

## עניין אישי של ניצע בהצעת רכש מיוחדת ובהצעת רכש מלאה בשל החזקה צולבת

מאת

ערן רוזמן\*

חוק החברות דורש הצבעת רוב של ניצעים חסרי עניין 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, שייחשבו אפוא עניין אישי. רשימה זו מציגה תשובה לשאלה אימתי החזקה צולבת יוצרת ניגודי עניינים, על פי השוואה בין שיעור ההחזקה של ניצע במציעה לשיעור המניות שימכור הניצע מתוך כלל המניות שתימכרנה במסגרת הצעת הרכש. תשובה זו שונה מהגישות שהוצגו בבתי המשפט בישראל ובדלאור.

**מבוא. א. עניין אישי. ב. הצעת רכש מלאה.** 1. מנגנון ההצבעה בהצעת רכש מלאה הדורש רוב של חסרי עניין אישי. 2. הגישות שהוצגו בעניין מבנה ובעניין CNX והדגמת היותן שגויות. 3. הקריטריון המוצע והתמיכה שאפשר שיקבל מעניין לייבוביץ. 4. הערה על פגם במנגנון ההצבעה בהצעת רכש מלאה. **ג. הצעת רכש מיוחדת.** 1. מנגנון ההצבעה בהצעת רכש מיוחדת הדורש רוב של חסרי עניין אישי. 2. הקושי בחישוב שיעור המניות שתימכרנה בהצעת רכש מיוחדת (X) ופתרון אפשרי. 3. הערה בדבר 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 עניין אישי לניצע שהקריטריון המוצע אינו מתקיים בו? 2. האם רצוי לאפשר לבית המשפט "לנקות" את הצבעתו של ניצע שהקריטריון המוצע מתקיים בו בשל הכדאיות של הצעת הרכש? 3. מעמדו של הקריטריון המוצע כשנדרשות בגינו התאמות הכרוכות בהערכה כלכלית. **סיכום.**

### מבוא

כאשר מתקבלת החלטה בהצבעה ברוב קולות, ככלל, החלטה זו היא קירוב סטטיסטי לתוצאה שהיא לטובת חברי הקבוצה, אולם לא כך הם פני הדברים כאשר רוב זה כולל את קולותיהם של מצביעים המצויים בניגודי עניינים – ההצבעה כשקיימים ניגודי עניינים שוללת את יעילותו של מנגנון ההצבעה כאמצעי לגזירת העדפה של הקבוצה מתוך

\* עורך דין, מחבר הספר חוק החברות (2021).

עמדותיהם האינדיווידואליות של חבריה.<sup>1</sup> פתרון לכך מצוי בכללי הכרעה הדורשים תמיכה של רוב מקרב המצביעים שהם חסרי עניין אישי, ובכך השפעתם של מצביעים המצויים בניגודי עניינים ואשר על כן נחשבים בעלי עניין אישי, מעוקרת. מקור פוטנציאלי לניגודי עניינים של בעלי מניות הוא החזקה צולבת – החזקה בצד השני לעסקה.<sup>2</sup> לפיכך כשכללי ההכרעה דורשים תמיכת רוב של בעלי מניות שהם חסרי עניין אישי, נחוץ לקבוע את הקריטריון להיותה של החזקה צולבת יוצרת ניגודי עניינים, כך שבהתקיים קריטריון זה, ייחשב בעל מניות שמחזיק במניות גם בצד השני לעסקה בעל עניין אישי, והשפעתם 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 עניין אישי. רשימה זו דנה בסיטואציה שבה ניצעים מחזיקים גם במניות החברה שמציעה את הצעת הרכש (להלן: המציעה), נוסף על מניות החברה שבנוגע למניותיה מוצעת הצעת הרכש (להלן: חברת המטרה). הסוגיה אימתי ניצעים אלו מצויים בעקבות זאת בניגודי עניינים ועל כן יש לייחס להם עניין אישי, נמצאת במקד רשימה זו. הקריטריון המוצע ברשימה זו לקיומם של ניגודי עניינים בשל החזקה צולבת ולהכרה אפוא בעניין אישי, הוא אם שיעור ההחזקה של הניצע במניות המציעה (Y) עולה על שיעור המניות שימכור הניצע בהצעת הרכש מתוך כלל המניות שתימכרנה בהצעת הרכש (X). פשיטא, שאם Y גדול מ-X, אזי כמות המניות שהניצע קונה, בעקיפין, גדולה מכמות המניות שהוא מוכר, ולכן הוא מעדיף שהתמורה עבור המניות תהיה קטנה ככל האפשר. יישום קריטריון זה כרוך בהתמודדות עם קשיים בעניין הכימות של Y בסיטואציות שונות, ובעניין הכימות של X בהצעת רכש מיוחדת. בהמשך להצגת הקריטריון המוצע והאופן שבו ניתן להתמודד עם קשיים אלו נדון גם במעמד שראוי להקנות לקריטריון זה – קריטריון ממצה או שיקול רלוונטי בלבד.

סדר הדברים: בפרק א יוצגו המונח "עניין אישי" והפרשנות הניתנת לו. בפרק ב נעמוד על המנגנון דמוי ההצבעה בהצעת רכש מלאה, הדורש רוב של חסרי עניין אישי. אציג את הגישות השונות בעניין מבנה ובעניין CNX לניגודי עניינים של ניצעים בהצעות רכש בשל החזקה צולבת, ונדגים כיצד גישות אלו הן, בכל הכבוד, שגויות. בהמשך לכך יוצג

1 ראו Zohar Goshen, *Voting (Insincerely) in Corporate Law*, 2 THEORETICAL INQ. L. 815, 818 (2001); זוהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" משפטים כט 17, 73 (1998); 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, 206–207 (2016).

2 עיקור ההשפעה של קולותיהם של מצביעים המצויים בניגודי עניינים בשל החזקה צולבת מתבצע גם בקונטקסט של אישור הסדר ופשרה בבית המשפט לפי ס' 350 לחוק החברות, התשנ"ט–1999, באמצעות כינוס של אספה נפרדת שאין משתתפים בה מי שיש להם החזקה גם בסוג נייר הערך הנוסף שהוא צד להסדר. כך, לדוגמה, לעניין בעלי מניות המצביעים על החלטה לאיחוד סוגי מניות כשהם מחזיקים גם במניות מהסוג השני, ראו ע"א 70/92 כלל תעשיות בע"מ נ' לאומי-פיא, חברה לניהול קרנות נאמנות בע"מ, פ"ד מז(2) 329 (1993). לעניין החזקות צולבות בהסדר בין בעלי יחידות השתתפות לבין בעלי כתבי אופציה, ראו בש"א (מחוזי ת"א) 18337/06 לפידות חלץ (נאמנות) בע"מ נ' מאידין השקעות – יעוץ וניהול פיננסי בע"מ (נבו) 26.12.2006.

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 עניין אישי. אציג את הקושי לדעת מראש מה יהיה שיעור המניות שהניצע ימכור מתוך כלל המניות שתימכרנה 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 אציג קשיים ביישום הקריטריון המוצע בסיטואציות שונות ואת ההתאמות הנדרשות בעקבות זאת. בפרק ה נתייחס לשאלה אם רצוי שהקריטריון המוצע יהיה ממצה או שיהיה שיקול רלוונטי בלבד, לצד שיקולים נוספים. פרק ו הוא סיכום.

