

הדירותה של הצעה הניתנת במסגרת זכות סירוב ראשונה בזירה התאגידי

מאת

עו"ד איל רז • עו"ד ישראל ספירו*

א. מבוא

זכות הסירוב הראשונה (Right of First Refusal) (להלן: "זכות הסירוב" או "זכות סירוב ראשונה")^[1] הינה מן הוותיקות והנפוצות שבהסדרים שבין בעלים משותפים של נכס.^[2] בזירה התאגידי, זכות הסירוב הראשונה של בעלי מניות בחברה הינה זכות המצויה תדיר בתקנונים של חברות ובהסכמי בעלי מניות, ועורכי דין העוסקים בדיני תאגידים ומנסחים תקנוני חברות ועסקאות בין בעלי מניות נדרשים לסעיפים המסדירים את הזכות האמורה חדשות לבקרים. זכות הסירוב פועלת פעולתה עת בעל מניות אחד (להלן: "המוכר") מבקש למכור מניותיו לצד שלישי כלשהו,^[3] ומאפשרת למעשה לבעל הזכות להיכנס לנעליו של אותו רוכש פוטנציאלי של מניות החברה, ולרוכשן מאת המוכר באותם התנאים שהוסכמו מראש בין המוכר לבין אותו רוכש פוטנציאלי. מנגנון ההפעלה של זכות הסירוב הינו פשוט: ראובן, בעל מניה בחברה, מבקש למכור את מניותיו לשמעון, רוכש פוטנציאלי, והשניים הסכימו ביניהם על פרטי עסקת המכר. כפיפותן של המניות הנמכרות לזכות הסירוב של לוי תגרום לכך שכתנאי להשלמת העסקה עם שמעון, יהיה על ראובן להציע ללוי לרכוש את אותן המניות באותם התנאים שהוצעו לשמעון ובתוך מסגרת זמנים מסוימת אשר קבועה מראש במסגרת הסדר זכות הסירוב (להלן: "ההצעה"). אם לוי יענה בחיוב להצעה במסגרת הזמנים האמורה, הרי שלוי יהיה זכאי לרכוש את המניות שהוצעו באותם התנאים שסוכמו בין ראובן לשמעון; אולם, אם לוי לא יענה להצעה בחיוב (או בכלל) במסגרת הזמנים האמורה, הרי שראובן יהיה חופשי להשלים את עסקת מכירת המניות לשמעון.

עניינו של מאמר זה הוא להמשיך ולחקור את השימוש בזכות הסירוב בזירה התאגידי לאור פסיקתם של בתי המשפט בישראל,^[4] תוך התמקדות באחד מהיבטיה הבולטים. במוקד הדיון אנו מבקשים להעמיד את שאלת הדירותה של ההצעה הניתנת במסגרת הפעלת מנגנון זכות הסירוב ככל שהצעה זו מתוחמת בזמן. כפי שנראה במאמרנו זה, ההלכה הרווחת בבתי המשפט בישראל הינה, כי ההצעה, ככל שהיא מתוחמת בזמן (כפי שאכן המצב ברוב מנגנוני זכות הסירוב), הינה בגדר "הצעה בלתי הדירה" החוסה תחת הוראת סעיף 3(ב) לחוק החוזים.^[5] פועל יוצא מן האמור הוא, שבעל מניות אשר נתן הצעה לבעל זכות הסירוב ביחס למניות אותן מבקש הוא למכור לצד שלישי ותחם הצעה זו בתקופת זמן מסוימת, לא יוכל לחזור בו מאותה ההצעה במשך התקופה שניתנה לבעל הזכות להשיב להצעה.

בדברינו שלהלן ננסה לבחון, האם גישה זו של בתי המשפט בישראל תואמת את הרציונלים השונים העומדים בבסיס זכות הסירוב, והאם היא משרתת נכונה את כוונת הצדדים אשר הכפיפו את עצמם להסדר זכות הסירוב.

בפרק ב' של מאמרנו נסקור בקצרה את ההלכה הרווחת בישראל בשאלת הדירות של ההצעה הניתנת במסגרת זכות הסירוב, כשנתמקד בעיקר בפסיקת בית המשפט המחוזי בעניין **כוכבא** [6]. **בפרק ג'** נסקור את הרציונלים השונים העומדים בבסיס זכות הסירוב בזירה התאגידית, כפי שאלו עולים מן הפסיקה בישראל ומהספרות. **בפרק ד'** נבחן את מאפייניה השונים של זכות הסירוב, הן כפי שאלו עולים מניתוח הפן החוזי של זכות הסירוב והן מהשוואת זכות הסירוב למנגנונים אחרים המגבילים את עבירותן של מניות שנעשים בהם שימוש בזירה התאגידית. **בפרק ה'** נעמת את ממצאי פרקים ג' ו-ד' עם ההלכה הרווחת בישראל, כפי שזו תוארה בפרק ב'. **בפרק ו'** נציע גישה אלטרנטיבית לשאלת הדירות של זכות הסירוב בזירה התאגידית. **בפרק ז'** נעיר הערה בקשר עם הזיקה שבין עסקת הבסיס, קרי העסקה שבין המוכר לבין הרוכש הפוטנציאלי, לעסקת זכות הסירוב. **בפרק ח'** נעלה את מסקנותינו והמלצותינו.

ב. ההלכה הרווחת בשאלת הדירות של הצעה הניתנת במסגרת הפעלת זכות הסירוב

פסק הדין בעניין **כוכבא**, שניתן לאחרונה, ממחיש היטב את הלך הרוח בבתי המשפט בישראל בשאלת הדירות של ההצעה הניתנת במסגרת הפעלת מנגנון זכות הסירוב ככל שהצעה זו מתוחמת בזמן. מעשה בחברה בשם Bpath Ltd. (להלן: "**Bpath**") ובשני בעלי מניות ב-Bpath - סידב מעגלים מודפסים בע"מ וסידב טכנולוגיות (1999) בע"מ (יחדיו להלן: "**סידב**"). סידב התקשרו בהסכם למכירת מניותיהם ב-Bpath לחברת מניקס (להלן: "**עסקת מניקס**"). חברת מניקס היתה בשליטתו של אדם בשם שניידר, יו"ר הדירקטוריון של Bpath (להלן: "**שניידר**"). דא עקא, שמניותיהם של סידב ב-Bpath היו כפופות לזכות סירוב ראשונה של יתר בעלי מניות Bpath (וליתר דיוק, של כל בעל מניות אשר החזיק לפחות 3% מההון המונפק של החברה), [7] וביניהם כוכבא (להלן: "**בעלי המניות הזכאים**"). זמן מה לאחר חתימת חוזה המכר בין סידב לבין מניקס, מסרו סידב הודעה לבעלי המניות הזכאים, במסגרתה הציעו לבעלי המניות הזכאים לממש את זכות הסירוב שלהם בקשר עם המניות שאמורות להימכר למניקס. בעלי המניות הזכאים נתבקשו להגיב להצעה של סידב תוך 14 ימי עסקים. בתגובה להצעה, מספר בעלי מניות זכאים הודיעו לסידב כי הם מעוניינים לממש את זכות הסירוב שלהם בקשר עם המניות המוצעות. נראה כי הודעות אלה לא היו לרוחן של סידב, שכן זמן מה לאחר קבלתן מסרו סידב הודעה כי הן החליטו להשהות את עסקת מניקס, **ולבסוף, הודיעו סידב לבעלי המניות הזכאים כי ביטלו את עסקת מניקס כליל**. לאחר ביטול עסקת מניקס, שניידר רכש את השליטה בחברת סידב טכנולוגיות (1999) בע"מ, ובכך הפך בעקיפין בעל מניות ב-Bpath. [8] תגובת בעלי המניות הזכאים ב-Bpath לא איחרה לבוא, וכוכבא ואחרים הגישו תביעה כנגד סידב, מניקס ושניידר בטענה כי הופרה זכות הסירוב שלהם שכן "**משהודיעו לסידב כי ברצונם לממש את זכות הסירוב המוקנית להם, הרי שהשתכלל הסכם בלתי הזיר בינם לבין סידב, שלא ניתן היה לבטלו...**" [9]. בית המשפט קיבל את עמדת המבקשים, וקבע כדלקמן (ההדגשות שלנו):

"ראשית, טרם שאדון בטענות אלה לגופן, אבהיר כי ההודעות ששוגרו למשיבות בדבר העסקה וזכות הסירוב הקיימת להן, מהוות הצעה בלתי הזירה. הודעת המבקשות בדבר מימוש זכות הסירוב הראשונה מהווה קיבול של אותה הצעה בלתי הזירה המביאה את החוזה לגמר. לפיכך, המשיבים לא היו זכאים להקפיא את ביצוע העסקה ולבטלה מאוחר יותר בהסכם הביטול, יהא אשר יהא הנימוק לביטול..." [10]

גישה זו של בית המשפט בעניין **כוכבא**, הגורסת כי הודעת המוכר הניתנת במסגרת הפעלת מנגנון זכות הסירוב, ככל שהצעה זו מתוחמת בזמן, מהווה "הצעה בלתי הזירה", והודעת מימוש של בעלי הזכות מהווה "קיבול" אשר יחדיו משכללים "חוזה", ממשיכה את קו הפסיקה העקבי של בתי המשפט בישראל, אשר קבעו פעם אחר פעם, כי הודעת המוכר תחת מנגנון זכות הסירוב, ככל שהצעה זו מתוחמת בזמן, מהווה "הצעה בלתי הזירה" [11]. בית המשפט בעניין **כוכבא** עקבי עם קודמיו אף בזאת, שהוא מחיל את הוראת סעיף 3(ב) לחוק החוזים כדבר מובן מאליה, ללא כל הרהור אודות מידת התאמתו לנסיבות של הצעה הניתנת במסגרתו של הסדר זכות סירוב.

ג. הרציונלים העומדים בבסיס זכות הסירוב

על מנת לבחון אם גישה זו של בתי המשפט בישראל תואמת את הרציונלים העומדים בבסיס השימוש בזכות הסירוב בזירה התאגידית, עלינו לבחון בקצרה רציונלים אלו. עיון בפסיקה ובמאמרים שקדמו לנו בישראל מלמד על הרציונלים העיקריים הבאים:

1. חסם כניסה

גישה רווחת היא, [\[12\]](#) שבזירה התאגידית (אם כי לרוב בחברות פרטיות), השימוש בזכות הסירוב נועד, בעיקר, על מנת לשמש מעין "חסם כניסה" לשותפים חדשים בחברה שאינם מקובלים על בעלי המניות הקיימים בחברה. בהקשר זה קבע בית המשפט בעניין **מגה**, כי "תכליתו המרכזית של מנגנון 'זכות הסירוב הראשונה' היא למנוע כניסה של שותף עסקי חדש שאינו מקובל על יתר השותפים במיזם". [\[13\]](#) אכן, כפיפותן של מניותיו של בעל מניה (מוכר פוטנציאלי) לזכות הסירוב של בעל מניה אחר בחברה, מעניקה לבעל הזכות כלי אפקטיבי לסכל את כניסתם של רוכשים פוטנציאליים שאינם לרוחו, וזאת באמצעות מימוש הזכות.

2. חסם יציאה

גישה נוספת המובאת אצל המלומדים גורסת, כי זכות הסירוב נועדה בעיקר לשמש "חסם יציאה" לבעלי המניות הקיימים בחברה, ולמנוע מהם אפשרות למכור את מניותיהם לצדדים שלישיים. [\[14\]](#) על פי גישה זו, עצם קיומה של זכות הסירוב מרתיע קונים פוטנציאליים שצריכים להשקיע זמן וממון לצורך בדיקת נאותות של הנכס נשוא הזכות וביצירת הסדר הרכש (ובחברה פרטית, שאין לגביה מידע פומבי ואין לה שווי שוק, ייתכן שמדובר בהשקעה משמעותית של זמן וממון), וכל זאת מתוך ידיעה שייתכן שבעל זכות הסירוב יממש את זכותו בסופו של התהליך הארוך והיקר. מעצם קיומה של מכשלה זו, נפגעת יכולתם של בעלי המניות למכור את מניותיהם. [\[15\]](#) [\[16\]](#)

3. שמירה על יחסי אחזקה מסוימים

רציונל נוסף העומד בבסיס השימוש בזכות הסירוב בזירה התאגידית הינו רצונם של בעלי המניות לשמור על יחסי אחזקה מסוימים בינם לבין עצמם. [\[17\]](#) בהנחה שזכות הסירוב מוקנית לכל בעלי המניות בחברה (למעט המוכר, כמובן) באופן יחסי לשיעור החזקותיהם בחברה, [\[18\]](#) אזי היא מעניקה לכל אחד מהם אפשרות לשמר את שיעורי החזקה היחסיים שלו אל מול חבריו.

