

## "החזקה" ו"רכישה" בחוק החברות

ערן רוזמן\*

"הביטוי 'החזקה' מקבל את ציונו מההקשר המיוחד בו הוא מופיע, ואפילו במסגרת חוק העונשין הוא עשוי להיות בעל משמעויות שונות...".<sup>1</sup>

המונחים "החזקה" ו"רכישה" מופיעים בהוראות רבות בחוק החברות. הגדרתם המאוחדת מפנה להגדרה ארוכה ומורכבת בחוק ניירות ערך. המאמר מציג שלוש תכליות גנריות לשימוש במונחים אלה, בהתאם לשלוש זכויות טיפוסיות הנובעות ממניות – זכויות הוניות, כוח לסחור במניה וכוח הצבעה – ואת ההשלכה של הסיווג האמור על הפרשנות של מונחים אלה. כשחוק החברות מונע מאדם להשתתף בקבלת החלטות בחברה באשר לעסקה שלה עם חברה אחרת, עקב החזקותיו בשיעור מסוים בחברה האחרת, רק האינטרסים ההוניים רלוונטיים לתכלית ההוראה העושה שימוש במונח "החזקה" בהקשר זה ולפרשנותה. המאמר ממשיך ומזהה מצב מורכב יותר באשר להסדר של הצעת רכש מיוחדת, לגביו שניים מן ההקשרים הגנריים רלוונטיים במקביל, וכן את הקשיים באשר לפרשנות המונחים האמורים, בסיטואציות בהן מיושמות טכניקות חדשניות של decoupling.

**א. מבוא. ב. ההגדרה והפרשנויות הניתנות לה;** 1. ההפניה לחוק ניירות ערך, הסיבה לה והקשיים המתעוררים מכך; 2. גוף ההגדרה; 3. הקשיים הנובעים מנוסח החזקות שבהגדרה. **ג. תכליות גנריות לשימוש במונחים והפרשנות הנובעת מהסיווג בהתאם להן;** 1. שלוש הקטגוריות: שליטה בדיספוזיציה, שליטה בכוח הצבעה וזכויות הוניות; 2. הוראות שתכליתן איתור ההשפעה על החברה; 3. הוראות שתכליתן בחינת האינטרס הכלכלי הנוגד; 4. הוראות שתכליתן סחירות המניות; 5. הקשיים שמעוררת הפרשנות המוצעת. **ד. המקרה המסובך של הצעת רכש מיוחדת;** 1. תכלית ההסדר בעניין הצעת רכש מיוחדת; 2. הרלוונטיות של שני הממדים; 3. התקיימות ממד ההשפעה על החברה בלבד; 4. התקיימות ממד הסחירות במניות בלבד. **ה. Decoupling;** 1. אופציות; 2. טכניקות נוספות של decoupling; 3. הקשיים הפרשניים; 4. עמדת רשות ניירות ערך; 5. פתרונות חלקיים. **ו. סיכום.**

\* עו"ד רוזמן היה שותף מרכזי להליך החקיקה של חוק החברות בכנסת בשנים 1995 עד 1999. ע"פ 250/84 הוכשטט נ' מדינת ישראל, פ"ד מ(1) 813, 822 (1986).

## א. מבוא

מאמר זה עניינו פרשנות המונחים "החזקה" ו"רכישה" בחוק החברות, התשנ"ט–1999.<sup>2</sup> סעיף 1 לחוק החברות מגדיר מונחים אלה יחדיו בהפניה למשמעותם בחוק ניירות ערך, התשכ"ח–1968.<sup>3</sup> ההגדרה בחוק ניירות ערך היא ארוכה ומורכבת וכוללת מונחים שונים בעלי "מרקם פתוח". בכלל זה, ייחוס החזקה "בעקיפין", מבלי להגדיר מונח זה או לקבוע את אופן החישוב של החזקה כזו, וייחוס של החזקה ביחד "לפי הסכם", מבלי להתייחס לתוכנו של ההסכם. מאמר זה מציג, לראשונה, סיווג לשלוש תכליות גנריות לשימוש במונחים "החזקה" ו"רכישה" בכלל ההסדרים העושים שימוש במונחים אלה. לסיווג זה נפקות לפרשנות של כל אחד מן המונחים בעלי המרקם הפתוח שבהגדרה. שלוש התכליות האמורות, בגדרן מתייחס ההסדר הרלוונטי להחזקה (או רכישה) בהיקף מספרי מסוים בנכס מסוים, דוגמת מניות או אמצעי שליטה, הן: החזקה בזכויות הוניות, שליטה בכוח הצבעה ושליטה בדיספוזיציה במניות. סיווג זה נגזר מכך שבאופן גנרי גם בעלות במניה מקנה לבעליה זכויות (ישירות) לדיבידנד, הצבעה ולמכירת המניה.

הפרשנות המוצעת רלוונטית להסדרים הרבים שקובע חוק החברות העושים שימוש במונחים "החזקה" ו"רכישה", לרבות הגדרת "בעל מניות מהותי", הגדרות "שליטה",<sup>4</sup> מיזוג, הצעת רכש מיוחדת והצעת רכש מלאה. ניתן אף ליישם גישה זו לפרשנותם של הסדרים רגולטוריים נוספים מחוץ לחוק החברות המתייחסים למונחים אלה. לאופן הסיווג האמור יש גם חשיבות ליצירת קווים מנחים לתיקוני חקיקה. תיקונים רצויים אלה יקיפו לא רק את ההגדרה גופא, אלא גם את ההסדרים העושים שימוש במונחים אלה, אשר פעמים רבות מתייחסים ל"נכס" עליו מוסבת החזקה (או הרכישה), באופן שאינו תואם את תכלית ההסדר עצמו. תיקונים כאלה יכולים לקדם את הוודאות המשפטית, היבט שבתי המשפט הדגישו בהקשר זה את חשיבותו.<sup>5</sup>

חשיבות הניתוח המוצע ניכרת גם בקשר לשני מקרי הבוחן שמציג המאמר. המקרה הראשון הוא ההסדר בעניין הצעת רכש מיוחדת. כפי שיוסבר, שתיים מבין שלוש התכליות הגנריות שמציג המאמר רלוונטיות, בעת ובעונה אחת, לשימוש שעושה ההסדר האמור במונחים "החזקה" ו"רכישה". המאמר מאיר, נוכח כך, את המורכבות של פרשנות מונחים אלה במסגרת

2 חוק החברות, התשנ"ט–1999.

3 חוק ניירות ערך, התשכ"ח–1968.

4 ס' 1, 268 לחוק החברות. כפי שנקבע בע"פ 3506/13 הבי נ' מדינת ישראל, פס' 224–225 (פורסם בנבו, 12.1.2016), הגדרת "שליטה" בס' 1 קובעת מבחן מהותי ולצידו חזקה כמותית. חזקה זו מטילה את נטל השכנוע על כתפי הטוען נגד התקיימותה. לעומת זאת, ההגדרה בס' 268 כוללת שתי חלופות: האחת, שליטה כמשמעותה בס' 1, והשנייה, החזקה ב-25% מזכויות הצבעה, אם אין אחר המחזיק ב-50% מזכויות הצבעה. ודוק, בעניין הבי התייחס בית המשפט גם לחלופה השנייה כיוצרת חזקה בלבד, אף על פי שהיא מתייחסת, על פי לשונה, למצבת החזקות המתוארת בה כיוצרת שליטה באופן חלוט. הדיון בשאלה פרשנית זו חורג מגדר המאמר.

5 ראו ע"א 4154/14 הצלחה התנועה הצרכנית לקידום חברה כלכלית הוגנת נ' כהן (פורסם בנבו, 16.5.2017); ע"א 5105/09 שפירא נ' dexia credit local (פורסם בנבו, 17.6.2012).

“החזקה” ו”רכישה” בחוק החברות

ההסדר האמור בסיטואציות שונות. אתגר פרשני נוסף נוגע לטכניקות פיננסיות מודרניות היוצרות ניתוק בין הזכויות השונות הנובעות ממניה – Decoupling. לדוגמה: האם יש ליחס החזקה במניות, ביחס לאיזו מן התכליות האלה, למי שהתקשר בהסכם למתן הלוואה, הקובע שהלוואה צמודה לשער הבורסאי של המניות בבורסה.

סדר הדברים הוא כדלהלן: פרק ב עניינו ההגדרה והפרשנויות הניתנות לה. בגדר כך, נציג את הסיבה לכך שההגדרה מפנה לחוק ניירות ערך והקשיים המתעוררים מכך; את משמעות הרכיב של החזקה “במישרין”; את הרכיב ה”אנכי” של ייחוס החזקה “בעקיפין” ואת האופנים לחישוב החזקה כזו; וכן את הרכיבים ה”אופקיים” שבהגדרה: “החזקה יחד עם אחרים לפי הסכם” וייחוס החזקות בין בני משפחה. בהמשך לכך, נציג את הקשיים הנובעים מנוסח החזקות שבהגדרה, וכיצד, במקרים מסוימים, חזקות אלה אינן מתיישבות זו עם זו. פרק ג מציג את הטענה המרכזית לעניין קיומן של שלוש תכליות גנריות לשימוש במונחים “החזקה” ו”רכישה” ואת הפרשנות הנובעת מהסיווג, בהתאם לתכלית הרלוונטית. לאחר שמסווגים את השימוש במונחים אלה בהסדר הרלוונטי, לפי תכליתו, יש לפרש את הרכיבים בעלי המרקם הפתוח במונחים “החזקה” ו”רכישה”, באופן שיתאם את התכלית האמורה. בהקשר זה, נציג את הקושי, מקום בו ההוראות מוסכות על נכסים שאינם תואמים את התכליות הללו, וכן נציג ביקורות אפשריות על אופן הפרשנות כאמור. בפרק ד נציג את המקרה ה”קשה” של הצעת רכש מיוחדת, הסדר המערב, במקביל, שתי תכליות שונות לשימוש במונחים “החזקה” ו”רכישה”, ואת הקשיים הנוצרים מכך, בנסיבות בהן נדרש ליחס “החזקה” או “רכישה” לאור תכלית אחת, אך להימנע מכך לאור התכלית האחרת. בפרק ה נתייחס, בקצרה, לעסקאות פיננסיות מורכבות שתוצאתן – Decoupling, ולאחר שאלה יוצרות בפרשנות המונחים “החזקה” ו”רכישה”. פרק ו הוא הסיכום.

## ב. ההגדרה והפרשנויות הניתנות לה

### 1. ההפניה לחוק ניירות ערך, הסיבה לה והקשיים המתעוררים מכך

1. חשיבות ההסתמכות על המידע הפומבי הניתן לפי חוק ניירות ערך – פרק ב עניינו ההגדרה והפרשנויות הניתנות לה, להבדיל מזו המוצעת על ידינו בפרק ג. ודוק, כפי שניתן יהיה להיווכח, חלק מן הפרשנויות הניתנות להגדרה עולות בקנה אחד עם הפרשנות המוצעת. ההגדרה מפנה למונחים כמשמעותם בחוק ניירות ערך. מדוע? מאחר שמחזיק יודע, ככלל,<sup>6</sup> על השיעור ועל אופן החזקה שלו, אין לו קושי לבחון את החזקתו בהתאם לכל הגדרה שיכול היה שתיקבע בחוק החברות. לכן, לגבי ההסדרים המחייבים גילוי של עניין אישי של אדם, עקב החזקתו ב-75% או ב-825%<sup>8</sup> בתאגיד שהוא הצד השני לעסקה עם חברה, ובהמשך לכך, נטרול

6 אם כי אם התאגיד מבצע רכישה עצמית של מניות, שיעור החזקה עולה ואין למחזיק בהכרח ידיעה על כך. ראו ס' 308 לחוק החברות.

7 הגדרת “עניין אישי” כוללת חלופה של “בעל עניין” שמצידה כוללת חלופה של “בעל מניות מהותי” – 5%. בס' 269 לחוק החברות קבועה חובת הגילוי לגבי נושא משרה ובעל שליטה.

מסוים של כוח ההשפעה בחברה של מחזיק כאמור,<sup>9</sup> ניתן היה לקבוע כל הגדרה שהיא. ואולם, כשמדובר, לדוגמה, בהצעת רכש מיוחדת, לכלל ה"שחקנים" יש צורך להכיר את מצבת ההחזקות בחברה הציבורית. מכאן הנחיצות של הגדרה התואמת לזו המשמשת לצורך מערכת הדיווחים הפומביים לפי חוק ניירות ערך.<sup>10</sup> החשיבות של המידע הפומבי – המאפשר לשחקנים השונים להסתמך עליו – כה רבה לעניין הצעת רכש מיוחדת, שלעיתים, אפילו כאשר הדיווחים בפועל אינם משקפים את המצב העובדתי-משפטי, בהתאם להגדרה (המשותפת) בחוק ניירות ערך ובחוק החברות, מוקנית עדיפות למצבת ההחזקות המדווחת.<sup>11</sup>

2. **הקושי כשלא חלים דיני ניירות ערך ישראליים** – כאשר חברה ציבורית אינה "תאגיד מדווח", כהגדרת המונח בחוק ניירות ערך, ממילא מערכת דיווחי ההחזקות הפומבית שלה אינה תואמת את הגדרת "החזקה" בחוק ניירות ערך, אלא את דיני ניירות ערך הזרים החלים לגבי עניין זה. וכך, לעניין הצעת רכש מיוחדת או הצעת רכש מלאה,<sup>12</sup> ניתן יהיה ללמוד על מצבת ההחזקות רק לפי הדיווחים לפי דיני ניירות ערך הזרים. בהיעדר חלופה פרקטית ממנה

הפרטה של חובת הגילוי היא הפרה של חובת האמונים כשמדובר בנושא משרה ושל חובת ההגינות כשמדובר בבעל השליטה. ראו רע"א 4024/14 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן (פורסם בנבו, 26.4.2015).

