

ענין אישי של ניצע בהצעת רכש מיוחדת ובהצעת רכש מלאה עקב החזקה צולבת

מאת

ערן רוזמן*

חוק החברות דורש הצבעת רוב של ניצעים חסרי ענין אישי לאישור של הצעת רכש מיוחדת ושל הצעת רכש מלאה. החזקה צולבת – החזקה של ניצעים גם במניות החברה המציעה את הצעת הרכש – יכולה ליצור ניגודי עניינים, שיחשבו לכן כענין אישי. רשימה זו מציגה תשובה לשאלה אימתי החזקה צולבת יוצרת ניגודי עניינים, על פי השוואה בין שיעור החזקה של ניצע במציעה לשיעור המניות שימכור הניצע מתוך כלל המניות שיימכרו במסגרת הצעת הרכש. תשובה זו שונה מהגישות שהוצגו בבתי המשפט בישראל ובדלאוור.

מבוא. א. ענין אישי ב. הצעת רכש מלאה. 1. מנגנון ההצבעה בהצעת רכש מלאה הדורש רוב של חסרי ענין אישי. 2. הגישות שהוצגו בענין **מבנה** ובענין **CNX** והדגמת היותן שגויות. 3. הקריטריון המוצע והתמיכה שניתן ללמוד לגביו מענין **לייבוביץ**. 4. הערה לגבי פגם במנגנון ההצבעה בהצעת רכש מלאה. **ג. הצעת רכש מיוחדת.** 1. מנגנון ההצבעה בהצעת רכש מיוחדת הדורש רוב של חסרי ענין אישי. 2. הקושי בחישוב שיעור המניות שתימכרנה בהצעת רכש מיוחדת (X) ופתרון אפשרי. 3. הערה לגבי פגם במנגנון ההצבעה בהצעת רכש מיוחדת. **ד. התאמות וקשיים ביישום הקריטריון המוצע.** 1. החזקה בעקיפין. 2. קשיים בחישוב Y כשקיימות אופציות למניות או מניות בכורה. 3. Negative Voting. **ה. האם רצוי שהקריטריון המוצע יהיה ממצה?** 1. האם רצוי לאפשר לבית המשפט לייחס ענין אישי לניצע שהקריטריון המוצע אינו מתקיים בו? 2. האם רצוי לאפשר לבית המשפט "לנקות" את הצבעתו של ניצע שהקריטריון המוצע מתקיים בו לאור הכדאיות של הצעת הרכש? 3. המעמד של הקריטריון המוצע כשנדרשות בגינו התאמות הכרוכות בהערכה כלכלית. **ו. סיכום.**

מבוא

כאשר מתקבלת החלטה בהצבעה ברוב קולות, ככלל, החלטה זו מהווה קירוב סטטיסטי לתוצאה שהיא לטובת חברי הקבוצה. ואולם, לא כך הם פני הדברים כאשר רוב זה כולל את קולותיהם של מצביעים המצויים בניגודי עניינים – ההצבעה תוך ניגודי עניינים שוללת את יעילותו של מנגנון ההצבעה כאמצעי לגזירת העדפה של הקבוצה מתוך עמדותיהם האינדיבידואליות של חבריה.¹ פתרון לכך מצוי בכללי הכרעה הדורשים תמיכה של רוב מקרב המצביעים שהנם חסרי ענין אישי, כך שמעוקרת השפעתם של מצביעים המצויים בניגודי עניינים ואשר על כן נחשבים כבעלי ענין אישי. מקור פוטנציאלי לניגודי עניינים של בעלי מניות הוא החזקה צולבת – החזקה בצד השני

* עו"ד, מחבר הספר "חוק החברות" (2021).

Zohar Goshen, *Voting (Insincerely) in Corporate Law*, 2 Theoretical Inquiries in L. 815, 817 (2001); וזוהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדניי חברות" **משפטים** כט 17, 73 (תשנ"ח); Matteo Gatti, *It's My Stock and I'll Vote If I Want to: Conflicted Voting by Shareholders in (Hostile) M&A Deals*, 47 U. MEM. L. REV. 181, 206-7 (2016)

לעסקה.² לפיכך, מקום בו כללי ההכרעה דורשים תמיכת רוב של בעלי מניות שהנם חסרי ענין אישי, נחוץ לקבוע את הקריטריון לכך שהחזקה צולבת יוצרת ניגודי עניינים, כך שבהתקיים קריטריון זה בעל מניות שמחזיק גם במניות בצד השני לעסקה יחשב כבעל ענין אישי וההשפעה של קולותיו תעוקר.

חוק החברות מורה על הליכי קבלת החלטות קולקטיביים לאישור של הצעת רכש מיוחדת ושל הצעת רכש מלאה. בשני המקרים, כללי ההכרעה דורשים תמיכה של רוב של ניצעים חסרי ענין אישי. רשימה זו דנה בסיטואציה שבה ניצעים מחזיקים גם במניות החברה שמציעה את הצעת הרכש (להלן: המציעה), בנוסף למניות החברה שלגבי מניותיה מוצעת הצעת הרכש (להלן: חברת המטרה). הסוגייה, אימתי ניצעים אלו מצויים עקב כך בניגודי עניינים ועל כן יש לייחס להם ענין אישי, נמצאת במוקד רשימה זו. הקריטריון המוצע ברשימה זו לקיומם של ניגודי עניינים עקב החזקה צולבת ולהכרה לפיכך בענין אישי, הוא אם שיעור החזקה של הניצע במניות המציעה (Y) עולה על שיעור המניות שימכור הניצע בהצעת הרכש מתוך כלל המניות שיימכרו בהצעת הרכש (X). פשיטא, שאם Y גדול מ-X אזי, כמות המניות שהניצע קונה, בעקיפין, גדולה יותר מכמות המניות שהוא מוכר, ולכן הוא מעדיף שהתמורה עבור המניות תהיה קטנה ככל האפשר. יישום קריטריון זה כרוך בהתמודדות עם קשיים לגבי הכימות של Y בסיטואציות שונות, ולגבי הכימות של X בהצעת רכש מיוחדת. בהמשך להצגת הקריטריון המוצע והאופן בו ניתן להתמודד עם קשיים אלו, נדון גם במעמד שראוי להקנות לקריטריון זה, כקריטריון ממצה או כשיקול רלוונטי בלבד.

סדר הדברים: בפרק א יוצגו המונח "ענין אישי" והפרשנות הניתנת לו. בפרק ב נעמוד על המנגנון דמוי ההצבעה בהצעת רכש מלאה, הדורש רוב של חסרי ענין אישי. נציג את הגישות השונות בענין מבנה ובענין CNX לניגודי עניינים של ניצעים בהצעות רכש עקב החזקה צולבת, ונדגים כיצד גישות אלו הן, בכל הכבוד, שגויות. בהמשך לכך, יוצג הקריטריון המוצע ברשימה זו. לסיום, נאיר פגם המתקיים בהליך דמוי ההצבעה של הניצעים בהצעת רכש מלאה. בפרק ג נעבור לדיון בהצעת רכש מיוחדת, ונעמוד על המנגנון דמוי ההצבעה הדורש רוב של ניצעים חסרי ענין אישי. נציג את הקושי לדעת מראש מה יהיה שיעור המניות שהניצע שימכור מתוך כלל המניות שיימכרו בהצעת הרכש המיוחדת (X) ופתרונות אפשריים לקושי זה. לסיום, נעמוד על קיומו של פגם במנגנון הצעת הרכש המיוחדת, מחוץ לקונטקסט של החזקה צולבת. בפרק ד נציג קשיים ביישום הקריטריון המוצע בסיטואציות שונות ואת ההתאמות הנדרשות עקב כך. בפרק ה נתייחס לשאלה אם רצוי שהקריטריון המוצע יהיה ממצה או שיהווה שיקול רלוונטי בלבד, לצד שיקולים נוספים. פרק ו הוא סיכום.

א. ענין אישי

המונח "ענין אישי", שהגדרתו נפתחת במונח "לרבות", הוא מושג אמורפי וגמיש, שמלאכת יציקת התוכן לתוכו, הושארה, בכוונת מכוון, לבית המשפט לעשות ממקרה למקרה שמגיע

2 עיקור ההשפעה של קולותיהם של מצביעים מצויים בניגודי עניינים עקב החזקה צולבת מתבצע גם בקונטקסט של אישור הסדר ופשרה בבית המשפט לפי סעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: חוק החברות), באמצעות כינוס של אספה נפרדת שלא משתתפים בה מי שיש להם החזקה גם בסוג נייר הערך הנוסף שהוא צד להסדר. כך, לדוגמה, לענין בעלי מניות המצביעים על החלטה לאיחוד סוגי מניות כשהם מחזיקים גם במניות מהסוג השני, ראו, ע"א 70/92 כלל תעשיות בע"מ ואח' נ' לאומי פיא, חברה לניהול קרנות נאמנות (נבו) 1993.4.29. כך, לדוגמה, לענין החזקות צולבות בהסדר בין בעלי יחידות השתתפות לבין בעלי כתבי אופציה, ראו, בש"א (מחוזי ת"א) 18337/06 המפקח נ' מאידין השקעות - יעון וניהול פיננסי בע"מ (נבו) 2006.12.26.

לשערו.³ בחוק החברות נבחרה אפוא הגישה של הצגת סטנדרט בהקשר זה,⁴ שבתי המשפט בוחנים את יישומו לגבי הסיטואציה הקונקרטית העומדת לפנייהם. בכך מוטלות עלויות רבות יותר על ההליכים השיפוטיים, בהשוואה לחלופה שבה החוק היה קובע כלל קונקרטי, לרבות העלות הנובעת מפגיעה בוודאות המשפטית של הצדדים הרלוונטיים.⁵ כבכל חקיקה של סטנדרט, ההתפתחות הפסיקתית יוצרת תקדימים, המצמצמים את חוסר הוודאות המשפטית.⁶ כך הדבר גם לגבי פרשנות המונח "ענין אישי". ואמנם, הפרשנות שניתנה בפסק הדין המרכזי בעניין ערד, נקטה במונחים בעלי מרקם פתוח,⁷ אך הפרשנות שנקבעה בעניין לייבוכיץ,⁸ לגבי ענין אישי של בעל שליטה עקב החזקתו הצולבת, היא קונקרטית בעיקרה. באותו עניין נקבע, כי בהעדר "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 אריתמטית כדי לברר האם קיים חשש שבעל השליטה יעדיף אינטרסים הזרים לאלה של החברה.