ג. יעילות כלכלית

יש שגרסו שיעילות כלכלית היא הרציונל העומד בבסיס זכות הסירוב בזירה התאגידית, שכן המניות המוצעות אמורות להיות שוות יותר לבעל מניה קיים, אשר בדרך כלל כבר השקיע מזמנו ומהונו בחברה. [\[19\]](#) גישה זו של יעילות כלכלית גורסת, כי נכסים אמורים לעבור דווקא לידי אלו שעבורם ערך הנכס הוא הגבוה ביותר, ועל כן ראוי שבעל מניה קיים יהא זכאי לקדימות על פני רוכש פוטנציאלי שהוא צד שלישי. [\[20\]](#)–[\[21\]](#)

עוד רציונל, אף הוא מבית מדרשה של היעילות הכלכלית, נוכל לראות בחברות נסחרות. בחברות נסחרות, קיומה של זכות הסירוב יכול למנוע את הצורך ברכישת מניות במסגרת המסחר בבורסה תוך היחשפות לסיכון של עליית שער המניה כתוצאה מביקושים חריגים. [\[22\]](#)

יודגש, כי בפסיקת בתי המשפט בישראל ובספרות הישראלית מופיע רציונל היעילות הכלכלית כרציונל משני בלבד, הנלווה לרציונלים העיקריים האמורים לעיל.

ד. מאפיינים נוספים של זכות הסירוב

לצד הרציונלים העומדים בבסיסה של זכות הסירוב, אנו סבורים שחשוב להאיר מאפיינים מסוימים שלה בזירה התאגידית, אשר דומה בעינינו כי לא קיבלו את המקום הראוי להם עד כה, ואשר יהיה בהם כדי להשליך על ניתוחנו בסוגיית הדירותה או אי-הדירותה של הזכות.

1. הדדיות

ראוי לציין, כי זכות הסירוב בזירה התאגידית תהא כמעט לעולם - הדדית, קרי, היא תחול בצורה שווה על כל בעלי המניות בחברה (או כל בעלי המניות המחזיקים מעל לסף החזקה מסוים), כשכולם בו-זמנית כפופים לה עת יחפצו למכור מניותיהם וזכאים לה עת יחפוץ מי מחבריהם למכור מניותיו. אך ברור הוא, כי במועד עריכת הסכם בעלי המניות (בין אם מצא מקומו בתקנון החברה ובין אם נותר במסגרת הסכמת גרידא), שהוא ככלל מועד הסמוך לרכישת המניות על-ידי בעליהן, אין בעלי המניות יודעים אם ברבות הימים ימצאו עצמם בצד המוכר (וכפוף לזכות הסירוב של רעיו) או שמא בצד שאינו מוכר (ונהנה מזכות הסירוב במכירת האחר). בהתאם, ניתן לשער כי העובדה שהסדרי זכות סירוב הם כה נפוצים ומקובלים, מלמדת, כי מלכתחילה סבורים בעלי המניות כי ההסדר פועל לטובתם, קרי כי התועלת שנגרמת להם כתוצאה מקיומה של הזכות, ושתבוא לידי ביטוי אם אחר ימכור את מניותיו, עולה על הנזק שנגרם להם כתוצאה מקיומה של הזכות, שיבוא לידי ביטוי אם יבקשו הם עצמם למכור מניותיהם. [\[23\]](#)

אנו סבורים כי זו אף תשובה מסוימת לעמדה שמצאה ביטוי הן בפסיקה והן בדברי מלומדים, בדבר היותה של זכות הסירוב בבחינת מגבלה על עבירות המניה ופגיעה בזכות הקניין, אשר

ראוי לפרשה באופן מצמצם. [24] אמנם, לית מאן דפליג, כי זכות הסירוב פוגמת ביכולתו של בעל מניה להעביר מניות לאחר (אם כי, כפי שנבהיר להלן, אמנם אין מדובר בפגיעה קלת ערך - אולם גם אין זו פגיעה חמורה במיוחד); אך אין פירושו של דבר, כי היא פוגעת אף בזכות הקניין שלו. טענות אלה כנגד זכות הסירוב בזירה התאגידית אינן לוקחות בחשבון שזכות הסירוב היא "עסקת חבילה" במסגרתה בעל המניות אמנם מכפיף עצמו למגבלה אך בו-זמנית זוכה בכך שאחרים מכפיפים עצמם למגבלה דומה, [25] ושחשבון כולל, המאזניים נוטות דווקא לטובת זכות הסירוב, קרי קניינו של בעל המניה דווקא משביח: קודם (טרם זכות הסירוב) היתה בבעלותו מניה "סתם"; עתה (לאחר זכות הסירוב) יש בבעלותו מניה הכפופה לזכות סירוב כלפי חבריו - אך גם מזכה אותו בכך שמניות חבריו תהיינה כפופות לזכות סירוב כלפיו. בהתאם, לעניות דעתנו, אלמנט ההדדיות של זכות הסירוב מנטרל במידה רבה מאוד את עוצמת הפגיעה אשר גלומה בה בעבירות המניות, אינו גורם לפגיעה כלשהי בזכות הקניין של בעלי המניות, ומציב אותם על בסיס שוויוני בכל הנוגע לאפשרות להעביר מניותיהם, תוך קביעת "כללי משחק" אשר נתפסים על-ידם מלכתחילה כמיטיבים עימם וכמשפרים את מכלול הזכויות המשתקפות במניותיהם.

2ד. רקע למימוש הזכות - חוזה מחייב בין המוכר לבין הפוטנציאלי

יש לזכור, כי הודעת המוכר לבעלי זכות הסירוב לעולם אינה באה בחלל ריק, אלא על רקע קיומו של חוזה מחייב בין המוכר לבין הצד השלישי - הרוכש הפוטנציאלי. [26] לעניות דעתנו, עניין זה אינו בא לידי ביטוי בניתוח החוזי של מהלך ההצעה והקיבול במסגרת הפעלת מנגנון זכות הסירוב שנעשה על-ידי קודמינו.

נבהיר: [27] תחילה יש לזכור, כי זכות הסירוב עצמה, על פרטיה ודקדוקיה, קבועה בהסכם קודם, [28] הסכם תקף ומחייב בין בעלי המניות בחברה, וכי הודעת המוכר לחבריו בעלי זכות הסירוב הינה למעשה קיום התחייבותו החוזית כלפיהם.

מששמנו זאת אל ליבנו, ראוי שנוסיף ונזכור, כי הודעת המוכר ניתנת אך ורק עקב כך שנירקם קשר חוזי בינו לבין הצד השלישי, הוא הרוכש הפוטנציאלי. בין המוכר לבין הרוכש הפוטנציאלי נוהל משא ומתן, שסופו הצעה וקיבול, גמירות דעת ומסוימות, וכריתת חוזה מחייב כדת וכדין. אלא מאי? מתוקף קיום חיוביו החוזיים כלפי בעלי המניות הקיימים בחברה, דואג המוכר כי השלמת עסקת המכר בהתאם לחוזה עם הרוכש הפוטנציאלי תהיה מותנית בתנאי, [29] והוא - אי-הפעלתה של זכות הסירוב. ודוק: המוכר מתקשר ומתחייב בלב שלם ובנפש חפצה בחוזה מחייב למכור מניותיו לרוכש הפוטנציאלי, אם רק יתאפשר לו הדבר. יתרה מכך: במקרים מסוימים, המוכר אף מתחייב לעשות כל שביכולתו (באופן חוקי כמובן) על מנת לוודא שזכות הסירוב לא תמומש הלכה למעשה, כך ש"עסקת הבסיס" עם הרוכש הפוטנציאלי תוכל לבוא לכלל השלמה. אז, ורק אז, קמה חובת המוכר ליתן הודעה לבעלי זכות הסירוב. הודעה זו אינה בבחינת "הצעה" המתחילה מהלך חוזי, אלא חוליית ביניים בשרשרת חוזית מורכבת ומרובת-צדדים, כמבואר לעיל.

נמצא, איפוא, כי אותה הודעה שמוסר המוכר לבעלי זכות הסירוב, אשר אליבא דהפסיקה - וככל שהצעה זו מתוחמת בזמן - הינה בלתי-הדירה במהותה, אינה אלא הודעה שהמוכר אנוס למסור בעל כורחו: המוכר חפץ לקיים חיוביו החוזיים ולמכור מניותיו לרוכש הפוטנציאלי (וחזקה על אדם המתקשר בחוזה מחייב כי הוא אכן חפץ לקיימו); אלא שאז באים חיוביו החוזיים הקודמים בזמן, אלה שנטל על עצמו כשהסכים לזכות הסירוב, וכופים עליו הר כגיגית למסור את הודעת זכות הסירוב לזכאים לקבלה. יש לזכור, כי לו חפץ המוכר

למכור מניותיו לרעיו-שותפיו בחברה, יכול היה לנהל עימם משא ומתן ולהתקשר עימם בחוזה המכר; אלא שתהא הסיבה אשר תהא, הוא בחר למכור מניותיו לצד שלישי דווקא, וזכות הסירוב - וההודעה שזו מחייבת - אינם אלא מכשול העומד בדרכו להשלמת העסקה בה חפץ ולה התחייב.

למען השלמת התמונה, בנקודת זמן זו מגיע המהלך החוזי אל צומת דרכים: אם ניתנה הודעת קיבול מאת בעלי זכות הסירוב במועדה ובהתאם לכל תנאיה - לא מתקיים התנאי שבחוזה עם הרוכש הפוטנציאלי, המוכר אינו מחויב להשלים את המכר לרוכש הפוטנציאלי, ותחת זאת נקשר חוזה מחייב בין המוכר לבין מממשי זכות הסירוב. לחילופין, אם לא ניתנה הודעת קיבול כאמור - מתקיים התנאי שבחוזה עם הרוכש הפוטנציאלי, מושלמת עסקת המכר והרוכש הפוטנציאלי הופך לבעל מניות בחברה.

לאורו של ניתוח מהלך חוזי שלם זה, ניתן להבין את הודעת המוכר ואת תחום הזמן שבצדה, בהקשר הכולל והנכון שלה: נראה כי היא תולדה של שני אילוצים. הראשון הינו אילוץ שנובע מעסקת הבסיס שבין המוכר לבין הרוכש הפוטנציאלי. כיוון שברור שהרוכש הפוטנציאלי לא ימתין לנצח, יש לתחום בזמן את התקופה בה צריכים להתקיים התנאים להשלמת העסקה (ובהם, בין היתר, אי-הפעלת זכות הסירוב). בהתאם, מנגנון זכות הסירוב כולל מלכתחילה הגבלת זמן לתגובת בעלי הזכות, שלאחריה פגה אפשרותם להפעילה והמוכר חופשי להשלים את עסקת המכר לרוכש הפוטנציאלי. האילוץ השני נובע מעסקת המכר האפשרית בין המוכר לבין מממשי זכות הסירוב: הם אמנם בעלי מניות בחברה ובהתאם אמורים להכיר את הנכס המוצע להם, אולם בעת שמתקבלת אצלם, ללא כל הכנה מוקדמת, הודעה בדבר זכותם לממש את זכות הסירוב ולרכוש מניות נוספות בחברה, בהחלט ייתכן כי הם זקוקים לפרק זמן כלשהו כדי לבחון את כדאיות העסקה, לארגן מימון וכיוצ"ב. בהתאם, בעת ניהול המשא ומתן על הסכם בעלי המניות בו נקבע זמן התגובה המקסימלי להודעת זכות סירוב, נלקחים שיקולים אלה בחשבון.

דברים אלה נשית אל לבנו עת נבחן, האם אכן ראוי לראות במוכר כמי שנתן "הצעה בלתי הדירה" לחבריו בעלי זכות הסירוב.

3ד. השוואת זכות הסירוב להגבלות אחרות הנוהגות על עבירות של מניות

מאפיין שלישי של זכות הסירוב בזירה התאגידית מתחדד על רקע השוואתה להגבלות אחרות הנהוגות על עבירות של מניות, השוואה אשר הן הפסיקה והן המלומדים עסקו בה כהנה וכהנה, ואף אנו מבקשים להוסיף מעט משל עצמנו.

לשם כך נבקש להציג את המגבלות הנהוגות על עבירות של מניות, ולבחון אותן בשני פרמטרים שונים: הציפייה של המוכר, הכפוף למגבלה, למכור מניותיו, וכנגדה הציפייה של בעלי המניות האחרים, בעלי הזכות, לרכוש מניות אלה.

ראשית באה מגבלת ה-No Sale, שאינה אלא איסור מכירה (מוחלט או חלקי) המוטל על בעל מניה. לעתים מוטלות מגבלות כאלה מתוקף החוק או רגולציה.^[30] לעתים בוחרים צדדים

להטילן מכוח חוזה. כאמור לעיל, במקרה טיפוס, מוטלת המגבלה על יזם של החברה, שהינו הרוח החיה בעסקיה, ובעלי המניות האחרים מעוניינים לוודא כי ישמר החזקותיו בה. מקרה זה פועל חד וחלק לשני הכיוונים: בעל המניות הכפוף ל-No Sale יודע כי אינו יכול למכור מניותיו ובהתאם אין לו כל ציפייה למוכר; ואילו בעלי המניות האחרים יודעים, כי ה-No Sale אינו מקנה להם כל זיקה, ולו הקלושה ביותר, למניות אלה, ועל כן אין להם כל ציפייה לרוכשן.