## א. עניין אישי

המושג "עניין אישי", שהגדרתו נפתחת במונח "לרבות", הוא מושג אמורפי וגמיש, שמלאכת יציקת התוכן לתוכו הושארה בכוונת מכוון לבית המשפט לעשות ממקרה למקרה שמגיע לשערו.<sup>3</sup> בחוק החברות נבחרה אפוא הגישה של הצגת סטנדרט בהקשר זה,<sup>4</sup> שבתו המשפט בוחנים את אפשרות יישומו בסיטואציה הקונקרטית העומדת לפניו. בכך העלויות המוטלות על ההליכים השיפוטיים רבות מאלה של חלופה שבה החוק היה קובע כלל קונקרטי, לרבות העלות הנובעת מפגיעה בוודאות המשפטית של הצדדים הרלוונטיים.<sup>5</sup> כבכל חקיקה של סטנדרט, ההתפתחות הפסיקית יוצרת תקדימים המצמצמים את חוסר הוודאות המשפטית.<sup>6</sup> כך הדבר גם כשמדובר בפרשנות המונח "עניין אישי". ואומנם, הפרשנות שניתנה בפסק הדין המרכזי בעניין ערד נקטה מונחים בעלי מרקם פתוח,<sup>7</sup> אך

3 ראו ע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד ס(1) 294, 334-333 (2005); ע"א 7594/16 המנהל המיוחד על נכסי קבוצת חפציבה נ' בנק מזרחי טפחות בע"מ, פס' 39 לפסק דינה של השופטת ברון (נבו 25.3.2021); ת"פ (מחוזי ת"א) 40162/05 מדינת ישראל נ' אלגור, פס' 160 להכרעת הדין (נבו 6.1.2009). ראו גם ת"פ (מחוזי ת"א) 40213/05 מדינת ישראל נ' גבעוני 93-89 (נבו 26.12.2012); ת"א (מחוזי ת"א) 18327-12-11 כמיפל בע"מ נ' ניאופרם השקעות 1966 בע"מ, פס' 45 לפסק דינו של השופט כרוב (נבו 30.4.2013).

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) ("The 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 Kaplow, לעיל ה"ש 4, בעמ' 578-579 ("[I]f 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")

7 עניין ערד, לעיל ה"ש 3, פס' 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'עניין אישי' מקום שבו יקבע כי משקלו של עניין זה קל וזניח").

הפרשנות שנקבעה בעניין לייבוביץ,<sup>8</sup> בדבר עניין אישי של בעל שליטה בשל החזקתו הצולבת, היא קונקרטיה בעיקרה. באותו עניין נקבע כי בהיעדר "מניע" אפשרי אחר של בעל השליטה ההנחה הסבירה היא כי הוא מכוון את פעולותיו לצורך השאת נכסיו. לכן במקרים רבים יהיה אפשר להשתמש בנוסחה אריתמטית כדי לברר אם קיים חשש שבעל השליטה יעדיף אינטרסים הזרים לאלה של החברה.

רשימה זו מציגה כאמור קריטריון שהוא פרשנות למונח "עניין אישי", בסיטואציה הספציפית של החזקה צולבת של ניצעים בהצעות רכש, בשל קיומם של ניגודי עניינים. איתור קריטריון לקיומם של ניגודי עניינים בסיטואציה של החזקה צולבת בידי ניצעים בהצעת רכש רלוונטי הן לפרשנות המונח "עניין אישי" בסיטואציה האמורה והן למונח disinterested, שהוא יציר הפסיקה בדלאוור.<sup>9</sup> אולם בהגדרת "עניין אישי" קבועות גם קטגוריות קונקרטיות המייחסות, בין היתר, עניין אישי של תאגיד לבעל עניין באותו תאגיד. הגדרת "בעל עניין" כוללת "בעל מניות מהותי", שהגדרתו מתייחסת להחזקה בשיעור של 5%. ניתן אפוא לטעון שההכרעה אם לניצע בהצעות רכש יש עניין אישי בשל החזקה צולבת, תיקבע לפי ה־bright lines rules שבהגדרה, קרי: אם הניצע מחזיק 5% ומעלה במציעה.<sup>10</sup> אולם פרשנות כזו אינה רצויה, שכן תוצאתה תחולת יתר או תחולת חסר, כפונקצייה של ההשוואה בין X לבין Y בסיטואציה הקונקרטית, לפי הקריטריון המוצע. נוסף על זה, פרשנות הקובעת את קיומו של עניין אישי אך ורק לפי השאלה אם מתקיימת קטגוריה מסוימת המנויה במפורש בהגדרת "עניין אישי", אינה תואמת את הגישה הפרשנית של בתי המשפט, המתרכזת בשאלה אם לנבחן יש זיקה עודפת מהותית.<sup>11</sup> הדוגמה הישירה לענייננו בהקשר זה היא עניין לייבוביץ,<sup>12</sup> שהפרשנות שניתנה בו לאיתור עניין אישי של בעל שליטה בשל החזקתו הצולבת מייטרת את הקטגוריה של "בעל עניין" בהגדרת "עניין אישי". בקליפת אגוז, ניתן להציג דוגמאות נוספות לכך שהפסיקה אינה נוקטת בפרשנות דווקנית, ההולכת עקב בצד אגודל אחר הנוסחים של הגדרת "עניין אישי" ושל ההוראות האופרטיביות בהקשר של עסקאות עם בעלי עניין, כדלהלן: אף שהגדרת "עניין אישי" כוללת עניין אישי של "קרוב", הפסיקה מורה כי אין מדובר בהסדר שלילי וכי ניתן לייחס לנבחן עניין אישי עקב עניינם האישי של בני משפחה שאינם נכללים בהגדרת "קרוב";<sup>13</sup> הדרישה הסטטוטורית לאישור של רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי

8 תנ"ג (מחוזי ת"א) 7541-12-14 לייבוביץ נ' יורש, פס' 47 לפסק דינה של השופטת רונן (נבו 2.6.2016) (להלן: עניין לייבוביץ). ערעור שהוגש על פסק דין זה נדחה בע"א 6798/16 לייבוביץ נ' יורש (נבו 29.9.2017).

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 בשל החזקה צולבת במיזוג לפי הפרק הראשון לחלק השמיני לחוק החברות – החזקה בשיעור החזקה של 25%, כאמור בס' 320(ג) לחוק החברות.

11 ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' 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 קוסובר נ' דוניץ, בעמ' 25 (נבו 25.3.2018).

"באישור העסקה"<sup>14</sup> מתפרשת בפסיקה ככוללת גם את מי שהם בעלי עניין אישי באי-אישורה של העסקה,<sup>15</sup> וגם את מי שיש להם עניין אישי שמקורו אינו קשור לעסקה אלא לאינטרסים שלהם כלפי בעל השליטה.<sup>16</sup> כן נפסק כי משכל בעלי המניות נתנו את ידם לפעולה כלשהי של החברה, אין צורך באישור לפי ההוראות בהקשר של עסקאות בעלי עניין.<sup>17</sup>

כפי שנפסק בעניין ערד,<sup>18</sup> התמקדותו 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 רציונלי<sup>19</sup> מבקש להשיא את ערכן הכולל של החזקותיו,<sup>20</sup> נדרש קריטריון המורה אימתי אינטרס זה יוצר ניגודי עניינים אצל ניצע כדי שהניצע ייחשב כמי שיש לו עניין אישי.<sup>21</sup> הקריטריון המוצע לכך, כמפורט בפרק ב להלן,

- 14 ס' 275(א)(3)(א) לחוק החברות.
- 15 "ענין אישי שלילי", ראו ה"פ (מחוזי י-ם) 7236-05-11 גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ, פס' 16-17 לפסק דינו של השופט סולברג (נבו 11.8.2011); ה"פ (מחוזי ת"א) 44660-12-11 איי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תרביק בע"מ, פס' 37-40 להחלטה של השופטת רונן (נבו 10.1.2012); ה"פ (מחוזי-ת"א) 646-12-12 נפקו סטאר בע"מ נ' קרל גאוס בע"מ, פס' 26 לפסק דינה של השופטת רונן (נבו 31.1.2013). ראו גם ה"פ (מחוזי ת"א) 18198-05-12 מלם – תים בע"מ נ' ליפס, פס' 8 לפסק דינה של השופטת רונן (נבו 1.7.2013) ("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", ראו עניין נפקו סטאר, לעיל ה"פ 15, פס' 32; עניין כמפיל, לעיל ה"פ 3, פס' 55-62.
- 17 ראו ע"א 10568/02 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' הררי, פ"ד נח(5) 673, 678 (2004); עניין חפציבה, לעיל ה"פ 3, פס' 41.
- 18 ראו עניין ערד, לעיל ה"פ 3, פס' 48; תני"ג (כלכלית ת"א) 48081-11-11 רוזנפלד נ' בן דב, פס' 103 לפסק דינו של השופט כרוב (נבו 17.3.2013): "כך מניחה 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 עומדת ההנחה שהניצע הוא רציונלי. אף כי יש מחקרים המלמדים אחרת, דומה שאין מנוס אלא לקבוע קריטריון אחיד המניח הנחה זו. למחקר כזה בהקשר של הצעת רכש מלאה, ראו Assaf Hamdani et. al., *Reservation Prices in Shareholders' Response to Freeze-Out Tender Offers*, 64 J. INT'L FIN. MKT. INST. & MONEY 1 (2020), <https://bit.ly/3O54Itm>.
- 20 גם בית המשפט בעניין לייבוכין (לעיל ה"פ 8, בעמ' 24), קובע כי ההנחה הסבירה היא שבעל השליטה – מי שבעניינו נדונה שאלת העניין האישי באותו עניין – מכוון את פעולותיו לצורך השאת נכסיו. ראו גם דוד האן "נקי יהיה מביתו: ענין אישי באישור עסקה של חברה" הפרקליט מט 95, 107-108 (2006) ("משום שאדם דואג בראש ובראשונה לרווחתו הפרטית, אזי בשל שיקוליו האישיים לחלוטין ישקול בעל מניות השליטה את טובת החברה באותו 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 שדורש החוק בפרק 'עסקאות עם בעלי עניין'").
- 21 אף כי בהכרעת הדין בת"פ (מחוזי ת"א) 40200/99 מדינת ישראל נ' איזנברג, פס' 13 טז (נבו 16.9.2003) הוצגו מצבים שבהם תיתכן הבחנה בין ניגודי עניינים לבין "עניין אישי", מצבים אלו אינם רלוונטיים לדין ברשימה כאן.