8 ראו ס' 320(ה) לחוק החברות.

9 ראו ס' 278(א), 275(א)(3), 320(ג) לחוק החברות. ודוק, ייתכן שלבעל המניות מהותי בחברה האחרת החזקה בשיעור גבוה יותר בזכויות לדיבידנד בחברה עצמה מאשר בצד השני לעסקה, ולכן אין חשש ששיקול הרעת שלו בהצבעה בחברה (בכל כובע שהוא) יהיה מוטא. לפיכך ראו דוד האן "נקי יהיה מביתו": ענין אישי באישור עסקה של חברה" הפרקליט מט' 93 (2006), המחבר הציע לבחון היכן האינטרס הפיננסי של מקבל ההחלטה חזק יותר; בתנ"ג (מחזית ת"א) 12-14-7541 לייבוביץ נ' יורש (פורסם בנבו, 2.6.2016), נקבע כי המבחן לקיומו של עניין אישי של בעל השליטה אינו מתמצה בכל המקרים במבחן "כמותי". יחד עם זאת, בהיעדר "מניע" אפשרי אחר של בעל השליטה, ההנחה הסבירה היא כי הוא מכוון את פעולותיו לצורך השאת נכסיו. לכן, במקרים רבים ניתן יהיה לעשות שימוש בנוסחה האריתמטית. השאלה אם מוצדק לסטות מלשון החוק, המתייחסת כאמור ל-5%, חורגת מגבולות המאמר. אין הבל, לעניין השאלה שלפנינו, אם בוחנים את שיעור ההחזקות רק בצד השני לעסקה – אם הוא 5%, או בהשוואה בין שיעור ההחזקות בצד השני לעסקה ובחברה, כהצעת פרופסור האן.

10 ס' 37(א) לחוק ניירות ערך. השו"ס 13(d) (1943) Securities Exchange Act, 15 U.S.C. (להלן: חוק ניירות ערך האמריקאי). ההגדרה בחוק החברות היא "למשעות" המונחים בחוק ניירות ערך, ולא ספציפית לס' 1 לחוק ניירות ערך, שההגדרה שבו היא הרלוונטית למערכת הדיווחים הפומבית. קיימת גם הגדרה אחרת ל"חזקה", בס' 52 לחוק ניירות ערך, הרלוונטית לפרק המסדיר את הגבלת השימוש במידע פנים. נוכח חשיבות ההסתמכות על המידע הפומבי, יש לפרש את ההפניה שבהגדרה שבחוק החברות כהפניה להגדרה שבס' 1 לחוק ניירות ערך.

11 ראו עניין שפירא, לעיל ה"ש 5, בית המשפט נתן עדיפות לדיווח על החזקות בנפרד של שני מחזיקים, על פני הטענה שלהם שבפועל הם החזיקו ביחד, כך שהחזקותם היוותה "שליטה", לפי המדדים הכמותיים שקובע ההסדר בעניין הצעת רכש מיוחדת (25% או 45%), ובהתאם אפשרה להם, לטענתם, למכור יחדיו את השליטה במכירה פרטית. כפי שקבע בית המשפט, צד שלישי המעוניין לרכוש שליטה נדרש לבחון את מצבת ההחזקות בחברה אך ורק לפי דיווחיה הרשמיים.

12 מקום בו אין הדין – תק' 2 לתקנות החברות (הקלות לחברות שניירות ערך שלהן רשומים למסחר בבורסה מחוץ לישראל), התש"ס-2000 (להלן: תקנות הקלות) – פוטר חברה שמניותיה רשומות למסחר בבורסה מחוץ לישראל מההסדר לעניין הצעת רכש מיוחדת.

”החזקה” ו”רכישה” בחוק החברות

”השחקנים” השונים יוכלו ללמוד על מצבת ההחזקות המדווחת בהתאם להגדרת המונח ”החזקה” לפי הדין הישראלי, לא יהיה מנוס, לדעתנו, אלא להתייחס למצבת ההחזקות הקיימת בפועל, אף כי הדיווחים לגביה הם בהתאם להגדרות שקובע דין ניירות ערך הזר המטיל את חובת הדיווח.<sup>13</sup> כך גם מוקנות הקלות, בתנאים מסוימים, לחברה שמנייתיה רשומות למסחר בבורסה ספציפיות מחוץ לישראל ואין בה ”בעל שליטה”.<sup>14</sup> בבירור שאלת ה”שליטה” עולה שאלת קיומה של חזקה לקיומה של שליטה הנובעת מהחזקה של 50.15% בבירור של זו, גם כן, לא יהיה מנוס פרקטי, אלא להתייחס לדיווחים על מצבת ההחזקות הנמסרים לפי דיני ניירות ערך הזורים. בעיה אחרת, נוגעת להיעדר אינפורמציה פומבית לגבי ההחזקות בחברה ציבורית שאינה כפופה לדיני ניירות ערך כלשהם,<sup>16</sup> או, כאשר הבירור רלוונטי לגבי חברה פרטית שאינה תאגיד מדווח.<sup>17</sup>

## 2. גוף ההגדרה

### 1. כללי – הגדרת המונח ”החזקה” ו”רכישה”:

”החזקה” ו”רכישה”, לענין ניירות ערך או כוח הצבעה וכיוצא באלה – בין לבד ובין ביחד עם אחרים, בין במישרין ובין בעקיפין, באמצעות נאמן, חברת נאמנות, חברת רישומים או בכל דרך אחרת; כשמדובר בהחזקה או ברכישה בידי חברה – גם בידי חברה בת שלה או חברה קשורה שלה במשמע, וכשמדובר בהחזקה או ברכישה בידי יחיד – יראו יחיד ובני משפחתו הגרים עמו, או שפרנסת האחד על האחר, כאדם אחד.<sup>18</sup>

ההגדרה מתייחסת להיותה רלוונטית ל”ניירות ערך או כוח הצבעה וכיוצא באלה”. בהמשך נתייחס לשאלת ההתאמה בין התכלית לבין הנכסים אליהם מתייחס ההסדר הרלוונטי. הרישה כוללת כמה חלופות, ובהן ”יחד עם אחרים”, תיבה המוגדרת בנפרד, וכן ”בין במישרין ובין בעקיפין”. בהמשכה מונה הרישה חלופות נוספות, דוגמת החזקה באמצעות נאמן או חברת

13 ניתן ללמוד זאת גם באנלוגיה לעניין שפירא, לעיל ה”ש 5, שהעדיף, בנסיבות מסוימות, את הדיווחים הפומביים על פני יישום ההגדרה שבחוק. לפרשנות המתירה התאמות נוספות, על מנת להגשים את תכלית הוראות חוק החברות לגבי חברות ציבוריות שמנייתיהן רשומות למסחר בבורסה זרה, ראו ה”פ (מחוזי מ”ר) 13-11-36222-BlueMountain Capital Management LLC נ’ תרו תעשייה רוקחית בע”מ (פורסם בנבו, 23.2.2016).

14 תק’ 5ד(א) לתקנות ההקלות.

15 כאמור בהגדרת ”שליטה” בס’ 1 לחוק החברות, המפנה להגדרה בחוק ניירות ערך, וכאמור בעניין הבי, לעיל ה”ש 4.

16 דוגמת חברה ציבורית שהייתה תאגיד מדווח לפי חוק ניירות ערך, אך שחדלה להיות כפופה לחובת הדיווח בהתאם להוראות פרק ה’ לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש”ל-1970; לאפשרות שחברה שחדלה להיות תאגיד מדווח תיוותר ”חברה ציבורית”, ראו ת”א (כלכלית ת”א) 14-12-67298-טלכור טלקום בע”מ נ’ קיסרי (פורסם בנבו, 10.12.2015).

17 לדוגמה, לעניין הפטור לפי ס’ 320(א)(2)(ב) לחוק החברות מאישור של מיוזג באספה הכללית של חברה קולטת, מקום בו כתוצאה מההקצאה לא יהפוך אדם לבעל שליטה בחברה הקולטת.

18 ס’ 1 לחוק ניירות ערך.

רישומים או "בכל דרך אחרת".<sup>19</sup> הסיפה קובעת כללי ייחוס באשר לחברה – גם בידי חברה בת או חברה קשורה,<sup>20</sup> ובאשר ליחיד – גם בני משפחתו הגרים אתו או שפרנסת האחד על האחר. הגדרת "החזקת ניירות ערך או רכישתם ביחד עם אחרים":

"החזקת ניירות ערך או רכישתם ביחד עם אחרים" – החזקת ניירות ערך או רכישתם בשיתוף פעולה בין שניים או יותר לפי הסכם, בין בכתב ובין בעל פה; בלי לפגוע בכלליות האמור יראו לכאורה כמחזיקים בניירות ערך או כרוכשים אותם ביחד –

(1) תאגיד המחזיק או הרוכש ניירות ערך (בהגדרה זו – תאגיד) יחד עם בעל ענין בו או עם חברה קשורה שלו;

(2) (נמחק);

(3) (נמחק);

(4) אדם שעיסוקו הוא החזקת ניירות ערך או מסחר בהם בעד הזולת, יחד עם לקוחו או עם בן משפחה שלו שאינו גר עמו ואין פרנסת האחד על האחר, שבעדו הוא מחזיק בניירות הערך ומנהלם לפי יפוי כוח המקנה שיקול דעת לענין השימוש בזכות ההצבעה.<sup>21</sup>

הגדרת "ביחד עם אחרים" כוללת,<sup>22</sup> ברישה, שיתוף פעולה "לפי הסכם", בכתב או בעל פה, ופסקאות (1) ו-(4) מורות על צירוף לכאורה של החזקות של תאגיד עם אלה של בעל ענין בו או של חברה קשורה שלו (בפסקה (1)) ושל מי שעיסוקו בהחזקה או במסחר בניירות ערך עם אלה של לקוח או בן משפחה שלו (בפסקה (4)).

2. "בין במישרין... – פשיטא שהבעלים של מניה מחזיק בה. המונח "במישרין" משמעו כולל, אפוא, בעלות במניה, לענין "החזקה", וקנייתה המושלמת, לענין "רכישה", מקום בו ההוראה בהסדר הרלוונטי מוסבת על מניות. ואולם, אין, לדעתנו, מקום לקבל את הפרשנות החד משמעית שניתנה בפסקי דין מסוימים, ולפיה חוק ניירות ערך אינו מוציא את המושג

19 ראו ס' 131 לחוק החברות.

20 כהגדרתה בס' 1 לחוק ניירות ערך; ס' 177(1) לחוק החברות.

21 ס' 1 לחוק ניירות ערך.

22 הסיפה של ס' 268 לחוק החברות מרחיבה את "החזקה יחד עם אחרים" לענין שליטה בקשר להחלת הליכי אישור לעסקאות עם בעלי שליטה, כך שתיתכן גם שליטה אד הוק לצורך עסקה ספציפית, באמצעות צירוף החזקותיהם של מי שלהם עניין אישי באישור אותה עסקה. בגדר "אותה עסקה" גם עסקאות נפרדות לכאורה בהן מצביעה האספה לחוד על עסקאות זהות עם כמה אנשים. ראו לדוגמה עמדת סגל רשות ניירות ערך, מכתב מנעם רובינזון, מחלקת תאגידיים ברשות לניירות ערך, לצבי שפיר, יו"ר דירקטוריון פיברולן בע"מ, ושמיר שטיין, מנכ"ל ודירקטור פיברולן בע"מ, חברת פיברולן בע"מ (16.5.2013) <https://bit.ly/2VT55NS>. ייתכן גם שהאינטרסים של בעלי המניות השונים באישור העסקה יהיו נפרדים ואף מנוגדים אלה לאלה. ראו ת"א (כלכלית ת"א) 10394-07-13 מגן נ' קפיטל פוינט בע"מ (פורסם בנבו, 7.8.2013). הרחבה נוספת של "החזקה ביחד עם אחרים" מצויה בס' 2(ג) לתוספת השלישית לחוק החברות.