מגבלה שניה היא מיוחדתנו, זכות הסירוב. זכות הסירוב אינה מונעת מבעל המניה למכור מניותיו, אולם כאמור לעיל היא דורשת שיתנה את עסקת המכר בכך שחבריו, בעלי המניות הנותרים, לא יממשו את זכות הסירוב שלהם, ושיציע להם לבוא בנעלי הרוכש הפוטנציאלי. הזכרנו כי מגבלה זו מקשה על כריתת חוזים למכירת המניות לצדדים שלישיים, ובהתאם גם עלולה להתבטא במחיר מופחת למניה. עם זאת, לבעל המניות הכפוף לה יש בהחלט ציפייה שיוכל למכור מניותיו, אף אם במחיר מופחת משהו. באשר לבעלי המניות האחרים: זכות הסירוב מותירה אותם תלויים לחלוטין ברצונו של המוכר: אינו חפץ למכור מניותיו - ממילא לא יוכלו לרוכשן כלל ועיקר; חפץ למכור מניותיו לצד שלישי - רק אז תקום להם הזכות לרכוש את חלקם היחסי בהן. זכות הסירוב מעמידה את הזכאים לה בעמדה פסיבית למדי: רק אם ייזום המוכר את עסקת המכירה לצד השלישי, תקום להם הזכות לרכוש מניותיו. מאידך גיסא, חשוב לציין כי מנגנון זכות הסירוב טומן בחובו מנגנון "חיצוני", "אובייקטיבי" או "ניטרלי", לקביעת מחיר העסקה ותנאיה - היצמדות למה שסוכם עם צד שלישי חיצוני לחברה, מנגנון אשר מאפשר לצדדים לו להשלים עסקת מכירה ורכישה עם עלויות עסקה זניחות. עצם קיומו של מנגנון זה מעיד על כך שהצדדים מודעים לכך שזכות הסירוב עשויה להביא לרכישת המניות על-ידי בעלי המניות האחרים, ובהתאם בוחרים לקבוע מנגנון שיאפשר השלמתה של עסקה מעין זו בתנאים שמחד גיסא עוצבו על-ידי המוכר (יחד עם הצד השלישי) ומאידך גיסא אמורים להיות לכל הפחות הוגנים כלפי הרוכש (שכן חזקה על הצד השלישי שעשה מלאכתו נאמנה בניהול המשא ומתן ובסיכום תנאי העסקה, וכאמור ייתכן שאף הציע מחיר נמוך-משהו עבור המניות). נראה איפוא, כי לבעלי המניות האחרים **אין ציפייה חזקה לרכישת המניות, אך מכל מקום זו אפשרות שעומדת על הפרק ושהצדדים נוטלים אותה בחשבון**.^[31]

המגבלה השלישית הינה זכות ההצעה הראשונה - Right of First Offer, שמכוחה מחויב המוכר להציע מניותיו למכירה לבעלי המניות האחרים בתנאים שייקבעו על ידו, ואם לא נענו להצעה - חופשי המוכר למוכרן לצדדים שלישיים במשך תקופה מסוימת, בתנאים שלא יפחתו מאלה שהציע לחבריו בעלי המניות. המוכר מוגבל כאן עוד פחות מאשר בזכות הסירוב: הוא אינו זקוק לעסקה קונקרטית עם רוכש פוטנציאלי וגם אינו כפוף למגבלות כלשהן באשר לתנאי המכירה. עת חשקה נפשו למכור את מניותיו, הוא חופשי לעצב את תנאי העסקה הרצויה לו ככל העולה על רוחו, ואז להציע לחבריו בעלי המניות. נענו בחיוב - זכה המוכר בעסקה בתנאים בהם חפץ; לא נענו בחיוב - חופשי המוכר לתור אחרי רוכש המוכן לרכוש מניותיו בתנאים אשר קבע (או בתנאים טובים מהם עבור המוכר), ואם מצא רוכש כאמור - יכול המוכר להתקשר בעסקה מחייבת ולהשלימה, ללא צורך לשוב ולקבל את "ברכת הדרך" של חבריו בעלי המניות. בהתאם, למוכר הכפוף ל-Right of First Offer יש ציפייה משמעותית למדי (ובודאי גבוהה יותר מאשר במקרה של זכות סירוב) שיוכל למכור מניותיו בתנאים הנוחים לו. ציפיתם של בעלי המניות האחרים, מאידך גיסא, נראית חלשה יותר מאשר בזכות הסירוב: לא רק שזכותם פסיבית באופיה ותלויה בהחלטת המוכר להציע מניותיו למכירה, אלא שאף לא נקבע כל מנגנון חיצוני-אובייקטיבי-ניטרלי לקביעת מחיר העסקה ותנאיה, ובעלי הזכות כפופים לרצונותיו של המוכר אשר מכתוב חד-צדדי את תנאי העסקה, מה שממילא מקטין את הסיכוי שתיכרת עסקה הלכה למעשה.^[32]

רביעית למנין המגבלות היא זכות ההצטרפות למכירה לצד שלישי, הלא היא זכות ה-Tag Along או ה-Co-Sale. זכות זאת מקנה לבעליה את הזכות להצטרף לעסקת מכירת מניות של בעל המניות הכפוף לזכות, לצד שלישי. במקרה טיפוס, הכפוף לזכות הוא בעל השליטה בחברה והנהנים ממנה הם בעלי מניות המיעוט, שבדרך זו מבטיחים לעצמם הן את האפשרות

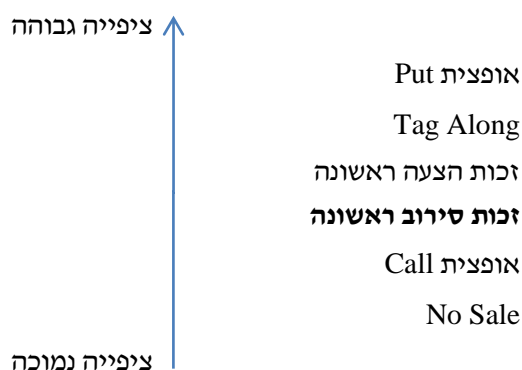
להשתתף הלכה למעשה בעסקאות מכר, שבחברה פרטית גדל הסיכוי לבצען כשהמוכר יכול למכור מניות המקנות שליטה בחברה או לכל הפחות השתתפות בשליטה בחברה, והן את האפשרות ליהנות מפרמיית השליטה הגלומה בעסקה למכירת השליטה. [33] זכות זאת מגבילה במשהו את יכולתו של המוכר למכור, שכן עליו ליטול בחשבון גם את בעלי הזכות ובמידת הצורך לשתפם במכירה על חשבוננו-הוא, קרי תוך צמצום שיעור המניות הנמכרות על ידו; [34] אך מטבע הדברים, למוכר יש בהחלט ציפייה משמעותית שיוכל למכור מניותיו, שהרי במקרה זה בעלי המניות האחרים אינם מעוניינים למונעו מלמכור לצד השלישי אלא להיפך - הם מבקשים להצטרף לעסקת המכר שזים, ובדרך כלל אף אינם מכבידים עליו מלהתקשר בעסקת מכר ואינם מקשים על גיבוש תנאי העסקה. [35] מאידך גיסא, לבעלי הזכות בוודאי שאין כל ציפייה לרכוש את מניות המוכר, אלא להיפך - הם רוצים להצטרף לעסקת המכר שזים ולמכור אף הם חלק ממניותיהם. מבחינה זו דומה הסדר ה-Tag Along או ה-Co-Sale להסדר ה-No Sale: בשניהם אין בעלי הזכות מצפים כלל ועיקר לרכוש את מניותיו של בעל המניות הכפוף לזכות.

חמישית, נציין את אופצית ה-Call, שכל כולה חרב ולא מגן: כל מטרתה היא להקנות לבעל מניות אחד את הזכות לרכוש את מניותיו של אחר, בתנאים שסוכמו מראש בין הצדדים, כשהמוכר מסכים, הלכה למעשה, במועד עריכת האופציה, למכור את מניותיו בתנאים אלה אם וכאשר יידרש לכך. ציפיית בעל הזכות ברורה: בכל עת שיחפוץ - יפעיל את הזכות וירכוש את המניות. ומה באשר לציפיית המוכר? במובן מסוים, המוכר מוגבל בצורה חמורה ביותר, שכן על מנת שהאופציה לא תרוקן מתוכנה, ממילא נלווית לה מגבלת No Sale האוסרת על המוכר למכור [36] מניותיו לצד שלישי בתקופת האופציה; אך מאידך גיסא, בעוד שבהסדר No Sale רגיל אפסה כל תקווה למוכר למכור מניותיו, הרי שבהסדר האופציה קיימת אף קיימת תקווה למכירתן - לבעל האופציה עצמו, אם וכאשר יחליט לממשה (ומעצם נטילתה, פעמים תוך תשלום שוויה, הוא מעיד על עצמו כי זו אפשרות שאין לזלזל בה).

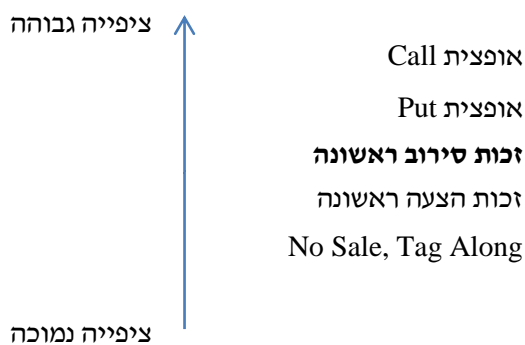
שישית ואחרונה חביבה - אופצית ה-Put, [37] שמטרתה להקנות לבעל מניות אחד את הזכות לחייב בעל מניות אחר לרכוש את מניות הראשון. אופציה זו אינה מגבילה את המוכר מלמכור מניותיו כלל ועיקר (אלא להיפך - מקנה לו זכות למוכר), ובהתאם הוא בעל ציפייה גבוהה ביותר שיוכל למוכר, בין לצד שלישי אם כך יחפוץ, ובין על דרך של הפעלת הזכות. באשר לבעל המניות הכפוף לחובת הרכישה - יש לו, מטבע הדברים, ציפייה חזקה למדי לרכוש את המניות, שהרי נטל על עצמו התחייבות לרוכשן ואף סיכם את תנאי הרכש; אולם כמובן שאין וודאות לכך, שהרי הכל תלוי, בסופו של דבר, ברצונו של בעל הזכות.

לסיכום, ניתן להציג את מקומה של זכות הסירוב באופן גרפי ובהשוואה להסדרי בעלי מניות אחרים, הן בהתייחס לציפית המוכר למכור מניותיו והן בהתייחס לציפית בעלי המניות האחרים לרוכשן:

מדרג הזכויות הקשורות למגבלות על העברת מניות בחברה מבחינת ציפיית המוכר למכור מניותיו



מדרג הזכויות הקשורות למגבלות על העברת מניות בחברה מבחינת ציפיית בעלי המניות האחרים לרכוש את מניות המוכר



מסקירה מעט ארוכה זו ניתן לגזור את המסקנות הבאות אודות תכונותיה של זכות הסירוב בזירה התאגידית: מחד, היא אינה יוצרת אצל הנהנה ממנה ציפייה חזקה במיוחד לרכישתה של עסקה לרכישת המניות. בעוד שבתרחיש של אופציה (בין מסוג Put ובין מסוג Call) ניצב בעל המניה (בעל הזכות או הכפוף לה) במצב של ציפייה משמעותית לרכישת מניות (בין מרצונו ובין מרצון רעהו), הרי שבזכות סירוב, בעל המניות שהוא בעל הזכות נמצא בעמדה פסיבית והיוזמה נותרת בידיו של המוכר. מאידך, זכות הסירוב בהחלט נוטלת בחשבון אפשרות של עסקה לרכישת המניות ובהתאם מסדירה מנגנון "חיצוני" לקביעת תנאי העסקה, שיאפשר על נקלה השלמה של עסקת רכש קונקרטי בידי בעלי הזכות, אם וכאשר ייזום המוכר את הפעלתה. זאת, להבדיל מה- No Sale ומה- Tag Along, בהן אין כל ציפייה להשלמת עסקה בין בעלי המניות, ובהשוואה ל-Right of First Offer, אשר מטבעה

יוצרת ציפייה נמוכה יותר להשלמת עסקה כזאת. אף תכונות אלה של זכות הסירוב תילקחנה בחשבון בהמשך דרכנו.

ה. בחינת ההלכה הרווחת אל מול הרציונלים העומדים בבסיס זכות הסירוב בזירה התאגידית ומאפייניה

עד כה הצבנו את המסד. עתה נוכל לפנות, על בסיסו, ללב העניין, קרי - לבחינת עמדת הפסיקה בדבר אי-הדירותה של ההצעה הניתנת במסגרת זכות הסירוב בזירה התאגידית, ככל שהצעה זו מתוחמת בזמן, לאור הרציונלים שבבסיסה ובמבחן מאפייניה היחודיים.