רשימה זו מציגה כאמור קריטריון המהווה פרשנות למונח "ענין אישי", בסיטואציה הספציפית של החזקה צולבת של ניצעים בהצעות רכש, לאור קיומם של ניגודי עניינים. איתור קריטריון לקיומם של ניגודי עניינים בסיטואציה של החזקה צולבת בידי ניצעים בהצעת רכש, רלוונטי הן לפרשנות המונח "ענין אישי" בסיטואציה האמורה והן למונח "disinterested", שהוא יציר הפסיקה בדלאוור.⁹ ואולם, בהגדרת "ענין אישי" קבועות גם קטגוריות קונקרטיות המייחסות, בין היתר, ענין אישי של תאגיד לבעל ענין באותו תאגיד. הגדרת "בעל ענין" כוללת "בעל מניות מהותי", שהגדרתו מתייחסת לחזקה בשיעור של 5%. ניתן אפוא לטעון, שההכרעה אם לניצע בהצעות רכש יש ענין אישי עקב החזקה צולבת, תיקבע בהתאם ל-"bright lines rules" שבהגדרה. קרי, אם הניצע מחזיק 5% ומעלה במציעה.¹⁰ אולם, פרשנות כזו אינה רצויה,

- 3 ע"פ 3891-04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד ס(1) 294, 333-34 (2005) (להלן: עניין ערד); ע"א 7594/16 עו"ד יצחק מולכו, המנהל המיוחד נ' בנק מזרחי טפחות בע"מ, פס' 36 לפסק דינה של הש" ברון (נבו 25.3.2021); ת"פ (מחוזי ת"א) 40162/05 מ"י נ' אלגור 208-186 (נבו 6.1.2009); ת"פ (מחוזי ת"א) 40213/05 מ.י. פרקליטות מחוז ת"א-מיסוי וכלכלה נ' גבעוני ואח' 100-89 (נבו 26.12.2012); ת"א (מחוזי ת"א) 18327-12-11 כמיפל בע"מ נ' ניאופרם השקעות 1966 בע"מ פס' 45 (נבו 30.4.2013) (להלן: עניין כמיפל).
- 4 Louis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 DUKE L.J. 557, 560 (1992) ("[T]he only distinction between rules and standards is the extent to which efforts to give content to the law are undertaken before or after individuals act.")
- 5 Gideon Parchomovsky & Alex Stein, *Catalogs*, 115 COLUM. L. REV. 165, 177 (2015) ("[T]he initial cost of formulating broad standards is much lower than that of drafting rules. But standards have a serious downside in the form of substantial adjudicative expenses and an increased risk of judicial misapplication.")
- 6 "If the first adjudication under a standard constitutes a precedent for future enforcement proceedings . . . , the differences between promulgating the law as a rule and as a standard are diminished". Kaplow, לעיל ה"ש 4, בעמ' 577-78.)
- 7 עניין ערד, לעיל ה"ש 3, בפס' 49 ("יש לפרש את המונח באופן מידתי, המביא בחשבון את משקלה של הזיקה העודפת לעסקה הנדונה על רקע שאר נסיבות המקרה, ולאפשר לגוף המברר "לנקות" מניות המוכתמות לכאורה ב"ענין אישי" מקום שבו יקבע כי משקלו של עניין זה קל וזניח").
- 8 תנ"ג (מחוזי ת"א) 7541-12-14 בעו תודאל לייבוכיץ נ' אליהו יורש (נבו 02.06.2016) (להלן: עניין לייבוכיץ). ערעור על עניין לייבוכיץ נדחה. ראו, ע"א 6798-16 בעו תודאל לייבוכיץ נ' אליהו יורש (נבו 29.09.2017).
- 9 Ann M. Lipton, *Shareholder Divorce Court*, 44 J. Corp. L. 297, 322 (2019) ("Corwin line of cases holds only votes by "the disinterested equity owners" have a cleansing effect on director action")
- 10 השווה ל-bright line rule שקובע חוק החברות לעניין ניגודי עניינים עקב החזקה צולבת במיזוג לפי הפרק הראשון לחלק השמיני לחוק החברות – החזקה בשיעור החזקה של 25%, כאמור בס' 320(ג).

שכן תוצאתה תחולת יתר או תחולת חסר, כפונקציה של ההשוואה בין X לבין Y בסיטואציה הקונקרטית, לפי הקריטריון המוצע. בנוסף, פרשנות הקובעת את קיומו של ענין אישי אך ורק בהתאם לשאלה אם מתקיימת קטגוריה מסוימת המנויה במפורש בהגדרת "ענין אישי", אינה תואמת את הגישה הפרשנית של בתי המשפט, המתרכזת בשאלה אם לנבחן יש זיקה עודפת משמעותית.¹¹ הדוגמה הישירה לענייננו בהקשר זה היא עניין לייבוביץ,¹² שהפרשנות שניתנה בו לאיתור של ענין אישי של בעל שליטה עקב החזקתו הצולבת מייתרת את הקטגוריה של "בעל ענין" בהגדרת "ענין אישי". בקליפת אגוז, ניתן להציג דוגמאות נוספות לכך שהפסיקה אינה נוקטת בפרשנות דוקנית, ההולכת עקב בצד אגודל אחר הנוסחים של הגדרת "ענין אישי" ושל ההוראות האופרטיביות בהקשר של עסקאות עם בעלי ענין, כדלהלן: אף שבהגדרת "ענין אישי" יש התייחסות ל"קרוב", הפסיקה מורה כי אין מדובר בהסדר שלילי;¹³ הדרישה הסטטוטורית לאישור של רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי ענין אישי "באישור העסקה",¹⁴ מתפרשת בפסיקה ככוללת גם את מי שהנם בעלי ענין אישי באי אישורה של העסקה,¹⁵ וגם את מי שיש להם ענין אישי שמקורו אינו קשור לעסקה, אלא לאינטרסים שלהם כלפי בעל השליטה;¹⁶ וכן נפסק, כי משכל בעלי המניות נתנו את ידם לפעולה כלשהי של החברה, אין צורך באישור בהתאם להוראות בהקשר של עסקאות בעלי ענין.¹⁷

כפי שנפסק בעניין ערד,¹⁸ ההתמקדות של מנגנון ההכרעה שבחוק היא במצביעים שאינם מצויים במצב של ניגוד אינטרסים, מתוך הנחה כי רק הם יוכלו לתת אינדיקציה אמיתית באשר לכדאיות העסקה. מכיוון שניצע רציולני¹⁹ מבקש להשיא את ערכן הכולל של החזקותיו,²⁰ נדרש

11 ע"א 7735/14 אילן ורדינקוב נ' שאול אלוביץ, פס" 32 לפסק דינו של השופט עמית (נבו 28.12.2016).

12 עניין לייבוביץ, לעיל ה"ש 8.

13 תנ"ג (מחוזי ת"א) 37733-12-14 (א) 25 (נבו 25.3.2018).

14 ס' 275(א)(3)(א) לחוק החברות.

15 "ענין אישי שלילי" - ה"פ (מחוזי-י-ם) 7236-05-11 גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ (נבו 11.8.2011); ה"פ (מחוזי ת"א) 44660-12-11 איי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ (נבו 10.1.2012); ה"פ (מחוזי-ת"א) 646-12-12 נפקו סטאר בע"מ נ' קרל גאוס בע"מ (נבו 31.1.2013) (להלן: עניין נפקו סטאר); ה"פ (ת"א) 18198-05-12 מלם - תים בע"מ נ' מאיר ליפשוס, בפס' 8 (נבו 1.7.2013) (להלן: עניין מלם - תים) ("לא צריך להיות הברל, מבחינת הרציונל של הסעיף, בין ענין אישי "חיובי" - הענין האישי שיש לבעל השליטה בחברה כי העסקה תאושר בתנאים המבוקשים על ידיו; לבין "ענין אישי שלילי" - ענין שעשוי להיות לבעל מניות מיעוט בחברה, שהעסקה לא תאושר. הראשון כמו האחרון שוללים את ההנחה בדבר "ניקיון שיקול הדעת" של בעל המניות המשתתף בהצבעה").

16 "ענין אישי עקיף" - עניין כמיפל, לעיל ה"ש 3; עניין נפקו סטאר, שם.

17 ע"א 10568/02 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' הררי, פ"ד נח(5) 678, 673 (2004); ע"א 7594/16 עו"ד יצחק מולכו, המנהל המיוחד נ' בנק מזרחי טפחות בע"מ, פס" 41 (נבו 25.3.2021).

18 עניין ערד, לעיל ה"ש 3 בפס' 48 ("דרישת האישור כי לפחות חלק מבעלי המניות באסיפה הכללית יבחנו את העסקה באופן עצמאי שאינו מושפע מאינטרסים אישיים, משום שהם אינם מצויים במצב של ניגוד עניינים").

19 בבסיס הקריטריון המוצע ההנחה שהניצע הוא רציולני. אף כי יש מחקרים המלמדים אחרת, דומה שאין מנוס אלא מקביעת קריטריון אחיד המניח הנחה זו. למחקר כזה בהקשר של הצעת רכש מלאה, ראו, Hamdani Assaf et al., Reservation Prices in Shareholders' Response to Freeze-Out Tender Offers (December 1, 2019). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3496194>.

20 גם בית המשפט בעניין לייבוביץ, לעיל ה"ש 8 בעמ' 24, קובע כי ההנחה הסבירה היא כי בעל השליטה - מי שלגביו נדונה שאלת הענין האישי באתו עניין - מכוון את פעולותיו לצורך השאת נכסיו. וכן ראו, דוד האן "נקי יהיה מביחו: ענין אישי באישור עסקה של חברה" הפרקליט מט(1) 95, 107-108 (2006) ("משום שאדם דואג בראש ובראשונה לרווחתו הפרטית, אזי בשל שיקוליו האישיים לחלוטין ישקול בעל מניות השליטה את טובת החברה באתו צד שבו אחוז החזקותיו גדול יותר... הפגם בשיקול דעתו של בעל מניות השליטה, עלול להטות את ההחלטה רק בצד של העסקה שבו אחוז השקעתו של בעל המניות נמוך יותר. שם, ורק שם, ראוי להפעיל את מנגנוני ההחלטה המבוקרים

קריטריון המורה אימתי אינטרס זה יוצר ניגודי עניינים אצל ניצע, כך שהניצע ייחשב כמי שיש לו ענין אישי.²¹ הקריטריון המוצע לכך, כמפורט בפרק ב להלן, הולם את הרציונל של הלכת לייבוזין, בהתאמה הנדרשת לסיטואציה של הצעות רכש, והוא שונה מהגישות השונות שהוצגו לא מכבר לגבי ניגודי עניינים של ניצעים בהצעות רכש, בעניין מבנה²² ובכית המשפט בדלאוור בעניין CNX.²³

ב. הצעת רכש מלאה

1. מנגנון ההצעה בהצעת רכש מלאה הדורש רוב של חסרי ענין אישי

סימן א' לפרק השלישי לחלק השמיני לחוק החברות מסדיר את ההפיכה של חברה ציבורית לחברה פרטית באמצעות רכישה של כלל המניות שבידי הציבור בדרך של הצעת רכש מלאה, לרבות כפיית המכירה על מיעוט מקרבם. ס' 336(א) אוסר על רכישת מניות, שכתוצאה ממנה יעלו החזקות הרוכש מעל 90%, בין בדרך של איסוף - רכישה בבורסה או מחוץ לבורסה - ובין בדרך של הצעת רכש, אלא אם כן זו הצעת רכש מלאה. כפי שנפסק,²⁴ האיסור על איסוף מבטיח כי בעלי המניות ידעו על כוונתו של הרוכש, הואיל והיא תתבטא בהצעת רכש מלאה; בנוסף, הניצעים יחליטו אם להיענות להצעת הרכש המלאה מבלי להיות נתונים לאילוץ (pressure to tender), הנובע מחשש להיוותר בעלי מניות מיעוט בחברה העלולה להימחק מן המסחר. ס' 337(א) קובע שני תנאים מצטברים לקבלתה של הצעת רכש מלאה:²⁵ א. ששיעור הניצעים שלא נענו להצעה נופל מ-5% מהון המניות המונפק, כך שבשילוב עם האיסור לחצות את רף ההחזקה של 90%, המשמעות היא שהצעת הרכש המלאה תתקבל רק אם יש רוב שתמך בה; ו-ב.²⁶ המרכזי לדין כאן, שיותר ממחצית הניצעים שאין להם ענין אישי בקבלת ההצעה נענו לה.

