של המנהלים כלפי החברה, על כל המשתמע מכך מבחינת דיני התרופות. הצעה זו עולה בקנה אחד עם הרציונל של חובת האמון: מסירת מידע עסקי רגיש למציעים – שחלקם עשויים להיות מתחרים עסקיים ישירים של החברה – ללא

234 ראו, למשל, שטרן "הגנת בעלי-המניות במיזוג חברות", לעיל ה"ש 66, בעמ' 403–406; חביב-סגל "מודל חדש לחובות אמון של מנהלי חברות", לעיל ה"ש 230.

235 רע"א 1896/12 מטרות מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שייף מדיקל, פס' 7 (אר"ש 5.4.2012). ראו גם גרוס חוק החברות החדש, לעיל ה"ש 63, בעמ' 556–557, הטוען בהקשר זה כי "קשה לנתב בין גבול האסור לגבול המותר, ונושאי המשרה עשויים להיטבע על ידי כל אחד מהצדדים המתחרים".

236 BAINBRIDGE, לעיל ה"ש 185, בעמ' 161.

הצדקה עסקית עלולה לגרום לשחיקה בתחרותיות של החברה בעתיד, וכפועל יוצא מכך להוביל לירידת מחיר מניותיה. פתרון זה מבקש אפוא להגביל את יכולתה של ההנהלה למסור מידע בצורה בלתי מוגבלת לאביר הלבן וליתר המציעים, וזאת לשם הגנה על תחרותיותה וסודותיה המסחריים של חברת המטרה מפני התנהגות אופורטוניסטית של ההנהלה. יובהר: איננו מעוניינים לאסור באופן גורף מסירת מידע למציעים – שכן לעיתים יכולה להיות סיבה מוצדקת למסירת מידע, כגון עידוד תחרות מחירים בין המציעים או התגוננות מפני הצעה לא הוגנת מבחינת בעלי המניות – אלא אנו מעוניינים להכווין זרימת מידע יעילה ושוויונית שלא תפגע בביצועי החברה בעתיד.

בהקשר של הדיון שנערך לעיל חשוב לציין כי פתרון זה מאפשר יישום מענה אכיפתי יעיל, שכן המשתלט העוין ויתר המציעים שאינם זוכים בתמיכת ההנהלה יקבלו לידהם את כל המידע שיימסר לאביר הלבן, ולכן יוכלו להציף בקלות מקרים שבהם הנהלת החברה העבירה מידע רך רגיש אשר עצם חשיפתו עלולה לפגוע בחברת המטרה. למנהלי החברה תוכל לעמוד טענת ההגנה שהייתה הצדקה עסקית למסירת המידע, אך מוצע שנטל הראיה בהקשר זה יעבור לכתפיהם.²³⁷ אני סבור כי המענה האכיפתי המוצע ירתיע את מנהלי החברה מלמסור מידע רך רגיש לאביר הלבן, ויעודד התנהלות זהירה מצידם. כמו כן, קביעה של בית המשפט כי הנהלת החברה מסרה מידע רך רגיש של החברה ללא הצדקה עסקית לא תהיה מוגבלת לטענה של הפרת חובת האמון כלפי החברה, אלא עשויה גם לעלות כדי ביצוע פעולה שמטרתה "להכשיל הצעת רכש מיוחדת, קיימת או צפויה, או לפגוע בסיכויים לקבלתה", בהתאם ללשון סעיף 330(א) לחוק החברות.

(3) חשש מפני Management Buyout (MBO)

במקרה פרטי של אביר לבן בדמות MBO סוגיית המידע מקבלת משנה תוקף, שכן פוטנציאל הרווח של MBO גדל כאשר ההנהלה יכולה להימנע מתשלום לפי השווי הריאלי של החברה באמצעות ניצול המידע העודף על החברה המצוי ברשותה.²³⁸ איסטרטגיה ופישל טענו כי איסור השימוש במידע פנים מגן על בעלי המניות במהלך MBO מפני ניצול של מידע עודף על החברה מצד ההנהלה, ועל כן אין להגביל את השימוש ב-MBO.²³⁹ ברם, כפי שראינו לעיל, איסור השימוש במידע פנים אינו פורש כנפוץ באופן מלא על המידע הרך, ולכן הסתמכות בלעדית על איסור השימוש במידע פנים תותיר למנהלי החברה פתח לנצל מידע עודף על החברה תוך פגיעה בבעלי