החזקה מפשוטו, ושכל עוד לא הושלמה רכישת מניות, הן אינן בהחזקת הרוכש.<sup>23</sup> פרשנות כזו מחמיצה את התכלית לשמה עושה ההסדר הרלוונטי שימוש במונחים אלה.<sup>24</sup> נדרש אפוא להבחין בין הוראות המתייחסות ל”בעלות” לאלה המתייחסות ל”החזקה”. בהקשר זה, קושי מתעורר, לדוגמה, לגבי סעיף 308(א) לחוק החברות, המתייחס ברישה לסיטואציה בה “רכשה” חברה מניה ממניותיה ובסיפה לכך שאותה מניה לא תקנה זכויות כל עוד היא “בבעלות” החברה.<sup>25</sup> לא ברור, אם לפרש “בעלות” כ”החזקה” או “רכישה” כ”קניה”. לפי הפרשנות הראשונה תחול ההוראה, לדוגמה, על רכישה שמבצע נאמן בעבור החברה, ולפי השנייה לא.<sup>26</sup> 3. “... ובין בעקיפין” – החזקה ורכישה הן גם “בעקיפין”. ניתן ללמוד על משמעות המונח מהפסיקה בתחום המס, שם נקבע כי זהו מושג תיאום שנועד לגשר בין המהות הכלכלית של אירוע המס לבין תיאורו הפוזיטיבי,<sup>27</sup> ובגדרו גם החזקה באמצעות חברה בשליטה.<sup>28</sup> שאלות

23 כך, במקרה אחד בחן בית המשפט את תקינותו של הליך העברת מניות לצורך הכרעה באשר לקיומה של החזקה במניות ופסק כי הליך העברת המניות בוצע שלא כראוי, ולפיכך לא הייתה הנתבעת בעלת מניות בחברה ולכן אין היא עומדת בקריטריונים של “בעלת עניין”, מונח המתייחס ל”החזקה”. ראו ת”א (שלום ת”א) 105316/00 בנק המזרחי המאוחד בע”מ נ’ ר.ח.פור יו סטודיו לדוגמנות בע”מ (פורסם בנבו, 26.8.2004). וכך, במקרה נוסף נקבע כי מי שלא היה רשום כבעל מניות אצל רשם החברות (הגם שלפי ס’ 176 לחוק החברות הרישום הרלוונטי לבעלות במניות הוא בכלל במרשם בעלי המניות שמנהלת החברה), לא ניתן לראותו כ”בעל עניין” בחברה. ראו ת”א (מחוזי ת”א) 1536/02 הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע”מ נ’ זבולונב (פורסם בנבו, 4.4.2006).

24 ניתן ללמוד זאת גם מהשוואה לדין הזר. דומה כי המונח הרלוונטי לבחינה זו הוא “Beneficial Ownership”. זהו, לדוגמה, המונח המשמש בדין האמריקאי, בס’ 13(d) לחוק ניירות ערך האמריקאי, לעיל ה”ש 10, לעניין החובה לדיווח המקבילה לחובת הדיווח על החזקה בשיעור של 5% לפי חוק ניירות ערך הישראלי. כך, באנגליה נקבע שמוכר מניות, עוד טרם הושלמה ההעברה, חדל להיות “Beneficial Owner” בהתאם להוראות הסכם המכר לפיהן עד העברת הבעלות קיימות מגבלות לגביו, כך שבתקופת הביניים הבעלות של המוכר אינה יותר מאשר “legal shell”. ראו Wood Preservation Ltd v. Prior, 1969 W.L.R.1 1077, 45 T.C. 112 (1969). במקרה אחר נקבע שמי שמעניק אופציה מסוג CALL לאחר לרכוש את מניותיו בעוד 5 שנים ובמקביל מקבל אופציה מסוג PUT בתנאים זהים למכור את מניותיו, אינו מאבד את ה-Beneficial Ownership שלו. ראו Sainsbury Plc v. O’Connor, 1991 W.L.R.1 963 (1991).

25 ס’ 308(א) לחוק החברות.

26 נציין, כי אף אם “רכישה” בהקשר האמור היא כהגדרתה במסגרת הגדרת “חלוקה”, הסוגיה נותרת בעינה, שכן גם אז “רכישה” היא “במישרין או בעקיפין”, ואילו בעלות היא רק “במישרין”. קושי נוסף מתעורר במקום שבו נעשה שימוש בביטוי שאינו חד משמעי, בהבחנה בין בעלות לבין החזקה. לדוגמה, ס’ 95 לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש] הורה כי כאשר אדם מוכר נכס לחברה כך שמייך לאחר המכירה “בידי המוכר” 90% לפחות מכוח ההצבעה באותה חברה, רווח ההון פטור ממס. במקרה שנדון, בהתאם להסכמה מראש, מייד לאחר המכירה המוכר היה בעלים של 100% מהמניות ושבוועיים לאחר מכן דולל ל-51%. בית המשפט קבע כי “כוח ההצבעה בחברה נקבע בהתאם לשליטה במניות החברה ועל-פי הרישום בפנקסי החברה”. אך בעוד שהרישה לציטוט זה יכולה הייתה לפתוח פתח לשאלות לגבי השליטה בכוח ההצבעה בסיטואציה כאמור, הסיפה היא שהכריעה, ובית המשפט פירש את המונח “בידי” בהתאם לפרשנות המונח “בעלות”, קרי, בהתאם לרישום הפורמלי במרשם בעלי המניות. ראו ע”א 83/81 ת.מ.ב. תחזוקת מפעלים בע”מ נ’ פקיד השומה חיפה, פ”ד מ(3) 402 (1986).

27 ראו ע”א 6357/99 פקיד שומה באר-שבע נ’ שלם, פ”ד נו(4) 66 (2002).

דומות לשאלת הייחוס של החזקה מחברה לשולט בה יכולות להתעורר גם בהקשר של ייחוס החזקה מתאגידים שאינם חברה אל בעלי הזכויות בהם, דוגמת ייחוס החזקה של שותפות רגילה או שותפות מוגבלת לשותפים.<sup>29</sup> בנוסף, אם התנאי לייחוס הוא שמתקיימת שליטה, ובפרק ג' נצביע על כך שהתשובה היא שזהו התנאי רק לגבי שתיים מן התכליות, תתעורר גם השאלה מה פירוש המונח "שליטה" בהקשר זה.<sup>30</sup>

**חישוב החזקה בעקיפין** – מקום בו מיוחסת החזקה בעקיפין, ההגדרה אינה מורה כיצד ייערך החישוב שלה. בעניין חדשות ישראל הוצגו שתי שיטות לחישוב: שיטת המכפלות ושיטת איתור בעל השליטה.<sup>31</sup> לפי שיטת המכפלות, החזקתו של יחיד א' המחזיק באמצעי שליטה לאורך שרשרת תאגידים, ב', ג', ו-ד' עד התאגיד הרלוונטי – ה', תחושב על דרך מכפלה של שיעור החזקה הישיר של א' בתאגיד ב' ושל תאגיד ב' בתאגיד ג', וחוזר חלילה, עד הגעה לתאגיד הרלוונטי – ה'.<sup>32</sup> לפי שיטת איתור בעל השליטה, נדרש לאתר מיהו בעל השליטה בתאגיד המוחזק, ומשנמצא, מיוחסות לו כל ההחזקות שהתאגיד שבשליטתו מחזיק בתאגיד האחר.<sup>33</sup> כפי שנקבע בעניין הבי,<sup>34</sup> ובהתאם גם לפרשנות המוצעת כאמור בפרק ג' להלן, מקום בו הרציונל הוא בחינה של ההשפעה של האדם על תאגיד כלשהו, השיטה הנכונה היא איתור בעל השליטה. לעומת זאת, מקום בו התכלית היא לבחון את האינטרס ההוני של אדם בתאגיד

- 28 ע"א 200/73 גרינבוים נ' פקיד השומה ת"א 2, פ"ד ו 315 (1974).
- 29 השו"כ כללי הרשות לניירות ערך "כללים לעניין דיווח על החזקות בעלי עניין בטפסי הדיווח האלקטרוני" (27.7.2003) [www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_854.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_854.pdf), לפיהם בדיווח של שותפות רגילה נדרש לפרט את פרטי השותפים ושיעור חלקם, ובדיווח לגבי שותפות מוגבלת נדרש לדווח על פרטי השותף הכללי בלבד.
- 30 במקרה מסוים התגלעה מחלוקת בין חברה ציבורית לרשות ניירות ערך באשר לשאלה אם שני בעלי מניות, בחלקים שווים, בחברה פרטית ששלטה בחברה ציבורית מהווים – כל אחד מהם – בעל שליטה. עמדת החברה הייתה שאף אחד מהם, לבדו, אינו יכול לכוון את פעילותה של החברה הפרטית. עמדת הרשות הייתה כי מדובר בהחזקה משותפת, לרבות נוכח כך שהתקנון של החברה הפרטית מהווה הסכם הצבעה. לדעתנו, ניתן להגדיר את המחלוקת בעניין זה כך שהשאלה היא אם לייחוס החזקות די בשליטה נגטיבית. ראו מכתב מחברת קרור אחזקות בע"מ לרשות לניירות ערך, ולבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ (13.11.2011) <https://bit.ly/37CUThW>.
- 31 עע"ס 6352/01 חדשות ישראל (טי.אי.אן.סי) בע"מ נ' שר התקשורת, פ"ד נו(2) 97 (2001).
- 32 המיושמת, לדוגמה, בצו תקשורת (בזק ושידורים) (קביעת שירות חיוני שנתנת "בזק", החברה הישראלית לתקשורת בע"מ), התשנ"ז–1997.
- 33 המיושמת, לדוגמה, בתק' 9(1) לתקנות התקשורת (בזק ושידורים) (הליכים ותנאים לקבלת רישיון כללי אחוד), התש"ע–2010, לצד יישום שיטת המכפלות לגבי מי שאינו בעל שליטה. לדרך משולבת זו ראו גם תק' 10 לתקנות התקשורת (בזק ושידורים) (הליכים ותנאים לקבלת רישיון כללי ייחודי), התשס"ד–2004; כמו גם תק' 3 לתקנות הקולנוע (הכרה בסרט כסרט ישראלי), התשס"ה–2005. שיטה חלופית תחשב את שיעור החזקה בזכויות הצבעה בשרשרת חברות על פי החוליה בה שיעור החזקה הוא הנמוך ביותר. ראו Joseph P.H. Fan, T.J. Wong & Tianyu Zhang, *Institutions and Organizational Structure: The Case of State-Owned Corporate Pyramids*, 29 J.L. ECON. & ORG. 1217 (2012).
- 34 עניין הבי, לעיל ה"ש 4. מסקנה פרשנית זו מתנגשת לכאורה בהלכה שנקבעה בעניין חדשות ישראל, לעיל ה"ש 31, שם נבחנה ההשפעה לעניין "דרישת הישראליות" בהתאם לשיטת המכפלות, אלא שבית המשפט בעניין הבי צמצם את ההלכה שנקבעה בעניין חדשות ישראל לנסיבות הספציפיות של מסמכי המכרז שנדרשו שם.



”החזקה” ו”רכישה” בחוק החברות

מסוים, נוכח, לדוגמה, החשש שאינטרס זה יגרום לו לפעול באופן מוטא בקבלת ההחלטות בחברה אחרת, השיטה לחישוב היא שיטת המכפלות, לאור כך שדיבידנד שיחולק יושפע משיעור הזכויות בהון של אותו אדם בכל ”חוליה” בשרשרת.

4. החזקה יחד לפי הסכם – בסיטואציות מסוימות עשוי להיות לבעלי מניות אינטרס להציג עצמם כ”מחזיקים יחד”, בעוד שבסיטואציות אחרות ייתכן ההפך מכך.<sup>35</sup> התנאי שבהגדרה הוא קיומו של הסכם.<sup>36</sup> להשוואה, הקוד לעניין רכישת שליטה באנגליה מתייחס לפעולה מתואמת (“Acting in Concert”) וקובע שתיאום כזה יכול להיות לפי הסכם או הבנה (פורמליים או בלתי פורמליים).<sup>37</sup> הקושי הראייתי נוגע להוכחת התנהלות תואמת, כשאין מצג לגבי תיאום.<sup>38</sup> כאמור להלן, עמדתה של רשות ניירות ערך בהקשר של בני משפחה שאינם נחשבים לפי ההגדרה כ”מחזיקים יחד” היא שבנסיבות מסוימות ניתן לייחס, מעצם התנהלותם, קיומו של הסכם.

תוכן ההסכם – שאלה נפרדת היא תוכנו של ההסכם ההופך את הצדדים לו למחזיקים יחד (או את ההתקשרות בו ל”רכישה”). בפסיקה טרם הותוו קווים מנחים ברורים באשר לעוצמת שיתוף הפעולה המינימלית הנדרשת כדי לגבש החזקה “ביחד עם אחרים”.<sup>39</sup> רשות ניירות ערך רואה הסכם להצבעה בעניין מינוי דירקטורים כיוצר החזקה יחד.<sup>40</sup> בהמשך לגישה הרואה את

35 ע”א 7414/08 תרו תעשיה רוקחית בע”מ נ’ Sun Pharmaceutical Industries Ltd (פורסם בנבו, 7.9.2010); ערן רוזמן “בחינת מצבת החזקות עובר לרכישת שליטה בחברה ציבורית” תאגידים ד (4) 61 (2007).

36 על מנת לקבוע שהסכם כזה אכן קיים, מן הראוי כי תוצגנה ראיות ברורות המעידות על כריתתו. ראו עניין הצלחה, לעיל ה”ש 5; תנ”ג (כלכלית ת”א) 37733-12-14 קוסובר נ’ דונין (פורסם בנבו, 25.3.2018). אך ראו ת”פ (שלום ת”א) 30453-04-10 מדינת ישראל – פמת”א (מיסוי וכלכלה) נ’ צולר (פורסם בנבו, 27.10.2016), שם נקבע כי בית המשפט יבחן מכלול של ראיות, לרבות התנהלות הצדדים ואופי הקשר ביניהם, שמהם ניתן ללמוד על קיומן או אי-קיומן של הסכמות ביניהם.

37 The City Code on Takeovers and Mergers § 9.1 (1985) (UK)

38 כפי שמודגם באופן ציורי במאמר Kimberly Goldman, *Theories and Solutions on Wolf Pack Activism*, 7 MICH. BUS. & ENTREPRENEURIAL L. REV. 341 (2018) של משקיעים המכונים “WOLF PACK”: “much as schools of fish or flocks of birds manage to move in unison without members talking to each other” לתנאים בגלולת רעל המנסות ללכוד גם התנהגות פרללית מודעת לצורך בחינת החזקה יחד המעוררת את גלולת הרעל ראו Marcel Kahan & Edward Rock, *Anti-Activist Poison Pills*, 99 B.U.L. REV. 915, 963 (2019).