1. בחינת ההלכה הרווחת אל מול הרציונלים העומדים בבסיס הזכות

אך טבעי לסבור, כי אם בתי המשפט בישראל קבעו נחרצות כי ההצעה המתוחמת בזמן, הניתנת במסגרת הפעלת זכות הסירוב, הינה הצעה בלתי הדירה, אין זה יישום טכני גרידא של לשון סעיף 3(ב) לחוק החוזים, אלא תולדה של רצון וכוונה להגשים את (או למצער להגן על ולאפשר את הגשמתם של) הרציונלים העומדים בבסיס הזכות. במילים אחרות: לכאורה עולה מפסיקת בתי המשפט, כי לשיטתם, על מנת להגשים את הרציונלים העומדים בבסיס הזכות, יש לאפשר לניצע לכפות עסקת מכר על המציע, אף שהמציע גילה את דעתו כי כבר אין הוא מעוניין כלל למכור את מניותיו, וזאת טרם שבעל הזכות נתן הודעת קיבול. האומנם?

ובכן, דומה בעינינו, שאין רציונל אחד מן הרציונלים שסקרנו בפרק ג' המצדיק מסקנה זו באופן גורף; ונפרט:

1.1 חסם כניסה

אם הרציונל של זכות הסירוב הוא למנוע כניסה של שותפים חדשים למיזם, הרי שמשחלטי המוכר שלא למכור מניותיו לרוכש הפוטנציאלי, רציונל זה התממש במלואו, וממילא אין הצדקה לאפשר לבעל הזכות לכפות עסקת מכר על המוכר.

2.1 חסם יציאה

חסידי רציונל זה גרסו, כי מטרת זכות הסירוב היא למנוע מבעלי המניות הקיימים למכור את מניותיהם ו"לצאת" מהמיזם. אם כך, משחלטי המוכר שלא למכור את מניותיו לרוכש הפוטנציאלי, הרי שהוא דה-פקטו החליט שלא לצאת מן המיזם, ועל כן רציונל זה התקיים במלואו, וזאת מבלי שנכפה על המוכר למכור את מניותיו לבעלי

הזכות. יתרה מכך: בנסיבות אלה, אכיפה של עסקת מכר המניות לבעלי זכות הסירוב תחתור תחת רציונל זה ותמנע את הגשמתו המלאה (שכן במקרה זה, בעלי הזכות בעצם כופים על המוכר "לצאת" מן המיזם), ובהתאם - רציונל זה אמור לתמוך במובהק בעמדה הגורסת שהצעת המוכר הינה הדירה.

3.1ה שמירה על יחסי אחזקה מסוימים

ברור, כי אם המוכר לא ימכור את מניותיו לרוכש הפוטנציאלי - לא ישתנו יחסי האחזקה שבין בעלי המניות הקיימים, וממילא רציונל זה בא לידי ביטוי.

4.1ה יעילות כלכלית

ייתכן שנכון יותר מבחינת יעילות כלכלית, כי המניות יימכרו לבעל מניה קיים מאשר לרוכש פוטנציאלי צד שלישי, אך ברי כי תחת רציונל זה, אין בעל מניה קיים גובר על המחזיק בפועל (קרי המוכר), כשזה האחרון החליט להשאיר את מניותיו ברשותו.

נותר איפוא, הרציונל הגורס, כי בחברות נסחרות, כדאי לעתים לבעלי הזכות לרכוש מניות על-ידי הפעלת זכות הסירוב מאשר לנסות לרוכשן בשוק. רציונל זה - והוא בלבד - עשוי לתמוך באכיפת עסקת המכר שבין המוכר לבין בעלי זכות הסירוב, על-מנת להגן על האינטרס שלהם לרכוש מניות בעסקה מחוץ לבורסה.

הנה כי כן, עברנו על הרציונלים שהובאו בפסיקה ובספרות אחד לאחד, ומצאנו רציונל אחד אשר עשוי לתמוך בעמדת בתי המשפט בישראל בדבר אי-הדירותה של ההצעה הניתנת במסגרת מנגנון זכות הסירוב ככל שהצעה זו מתוחמת בזמן - ואף זאת בחברות נסחרות בלבד. הרציונלים האחרים אינם תומכים בעמדה זו כלל, ואחד מהם אפילו שולל אותה במובהק.

2.ה בחינת ההלכה הרווחת אל מול הניתוח של המהלך החוזי העומד בבסיס זכות הסירוב ומאפייני הזכות

כאמור לעיל בפרק ד, גישתנו הינה כי בהתחשב באופיה ההדדי של זכות הסירוב ובתועלת שגלומה בקיומה כהסדר הדדי, אין טעם מיוחד לנקוט פרשנות מצמצמת בכל הנוגע לקיומה של זכות הסירוב ולהפעלתה. חלף זאת, אנו מציעים לפרש את זכות הסירוב ככל זכות חוזית; וככל שבחינת אומד דעתם של הצדדים עסקינן, אנו מציעים להסתייע, ולצד הרציונלים העומדים בבסיס הזכות, אף במאפייניה המיוחדים של זכות הסירוב, כפי שפורטו לעיל.

כבר ראינו, כי הקביעה בדבר אי-הדירותה של הודעת המוכר יסודה בהוראת סעיף 3(ב) לחוק החוזים. בכל הכבוד, דומה בעינינו, כי לא זו הינה תכליתו הנכונה והראויה של סעיף 3(ב). אנו סבורים, כי סעיף 3(ב) לא נועד כלל ואינו מתיימר לעסוק בסיטואציה המורכבת של הודעת המוכר במסגרת זכות סירוב. סעיף 3(ב) עוסק בסיטואציה חוזית פשוטה ובסיסית הרבה יותר,

בה המציע מפנה הצעתו לניצע וקובע מועד לקיבולה. כשזה הקשר הדברים, קובע סעיף 3(ב) הסדר שהגיונו בצדו: [38] המציע הוא שבחר, מיוזמתו ומרצונו החופשי, להעניק לניצע שהות לשקול את הצעתו; הניצע מסתמך מן הסתם על שהות זאת ומעכב תשובתו, בין על מנת לשקול את ההצעה לעומקה, בין על מנת לגבש הסדר מימון ובין מכל סיבה אחרת; ולכאורה, אין כל שיקול שלא להגן על הסתמכותו זו, שכולה פרי יוזמתו של המציע.

לעומת זאת, כשבהודעת המוכר במסגרת זכות סירוב עסקין - שונים הם פני הדברים.

בניתוחנו דלעיל עמדנו על השרשרת החוזית המורכבת יותר העומדת ברקע הודעה זו, וראינו, כי היא אינה פרי בחירתו, רצונו ויוזמתו החופשית של המוכר בנסיבות העסקה הקונקרטית, אלא היא אילוץ שנכפה עליו מבעוד מועד וכשטרם עמדה עסקה קונקרטית כלשהי על הפרק, בין היתר מחמת הצורך לתחם בזמן את מועד קיומו של התנאי המתלה להשלמת עסקת הבסיס - העסקה עם הרוכש הפוטנציאלי. [39] יתרה מזו, בניתוחנו דלעיל עמדנו אף על אופיה של זכות הסירוב והראינו, כי היא אינה יוצרת אצל מקבלי ההודעה ציפייה משמעותית לרכישת מניות המוכר, מעצם היותה זכות פסיבית באופיה, אשר כל כולה נשענת על החלטת המוכר למכור מניותיו לצד שלישי. לו רצו מקבלי ההודעה לרכוש לעצמם זכות משמעותית יותר, יכלו לבחור במנגנון של אופציה; [40] בחירתם בזכות הסירוב מעידה היטב על כוונותיהם: המנגנון בו בחרו אמנם יכול להוביל לרכישת מניות המוכר על ידם, אך בדרגת ציפייה בינונית בלבד ובכפוף לכך שגמלה בלב המציע ההחלטה למוכר לצד שלישי, וממילא השלמת עסקת מכר אינה המרכיב העיקרי שבזכות הסירוב. כפי שהראינו לעיל, לזכות הסירוב בזירה התאגידית יש רציונלים משמעותיים אחרים, שאינם כרוכים כלל ועיקר ברכישת המניות על-ידי מקבלי הודעת המוכר, ונראה כי אף שרכישה כאמור היא תוצאה אפשרית של זכות הסירוב - היא בהחלט אינה רציונל עיקרי העומד ביסודה, אלא רציונל שדרגת חשיבותו משנית בלבד. כפועל יוצא, ספק בעינינו אם יש הצדקה לכפות עסקת מכר על המציע כשזה התחרט וחזר בו מהצעתו עקב ביטול עסקת הבסיס.

בהתחשב בתובנות דלעיל, מסקנתנו הינה, כי הוראתו של סעיף 3(ב) לחוק החוזים לא נועדה לחול על הודעת המוכר במסגרת זכות סירוב בזירה התאגידית, והיא אינה נוטלת בחשבון את המאפיינים הייחודיים של הודעה זו ואת מלאכת האיזונים הנדרשת בהקשר לה - מלאכה הנוטלת בחשבון ומשקללת בצורה נכונה את מלוא הרציונלים העומדים בבסיסה.

1. גישה אלטרנטיבית לשאלת הדירותה של ההצעה הניתנת במסגרת זכות הסירוב בזירה התאגידית

אם סעיף 3(ב) לחוק החוזים אינו מציג פתרון הולם לשאלת הדירותה של ההצעה הניתנת במסגרת זכות הסירוב בזירה התאגידית, מהו איפוא פתרון הולם? מהו האיזון הרצוי?

לשיטתנו, התשובה טמונה בהסטת נקודת ה"אל-חזור" ממועד מתן הודעת המוכר למועד קיבולה (במועדה ולפי כל תנאיה) על-ידי בעלי זכות הסירוב. במישור המשפטי-פורמלי קל להצדיק פתרון מוצע זה, שהרי במועד זה קורים בו-זמנית שני אלה: מחד גיסא, לא מתקיים התנאי המתלה להשלמת העסקה, הקבוע בהסכם שבין המוכר לבין הרוכש הפוטנציאלי, וממילא נגזר על העסקה לעבור מן העולם; ומאידך גיסא - נכרת חוזה מחייב בין המוכר לבין בעלי זכות הסירוב שקיבלו הצעתו. בנסיבות אלה, בהן נותרת רק עסקת מכר אחת, שהינה בגדר חוזה מחייב לכל דבר

ועניין - נראה לנו ברור, כי המהלך החוזי הפורמלי מצדיק ומחייב כאחד תוצאה לפיה יהא המוכר מחויב להשלים את מכירת המניות למממשי זכות הסירוב. זוהי התוצאה המתבקשת בלית תחולה לסעיף 3(ב) לחוק החוזים; וחשוב מכך, אנו סבורים כי תוצאה זו מוצדקת אף לגופה, מתוך בחינה מהותית של מכלול השיקולים והאינטרסים העומדים למבחן.

כאמור לעיל, הרציונלים העיקריים של זכות הסירוב, כפי שהוצגו בפסיקה ובספרות המשפטית כאחד, הינם רציונלים של "חסם כניסה", "חסם יציאה" ו"שמירה על יחסי החזקות מסוימים", וכולם מתמלאים אף מקום בו המוכר חוזר בו מהודעתו ואינו מוכר מניותיו כלל ועיקר, לא לצד שלישי ולא לחבריו בעלי המניות (וככל שמדובר ב"חסם יציאה" - הוא אף מתמלא **ביתר שאת** במקרה זה). למעשה, רציונלים אלה יתממשו ("חסם היציאה" - **ביתר שאת**) אף אם נאפשר למוכר לחזור בו מהודעתו אף **לאחר** שניתנת הודעת קיבול על-ידי חבריו בעלי המניות ונכרת חוזה מחייב למכירת המניות.

עם זאת, גם כן כאמור לעיל, קיימים להסדר זכות הסירוב גם רציונלים נוספים, אמנם משניים, שמילויים כרוך במימוש עסקת מכר המניות דווקא, רציונלים אותם כללנו תחת הכותרת "יעילות כלכלית". הדברים משתקפים היטב במהותה של זכות הסירוב אשר, כאמור לעיל, הינה מחד פסיבית ויוצרת ציפייה בינונית ברמתה לרכישת המניות על-ידי מקבלי הודעת המוכר, אך מאידך בהחלט יוצרת מנגנון יעיל למדי להשלמת עסקת רכישה שכזו.

