

"כך היו נקיי הדעת שבירושלים עושין: לא היו חותמין על השטר אלא אם כן יודעין מי חותם עמהן. ולא היו יושבין בדין אלא אם כן יודעין מי יושב עמהן" (בבלי, סנהדרין כג, ע"א).

## "נקי יהיה מפיתו": עניין אישי באישור עסקה של חברה

דוד האן\*

- א. מבוא
- ב. עסקה הנגועה בעניין אישי: הליכי האישור הנדרשים
- ג. תכלית סוגיית העניין האישי: ניקיון הדעת של מקבלי ההחלטה בחברה
- ד. עצמת העניין האישי כגורם בפרשנות
  1. המבחן המוצע
  2. ישימות המבחן: בין דירקטור לבעל מניות שליטה
- ה. עניין אישי נגזר: מערכות יחסים חיצוניות לחברה בין מקבל ההחלטות ובין המעוניין בעסקה
  1. קרובי משפחה
  2. חברות אישית
  3. תלות כלכלית
- ו. עניין אישי נגזר: מערכות יחסים בחברה בין מקבל ההחלטות ובין המעוניין בעסקה
  1. ציפייה לגמול הדדי בדירקטוריון: "שמור לי ואשמור לך"
  2. עצמאות הדירקטורים מול דומיננטיות בעל השליטה
  3. ציפייה לגמול הדדי באספה הכללית: הסכמי הצבעה של בעלי מניות בחברה ציבורית
- ז. עלויות קביעת דבר קיומו של עניין אישי או היעדרו
- ח. סיכום

### א. מבוא

התאוריה המודרנית של דיני החברות מציבה את הכללים המהותיים של דינים אלה סביב לברית התיכון. בריח זה מכונה "בעיית הנציג"<sup>1</sup>. רוצה לומר: במבנה התאגיד מסור כוח ההכרעה על פעילות התאגיד לקבוצות מחליטים מסוימות ("הנציג"), אשר בידיהן השפעה על גורל העניין הכלכלי של קבוצות משקיעים נוספות ("המיוצג"). למיוצג כוח הכרעה מועט, אם בכלל, בנוגע לניווט השקעותיו בהשוואה לכוחו של הנציג. מכיוון שכל מקבל החלטות נתפס כמשיא ערך עצמי, מתעורר חשש שמא יטה לבס של מקבלי ההחלטות אחר העדפותיהם האישיות תחת שיקבלו החלטות המשיאות את ערך ההשקעה של כל המשקיעים

\* דוקטור למשפטים. מרצה, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בריאילן.  
1 ראו זוהר גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת בדיני התאגידים" ספר זכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה 272, 277 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996).

כאחד. עיקר דיני החברות הוא ניסיון להתמודד משפטית עם בעיות הנציג הגלומות במבנה התאגדי ולמתנן. דרכי המיתון האפשריות מגוונות: יש כלים משפטיים בלבד חובות המוטלות על מקבלי החלטות כגון חובת הזהירות וחובת האמונים,<sup>2</sup> ויש כלים אחרים בלבד מנגנוני קבלת החלטות מורכבים, הממתנים את עצמת השפעתו היתרה של הנציג.<sup>3</sup>

וזהר גושן ניתח בעבר בהרחבה את דרכי הטיפול המשפטי בבעיות הנציג ואפיין את דרכי הטיפול השונות לפי הבחנתו היסודית בין "כללי קניין" ל"כללי אחריות".<sup>4</sup> לשיטתו, דרך אחת להתמודד עם בעיית הנציג היא לקבל מראש את הסכמתה של קבוצת המשקיעים, שבעניינה הכלכלי נוגע הנציג, לכל מהלך המוצע בחברה שיש בו חשש להערפת רווחתו האישית של הנציג. דרך זו קרויה "כלל קניין". הדרך האחרת היא לאפשר לנציג לפעול בחופשיות יחסית במסגרת התאגיד תוך הפעלת ביקורת שיפוטית מאוחרת על פעולתו. במסגרת ביקורת זו יהיו החברה או קבוצת המשקיעים (הגורם המיוצג) זכאים לסעד כספי כפיצוי על עלויות הנציג הנובעות מהחלטתו, אם קבע בית המשפט כי אכן החלטת הנציג נמצאה מוטת או שהתקבלה בחוסר סבירות. דרך זו קרויה "כלל אחריות". גושן הראה כיצד עלויות השיפוט, הגבוהות יחסית בישראל, מטות את הכף לטובת אימוץ כללי קניין כמכשיר המתאים להתמודדות עם בעיות הנציג המרכזיות בדיני החברות בישראל, בניגוד לכללי האחריות המאפיינים את הזירה האמריקנית.<sup>5</sup>