39 כפי שנקבע בעניין שפירא, לעיל ה”ש 5. באותו עניין לא הוכרע אם הסכם בדבר זכות סירוב ראשונה יוצר החזקה ביחד. להשוואה, הפסיקה בארצות הברית, לעניין ס’ 13(d) לחוק ניירות ערך האמריקאי, לעיל ה”ש 10, מתייחסת לכך שאין צורך שההסכם יקנה שליטה, ודי שהוא יקדם את אחד ההיבטים הבאים: רכישה, החזקה או מכירה של ניירות ערך. ראו Morales v. Quintel Entertainment, Inc., 249 F.3d 115 (2d Cir. 2001); Morales v. Freund, 163 F.3d 763 (2d Cir. 1999).

40 “מליאת רשות ני”ע: בעלי מניות שקשורים בהסכם הצבעה למינוי דירקטורים ייחשבו מעתה כבעלי עניין אישי” (חוות דעת של רשות ניירות ערך, 23.1.2002); ראו גם באתר הרשות “בקשת הנחיה מקדמית – חברת מדיפאואר (אוברסיו) פאבליק קו. לימיטד בע”מ” (חוות דעת של עו”ד ורד סלומון, מערך רגולציה וייעוץ משפטי במחלקת תאגידים של הרשות לניירות ערך, 30.10.2012) [www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_7283.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7283.pdf). לפי עמדה זו, יש לבחון אם

שאלת השליטה כשאלה הרלוונטית, הרשות החליטה שלא להתערב בעמדה לפיה הסכם בין שולט למיעוט, לפיו לאחרון זכות להמליץ על מועמדים לדיירקטוריון והראשון מתחייב לבחור באחד מהם, אינו יוצר החזקה יחד.<sup>41</sup> בעניין אפסוויג נקבע כי העובדה שמחזיקים נחשבים, נוכח הסכם הצבעה, כמחזיקים יחד לצורך סיווגם כבעלי שליטה, אין משמעה שיש לראותם כמחזיקים יחד גם לעניין שאלת החסימה של המניות, השאלה שעמדה לדיון באותו העניין.<sup>42</sup> להלן נרחיב על שאלת התוכן הרלוונטי של ההסכם, כנגזר משאלת התכלית.

5. בני משפחה – לפי ההגדרה, לצורך ייחוס ההחזקה לא די בכך שמדובר בבן משפחה, אלא נדרש שהוא "מתגורר עמו" או "פרנסתו עליו". לעמדת רשות ניירות ערך, יש לפרש חלופה זאת כיכולת לשלוט על פרנסת האחר.<sup>43</sup> עמדה זו עקבית בכל הנוגע למבחן השליטה כמבחן הרלוונטי. בתזכיר לתיקון חוק ניירות ערך הוצע כי תתווסף חזקה לכאורה, לפיה בני משפחה ייחשבו כמחזיקים יחד.<sup>44</sup> אך גם כעת, אף שטרם אומצה ההצעה, עמדת הרשות מייחסת חזקה, ניתנת לסתירה, לפיה מקום בו בני משפחה מקרבה ראשונה רכשו מניות באותו מועד, באותו מחיר ומאותו מוכר, בני משפחה אלה הם מחזיקים יחד.<sup>45</sup> להשוואה, הסיפה לסעיף 345(א) לחוק החברות מורה כי "יראו יחיד וקרובו כאדם אחד".<sup>46</sup> וגם הגדרת "החזקה" בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, כוללת חזקה חלוטה לפיה "יראו כמשתפים פעולה דרך קבע, לעניין יחיד – אותו, את קרובו, ותאגיד שאחד מהם שולט בו..."<sup>47</sup> קביעתה של החזקה החלוטה מעידה כי המחוקק ביקש להימנע מבירור עובדתי בדבר מהות היחסים בין קרובים. הטעם לכך ברור. יכולתו של בית המשפט לבחון כליות ולב ולקבוע ממצאים בדבר מהות יחסיהם של בני משפחה היא מוגבלת.<sup>48</sup>

41 ההסכמות בין בעלי המניות כוללות שיתוף פעולה בקשר עם זכויות הצבעה באספה הכללית או בקשר עם מינוי דיירקטורים, למעט לעניין הגנת מיעוט.  
 ראו באתר רשות ניירות ערך את תשובת סגל רשות ניירות ערך, "תדיר-גן (מוצרים מדויקים) 1993 בע"מ – בקשת הנחיה מקדמית" (חוות דעת של רשות ניירות ערך, 22.5.2013) (להלן: תשובת סגל הרשות בעניין תדיר-גן). בדומה, גם בהגדרת "שליטה" בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981 מוכרות הגנות מיעוט שאינן יוצרות שליטה, באשר ליכולת למנוע החלטות שעניינן הנפקה של אמצעי שליטה בתאגיד או החלטות שעניינן מכירה, או חיסול של רוב עסקי התאגיד או שינוי מהותי בהם.  
 42 עת"ם (כלכלית ת"א) 43900-09-15 מנשה נ' רשות ניירות ערך (פורסם בנבו, 21.3.2016).  
 43 אף אם, פורמלית, השכר משולם על ידי ישות משפטית אחרת (דוגמת חברה בשליטה), כל עוד זהו מקור הפרנסה העיקרי. ראו באתר רשות ניירות ערך את "עמדת הרשות בנוגע להחזקתם המשותפת של בעל השליטה ובנו" (חוות דעת של רשות ניירות ערך – מחלקת התאגידים, 10.6.2013).  
 44 עניין חדשות ישראל, לעיל ה"ש 31.  
 45 ראו עמדת רשות ניירות ערך כפי שהיא מופיעה במכתב מחיים פישלר, סמנכ"ל כספים בחברת פיברולן בע"מ, לרשות ניירות ערך והבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ (7.1.2014) <https://bit.ly/33V11nr>.  
 46 ס' 345(א) לחוק החברות.  
 47 ס' 1 לחוק הבנקאות (רישוי).  
 48 רע"א 4802/98 שידורי פרסומת מאוחדים בע"מ נ' רשות השידור, פ"ד נה(1) 587 (1998). ראו גם ע"א (מנהלי י-ם) 23923-06-14 ביג פק בע"מ נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 16.10.2015), שם נקבע כי בנסיבות בהן מדובר היה באב מבוגר שהחזיק 90%, ובבנו שהחזיק 10% ואשר הפעיל

### 3. הקשיים הנובעים מנוסח החזקות שבהגדרה

1. חזקות חלוטות וחזקות ניתנות לסתירה – הרכיבים הכלולים בהגדרת ”החזקה” ו”רכישה” גופא, וברישה להגדרת ”ביחד עם אחרים”, קובעים חזקות חלוטות. לעומת זאת, פסקאות (1) ו-(4) להגדרת ”יחד עם אחרים” קובעות חזקות ניתנות לסתירה – ”יראו לכאורה”.<sup>49</sup> השימוש בחזקה ניתנת לסתירה מעורר קושי, הנובע מכך שהתנהלות השחקנים השונים כפופה לחוסר ודאות באשר למצב המשפטי, נוכח האפשרות שבכוא היום ייתכן שהחזקה תיסתר בבית המשפט. קושי זה מתגבר ככל שמספר ה”שחקנים” הרלוונטי גדל, דוגמת ההשלכה שיש להצגה הפומבית של מצבת החזקות בעלי עניין על מכלול השחקנים הרלוונטיים להסדרים בעניין הצעת רכש מלאה והצעת רכש מיוחדת.

2. סתירות פנימיות – בחינת החלופות השונות מצביעה על חוסר היגיון פנימי. כך, לדוגמה, לפי ההגדרה גופא, מייחסים לחברה, כחזקה חלוטה, את ההחזקות של חברה קשורה שלה, ואילו לפי הסיפה לפסקה (1) להגדרת ”יחד עם אחרים” ניתן לסתור את החזקה שהחברה וחברה קשורה שלה מחזיקים יחד. בנוסף, כאמור, לפי פסקה (1) האמורה רואים לכאורה כמחזיקים יחד חברה וחברה קשורה (25%), אך גם חברה ובעל עניין בה, קרי, בין היתר, מי שמחזיק 5% בלבד. לפיכך, אם, לדוגמה, חברה אחת (שמחזיקה בתאגיד X) מחזיקה 10% בחברה אחרת (שמחזיקה אף היא בתאגיד X), אזי, לפי החלופה של חברה קשורה, אין מתייחסים, לכאורה, לחברה הראשונה ולחברה השנייה כמחזיקות יחד (בתאגיד X). ואולם, לפי החלופה של ”בעל עניין”, דווקא רואים, לכאורה, את שתי החברות כמחזיקות יחד (בתאגיד X). היישום של החזקה האמורה מוביל גם, לכאורה, לכך שאם חברה א' מחזיקה 5% בחברה ב', וחברה ב' מחזיקה 5% בחברה ג', וכל אחת מהן היא בעלת מניות בתאגיד כלשהו, מתייחסים לשלושת החברות הללו, לכאורה, כמחזיקות ביחד.<sup>50</sup>

3. תאגיד יחד עם בעל עניין, סתירת החזקה כשמתקיימת שליטה של אדם אחר – לעמדת סגל רשות ניירות ערך,<sup>51</sup> חזקה זו, הקבועה כאמור בפסקה (1) להגדרת ”יחד עם אחרים”, נסתרת מקום בו לתאגיד המחזיק יש בעל שליטה שאינו בעל העניין, ושיתוף פעולה בין בעל העניין לבין בעל השליטה אינו מתקיים. התנאי שמוצג הוא אפוא קיומה של שליטה. כשזו מתקיימת, לבעל עניין אחר אין יכולת להשפיע על הדרך בה יממש התאגיד המחזיק את כוח

49 את החברה, ובהיעדר כל אינדיקציה עובדתית כי האב שינה, על דעת עצמו, אחת מהחלטותיו של בנו, ולאור כך שהחיים מלמדים כי בעסק הנושא אופי של יחסים משפחתיים ייתכנו מקרים דומים בהם המצב הפורמלי אינו תואם את המצב העובדתי בשטח, יש לראות בבן כבעל שליטה. יעקב קדמי על הראיות: הדין בראי הפסיקה חלק שלישי 1488 (מהדורה משולבת ומעודכנת, 2003).

50 זאת ועוד, פסיקה מתחום המיסוי יכולה ללמד שגם במקרה בו בדוגמה שלעיל חברה ב' אינה בעלת מניות בתאגיד, אין הדבר מונע את החיבור של החזקות של חברה א' וחברה ג' יחדיו וייחוס החזקות אלה לשלוש החברות. ראו עניין שלם, לעיל ה”ש 27, שם יוחסו החזקות של אישה לבעלה, למרות שבעלה לא היה בעל מניות.

51 ”עמדות סגל בנושאים משפטיים – בעלי שליטה, בעלי עניין ונושאי משרה – שמן משאבי נפט וגז בע”מ” (חוות דעת של הרשות לניירות ערך, 24.11.2015).

ההצבעה שלו בחברה הציבורית. ואכן, הוצע תיקון לחוק ניירות ערך,<sup>52</sup> כך שחזקה זו תחול רק בחברות בהן אין בעל שליטה.

### ג. תכליות גנריות לשימוש במונחים והפרשנות הנובעת מהסיווג בהתאם להן

1. שלוש הקטגוריות: שליטה בדיספוזיציה, שליטה בכוח הצבעה וזכויות הוניות

הפרק הקודם הציג את המורכבות הרבה של הגדרות המונחים "החזקה" ו"רכישה". בפרק זה ננסה להציג גישה מקיפה לפרשנותם בהתאם לתכלית הגנרית של ההסדר הרלוונטי. מנייה היא אגד של זכויות.<sup>53</sup> נקל להבחין בין זכויות המקנות השפעה על התנהלות החברה, דוגמת זכות הצבעה או למינוי דירקטור, לבין זכויות הוניות ("Cash Flow Rights"), לדיבידנד וליתרת הנכסים בפירוק. בנוסף, המנייה עצמה היא נכס שניתן, בכפוף לדין, לבצע בו דיספוזיציה. כפי שהבעלות במנייה מנביעה באופן טיפוסי זכויות אלה, ההתייחסות בהסדר הרלוונטי לזיקה הרחבה יותר מזיקת הבעלות במנייה – החזקה – נערכת בקשר עם איזה מן האספקטים הללו. הטענה שלנו אפוא היא שיש לפרש את המונחים "החזקה" ו"רכישה" לאור התכלית לשמה ההסדר הרלוונטי עושה שימוש במונחים אלה, בהבחנה בין שלוש חלופות. לכן, בשלב ראשון, נדרש לבחון, מבין שלוש החלופות, מה התכלית של ההסדר הרלוונטי המתייחס להחזקה (או רכישה).<sup>54</sup> בשלב שני יש לפרש את הרכיבים בעל המרקם הפתוח בהגדרת "החזקה" ו"רכישה" בהתאם לתכלית האמורה, כמפורט להלן.