לשיטתנו, איזון נכון והולם בין רציונלים אלה והתחשבות הולמת בציפיות של הצדדים הרלבנטיים ממקמים את נקודת ה"אל-חזור" במועד מתן הודעת הקיבול. אנו סבורים, כי עד למועד זה, צריכים הרציונלים של "חסם היציאה", מחוזק על-ידי "חסם הכניסה" וה"שמירה על יחסי אחזקה מסוימים", לגבור ולאפשר למוכר לסגת מהודעתו/כוונתו למכור את מניותיו ולשמר את הסטטוס-קוו הקיים בין בעלי המניות בחברה; ואילו החל ממועד זה ואילך, לא רק שנכרת חוזה מחייב - אלא גם נוצרת (לשיטתנו - לראשונה) ציפייה ברורה וקונקרטית של בעלי המניות אשר מסרו הודעת קיבול להשלים את העסקה ולרכוש את המניות, ציפייה אשר מביאה לידי ביטוי את רציונלי ה"יעילות הכלכלית" ואשר לטעמנו ראויה להגנה. עד למסירת הודעת הקיבול - גובר האלמנט הפסיבי-מניעתי של זכות הסירוב; לאחר מסירת הודעת הקיבול - גובר האלמנט האקטיבי שלה ומכתיב השלמת עסקת מכר.

חמושים במסקנות אלה, חשבנו בלבנו, כי ניטיב לפנות אל הפסיקה בארצות הברית, שם לא כבולים בתי המשפט בהוראה דוגמת סעיף 3(ב) לחוק החוזים הישראלי, על מנת לראות כיצד בתי המשפט בארצות הברית התמודדו בשאלת הדירותה של ההצעה הניתנת במסגרת מנגנון זכות הסירוב. **פנינו, ולא התאכזבנו.**

כך, לדוגמה, פסיקתו של בית המשפט לערעורים של מדינת ניו יורק בענין **LIN**,^[41] שעסקה בזכות סירוב ראשונה בזירה התאגידית, ובפסקי דין נוספים הבאים אחריו, קובעת באופן חד-משמעי, כי הצעה הניתנת במסגרת מנגנון זכות הסירוב הינה הצעה הדירה, וכל עוד לא ניתנה הודעת קיבול, המוכר יכול להתחרט ולמשוך את הצעתו מבלי שהדבר גורע כהוא זה מהגשמת מטרותה של זכות הסירוב; וכדברי בית המשפט (ההדגשות שלנו):

"The obvious effect of the right of first refusal is to give to the non-selling party a power to control and restrict the other party's right to sell to a third party.

The clause itself operates as a restriction by preventing a party from making a sale without first making the first refusal offer. When, as here, the selling party has fully complied with its obligations under the first refusal clause by not selling without first making the required offer, the non-selling party has received the bargained for performance. The intended effect of the clause as a means of restricting or preventing a sale to a third party has been realized. There is no basis for requiring the selling party to render more than its promised performance, as LIN would have us do, by keeping the offer open for the period specified in the first refusal clause, thus giving the first refusal offer all of the attributes of an option."^[42]

בית המשפט בעניין LIN מבהיר, כי כל שבעל זכות הסירוב רשאי לצפות לו הוא, שהמוכר לא ימכור את מניותיו לרוכש הפוטנציאלי מבלי שהציע ראשית את המניות לבעל הזכות. בכך מתמצאת זכות הסירוב; ובהתאם, קביעה, כי משעה שנתן המוכר הצעה לבעל הזכות תחת מנגנון זכות הסירוב, הצעה זו תהא בלתי הדירה עד לתום תקופת ההצעה - משמעותה הענקת מאפיינים של אופציה לזכות הסירוב, ודומה, כי לא לכך התכוונו הצדדים בשעת הסדרת הזכות (וראו בהרחבה פרק ד' לעיל: זכות סירוב היא בהחלט לא אופציה).

עם זאת, בית המשפט בעניין LIN מודע לכך שכלל זה נכון כל עוד לא ניתנה הודעת קיבול על-ידי בעלי זכות הסירוב. הדבר עולה מפורשות מהפסיקה שמצטט בית המשפט על-מנת לתמוך במסקנתו, ולבסוף נאמר מפורשות אף בתוצאת פסק הדין:

"Because Metromedia's first refusal offers were withdrawn before acceptance, the Appellate Division properly dismissed LIN's complaint and petition."^[43]

נמצא איפוא, כי הצעתנו תואמת אף את פסיקתו של בית המשפט העליון של מדינת ניו יורק, כמו גם של מדינות נוספות בארצות הברית.^[44]

אחרון חביב: כאמור לעיל, לעניות דעתנו, אין הצדקה לפרש את זכות הסירוב בפרשנות מצמצמת, אלא יש לפרשה ככל זכות חוזית. עם זאת, לא למוותר לציין כי בהנחה שתאומץ השיטה הדוגלת בפרשנות מצמצמת של זכות הסירוב, כפי שאכן קבעו בתי המשפט בישראל לא אחת,^[45] יהא בכך כדי לתמוך במסקנותינו האמורות להלן, אשר מצמצמות את היקף השתרעותה של זכות הסירוב באופן המאפשר למציע לחזור בו מהצעתו ובכך למנוע את מימושה של זכות הסירוב כל עוד לא ניתנה הודעת קיבול.

ז. הערה על הזיקה שבין עסקת הבסיס לעסקת זכות הסירוב

טרם נסיים, נבקש להעיר הערה אודות המידה בה צריכה להתקיים זיקה בין עסקת הבסיס, קרי העסקה שבין המוכר לבין הרוכש הפוטנציאלי, לבין עסקת זכות הסירוב. לשיטתנו, הדברים האמורים לעיל יפים - וצריכים להיוותר כאלה - בלי כל קשר לגורלה של עסקת הבסיס הקונקרטי. לעניות דעתנו, הקשר היחיד שבין עסקת זכות הסירוב לבין עסקת הבסיס הוא בכך שעסקת זכות הסירוב שואבת את תנאיה והסדריה מעסקת הבסיס - הא ותו לא; מרגע שנקבעו תנאיה של עסקת

זכות הסירוב (תוך שאיבתם מעסקת הבסיס) - היא עומדת ברשות עצמה ובזכות עצמה וגורלה של עסקת הבסיס אינו נוגע בה כלל ועיקר.

כך, בטרם ניתנה הודעת קיבול בעסקת זכות הסירוב: לשיטתנו, וכפי שהרחבנו במאמרנו זה, זכותו של המציע לחזור בו בשלב זה אינה צריכה להיות קשורה כלל ועיקר לגורלה של עסקת הבסיס ולמידת תוקפה, והמציע צריך להיות רשאי לחזור בו מן ההצעה בין אם עסקת הבסיס חלפה-עברה לה מן העולם בינתיים (תהא הסיבה לכך כאשר תהא) ובין אם היא עומדת בתוקפה. כך גם משניתנה הודעת קיבול בעסקת זכות הסירוב: במקרה זה - אחת דינה של עסקת זכות הסירוב להגיע לכלל השלמה (בכפוף לתנאיה), וזאת בלי כל קשר לשאלת גורלה התיאורטי של עסקת הבסיס, לו ניתן לה להמשיך לעמוד בתוקפה. זאת, הן כיוון שממועד זה ואילך, ממילא אין לדעת מה היה עולה בגורלה של עסקת הבסיס - אם היתה מגיעה לכלל השלמה, אם לאו, ועל כן ממילא אין כל דרך לקשור בינה לבין המכירה לבעלי זכות הסירוב; והן כיוון שאף לו היתה דרך לחזות את גורלה של עסקת הבסיס - לא היה עוד כל טעם לקשור בין השתיים במצב זה.

טלו, לדוגמה, מצב בו הרוכש הפוטנציאלי הוא מתחרה של החברה, ועל כן השלמת עסקת הבסיס מותנית באישור הממונה על הגבלים עסקיים, אישור אשר בדוגמה שלפנינו אינו נדרש כלל בהקשר של מכירה לבעלי מניות קיימים בחברה. עוד הניחו, כי **טרם** מסירת הודעת קיבול על-ידי בעלי זכות הסירוב, נמסרת הודעת הממונה על הגבלים עסקיים כי לא יאשר את עסקת הבסיס. לשיטתנו, במקרה זה רשאי המוכר לבטל את הודעתו לחבריו בעלי המניות, ובכך תסתיים פרשה זו: המוכר לא ימכור מניותיו לאיש והסטטוס-קוו בחברה יישמר, ולרוכשים ממילא היתה ציפייה מסדר גודל משני בלבד לרכוש מניות אלה, כך שביטול ההודעה עדיין יותיר אותם עם רוב תאונתם - קרי, רוב האינטרסים שבשמשם בחרו במנגנון זכות הסירוב - בידם. כעת הניחו, כי הודעת הממונה על הגבלים עסקיים נמסרה זמן קצר **לאחר** מסירת הודעת קיבול על-ידי בעלי זכות הסירוב. האם יש כל סיבה לאפשר למוכר לבטל הודעתו? עם מסירת הודעת הקיבול, כאמור, ממילא נסתם הגולל על עסקת הבסיס וממילא נתייתרה הודעת הממונה (בנסיבות המקרה המתואר), ואין כל היגיון או טעם לטפול על בעלי המניות, שהחליטו לקבל את הודעת המוכר והם מצפים לקיום החוזה המחייב שנכרת עמם, פגמים שאמנם קיימים בעסקת הבסיס אך אינם קיימים כלל ועיקר בעסקת עמם.

דוגמה נוספת: שוו בנפשכם מצב בו הרוכש הפוטנציאלי בעסקת הבסיס נקלע לחדלות פירעון ובהתאם, קמה זכות למוכר לבטל את עסקת הבסיס. קרה הדבר טרם ניתנה הודעת קיבול על ידי חבריו בעלי המניות - פשוט בעינינו, כי יוכל לבטל את הודעתו להם ולהשיב את המצב לקדמותו; קרה הדבר לאחר שניתנה הודעת קיבול כאמור - פשוט באותה מידה בעינינו, כי אין לטפול על בעלי המניות את תוצאות חדלות הפירעון של רוכש פוטנציאלי בעסקת שכבר אינה עומדת על הפרק.

שונה הדין במקרה בו עסקת הבסיס עצמה קובעת אפשרות נסיגה וביטול של המוכר לפי שיקול דעתו, קרי - כאשר עסקת הבסיס עצמה היא למעשה אופציית Put. במקרה זה, גם חבריו בעלי המניות כפופים לזכותו זו של המוכר, שהרי העסקה המוצעת להם יונקת תנאיה מעסקת הבסיס עם הרוכש הפוטנציאלי, ואינה יכולה להיות טובה הימנה. במקרה זה, מן הסתם (ולשיטתנו - בו בלבד), יוכל המוכר לסגת בו מעסקת המכר אף לאחר מתן הודעת קיבול על-ידי חבריו בעלי המניות, באותה מידה בה היה יכול לסגת מעסקת הבסיס עם הרוכש הפוטנציאלי. עם זאת, כיוון שברוכש פוטנציאלי צד שלישי עסקינן, הנחתנו הינה, כי אם הסכים לעסקה מסוג זה, על אי-הוודאות הכרוך בה - יתבטא הדבר גם במחיר העסקה וביתר תנאיה, ובעלי המניות המקבלים את ההצעה ידעו זאת כמובן מבעוד מועד, ובהודעת הקיבול שיתנו - יגלו הסכמתם "לשחק את משחק הרכש" לפי כללים אלה.

אכן, בדרך זו בדיוק פסע בית המשפט בעניין **דנקנר**. בעניין זה, נדונו לא פחות משלוש עסקאות בסיס שכללו כולן אפשרות נסיגה של המוכר, שכן ההסכם המחייב כלל תנאי מתלה – קבלת אישור מוסדות המוכר (מושב בני דרור) לעסקת המכר. בעיסקה הראשונה לא הוזכר כלל דבר קיומה של זכות הסירוב ולא ניתנה הודעה לבעלת הזכות (דנקנר השקעות) בדבר קיום עיסקת המכר, אולם היא לא קופחה הלכה למעשה, שכן בית המשפט קובע, לאחר בחינת הראיות, כי התנאי המתלה לא התקיים, קרי – העיסקה לא אושרה על-ידי מוסדות המוכר, ועל כן ממילא בטלה העיסקה ועברה מן העולם (וזאת בין אם הרוכש במסגרתה הינו הרוכש המקורי בעיסקת הבסיס ובין אם הינו בעלת זכות הסירוב המבקשת להפעילה ולבוא בנעלי הרוכש המקורי).