במסגרת ההתמודדות של דיני החברות עם הבעיות הגלומות בעריכת עסקות של החברה שהנציג מפק מהן טובת הנאה חומרית ייחודית, החוק אכן נוקט קו המבכר קבלת הכרעות מבוקרות בתאגיד עובר לעסקה על פני הכפפת העסקה לביקורת שיפוטית מאוחרת. כביטוי מובהק לקו מדיניות כאמור, החוק קובע כללים משפטיים בנוגע לתהליכי קבלת החלטות בחברה המתקשרת בעסקה, שבה יש לנושא משרה<sup>6</sup> עניין אישי באישור העסקה.<sup>7</sup> בנוסף, החוק מסדיר את תהליך קבלת החלטות הנדרש לשם אישור עסקה של חברה ציבורית אשר לבעל השליטה יש עניין אישי באישורה. הצד השווה להליכי האישור השונים הקבועים בחוק בסוגיית עסקות הנגועות בעניין אישי הוא: על הגורם הנגוע בעניין אישי באישור העסקה, לגלות גילוי מלא של מהות עניינו האישי בחברה, עובר לדיון בעסקה בדיקטוריון,<sup>8</sup> וההחלטה על אישור העסקה תתקבל במוסדות החברה, תוך

2 ראו ס' 252 ו-254 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "החוק").

3 במקביל ניתן, כמובן, למתן בעיות נציג גם באמצעות תגמול אישי למקבלי החלטות במקרים שבהם ישארו את ערך ההשקעה של המיוצגים. ראו, למשל, שרון חנס "אופציות למנהלים בשוק הון עם בעלות מרוכזת: הערכה מחודשת ודיון במקרה הישראלי", משפטים 49 (2006).

4 וזהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" משפטים כט 17 (1998).

5 שם, בעמ' 61-72.

6 "נושא משרה" מוגדר בס' 1 לחוק כ"דירקטור, מנהל כללי, מנהל עסקים ראשי, משנה למנהל כללי, סגן מנהל כללי, כל ממלא תפקיד כאמור בחברה אף אם תוארו שונה, וכן מנהל אחר הכפוף במישרין למנהל הכללי".

7 כללים אלה, כמו גם תוצאות הפרתם, קבועים בפרק החמישי לחוק. פירוט פועלם של כללים אלה יובא בהמשך.

8 ראו ס' 269(א) לחוק. כהריג לדרישת גילוי זו, ראו ס' 269(ב) לחוק.

נטרול השפעתו של בעל העניין האישי על קבלת ההחלטה בחברה. כאשר בעל העניין האישי הוא נושא משרה שאינו דירקטור, נטרולו מתקיים מאליו, שכן העסקה תובא לאישור מוסדות החברה השונים שבהם הוא אינו חבר.<sup>9</sup> כאשר בעל העניין האישי הוא דירקטור, נטרולו נעשה באמצעות ההוראה האוסרת עליו להשתתף בישיבות ועדת הביקורת או הדירקטוריון שבהן נדונה העסקה, ולהצביע על אישורה שם.<sup>10</sup> כאשר בעל העניין האישי הוא בעל שליטה בחברה ציבורית,<sup>11</sup> נטרול השפעתו, הלכה למעשה, ייעשה באמצעות הדרישה שהעסקה תאושר באספה הכללית של החברה על ידי שליש מבעלי המניות המשתתפים בהצבעה ושאינם בעלי עניין אישי.<sup>12</sup>

רשימה זו עניינה ליבון פרשנות המונח "עניין אישי" בחוק. מונח זה הוא "תעודת הכניסה" לפרק החמישי שבחוק, שכותרתו "עסקאות עם בעלי עניין". רק קיומו של עניין אישי של נושא משרה או של בעל שליטה בחברה ציבורית, הוא המחייב לקיים את הליכי האישור הקבועים בפרק זה. לפיכך, פרשנות מונח זה היא מרכזית לשם קביעת אופן קבלת ההחלטות הנדרש בנוגע לעסקות רבות במשק הישראלי. ברם, באורח מעט מפתיע, נמנע המחוקק מלהגדיר את המונח "עניין אישי" והותיר את פרשנות המונח לפיתוח של פסיקת בתי המשפט. אמנם באופן רשמי הגדרה של "עניין אישי" מופיעה בחוק,<sup>13</sup> אך לאמיתו של דבר, "הגדרה" זו אינה הגדרה כלל ועיקר. הוראת החוק היא בזו הלשון:

9 אם בעסקה שאינה חריגה עסקינה, היא תאושר בדירקטוריון החברה לברו. ראו ס' 271 לחוק. ("עסקה חריגה" מוגדרת בס' 1 לחוק כ"עסקה שאינה במהלך העסקים הרגיל של החברה, עסקה שאינה בתנאי שוק או עסקה העשויה להשפיע באופן מהותי על רווחיות החברה, רכוש או התחייבויותיה"); לעומת זאת, אם בעסקה חריגה עסקינה או במתן פטור מאחריות, ביטוח אחריות, התחייבות לשיפוי או שיפוי לפי התחייבות קיימת לנושא המשרה, תהיה ההחלטה טעונה אישור ועדת הביקורת והדירקטוריון, ובחברה פרטית שאין לה ועדת ביקורת – אישור הדירקטוריון לברו. ראו ס' 272 לחוק.