²³⁷ בעניין קוסוי, לעיל ה"ש 8, בפס' 50, קבע השופט ברק כי "כאשר מתעורר חשד ממשי, שאין הוא [המנהל] פועל בתום לב ולטובת החברה, עליו הנטל להזימו". להרחבה על העברת נטל הראיה ראו עניין ורדינקוב, לעיל ה"ש 46. כן ראו Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988), שם החיל בית המשפט של דלוור כלל ביקורת שיפוטית המכונה "צידוק משכנע" (compelling justification), אשר מטיל על הדירקטוריון את הנטל להצביע על קיומן של נסיבות דוחקות כדי להצדיק את פעולתו.

²³⁸ Repetti, לעיל ה"ש 65, בעמ' 122.

²³⁹ Easterbrook & Fischel, *Corporate Control Transactions*, לעיל ה"ש 72, בעמ' 730–731.

המניות.²⁴⁰ יתרה מזו, היתרון האינפורמטיבי המובהק של הנהלת החברה ירחיק בהכרח מציעים פוטנציאליים נוספים, וכפועל יוצא מכך ימנע מבעלי המניות תחרות הוגנת על רכישת מניותיהם.

לכאורה, כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת אינו מתמודד עם המקרה הפרטי של אביר לבן בדמות MBO, שכן הנהלת החברה אינה צריכה למסור את המידע הרך לשום מציע, מאחר שהוא כבר נמצא בידיה מלכתחילה. ניתן לכאורה לטעון כי הפתרון הפשוט הוא לאסור ביצוע MBO לאחר הופעת משתלט עוין, אך אני סבור כי פתרון זה הוא קיצוני ומרחיק לכת, וכי נזקו עולה על תועלתו.²⁴¹ חלף זאת אני מציע לדבוק בפתרון של כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת, ולקבוע כי במקרה הפרטי של אביר לבן בדמות MBO יהיה על הנהלת החברה למסור למשתלט העוין וליתר המציעים הקונקרטיים את המידע הרך שמסרה לכלל השחקנים אשר מלווים ומממנים את הצעת הרכש מטעמה, כגון בנקים להשקעות, משקיעים מוסדיים, יועצי השקעות וכיוצא באלה.²⁴² כידוע, MBO מברצעות לרוב כרכישות ממונפות הממוננות על ידי חוב (leveraged buyout), ולכן הנהלת החברה צריכה להיעזר בשחקנים חיצוניים שיסייעו לה במימון או בתכנון של הצעת הרכש מטעמה. ניתן להניח ששחקנים אלו, מצידם, ידרשו לקבל מידע רך על החברה לנוכח חשיבותו הרבה לגיבוש הערכת שווי מדויקת ככל האפשר של החברה ונכסיה. לפיכך, גם אם הנהלת החברה תבחר להתגונן באמצעות המסלול של אביר לבן בדמות MBO, לא יותיר הדבר את המשתלט העוין בפני שוקת שבורה מבחינת הדרישה לשוויון במידע, אלא יאפשר תחרות הוגנת ככל האפשר בהתחשב בנסיבות.²⁴³

לנוכח כל האמור נראה כי כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת מעניק פתרון הוליסטי לבעיות שמתעוררות בטווח הארוך כתוצאה מהשימוש בטקטיקת האביר הלבן, ומאזן בצורה הטובה ביותר בין האינטרסים השונים. לפיכך אני סבור כי אימוץ כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת עשוי להוביל לעליית שווי החברה עבור בעלי המניות ולשיפור הרווחה המצרפית בחברה (society) בכללותה, ולכן אני קורא לאמצו במסגרת פרשנות סעיף 330 לחוק החברות, כך שהפרתו תיחשב פעולה שמטרתה להכשיל הצעת רכש או לפגוע בסיכויים לקבלתה, על כל המשתמע מכך.²⁴⁴

240 Repetti, לעיל ה"ש 65, בעמ' 123.

241 איסטרברוק ופישל טענו כי MBO תורמים לרווחה המצרפית. ראו Easterbrook & Fischel, *Corporate Control Transactions*, לעיל ה"ש 72, בעמ' 706. ראו גם עמרי ידלין "אקרויבטיקה משפטית" גלובס (30.9.2007) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000258747>; שרון חנס "זרע של פורענות" גלובס (23.9.2007) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000256825>. השוו Brudney & Chirelstein, לעיל ה"ש 72.