בעיסקת הבסיס השניה, לעומת זאת, היה מהלך הדברים שונה: גם כאן נחתמה עיסקת בסיס הכוללת תנאי מתלה בדבר אישור מוסדות המוכר; אלא שכאן ניתנה הודעה בדבר חתימת העיסקה לבעלת זכות הסירוב, וזו מיהרה ומסרה הודעת קיבול. [46] לאחר מכן התכנסו מוסדות המוכר ואישרו את העיסקה אך תוך שינוי לוחות הזמנים לתשלום התמורה; ומשנמסרה על כך הודעה לרוכש המקורי בעסקת הבסיס, השיב זה כי משנמסרה הודעת בעל זכות הסירוב בדבר מימוש הזכות – הפכה בעלת זכות הסירוב להיות צד להסכם המכר, וההחלטה בדבר אימוץ העיסקה בתנאיה המתוקנים או דחייתה נתונה איפוא בידי בעלת זכות הסירוב (שמצדה החליטה לאמץ את העיסקה גם בתנאיה המתוקנים). בית המשפט אישר עמדתו זו של הרוכש המקורי, ואף אנו מבקשים, בכל הכבוד, להצטרף למסקנה זו: משניתנה הודעת קיבול במועדה ובתנאיה, בטלה עיסקת הבסיס ועברה מן העולם, ותחתיה קמה לה עיסקה חדשה, זהה בתנאיה לעיסקת הבסיס אך שרוכש אחר – בעל זכות הסירוב שבחר להפעילה – הוא צד לה. בהתאם, כל מה שקשור בתנאים המתלים – קיומם, ויתור עליהם, התנאתם בתנאים חדשים וכיוצא ב – ייבחן מרגע זה ואילך בראי בעל זכות הסירוב ועל ידו. [47]

לבסוף, מה הדין אם, כבמקרה עניין **כוכבא**, אין עסקת הבסיס קובעת אפשרות נסיגה וביטול של המוכר לפי שיקול דעתו, אלא שבשלב מאוחר יותר מסכימים המוכר והרוכש הפוטנציאלי על ביטולה? כאמור לעיל, נאמנים לשיטתנו, אנו בדעה כי אין לקשור בין גורלה של עסקת הבסיס לזכות הסירוב, ובהתאם – אם אכן בוטלה עסקת הבסיס כדת וכדין טרם ניתנה הודעת קיבול על-ידי בעלי זכות הסירוב – תהא אף זכות הסירוב בטלה; ואילו אם בוטלה עסקת הבסיס כדת וכדין לאחר שניתנה הודעת קיבול על-ידי בעלי זכות הסירוב – אין בכך כל רבותא, שכן ממילא היא בטלה מרגע שניתנה הודעת הקיבול, ועסקת המכר בהתאם לזכות הסירוב תיוותר עומדת על כנה. כמובן, שבנסיבות אלה יהיה אף מקום לבדוק אם ההסכמה המאוחרת על ביטולה של עסקת הבסיס ניתנה בתום לב ובדרך מקובלת; אך עניין זה כבר חורג מגדר מאמרנו זה, ונותירו לעת מצוא.

ח. סוף דבר

ההלכה הנוהגת בעניין שאלת הדירותה של ההצעה הניתנת במסגרת הפעלת מנגנון זכות הסירוב בזירה התאגידית, קרי, שככל שההצעה תוחמה בזמן על ידי המציע (כפי שבדרך כלל קורה בסעיפי זכות סירוב ראשונה) הרי שהיא בלתי הדירה, הינה, לעניות דעתנו ובכל הכבוד, הלכה לא ראויה.

הגענו למסקנה זו בכובד ראש ו-א) לאחר שליקטנו ובחנו את הרציונלים השונים שיוחסו לזכות על ידי קודמינו והראינו, שלמעט רציונל אחד חריג ומוגבל בתחולתו, אין רציונל המצדיק את ההלכה (ויש אף רציונל שהלכה זו חותרת תחתיו); ב) לאחר שניתחנו את המהלך החוזי העומד בבסיס המנגנון של זכות הסירוב והתעמקנו במאפייניה הייחודיים של זכות הסירוב, בדגש על ציפייתו

(החלשה יחסית) של בעל הזכות בכל הקשור לרכישה של המניות הכפופות לזכות הסירוב; וכן (ג) לאור ניתוח סעיף 3(ב) לחוק החוזים, אשר נראה כי לא נועד כלל להתמודד עם המורכבות של הצעה שהינה חלק ממנגנון זכות סירוב ראשונה.

אנו גורסים, כפי שגרס בית המשפט בניו יורק בהלכת LIN, כי הפיכת זכות הסירוב דה-פקטו לאופציה, מהווה הרחבה גסה של גבולות זכות הסירוב שהוענקה לבעל הזכות בעת שהצדדים נשאו ונתנו על הזכות, ומעניקה יתרון עסקי לא הוגן לבעל הזכות. [48]

לעניות דעתנו, הפרשנות הנכונה יותר הינה זו אשר דוחה את נקודת ה"אל חזור" של ההצעה לנקודה בה בעל הזכות נתן את הודעת הקיבול שלו ביחס להצעה. אמנם, כפי שהראינו לעיל, חלק הארי של הרציונלים העומדים בבסיס זכות הסירוב מצדיקים גישה לפיה, גם לאחר קיבול יכול המציע לחזור בו מהצעתו, אולם בנקודת זמן זו, רציונלים אחרים שביסוד זכות הסירוב ומאפייניה הייחודיים מצדיקים הגנה על הציפייה של בעלי הזכות לממשה ומטים את הכף אל עבר השלמת העסקה, אף בניגוד לדעת המוכר.

לעניות דעתנו, טוב יעשו המחוקק ובתי המשפט אם יאמרו דברם בעניין זה; [49] אך עד שיעשו כן, אם וככל שיעשו כן - עצה פשוטה לנו למנסחי זכויות סירוב: ראשית, ודאו אל מול לקוחותיכם, מהי בדיוק המטרה אותה הם מבקשים להשיג במסגרת השימוש בזכות סירוב, שכן ייתכן שדווקא הסדר מגביל אחר הינו ההסדר הנכון יותר עבורם (למשל No Sale, ולחילופין - אופציית Call). שנית, ובאם הוחלט כי זכות הסירוב הינה הזכות הרצויה ללקוחותיכם, או אם זוהי תוצאת המשא ומתן בין הצדדים בבחינת פשרה ששניהם יכולים לחיות עימה, הקפידו לקבוע בצורה מפורשת במסגרת ההסדרים החוזיים, כי סעיף 3(ב) לחוק החוזים לא יחול על הודעת המוכר, [50] וכי למוכר תהא שמורה הזכות לחזור בו מהודעתו כל עוד לא ניתנה הודעת קיבול העונה על דרישות הסדר זכות הסירוב.

* הכותבים הם עורכי-דין במשרד גורניצקי ושות'.

[1]. בתיאור הזכות, הפסיקה והספרות השתמשו במונחים "זכות קדימה", "זכות סירוב ראשונה", "זכות סירוב ראשון", "זכות מצרנות" ועוד. במאמרנו זה, מבלי לקבוע מסמרות בדבר, אנו נשתמש במונח "זכות סירוב ראשונה" או "זכות סירוב".

[2]. ובמקרה של מקרקעין - אף בין שכנים המחזיקים חלקות קרקע סמוכות - הלא הוא דינא דבר מצרא המופיע כבר בתלמוד הבבלי במסכת בבא מציעא ק"ב ע"ב. דינא דבר מצרא נפסק להלכה (ראו משנה תורה, שכנים פרק יב הלכה ה וכן שולחן ערוך, חושן משפט, סימן קעה סעיף ו).

[3]. סעיפי זכות הסירוב בדרך כלל מנוסחים כך, שהזכות חלה לגבי כל מכירה "לצד שלישי". ניסוח זה עלול לעורר שאלה לגבי חלוקתה של הזכות בקשר עם מכירה של מניות על ידי בעל מניות אחד בחברה למשנהו, שכן במקרה זה ניתן לטעון כי בעל מניות נוסף בחברה אינו מהווה אותו "צד שלישי" לו התכוונו הצדדים (וכפי שנראה בפרק ג' למאמרנו, אכן, במכירה לבעל מניות נוסף בחברה, מתייתרים חלק מן הרציונלים העומדים בבסיס זכות הסירוב). על מנת למנוע שאלות מעין אלו, אנו ממליצים למנסחי זכות הסירוב לפרט אם הכוונה היא שהזכות תחול גם בקשר עם מכירה של בעל מניות בחברה למשנהו.

[4]. מאמרים ישראליים עיקריים שקדמו לנו בהקשר זה הם: אהוד סול ומנחם נאמן "היקף הפרשנות של זכות הסירוב הראשון" **תאגידיים** א/1 3 (2004), עמ' 19-3; איתן קאופמן "זכות סירוב ראשונה במניות חברה פרטית" **תאגידיים** ג/1 24 (2006), עמ' 39-24; אשוק ג. צ'נדרשיק ודני דילברי "על סחירותן של זכות הסירוב הראשונה וזכות המצרנות בזירה

התאגידית" **משפט ועסקים** יג, התשי"ע ספטמבר 2010, עמ' 159-189; לראו פנין "זכות הסירוב הראשונה" **המשפט** ד' תשנ"ט-1998, עמ' 193-201.

[5] חוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973 (להלן "חוק החוזים"). להלן לשון סעיף 3(ב) לחוק החוזים: "**קבע המציע שהצעתו היא ללא חזרה, או שקבע מועד לקיבולה, אין הוא רשאי לחזור בו ממנה לאחר שנמסרה לניצע**".

[6] ה"פ 01-09-11481 **כוכבא נ' סידב מעגלים מודפסים בע"מ**, ה"פ 09-02-10274, **Argoquest Holdings LLC נ' סידב מעגלים מודפסים בע"מ** (2011), אתר תאגידים: www.taagidim.co.il. פסק הדין ניתן ביום 30 באוגוסט 2011. ערעור על פסק הדין תלוי ועומד בפני בית המשפט העליון ודיון בו קבוע ליום 18 במרץ 2013.

[7] ולעניין האחוז המסוים, ראו הערה מעניינת במאמרם של אשוק ג' צינדרשיקר ודני דילברי, לעיל ה"ש 4, בה"ש 23 שם.

[8] ראוי לציין, כי לסידב טכנולוגיות (1999) בע"מ היו נכסים נוספים בשעה ששניידר קנה בה את השליטה. בהקשר זה ראו ע"א 4857/02 **מגה טי.וי. ישראל בע"מ נ' אפריקה ישראל להשקעות בע"מ**, פ"ד נו(6), תשס"ב/תשס"ג 951 וכן ה"פ (ת"א) 580/03 **בנק דיסקונט לישראל בע"מ נ' Palimon B.V**, פ"מ תשס"ב (2) 946.

[9] עניין **כוכבא**, לעיל ה"ש 6, פסקה 9 לפסק הדין.

[10] עניין **כוכבא**, לעיל ה"ש 6, פסקה 26 לפסק הדין.

[11] ראו למשל (ההדגשות שלנו): ע"א 7824/95 **תשובה נ' בר נתן**, פ"ד נה(1), תשס"א/תשס"ב 289 2001 (שם נסוב הדיון בעיקר בשאלה, האם ניתנה ההצעה כדין, אולם ברור מן הדיון שם כי לדעת בית המשפט ההצעה חוסה תחת כנפי סעיף 3(ב) לחוק החוזים); ת"א 1202/02 **אלימלך נ' דן**, אתר תאגידים: www.taagidim.co.il, בפסקה 42 לפסק הדין (2005): "... **במובן זה, יש להשקיף על הצעה המובאת בפני בעל זכות סירוב ראשון כהצעה בלתי הדירה (הדגשה במקור) הכפופה להוראות סעיף 3(ב) לחוק החוזים... הצעה כזו אין המציע רשאי לחזור בו ממנה...**"; ה"פ 196/06 כהן נ' בלומורל **השקעות בע"מ** (2007), אתר תאגידים: www.taagidim.co.il: "**כאשר נקבע מועד לקבלת תגובת הניצע בתניית זכות סירוב, כבסעיף 23 להסכם... משעה שנשלחת הודעה מפורשת כאמור, הרי שהיא הצעה בלתי חוזרת מטעם המוכר**". ראו גם במאמרם של אשוק ג' צינדרשיקר ודני דילברי, לעיל ה"ש 4, עמ' 167 שם: "**בשל אופיה המותנה של זכות הקדימה, נקבע בפסיקה כי בעל הנכס רשאי לחזור בו מכוונתו למכור את הנכס הכפוף לזכות הקדימה, כל עוד בעל הזכות לא קיבל לידי את הודעת בעל הנכס, אשר משכללת את זכות הקדימה לאופציה בלתי הדירה**"; וכן ראו גם במאמרו של איתן קאופמן, לעיל ה"ש 4, בעמ' 10 שם: "**על הצעה המובאת בפני בעלי זכות סירוב ראשונה יש להשקיף כהצעה בלתי הדירה, הכפופה להוראות סעיף 3(ב) לחוק החוזים ולא להוראות 3(א)**" (אולם ראו גם המשך דבריו שם).

[12] ראו במאמרו של איתן קאופמן, לעיל ה"ש 4, עמ' 1 שם: "**בחברה פרטית, זכות הסירוב הראשונה הינה דרך לגיטימית... למנוע כניסת שותף עסקי חדש, שאינו מקובל על יתר השותפים**"; מאמרם של אהוד סול ומנחם נאמן, לעיל ה"ש 4, עמ' 4 שם: "**אחת המטרות של זכות הקדימה היא מניעת מכירת הנכס לשותף לא רצוי**"; מאמרם של אשוק ג' צינדרשיקר ודני דילברי, לעיל ה"ש 4, עמ' 168 שם: "**מכאן שלזכות הסירוב הראשונה התאגידית יש אופי מניעתי...**".