10 ס' 278(א) לחוק; לאיסור זה שני חריגים: האחד בס' 278(א) לחוק – לדירקטור מותר להשתתף בדיון ולהצביע על אישור עסקה שאינה חריגה. השני בס' 278(ב) לחוק – אפילו בנוגע לעסקה חריגה רשא' הדירקטור להשתתף בישיבת ועדת הביקורת או הדירקטוריון, בהתאמה, ולהצביע על אישור העסקה, אם רוב חברי ועדת הביקורת או רוב הדירקטורים נגועים בעניין אישי.

11 לצורך הפרק החמישי בחוק, מוגדר "בעל שליטה" בס' 268 לחוק כך: "בעל השליטה כמשמעותה בסעיף 1, לרבות מי שמחזיק בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מזכויות ההצבעה באספה הכללית של החברה אם אין אדם אחר המחזיק בלמעלה מחמישים אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה"; "שליטה" מוגדרת בס' 1 לחוק "כמשמעותה בחוק ניירות ערך". ס' 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 מגדיר "שליטה" כך: "היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד, וחוקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד". "אמצעי שליטה" מוגדרים שם כך: "(1) זכות ההצבעה באסיפה כללית של חברה או בגוף מקביל של תאגיד אחר; (2) הזכות למנות דירקטורים של התאגיד או את מנהלו הכללי".

12 ראו ס' 275(א)(3) לחוק; רשימה זו תפנה בהמשך את אור הזרקורים למנגנון האישור הקבוע בסעיף קטן זה ותנתח את הגיונו, כמו גם את השלכותיו המעשיות בהרחבה. ראו להלן פרקים ג', ו.3.

13 ראו ס' 1 לחוק.

"עניין אישי" – עניין אישי של אדם בפעולה או בעסקה של חברה, לרבות עניין אישי של קרובו ושל תאגיד אחר שהוא או קרובו הם בעלי עניין בו, ולמעט עניין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה".<sup>14</sup>

לא הגדרה יש פה, כי אם שימוש מעגלי של המגדיר במונח. אין זאת אלא כי כל פועלה של "הגדרה" זו הוא בהרחבת מעגל האישיות המשפטיות שעניינן האישי בעסקה מסוימת מכתים אף את נושא המשרה או בעל השליטה בחברה ציבורית הקרוב אצלן, אם מחמת קרבת משפחה ואם מחמת קרבה תאגידית, בכתם העניין האישי. לשון אחר: הוראת סעיף 1 לחוק מצביעה על כך כי אף שבעל ההשפעה בחברה אינו מעוניין כשלעצמו באישור העסקה, קרבה מסוימת בינו לבין אדם אחר המעוניין אישית באישורה הופכת את בעל ההשפעה האמור לבעל "עניין אישי" לצורך הוראות החוק. דא עקא, "עניין אישי" מהו, בין בגופו של בעל ההשפעה ובין בגופו של קרובו או תאגיד בשליטתו או בשליטת קרובו, סתם המחוקק ולא פירש.<sup>15</sup>

יש המצדיקים את עמימות החוק. לשיטתם, מן ההכרח להותיר את מונח המפתח "עניין אישי" לפיתוח מתמיד של הפסיקה ואין לנסות להגדירו ולתחמו. בשל עושר התרחישים האפשריים, כל ניסיון כאמור לא יצליח.<sup>16</sup> מצד שני, מכיוון שעסקות כאמור כל כך נפוצות במשק הישראלי, והואיל והחוק עול ימים וזועק לפרשנות מעשית מדריכה, מן ההכרח להידרש לפרשנות מונח זה במוקדם מאשר

14 "קרוב" מוגדר בס' 1 לחוק כ"בן זוג, אח או אחות, הורה, הורי הורה, צאצא או צאצא של בן הזוג או בן זוגו של כל אחד מאלה"; "בעל עניין" (בתאגיד) מוגדר שם כ"בעל מניות מהותי, מי שיש לו הסמכות למנות דירקטור אחד או יותר או את המנהל הכללי, ומי שמכהן בחברה כדירקטור או כמנהל כללי"; "בעל מניה מהותי" מוגדר שם כ"מי שמחזיק בחמישה אחוזים או יותר מהון המניות המונפק של החברה או מזכויות ההצבעה בה".