הולם את הרציונל של הלכת לייבוביץ, בהתאמה הנדרשת לסיטואציה של הצעות רכש, והוא שונה מהגישות השונות שהוצגו לא מכבר בדבר ניגודי עניינים של ניצעים בהצעות רכש, בעניין מבנה<sup>22</sup> ובבית המשפט בדלאוור בעניין CNX.<sup>23</sup>

## ב. הצעת רכש מלאה

### 1. מנגנון ההצבעה בהצעת רכש מלאה הדורש רוב של חסרי עניין 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 מקרובם. סעיף 336(א) אוסר על רכישת מניות שבעקבותיה יעלו החזקות הרוכש על 90%, בין בדרך של איסוף – רכישה בבורסה או מחוץ לבורסה – ובין בדרך של הצעת רכש, אלא אם כן זו הצעת רכש מלאה. כפי שנפסק,<sup>24</sup> "האיסור על איסוף מניות מבטיח כי בעלי המניות ידעו על כוונתו של הרוכש", הואיל והיא תתבטא בהצעת רכש מלאה. נוסף על זה, הניצעים יחליטו אם להיענות להצעת הרכש המלאה בלי להיות נתונים לאילוף (pressure to tender) הנובע מחשש להיוותר בעלי מניות מיעוט בחברה העלולה להימחק מן המסחר. סעיף 337(א) קובע שני תנאים מצטברים לקבלתה של הצעת רכש מלאה:<sup>25</sup> א. שיעור הניצעים שלא נענו להצעה נופל מ-5% מהון המניות המונפק, וכך בשילוב עם האיסור לחצות את רף ההחזקה של 90%, המשמעות היא שהצעת הרכש המלאה תתקבל רק אם יש רוב שתמך בה; ב. התנאי החשוב לדיון כאן – יותר ממחצית הניצעים שאין להם עניין 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) עם אספה מיוחדת שזימנה סלע לדרישתה של מבנה נדל"ן. על סדר יומה של האספה המיוחדת עמדה ההחלטה שסלע תחדל להיחשב לקרן ריט.<sup>27</sup> לפי סעיף 3א64(ד) (4) לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש], התשכ"א–1961, החלטה כאמור טעונה תמיכה של שלושה רבעים מקולות מי שאינם בעל השליטה או בעלי עניין 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

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).  
23 *In re CNX Gas Corp. S'holders Litig.*, 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 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ, פס' 35 לפסק דינו של השופט דניגר (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, ס"ח 390.

27 עניין מבנה, לעיל ה"ש 22, בעמ' 4.

הדבר לעניין אישי באישורה של הצעת הרכש (להלן: שיטת השווי הכלכלי).<sup>28</sup> סלע הציגה עמדה דומה בזימון של האספה הכללית באשר לסוגיית העניין האישי באישור ההחלטה שסלע תחדל להיחשב לקרן ריט. בהמשך פרסמה מבנה נדל"ן מפרט הצעת רכש מתוקן שלפיו בעל מניות בסלע ייחשב בעל עניין אישי אם שיעור החזקה שלו במבנה עולה על שיעור החזקה שלו בסלע (להלן: שיטת שיעור החזקות).<sup>29</sup>

בבית המשפט ביקשה מבנה נדל"ן שסיווגו של עניין אישי באספה הכללית יהיה לפי השיטה שנקטה מבנה נדל"ן במפרט הצעת הרכש המתוקן – שיטת שיעור החזקות. בית המשפט דחה את הבקשה והכריע שהקריטריון הנכון הוא שיטת השווי הכלכלי.<sup>30</sup> אף כי ברי שבית המשפט התייחס בשלילה לשיטת שיעור החזקות גם באשר לעניין אישי בשל החזקה צולבת בהצעת רכש, לא זו הייתה הבקשה שבה הכריע בית המשפט. לכן מפרט הצעת הרכש המשיך להציג את שיטת שיעור החזקות,<sup>31</sup> ואילו הסיווג של עניין אישי בהצבעה באספה הכללית על ההחלטה שסלע תחדל להיחשב לקרן ריט נותר לפי שיטת

28 ניתן לייחס אולי את המקור לבחינה באשר לחזקה ב-70% לפחות מהשווי כיוצרת עניין אישי בהחלטת רשות ניירות ערך שבחנה למול האינטרס של בעל מניות בחברה את האינטרס הנוגד שלו כנושה בצד השני לעסקה. ברי אולם כי בחינה כזו שונה מהבחינה של אינטרס כבעל מניות בצד השני לעסקה, שהיא הסיטואציה הנבחנת ברשימה זו. ראו מכתב מאלי דניאל, מחלקת תאגידים – רשות ניירות ערך, לניר גלעד, מנכ"ל החברה לישראל בע"מ בעניין "עניין אישי של גופים מוסדיים – הצבעה באספת החברה לאור החזקותם באג"ח של צים" (20.10.2009) <https://bit.ly/3HBliyw>. שיטת השווי הכלכלי מוצגת במקרים נוספים של הצעות רכש, ראו למשל ביג מרכזי קניות בע"מ "דוח הצעת מדף המהווה גם מפרט הצעת רכש מיוחדת בדרך של הצעת רכש חליפין" **מגנא** ס' 5.4 (7.1.2021) <https://bit.ly/3O0EXKt> (לרכישת מניות חברת אפי נכסים בע"מ), וכן קבוצת אשטרום בע"מ "דוח הצעת מדף המהווה גם מפרט הצעת רכש מלאה בדרך של הצעת רכש חליפין" **מגנא** ס' 4.1 (30.9.2020) <https://bit.ly/3O0mNIW> (לרכישת מניות חברת אשטרום נכסים בע"מ). אולם יוער שלעומת שתי הדוגמאות הללו שבהן נעשה הייחוס של עניין אישי על-פי הקריטריון של החזקה במניות המציעה השוות לפחות 70% משווי החזקה במניות חברת המטרה, במקרה אחר הקריטריון שהוצג היה החזקה במניות המציעה השוות לפחות 230% משווי החזקה במניות חברת המטרה. ראו אילקס מדיקל בע"מ "דוח הצעת מדף המהווה גם מפרט הצעת רכש מלאה בדרך של הצעת רכש חליפין" **מגנא** ס' 4.2 (31.5.2020) <https://bit.ly/39ywe9F> (לרכישת מניות חברת מדטכניקה בע"מ).

29 ס' 17 לתשובה לבקשה למתן צו זמני מטעם חברת סלע קפיטל נדל"ן בע"מ בעניין **מבנה**, לעיל ה"ש 22 <https://bit.ly/39xKfhB> (17.12.2020).