2. הגישות שהוצגו בעניין מבנה ובעניין CNX והדגמת היותן שגויות

בעניין מבנה נדונה סיטואציה מורכבת, שכרכה הצעת רכש מיוחדת ומלאה שהגישה מבנה נדל"ן (כ.ד.) בע"מ (להלן: מבנה נדל"ן) למניותיה של חברת סלע קפיטל נדל"ן בע"מ (להלן: סלע), ביחד עם אספה מיוחדת שזימנה סלע לדרישתה של מבנה נדל"ן. על סדר יומה של האספה המיוחדת עמדה ההחלטה שסלע תחדל להיחשב כקרן ריט.²⁷ בהתאם לס' 64א(ד)(4) לפקודת מס הכנסה, החלטה כאמור טעונה תמיכת שלושה רבעים מקולות מי שאינם בעל השליטה או בעלי ענין אישי באישור ההחלטה. לכתחילה, הציגה מבנה נדל"ן במפרט הצעת הרכש שפרסמה עמדה משפטית, שלפיה אם שווי ההחזקה של ניצע במניות מבנה נדל"ן עולה על 70% משווי ההחזקה בסלע ייחשב הדבר כענין אישי באישורה של הצעת הרכש (להלן: שיטת השווי

שדורש החוק בפרק "עסקאות עם בעלי ענין").

21 אף כי ב-ת"פ (מחוזי ת"א) 40200/99 מדינת ישראל נ' שלמה בן יצחק איזנברג, פס' 13 טז. (נבו 16.9.2003) הוצגו מצבים שבהם תיתכן הבחנה בין ניגודי עניינים לבין "ענין אישי", מצבים אלו אינם רלוונטיים לדין ברשימה כאן.

22 ה"פ (מחוזי ת"א) 62111-11-20 מבנה נדל"ן (כ.ד.) בע"מ נ' סלע קפיטל נדל"ן בע"מ (נבו 2.1.2021) (להלן: עניין מבנה).

23 In re CNX Gas, 4 A.3d 397 (Del. Ch. 2010) (להלן: עניין CNX). בחינה כאמור רלוונטית בקונטקסט של הדין בדלאוור לצורך קיום תנאי לעניין תחולתו של סטנדרט הביקורת השיפוטית המקל של כלל שיקול הדעת העסקי.

24 ע"א 10406/06 דן עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ, פס' 35 (נבו 28.12.2009).

25 לחלופין, נדרש לקבלתה של הצעת רכש מלאה שיתקיים התנאי הקבוע בס' 337(א) לחוק החברות.

26 תנאי זה נוסף בחוק החברות (תיקון מס' 16) התשע"א-2011.

27 עניין מבנה, לעיל ה"ש 22, בעמ' 5 לפסק הדין.

הכלכלי).²⁸ סלע הציגה עמדה דומה בזימון של האספה הכללית, באשר לסוגיית העניין האישי באישור ההחלטה שסלע תחדל להיחשב כקרן ריט. בהמשך, פרסמה מבנה נדל"ן מפרט הצעת רכש מתוקן, שלפיו בעל מניות בסלע ייחשב כבעל ענין אישי אם שיעור ההחזקה שלו במבנה עולה על שיעור ההחזקה שלו בסלע (להלן: שיטת שיעור ההחזקות).²⁹

בבית המשפט, ביקשה מבנה נדל"ן שאופן הסיווג של ענין אישי באספה הכללית יהיה בהתאם לשיטה בה נקטה מבנה נדל"ן במפרט הצעת הרכש המתוקן - שיטת שיעור ההחזקות. בית המשפט דחה את הבקשה והכריע שהקריטריון הנכון הוא שיטת השווי הכלכלי.³⁰ אף כי ברי שבית המשפט התייחס בשלילה לשיטת שיעור ההחזקות גם לגבי ענין אישי עקב החזקה צולבת בהצעת רכש, לא זו הייתה הבקשה שבה הכריע בית המשפט. לכן, מפרט הצעת הרכש המשיך להציג את שיטת שיעור ההחזקות,³¹ ואילו הסיווג של ענין אישי בהצבעה באספה הכללית על ההחלטה שסלע תחדל להיחשב כקרן ריט נותר לפי שיטת השווי הכלכלי.³² כך או כך, תחת ההנחה שניצע רציונלי

- 28 ניתן לייחס את המקור לבחינה לגבי החזקה בלפחות 70% מהשווי כיצורת ענין אישי בהחלטת רשות ניירות ערך שבחנה למול האינטרס של בעל מניות בחברה את האינטרס הנוגד שלו כנושה בצד השני לעסקה, בשונה מאינטרס כבעל מניות של הצד השני לעסקה, שהיא הסיטואציה הנבחנת ברשימה זו. ראו רשות ניירות ערך, מחלקת תאגידים, מכתב לניר גלעד, מנכ"ל החברה לישראל בע"מ מיום 20.10.2009: ענין אישי של גופים מוסדיים - הצבעה באספת החברה לאור החוקתם באג"ח של צימ
<https://www.magna.isa.gov.il/details.aspx?id=01246&reference=2009-01-261027&file=1#?id=01246&reference=2009-01-261027&file=1>
- שיטת השווי הכלכלי מוצגת במקרים נוספים, דוגמת ס' 5.4 לרוח הצעת מדף המהווה גם מפרט הצעת רכש מיוחדת בדרך של הצעת רכש חליפין שפרסמה ביג מרכזי קניות בע"מ לרכישת מניות חברת אפי נכסים בע"מ (7.1.2021) a.gov.il/details.aspx?reference=2021-01-003694&file=1&id=012122#?id=012122&reference=2021-01-003694&file=2&q=2021-01-003694; וכן ס' 4.1 לרוח הצעת מדף המהווה גם מפרט הצעת רכש מלאה בדרך של הצעת רכש חליפין שפרסמה קבוצת אשטרום בע"מ לרכישת מניות חברת אשטרום נכסים בע"מ (30.9.2020) https://www.magna.isa.gov.il/internet/Forms/2020-01-111936/%d7%93%d7%95%d7%97_%d7%9e%d7%aa%d7%a7%d7%9f_14-10-2020_isa.pdf
- יוער אולם, שבעוד שבשתי הדוגמאות הנ"ל הייחוס של ענין אישי נעשה עפ"י הקריטריון של החזקה במניות המציעה השוות לפחות 70% משווי ההחזקה במניות חברת המטרה, במקרה אחר, הקריטריון שהוצג היה החזקה במניות המציעה השוות לפחות 230% משווי ההחזקה במניות חברת המטרה. ראו ס' 4.2 לרוח הצעת מדף המהווה גם מפרט הצעת רכש מלאה בדרך של הצעת רכש חליפין שפרסמה אילקס מדיקל בע"מ לרכישת מניות חברת מדטכניקה בע"מ (31.5.2020) <https://www.magna.isa.gov.il/details.aspx?reference=2020-01-048691&file=1&id=0160#?id=0160&reference=2020-01-048691&file=1&ft>
- 29 תשובה לבקשה למתן צו זמני בעמ' 17 (17.12.2020) <https://www.magna.isa.gov.il/details.aspx?reference=2020-01-136650&file=1&id=012492#?id=012492&reference=2020-01-136650&file=1>
- 30 עניין מבנה, לעיל ה"ש 22, בפס' 13: "במקור נקבע בהצעת הרכש שאמת המידה לקביעת העניין האישי תהיה על בסיס היתרון הכלכלי, דהיינו מקום שהשווי הכלכלי של החזקות הניצעת במבקשת עולה על שווי החזקות הניצעת בסלע ב-70% יראו אותה כבעל ענין אישי. ... לעומת זאת, בתיקון ... מציעה המבקשת אמת מידה אחרת לפיה ניצע המחזיק במניות המבקשת בשיעור העולה על שיעור החזקותיו בסלע ייחשב כבעל ענין אישי. אמת מידה זו מתעלמת מהשווי הכלכלי של החזקות הצולבות לפי שבהחלט יכול להיות ששיעור החזקותיו של בעל מניות בסלע יהיה גבוה משיעור החזקותיו במבקשת ולמרות זאת השווי הכלכלי של החזקותיו במבקשת יהיה גבוה יותר ויהווה תמריץ כלכלי להעדיף את הצעת הרכש. על כן, אין באמת המידה ... [הזו] כדי לסייע באיתור העניין האישי של בעלי המניות שיש להם החזקה צולבת".
- 31 דוח הצעת מדף מתוקן המהווה גם מיפרט מתוקן להצעת רכש מלאה ומיוחדת בדרך של הצעת רכש חליפין <https://www.magna.isa.gov.il/details.aspx?reference=2021-01-001155&file=1&id=01291#?id=01291&reference=2021-01-001155&file=1> (4.1.2021)
- 32 דוח מידי מתוקן בדבר זימון אסיפה כללית ומיוחדת של בעלי המניות של החברה (3.1.2021)

מבקש להשיא את ערכן הכולל של החזקותיו, כאמור לעיל, נדגים להלן מדוע שתי השיטות שגויות. במקומן, מציעה רשימה זו ליישם את הקריטריון המוצע, לרבות התאמות מסוימות בגינו, כאמור בפרק ד להלן.