15 הגדרה מעגלית הדומה למונח "עניין אישי" קיימת בתחומי המשפט המנהלי. ראו, למשל, הודעה בדבר כללים למניעת ניגוד עניינים של שרים וסגנישרים, התש"ם-1980, י"פ 2120 ("עניין אישי" – לרבות עניין אישי של קרוב של השר); הודעה בדבר כללים למניעת ניגוד עניינים של נבחרי הציבור ברשויות המקומיות, התשמ"ד-1984, י"פ 3114 ("עניין אישי" – לרבות עניין אישי של קרוב או של גוף שחבר המועצה או קרובו הם בעלי שליטה בו); אך ראו החלטת ועדת הכנסת בדבר כללי אתיקה לחברי כנסת, התשמ"ד-1983, י"פ 842 ("עניין אישי" – הנאה חמרית, ישירה או עקיפה, של חבר הכנסת, של קרובו, של לקוחו, או של חבר בני אדם, מואגד ושאינו מואגד, העוסק בפעילות המכוונת להשגת רווחים שחבר הכנסת חבר בהנהלתו או נושא משרה בו, למעט עניין הנוגע לענף משקי שחבר הכנסת משתייך אליו).

16 השוו אוריאל פרוקצ'יה "עניין אישי" בהתקשרויות תאגיד באספקלריה השוואתית" הרצאה ביום עיון של מרכז קיסריה לשוק ההון וניהול סיכונים (25.11.2004): "הלקונה החקיקתית הזו איננה מקרית, והיא נובעת ממדיניותו המכוונת של הנסח להניח לפרשן למלא לקונה זו בתוכן בהתאם לנסיבותיו המיוחדות של כל מקרה [...] כל נסיון לצמצם את מושג ה'עניין האישי' אל תוך מיטת סדום סטטוטורית נדון מראש לכישלון. החיים עשירים יותר מכל דמיון ועדיף להתיר את ההכרעה לפרשנים בזמן אמת, מאשר לעצב פיתרון סינתטי בתנאי מעבדה".  
[http://pow.idc.ac.il/pls/portal/docs/PAGE/CAESAREA\\_CENTER\\_WEBSITE\\_ENG/CC\\_CONFERENCE\\_ENG/CC\\_CONFERENCE\\_THE\\_LATEST\\_EVENT\\_ENG/CC\\_CONFERENCE\\_THE\\_LATEST\\_EVENT\\_ENG\\_CON/%D7%A4%D7%A8%D7%95%D7%A7%D7%A6%D7%99%D7%94.DOC](http://pow.idc.ac.il/pls/portal/docs/PAGE/CAESAREA_CENTER_WEBSITE_ENG/CC_CONFERENCE_ENG/CC_CONFERENCE_THE_LATEST_EVENT_ENG/CC_CONFERENCE_THE_LATEST_EVENT_ENG_CON/%D7%A4%D7%A8%D7%95%D7%A7%D7%A6%D7%99%D7%94.DOC)

במאחר. אכן, המציאות מוכיחה כי הדרכה שיפוטית רבה בעניין זה אינה בנמצא. יש המייחסים זאת לכישלון מנגנוני האכיפה האזרחית שקבע החוק, אשר לא הולידו את התקדימים ההלכתיים כמקוּה.<sup>17</sup> מכל מקום, גם אם כל התרחישים אינם בני חיזוי, דומה כי בהחלט בשלה השעה לתת בפרשנות המונח "עניין אישי" סימנים שיסייעו בידי הצרכנים, החברות ויועציהן המשפטיים, כמו גם בידי הגורמים הפרשניים המוסמכים, לאפיין את מהות ענינם של מקבלי ההחלטות השונים המעורבים באישור עסקות שבהן מתקשרת החברה. רשימה זו מבקשת לתת ב"עניין האישי" סימנים כאמור.

כרקע לניתוח יסקור פרק ב' את הדין החקוק בעניין הליכי האישור הנדרשים לעסקה שבה מתקשרת חברה ואשר לנושא משרה או לבעל שליטה (במקרה של חברה ציבורית) יש עניין אישי באישורה. פרק ג' יעמוד על תכלית ההוראות הממדרות בעלי עניין אישי מהשתתפות בקבלת החלטות בחברה. כפי שפרק זה יראה, תכלית הוראות אלה היא הבטחת ניקיון הדעת של מקבלי ההחלטות בחברה בנוגע לאישור העסקה הנדונה או פסילתה. על רקע התכלית האמורה, יציע פרק ד' מבחן לפרשנות המונח "עניין אישי". מבחן זה יבקש להתחשב בעצמה היחסית שיש למקבל ההחלטות בעסקה הנדונה מחוץ למסגרת החברה אל מול עניינו בחברה עצמה. לפי מבחן זה, אשר הוא הבריה התיכון להמשך פיתוח המאמר, לא כל נגיעה תיחשב עניין אישי. "עניין אישי" הוא דבר הזקוק ועומד למדידה כמותית. עם זאת, המשך המאמר יצביע על נסיבות מעשיות שבהן לנוכח קשיי מדידה מרובים יחסית, יש לנקוט אמת מידה פרשנית מחמירה וגסה תחת דיוק כמותי. פרקים ה' ו' יהוו פיתוח, בבחינת "פרטיה ודקדוקיה", של פרק ד'. פרק ה' יבחן זיקות שונות שיש למקבל החלטות בחברה אל האדם המעוניין אישית בעסקה, כאשר זיקות אלה נובעות מיחסים החיצוניים לכהונת מקבל ההחלטות בחברה. לעומת זאת, פרק ו' יבחן זיקות בין מקבל ההחלטות לאדם המעוניין בעסקה אשר הן תולדה של מעמדו היחסי של כל אחד מהם בחברה פנימה. לבסוף, פרק ז' ינתח את העלויות היחסיות הכרוכות בבידור קיומו של עניין אישי או היעדרו ויראה כי עלויות אלה אינן כה גבוהות כפי שנרמזה.