242 Lowenstein, לעיל ה"ש 65, בה"ש 196. לתמיכה נוספת בהצעה זו ראו Lucian A. Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 HARV. L. REV. 1028 (1982).

243 ברי שגם לאחר מסירת המידע הרך תיהנה הנהלת החברה מיתרון אינפורמטיבי מסוים, אך יתרון זה יצטמצם במידה משמעותית תחת כלל השוויון במידע.

244 לא למותר לציין כי כלל השוויון במידע המוצע לא יהיה פטור מן ההסתייגות שמופיעה בהערות על

סיכום

מאמר זה מהווה ניסיון להציב מסגרת משפטית כוללת לטקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן. מטרתו הראשונית של המאמר היא לקדם את השיח בספרות המשפטית בישראל בנושא זה, במיוחד בהתחשב בעיסוק המועט באופן יחסי שהוקדש עד כה לטקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן. הגם שבעבר לא דובר בתופעה שכיהא בארץ,²⁴⁵ לנוכח מבנה השליטה האופייני בישראל של בעל שליטה יחיד שבבעלותו גוש מגוון חוסם, בשנים האחרונות אנו עדים למגמת ביזור של גרעיני השליטה בשוק ההון הישראלי, המובילה בתורה לעלייה מתמדת בתדירות ההשתלטויות העוינות בישראל.²⁴⁶ ניתן להניח שבעתיד נראה עלייה דומה בתדירות השימוש בטקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן מצד הנהלות אשר מצויות תחת איום של השתלטות עוינת. לפיכך קיים צורך ממשי להיערך לכך בעוד מועד, ולהתאים את כללי הממשל התאגידי לעידן הביזור של גרעיני השליטה באמצעות יצירת הסדרים משפטיים יעילים. מאמר זה מבקש להתייחס לטקטיקת ההתגוננות ספציפית מסוג האביר הלבן, ומציע הסדר משפטי עדכני אשר תואם את הנוף התאגידי המקומי ואת רוח התקופה. לעניות דעתי, יש חשיבות מיוחדת בעדכון ההסדר המשפטי ביחס לאביר הלבן לנוכח השפעותיה הפוטנציאליות של טקטיקת ההתגוננות זו על תדירות השימוש במנגנון הצעת הרכש ועל מספר הרכישות באופן כללי בשוק השליטה הישראלי.

אני סבור כי תחת ההסדרים המשפטיים הנוכחיים, טקטיקת ההתגוננות מסוג האביר הלבן לוקה בפגמים חמורים, אשר עלולים, אם לא יתוקנו, להוביל לפגיעה הן בבעלי המניות הן ברווחה המצרפית. ביקשתי להציע פתרון לחסרונותיו של האביר הלבן באמצעות אימוץ כלל השוויון במידע במתכונת המורחבת, אשר מטיל חובה על הנהלת החברה לספק מידע לכלל המציעים באופן שוויוני. בהתאם לכך, כאשר ההנהלה מספקת לאביר הלבן מידע רך על חברת המטרה, מוטלת עליה החובה לספק אותו מידע גם למשתלט העוין וליתר המציעים הקונקרטיים שנוטלים חלק בתחרות ההצעות על רכישת החברה. אני סבור כי אימוץ כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת ישיג שלוש מטרות חשובות: ראשית, החלשת זרם המידע הרך העובר מהנהלת חברת המטרה אל האביר הלבן; שנית, השגת מתאם גבוה בין המידע שמצוי בידי המשתלט העוין לבין זה המצוי

הסעיף CITY CODE לגבי התניות הכלולות בהעברת המידע. על פי הסעיף, המידע שמועבר כפוף, בין היתר, למגבלות של שמירת סודיות, הגבלת השימוש במידע להקשר של ההצעה הפוטנציאלית בלבד ואיסור מסירה לצד שלישי. מגבלות אלו יחולו כמובן גם תחת המתכונת המורחבת שאני מציע.

245 פרוקצ'יה "רכישת חברות בישראל – שלושה מודלים", לעיל ה"ש 95, בעמ' 2–3.