2. הוראות שתכליתן איתור ההשפעה על החברה

כשמבקשים לגלות מי המחזיק בחברה, על מנת לבחון קיומה של שליטה לאור תכלית השימוש במונח "החזקה" בהסדר הרלוונטי, תכלית זו מדריכה לבחון למי תיתכן ההשפעה על האופן בו מופעלות הזכויות למינוי דירקטור בחברה<sup>55</sup> או זכויות הצבעה.<sup>56</sup> לכן, בהקשר זה, לעניין

52 תזכיר חוק ניירות ערך (החזקות בעלי עניין), התש"ע-2010 (להלן: תזכיר חוק ניירות ערך).

53 ס' 1 לחוק החברות.

54 בחינה זו אינה בהכרח פשוטה. כך, הסיפה לס' 6(א)(1) לחוק החברות מורה, לעניין הרמת מסך, כי נדרש שבעל המנייה יהיה מודע לשימוש (שאינו תקין) באישיות המשפטית הנפרדת, "ובשים לב לאחזקותיו" ולעניינים נוספים. ניתן לטעון, שהחזקה בזכות לבחור דירקטורים היא הרלוונטית, כי ממנה נובעת ההשפעה על הפעילות (שאינה תקינה). אך ניתן גם לטעון, כי התכלית היא המודעות שניתן לייחס לבעל המניות, ולפיכך, ככל שהחזקה ההונית עולה, כך גם עולה האפשרות שבעל מניות רציונלי יטרח להיות מודע להתנהלות החברה. שאלות דומות מתעוררות גם באשר להוראת ס' 50(ב), המטילה אחריות על בעלי מניות כאשר האספה הכללית נוטלת סמכויות, "בשים לב להחזקותיהם בחברה".

55 הפסיקה דנה גם בשאלה אם מקום בו לאדם אחד ניתנה זכות להמליץ על מספר מסוים של מועמדים לכהונה כדירקטור, ולאדם אחר ניתנה הזכות למנות מתוך מועמדים אלה את הדירקטור, האם לאדם הראשון יש החזקה באמצעי שליטה של זכות למינוי דירקטור. התשובה שניתנה הייתה

החזקה “בעקיפין”, יש ליישם את שיטת איתור בעל השליטה, שכן בעל מניות מיעוט בתאגיד שהוא הבעלים של מניות בחברה הרלוונטית אינו יכול לכוון את אופן הצבעתו של התאגיד באספה הכללית של החברה הרלוונטית. ולעניין ייחוס “אופקי”, יש רלוונטיות להסכם הצבעה, למעט בהקשר של זכויות מיעוט.<sup>57</sup> להבדיל מכך, הסכם בעניין זכות סירוב ראשונה לא ייצור בהקשר זה החזקה יחד.<sup>58</sup> וכך גם, בהקשר זה, פרשנות התיבה “באמצעות נאמן” לא תכלול נאמנות עיוורת, המנטרלת את השפעת הנהנה על אופן הפעלת זכויות ההצבעה.<sup>59</sup> מובן, כי דברים אלה אינם ממצים מבחינת הסוגיות העולות בהקשר זה, דוגמת השאלה אם נוצרת החזקה יחד לאור הסכמה להצביע בעניין מסוים בלבד, או הסכמה שלא להצביע בעניינים מסוימים.<sup>60</sup>

שלילית, לרבות לעניין ההתייחסות באותו עניין לאפשרות שיראו בכך מינוי משותף – החזקה יחד. ראו ת”פ (מחוזי ת”א) 40090/04 מדינת ישראל נ’ זאבי (פורסם בנבו, 21.10.2015). לדעתנו, גישה זו אינה נקייה מספקות, שכן אם מייחסים חשיבות לקשר בין הדירקטור לבין האדם שלו מייחסים את החזקה בזכות למינוי דירקטור, הרי שיש להניח שכל אחד מן המועמדים המומלצים יקיימו את הזיקה האמורה.

56 קושי יכול להתעורר מקום בו קיים פיצול בין זכות ההצבעה לזכויות למינוי דירקטורים, באשר לשאלה איזה אמצעי שליטה הוא הרלוונטי, לרבות כאשר יש הבדל בין אמצעי זה לטקסט של ההוראה הרלוונטית. בבג”ץ 3250/94 אורן נ’ מועצת עיריית פתח-תקווה, פ”ד מט(5) 17 (1995), נקבע שהעירייה מחזיקה ב”מחצית כוח ההצבעה בתאגיד” עקב החזקה בכוח למנות מחצית מן הדירקטורים, לעניין ס’ 249 לפקודת העיריות [נוסח חדש]. אף כי הפירוש המתבקש, קבע בית המשפט, הוא לכאורה זה שדבר המחוקק מכון עצמו אל כוח ההצבעה באספה הכללית, כיוון המחוקק למי שמחזיק בידיו לפחות מחצית השליטה בתאגיד, ואין ספק שכוחות החברה מרכזים עצמם בדירקטוריון החברה. לעומת זאת, בת”א (שלום חי) 23376/98 מרים נ’ צ.ב.י.גליקמן חיפה בע”מ (פורסם בנבו, 27.6.2005), בחן בית המשפט את משמעות המונח “מניות המקנות שליטה בחברה” בסיטואציה בה התקיימו הן מניות רגילות, שלא הקנו זכות למינוי דירקטורים, והן מניות יסוד, שהקנו זכות זו בלבד, ופסק כי “זכות ההצבעה באספות הכלליות היא-היא שמקנה לבעליה שליטה בחברה”.

57 ראו לגבי עמדות רשות ניירות ערך לגבי זכויות מיעוט את תשובת סגל הרשות בעניין תדיר-גן, לעיל ה”ש 41.

58 ראו “בקשת הנחיה מקדמית – מגדלאור מקבוצת ענבל אור בע”מ” (חוות דעת של עו”ד ורד סלומון, מערך רגולציה וייעוץ משפטי במחלקת תאגידיים של הרשות לניירות ערך, 9.7.2015).

59 השו”ע ע”מ 4622/09 שידורי רדיו ירושלים (2007) בע”מ נ’ הרשות השנייה לטלוויזיה ורדיו (פורסם בנבו, 23.8.2009). באותה המידה ניתן לטעון שייפוי כוח להצביע מכוח מניות לפי שיקול דעתו של מיופה הכוח, יאיין את האפשרות לייחס החזקה למייפה הכוח, שכן אין הוא יכול לכוון את אופן הפעלת זכויות ההצבעה. השו”ע פ”פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע”מ נ’ מדינת ישראל, פ”ד ס(1) 294 (2005), שם נקבע באשר לעניין אישי כי במקום שבו מיופה כוח מנהל את חשבונות לקוחותיו בנאמנות עיוורת ונהנה משיקול דעת מוחלט ביחס להפעלת זכות ההצבעה – חייבת בדיקת העניין האישי להתמקד במיופה הכוח, כמי שחולש בפועל על זכות ההצבעה; אך ראו גם הגדרת “עניין אישי”, כפי שתוקנה בחוק החברות (תיקון מס’ 16), התשע”א–2011, ה”ח 496 הקובעת ייחוס עניין אישי הן למייפה הכוח והן למיופה הכוח.

60 ראו ת”א (מחוזי מ”ר) 6395-08-07 שפירא נ’ DEXIA CREDIT LOCAL, פס’ 21 (פורסם בנבו, 26.4.2009), שם נקבע שאין דרישה ששיתוף הפעולה יהיה דרך קבע, ודי בקיומה של תקופה משמעותית. להשוואה, לעניין התכלית של בחינת ההשפעה בחברה, באנגליה, (UK) Financial Services and Markets Act 2000, c. 8, § 178, נדרש להודיע לרשות המפקחת הרלוונטית על רכישה של שליטה (מונח הכולל, בין היתר, 10% מהחזקה במניות או בכוח הצבעה, כאמור בס’

### 3. הוראות שתכליתן בחינת האינטרס הכלכלי הנוגד

כאמור לעיל,<sup>61</sup> כשחברה עושה עסקה עם תאגיד כלשהו, ההסדרים מחייבים גילוי ההחזקה בשיעור של 5% או של 25% בתאגיד, ומורים על נטרול מסוים של כוח ההשפעה של המחזיק בעניין העסקה. הסדרים אלה, כמו גם הסדרים דומים מחוץ לחוק החברות,<sup>62</sup> תכליתם בחינת הזכויות ההוניות בתאגיד, היוצרות אינטרס זר של המחזיק בשיעור הנדרש באותן זכויות הוניות הפוגם בתקינות השתתפותו בהליך קבלת ההחלטות בחברה.<sup>63</sup> יובהר כי הביטוי "זכויות הוניות" (כמו גם במקבילה האנגלית – Cash Flow Rights) אינו מדויק בהקשר זה, שכן אין עניינו זכות משפטית לקבלת דיבידנד, שממילא ככלל אינה קיימת, אף כשמדובר בבעל המניות עצמו, אלא ביטוי המתייחס לאינטרס הכלכלי שבעתיד יתקבלו דיבידנד או עודפים בפירוק. לכן, חישוב ההחזקה בעקיפין יהיה לפי שיטת המכפלות, כפי השיעור של הדיבידנד שיתקבל אצל המחזיק במקרה שיבצעו חלוקות בכל התאגידים במעלה שרשרת ההחזקות, ולעניין ייחוס אופקי – מקום בו לאותו מחזיק הסכם הצבעה באשר להצבעתו באספה הכללית, להסכם זה אין, על פניו, רלוונטיות.

### 4. הוראות שתכליתן סחירות המניות

תכליתו של האיסור בסעיף 336 לחוק החברות לרכישה מעבר ל-90% שלא בדרך של הצעת רכש מלאה היא למנוע לחץ על בעלי מניות המיעוט,<sup>64</sup> שנוכחים לדעת כי בעל השליטה רוכש

181 לחוק האמור), כשלעניין זה יש לחבר החזקות של מי שפועלים בתיאום – "acting in concert". לתיבה האמורה אין הגדרה בחוק. אחת הרשויות היא Prudential Regulation Authority (PRA), שפרסמה בהקשר זה את עמדתה בעניין ה- "Purpose of Prudential Assessment of Controllers AGGREGATION OF HOLDINGS FOR THE PURPOSE OF PRUDENTIAL ASSESSMENT OF CONTROLLERS, 2015, SS33/15 (UK). כך, ככלל, הסכמה להצבעה בעניין מסוים אינה גוררת התייחסות לצדדים לה כפועלים בתיאום. לעומת זאת, הסכמה על הצבעה באספה אחת שלפיה ישתלטו הצדדים לה על הדירקטוריון מהווה פעולה בתיאום. בנוסף, לעמדת ה-PRA גם הסכמה בין בעלי מניות לפיה אחד הצדדים יימנע מהצבעה בנושאים מסוימים מהווה פעולה בתיאום. זכויות לגבי דיספוזיציה ("Pre-emption", "Drag Along", "Tag Along") לא צפויות לעורר התייחסות כשיתוף פעולה.

61 עניין אפריקה ישראל, לעיל ה"ש 7; ס' 320(ה) לחוק החברות; לעיל ה"ש 9.

62 השוו "כללים למניעת ניגוד עניינים של נבחרי הציבור ברשויות המקומיות" (חוות דעת של הוועדה למניעת ניגוד עניינים של נבחרי הציבור ברשויות המקומיות, 1.10.1984): הגדרת "בעל שליטה" כוללת מי שיש לו חלק העולה על 5% בהון או ברווחים של גוף, והגדרת "עניין אישי" כוללת גוף שחבר המועצה או קרובו הם בעלי שליטה בו. כן ראו ס' 4 לחוק המתווכים במקרקעין, התשנ"ו-1996.

63 ראו זוהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" משפטים כט 17 (1998). מובן, כי גם בהקשר זה דברים אלה אינם ממצים מבחינת הסוגיות העולות. כך, לדוגמה, לעניין השיעור שאדם מחזיק ב-"Cash Flow Rights", תיתכן בעיית מדידה, מקום בו לא קיים מכנה משותף לכלל המניות, דוגמת סיטואציה בה קיימות מניות רגילות ומניות בכורה. השוו דיון באשר למניות בכורה בעניין חדשות ישראל, לעיל ה"ש 31.

64 ס' 336 לחוק החברות.

“החזקה” ו”רכישה” בחוק החברות

מניות, למכור את מניותיהם בכל מחיר, כדי לא להוות כמיעוט המחזיק במניות שאיבדו את סחירותן.<sup>65</sup> הדעת נותנת שבהתאם לכך, השאלה הרלוונטית לעניין ייחוס החזקה בהקשר זה, היא של שליטה ביכולת לבצע דיספוזיציה במניות. נציין, כי הדין האמריקאי מתייחס מפורשות לזכויות המקנות השפעה על האפשרות לבצע דיספוזיציה במניה.<sup>66</sup> לכן, בהקשר זה, החזקה בעקיפין תיחוס לפי שיטת איתור בעל השליטה, שכן בעל מניות מיעוט בתאגיד שהוא הבעלים של מניות בחברה הרלוונטית אינו יכול לכוון את פעולותיו של התאגיד בנוגע למכירת מניות אלה. ואולם, לגבי החזקה יחד, הקריטריון הרלוונטי הוא הסכם הנוגע לעבירות המניות. לדוגמה, אם מי שמחזיק ב-90% מקבל זכות המגבילה בעל מניות אחר מלמכור את מניותו, מדובר, על פניו, בהחזקה רלוונטית לעניין זה, וההתקשרות בהסכם כאמור מהווה חצייה אסורה של הסף של 90%. מן הצד השני, על פני הדברים, אין לראות בהסכם הצבעה כיוצר תוצאה כזו. בהקשר דומה לכך, נבדקת השפעת הסכמים על סחירות המניות, לצורך בחינת החזקות הציבור לעניין כניסה ויציאה מהמדדים של הבורסה לניירות ערך בתל אביב.<sup>67</sup>

#### 5. הקשיים שמעוררת הפרשנות המוצעת

1. סתירה בין תכלית ההסדר לבין הנכסים אליהם מתייחסות ההוראות בעניין החזקה ורכישה – הצבענו לעיל על הוראות שתכליתן בחינת השיעור של החזקה ההונית בתאגיד, דוגמת סעיף 320(ג) לחוק החברות.<sup>68</sup> סעיף זה מתייחס למחזיק ב-25% ב”אמצעי שליטה” בחברה המתמזגת האחרת. ודוק, “אמצעי שליטה” כוללים זכות הצבעה וזכות למינוי דירקטור. ההוראה מתייחסת אפוא לאינטרסים שאינם רלוונטיים לתכלית, ומתעלמת מאלה הרלוונטיים. וכך, גם התכלית של הבחינה של החזקה לגבי “עניין אישי” בחלופה של “בעל מניות מהותי” היא זו ההונית. ואולם, הגדרת “בעל מניות מהותי” כוללת שתי חלופות: החזקה בהון המונפק, שמעידה על זכויות הונית, אך גם זכויות הצבעה, שאינן רלוונטיות. התכלית של ההסדר בעניין הצעת רכש מלאה היא, כאמור לעיל, לעניין הסחירות של מניות הרשומות למסחר בבורסה.