Jonathan F. Mitchell "Can a Right of First Refusal Be Assigned?" University of Chicago Law Review - 68 U. Chi L. Rev. 985, 2001: "**in closely held corporations, commentators have argued that rights of first refusal (like all other restrictions on the alienation of shares) principally serve the purpose of maintaining family control or ensuring compatibility with management**".

[13] עניין **מגה**, לעיל ה"ש 8, עמ' 959 שם. צוטט בהסכמה גם בת"א 05-1518 **דנקנר השקעות בע"מ נ' בני זרור מושב שיתופי להתיישבות בע"מ**, אשר ניתן ביום 20 במרץ, 2012; וראו פסקה 16 לפסק הדין, שם מנתח בית המשפט בראי תכלית עיקרית זאת את העובדה שזכות הסירוב הופעלה באותו מקרה על-ידי בעליה ביחד עם צד שלישי, ומשמוצא כי תכלית זו של חסם כניסה הושגה במלואה אף בנסיבות אלה – מאשר כי בנסיבות המקרה אין מניעה כי בעל הזכות יחלוק בה עם אחר.

[14] ראו: David I. Walker "Rethinking Rights of First Refusal", **Standford Journal of Law, Business & Finance** 1999; ראו גם מאמרו של Jonathan F. Mitchell, לעיל ה"ש 12, עמ' 988 שם:

"The existence of a preemptive right may deter potential buyers from making an offer."

גישה זו של Walker הובאה גם אצל אשוק ג' צינדרשיקר ודני דילברי, לעיל ה"ש 4, עמ' 172 שם:

"**בספרות המשפטית הועלתה הטענה כי התכלית העיקרית של זכות הסירוב הראשונה... למנוע את עזיבתם של בעלי המניות הקיימים**" וכן אהוד סול ומנחם נאמן, לעיל ה"ש 4, עמ' 4 שם: "**אולם זוהי אינה התכלית היחידה של זכות הקדימה... מטרתה העיקרית של זכות הקדימה היא למנוע משותף במיזם לצאת מן המיזם...**".

[15] במאמר מוסגר נציין, כי אם אכן רציונל זה, קרי "חסם יציאה", הוא הרציונל העיקרי של השימוש בזכות הסירוב בזירה התאגידית, כפי שמציע Walker, הרי שהצדדים יכלו להשתמש במנגנונים פשוטים ועילים יותר, כגון הכפפת בעלי המניות בחברה לתקופת No Sale או Lock Up (כלומר, הסכמה של בעלי המניות בחברה כי יהיו מוגבלים במכירת מניותיהם

לצדדים שלישיים לתקופה מוסכמת). זאת ועוד: בעלי מניות רבים אכן משתמשים במנגנוני No Sale ברצותם, למשל, למנוע ממייסדי החברה למכור אחזקותיהם בה, ולצדם בוחרים להכפיף את המניות גם למנגנון זכות סירוב. לעניות דעתנו, העובדה שבעלי מניות רבים בוחרים לאמץ מנגנון זכות סירוב גם כאשר הם מאמצים מנגנון "חוסס יציאה" מובהק כגון No Sale, מלמדת, ש"חוסס יציאה" כפי הנראה אינו רציונל יחיד או עיקרי של זכות הסירוב.

[16] תחת רציונל זה ראוי גם לציין אפשרות שבה רוכש פוטנציאלי אכן יציע הצעה לרכוש מניות מבעל מניות בחברה, אולם בגלל קיומה של זכות הסירוב, הוא יציע מחיר נמוך ממחירן ההוגן של המניות, שכן הוא לא ירצה להשקיע את המאמצים הכרוכים בהגעה לעסקה מחייבת לרכישת המניות בשווי ההוגן רק כדי לגלות שבעל מניות קיים מממש את זכות הסירוב אשר לו. ההנחה על מחיר המניות, המתבטאת בהצעה שיש, מגלמת את התמורה שהוא מבקש לקבל בגין נטילת הסיכון שבחתימת הסכם לרכישת מניות הכפופות לזכות סירוב. יצוין, כי ניתן להתגבר על מקרים מעין אלו, וזאת על ידי הסכמה בין הצדדים במסגרת הסדרת מנגנון זכות הסירוב, כי במקרה של מימוש הזכות, בעל המניות המממש אותה ירכוש את המניות בפרמיה מסוימת מעל המחיר שהוסכם בעסקת הבסיס, אשר תפצה למעשה את המוכר על ההנחה אשר מגולמת במחיר עסקת הבסיס עם הצד השלישי ואשר נבעה מעצם קיומה של זכות הסירוב; וכבר היו דברים מעולם הלכה למעשה. כן ראו הנסיבות המתוארות בעניין **דנקנר**, לעיל ה"ש 13, שם קבעו הצדדים לעסקת הבסיס פיצוי מוסכם בשיעור ניכר (8.33% מהתמורה החוזית) למקרה בו עסקת הבסיס לא תצא לפועל, וזאת על רקע ההבנה כי קיים בעל זכות סירוב ויש סבירות גבוהה שיממש את זכותו.

[17] ראו אשוק ג. צ'נדרשיקר ודני דילברי, לעיל ה"ש 4, עמ' 171 שם וכן איתן קאופמן, לעיל ה"ש 4, עמ' 1 שם.

[18] הנחה זו אינה מתממשת הלכה למעשה בכל המקרים, שכן לעתים, משיקולים שונים שאין זה המקום לפרטם, מודרים מגדר זכות הסירוב בעלי מניות ששיעור החזקתם במניות החברה קטן, כפי שאכן קרה בעניין **כוכבא**, לעיל ה"ש 6, ובכל זאת, גם במקרים אלו, זכות הסירוב מאפשרת לבעלי הזכות לשמור על שיעורי החזקה יחסיים בין בעלי הזכות לבין עצמם.

[19] ראו Jonathan F. Mitchell, לעיל ה"ש 12, עמ' 987 שם:

"The main rationale behind rights of first refusal is the idea that the rightholder will likely value the encumbered property more highly than any other third party bidder, either because of investments made in the property, or perhaps because of intangible value from using the property over a long period of time."

[20] נציין, כי במאמרם של אהוד סול ומנחם נאמן, לעיל ה"ש 4, עמ' 4 שם, ציינו הכותבים רציונל נוסף, החוסה גם הוא תחת הכותרת של **"יעילות כלכלית"**, והוא: **"זכויות הקדימה נועדו גם לשמש כמנגנון יעיל, שיש בו לחסוך בעלויות המשא והמתן הכרוכות בהעברת הנכס משותף אחד למשנה במיזם"**. אנו מודים, כי לא הצלחנו לרדת לעומקם של דברים, שכן על פניו, לא נחשכות כאן עלויות משא ומתן, משום שבין המוכר לבין הרוכש הפוטנציאלי מתנהל משא ומתן מלא כהלכתו (וייתכן שאף מורכב מעט יותר מחמת עצם קיומה של זכות הסירוב), ובעל הזכות יהיה זכאי לרכוש את המניות רק במחיר ובתנאים שהוסכמו במשא ומתן זה שבין המוכר והרוכש הפוטנציאלי.

[21] ראו גם עניין **בלמורל**, לעיל ה"ש 11, ובעקבותיו עניין **דנקנר**, לעיל ה"ש 13, המדגישים כי לצד חסם הכניסה, שהוא הרציונל העיקרי של זכות הסירוב, מגלמת זכות הסירוב גם הזדמנות עסקית לבעליה לרכוש מניות נוספות בחברה, עת יזום המוכר עסקת מכר מניות לצד שלישי.

[22] ראו עניין **דיסקונט**, ה"ש 8 לעיל; איתן קאופמן, ה"ש 4 לעיל, עמ' 1 שם; וכן אשוק ג. צ'נדרשיקר ודני דילברי, לעיל ה"ש 4, עמ' 172 שם.

[23] ופוק חזי מאי עמא דבר, שהרי משקיעים בסבבי גיוס טרום הנפקה של חברות פרטיות דורשים כמעט ללא יוצא מן הכלל, כי זכות הסירוב תיכלל כחלק מחבילת הזכויות הצמודות למניות שלהם.

[24] ראו, למשל, אהוד סול ומנחם נאמן, לעיל ה"ש 4, עמ' 17 שם: **"זכות הקדימה על נכס מצמצמת את עבירות הנכס ופוגעת ביכולת בעל הנכס לממש את הנכס במחיר מירבי. ככל שהדברים אמורים בזכות קדימה המתייחסת למניות חברה, הרי שזכות זו עומדת בסתירה חריפה לעקרונות יסודי בדיני החברות. מסיבה זו, במשך שנים רבות שלטה ההלכה, לפיה זכות קדימה תפורש באופן מצמצם ודווקני. אנו סבורים, בכל הכבוד, כי הלכה זו נכונה וראויה"**. ראו שם גם את הפסיקה הישראלית הענפה שהביאו כתימוכין לעמדתם.

[25] ראו מיגל דויטש קניין כרך ג 27-28 (2006). לעניין "זכות קדימה" המוענקת בחסות החוק (סעיף 101 לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969) כותב דויטש: **"אכן בהכפפת זכות הקניין של אדם לזכות קדימה לטובת האחר יש בו משום גריעה מקניינו. עם זאת, במקרים שבהם חוק המקרקעין יוצר זכות קדימה, הדבר נועד להגן על קניינו של הזכאי לזכות הקדימה....מדובר בסוג של "איזון אופקיי" בין זכויות הקניין, אשר אינו מחייב פרשנות מצמצמת דווקא, בכיוון זה או אחר מהבחינה החוקתית...בנוסף, ובמידה רבה זהו העיקר בהקשרנו, מדובר בפגיעה הדרגתית. לכל שותף נתונה זכות קדימה נגדית כלפי הצד שכנגד, ובכך נוצר איזון קנייני כולל, המשרת באופן ראוי את האינטרסים של שני הצדדים גם יחד"**.

[26] מנגנון טיפוס של זכות סירוב מבוסס על קיומו של הסכם מחייב בנוגע לעסקת הבסיס, שהרי בעלי זכות הסירוב מעוניינים לשקול את דבר הפעלתה על רקע קיומה של עסקה קונקרטיה עם צד שלישי קונקרטי ובתנאים קונקרטיים, ליתול את כל אלה בחשבון במסגרת שיקוליהם בדבר מימוש זכות הסירוב. ניתוחנו מתייחס למקרה טיפוס זה. עם זאת,

קיימים גם מנגנוני זכות סירוב המסתפקים בזכרון דברים הכולל את תנאיה העיקריים של עסקת הבסיס, וקיימים מנגנוני זכות סירוב שאינם דורשים כי יוצג הסכם חתום ומחייב אלא מסתפקים בהודעת המוכר אודות קיומה של עסקת הבסיס תוך פירוט תנאיה העיקריים.

[\[327\]](#) למען הסדר הטוב נבהיר, כי ניתוחנו מתייחס למצב "סטריילי" בו אין כל הידברות מוקדמת עם בעלי הזכות באשר לכוונותיהם בקשר עם מימוש זכות הסירוב. בחיי המעשה, הידברות כזאת מתקיימת אף מתקיימת, ופעמים רבות תמונת המצב הצפויה בכל הנוגע למימוש זכות הסירוב כבר ידועה מבעוד מועד (כגון, על ידי כך שבעלי זכות הסירוב מאשרים מראש כי לא יממשו אותה). ייתכן שזו הסיבה שבעטייה זכות הסירוב בזירה התאגידית מגיעה לביקורת שיפוטית רק לעתים נדירות יחסית, על אף היותה הסדר חוזי נפוץ.

[\[328\]](#) בין הסכם בעלי מניות ובין תקנון, שאף הוא חוזה בין החברה לבין בעלי מניותיה ובין בעלי המניות עצמם (ראו סעיף 17א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999).

[\[329\]](#) אף שברור כי השלמת עסקת הבסיס מותנית באי-מימוש זכות הסירוב (שהרי עסקת בסיס שאינה מותנית בכך - נוגדת את זכות הסירוב אליה מחויב המוכר מכוח חוזה מוקדם ותקף), לא תמיד מנוסחות התניות החוזיות הרלוונטיות בלשון של תנאי; לעתים משתמשים הצדדים בלשון של מצג או של התחייבות. מכל מקום, הכוונה ברורה. בעניין **דנקור**, לעיל ה"ש 13, נדונה בין היתר עסקת בסיס בה לא היתה התייחסות כלל לקיומה של זכות הסירוב. עוד נדונה שם טענה, כי בליט הודעה לבעל זכות הסירוב על קיומה של עסקת הבסיס - ממילא לא קמה זכותו. מטבע הדברים, בית המשפט קבע כי עסקת הבסיס כפופה לזכות הסירוב אף אם לא התייחסה מפורשות לקיומו, ודחה את הטענה כי כל קיומה נשען על מתן ההודעה לבעל הזכות כמצוות הסדר זכות הסירוב, שהרי אם תאומץ פרשנות זאת - יוכל המוכר לרוקן את זכות הסירוב מכל תוכן בחוסר תום לב על-ידי הימנעות ממתן הודעה זו. לשם כך, מכריז בית המשפט בין היתר כי ההודעה הינה דקלרטיבית ולא קונסטטיטויבית, קרי היא אינה יוצרת את זכות הסירוב ובהתאם, היעדרה אינו מאיין את זכות הסירוב. לעניות דעתנו, לא נראה כי בית המשפט מבקש לסטות מהניתוח החוזי הקלסי של הצעה וקיבול בהקשר של הפעלת זכות סירוב, ניתוח אותו מביא בית המשפט מפורשות בפיסקה 14 לפסק דינו, אלא רק להבהיר שדרכם של מי שמנסים להתחמק מתחולת זכות הסירוב על-ידי הימנעות ממתן ההודעה - לא תצלח.