ניתן להדגים מדוע שיטת השווי הכלכלי שגויה, כדלהלן: המציעה שווה פי 100 מחברת המטרה, לניצע 0.5% מהמניות של המציעה ו-5% מהמניות בחברת המטרה. הדינו, השווי של החזקתו של הניצע במציעה הוא פי 10 מהשווי של החזקתו בחברת המטרה, ועל כן, לכאורה, לפי שיטת השווי הכלכלי, יש לו ענין אישי. למציעה החזקה ב-90% מהמניות של חברת המטרה. קרי, הניצע מחזיק במחצית מיתרת המניות. קל להיווכח, שהניצע יפסיד 49.5% מכל הסכום שיופחת מהתמורה הכוללת בהצעת הרכש המלאה - 50% מהסכום שיופחת בכובעו כניצע ורווח בשיעור של 0.5% מהסכום שיופחת, כחיסכון בעקיפין, בכובעו כבעל מניות במציעה. על כן, הניצע אינו מצוי בניגודי עניינים מול יתר הניצעים. לפיכך, שיטת השווי הכלכלי אינה קריטריון נכון לאיתור ניגודי עניינים עקב החזקה צולבת של ניצעים בהצעת רכש, שכן ניצע רציונלי, בנתוני הדוגמה שלעיל, יפעל בהתאם לאינטרס של הניצעים ואילו לפי שיטת השווי הכלכלי יש לו ענין אישי בהצעת הרכש.

בעניין CNX דובר בחברת Consol, שהחזיקה ב-83.5% מהמניות בחברת CNX, ושביקשה לרכוש את יתרת המניות שבידי הציבור (16.5%). Consol פנתה בעניין ל-T. Rowe שניהל קרנות שהחזיקו 6.3% ממניות CNX. קרנות אלו החזיקו גם ב-6.5% ממניות Consol. T. Rowe הסכים למכור את המניות ב-CN X במחיר מסוים, במסגרת של הצעת רכש לכלל בעלי המניות מהציבור. הצעת הרכש הותנתה בכך שרוב מקרב בעלי המניות מהציבור יענה לה. בבחינת קיומו של רוב זה לא נכללו מניות שהחזיקו נושאי משרה ב-CN X או ב-Consol, אך כן נכללו המניות שהחזיקו הקרנות שבניהולו של T. Rowe. בית המשפט שלל את אופן הסיווג האמור של הקרנות שבניהולו של T. Rowe, לצורך בחינת קיומו של רוב מקרב בעלי המניות הלא "נגועים".³³ מאחר ששיעורן של החזקות היה שווה פחות או יותר בין Consol לבין CNX, קבע בית המשפט ש-T. Rowe היה אדיש לגובה התמורה המשולמת.³⁴ עולה, שגישתו של בית המשפט בעניין CNX עולה בקנה אחד עם שיטת שיעור החזקות – לעמדת בית המשפט T. Rowe אדיש למחיר המשולם בהצעת הרכש כי הוא מחזיק בשיעור דומה של החזקות במציעה ובחברת המטרה. יצוין, שגישה זו לא זכתה לביקורת בכתיבה האקדמית שהתייחסה לפסק הדין האמור.³⁵

ניתן להציג מדוע שיטת שיעור החזקות שגויה, כדלהלן: לניצע 15% מהמניות של המציעה ו-5% מהמניות בחברת המטרה, ולמציעה החזקה ב-90% מהמניות של חברת המטרה. קרי, הניצע מחזיק במחצית מיתרת המניות. קל להיווכח, שהניצע יפסיד 35% מכל הסכום שיופחת מהתמורה הכוללת בהצעת הרכש המלאה - 50% מהסכום שיופחת בכובעו כניצע ורווח בשיעור של 15%

<https://www.magna.isa.gov.il/details.aspx?reference=2021-01-000328&file=1&id=012492#?id=012492&reference=2021-01-000328&file=1>

33 עניין CNX, לעיל ה"ש 23, בעמ' 399 (Economic incentives matter, particularly for the effectiveness of a legitimizing mechanism like a majority-of-the-minority tender condition (or a stockholder vote)).

34 שם בעמ' 416 (T. Rowe Price's roughly equivalent equity interests leave it fully hedged and (indifferent to the allocation of value between CONSOL and CNX Gas)).

35 Lipton, לעיל ה"ש 9; Gatti, לעיל ה"ש 1 בעמ' 239; Lawrence A. Cunningham, *Ask the Smart Money: Shareholder Votes by a "Majority of the Quality Shareholders"*, 55 U.C. DAVIS L. REV. 1, 22 (2021).

מהסכום שיופחת, כחיסכון בעקיפין, בכובעו כבעל מניות במציעה. על כן, בנתוני הדוגמה האמורה, הניצע אינו מצוי בניגודי עניינים, למרות ששיעור החזקה שלו במציעה גבוה משיעור החזקה שלו בחברת המטרה. ניצע רציונלי, בנתוני הדוגמה שלעיל, יפעל אפוא בהתאם לאינטרס של כלל הניצעים, הגם ששיטת שיעור החזקות מייחסת לו ענין אישי בהצעת הרכש. לפיכך, שיטת שיעור החזקות אינה קריטריון נכון לאיתור ניגודי עניינים עקב החזקה צולבת של ניצעים בהצעת רכש, אלא נדרשת התאמה שלה, כאמור להלן.

3. הקריטריון המוצע והתמיכה שניתן ללמוד לגביו מעניין לייבוביץ

כאמור במבוא לעיל, הקריטריון המוצע ברשימה זו לקיומו של ענין אישי עקב החזקה צולבת בהצעת רכש מלאה, וכאמור להלן גם בהצעת רכש מיוחדת, הוא ששיעור החזקה של הניצע במציעה (Y) עולה על שיעור המניות של הניצע שיימכרו בהצעת הרכש מתוך כלל המניות שיימכרו בהצעת הרכש (X): לניצע אין ניגודי עניינים עקב החזקה צולבת ולכן אין לייחס לו ענין אישי, אם הוא נהנה מכל תוספת לתמורה שתשולם עבור המניות שלו יותר מאשר ההפסד העקיף שנגרם לו כבעל מניות במציעה בגין תשלום התוספת האמורה, דבר המתקיים כאשר X גדול מ-Y. לעומת זאת, אם Y גדול מ-X לניצע יש ניגודי עניינים וראוי להכיר בענין אישי שלו עקב החזקה הצולבת. לדוגמה: בהצעת רכש מלאה ירכשו 20% מהמניות בחברת המטרה ומהן 2% שייכות לניצע, דהיינו, X=10%. לניצע יש ענין אישי עקב החזקה צולבת, לפי הקריטריון המוצע, רק אם שיעור החזקה שלו במציעה גבוה מ-10%. יישום קריטריון זה לגבי העובדות שבעניין CNX מלמד של-T. Rowe לא היו ניגודי עניינים, שכן הוא החזיק בכ-38% מהמניות הנרכשות ורק בכ-6.5% ממניות המציעה.

הקריטריון המוצע הולם את הלכת לייבוביץ, בשינויים הנדרשים. בעניין לייבוביץ³⁶ נקבע פירושו של המונח "ענין אישי" בסיטואציה של החזקה צולבת של בעל שליטה בחברה ציבורית המבקשת להתקשר בעסקה³⁷ החזקה של בעל השליטה גם בצד השני לעסקה. בהמשך לדברי פרופסור האן,³⁸ נפסק כי, ככלל, השאלה של ענין אישי בהקשר של החזקה צולבת בשתי חברות המתקשרות בעסקה תוכרע בהתאם לשאלה היכן שיעור החזקה גבוה יותר.³⁹ כאשר בעל מניות מחזיק מניות בחברה אחת בשיעור אחד ובחברה השנייה בשיעור שני, המקנה זכויות נמוכות יותר בהון שלה, הוא מעדיף, ככלל, עסקה שתנאיה טובים יותר עבור החברה הראשונה ופוגעים בטובת החברה השנייה. במצב זה, כל סכום של תמורה עודפת שתקבל בעסקה החברה הראשונה משמעו רווח לבעל המניות האמור, שסכומו מכפלת סכום התמורה העודפת בהפרש שבין שיעור החזקה שלו בהון החברה הראשונה לבין שיעור החזקה שלו בהון החברה השנייה. זוהי שיטת שיעור החזקות. לעיל הדגמנו ששיטה זו שגויה, אם היא מיושמת כפשוטה בהקשר של הצעות רכש. אולם, הקריטריון המוצע ברשימה זו אינו סותר את נכונותה של שיטה זו, אלא תואם לה, בכפוף לשינוי הנדרש בישומה לגבי הצעות רכש. ניתן לדמות את הצעת הרכש לעסקה בין המציעה לבין חברה רעיונית, שמחזיקה במניות שירכשו בהצעת הרכש. בחברה רעיונית זו מחזיק כל אחד מן

36 ענין לייבוביץ, לעיל ה"ש 8.

37 עסקה כאמור טעונה תמיכת רוב של מצביעים חסרי ענין אישי. עם זאת, עיקור ההשפעה של בעלי מניות שלהם יש ענין אישי המצביעים באספה הכללית אינו מוחלט, שכן בהיעדר מתנגדים בשיעור גבוה דיו מקרב בעלי המניות שאינם בעלי ענין אישי, ניתן שהעסקה תאושר ברוב מקרב כלל בעלי המניות המצביעים באספה הכללית, לרבות בעלי המניות שלהם יש ענין אישי, כקבוע בס' 275(א)(3)(ב) לחוק החברות.

38 האן, לעיל ה"ש 20.

39 ענין לייבוביץ, לעיל ה"ש 8, בפס' 47. לפי פסק הדין בהעדר "מניע" אפשרי אחר, ההנחה הסבירה היא כי בעל המניות מכון את פעולותיו לצורך השאת נכסיו.

הניצעים שמניותיהם נמכרות בהצעת הרכש בחלק יחסי הוזה לחלק היחסי של המניות שלו שנרכשות בהצעת הרכש מתוך כלל המניות הנרכשות בהצעת הרכש. אם העסקה מאושרת, משמעות הדבר היא שהמזיעה רוכשת את המניות הללו מידי החברה הרעיונית. להשלמת התמונה, ניתן לדמות, שמיד לאחר מכירת המניות למזיעה וקבלת התמורה בידי החברה הרעיונית, החברה הרעיונית מתפרקת, כך שכל אחד מהניצעים מקבל את חלקו היחסי בתמורה - אותו סכום שהוא מקבל בפועל כתמורה בהצעת הרכש. מכך עולה, שעל מנת להשיב לשאלה אם לניצע בהצעת רכש יש ענין אישי עקב החזקה צולבת, בהתאם להלכת לייבוביץ ולדימוי האמור של הסיטואציה לעסקה בין שתי חברות, יש לבחון אם שיעור ההחזקה של הניצע במזיעה (Y) עולה על שיעור ההחזקה של הניצע בחברה הרעיונית, קרי, שיעור המניות שירכשו מאותו ניצע ביחס לכלל המניות שירכשו בהצעת הרכש (X).