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 הניצע במבקשת עולה על שווי החזקות הניצע בסלע ב-70% יראו אותו כבעל עניין אישי [...] לעומת זאת, בתיקון [...] מציעה המבקשת אמת מידה אחרת לפיה ניצע המחזיק במניות המבקשת בשיעור העולה על שיעור החזקותיו בסלע ייחשב כבעל עניין 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 מבנה נדל"ן (כ.ד.) בע"מ "דוח הצעת מדף מתוקן שהוא גם מפרט מתוקן להצעת רכש מלאה ומיוחדת בדרך של הצעת רכש חליפין" **מגנא** 16 (4.1.2021) (לרכישת מניות סלע קפיטל נדל"ן בע"מ) <https://bit.ly/3mR82w7>.



השווי הכלכלי.<sup>32</sup> כך או כך, בהנחה שניצע רציונלי מבקש להשיא את ערכן הכולל של החזקותיו, כאמור לעיל, נדגים להלן מדוע שתי השיטות שגויות. רשימה זו מציעה במקומן 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. דהיינו, שווי החזקותו של הניצע במציעה הוא פי עשרה מהשווי של החזקותו בחברת המטרה, ועל כן לכאורה לפי שיטת השווי הכלכלי יש לו עניין 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 עם יתר הניצעים. לפיכך שיטת השווי הכלכלי אינה קריטריון נכון לאיתור ניגודי עניינים בשל החזקה צולבת של ניצעים בהצעת רכש, שכן ניצע רציונלי, בנתוני הדוגמה שלעיל, יפעל לפי האינטרס של הניצעים, ואילו לפי שיטת השווי הכלכלי יש לו עניין 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 הסיווג האמור של הקרנות שבניהולו של T. Rowe לצורך בחינת קיומו של רוב מקרב בעלי המניות הלא "נגועים".<sup>33</sup> מאחר ששיעורן של החזקות היה שווה פחות או יותר בין Consol לבין CNX, קבע בית המשפט ש-T. Rowe היה אדיש לשיעור התמורה המשולמת.<sup>34</sup> 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 בכתובה האקדמית שהתייחסה לפסק הדין האמור.<sup>35</sup>

32 סלע קפיטל נדל"ן בע"מ "דוח מידי מתוקן בדבר זימון אספה כללית ומיוחדת של בעלי המניות של החברה" **מגנא** ס' 2.2.1 (3.1.2021) <https://bit.ly/3zDuRel>.

33 עניין CNX, לעיל ה"ש 23, בעמ' 416 (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 (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 ראו Lipton, לעיל ה"ש 9, בעמ' 322–324; Gatti, לעיל ה"ש 1, בעמ' 239. ראו גם Lawrence A. Cunningham, *Ask the Smart Money: Shareholder Votes by a "Majority of the Quality Shareholders"*, 55 UC DAVIS L. REV. 1019, 1045 (2021).



ניתן להציג מדוע שיטת שיעור ההחזקות 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% מהסכום שיופחת, כחיסכון בעקיפין, בכובעו כבעל מניות במציעה. על כן בנתוני הדוגמה האמורה הניצע אינו מצוי בניגודי עניינים אף ששיעור ההחזקה שלו במציעה גבוה משיעור ההחזקה שלו בחברת המטרה. ניצע רציונלי, בנתוני הדוגמה שלעיל, יפעל אפוא לפי האינטרס של כלל הניצעים, הגם ששיטת שיעור ההחזקות מייחסת לו עניין אישי בהצעת הרכש. לפיכך שיטת שיעור ההחזקות אינה קריטריון נכון לאיתור ניגודי עניינים בשל החזקה צולבת של ניצעים בהצעת רכש, אלא נדרשת התאמה שלה, כאמור להלן.

### 3. הקריטריון המוצע והתמיכה שאפשר שיקבל מעניין לייבוביץ

כאמור במבוא לעיל, הקריטריון המוצע ברשימה זו לקיומו של עניין אישי בשל החזקה צולבת בהצעת רכש מלאה, וכאמור להלן גם בהצעת רכש מיוחדת, הוא ששיעור ההחזקה של הניצע במציעה (Y) עולה על שיעור המניות של הניצע שתימכרנה בהצעת הרכש מתוך כלל המניות שתימכרנה בהצעת הרכש (X): לניצע אין ניגודי עניינים בשל החזקה צולבת, ולכן אין לייחס לו עניין אישי אם הוא נהנה מכל תוספת לתמורה שתשולם עבור המניות שלו יותר מההפסד העקיף שנגרם לו כבעל מניות במציעה בגין תשלום התוספת האמורה, דבר המתקיים כאשר X גדול מ-Y. לעומת זאת אם Y גדול מ-X, יש לניצע ניגודי עניינים וראוי להכיר בעניין אישי שלו בשל החזקה הצולבת. לדוגמה: בהצעת רכש מלאה ירכשו 20% מהמניות בחברת המטרה, ומהן 2% שייכים לניצע, דהיינו  $X=10\%$ . לניצע יש עניין אישי בשל החזקה צולבת לפי הקריטריון המוצע רק אם שיעור ההחזקה שלו במציעה גבוה מ-10%. יישום קריטריון זה בעובדות 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 לייבוביץ<sup>36</sup> נקבע פירושו של המונח "עניין אישי" בסיטואציה של החזקה צולבת של בעל שליטה בחברה ציבורית המבקשת להתקשר בעסקה<sup>37</sup> – החזקה של בעל השליטה גם בצד השני לעסקה. בהמשך לדברי פרופסור האן,<sup>38</sup> נפסק כי ככלל השאלה של עניין אישי בהקשר של החזקה צולבת בשתי חברות המתקשרות בעסקה תוכרע לפי השאלה היכן שיעור החזקה

36 עניין לייבוביץ, לעיל ה"ש 8.

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

38 האן, לעיל ה"ש 20.

גבוה יותר.<sup>39</sup> כאשר בעל מניות מחזיק מניות בחברה אחת בשיעור אחד ובחברה האחרת בשיעור אחר, כך ששיעור הזכויות שלו בהון של החברה האחת גבוה מהשיעור של הזכויות שלו בהון בחברה האחרת, הוא מעדיף, ככלל, עסקה שתנאיה טובים יותר מבחינת החברה האחת ופוגעים בטובת החברה האחרת. במצב זה כל סכום של תמורה עודפת שתקבל החברה האחת בעסקה משמעו רווח לבעל המניות האמור, שסכומו מכפלת סכום התמורה העודפת בהפרש שבין שיעור ההחזקה שלו בהון החברה האחת לבין שיעור ההחזקה שלו בהון החברה האחרת. זוהי שיטת שיעור ההחזקות. לעיל הדגמתי 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 אותה, כפוף לשינוי הנדרש ביישומה בהצעות רכש. ניתן לדמות את הצעת הרכש לעסקה בין המציעה לבין חברה רעיונית שמחזיקה במניות שיירכשו בהצעת הרכש. בחברה רעיונית זו מחזיק כל אחד מן הניצעים שמניותיהם נמכרות בהצעת הרכש בחלק יחסי הזהה לחלק היחסי של המניות שלו שנרכשות בהצעת הרכש מתוך כלל המניות הנרכשות בהצעת הרכש. אם העסקה מאושרת, משמעות הדבר היא שהמציעה רוכשת את המניות הללו מידי החברה הרעיונית. להשלמת התמונה ניתן לדמות שמיד לאחר מכירת המניות למציעה וקבלת התמורה, החברה הרעיונית מתפרקת, וכל אחד מהניצעים מקבל את חלקו היחסי בתמורה – אותו סכום שהוא מקבל בפועל כתמורה בהצעת הרכש. מכך עולה שכדי להשיב לשאלה אם לניצע בהצעת רכש יש עניין אישי בשל החזקה צולבת, לפי הלכת לייבוזיץ ולפי הדימוי האמור של הסיטואציה לעסקה בין שתי חברות, יש לבחון אם שיעור ההחזקה של הניצע במציעה (Y) עולה על שיעור ההחזקה של הניצע בחברה הרעיונית, קרי שיעור המניות שיירכשו מאותו ניצע ביחס לכלל המניות שיירכשו בהצעת הרכש (X).