[\[330\]](#) למשל, "תקופת החסימה" החלה על בעלי מניות קיימים בחברה לתקופה מסוימת לאחר הנפקת החברה בבורסה מתוקף תקנון הבורסה.

[\[331\]](#) לשם השלמת התמונה נציין כי זכות הראשונים ברכישת מניות חדשות המוקצות על-ידי החברה - Preemptive Right - דומה בתכונותיה ובמהותה לזכות הסירוב, אלא שמי שנוטלת על עצמה את המגבלה היא החברה בכל הנוגע להקצאת מניות חדשות; ממילא אין גם אלמנט של חדדות; ומקובל למדי לקבוע סייגים המצמצמים היקפה של המגבלה המוטלת על החברה (כגון: הסייגים המאפשרים לחברה להקצות מניות ואופציות לעובדיה, להקצות מניות למשקיע בעל ערך אסטרטגי לחברה, ועוד).

[\[332\]](#) מאפיין אחד של זכות ההצעה הראשונה תומך בכל זאת בהשלמת עסקה זו, והוא חוסר הוודאות בנוגע לזהותו של הרוכש הפוטנציאלי. בעוד שבזכות סירוב ידוע מיהו הרוכש הפוטנציאלי המבקש להפוך לבעל מניות בחברה ובעלי זכות הסירוב יכולים לשקלל מידע זה בהחלטתם, בזכות הצעה ראשונה נותר עניין זה בגדר נעלם, ובחברה בעלת מספר מניות קטן עשוי הדבר להניע את בעלי המניות הקיימים לרכוש את המניות על מנת לא להיות מופתעים לרעה מזהותו של המצטרף החדש לבעלות בחברה.

[\[333\]](#) על אף האמור, כיום מוצאים יותר ויותר, כי זכות ההצטרפות מוענקת לכלל המשקיעים בחברות פרטיות (ולכל הפחות - לאלו המחזיקים שיעור החזקה מסוים ומעלה), והיא מוענקת כמעין "השלמה" לזכות הסירוב, קרי, ראשית המוכר כפוף לזכות הסירוב של בעל זכות הסירוב, אולם במקרה שבעל זכות הסירוב יחליט לוותר על זכותו ולאפשר את המכירה, הרי שאז המוכר עדיין יהיה כפוף לזכות ההצטרפות של בעל הזכות. לא ברור מהו הרציונל שמאחורי הסדר זה, אשר פעמים רבות משמעותו המעשית היא ויתור על האפשרות למכור מניות (שוו בנפשכם בעל 5% ממניות חברה אשר מבקש למכור חלקו ומגלה, כי בעלי 95% מהמניות זכאים להצטרף למכירה, תוך הקטנת חלקו היחסי בה בהתאם; ברור ופשוט כי באופן מעשי נחסמה דרכו מלמכור החזקותיו).

[\[334\]](#) אכן, בדרך כלל מימוש זכות ההצטרפות יסתכם בכך שהמוכר הפוטנציאלי ימכור פחות מן המניות שתכנן למכור (כתוצאה מכך שבעלי הזכות צירפו למכר את מניותיהם), אולם יש לזכור כי סעיף זכות הצטרפות המנוסח כראוי אף יקבע, שאם הרוכש אינו מעוניין לרכוש את מניותיהם של בעלי הזכות מכל סיבה אשר תהא, הרי שהמוכר הפוטנציאלי שמניותיו כפופות לזכות, לא יוכל כלל למכור את מניותיו לאותו רוכש פוטנציאלי. אם כך, זכות ההצטרפות יכולה אף להגיע לכדי הגבלה מוחלטת על העברת מניות.

[\[335\]](#) שכן, ככלל, הרוכש מעוניין לרכוש כמות מסוימת של מניות בתנאים מסוימים, ואחת לו אם הוא רוכשן מהמוכר או מבעלי מניות אחרים המצטרפים למכר. כמובן שתיכנה גם נסיבות אחרות, כגון כאשר חשוב לרוכש את כל מניות המוכר, כך שהמוכר ינתק כל קשר עם החברה, או כאשר חשוב לרוכש שבעלי המניות האחרים בחברה לא יצטרפו למכר ולא יצמצמו את שיעור החזקותיהם בה, כגון כשהוא רואה ערך אסטרטגי להמשך מעורבותם בחברה. אנו מניחים כי במקרים אלה ימצא הדבר ביטוי בתנאי הסכם המכר, כך שבאופן מעשי, הפעלת זכות ההצטרפות תשמיט את הבסיס לעסקת המכר כולה ותמנע את השלמתה.

[\[336\]](#) ואף מגבלות על נקיטת כל פעולה אשר עלולה להסתכם הלכה למעשה בהעברת מניותיו לצד שלישי, כגון שעבוד מניותיו.

[37] על אף שכללנו את אופציית ה-Put תחת הכותרת של "מגבלות על העברת מניות בחברה", ברי שאין כאן כל מגבלה על המוכר. בכל זאת סברנו כי לא ראוי שייפקד מקומה, היות שהוספת אופציית ה-Put לרשימה משלימה את התמונה מבחינת הציפייה של בעלי המניות האחרים בכל הקשור לרכישת המניות של המוכר.

[38] ראו דניאל פרידמן ונילי כהן חוזים כרך א 247, טקסט בסעיף 7.111 (1991).

[39] ראו בעניין זה, סיני דויטש "הצעה בלתי חוזרת ואופצייה: האמנם סמנטיקה בלבד"? **עיוני משפט**, יב (2) (מאי 1987) 303-275, עמ' 277: "לא ברור שבכל מקרה שהמזיע קובע מועד לקיבול, כוונתו היא שהוא יהיה קשור לאותו מועד. יתכן, שכל כוונתו היתה שלא ניתן יהיה לקבל את ההצעה לאחר אותו מועד", ובהמשך הדברים: "חוק החוזים הכללי קובע ככלל את יכולתו של המזיע לחזור בו מהצעתו, ואילו ההצעה הבלתי חוזרת היא החריג לכלל. מכאן שהמחוקק נותן משקל רב לאדנות המזיע על הצעתו ואין הוא מתחשב רק בהגנת אינטרס ההסתמכות של הניצע. כאשר זו הגישה הבסיסית, קשה להבין מדוע כל קביעת מועד לקיבול תהפוך את ההצעה לבלתי חוזרת..." (עמ' 277). לעמדה שונה ראו דניאל פרידמן ונילי כהן, שם, בעמוד 248 ובמיוחד בה"ש 358 ו-359; תשומת הלב, כי נאמנים לשיטתם, קובעים פרידמן וכהן שם, כי מחמת שילובם של הסדרי סעיפי 3(ב) (הצעה בלתי חוזרת) ו-7 (חזקת קיבול הצעה מזכה) לחוק החוזים, עולה כי הצעה בלתי חוזרת הינה למעשה אופציה הניתנת לניצע.

[40] וכאמור לעיל, החלת סעיף 3(ב) לחוק החוזים על הצעת המוכר תעלה את זכות הסירוב לגדר אופציה ממש, אף שלא זה ההסדר עליו הוסכם בין הצדדים.

[41] **LIN Broadcasting Corp. v. Metromedia, Inc.**, 74 N.Y. 2d 54; 542 N.E. 2d 629; 544 N.Y.S.2d 316; 1989 N.Y. LEXIS 872 (1989). ראו לציין, כי בית המשפט בעניין LIN הגיע למסקנתו, בין היתר, בהסתמך על פסיקה של מדינות נוספות בארצות הברית. הלכת LIN הנחתה את בתי המשפט של ניו יורק גם בפסקי דין נוספים שצעדו בעקבותיה: כך למשל בבית משפט לערעורים בניו יורק בפסק-דין **Cipriano .v. Glen Cove Lodge # 1458**, 1 N.Y. 3d 53; 801 N.E. 2d 388; 769 N.Y.S.2d 168; 2003 N.Y. LEXIS 3368 (2003).

"the holder of a right of first refusal must be given the opportunity to exercise the preemptive right, but the right is extinguished when the contract with the third part expires or is abandoned."

הלכת LIN אף שימשה השראה לפסיקה של בתי משפט של מדינות אחרות בארצות הברית. כך למשל, בבית המשפט העליון של מדינת מישיגן בפסק הדין **Egbert R Smith Trust .v. Glen Phillips** 480 Mich. 19; 745 N.W. 2d 754; 2008 Mich. LEXIS 466 (2008):

"But a right of first refusal does not automatically grant the holder of the right the power to force a sale if the owner in good faith removes the condition precedent by deciding not to sell at all."

ראוי לציין, כי בעניין **Egbert**, בית המשפט העליון של מדינת מישיגן קבע, כי יש לפרש כל סעיף זכות סירוב בהתאם ללשון הסעיף ולכוונת הצדדים בנסיבות הספציפיות, ורק פרשנות נקודתית זו תקבע באם ההצעה שניתנה הינה הדירה או לא:

"In sum, the terms of the parties' contract will govern whether, when an owner expresses his intent to receive a bona fide offer, a right of first refusal becomes an irrevocable option that allows the holder of the right to force a sale during the contractual acceptance period even if the owner in good faith changes his mind and decides not to sell the property to anyone."

[42] עניין LIN, לעיל ה"ש 39, עמ' 62.

[43] החרה-החזיק אחריו פסק דין קצר של אותו בית משפט בעניין **Yudell**, בו סירב בית המשפט לאשר נסיגה מהודעת המוכר לאחר שניתנה הודעת קיבול במועדה על-ידי בעל זכות הסירוב: **Yudell Trust I et al. v. API Westchester Associates**, et al., 227 A.D.2d 471; 643 N.Y.S.2d 161; 1996 N.Y. App. Div. LEXIS 5062 (1996).

[44] ייתכן כי ניתן לזהות סנונית ראשונה של הליכה בכיוון פרשני זה על-ידי בתי המשפט בישראל בהחלטתו של בית המשפט המחוזי בתל-אביב בעניין דנקנר, לעיל ה"ש 13 בפסקה 14 לפסק הדין, אולם דומה שהדברים נאמרו אגב אורחא ואינם חד משמעיים.

[45] ראו בהרחבה - אהוד סול ומנחם נאמן, לעיל ה"ש 4.

[46] אמנם תחת מחאה, שכן סברה שעסקת הבסיס הראשונה היא התקפה והמחייבת; אולם כיוון שמאוחר יותר קבע בית המשפט שלא כך המצב, די לנו בכך שהודעת קיבול נמסרה במועדה וכי לפי קביעת בית המשפט התקיימו כל התנאים הקשורים בכך.

[47] כך, למשל, השאלה אם נדרש אישור רשות ההגבלים העסקיים לעסקה תיבחן כעת כשבעל זכות הסירוב - ולא הרוכש המקורי שבעסקת הבסיס - הוא צד לעסקה, ואם נדרש אישור כאמור והוא ניתן בסופו של דבר כשהוא מותנה בתנאים, בעל זכות הסירוב - ולא הרוכש המקורי שבעסקת הבסיס - הוא שיחליט אם לקבלם או לדחותם. כך אף לעניין אישור מוסדות המוכר: בעל זכות הסירוב כפוף לתנאי מתלה זה, שכן הסכם המכר שלו יונק תנאיו מעסקת הבסיס והוא ידע זאת

והסכים לכך כשבחר לממש את זכות הסירוב הראשונה; ובאותה מידה, ככל שנדרשת הפעלת שיקול דעת, הרי שבעל זכות הסירוב הוא כעת הרוכש בהתאם להסכם המכר והוא שיפעיל את שיקול הדעת ויקבל את ההחלטות.

[48] ראו LIN:

"we see no reason why-when, as here, the offeree has received the bargained for effect of the first refusal clause and the third party sale has been abandoned - the first refusal offeree should have the substantial advantage of holding the offeror's property subject to the of an irrevocable option for the remainder of the stipulated period."

[49] הערעור בעניין **כוכבא**, אשר תלוי ועומד לפתחו של בית המשפט העליון, יכול לשמש במה ראוייה לבתי המשפט להבהיר עמדתם בסוגיה זו, ולו אגב אורחא.

[50] על האפשרות להתנות על הוראת סעיף 3(ב) לחוק החוזים ראו, למשל, דניאל פרידמן ונילי כהן, לעיל ה"ש 34, עמ' 250, טקסט בסעיף 7.114.