65 רע”א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע”מ נ’ ממן, פס’ 28 לפסק דינו של השופט דנציגר (פורסם בנבו, 28.8.2012); ה”פ (מחוזי ת”א) 786/07 שני נ’ מלם מערכות בע”מ (פורסם בנבו, 21.10.2007). דברים אלה נכונים כאמור לגבי חברות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה. יצוין כי בחוק החברות (תיקון מס’ 3), התשס”ה–2005, ס”ח 238, נמחק התנאי שס’ 336 יחול רק לגבי אותן חברות ציבוריות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה.

66 כך, אחת החלופות ב-Rule 13d-3(b) להגדרת “beneficial ownership” היא: “Investment power which includes the power to dispose, or to direct the disposition of, such security”. C.R.F § 240.13d-3(b) (1998).

67 כך, ועדת המדדים של הבורסה לניירות ערך בתל אביב קבעה כי החזקות של שואל מניות בעסקאות השאלה מבעל עניין לא ייחשבו כהחזקות ציבור, וזאת מאחר שהגידול בהחזקות הציבור הנובע מההשאלה הוא זמני, ובסיום תקופת השאלה המניות יחזרו למשאל. כך, גם לגבי החזקות של רוכש מניות בעסקאות החלף, נוכח כך שהמוכר שולט בפועל במניות הנמכרות – הוא מכתוב בעקיפין את המכירה החוזרת של המניות ואת העיתוי שלה. ראו: החלטה 312703 של ועדת המדדים “חישוב החזקות ציבור הנובעות מעסקאות השאלה ומעסקאות מכירה קשורות” [mayafiles.tase.co.il/reports/1137001-1138000/e1137162.pdf](http://mayafiles.tase.co.il/reports/1137001-1138000/e1137162.pdf) (18.12.2017).

68 ס’ 320(ג) לחוק החברות.

ודוק, הוראת סעיף 336(א) תוקנה בתיקון מס' 16, ובתיקון נוספה החלופה, לצד התייחסות למניות, באשר לרכישת זכויות הצבעה. לפיכך, אסורה רכישה בידי החברה או חברה בת, על פי סעיף 308 או 309, בהתאמה, המביאה לעלייה בזכויות ההצבעה מעבר ל-90%<sup>69</sup> רכישה כזו גם מקטינה את מספר המניות הצפויות להיסחר ובכך תואמת את התכלית. ואולם, אין הדבר כך לגבי הסכם הצבעה, שאף שאינו פוגע בסחירות של המניות שבידי הצדדים להסכם ההצבעה, הוא גורר עלייה בשיעור זכויות ההצבעה המיוחסות להם. בכל הסדר שבו קיימת אי-התאמה, כמודגם לעיל, מתעוררת השאלה אם יש לפרש לפי התכלית המסתברת מעצם ההסדר המדובר, או שיש לפרש אחרת – לאור הנכסים עליהם מוסכות ההוראות הרלוונטיות. ברי, כי היצמדות ללשון ההוראה תועלתה בקידום האינטרס של הוודאות המשפטית, וחסרונה הוא בהחלת ההסדר במידה שאינה תואמת – בין תחולה ביתר ובין תחולה בחסר – את תכליתו.

2. קשיים נוספים שמעוררת הפרשנות המוצעת – הפרשנות המוצעת לעיל אינה נקיייה מספקות. ספקות אלה ניתנים לחלוקה לשני היבטים. האחד נוגע לכך שלנסיבות הנוגעות ישירות לתכלית אחת תיתכן גם השלכה על תכלית אחרת. לדוגמה, הסכם הצבעה המקנה שליטה אומנם אינו מגביל משפטית את סחירות המניות, אבל עצם קיומו מהווה מניע שלא למכור בנפרד, על מנת ליהנות מפרמיית השליטה. ההיבט שני נוגע להתמודדות עם החשש מהסתרה – ניתן להעדיף גישה רחבה, דוגמת בחינה גם של אינטרסים הוניים, על מנת לבחון הוראות שתכליתן מידת ההשפעה, תוך הנחה ש"בעל המאה הוא בעל הדעה". המשותף לשתי הטענות הוא שהתוצאה שלהן היא העדפה של "טעויות" בהיקף גדול הנובעות מתחולת יתר של ההסדרים הרלוונטיים, על מנת להימנע מטעויות בהיקף קטן יותר שתוצאתן תחולה בחסר. העדפה פרשנית כזו צריך, לדעתנו, שתתיישב עם התכלית של ההסדר הרלוונטי. בהיבט אחד, דומה שיש לסייג את הטענה הפרשנית שהצגנו – בכל הנוגע להחזקה יחד על ידי בני משפחה. האפשרות לבחון את תוכן ההסכמה בין בני משפחה לאור המצגים שלהם באשר לכך למול התכלית הרלוונטית – כמוצע באופן כללי במאמר – דינה מראש לכישלון, לאור כך שהאינטרסים והפעולות של בני משפחה יכולים להיות מתואמים גם ללא צורך בהסכמה.

69 זה היה הרציונל לתיקון, כאמור בדברי ההסבר להצעת התיקון לחוק. ראו הצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010, ה"ח הממשלה 566, 580. עמדת רשות ניירות ערך, עוד טרם התיקון, הייתה שבסיטואציה בה בחברה ציבורית מחזיק בעל השליטה בשיעור של 80%, רכישה עצמית של 15% ממניות הציבור תעלה את החזקות בעל השליטה לכדי 94.1% ולפיכך רכישה זו אסורה לפי ס' 336(א). ראו באתר הרשות החלטה 3-102 של הרשות לניירות ערך "ספירת החזקות לעניין סעיף 336 לחוק החברות" (מרץ 2005). לדעתנו, בסיס החישוב צריך להתייחס לסחירות המניות. מקום בו אלה נרכשות על ידי חברה ציבורית, הדיספוזיציה שלהן תלויה בבעל השליטה. לכן, בדוגמה לעיל, לפי עמדת הרשות אם לבעל השליטה יש 80% מותר לחברה לרכוש 11%, שכן אז שיעור החזקה שלו עולה לכ-89.9% ולעמדתנו, רכישה כזו אסורה.



## ד. המקרה המסובך של הצעת רכש מיוחדת

### 1. תכלית ההסדר בעניין הצעת רכש מיוחדת

בפרק הקודם הצגנו את עמדתנו כיצד באופן כללי ניתן להציג שלוש תכליות גנריות לשימוש במונחים "החזקה" ו"רכישה", ומשאותרה התכלית הרלוונטית, כיצד יש לגזור מכך את הפרשנות של רכיבי ההגדרה בעלי ה"מרקם הפתוח". בפרק זה נציג מקרה מורכב יותר, בו, לעמדתנו, קיימות במקביל שתי תכליות לשימוש במונחים הללו. סעיף 328(א) אוסר רכישה בחברה ציבורית מעבר לספים מסוימים של החזקה בזכויות הצבעה (25% ו-45%), כשאין אדם אחר שמחזיק מעבר לאותם ספים, אלא בדרך של הצעת רכש מיוחדת.<sup>70</sup> הנחת המוצא היא שעל מנת להביא למצב בו הרכישה של שליטה המפוזרת בידי ציבור בעלי המניות תהא יעילה, בדומה למכירה פרטית של שליטה, נחוץ שהבחירה של בעלי המניות אם למכור את השליטה תהיה מיודעת, ולא מאולצת. החובה לרכישה בהצעת רכש מתגברת על בעיית המידע. בנוסף, חוסר היכולת לתאם בין בעלי המניות עלול לגרום למעין "דילמת אסיר" – ייתכן שבעל מניות שמתנגד להשתלטותו של המציע על החברה ולתנאי הצעתו ייאלץ למכור לו את מניותיו, מחשש שמא בעלי מניות אחרים ימכרו את מניותיהם, ומניותיו ייהפכו למניות מיעוט אשר שוויין פחות.<sup>71</sup> המנגנון של הצעת הרכש המיוחדת מנסה להתגבר על כך, בכך שהוא מאפשר החלטה קולקטיבית של בעלי המניות בשאלה העקרונית אם להיענות להצעת הרכש המיוחדת, בנפרד מההחלטה הפרקטית של כל בעל מניות אם למכור את מניותיו, בכפוף לכך שההכרעה העקרונית היא חיובית.

### 2. הרלוונטיות של שני הממדים

הקושי שההסדר מנסה להתמודד אתו נובע אפוא מכך שכל בעל מניות חופשי למכור את מניותיו, ללא תלות באופן בו פועלים יתר בעלי המניות בהקשר זה. קושי זה נוגע לממד הסחירות של המניות. ואולם, ממד הסחירות אינו הממד הרלוונטי היחיד. ההסדר מנסה לבחון את ההשפעה שיש למחזיק (לעניין קיומה של החזקה בשיעור של 25% או 45% הפוטרת רכישה מתחולת ההסדר) או שתיווצר לרוכש (החוצה את הסיפים האמורים) על החברה, כפי שעולה מתכליתו של ההסדר לעניין השליטה בחברה ומכך שההסדר מוסב על זכויות הצבעה. ניתן להיווכח אפוא, שבבחינת השאלה מהי החזקה שקיומה פוטר מן הצורך לקיים הצעת רכש מיוחדת, או מהי רכישה שמהווה הפרה של ההסדר האמור, רלוונטיים, במקביל, הן ממד הסחירות והן ממד ההשפעה. ואולם, כאמור להלן, מקום בו יש פיצול בין ממדים אלה מתעוררים קשיים פרשניים.

70 ס' 328(א) לחוק החברות.

71 ע"א 7389/04 נוסבאום – אריגי ריפוד בע"מ נ' פויכטונגר (פורסם בנבו, 11.1.2009). להרחבה, Lucian Arye Bebchuk, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, 12 DEL. J. CORP. L. 911, 931-936 (1987); Lucian A. Bebchuk, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 HARV. L. REV. 1695 (1985).

### 3. התקיימות ממד ההשפעה על החברה בלבד

קיומו של הסכם הצבעה כדין, המביא להחזקה של 25% או 45%, פוטר רוכש מהחובה המוטלת לפי סעיף קטן 328(א) לרכישת 25% או 45% מזכויות הצבעה בחברה, בהתאמה. כשאין מחזיק מעבר לסף הרלוונטי, חצייתו בדרך של הסכם הצבעה אינה מותרת.<sup>72</sup> ודוק, הסכם הצבעה אינו מגביל את החירות – שבמקרה הנתון מהווה חיסרון – של כל אחד מבעלי המניות למכור את המניות. לדוגמה, הסכם הצבעה בין 10 בעלי מניות של כל אחד מהם 5% מהמניות מקנה פטור לכאורה מהחובה להציע הצעת רכש מיוחדת לרכישת 45% מזכויות ההצבעה ומאפשר בכך רכישה בדרך של איסוף, שגוררת הן את בעיית המידע והן את בעיית התיאום, כאמור לעיל. פרשנות המונח "החזקה" לאור הממד של השפעה על החברה בלבד תביא לפיכך לתחולה בחסר של ההסדר במקרה כזה.