#### 4. הערה על פגם במנגנון ההצבעה בהצעת רכש מלאה

בשולי הדברים אבקש להאיר קושי מסוים במנגנון ההצבעה כאשר לבחינת קיומו של רוב מצביעים חסרי עניין אישי בהצעת רכש מלאה. ניצעים בהצעת רכש מלאה שיש להם עניין אישי "שליילי" – עניין אישי הגורם להם להתנגד לעסקה – לא יגיבו להצעת הרכש המלאה, ולכן גם לא יצהירו על עניינם אישי. התנאי האמור לעיל שלפיו "יותר ממחצית הניצעים שאין להם עניין אישי בקבלת ההצעה נענו לה" אינו ניתן אפוא ליישום אם 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 עניין אישי, ו-1% שיש להם עניין אישי. התשובה לשאלה אם שיעורם של הניצעים חסרי העניין האישי שנענו להצעת הרכש המלאה (4%) הוא יותר ממחצית מתוך כלל הניצעים שאין להם עניין אישי, תלויה בפילוח של יתר הניצעים (בהיקף של 5%) שלא נענו להצעת הרכש המלאה, בין אלו שיש להם עניין אישי (שליילי) ובין אלו שאין להם עניין אישי, סוגיה שכאמור אין נמסרות הצהרות בגינה.

39 עניין לייבוזיץ, לעיל ה"ש 8, פס' 47. לפי פסק הדין, בהיעדר "מניע" אפשרי אחר, ההנחה הסבירה היא כי בעל המניות מכוון את פעולותיו לצורך השאת נכסיו.

## ג. הצעת רכש מיוחדת

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

ההסדר בפרק השני לחלק השמיני לחוק החברות לעניין הצעת רכש מיוחדת מתייחס בסעיף 328 לרכישה ראשונה של שליטה בחברה ציבורית, המבוססת 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 ההצבעה בשיעור זה עובר לרכישה. רכישה ראשונה של שליטה משפיעה על צדדים שלישיים – בעלי המניות שאינם מוכרים את מניותיהם ואשר אם הרכישה תצליח יהפכו להיות מיעוט. ככלל, שווי מניות מיעוט צפוי להיות נמוך יותר כי אובד חלקן היחסי בפרמיית השליטה.<sup>40</sup> בסיטואציה כאמור הניצעים נתונים במעין "דילמת אסיר" – ניצע המתנגד להשתלטותו של המציע או לתנאי הצעתו ייאלץ למכור לו את מניותיו מחשש שמא בעלי מניות אחרים ימכרו את מניותיהם ומניותיו יהפכו למניות מיעוט אשר כאמור לעיל שווין צפוי להיות פחות. כדי להתגבר על בעיה זו סעיף 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 החברה עולה על השווי העצמאי שלה.<sup>41</sup>

כדי שההחלטה הקולקטיבית תהיה לא מאולצת, סעיף 331 מאפשר לניצעים להפריד בין ההחלטה העקרונית הקולקטיבית – אם המכירה כדאית כאמור – לבין ההחלטה הפרקטית האישית – אם למכור. לפי סעיף 331(א), הניצעים רשאים להודיע על הסכמתם להצעת הרכש המיוחדת או על התנגדותם לה. סעיף 331(ב) מתנה את הקבלה של הצעת רכש מיוחדת בהסכמה של רוב במניין הקולות מבין הניצעים שהודיעו על עמדתם בנוגע אליה. כדי שהסכמה זו תהיה רק לפי קולותיהם של ניצעים "נקיים", סעיף 331(ג) שולל את כוח ההשפעה של הקולות של ניצעים בכמה קטגוריות, לרבות מי שיש להם עניין אישי בקבלה של הצעת הרכש המיוחדת.<sup>42</sup> נוסף על זה, סעיף 331(ד) מאפשר, במקום שבו 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 האמור,

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

41 ראו ע"א 7389/04 נוסבאום-אריגי ריפור בע"מ נ' פויכטונגר, פס' 6 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) גרוניס (נבו 11.1.2009); ע"א 7414/08 תרו העשיה רוקחית בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries Ltd., פס' 55 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (נבו 7.9.2010). אך ראו הדיון בתת-פרק ד.3. להלן.

42 הסעיף נוקט לשון המתייחסת לעניין אישי חיובי – שהצעת הרכש המיוחדת תתקבל. כך הדבר גם בלשון הסעיף כאשר לאישור עסקאות "נגועות". אך הפסיקה בדבר עסקאות הכירה בעניין אישי שלילי, וראו לעיל ה"ש 15. יכולה להישאל השאלה אם בגדר "עניין אישי שלילי" ייכללו בעלי מניות שהם גם מנהלים, נוכח האינטרס שלהם שלא תתקבל הצעת רכש מיוחדת עוינת, כדי לשמר את מעמדם. ראו Ronald J. Gilson & Alan Schwartz, *Sales and Elections as Methods for Transferring Corporate Control*, 2 THEORETICAL INQ. L. 783, 793 (2001).

שכן הניצעים יודעים שהתנגדות מצידם להחלטה הקולקטיבית לא תמנע 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 על הצעת רכש מיוחדת, קרי: כדי לבחון אם לניצע בהצעת רכש מיוחדת יש עניין אישי בשל החזקה צולבת נדרש להשוות בין שיעור החזקה שלו במציעה (Y) לבין שיעור המניות שלו שיירכשו בהצעת הרכש המיוחדת ביחס לסך כל המניות שיירכשו בהצעת הרכש המיוחדת (X). ברי כי ניגודי העניינים כרוכים בידיעתו של הניצע בדבר הימצאותו בהם בעת הצבעתו, אולם בניגוד לניצע בהצעת רכש מלאה, לניצע בהצעת רכש מיוחדת אין ודאות במועד ההצבעה באשר לשיעורו של חלק המניות שימכור מתוך כלל המניות שתימכרנה בהצעת הרכש המיוחדת. הטעם לכך הוא שכאשר כמות המניות שבידי ניצעים הנענים להצעת הרכש גדולה מסך המניות שמוצע לרוכשן, הרכישה היא פרו רטה (באופן פרופורציונלי) מכל ניצע שנענה להצעת הרכש.<sup>43</sup> מאחר שהניצע אינו יודע מה יהיה היקף ההיענות להצעת הרכש המיוחדת, הוא גם אינו יודע מה תהיה כמות 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, כשיעור 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, עדיין יהיה שיעור המניות הנמכרות - X - נמוך מ-Y. לדוגמה: למציעה 40% מהמניות בחברת המטרה והיא מבקשת לרכוש 10% נוספים, והניצע מחזיק 20% ממניות המציעה (Y=20%). לניצע אין עניין אישי בשל החזקה צולבת אם הוא מחזיק יותר מ-12% בחברת המטרה (כלל הניצעים מחזיקים 60% ו-12/60=20%). לעומת זאת לניצע יש עניין אישי בשל החזקה צולבת אם הוא מחזיק בחברת המטרה פחות מ-2% (אם יענו 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 ודאות באשר לקיומם או להיעדרם של ניגודי עניינים בשל החזקה צולבת. השינוי הוא לקיים ראשית את הצעת הרכש (כפוף לאישור הניצעים), ולאחר מכן את ההצבעה, כדי שבמועד ההצבעה ידע כל ניצע מה תהיה

43 תק' 7 (ג) לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000.

כמות המניות שימכור, אם הצעת הרכש המיוחדת תאושר בהצבעה.<sup>44</sup> בהיעדר שינוי כזה, פתרון חלופי הוא לייחס לניצע עניין אישי רק כאשר ניגודי העניינים הם ודאיים (כאשר ניצע מחזיק פחות מ-2% בנתוני הדוגמה שלעיל).

### 3. הערה בדבר פגם במנגנון ההצבעה בהצעת רכש מיוחדת

בשולי הדברים יצוין שהמודל שבחוק החברות אינו מקיים בהכרח את תכליתו – לאפשר שהצעה תתקבל רק אם רוב מקרב הניצעים סבור ששווי מניות המיעוט בצירוף התמורה עבור המניות שתימכרנה 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 במציעה כאילו רכשה את יתרת מניות החברה במחיר כולל של  $M*W + P*Z$  ומכרה את המניות של המיעוט חזרה למיעוט בתמורה של  $M*W$ . לפי עמדת פרופ' בבצ'וק ופרופ' פרוקצ'יה,<sup>45</sup> 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 שוויין של המניות העצמאיות שיהפכו למניות מיעוט.