4. הערה לגבי פגם במנגנון ההצבעה בהצעת רכש מלאה

בשולי הדברים, נבקש להאיר קושי מסוים המתקיים במנגנון ההצבעה, באשר לבחינת קיומו של רוב מצביעים חסרי ענין אישי בהצעת רכש מלאה. ניצעים בהצעת רכש מלאה שיש להם ענין אישי "שלילי" - ענין אישי הגורם להם להתנגד לעסקה - לא יגיבו להצעת הרכש המלאה ובגדר כך גם לא יצהירו על עניינם אישי. התנאי האמור לעיל שלפיו "יותר ממחצית הניצעים שאין להם ענין אישי בקבלת ההצעה נענו לה" אינו ניתן אפוא ליישום, מקום בו, לדוגמה, הצעת הרכש המלאה מופנית לניצעים המחזיקים ב-10% ממניות חברת המטרה, והיא נענית על ידי ניצעים שלהם 5% מהמניות, מהם 4% מציינים שאין להם ענין אישי ו-1% שיש להם ענין אישי. התשובה לשאלה האם הניצעים חסרי העניין האישי שנענו להצעת הרכש המלאה (4%), מהווים יותר ממחצית מתוך כלל הניצעים שאין להם ענין אישי, תלויה בפילוח של יתר הניצעים (בהיקף של 5%) שלא נענו להצעת הרכש המלאה, בין אלו שיש להם ענין אישי (שלילי) ובין אלו שאין להם ענין אישי, סוגיה שכאמור לא נמסרות הצהרות בגינה.

ג. הצעת רכש מיוחדת

1. מנגנון ההצבעה בהצעת רכש מיוחדת הדורש רוב של חסרי ענין אישי

ההסדר בפרק השני לחלק השמיני לחוק החברות לעניין הצעת רכש מיוחדת מתייחס בס' 328 לרכישה ראשונה של שליטה בחברה ציבורית, המבוטאת בשני ממדים כמותיים: רכישה של דבוקת שליטה - 25% מזכויות ההצבעה כאשר אין בעל דבוקת שליטה עובר לרכישה, ורכישה של 45% מזכויות ההצבעה כאשר אין מחזיק בזכויות הצבעה בשיעור זה עובר לרכישה. רכישה ראשונה של שליטה משפיעה על צדדים שלישיים - בעלי המניות שאינם מוכרים את מניותיהם ואשר אם הרכישה תצלח יהפכו להיות מיעוט. ככלל, שווי מניות מיעוט צפוי להיות נמוך יותר, כי אובר חלקן היחסי בפרמיית השליטה.⁴⁰ בסיטואציה כאמור, הניצעים נתונים במעין "דילמת אסיר" - ניצע המתנגד להשתלטותו של המזיע או לתנאי הצעתו ייאלץ למכור לו את מניותיו, מחשש שמא בעלי מניות אחרים ימכרו את מניותיהם ומניותיו יהפכו למניות מיעוט אשר, כאמור לעיל, שוויין צפוי להיות פחות. כדי להתגבר על בעיה זו, ס' 328 מחייב שהרכישה תתבצע בדרך של הצעת רכש מיוחדת - מנגנון שעל פיו בעלי המניות יוכלו לקבל באופן קולקטיבי החלטה לא מאולצת, כך שרכישת השליטה תתבצע רק כאשר רוב מקרבם מעריך כי המחיר המוצע עבור

Lucian A. Bebchuk, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, 12 DEL. J. CORP. L. 911, 917 (1987) 40

החברה עולה על השווי העצמאי שלה.⁴¹ כדי שהחלטה הקולקטיבית תהיה לא מאולצת, ס' 331 מאפשר לניצעים להפריד בין ההחלטה העקרונית הקולקטיבית - אם המכירה כדאית כאמור, לבין ההחלטה הפרקטית האישית - אם למכור. לפי ס' 331(א), הניצעים רשאים להודיע על הסכמתם להצעת הרכש המיוחדת או על התנגדותם לה. ס' 331(ב) מתנה את הקבלה של הצעת רכש מיוחדת בהסכמה של רוב במניין הקולות מבין הניצעים שהודיעו על עמדתם ביחס אליה. על מנת שהסכמה זו תהיה רק בהתאם לקולותיהם של ניצעים "נקיים", שולל ס' 331(ג) את כוח ההשפעה של הקולות של ניצעים במספר קטגוריות, לרבות מי שיש להם ענין אישי בקבלה של הצעת הרכש המיוחדת.⁴² בנוסף, ס' 331(ד) מאפשר, מקום בו תמך רוב בקבלתה של הצעת הרכש המיוחדת, גם לאותם ניצעים שלא הסכימו להצעת הרכש המיוחדת למכור את מניותיהם במסגרתה. בכך, מתגבר המנגנון שבחוק על האילוץ הנ"ל, שכן הניצעים יודעים שהתנגדות מצדם להחלטה הקולקטיבית לא תימנע מהם את הבחירה הפרקטית האישית למכור את המניות.

2. הקושי בחישוב שיעור המניות שתימכרנה בהצעת רכש מיוחדת (X) ופתרון אפשרי

האמור בפרק ב לעיל חל גם לגבי הצעת רכש מיוחדת. קרי, כדי לבחון אם לניצע בהצעת רכש מיוחדת יש ענין אישי עקב החזקה צולבת נדרש להשוות בין שיעור החזקה שלו במציעה (Y) לבין שיעור המניות שלו שירכשו בהצעת הרכש המיוחדת ביחס לסך כל המניות שירכשו בהצעת הרכש המיוחדת (X). ברי, כי ניגודי העניינים כרוכים בידיעתו של הניצע לגבי הימצאותו בהם בעת הצבעתו. אולם, בניגוד לניצע בהצעת רכש מלאה, לניצע בהצעת רכש מיוחדת אין וודאות במועד ההצבעה מה יהיה חלק המניות שימכור מתוך כלל המניות שימכרו בהצעת הרכש המיוחדת. הטעם לכך הוא שכאשר כמות המניות שבידי ניצעים הנענים להצעת הרכש גדולה מסך המניות שמוצע לרוכשן, הרכישה היא פרו רטה מכל ניצע שנענה להצעת הרכש.⁴³ מאחר והניצע אינו יודע מה יהיה היקף ההיענות להצעת הרכש המיוחדת, הוא גם אינו יודע מה תהיה הכמות של המניות שהוא ימכור ביחס לכלל המניות שתימכרנה בהצעת הרכש המיוחדת (X). בשתי סיטואציות, היקף ההיענות מקרב כלל הניצעים אינו רלוונטי להכרעה אם לניצע יש או אין ניגודי עניינים. הראשונה, מקום בו שיעור החזקה של ניצע הנענה להצעת הרכש המיוחדת ביחס לשיעור החזקה של כלל הניצעים בהצעת הרכש המיוחדת גבוה מ-Y. במקרה כזה, ברי כי לניצע אין ניגודי עניינים, שכן הניצע יודע שאפילו אם כלל הניצעים יענו להצעת הרכש, עדיין X יהיה גדול מ-Y. הסיטואציה השנייה, בצד השני של הספקטרום, מתקיימת כאשר שיעור החזקה של ניצע ביחס לכמות המניות שמוצע לרכוש בהצעת הרכש המיוחדת נמוך מ-Y. במקרה כזה ברי שלניצע יש ניגודי עניינים, שכן הניצע יודע שגם אם הוא ימכור את כלל מניותיו,

41 ע"א 7389/04 נוסבאום-אריגי ריפוד בע"מ נ' עזריאל פויכטונגר, פס"ד 6 (נבו 11.01.2009); ע"א 7414/08 תרו תעשיה רוקחית בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries Ltd., פס"ד 55 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (נבו 07.09.2010). אך ראו הדיון בפסקה ד3 להלן.

42 הסעיף נוקט בלשון המתייחסת לענין אישי חיובי - שהצעת הרכש המיוחדת תתקבל. כך הדבר גם בלשון הסעיף לגבי אישור עסקאות "נגועות". אך הפסיקה לגבי עסקאות הכירה בענין אישי שלילי, לעיל ה"ש 15. יכולה להישאל השאלה, אם בגדר "ענין אישי שלילי" יכללו בעלי מניות שהם גם מנהלים, נוכח האינטרס שלהם שלא תתקבל הצעת רכש מיוחדת עוינת, על מנת לשמר את מעמדם. ראו Ronald J. Gilson & Alan Schwartz, *Sales and Elections as Methods for Transferring Corporate Control*, 2 Theoretical Inquiries L. 783, 793 (2001).

43 תקנה 7(ג) לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), תש"ס-2000.

השיעור של המניות הנמכרות - X - עדיין יהיה נמוך מ- Y . לדוגמה: למציעה 40% מהמניות בחברת המטרה והיא מבקשת לרכוש 10% נוספים, והניצע מחזיק 20% ממניות המציעה ($Y=20\%$). לניצע אין ענין אישי עקב החזקה צולבת אם הוא מחזיק מעל ל-12% בחברת המטרה (כלל הניצעים מחזיקים 60% ו- $12/60=20\%$). לעומת זאת, לניצע יש ענין אישי עקב החזקה צולבת אם הוא מחזיק בחברת המטרה למטה מ-2% (אם ייענו להצעה בדיוק 10% חלקו $2/10=20\%$). במקרי התווך (כאשר הניצע מחזיק בחברת המטרה בין 2% ל-12%, בנתוני הדוגמה האמורה) אין מענה. תוצאה זו משקפת את המציאות - גם הניצע אינו יודע אם עדיפה לו תמורה גבוהה או נמוכה עבור המניות, שכן הוא אינו יודע מה יהיה היקף ההיענות להצעת הרכש המיוחדת.

אולם, שינוי בהליך האישור של הצעת רכש מיוחדת יכול לאפשר לדעת מה יהיה שיעור המניות הנמכר בטרם ההצבעה, ובהתאמה, להקנות וודאות לגבי קיומם או היעדרם של ניגודי עניינים עקב החזקה צולבת. השינוי הוא לקיים ראשית את הצעת הרכש (בכפוף לאישור הניצעים), ולקיים לאחר מכן את ההצבעה, כך שבמועד ההצבעה יודע כל ניצע מה תהיה כמות המניות שימכור, אם הצעת הרכש המיוחדת תאושר בהצבעה.⁴⁴ בהיעדר שינוי כזה, פתרון חלופי הוא לייחס לניצע ענין אישי רק כאשר ניגודי העניינים הם ודאיים (כאשר ניצע מחזיק למטה מ-2% בנתוני הדוגמה שלעיל).