---

לעומת זאת, גישתו הכללית של פרוקצ'יה מבכרת בישראל קביעת כללים מוגדרים בחוק תחת סטנדרטים (או מונחי סתום) הזקוקים ועומדים ליציאת תוכן בדרך הפרשנות השיפוטית, וזאת בשל חוסר ההתמקצעות של השפיטה בישראל כדיני חברות. ראו אוריאל פרוקצ'יה "מאחורי הקלעים" משפטים לב 303 (2001). השוו: NYSE, inc., Listed Company Manual § 303A 2(a) (2003) [www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf) ("It is not possible to anticipate, or explicitly to provide for, all circumstances that might signal potential conflicts of interest, or that might bear on the materiality of a director's relationship to a listed company") (להלן: "NYSE").

17 ראו דברי עו"ד איריס ציבולסקי חביליו, סגנית מנהל מחלקת תאגידים ברשות לניירות ערך, הרצאה ביום עיון של מרכז קיסריה לשוק ההון וניהול סיכונים (25.11.2004) [http://pow.idc.ac.il/pls/portal/docs/PAGE/CAESAREA\\_CENTER\\_WEBSITE\\_ENG/CC\\_CONFERENCE\\_ENG/CC\\_CONFERENCE\\_THE\\_LATEST\\_EVENT\\_ENG/CC\\_CONFERENCE\\_THE\\_LATEST\\_EVENT\\_ENG\\_CON.%D7%90%D7%99%D7%A8%D7%99%D7%A1.DOC](http://pow.idc.ac.il/pls/portal/docs/PAGE/CAESAREA_CENTER_WEBSITE_ENG/CC_CONFERENCE_ENG/CC_CONFERENCE_THE_LATEST_EVENT_ENG/CC_CONFERENCE_THE_LATEST_EVENT_ENG_CON.%D7%90%D7%99%D7%A8%D7%99%D7%A1.DOC)

## ב. עסקה הנגועה בעניין אישי: הליכי האישור הנדרשים

עד שאנו באים לעסוק בפרשנותו של המונח "עניין אישי" על רקע תכליתו, יבוא תחילה פרק זה ויצביע על הליכי האישור הנדרשים לעסקות השונות הנגועות בעניין אישי של בעל עמדת השפעה בחברה. הבהרת התרחישים העסקיים השונים שבהם נדרש המחוקק להליכי האישור המיוחדים, תחשוף לעיני המתבונן את ההיקף היישומי הנרחב של סוגיית העניין האישי. הכרת הליכי האישור הקבועים בחוק חיונית להבנת הבעיה הפרשנית שמתעוררת סביב המונח האמור ותידון בהמשך המאמר. בפרק הדין באישור עסקות עם בעלי עניין מתייחס החוק לחמישה תרחישים עסקיים:<sup>18</sup>

1. עסקה בין חברה לנושא משרה בה או עסקה בין חברה לאדם אחר שלנושא משרה בחברה יש עניין אישי באישורה;
2. מתן פטור מאחריות, ביטוח אחריות, התחייבות לשיפוי או שיפוי לפי התחייבות קיימת לשיפוי לנושא משרה שאיננו דירקטור;
3. תנאי כהונה והעסקה של דירקטור;<sup>19</sup>
4. עסקה חריגה בין חברה ציבורית לבעל שליטה בה, לרבות הצעת מניות פרטית לבעל השליטה, או בין חברה ציבורית לאדם אחר שלבעל השליטה בחברה יש עניין אישי באישורה;
5. הצעת מניות פרטית בחברה ציבורית אשר: א. מקנה עשרים אחוזים או יותר מסך זכויות ההצבעה בחברה בפועל לפני ההנפקה שהתמורה, כולה או חלקה, אינה במזומן או בניירות ערך הרשומים למסחר בבורסה או שאינה בתנאי שוק ובעקבותיה יגדלו החזקותיו של בעל מניה מהותי בניירות הערך של החברה או שבעקבותיה יהפוך אדם לבעל מניה מהותי לאחר ההנפקה; או ב. כתוצאה ממנה יהפוך אדם לבעל שליטה בחברה.<sup>20</sup>