הקושי נובע מהעובדה שלא כל הניצעים מוכרים מניות במסגרת הצעת הרכש המיוחדת. אם לדוגמה שיעור המניות שתירכשנה בהצעת הרכש יהיה 10% מכלל המניות שבידי הניצעים, לפי המודל שבבסיס החקיקה, ההחלטה צריכה להתקבל רק אם רוב מקרב הניצעים סבור ששווייה של מניה עצמאית אחת נמוך מ- $M*0.9 + P*0.1$ . ודוק, ניצעים מתוחכמים יודעים (אם ישונה סדר הפעולות, כאמור בתת-הפרק 2.ג לעיל) או מעריכים מה יהיה שיעור המניות שתימכרנה בהצעת הרכש. הניצעים המתוחכמים ייענו להצעת הרכש אם הם סוברים ששווייה 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 יירכשו 80% ממניותיו, אף כי שיעורן של כלל המניות שתירכשנה יהיה 10% מכלל המניות שבידי כלל הניצעים, הרי שהם ייענו להצעת הרכש אם להערכתם שווייה של מניה עצמאית נמוך מ- $M*0.2 + P*0.8$ . להלן פירוט הדוגמה: אם הניצעים המתוחכמים סוברים ששווייה של מניה עצמאית הוא 10 ש"ח ושוויין של מניית מיעוט הוא 5 ש"ח, ובהצעת הרכש מוצע למכור מניות בתמורה ל-12 ש"ח למניה, אזי ניצעים מתוחכמים אלו יסכימו להיענות להצעת הרכש שבה הם ימכרו 80% ממניותיהם, שכן חלף כל מניה עצמאית הם יקבלו תמורה של  $12*0.8 + 5*0.2$  ש"ח, ובסך הכול – 10.6 ש"ח. נקל להיווכח כי ייתכן שניצעים אלו היו מסרבים לקבל את ההצעה לו היה שיעור המניות שהם היו מוכרים פחות מ-80% ל-10% (שכן אז הניצעים היו מקבלים  $12*0.1 + 5*0.9$  ש"ח, ובסך הכול 5.7

44 הצעה כזו כבר הוצעה בעבר, על מנת להתגבר על הקושי שהניצעים יטעו לחשוב שהם ימכרו מניות בשיעור גבוה מזה שיימכר 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' 71, 83 (1988).

ש"ח). תוצאה זו יכולה לאפשר רכישות שליטה שאינן יעילות בידי מציעה שבכוונתה לבזוז את המיעוט, כאשר חלק ניכר מהניצעים הם פסיביים. ואף אם ניצעים אקטיביים ומתוחכמים יעריכו שכך תפעל המציעה, הדבר אינו רלוונטי מבחינתם, מאחר שעיקר המניות שבידיהם תימכרנה למציעה במחיר גבוה יחסית.

#### ד. התאמות וקשיים ביישום הקריטריון המוצע

הצגתי לעיל את הקריטריון המוצע להכרעה אימתי החזקה צולבת של ניצעים בהצעת רכש מלאה ובהצעת רכש מיוחדת יוצרת ניגודי עניינים, באמצעות השוואת שיעור האינטרס הכלכלי של הניצע במציעה, לפי שיעור ההחזקה שלו במניותיה, לשיעור המניות שהניצע ימכור מתוך כלל המניות שתימכרנה בהצעת הרכש. להלן אציג כמה סיטואציות שבהן הקריטריון המוצע טעון התאמות, לרבות כאלו הכרוכות בהערכה כלכלית. בפרק ה להלן אעמוד על ההבחנה בדבר המעמד שרצוי להקנות לקריטריון המוצע, בין מצבים שבהם לא נחוצות 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 שמכוון בפועל את ההחלטה של חברה ב כיצד להגיב להצעת הרכש – מצוי בניגודי עניינים תלויה בחישוב חלקו העקיף במציעה ובחלקו העקיף בכלל המניות שתימכרנה בהצעת הרכש המלאה. מתוך שתי השיטות שהוצגו בפסיקה<sup>46</sup> לבחינת ההחזקה במבנה החזקות 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 דייווידנד וכל חברה במעלה שרשרת ההחזקות מחלקת כדיווידנד את סכום הדיווידנד 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 בשל החזקה צולבת.

46 ע"פ 3506/13 הבי נ' מדינת ישראל, פס' 238 (נבו 12.1.2016).

## 2. קשיים בחישוב Y כשקיימות אופציות למניות או מניות בכורה

בשונה מהסיטואציה המוצגת בפסקה שלעיל, שניתנת לפתרון חשבוני על פני נתונים אובייקטיביים, יש סיטואציות שנדרשת בהן הערכה כלכלית באשר לשיעור האינטרס ההוני של הניצע במציעה. כאשר בהונה המונפק של המציעה יש אופציות למניות או איגרות חוב הניתנות להמרה למניות, במהות הכלכלית, החלק היחסי שמקנים המניות או כתבי האופציה או איגרות החוב להמרה שמחזיק הניצע, תלוי בשאלה מהי מידת הסבירות 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.<sup>47</sup> הסיבה לכך היא שבשונה משני סוגי מניות, שהאחד מקנה לדוגמה יד אחת לדיוידנד והשני חמש ידות לדיבידנד, ולכן ניתן לחשב טכנית את שיעור ההחזקה בזכות לדיוידנד, במקרה של מניות בכורה לא ניתן להציג מכנה משותף טכני-פורמלי לזכויות לדיוידנד שמקנות המניות הרגילות ושמקנות מניות הבכורה.<sup>48</sup> למותר לציין שמקום שהניצע צריך להכריע אם לציין שיש לו עניין אישי והכרעה זו כרוכה בהערכה כלכלית, יכול הדבר לשמש כר פורה להתחמקות של הניצע מלציין את עניינו האישי.

## 3. Negative Voting

סיטואציה נוספת המעוררת קושי ביישום הקריטריון המוצע היא כאשר לניצע יש החזקה גם במכשירים פיננסיים המושפעים מערכה של המציעה.<sup>49</sup> במקרה שבו האינטרס הכולל של הניצע נוגד את טובת המציעה – Negative Voting – דוגמת המקרה שהניצע ביצע מכירה בחסר של מניות המציעה, הניצע אינו מצוי בניגודי עניינים עם 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 ייתכן שלניצע יש ניגודי עניינים גם אם Y קטן מ-X. יצוין שהואיל וההחזקה במכשיר פיננסי כזה אינה משתקפת ברישומי המציעה, יקשה לאכוף את חובת ההצהרה על עניין אישי על ניצע שיקש להימנע מכך.

47 יוער כי בעע"מ 6352/01 **חדשות ישראל (טי.א.א.סי) בע"מ נ' שר התקשורת**, פ"ד נו(2), 97, 136–137 (2001) נמנע בית המשפט מלדון באופן החישוב של שיעור ההחזקה בחברה שבהונה המונפק נכללו גם מניות בכורה, בקובעו שבחינת שיעורי ההחזקה הנדרשים תיערך בנפרד כשמדובר במניות הבכורה.

48 וזאת, מלבד השאלה מהן הזכויות שמקנות מניות הבכורה, דוגמת היותן צוברות ומשתתפות. לדיון בשיקולים להצגת זכויות אלו, ראו עמרי ידלין "בזכות הצעת זכויות" **משפטים** לז 1, 38–49 (2007).

49 ראו Jonathan Cohen, *Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It*, 45 HARV. J. ON LEGIS. 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). ראו גם נדב טיומקין "הפרדה בין בעלות לשליטה בעידן הנגזרים הפיננסיים" **עיוני משפט** מא 645 (2019).



## ה. האם רצוי שהקריטריון המוצע יהיה ממצה?

הצגתי לעיל את היתרון של הקריטריון המוצע על פני שתי הגישות החלופיות – שיטת שיעור ההחזקות ושיטת השווי הכלכלי. בהמשך לכך הצגתי בפרק ד התאמות מסוימות, הנוגעות לליבו של הקריטריון המוצע – חישוב השיעור של האינטרס של ניצע בשני צידי המתרס של העסקה, המציעה והניצעים הנענים להצעת הרכש. בפרק זה אעסוק בשאלה מהו המעמד שרצוי להקנות לקריטריון המוצע. אבהיר כי לניצע עם החזקה צולבת יכול שייחוס עניין אישי בשל נסיבות נוספות שמתקיימות בעניינו, שאינן קשורות להחזקה הצולבת, דוגמת היותו מתחרה במציעה,<sup>50</sup> בעל איגרת חוב בחברת המטרה<sup>51</sup> או דירקטור בחברת המטרה,<sup>52</sup> או בשל קשרים עסקיים עם המציעה.<sup>53</sup> ואולם, לא זו השאלה הנדונה אלא השאלה אם רצוי שבתי המשפט ישקלו, מלבד הקריטריון המוצע, טענות אחרות בדבר קיומו של עניין אישי של ניצע בשל נסיבות שמקורן בהחזקה הצולבת עצמה.