### 4. התקיימות ממד הסחירות במניות בלבד

1. מכירה בשלבים – ההסדר בדבר הצעת רכש מיוחדת אינו חל על מכירה פרטית של שליטה. לדוגמה, כשמחזיק במניות המקנות 60% מזכויות ההצבעה מוכר אותן, להסדר לא אמורה להיות רלוונטיות. ואולם, אם במועד החתימה מועברות לקונה מחצית מהמניות, ולאחר מכן מועברת יתרת המניות, אזי, לכאורה, בתקופת הביניים בחברה יהיו שני מחזיקים, שלכל אחד מהם 30% מזכויות הצבעה, ולכן השלמת העסקה (שתקנה לרוכש מעבר ל-45% מזכויות ההצבעה) טעונה, לכאורה, הצעת רכש מיוחדת. במקרה כזה, פרשנות המונח "החזקה" לאור הממד של ההשפעה על החברה בלבד, הגם שבממד הסחירות ברור שהמניות יעברו כולן לרוכש, תביא לתחולה ביתר של ההסדר. כאמור להלן, בעניין תרו התייחסה הפסיקה למקרה שהוא אף קשה יותר מהדוגמה שלעיל, והתירה – על אף לשון החוק והרציונל של פסיקה קודמת – את רכישת השליטה.<sup>73</sup>

2. אופצייה לרכישת שליטה – הדגמנו לעיל את הקושי כשמדובר במכירה של שליטה בשני שלבים, אם מפרשים שהמונחים "החזקה" ו"רכישה" בסעיף 328 מתייחסים לשליטה בזכויות ההצבעה בכל נקודת זמן ומתעלמים מממד הסחירות. בעניין תרו נכרתה בין בעלי השליטה, שהחזיקו בכ-45.5% בתרו, לבין סאן מערכת הסכמים, על פיהם סאן קיבלה מידי בעלי השליטה אופצייה לרכוש את כל מניותיהם.<sup>74</sup> כמו כן, הונפקו לסאן בהקצאה פרטית מניות תרו, כך שלאחר ההקצאה החזיקה סאן כ-24.26% ממניות תרו. מימוש האופצייה האמורה אפשר לסאן להגדיל את החזקותיה מעבר ל"רף" של 45%. דא עקא, שלאחר דילול החזקות בעלי השליטה בתרו עקב ההקצאה הפרטית לסאן, במועד מימוש האופצייה בעלי השליטה החזיקו בכ-41%, כך שלא היה מחזיק בלמעלה מ-45%. בית המשפט דחה את הטענה כי הופרה החובה לבצע הצעת רכש מיוחדת, וקבע כי מן הראוי לבצע בחינה האם עקב שינויים שחלו במצבת החזקות ב"תקופת הביניים", שבה, מבחינה טכנית, לא הייתה שליטה קבועה

72 ראו "רשות ניירות ערך קבעה: הסכם הצבעה היוצר שליטה אינו אפשרי ללא הצעת רכש" (חוות דעת של רשות ניירות ערך, 23.7.2001).

73 עניין תרו, לעיל ה"ש 35.

74 שם.

בחברה, עלולה להיגרם פגיעה בבעלי מניות מהציבור מהסוג שסעיף 328 ביקש למנוע. העובדה בלבד, קבע בית המשפט, כי העברת השליטה בוצעה בשלבים, אינה מעלה ואינה מורידה מבחינת מעמדם של בעלי מניות אלה. ודוק, קשה ליישב גישה זו עם הגישה הבוחנת את מצבת החזקות בלבד, כפי שמורה פסק הדין בעניין שפירא.<sup>75</sup> גם ההנחה בדבר היעדר פגיעה בתקופת הביניים יכולה להיות נהירה יותר מקום בו העסקה לרכישת המניות מבעל השליטה היא עסקת מוגמרת, המתבצעת בשלבים, כאמור לעיל. ואולם, בעניין תרו דובר כאמור באופציה. אם, בכל מקרה, די בקיומה של אופציה (בצירוף הנסיבות הנוגעות למצבת החזקות במועד הקניית אופציה), תתעורר שאלת האפשרות להסתמך על מצבת החזקות בעלי העניין המדווחת, בעיקר ככל שהאופציה המדוברת היא “מחוץ לכסף”.<sup>76</sup> אך גם הלכה שתבחין בין אופציות שונות, לפי סבירות מימושן, היא בעייתית, באשר היא גוררת אי-ודאות. בהקשר הרחב יותר, התייחסות לעניין תרו כמקור לטענה שעצם החזקה באופציה מהווה – לעניין הצעת רכש מיוחדת או הסדרים אחרים – גם החזקה במניות שבבסיס האופציה, היא בעייתית. ראשית, בשונה מסעיף 328, יש דינים המורים במפורש כי בגדר “אמצעי שליטה”, גם “הזכות למניה”.<sup>77</sup> שנית, מסקנה כזו היא בעייתית כי אם, לדוגמה, מי שמחזיק ב-24% מהמניות בחברה ציבורית שאין בה אחר המחזיק ב-25% רוכש אופציות למניות המקנות 2% מזכויות ההצבעה, אזי, לפי פרשנות זו, הוא מפר ברכישת האופציות את הוראת סעיף 328. תוצאה זו אינה מניחה את הדעת, שכן אין ברכישת האופציות – להבדיל ממימושן – כדי לשנות את מצבת השליטה בחברה.<sup>78</sup>

## ה. Decoupling

### 1. אופציות

הדיון בפרק ד לעיל הסתיים בהצגת המורכבות הפרשנית בסיטואציה בה קיימות אופציות למניות, נוכח ההסדר בעניין הצעת רכש מיוחדת. פסקה זו תדון בהשלכה הפרשנית שיש באופן כללי לאופציות בסוגיית הפרשנות של המונחים “החזקה” ו”רכישה”. בהמשך יוצג הקונטקסט

75 עניין שפירא, לעיל ה”ש 5.

76 השוו התייחסות בדיני המס לאופציות “בתוך הכסף”, שהצדדים ידעו מראש שתמומשה, ושלכן יש לראותן כעסקאות של מכר מראש, עמ”ה (מחוזי ת”א) 376/80 כלילית רכב בע”מ נ’ פשמ”ג, פד”א יב 341 (1984).

77 חוק התאגידים הביטחוניים (הגנה על אינטרסים ביטחוניים), התשס”ו–2006; חוק הפיקוח על יצוא ביטחוני, התשס”ז–2007; פקודת העריות [נוסח חדש]; תקנות המכס, התשכ”ו–1965; הגדרת “זכויות רכושיות” בס’ 159 לחוק החברות הממשלתיות, התשל”ה–1975. כן ראו הגדרות אחרות ל”החזקה” לפיהן החזקה תכלול “ברירה להחזקה שאינה נובעת מניירות ערך המירים” – ס’ 1 לחוק התקשורת (בזק ושידורים), התשמ”ב–1982; ס’ 1 לחוק הפצת שידורים באמצעות תחנות שידור ספרתיות, התשע”ב–2012.

78 ראו באתר רשות ניירות ערך, “בקשה להנחיה מקדמית – לודן חברה להנדסה בע”מ” (חוות דעת של עו”ד ורד סלומון, מערך רגולציה וייעוץ משפטי במחלקת תאגידיים של הרשות לניירות ערך, [www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_7898.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7898.pdf) (20.8.2013) – מימוש האופציה כפוף לביצוע הצעת רכש מיוחדת.

הרחב יותר של טכניקות פיננסיות היוצרות פער בין כוח ההצבעה לאינטרס הרכושי – Decoupling.<sup>79</sup> למותר לציין, כי סוגיית ה-Decoupling מעוררת שאלות נוספות, החורגות ממסגרת הדיון כאן. דוגמה אחת לסוגיה כזו היא הפגיעה בכלל של קול אחד לכל מניה, כשכלל זה חל.<sup>80</sup> דוגמה נוספת היא בהקשר של הדין הרצוי לגבי היקף הסמכויות שיש לתת לאספה הכללית בחברה, הענקת סמכויות אשר מתבססת, בין היתר, על ההנחה שלבעלי מניות יש אינטרס בהצלחת החברה, ומקום בו מתקיים Decoupling, אין הדבר בהכרח כך.<sup>81</sup> ההגדרה של "החזקה" ו"רכישה" אינה מתייחסת לדילול – החזקת אופציות למניות (או החזקת איגרות חוב הניתנות להמרה למניות).<sup>82</sup> גישה זו חסרה בכל הנוגע להוראות שתכליתן ביורר האינטרס ההוני ואשר מתייחסות להחזקה במניות. האינטרס ההוני מושפע גם מהחזקת אופציות לרכישת מניות, ועל כן, בהקשר זה, תתעורר השאלה הפרשנית אם יש – על אף השתיקה – להתחשב באופציות. גם לעניין הוראות שתכליתן בחינת ההשפעה, ייתכן שאופציות הן רלוונטיות. הסיבה לכך היא שנושאי המשרה צפויים להתייחס לאפשרות שהאופציות ימומשו ויקנו שליטה פורמלית, לרבות השפעה שתהיה למחזיק האופציות לגבי המשך כהונתם ותנאי העסקתם העתידיים, וכך, עצם האפשרות למימוש האופציות מקנה השפעה. מן הצד השני, יכול אדם להחזיק באופציה מסוג Put, דהיינו, ביכולת לחייב את הצד השני לרכוש ממנו מניות במחיר נקוב מראש, בהיקף מסוים ובמועד עתידי כלשהו. במקרה כזה, האינטרס עקב החזקה זו יהיה נגד טובת החברה – אינטרס שמחירי המניות ירדו, כך שבעל האופציה יוכל לרכוש את המניות המדוברות במחיר נמוך, לממש את האופציה וליהנות מההפרש במחיר. כמוסבר להלן, אופציות לרכישת מניות או למכירתן אינן ממצות את מכלול האפשרויות הפיננסיות היוצרות פער בין זכויות הוניות להשפעה.

## 2. טכניקות נוספות של Decoupling

בחינת שיעור ההחזקה היא בעייתית, כאשר עושים שימוש בטכניקות פיננסיות שונות נוספות של Decoupling, היוצרות כאמור פער בין כוח ההצבעה לאינטרס הרכושי. הפרופסורים הו ובלק הציגו וריאציות שונות הנובעות משימוש בטכניקות אלה,<sup>83</sup> שכונו על ידיהם "Empty Voting" – בהתייחס לסיטואציה בה האינטרס ההוני קטן מזה של כוח ההצבעה עד כדי אובדן האינטרס, "Negative Voting" – כאשר לבעל המניות יש אינטרס שלילי, קרי, אינטרס בכישלון

- 79 לדוגמאות לטכניקות היוצרות decoupling ראו Patricia Beck, *What We Talk About When We Talk About Voting: Efficiency and the Error in Empty Voting*, 21 *FORDHAM J. CORP. & FIN. L.* 211 (2016).
- 80 בניגוד לתכלית של ס' 46 לחוק ניירות ערך. ראו ערו לחובסקי דיני חברות: חברה יחידה ואשכול חברות 227 (2014). להקלה במשטר זה נוכח ההיתר.
- 81 ראו Iman Anabtawi, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, 53 *UCLA L. REV.* 561 (2006). להצעה לשלול את זכויות ההצבעה של בעלי מניות כאלה, שם.
- 82 במקומות אחרים קיימת התייחסות כך. ראו ס' 270(5)(ג) לחוק החברות. וראו גם לעיל ה"ש 77. קיימת הצעה לפתרון המוגבל למישור הגילוי, ולפיה יתוקן המונח "בעל עניין" בחוק ניירות ערך, כך שיכלול גם התייחסות למחזיק ב-5% בדילול (חלקי). ראו תזכיר חוק ניירות ערך.
- 83 Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 *S. CAL. L. REV.* 811 (2006).

החברה, וכן “Hidden Ownership” – מקום בו האינטרס הרכושי הוא דווקא גדול מזה המיוצג במניות המוחזקות.<sup>84</sup> טכניקות אלה יכולות אפוא לגרום לכך שלאדם יהיה אינטרס הוני מבלי שיש לו החזקה אקוויוולנטית או אף החזקה כלשהי במניות ובכוח ההצבעה שהן מקנות, וכך הדבר גם להפך – לגבי כוח השפעה ללא זכויות הוניות מקבילות.<sup>85</sup> לעניין המצב הראשון, ניתן להתייחס להסכמים של אדם עם בעל מניות כך שהוא נותן אופציה Put ומקבל אופציה Call, שתיהן באותו מחיר ובאותו מועד מימוש, כך שבוודאות אחת מהאופציות תמומש, וכל האינטרס הכלכלי ממועד מתן האופציות הוא של אותו האדם; כך הדבר גם לגבי עסקת “Return Swap”, כך שאדם מקבל את כל עליית הערך של המניה בתקופה מסוימת – בעסקה שהיא Cash-settled (בשונה מ-Securities-settled Total Return Equity Swaps) – ומנגד מתחייב לשלם לצד השני לעסקה את כל ירידת הערך;<sup>86</sup> או עסקת Forward לרכישה עתידית של המניות במחיר מוסכם מראש; או הסכם עם מאן דהוא, בין שמדובר בבעל מניות ובין אם לאו, בעסקת הלוואה אשר צמודה לשער מניה מסוים, דבר הגורר אינטרס הוני של המלווה.<sup>87</sup> לעניין המצב השני – השפעה מעבר לזו הנובעת מהשיעור המספרי של החזקה במניות – ניתן להתייחס לזכות וטו של בעל מניות מיעוט הנובעת מרוב מיוחס המעוגן בתקנון או בהסכם הצבעה, או לכוח של בעל מניות המיעוט כלפי בעל מניות הרוב הנובע מכך שלבעל מניות המיעוט זכויות מקיפות באשר להגבלות על העברת אינטרס השליטה היוצרות לו “מנוף” כלפי בעל מניות השליטה, או להסכם הלוואה שכולל תניות מחמירות לגבי התנהלות החברה, כך שלמלווה יש, למעשה, שליטה בחברה.

### 3. הקשיים הפרשניים

האפשרויות ל-“Decoupling” מעוררות את השאלה הפרשנית האם לייחס לאדם החזקה בהתאם לאינטרסים הכלכליים הכוללים שלו או לכוח ההשפעה הכולל הרלוונטי שלו, לפי העניין, בהקשר של הסדרים שתכליתם בחינת הזכויות ההוניות או אלה שתכליתם בחינת כוח ההשפעה, בהתאמה. כך, לדוגמה, בהינתן Decoupling, בחינת האינטרס ההוני בתאגיד האחר

84 השו Jonathan Cohen, *Negative Voting: Why it Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent it*, 45 HARV. J. ON LEGIS. 237 (2008).