3. הערה לגבי פגם במנגנון ההצבעה בהצעת רכש מיוחדת

בשולי הדברים יצוין, שהמודל שבחוק החברות אינו מקיים בהכרח את תכליתו, לאפשר שההצעה תתקבל רק אם רוב מקרב הניצעים סבור שהשווי של מניות המיעוט בצירוף התמורה עבור המניות שתמכרנה בהצעת הרכש המיוחדת עולים על שווי החברה כחברה עצמאית. אם המציעה רוכשת בהצעת הרכש Z מניות במחיר P ומשאירה W מניות מיעוט שהשווי שלהן להערכת הניצעים הוא M , ניתן לראות את המציעה כאילו רכשה את יתרת מניות החברה במחיר כולל של $P*Z + M*W$ ומכרה את המניות של המיעוט חזרה למיעוט בתמורה של $M*W$. לפי עמדת הפרופסורים בבצ'וק ופרוקצ'יה,⁴⁵ המשמעות היא שהניצעים יסכימו למכירה רק אם לעמדת רוב מהם התמורה האמורה ($M*W + P*Z$) עולה על שווי החברה כחברה עצמאית. במילים אחרות, הרוב צריך לסבור שהמחיר של מניה עצמאית אחת נמוך מהמחיר למניה המשקלל את התמורה עבור המניות שתירכשנה בהצעת הרכש ואת השווי של המניות העצמאיות שיהפכו למניות מיעוט. הקושי נובע מכך שלא כל הניצעים מוכרים מניות במסגרת הצעת הרכש המיוחדת. אם, לדוגמה, המניות שתירכשנה בהצעת הרכש יהוו 10% מכלל המניות שבידי הניצעים, לפי המודל שבבסיס החקיקה, ההחלטה צריכה להתקבל רק אם רוב מקרב הניצעים סובר שהשווי של מניה עצמאית אחת נמוך מ- $M*0.9 + P*0.1$. ודוק. ניצעים מתוחכמים יודעים (אם ישונה סדר הפעולות, כאמור בפסקה 2 לעיל) או מעריכים מה יהיה שיעור המניות שתמכרנה בהצעת הרכש. הניצעים המתוחכמים יענו להצעת הרכש, אם הם סוברים שהשווי של כל מניה עצמאית נמוך מהממוצע המשוקלל של התמורה עבור המניות שתירכשנה מהם בהצעת הרכש המיוחדת ושל שווי המניות שתיוותרנה בידיהם. אם, לדוגמה, הניצעים המתוחכמים יודעים או מעריכים שמכל ניצע הנענה להצעה ירכשו 80% ממניותיו, אף כי כלל המניות שירכשו יהוו 10% מכלל המניות

44 הצעה כזו כבר הוצעה בעבר, על מנת להתגבר על הקושי שהניצעים ייטעו לחשוב שהם ימכרו מניות בשיעור גבוה מזה שיימכרו בפועל. ראו שרון חנס ועמרי ידלין "כשלים בהסדר של הצעת רכש מיוחדת" עיוני משפט כז 787, 809 (2004).

45 אריה בבצ'וק ואוריאל פרוקצ'יה "רכישת חברות" עיוני משפט יג(1) 71, 83 (1988).

שבידי כלל הניצעים, הרי שהם ייענו להצעת הרכש אם, להערכתם, השווי של מניה עצמאית נמוך מ- $P*0.8 + M*0.2$. להלן פירוט הדוגמה: אם הניצעים המתוחכמים סוברים שהשווי של מניה עצמאית הוא 10 נה והשווי של מניית מיעוט הוא 5 נה ובהצעת הרכש מוצע למכור מניות בתמורה ל-12 נה למניה, אזי ניצעים מתוחכמים אלו יסכימו להיענות להצעת הרכש בה הם ימכרו 80% ממניותיהם, שכן חלף כל מניה עצמאית הם יקבלו תמורה של $12*0.8$ נה + $5*0.2$ נה ובסה"כ 10.6 נה. נקל להיווכח, כי ייתכן שניצעים אלו היו מסרבים לקבל את ההצעה לו שיעור המניות שהם היו מוכרים היה פוחת מ-80% ל-10% (שכן אז הניצעים היו מקבלים $12*0.1$ נה + $5*0.9$ נה ובסה"כ 5.7 נה). תוצאה זו יכולה לאפשר רכישות שליטה שאינן יעילות בידי מציעה שבכוונתה לבזוז את המיעוט, כאשר חלק ניכר מהניצעים הם פאסיביים. ואף אם ניצעים אקטיביים ומתוחכמים יעריכו שכן תפעל המציעה, הדבר אינו רלוונטי מבחינתם, מאחר שיעקר המניות שבידיהם תימכרנה למציעה במחיר גבוה יחסית.

ד. התאמות וקשיים ביישום הקריטריון המוצע

הצגנו לעיל את הקריטריון המוצע להכרעה אימתי החזקה צולבת של ניצעים בהצעת רכש מלאה ובהצעת רכש מיוחדת יוצרת ניגודי עניינים, באמצעות השוואה בין שיעור האינטרס הכלכלי של הניצע במציעה, לפי שיעור ההחזקה שלו במניותיה, לבין שיעור המניות שהניצע ימכור מתוך כלל המניות שיימכרו בהצעת הרכש. להלן נציג מספר סיטואציות שבהן הקריטריון המוצע טעון התאמות, לרבות כאלו הכרוכות בהערכה כלכלית. בפרק ה להלן, נעמוד על ההבחנה לגבי המעמד שרצוי להקנות לקריטריון המוצע, בין מצבים בהם לא דרושות התאמות כאמור או שדרושות התאמות שהן בעלות אופי טכני אריתמטי לבין מצבים שבהם ההתאמות הדרושות כרוכות בהערכה כלכלית.

1. החזקה בעקיפין

כאשר אדם מסוים הוא בעל שליטה בשתי חברות, חברה א', המחזיקה ישירות במציעה, וחברה ב', המחזיקה ישירות במניות של חברת המטרה, השאלה אם אותו אדם - בהנחה שכבעל שליטה הוא זה שבפועל מכוון את החלטה של חברה ב' כיצד להגיב להצעת הרכש - מצוי בניגודי עניינים, תלויה בחישוב חלקו העקיף במציעה וחלקו העקיף בכלל המניות שתימכרנה בהצעת הרכש המלאה. מבין שתי השיטות שהוצגו בפסיקה⁴⁶ לבחינת ההחזקה במבנה אחזקות פירמידאלי - שיטת המכפלות ושיטת איתור בעל השליטה - השיטה הרלוונטית לענייננו היא שיטת המכפלות. הסיבה לכך היא ששיטה זו מבטאת את האינטרס ההוני של המחזיק, שכן אם החברה התחתונה בשרשרת חברות מחלקת דיבידנד וכל חברה במעלה שרשרת ההחזקות מחלקת דיבידנד בגובה הסכום שקיבלה, החלק שהמחזיק מקבל הוא לפי מכפלת שיעורי ההחזקות בכל חברה לאורך שרשרת החברות. אם, לדוגמה, לאותו אדם יש החזקה ישירה בשיעור של 70% מהון המניות המונפק בחברה א' ולחברה א' יש החזקה ישירה בשיעור של 20% מהון המניות המונפק של המציעה, שיעור ההחזקה האפקטיבי שלו במציעה הוא 14%, שכן זהו השיעור של חלקו בעקיפין בזכויות בהונה של המציעה. ואם למציעה יש החזקה בשיעור של 90% ממניותיה של חברת המטרה, חברה ב' היא הבעלים של 3% ממניות חברת המטרה, והיא מוחזקת בשיעור של 60% בידי האדם האמור, שיעור חלקו האפקטיבי של אותו אדם מתוך כלל המניות שתימכרנה בהצעת הרכש המלאה הוא 18% (60% מ-3/10). במקרה האמור, אין לאותו אדם ניגודי עניינים עקב

החזקה צולבת.

2. קשיים בחישוב Y כשקיימות אופציות למניות או מניות בכורה

בשונה מהסיטואציה המוצגת בפסקה שלעיל, שניתנת לפתרון חשבוני על פני נתונים אובייקטיביים, ישנן סיטואציות שנדרשת בהן הערכה כלכלית לגבי שיעור האינטרס ההוני של הניצע במציעה. כאשר בהונה המונפק של המציעה קיימות אופציות למניות או שקיימות איגרות חוב הניתנות להמרה למניות, במהות הכלכלית, החלק היחסי שמקנות המניות או כתבי האופציה או איגרות החוב להמרה שמחזיק הניצע, תלוי בשאלה מהי מידת הסבירות לכך שימומשו כתבי האופציה או שיומרו איגרות החוב להמרה. מובן, כי סבירות המימוש או ההמרה היא עניין להערכה כלכלית. כך הדבר גם, לדוגמה, כאשר בהונה המונפק של המציעה קיימות, לצד מניות רגילות, גם מניות בכורה.⁴⁷ הסיבה לכך היא שבשונה משני סוגי מניות, שהאחד מקנה, לדוגמה, יד אחת לדיבידנד והשני חמש ידות לדיבידנד, כך שניתן לחשב טכנית את שיעור ההחזקה בזכות לדיבידנד, במקרה של מניות בכורה לא ניתן להציג מכנה משותף טכני-פורמלי לזכויות לדיבידנד שמקנות המניות הרגילות ושמקנות מניות הבכורה.⁴⁸ למותר לציין, שמקום שהניצע צריך להכריע אם לציין שיש לו ענין אישי וההכרעה זו כרוכה בהערכה כלכלית, יכול הדבר לשמש כר פורה להתחמקות של הניצע מלציין את ענינו אישי.

3. Negative Voting

סיטואציה נוספת המעוררת קושי ביישום הקריטריון המוצע היא כאשר לניצע יש החזקה גם במכשירים פיננסיים המושפעים מערכה של המציעה.⁴⁹ במקרה בו האינטרס הכולל של הניצע נוגד את טובת המציעה - Negative Voting, דוגמת המקרה שהניצע ביצע מכירה בחסר של מניות המציעה, הניצע אינו מצוי בניגודי עניינים מול יתר הניצעים, גם אם Y גדול מ-X. באותה המידה, ייתכן גם שלניצע יש מכשיר פיננסי שגורם לכך שיהיה לו אינטרס מוגבר בטובת המציעה, אף כי הדבר אינו מתבטא בהחזקה בנייר ערך שהמציעה הנפיקה, ואזי יתכן שלניצע יש ניגודי עניינים גם אם Y קטן מ-X. יצוין, שהואיל וההחזקה במכשיר פיננסי כזה אינה משתקפת ברישומי המציעה, ייקשה לאכוף את חובת ההצהרה על ענין אישי בידי ניצע שיבקש להימנע מכך.

ה. האם רצוי שהקריטריון המוצע יהיה ממצה?