246 לן, לעיל ה"ש 94; אפלברג וששון, לעיל ה"ש 94; אסא ששון "מעניין אם ג'וליה רוברטס תקבל תפקיד בסרט על עידן ההשתלטויות המקומי" **TheMarker** (14.4.2022) https://www.themarker.com/markets/premium-1.10741603?utm_source=App_Share&utm_medium=iOS_Native.

בידי האביר הלבן; ושלישית, ריסון תופעת האביר הלבן מלכתחילה כאמצעי לעידוד התייעלות של חברת המטרה.

יתרה מזו, אימוץ כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת יבטל את עדיפות האביר הלבן הנובעת מתמיכתה של הנהלת החברה ואת ההיבטים השליליים שגלויים לכך בטווח הארוך. כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת מכונן אפוא להשיג את האיזון האידיאלי בין האינטרסים המוצדקים השונים: מחד גיסא, הצורך של הנהלת החברה להגן על בעלי המניות המפוזרים מפני הצעות לא הוגנות, ומאידך גיסא הרצון למנוע את מנהלי החברה מלמסור לאביר הלבן מידע רך על החברה ממניעים אופורטוניסטיים בלבד, תוך פגיעה בחובת האמון שלהם כלפי החברה וכלפי בעלי מניותיה. לפיכך, כאמור, אני סבור כי אימוץ כלל השוויון במידע במתכונתו המורחבת עשוי להוביל לעליית שווי המניות של חברת המטרה ולשיפור הרווחה המצרפית בחברה (society) בכללותה, ומקווה שמאמר זה מהווה קריאה משכנעת לאימוצו במסגרת פרשנות סעיף 330 לחוק החברות.

believe the adoption of the rule will help address the White Knight's shortcomings: First, it will protect the target company and its shareholders from disclosing sensitive company information to the White Knight in a way that could jeopardize or harm its future performance if the White Knight does not actually complete the acquisition; Second, it will reduce the cost savings that the White Knight produces from the support of the target company's management, and as a result will lead to a softening of its shortcomings from an ex-ante perspective. In my opinion, it is possible that this solution has the power to reduce the risks arising from the White Knight, without eliminating the possibility of additional bidders joining the bidding competition. This option is necessary in order to create price competition, which—according to the principles of economics— should lead to an increase in purchase prices and as a result to benefit the shareholders of the target company.

Don't Wait for the White Knight: A Call for the Adoption of the Rule of "Equality of Information" in Battles for Corporate Control

Avner Shemla Kadosh

The defensive tactic known as the "White Knight," in which the management of a company invites a friendly buyer who will compete with the tender offer of a hostile takeover, has gained little interest in the legal literature and case law in Israel. Given the centralized control structure that previously characterized the local capital market, the use of the White Knight as a defensive tactic was not common in Israel, certainly compared to the situation in the United States. In recent years, however, due to the expansion of the decentralization of control in the Israeli capital market, which shifts the center of gravity of the representative problem to the level of relations between the company's management and shareholders, the use of White Knights has become more relevant in Israel.

In this article I will therefore seek to examine the tactics of the White Knight and analyze its direct and indirect implications for the various players within and outside the target company. I will argue that despite the immediate benefits of the White Knight defense tactic for the company's shareholders, it has significant long-term shortcomings: First, the White Knight sharpens the conflicts of interest between shareholders and the company's management, which may be reflected in providing soft information of the company to the White Knight in a manner that jeopardizes its competitiveness; Second, an analysis of the White Knight tactic and its implications from an ex-ante perspective suggests that frequent use of such defensive tactics may have a chilling effect on hostile takeovers in particular and takeover bids in general, with all that entails for the benefit of shareholders and society's welfare.

This article argues that the desired legal arrangement is one that will nullify—or at least minimize—the benefits of the White Knight resulting from the support of the company management, but not those inherent in the takeover mechanism, the use of which we wish to encourage. To this end, I would recommend adopting the rule of equality of information in an expanded format which would oblige the company's management to provide information to all the concrete bidders in an equal manner. I



**Don't Wait for the White Knight:
A Call for the Adoption of the Rule of
"Equality of Information" in Battles for
Corporate Control**

Avner Shemla Kadosh

Volume 27, 2023