הדיון בשני תתי-הפרקים להלן יניח כי ניתן ליישם את הקריטריון המוצע ללא קושי, בין שאין נדרשות בעניינו התאמות כאמור בפרק ד ובין שההתאמות הנדרשות הן טכניות באופיין. בתת-הפרק השלישי אתיר הנחה זו ואעסוק בסיטואציות שבהן ההתאמות כרוכות בהערכה כלכלית. להבחנה זו יש חשיבות מרובה באשר למענה הרצוי, לדעתי, לשאלה אם הקריטריון המוצע צריך להיות ממצה. כמובהר להלן, דעתי היא שהקריטריון המוצע צריך להיות ככלל קריטריון ממצה אלא אם יישומו אינו טכני אלא כרוך בהערכה כלכלית, שאז יש מקום לבחינה שיפוטית של הערכה זו.

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

הסיטואציה הראשונה הנבחנת היא של ניצע שיש לו החזקה במציעה, אך זו – לפי הקריטריון המוצע – אינה גורמת לניגודי עניינים. טענות על ההשפעה של החזקה של ניצע במציעה, שהקריטריון המוצע אינו מתקיים בו, הגורמות בכל זאת לניגודי עניינים בינו לבין יתר הניצעים, מקיפות הן טענה שהחזקה כאמור גרמה לניצע להתנגד להצעת הרכש והן טענה שהיא גרמה לו לתמוך בה. ניצע כאמור יכול להתנגד, לפי הטענה, להצעת רכש מיוחדת, למשל משום שכבעל מניות במציעה הוא מבכר השקעות מצידה רק בתחום שיש לה בו יתרון יחסי, והצעת הרכש המיוחדת היא בעיניו ביטוי לאינטרסים של בעל השליטה במציעה או של מנהליה, אם המציעה מצויה בשלטון מנהלים, לפיזור השקעות<sup>54</sup> או

Anton Miguel et al., *Beyond the Target: M&A Decisions and Rival Ownership*, 144 J. FIN. ECON. 44 (2022). השווי עניין כמיפל, לעיל ה"ש 3.

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

ראו Gatti, לעיל ה"ש 1, בעמ' 222–223; Gilson & Schwartz, לעיל ה"ש 42.

53 החלטה 101-5 של רשות ניירות ערך "עניין אישי בעסקאות עם בעלי שליטה" (10.2004). <https://bit.ly/3O0VRZB>.

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

להגדלת ה"אימפריה" וההנאה מהמוניטין הנובעת מכך.<sup>55</sup> ניצע כאמור יכול גם, לפי הטענה, לתמוך בהצעת רכש מיוחדת, למשל משום שכבעל מניות במציעה הוא רואה בהשתלטות מקור לרווחים סינרגטיים ואחרים,<sup>56</sup> או לתמוך בהצעת רכש מלאה, בשל החיסכון שיווצר למציעה, שתחדל לשאת בעקיפין בעלויות הכרוכות בהתנהלות כחברה ציבורית.<sup>57</sup>

ניתן להציג שני מענים חלופיים: מענה אחד הוא להותיר את הקריטריון המוצע בגדר שיקול רלוונטי בלבד, ובית המשפט ישקול טענות נוספות, מעין הטענות האמורות; המענה השני הוא לראות בקריטריון המוצע כממצה.<sup>58</sup> קביעתו של מבחן אחד ממצה, כמענה השני, דומה להכרעה של המחוקק שבסיטואציה הנדונה הדין ייקבע על פי כלל ולא על פי סטנדרט.<sup>59</sup> לכאורה יש להעדיף את המענה הראשון, התואם את ההתייחסות בפסיקה למונח "עניין אישי" כסטנדרט.<sup>60</sup> 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 להצעת רכש מהטעמים שהוצגו בטענות שלעיל או יתמוך בה, והדבר לא ייחשב לעניין אישי שלו. לעמדתו, כמפורט להלן, יש להעדיף ככלל את יישום הקריטריון המוצע כקריטריון ממצה, הן בשל חשיבותה של הוודאות המשפטית אצל הניצעים בהצעות רכש והן בשל הקושי לקיים בירור משפטי אפקטיבי בסוגיה הנדונה. יתרון מרכזי של כללים הוא קידום הוודאות המשפטית. קידום הוודאות המשפטית חשוב בהקשר הנדון, שכן ההכרעה

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

ידידיה שטרן "רכישת חברות – המניעים והערכותם" **מחקרי משפט** ח 255, 261–264 (1990).

הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנוזלות בבורסה **דוח סופי** 16 (רשות ניירות ערך 2014) <https://bit.ly/3zFIUkA> ("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").

שתי וריאציות ביניים הן להתייחס לקריטריון המוצע כשיקול מרכזי או כחזקה. וריאציית הביניים הראשונה תואמת את עניין **לייבוויץ** (לעיל ה"ש 8), שם נקבע כאמור כי בהיעדר "מניע" אפשרי אחר של בעל השליטה, ההנחה הסבירה היא כי הוא מכון את פעולותיו לצורך השאת נכסיו לפי הנוסחה האריתמטית. וריאציית הביניים השנייה נתמכת בגישה שהציגו ירקוני ופינגנבאום בדבר היתרון לקביעת חזקות מסוימות לקיומו של עניין אישי. ראו ברק ירקוני ואיתי פינגנבאום "חזקות לעניין אישי גלוי" **תאגידים** י 224, 255 (2013).

למותר לציין כי הדמיון אינו מלא, מהטעם שיש הבדל בין קביעת הנורמה בחקיקה לבין האפשרות של השחקנים השונים להסתמך על נורמה הנקבעת בתקדים, מאחר שבית המשפט העליון אינו כבול בתקדימו (ס' 20(ב) לחוק-יסוד: השפיטה). להרחבה על האופן שבו הדין יכול להיקבע באמצעות נורמות הקובעות את התוצאה לעומת נורמות המציגות שיקולים רלוונטיים אותם ישקול בית המשפט, ראו Kevin M. Clermont, *Rules, Standards, and Such*, 68 BUFF. L. REV. 751 (2020).

עניין **ערד**, לעיל ה"ש 3. נוסף על זה, 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). ניתן, בהקשר זה, גם להביא בחשבון את ההתמחות של המחלקה הכלכלית בבית המשפט.

הראשונית בסוגיה של קיום עניין אישי מונחת לפתחם של הניצעים.<sup>61</sup> חוק החברות מנסה להגביר את מעורבותם של בעלי מניות "קטנים" הסובלים מאדישות רציונלית בענייניהן של חברות ציבוריות, באמצעות צמצום העלויות הכרוכות בהצבעתם.<sup>62</sup> ודוק, אם יחול סטנדרט, כבמענה הראשון, ניצע שיש לו החזקה צולבת שאינה מגעת לכדי עניין 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 להצעת הרכש או תמיכה עניינית בה, מפני הציון שאין להם עניין אישי. לכאורה לסטנדרט יש גם יתרון, כי ההליך המשפטי מאפשר בירור של טענות שניצע שהקריטריון המוצע אינו מתקיים בו, התנגד לאישור של הצעת רכש או תמך בו מטעמים הנוגעים להיותו בעל מניות במציעה, כאמור בטענות שהוצגו לעיל. אך דומה כי פערי המידע בין הניצע מצד אחד לבין מי שיתקפו את הסיווג שלו כחסר עניין אישי באמצעות הצגה של טענות מעין אלו שהוצגו לעיל ולבין בתי המשפט מן הצד האחר, שוללים מראש את האפקטיביות של הבחינה השיפוטית האמורה. יוער כי כפי שבתי המשפט דוחים טענות "כלליות" על סחנות או נקמנות כמקור לעניין אישי,<sup>63</sup> דומה שגם אין טעם להתיר הצגת טענות מעין אלו שהוצגו לעיל, שמעצם טיבן הן "כלליות". גם רשות ניירות ערך מכירה בכך שנדרש קריטריון אחד וממצה המוצג מראש שעל פיו ניצעים יבחנו את שאלת קיומו של עניין אישי בשל החזקה צולבת, כפי שעולה ממתארי הצעות הרכש השונים המתייחסים להיבט זה.<sup>64</sup>