הצגנו לעיל את היתרון של הקריטריון המוצע על פני שתי הגישות החלופיות - שיטת שיעור ההחזקות ושיטת השווי הכלכלי. בהמשך לכך, הצגנו בפרק ד התאמות מסוימות, הנוגעות לליבו של הקריטריון המוצע - חישוב השיעור של האינטרס של ניצע בשני צדי המתרס של העסקה -

47 יוער, כי בעניין ע"מ 6352/01 **חדשות ישראל (טי.אי.אן.סי) בע"מ נ' שר התקשורת**, פ"ד נו(2) 97, 136-7 (2001), נמנע בית המשפט לדון באופן החישוב של שיעור ההחזקה בחברה שבהונה המונפק נכללו גם מניות בכורה, בקבעו שהבחנה של שיעורי ההחזקה הנדרשים תיערך בנפרד לגבי מניות הבכורה.

48 וזאת, מעבר לשאלה מהן הזכויות שמקנות מניות הבכורה, דוגמת היותן צוברות ומשתתפות. לדיון בשיקולים להצגת זכויות אלו, עמרי ידלין "בזכות הצעת זכויות" **משפטים** 1 38 – 49 (תשס"ז).

49 Jonathan Cohen, *Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It*, 45 Harvard Journal on Legislation 237 (2008); Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S.CAL.L.REV. 811 (2006); נדב טיומקין "הפרדה בין בעלות לשליטה בעידן הנגזרים הפיננסיים" **עיוני משפט** מא 645 (2019).

המציעה והניצעים הנענים להצעת הרכש. בפרק זה נתייחס לשאלה מהו המעמד שרצוי להקנות לקריטריון המוצע. נבהיר, לניצע עם החזקה צולבת יכול שייחוס ענין אישי עקב נסיבות נוספות שמתקיימות לגביו, שאינן קשורות להחזקה הצולבת, דוגמת היותו מתחרה במציעה⁵⁰ או בעל איגרת חוב בחברת המטרה,⁵¹ או דירקטור בחברת המטרה,⁵² או בשל קשרים עסקיים עם המציעה.⁵³ ואולם, זו אינה השאלה הנדונה, אלא השאלה האם רצוי שבתי המשפט ישקלו, מלבד הקריטריון המוצע, טענות אחרות לגבי קיומו של ענין אישי של ניצע עקב נסיבות שמקורן בהחזקה הצולבת עצמה.

הדיון בשתי הפסקאות הראשונות להלן, יניח כי ניתן ליישם את הקריטריון המוצע ללא קושי, בין שלא נדרשות לגביו התאמות כאמור בפרק ד ובין שההתאמות הנדרשות הן טכניות באופיין. בפסקה ה-3 נתיר הנחה זו, ונתייחס לסיטואציות שבהן ההתאמות כרוכות בהערכה כלכלית. להבחנה זו יש חשיבות מרובה באשר למענה הרצוי, לדעתנו, לגבי השאלה האם הקריטריון המוצע צריך להיות ממצה - כמובהר להלן, דעתנו היא שהקריטריון המוצע צריך להיות ככלל קריטריון ממצה, אלא אם כן היישום שלו אינו טכני אלא כרוך בהערכה כלכלית, שאז יש מקום לבחינה שיפוטית של הערכה זו.

1. האם רצוי לאפשר לבית המשפט לייחס ענין אישי לניצע שהקריטריון המוצע אינו מתקיים בו?

הסיטואציה הראשונה הנבחנת היא לגבי ניצע שיש לו החזקה במציעה, אך זו - לפי הקריטריון המוצע - אינה גורמת לניגודי עניינים. טענות לגבי ההשפעה של החזקה של ניצע במציעה, שהקריטריון המוצע אינו מתקיים בו, הגורמות בכל זאת לניגודי עניינים בינו לבין יתר הניצעים, מקיפות הן טענות לכך שהחזקה כאמור גרמה לניצע להתנגד להצעת הרכש והן שהיא גרמה לו לתמוך בה. ניצע כאמור, יכול להתנגד, לפי הטענה, להצעת רכש מיוחדת, עקב כך, לדוגמה, שכבעל מניות במציעה הוא מבכר השקעות מצדה רק בתחום שיש לה בו יתרון יחסי, והצעת הרכש המיוחדת נתפשת בעיניו כביטוי לאינטרסים של בעל השליטה במציעה או של מנהליה, אם המציעה מצויה בשלטון מנהלים, לפיזור השקעות⁵⁴ או להגדלת ה"האימפריה" וההנאה מהמוניטין הנובעת מכך.⁵⁵ ניצע כאמור יכול גם, לפי הטענה, לתמוך בהצעת רכש מיוחדת, עקב כך, לדוגמה, שכבעל מניות במציעה הוא רואה בהשתלטות מקור לרווחים סינרגטיים ואחרים,⁵⁶ או לתמוך בהצעת רכש מלאה, לאור החיסכון שיווצר למציעה, שתחדל לשאת בעקיפין בעלויות הכרוכות בהתנהלות כחברה ציבורית.⁵⁷

50 Anton Miguel et. al., *Beyond the Target: M&A Decisions and Rival Ownership* (November 2021) Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3226390>, 16. השווה, עניין **כמיפל** לעיל ה"ש 3.

51 Andriy Bodnaruk & Marco Rossi, *Dual Ownership, Returns, and Voting in Mergers*, 120 J. FIN. ECON. 58 (2016).

52 Gatti, לעיל ה"ש 1 בעמ' 222-23; Gilson & Schwartz, לעיל ה"ש 42.

53 החלטה 101-5 של הרשות לניירות ערך: ענין אישי בעסקאות עם בעלי שליטה (אוקטובר 2004).

54 Yakov Amihud & Baruch Lev, *Does Corporate Ownership Structure Affect its Strategy Towards Diversification?*, 20 STRAT. MGMT. J. 1063, 1066-1068 (1999).

55 Ole-Kristian Hope & Wayne B. Thomas, *Managerial Empire Building and Firm Disclosure*, 46 J. ACCT. RES. 591 (2008).

56 ירידה שטרן "רכישת חברות - המניעים והערכתם" **מחקרי משפט** ח' 259 64-261 (תש"ן).

57 דין וחשבון הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה (2014) ("במסגרת דיוניה שמעה הוועדה טענות מגורמים שונים, על כך שאחת הסיבות המרכזיות לירידה בפעילות בשוק ההון בכלל ובבורסה בפרט, היא ההתגברות וההחמרה ברגולציה במהלך השנים האחרונות").

ניתן להציג שני מענים חלופיים. מענה אחד הוא להותיר את הקריטריון המוצע בגדר שיקול רלוונטי בלבד, כך שבית המשפט ישקול טענות נוספות, מעין הטענות האמורות. המענה השני, הוא לראות את הקריטריון המוצע כממצה.⁵⁸ קביעתו של מבחן אחד ממצה, כמענה השני, דומה להכרעה של המחוקק שבסיטואציה הנדונה הדין ייקבע על פי כלל ולא על פי סטנדרט.⁵⁹ לכאורה, יש להעדיף את המענה הראשון, התואם את ההתייחסות בפסיקה למונח "ענין אישי" כסטנדרט.⁶⁰ סטנדרטים, בהנחה של אכיפה אפקטיבית ומערכת שיפוט איכותית, עדיפים על כללים, משום שכלל יכול להיות בעל תחולת יתר או חסר. החיסרון של המענה השני הוא אפוא, שייתכן כי ניצע שהקריטריון המוצע אינו מתקיים בו, יתנגד או יתמוך בהצעת רכש מהטעמים שהוצגו בטענות שלעיל, והדבר לא ייחשב כענין אישי שלו.

לעמדתנו, כמפורט להלן, יש להעדיף ככלל את יישום הקריטריון המוצע כקריטריון ממצה, הן נוכח החשיבות של הוודאות המשפטית אצל הניצעים בהצעות רכש והן נוכח הקושי לקיים בירור משפטי אפקטיבי בסוגיה הנדונה. יתרון מרכזי של כללים הוא קידום הוודאות המשפטית. קידום הוודאות המשפטית חשוב בהקשר הנדון, שכן ההכרעה הראשונית לגבי הסוגיה של קיום ענין אישי מונחת לפתחם של הניצעים.⁶¹ חוק החברות מנסה להגביר את מעורבותם של בעלי מניות "קטנים" הסובלים מאדישות רציונלית בענייניהן של חברות ציבוריות, באמצעות צמצום העלויות הכרוכות בהצבעתם.⁶² ודוק, אם יחול סטנדרט, כמענה הראשון, ניצע שיש לו החזקה צולבת שאינה מגעת לכדי ענין אישי לפי הקריטריון המוצע, יידרש לשאת בעלויות הכרוכות בייעוץ המשפטי מראש ובחשיפה להוצאות הכרוכות בקיומם של הליכים משפטיים בדיעבד. בכך, עלול השימוש בסטנדרט להרתיע משקיעים קטנים שיש להם החזקה צולבת והמבקשים להציג התנגדות או תמיכה עניינית להצעת הרכש, מפני הציון שאין להם ענין אישי. לכאורה, לסטנדרט יש גם יתרון, כי ההליך המשפטי מאפשר בירור של טענות שניצע שהקריטריון המוצע אינו מתקיים בו, התנגד או תמך באישור של הצעת רכש מטעמים הנוגעים להיותו בעל מניות במציעה, כאמור בטענות שהוצגו לעיל. אך דומה, כי פערי המידע בין הניצע מצד אחד, לבין מי שייתקפו את הסיווג שלו כחסר ענין אישי באמצעות הצגה של טענות מעין אלו שהוצגו לעיל ובתי

58 שתי וריאציות ביניים, הן ההתייחס לקריטריון המוצע כשיקול מרכזי או כחזקה. וריאציות הביניים הראשונה תואמת את עניין לייבוניץ (לעיל ה"ש 8), שם נקבע כאמור כי בהעדר "מניע" אפשרי אחר של בעל השליטה, ההנחה הסבירה היא כי הוא מכוון את פעולותיו לצורך השאת נכסיו בהתאם לנוסחה האריתמטית. וריאציות הביניים השנייה נתמכת בגישה שהציגו ירקוני ופיגנבאום, בדבר היתרון לקביעת חזקות מסוימות לקיומו של ענין אישי. ראו ברק ירקוני ואיתי פיגנבאום "חזקות ליענין אישי" גלוי" **תאגידים** 3/224 (213).

59 למותר לציין, כי הדמיון אינו מלא, מהטעם שיש הבדל בין קביעת הנורמה בחקיקה לבין האפשרות של השקנים השונים להסתמך על נורמה המוכתבת בתקדים, מאחר שבית המשפט העליון אינו כבול בתקדימיו. ס' 20(ב) לחוק-יסוד: השפיטה. להרחבה לגבי האופן בו הדין יכול להיקבע על ידי נורמות המכתיבות את התוצאה לעומת נורמות המציגות שיקולים רלוונטיים אותם ישקול בית המשפט, ראו, Clermont, Kevin M., *Rules, Standards, and* (February 9, 2019). Cornell Legal Studies Research Paper No. 19-15, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3331697>.