הליכי האישור הנדרשים לכל אחד מחמשת התרחישים המנויים בחוק נבדלים זה מזה בפרטיהם, אך דומים זה לזה בעקרון הפעולה העומד ביסודם. עיקרון זה מורה, כי כדי לפתור את בעיית השפעתו של בעל העניין האישי על ההחלטה בחברה, יש להוציאו ממעגל מקבלי ההחלטה בפועל בנוגע לעסקה הנדונה.<sup>21</sup> ברם, לשם הבטחת טהרתה, ביקש המחוקק למשוך את החלטת החברה בדבר אישור העסקה במקרה הגנה נוסף. אשר על כן, למעט שני חריגים, דורש המחוקק כי העסקה בחברה תאושר בשתי רמות לפחות.<sup>22</sup> עסקה חריגה שחברה מתקשרת בה,

18 חמישה תרחישים אלה מנויים בסדר הופעתם בסעיפים הקטנים של ס' 270 לחוק.

19 לפי ס' 270(3) לחוק, תנאי כהונה והעסקה כוללים: א. תנאי כהונתו של דירקטור; ב. תנאי העסקתו של הדירקטור בתפקידים אחרים בחברה; ג. מתן פטור מאחריות, ביטוח אחריות, התחייבות לשיפוי או שיפוי לפי התחייבות קיימת לשיפוי.

20 להגדרת "בעל מניה מהותי" ראו לעיל ה"ש 14.

21 על אופן הוצאת בעל ההשפעה ממעגל מקבלי ההחלטה ראו לעיל ה"ש 9-12.

22 שני החריגים שבהם מסתפק המחוקק באישור של הדירקטוריון לבדו הם: א. אישור עסקה שאינה חריגה בין החברה לנושא משרה בה, או בין החברה לבין אדם אחר שלנושא משרה בה יש עניין אישי; ב. אישור עסקה חריגה בין חברה פרטית שאין בה ועדת ביקורת לבין נושא משרה בה שאינו דירקטור, או עסקה חריגה בין חברה כאמור לאדם אחר שלנושא המשרה

ואשר לנושא המשרה יש עניין אישי באישורה, תהיה טעונה את אישורם של ועדת הביקורת והדירקטוריון.<sup>23</sup> אם נושא המשרה הוא דירקטור ומדובר בחברה פרטית שלא מינתה ועדת ביקורת, תהיה העסקה טעונה אישור הדירקטוריון ואחריו אישור האספה הכללית.<sup>24</sup> כאשר ניגוד העניינים של בעל עמדת ההשפעה מוחרף, כמותו עולה גם מקדם ההגנה שדורש המחוקק. בהשוואה ל"סתם" עסקה שבה יש לנושא משרה עניין אישי באישורה, דומה כי תנאי כהונה והעסקה של דירקטור הנם נסיבות קיצוניות יותר בעצמת השפעתו של העניין האישי על הדירקטור.<sup>25</sup> בעסקה כפשוטה, לצד עניינו האישי של הדירקטור (אשר אינו בהכרח טובת הנאה כלכלית בלעדית שלו)<sup>26</sup> קיים גם עניינו במילוי תפקידו בחברה. לעומת זאת, בהחלטה על תנאי כהונה והעסקה, מקוטב ניגוד העניינים של הדירקטור. בנוגע להחלטה זו הוא ניצב כל כולו, אישית, בעמדת המקבל אל מול החברה המצויה בעמדת הנותן. הדירקטור הנהנה מהחלטה זו הנאה כלכלית הבלעדית לו. על כן באישור תנאי כהונה והעסקה של דירקטור, המחוקק אינו מסתפק באישור הדירקטוריון כרמת האישור הסופית, ודורש – כמקדם הגנה מחמיר – אישור של האספה הכללית אחריו.<sup>27</sup>

רעיון מקדמי ההגנה מקבל משנה חשיבות כאשר מדובר בעסקות שבהן

---

האמור יש עניין אישי באישורה. הגיונם של חריגים אלה הוא זה: בעסקה שאינה חריגה, מעצם הגדרתה אין חשש מהותי לפגיעה בטובתה של החברה, חרף העניין האישי של נושא המשרה. עסקה כאמור היא עסקה אשר מתקיימת במהלך העסקים הרגיל של החברה, בתנאי שוק, ושאינה עלולה להשפיע באופן מהותי על רווחיות החברה, על רכוש או על התחייבויותיה. אשר לעסקה חריגה של חברה פרטית המהולה בעניין האישי של נושא משרה שאינו דירקטור, בעיני המחוקק, השפעתו של נושא משרה שאינו דירקטור על הליכי קבלת ההחלטות במוסדות החברה (קרי: ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאספה הכללית) היא פחותה מוז של דירקטור. ראו גם: Eric G. Orlinsky, *Corporate Opportunity Doctrine and Interested Director Transactions: A Framework for Analysis in an Attempt to Restore Predictability*, 24 DEL. J. CORP. L. 451, 505-8 (1999)

23 ס' 272(א) לחוק.

24 ס' 272(ב) לחוק.