85 פעולה כזו יכולה לעורר שאלות בכל הנוגע, לדוגמה, לפירוש דרישת ה”ישראליות” בתעשיות שונות, דוגמת אלה שנדונו בעניין חדשות ישראל, לעיל ה”ש 31; עניין זאבי, לעיל ה”ש 55. השו Russell Stanley Q. Geronimo, *Unbundled Shares: Circumventing Corporate Nationality Rules Through Swaps, Options, and Other Devices*, 19 APLPJ 84 (2017).

86 שאלה כזו עלתה בעניין CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Management (UK), 562 F. Supp. 2d 511 (S.D.N.Y. 2008). בית המשפט לא הכריע אם ניתן לייחס לצד הנהנה מעליית הערך של המניות בעסקה שהיא cash-settled החזקה במניות שרכש הצד השני לעסקה לצורך גידור הסיכון שלו. עם זאת, אחד השופטים חיווה דעתו שאין מדובר ב-Beneficial Ownership בהיעדר Voting Power או Investment Power לגבי המניות האמורות.

87 ממצא אמפירי על היותה של התופעה נפוצה מצוי בכך שב-2013 76% מגולות הרעל הסטנדרטיות התייחסו ל-Synthetic Equity Positions כחלק מהחישוב אם אדם מסוים מגיע להחזקה המפעילה את גולות הרעל. ראו Mark D. Gerstein et al., *The Resilient Rights Plan: Recent Poison Pill Developments and Trends* (Jul, 2014) <https://www.lw.com/thought-leadership/2014-poison-pill-developments-and-trends>.

לפי החזקה במניותיו בלבד מחמיצה מצבים של "Hidden Ownership", היוצרים ניגוד עניינים. זאת ועוד, ההתמקדות רק באינטרס בתאגיד האחר מחמיצה מצבים בהם הדין אינו מנטרל את ההשפעה של מצביע פוטנציאלי, יהא זה דירקטור או (בסיטואציה המתאימה) בעל מניות, שיש לו "Negative Voting", כך שהוא רוצה ברעת החברה בה הוא מצביע, ללא קשר לאינטרס הוני בצד השני לעסקה.

#### 4. עמדת רשות ניירות ערך

רשות ניירות ערך התייחסה בשני מקרים ל-Decoupling ובשניהם שללה את האפשרות של אמצעי זה כפתח למילוט מהוראות הדין בעניין החזקה. במקרה אחד נדונה החזקה במוצר שהערך הכלכלי שלו הוא של נכס בסיס (כאשר נכס הבסיס יכול שיהיה מניה בחברה מסוימת), שאינה מקנה למחזיק במוצר זכויות הנובעות מנכס בסיס עצמו (דוגמת זכויות הצבעה, כשמדובר בנכס בסיס שהוא מניה). הרשות דחתה את עמדת המבקש שהחזקה מוצר כזה לא תיחשב כהחזקה של נכס הבסיס.<sup>88</sup> הרשות נימקה את עמדתה בכך שאחד המאפיינים להחזקה הוא היכולת לשלוט בעיתוי הרכישה והמכירה, ושברכישת המוצר הרוכש גורם בפועל למנפיק המוצר לרכוש את נכס הבסיס ובפדייתו למכור את נכס הבסיס. לכן, לעמדת הרשות, מנפיק המוצר משמש כזרועו הארוכה של מחזיק המוצר בנוגע לרכישה ולמכירה של נייר הערך. הרשות גם התייחסה באופן כללי לעסקאות החלף – עסקאות בהן לצד מכר של מניות קיימת התחייבות הדדית להתחשבנות כספית בין המוכר לקונה לתשלום הפרשים במכירה עתידית של המניות,<sup>89</sup> בין התמורה העתידית למחיר העסקה, כך שלמוכר נותר האינטרס הכלכלי במניה ולקונה אין אינטרס כזה, למרות שזכויות הצבעה הן בידיו. בחלק מהמקרים, הצד החשוף לתשואה הוא המחליט על עיתוי המכירה העתידית. עמדת הרשות הייתה שנוכח הפיצול האמור, היוצר לקונה "Empty Voting", יש לראות את שני הצדדים כמחזיקים יחד.

#### 5. פתרונות חלקיים

פתרון אחד רלוונטי רק לאותם הסדרים בהם שאלת ההחזקה אינה ממצה. בקשר להסדרים אלה, ניתן יהיה לפרש את המונח "החזקה" מבלי להתייחס ל-Decoupling, וההתייחסות לכך תהיה במסגרת הרחבה יותר של פרשנות ההסדר. לדוגמה, לפי ההגדרה של "שליטה", ממילא

88 בקשת הנחיה מקדמית (חוות דעת של הרשות לניירות ערך – מחלקת התאגידיים, 1.10.2013).  
89 ראו החלטה 101–22 של הרשות לניירות ערך "החזקה במניות נושא עסקאות החלף" (28.2.2019); גם עמדת הממונה על רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, כפי שעולה ממכתב מאי די בי חברה לפתוח בע"מ, לרשות לניירות ערך, ולבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ (18.12.2018), שוללת עסקאות החלף ביחס לביצוע מתווה לפיו נדרשת מכירת שליטה והחזקות. ב"הבהרה לעמדה משפטית מספר 101–22: החזקה במניות נושא עסקאות החלף" (חוות דעת של הרשות לניירות ערך – מחלקת התאגידיים, 30.3.2020) שפרסמה הרשות לניירות ערך נאמר, בין היתר, שעמדה 101–22 אינה חלה על עסקאות החלף שמהותן פיננסית גרידא. בין אלה, לדוגמה, התקשרות בין שני צדדים לרכישת חשיפה כספית בלבד, על פיה אחד הצדדים מתחייב לשלם לצד האחר סכום הנגזר משיעור השינוי בשער מניה של חברה עד מועד שנקבע, ללא החזקה של מי מהצדדים, או גורם מטעמם, במניות נושא העסקה.

”החזקה” ו”רכישה” בחוק החברות

גם המסקנה ה”חלוטה” כי קיימת החזקה בשיעור הנקוב בהגדרת ”שליטה” אינה גוררת תוצאה חלוטה של שליטה, אלא נותרת לבירור שאלת השליטה ה”איכותית”; ולפי ההגדרה של ”בעל מניות מהותי” כרכיב בהגדרת ”עניין אישי”, גם המסקנה כי פלוני אינו מחזיק 5% ולכן אינו ”בעל עניין” מותירה את האפשרות לבחון אם, למרות זאת, יש לו ”עניין אישי”, מונח המוגדר בהגדרה פתוחה.<sup>90</sup> בהקשרים אלה ניתן יהיה אפוא לפרש את המונח ”החזקה” מבלי להתייחס ל-Decoupling, ולהותיר את הסוגיה אם טכניקת ה-Decoupling יוצרת שליטה או עניין אישי לפתרון במסגרת פרשנות המונחים עצמם.<sup>91</sup>

פתרון שני, לכאורה מקיף יותר, נוגע להצגה של מעין סעיף של ”עסקה מלאכותית”.<sup>92</sup> ואולם, פתרון זה הוא בעייתי, הן מהטעם שהוא בוחן את המוטיבציה של מי שמתקשר בעסקת Decoupling והן מפני שאין בו התייחסות לשורש הבעיה – מתי ראוי, על פי התכליות השונות, לייחס החזקה או רכישה למתקשרים בעסקת Decoupling. התייחסות נוספת, שאף בה אין פתרון לגוף העניין, היא בהסמכה לקבוע הוראות בעניין זה.<sup>93</sup>

## ו. סיכום

לפרשנות הגדרת המונחים ”החזקה” ו”רכישה” נפקות באשר למשמעותם של הסדרים רבים בחוק החברות ומחוצה לו העושים שימוש במונחים אלה. ההגדרה כוללת שורה שאינה קוהרנטית של חזקות ניתנות לסתירה וכמה כללי ייחוס, בעלי ”רקמה פתוחה”. אין לתמוה, שביטויים אלה זכו לשורה ארוכה של פירושים בפסיקה כמו גם בעמדות של רשות ניירות ערך, שחלק משמעותי מהם תואם בתוצאתו את דרך הפרשנות המוצעת במאמר, אך זאת ללא הצגה של מסגרת כוללת לפרשנותם.<sup>94</sup>

90 ע”א 7735/14 ורדניקוב נ’ אלוביץ, פס’ 31 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.12.2016).

91 כך, לדוגמה, לגבי ”עניין אישי”, בע”פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע”מ נ’ מדינת ישראל, פ”ד ס (1) 294, פס’ 50 (2005) התייחס בית המשפט לאופציית Put שניתנת חנם לרוכש מניות ערב ההצבעה על עסקה, על ידי הצד המעוניין בעסקה, ולכך שהסרת הסיכון מעל תוצאות הרכישה של המניות הופכת את הרוכש לזרועו הארוכה של המעוניין בעסקה, כך שהעניין האישי שלו משליך ישירות על ההצבעה של רוכש המניות.

92 כך, בדין האמריקאי, מי שבמישרין או בעקיפין עושה שימוש בנאמנות, פרוקסי, ייפוי כוח או כל הסכם אחר או הסדר אחר או אמצעי, במטרה למנוע שייחשב כ-Beneficial Owner של נייר ערך, לרבות כחלק מתכנית להימנע מדיווח לפי ס’ 13(d) או 13(g) לחוק ניירות ערך האמריקאי, לעיל ה”ש 10, ייחשב לעניין הוראות אלה כ-beneficial owner. ראו לעיל ה”ש 66.

93 להסמכה בעניין זה שהוקנתה לרשות ניירות ערך האמריקאית ראו Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 12 U.S.C. Pub. L. No. 111-203 § 766(e), 124 Stat. 1376 (2010).

94 יצוין כי בעניין הבי, לעיל ה”ש 4, פירש בית המשפט מהי החזקה ”בעקיפין” ומה אופן חישובה באופן התואם את הגישה שמציע המאמר בהקשר זה.

מאמר זה מציע מסגרת כוללת לפרשנות המונחים, בהתאם לשלוש תכליות גנריות לשימוש בהם. מאחר שבעלות במניה מקנה באופן גנרי זכויות הצבעה, לדיבידנד ולמכירתה, ההסדרים המתמייחסים ל"החזקה" או "רכישה" של מניות (או נכסים אחרים דוגמת "אמצעי שליטה" או זכויות הצבעה) מבקשים להקיף – כל אחד לפי תכליתו – ולראות כ"מחזיק" את מי שיש לו, בשיעור המסוים הקבוע בהסדר הרלוונטי, השפעה על כוח ההצבעה שמקנות המניות או השפעה על מכירה של מניות או אינטרס כלכלי בהצלחתה של חברה, שמדידתו היא לפי השיעור היחסי בזכויות לדיבידנד. הסיווג של התכלית לשמה עושה ההסדר הרלוונטי שימוש במונחים "החזקה" ו"רכישה" משליך אפוא, לפי הטענה, על הפרשנות שיש לתת לכל אחד מרכיבי ההגדרה, דוגמת הנסיבות בהן תיוחס החזקה "בעקיפין" ואופן חישובה והתוכן הרלוונטי של הסכם היוצר החזקה "יחד עם אחרים". במאמר הוצגו הקשיים, כשתכלית השימוש במונחים בהסדר הרלוונטי אינה תואמת את ה"נכסים" עליהם מוסבות ההוראות בדבר החזקה או רכישה, ואת הביקורת לגבי הפרשנות המוצעת, מקום בו לנסיבות הנוגעות ישירות לתכלית אחת קיימת רלוונטיות גם באשר לתכלית אחרת.

המאמר מציג בנפרד את הקשיים הפרשניים ביישום אופן הניתוח האמור לגבי ההסדר של הצעת רכש מיוחדת. הסדר זה, לפי תכליתו, מערב שתי תכליות שונות לשימוש במונחים "החזקה" ו"רכישה". הקשיים מתעוררים כשמתקיימות הנסיבות הנוגעות לאחת התכליות בלבד, דבר היכול ליצור תחולה ביתר או תחולה בחסר של ההסדר האמור. דרך הניתוח המוצעת מאירה את הדילמה הפרשנית בסיטואציות שונות, שחלקן נדונו בפסיקה או נקבעה לגביהן עמדה של רשות ניירות ערך.

תיקון ההגדרה הוא מלאכה מורכבת. המאמר מספק כמה קווים מנחים בהקשר זה. האתגר נובע, בין היתר, מן השימוש, אליו מייחד המאמר פרק נפרד, בטכניקות פיננסיות המאפשרות הפרדה בין כוח ההצבעה לבין האינטרס הרכושי – Decoupling. מהלך חקיקתי (או פרשני) שיבקש להתייחס לנסיבות בהן נערך שימוש בטכניקות אלה, במסגרת ההסדרים העושים שימוש המונחים "החזקה" או "רכישה", ייתקל בקשיים רבים – החל בכך שהפרדה זו אינה בהכרח גלויה לעין המתבונן בדיווחים הפומביים על החזקות, המשך בבעיות מדידה לגבי חישוב האינטרס הרלוונטי וכלה בכך שאינטרס כאמור יכול להיווצר אף ללא כל השקעה של מי מהצדדים לטכניקות האמורות במניות החברה הרלוונטית.