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

הסיטואציה השנייה הנבחנת היא של ניצע שיש לו החזקה במציעה שלפי הקריטריון המוצע הוא מצוי בניגודי עניינים. פרופסור Gatti<sup>65</sup> מציע, בהקשר של הצבעה של בעלי מניות בניגודי עניינים לאישור של השתלטויות עוינות, לשלב כלל וסטנדרט: להניח שבעלי מניות בחברת המטרה שהם קשורים למציעה או שהם דירקטורים של חברת המטרה – נגועים

61 ס' 331(ג), 337(א) לחוק החברות מפנים לסעיף 276 לחוק המורה לבעל מניות לגלות את עניינו האישי. עם זאת "העובדה שעל החברה לא הוטלה חברה לפקח על נכונות ההצהרה אין משמעה שהיא רשאית לעצום עיניה להצהרה שהיא יודעת או צריכה לדעת כי היא שקרית", ראו ה"פ (מחוזי מר') BlueMountain Capital Management LLC 36222-11-13 נ' תרו תעשיה רוקחית בע"מ, פס' 40 להחלטה של השופט גרוסקופף (נבו 23.2.2016). ניתן לתהות אם חובה זו של החברה בסיטואציה של עסקאות של החברה, עוצמתה זהה כשמדובר בהצעות רכש, שבהן החברה אינה צד לעסקה.

62 ראו ההסדר בדבר הצבעה בכתב בס' 87 לחוק החברות.  
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" ספר יוסף גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי 47, 65 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים 2015).

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

65 Gatti, לעיל ה"ש 1, בעמ' 277.

(כלל), אך לאפשר להם לסתור את הכלל האמור בדרך של שכנוע הערכאות השיפוטיות שעמדתם היא לטובת הקבוצה (סטנדרט). האופן שבו יכולים מי שקשורים למציעה ואשר תומכים בהשתלטות העוינת לשכנע את בית המשפט שעמדתם אינה פרי של ניגודי עניינים הוא שיעמדו בנטל לשכנע את בית המשפט כי התמורה המוצעת בהצעת הרכש עולה על שווי המניות כמניות עצמאיות. האופן שבו יכולים דירקטורים בחברת המטרה שמתנגדים להשתלטות העוינת לשכנע את בית המשפט שעמדתם נגד הצעת הרכש העוינת אינה פרי של ניגודי עניינים, הוא שיראו כי התמורה המוצעת בהצעת הרכש נמוכה מהשווי של המניות העצמאיות.

השלכה של הצעה זו לענייננו היא לראות בניצע שהקריטריון המוצע מתקיים בעניינינו בעל עניין אישי, אך לאפשר לו לפנות לבית המשפט בבקשה שיאשר כי בכל זאת, בנסיבות הנדונות, אין לו עניין אישי, בנימוק שהתמורה המוצעת בהצעת הרכש עבור המניות עולה על שוויין של המניות עצמאיות. לדעתי, מוטב שלא להקנות לבית המשפט סמכות כאמור, שמשמעה שבית המשפט הוא שיכריע אם הצעת הרכש היא לטובת הניצעים, ובגדר זה 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 הרכש עולה על הערך הסובייקטיבי שהם עצמם מייחסים למניותיהם".<sup>66</sup> כפי שגם נפסק, ראשית,<sup>67</sup> "לניצעים השונים ישנן הערכות סובייקטיביות שונות באשר לתשואה הצפויה מהמניה. במסגרת זאת, אין לצדדים, או לבית המשפט, כלים לגלות מהי ההערכה הסובייקטיבית של בעל מניות"; ושנית,<sup>68</sup> העברת כוח ההכרעה לבית המשפט אינה החלופה שנבחרה בידי המחוקק.

### 3. מעמדו של הקריטריון המוצע כשנדרשות בגינו התאמות הכרוכות בהערכה כלכלית

בשני תתי-הפרקים שלעיל הצבעתי על יתרונה של התייחסות לקריטריון המוצע כממצה, כדי שלא יתאפשר לייחס עניין אישי לניצע שהקריטריון המוצע אינו מתקיים בעניינינו וגם לא יתאפשר לשלול את קיומו של עניין אישי אצל ניצע שהקריטריון המוצע מתקיים בעניינינו. הצבעתי על הוודאות המשפטית כנימוק המרכזי התומך בעמדה זו. ודוק, בפרק ד לעיל הצגתי סיטואציות שבהן שיעורה של החזקה של ניצע במציעה (Y) כרוך בהערכה כלכלית, דוגמת הסיטואציה שהונה המונפק של המציעה כולל גם מניות בכורה. ברי כי כאשר מעורבת הערכה כלכלית, נימוק זה של ודאות משפטית נופל. לכן במקרים כאלו תהא חשיבות לביקורת שיפוטית שתבחן כיצד יושמה ההתאמה הנדרשת של הקריטריון המוצע בנסיבות הקונקרטיות הנדונות.

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

67 רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן, פס' 42 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) ג'ובראן (נבו 28.8.2012).

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

## סיכום

ברשימה זו הצגתי קריטריון המורה אימתי החזקה צולבת יוצרת ניגודי עניינים אצל ניצעים בהצעת רכש מיוחדת ובהצעת רכש מלאה, שבהתקיימותו יש לראות בניצעים בעלי עניין אישי. כפי שהראיתי, נחוץ להשוות בין שיעור ההחזקה 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. הבהרתי גם כיצד הקריטריון תואם את העיקרון שנקבע בעניין לייבוביץ בנוגע לעניין אישי הנוצר מהחזקה צולבת בעסקאות, אגב התאמתו לסיטואציה של הצעות רכש. כן הצבעתי על קשיים שונים בחישוב של שיעור ההחזקה של הניצע במציעה בסיטואציות שונות, ועל קושי ספציפי באשר לאידיעתו של הניצע מה יהיה שיעור המניות שימכור ביחס לכלל המניות שתימכרנה בהצעת הרכש המיוחדת. בהקשר האחרון הצגתי פתרונות אפשריים, דוגמת שינוי סדר הפעולות המתבצעות בהצעת רכש מיוחדת. בשולי הדברים הצגתי הערות בדבר כשלים מסוימים, הן במנגנון של הצעת הרכש המלאה והן במנגנון של הצעת הרכש המיוחדת. כן דנתי במעמד שרצוי להקנות לקריטריון המוצע. הסברתי מדוע אף שהגישה הכללית לסוגיה של עניין אישי היא כאל סטנדרט המותיר את הבחינה של כל מקרה לגופו, יש חשיבות להיותו של הקריטריון המוצע ממצה, לקידום הוודאות המשפטית. כן הצגתי סייג למסקנה זו, כאשר יישומו של הקריטריון המוצע בנסיבות הנדונות כרוך בהערכה כלכלית, וממילא בנסיבות כאלו אין ודאות משפטית ויש חשיבות לפיקוח השיפוטי.

אעיר לסיום כי לפי הקריטריון המוצע, אם X עולה בשיעור מזערי על Y, אין לניצע ניגודי עניינים. עם זאת ראוי לתת את הדעת לקושי שתוצאה זו מעוררת. הגישה שלפיה השפעתו של בעל מניות בהצבעה היא לפי היקף ההשקעה שלו, מבוססת על כך שכלל שהיקף ההשקעה גדל, כן עולה המוטיבציה של בעל המניות לבחון מהי טובת כלל בעלי המניות.<sup>69</sup> 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 קיים גם כשמדובר בבעלי מניות בחברה ציבורית המצביעים באספה הכללית בעניין אישור של עסקה חריגה שלבעל השליטה יש בה עניין אישי, כשהחזקה הצולבת שלהם אינה מגעת לכדי ניגודי עניינים.

Stephen M. Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. REV. 601, 612–613 (2006). 69