25 על היות סוגיית תגמול מנהלים מקרה פרטי של עסקות שבהן מתקיים ניגוד עניינים, ראו: ROBERT CHARLES CLARK, *CORPORATE LAW* 143-44, 191-221 (1986); Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, 17 J. ECON. PERSP. 71 (2003)

26 השוואת הוראת ס' 254(א)(1) לחוק, הקובעת כי על נושא משרה להימנע מניגוד עניינים בין מילוי תפקידו בחברה לבין מילוי תפקיד אחר שלו או לבין ענייניו האישיים. במילוי תפקיד אחר שלו, מחוץ לחברה, אין לנושא המשרה בהכרח עניין אישי במובן של הפקת טובת הנאה כלכלית בלעדית לו.

27 ס' 273 לחוק. לפי סעיף זה, בחברה פרטית יידרש אישור בשתי רמות – הדירקטוריון והאספה הכללית. לעומת זאת, בחברה ציבורית יידרש אישור בשלוש רמות: ועדת הביקורת, אחריה הדירקטוריון, ולבסוף – האספה הכללית. יושם אל לב, כי ההנחה הגלומה בהוראת סעיף 273 היא, כי תנאי כהונה והעסקה העומדים לאישור הנם של דירקטור יחיד או של מיעוט הדירקטורים. אם מדובר באישור תנאי כהונה והעסקה של רוב הדירקטורים, נדרש אישור האספה הכללית ממילא, ללא סעיף 273, אלא מכוח הוראתו הכללית של סעיף 278(ג). עם זאת, ניתן לומר כי סעיף 273 נדרש בכל מקרה, גם לצורך אישור תנאי כהונה והעסקה של רוב הדירקטורים, שכן הוא מוסיף על ההוראה הכללית של סעיף 278(ג), גם את דרישת אישור ועדת הביקורת כשמדובר בחברה ציבורית.

העניין האישי קיים אצל בעלי מניות המצויים בעמדת השפעה. אף שדירקטור הוא בעל השפעה על קבלת ההחלטות בחברה הוא עודנו אחד מיני דירקטורים רבים, ולעומתו בעל מניות שליטה הוא גורם בעל השפעה רחבה הרבה יותר. השפעתו מרחפת בחלל חדר הישיבות של הדירקטוריון, והשפעתו היתרה באה לידי ביטוי גלוי עוד יותר בעת הצבעתו באספה הכללית. לפיכך עסקה חריגה בין חברה ציבורית לבעל מניות שליטה בה, או עסקה בינה לבין אדם אחר שלבעל מניות השליטה יש עניין אישי באישורה, טעונה את מקדמי ההגנה המחמירים מכול. מקדמי הגנה אלה באים לידי ביטוי בשילוב דרישת אישור משולש: אישור של ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאספה הכללית כמצטבר, עם הדרישה כי באישור האספה הכללית ייבחנו לברם קולותיהם של בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה. רק אם הצביעו בעד העסקה שליש או יותר מבעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישורה, זוכה העסקה לאישור בר תוקף של האספה הכללית.<sup>28</sup> הבחינה הנפרדת של קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה, היא מעגל הבחינה שבו מוצא בעל ההשפעה הנגוע בעניין אישי אל מחוץ למחנה.<sup>29</sup> באמצעות בחינה כאמור, ניתן לשקול שמא העסקה המוצעת פועלת לטובת החברה מבלי לערב אל תוך שיקול הדעת את טובתו הפרטית של בעל השליטה.

### ג. תכלית סוגיית העניין האישי: ניקיון הדעת של מקבלי ההחלטה בחברה

רשימה זו, עניינה פרשנות המונח "ענין אישי". פרק ב' לימדנו כי פרשנות זו נדרשת לצורך הפעלת קשת נרחבת של הוראות בחוק המכונסות יחדיו בפרק "עסקאות עם בעלי עניין". נקודת ההתחלה הראויה לביתוח פרשני של כל מונח, היא התחקות אחר התכלית העומדת ביסוד הנורמה המשפטית של המונח.<sup>30</sup> פרק זה עוסק אפוא בכיור התכלית המשפטית של אישור עסקות עם בעלי עניין. טעות נפוצה היא לסבור כי סוגיית עסקות המהולות בעניין אישי חושפת פגמים התנהגותיים אצל מקבל החלטה הנגוע בעניין אישי, העולים כדי אשם מוסרי או חוקי בהכרח. מקבל החלטות בחברה המצוי במצב של ניגוד עניינים נתפס לא אחת בעיני הציבור כ"חוטא". לעניות דעתי, ראייה זו של סוגיית

28 ס' 275(א)(3); ס' 275(א)(3)(ב) מיתר את דרישת השליש האמורה, אם המשקל הכולל של זכויות ההצבעה של בעלי המניות הנוכחים באספה והמתנגדים לעסקה אינו מגיע לכדי 1% מסך זכויות ההצבעה בחברה. ייתור דרישת השליש בנסיבות האמורות הוא ביטוי קלאסי לעקרון ה"*de minimis*".