60 עניין **ערד**, לעיל ה"ש 3. בנוסף, ככל שניתן לסמוך יותר על שיקול הדעת השיפוטי, כך ניתן להרבות בסטנדרטים. ראו אוריאל פרוקצ'יה "הנחות היסוד של חוק החברות במבט לאחור" **המשפט** כו 37, 52 (2020). וניתן, בהקשר זה, גם להביא בחשבון את ההתמחות של בית המשפט לעניינים כלכליים.

61 ס' 331(ג) וס' 337(א) מפנים לס' 276, המורה לבעל מניות לגלות את עניינו האישי. עם זאת, העובדה שעל החברה לא הוטלה חובה לפקח על נכונות ההצעה אין משמעה שהיא רשאית לעצום עיניה להצעה שהיא יודעת או צריכה לדעת כי היא שקרית. ראו, ה"פ (מרכז) 36222-11-13 **BlueMountain Capital Management LLC נ' תרו תעשייה ורקחית בע"מ**, בפס" 40 (נבו 2016.2.23). וניתן לתהות, אם חובה זו של החברה בסיטואציה של עסקאות של החברה, עוצמתה זהה לגבי הצעות רכש, שבהן החברה אינה צד לעסקה.

62 ראו ההסדר לגבי הצבעה בכתב בס' 87 לחוק החברות.

המשפט, מן הצד השני, שוללים מראש את האפקטיביות של הבחינה השיפוטית האמורה. יוער, כי כפי שבתי המשפט דוחים טענות "כלליות" על סחטנות או נקמנות כמקור לענין אישי,⁶³ דומה שגם אין טעם להתיר הצגת טענות מעין אלו שהוצגו לעיל, שמעצם טיבן הן "כלליות". גם רשות ניירות ערך מכירה בכך שנדרש קריטריון אחיד וממצה המוצג מראש, שעל פיו ניצעים ייבחנו את שאלת קיומו של ענין אישי עקב החזקה צולבת, כפי שעולה ממתארי הצעות הרכש השונים המתייחסים להיבט זה.⁶⁴

2. האם רצוי לאפשר לבית המשפט "לנקות" את הצבעתו של ניצע שהקריטריון המוצע מתקיים בו לאור הכדאיות של הצעת הרכש?

הסיטואציה השנייה הנבחנת היא לגבי ניצע שיש לו החזקה במציעה, שלפי הקריטריון המוצע הוא מצוי בניגודי עניינים. פרופסור Gatti⁶⁵ מציע, בהקשר של הצבעה של בעלי מניות בניגודי עניינים לאישור של השתלטויות עוינות, לשלב כלל וסטנדרט: להניח שמי שבעלי מניות בחברת המטרה שקשורים למציעה או שהנם דירקטורים של חברת המטרה הם נגועים (כלל), אך לאפשר להם לסתור את הכלל האמור, בדרך של שכנוע הערכאות השיפוטיות שעמדתם היא לטובת הקבוצה (סטנדרט). האופן בו יכולים מי שקשורים למציעה ואשר תומכים בהשתלטות העוינת לשכנע את בית המשפט שעמדתם אינה פרי של ניגודי עניינים, הוא בכך שיעמדו בנטל לשכנע את בית המשפט כי התמורה המוצעת בהצעת הרכש עולה על שווי המניות כמניות עצמאיות. האופן בו יכולים דירקטורים בחברת המטרה שמתנגדים להשתלטות העוינת לשכנע את בית המשפט שעמדתם כנגד הצעת הרכש העוינת אינה פרי של ניגודי עניינים, הוא בכך שיראו כי התמורה המוצעת בהצעת הרכש נמוכה מהשווי של המניות העצמאיות.

השלכה של הצעה זו לענייננו, היא לראות ניצע שהקריטריון המוצע מתקיים לגביו כבעל ענין אישי, אך לאפשר פניה שלו לבית המשפט בבקשה שיאשר כי בכל זאת, בנסיבות הנדונות, אין לו ענין אישי, בנימוק שהתמורה המוצעת בהצעת הרכש עבור המניות עולה על השווי של המניות כמניות עצמאיות. לדעתנו, עדיף שלא להקנות לבית המשפט סמכות כאמור, שמשמעה שבית המשפט הוא זה שיכריע אם הצעת הרכש היא לטובת הניצעים, ובגדר כך גם לא לפרש את הדין הקיים כמאפשר זאת. כפי שכתב פרופ' פרוקצ'יה, התכלית היא שהצעת רכש תצליח אם ורק אם רוב בעלי המניות של חברת המטרה סבורים כי התמורה המוצעת להם בעד מניותיהם בהצעת רכש עולה על הערך הסובייקטיבי שהם עצמם מייחסים למניותיהם.⁶⁶ כפי שגם נפסק, ראשית,⁶⁷ לניצעים השונים ישנן הערכות סובייקטיביות שונות באשר לתשואה הצפויה מהמניה ובמסגרת זאת, אין לצדדים, או לבית המשפט, כלים לגלות מהי ההערכה הסובייקטיבית של בעל מניות; ושנית,⁶⁸ העברת כוח ההכרעה לבית המשפט אינה החלופה שנבחרה בידי המחוקק.

63 מיכל אגמון-גונן "הטוב (בעלי מניות המיעוט)?! הרע (בעלי מנות השליטה)?! ובית המשפט – התערבות בית המשפט בעסקאות בעלי עניין שעברו את הליכי האישור בחברה" בתוך: ספר יוסף גרוס: מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי, 59, 65 (בעריכת אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי, תשע"ה-2015).

64 דוגמת אלו המאזכרים לעיל בה"ש 28, אף כי כלל לא ברי הבסיס המשפטי להצגת הקריטריון לכך בידי המציעה. בדומה, בעניין מבנה, לעיל ה"ש 22 בפס' 11, ראה בית המשפט לנכון לקבוע עמדה מראש בסוגיית הענין האישי, בכדי למנוע מחלוקות לאחר ההצבעה באסיפה המיוחדת.

65 Gatti, לעיל ה"ש 1.

66 אוריאל פרוקצ'יה "כשלים בהצעות על הצעת רכש מיוחדת" עיוני משפט כח(2) 603, 604 (2004).

67 רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' שאול ממן פס' 42 לפסק דינו של השופט גיבראן (אר"ש 28.8.2012).

68 עניין מלם תים, לעיל ה"ש 15, בפס' 3.

3. המעמד של הקריטריון המוצע כשנדרשות בגינו התאמות הכרוכות בהערכה כלכלית

בשתי הפסקאות שלעיל הצבענו על היתרון של התייחסות לקריטריון המוצע כממצה, כך שלא ניתן יהיה לייחס ענין אישי לניצע שהקריטריון המוצע אינו מתקיים לגביו וגם לא ניתן יהיה לשלול את קיומו של ענין אישי אצל ניצע שהקריטריון המוצע מתקיים לגביו. הצבענו על הוודאות המשפטית כנימוק המרכזי התומך בעמדה זו. ודוק. בפרק ד לעיל, הצגנו סיטואציות שבהן שיעור של החזקה של ניצע במציעה (Y) כרוך בהערכה כלכלית, דוגמת הסיטואציה שהונה המונפק של המציעה כולל גם מניות בכורה. ברי, כי מקום בו מעורבת הערכה כלכלית, נימוק זה של וודאות משפטית נופל. לכן, במקרים כאלו, תהא חשיבות לביקורת שיפוטית, שתבחן כיצד יושמה ההתאמה הנדרשת של הקריטריון המוצע בנסיבות הקונקרטיות הנדונות.

1. סיכום

ברשימה זו הצגנו קריטריון המורה אימתי החזקה צולבת יוצרת ניגודי עניינים אצל ניצעים בהצעת רכש מיוחדת ובהצעת רכש מלאה, שבהתקיימותם יש לראות את הניצעים כבעלי ענין אישי. כפי שהראינו, נחוץ להשוות בין שיעור החזקה של הניצע בהון המציעה (Y) לבין שיעור המניות שימכור הניצע ביחס לכלל המניות שתימכרנה בהצעת הרכש המלאה או בהצעת הרכש המיוחדת (X), לפי העניין. קריטריון זה שונה מהגישות שהוצגו בעניין מבנה ובעניין CNX. הבהרנו גם, כיצד הקריטריון תואם את העיקרון שנקבע בעניין לייבוכין, לגבי ענין אישי הנוצר עקב החזקה צולבת בעסקאות, תוך התאמתו לסיטואציה של הצעות רכש. כן הצבענו על קשיים שונים בחישוב של שיעור החזקה של הניצע במציעה בסיטואציות שונות, ועל קושי ספציפי לגבי אי ידיעתו של הניצע מה יהיה שיעור המניות שימכור ביחס לכלל המניות שתימכרנה בהצעת הרכש המיוחדת. בהקשר האחרון הצגנו פתרונות אפשריים, דוגמת שינוי סדר הפעולות המתבצעות בהצעת רכש מיוחדת. בשולי הדברים הצגנו הערות לגבי כשלים מסוימים, הן במנגנון של הצעת הרכש המלאה והן במנגנון של הצעת הרכש המיוחדת. כן דנו במעמד שרצוי להקנות לקריטריון המוצע. הסברנו מדוע, למרות שהגישה הכללית לסוגיה של ענין אישי היא כאל סטנדרט המותיר את הבחינה של כל מקרה לגופו, יש חשיבות לכך שהקריטריון המוצע יהיה ממצה, לקידום הוודאות המשפטית. כן הצגנו סייג למסקנה זו, כאשר היישום של הקריטריון המוצע בנסיבות הנדונות כרוך בהערכה כלכלית, כך שממילא אין וודאות משפטית ויש חשיבות לפיקוח השיפוטי.

נעיר לסיום, כי לפי הקריטריון המוצע, אם X עולה בשיעור מזערי על Y לניצע אין ניגודי עניינים. עם זאת, ראוי לתת את הדעת, לקושי שתוצאה זו מעוררת. הגישה לפיה השפעתו של בעל מניות בהצבעה היא בהתאם להיקף ההשקעה שלו, מבוססת על כך שככל שהיקף ההשקעה גדל, עולה גם המוטיבציה של בעל המניות לבחון מהי טובת כלל בעלי המניות.⁶⁹ ודוק. כאשר X עולה על Y בשיעור מזערי, המוטיבציה של הניצע היא מזערית גם כן, אך היקף ההשפעה שלו נותר זהה להיקף ההשפעה של ניצע שאין לו החזקה צולבת. יצוין, שקושי זה מתקיים גם לגבי בעלי מניות בחברה ציבורית המצביעים באספה הכללית לגבי אישור של עסקה חריגה של בעל השליטה יש בה ענין אישי, מקום בו החזקה הצולבת שלהם אינה מגעת לכדי ניגודי עניינים.