29 ראו גושן, לעיל ה"ש 4; על הפשרה הפוליטית שהובילה להסתפקות בהצבעת שליש מקרב בעלי המניות, שאינם בעלי עניין אישי, הנוכחים באספה תחת דרישה של רוב מקרובם ראו שם, בעמ' 64-66. אכן, הרשות לניירות ערך שבה וביקשה ליוזם תיקון לס' 275 לחוק, שלפיו יועלה שיעור התמיכה הנדרש בקרב יתר בעלי המניות המשתתפים באספה הכללית לרוב. ראו איתמר לוי "רשות ני"ע יוזמת הגדלת הרוב לעסקאות בעלי עניין מ"מ 33% ל" 50% שאינם נגועים" גלובס 19.9.2004-20, 1.

30 אהרן ברק שופט בחברה דמוקרטית 190-198 (2004); אהרן ברק פרשנות תכליתית במשפט 132-139 (2003).

"העניין האישי" מסיטה את הדיון ממוקדו. אכן, העובדה כי המחוקק סולל את הדרך בפרק "עסקאות עם בעלי ענין" שבחוק לאישור עסקות, כאמור, ואינו אוסר באורח גורף, מלמדת כי העסקות אינן לוקות בפגם טבוע. יש מהן שפוגעות בחברה, אך יש מהן גם כאלה המטיבות עמה. כל שמבקש המחוקק הוא לקבוע הליכי אישור אשר יבטיחו כי העסקה אושרה לאחר שנשקלה בידי גורמים נקיי דעת ששיקול דעתם לא נפגם מחמת טובת הנאה אישית.<sup>31</sup> בכך מבקש המחוקק לברור מסל העסקות את הבר ולהשליך הימנו את התבן. אכן, לטעמי ביסוד סוגיית אישור עסקות של החברה המהולה בעניין אישי של נושא משרה או של בעל שליטה בה, עומד עניין אחד בלבד: השאיפה המשפטית להבטיח את ניקיון שיקול הדעת של מקבלי החלטה בחברה, אשר בהתקיימו ניתן לקדם עסקות יעילות ולמנוע עסקות בלתי יעילות. חששו של הדין הוא, כי בשל עניינו האישי של מקבל החלטה ישקול זה, במודע או בתת־מודע, את טובתו האישית ויבכרנה על פני טובת החברה ככזו.<sup>32</sup> הפתיח של סעיף 270 לחוק החברות מפרט את סוגי העסקות הטעונות אישורים מיוחדים כקבוע בסעיפים העוקבים לו בחוק. הסיפא לפתיח של סעיף 270 מלמד על עקרון העל, אשר הוא המצפן לכל קבלת החלטה בחברה: "ובלבד שהעסקה אינה פוגעת בטובת החברה".<sup>33</sup> למען הבטחת שיקול דעת שיבחן את טובת החברה ואת טובתה בלבד, ביקש המחוקק בפרק "עסקאות עם בעלי ענין" לבודד ולנטרל את זה ששיקול דעתו באשר לטובת החברה נעכר עקב קיומן של טובות הנאה פרטיות שהוא עתיד להפיק מאישור העסקה.<sup>34</sup> פרשנות המונח "עניין אישי" תינק מתכלית זו. קרי, השאיפה להבטיח שיקול דעת עסקי נקי בקבלת החלטה בחברה. תכלית זו היא נשמת אפו של דין עסקות עם בעלי ענין. מקום שיש יסוד לחשש כי שיקול דעתו של אדם המעורב בקבלת החלטה לוקה בשל טובת הנאה שתצמח לו מאישור העסקה הנדונה, מן הראוי יהיה להוציא את אותו אדם אל מחוץ למעגל מקבלי החלטות בנוגע לאותה עסקה. זהו קו הפרשנות המנחה.

ואולם אליה וקוץ בה. לצד ההבנה כי יש בעניין האישי של מקבל החלטה לפגום בצלילות שיקול דעתו, מן הראוי עדיין לזכור כי עמדת המוצא של הדיון

31 עמדה דומה הובעה לאחרונה על ידי John H. Langbein, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty "Sole Interest or Best Interest?"*, 114 YALE L.J. 929 (2005). Langbein קורא להתאמת דיני הנאמנות למציאות המודרנית ועידוד נאמנויות מקצועיות, באמצעות אימוץ כלל התנהגות הדורש מן הנאמן לפעול לקידום עניינו האישי (ה"best interests") של הנהנה, אף כי לא בהכרח קידום עניינו הבלעדי (ה"sole interest"). רוצה לומר: מותר לנאמן להפיק תועלת והנאה מן הפעולה שעל הפרק, אם אין בכך לחבל בתועלתו של הנהנה.

32 השוו: Beam v. Martha Stewart, 845 A.2d 1040, 1049 (Del. Ch. 2004).  
33 על עקרון "טובת החברה" והיחס בינו ובין "תכלית החברה", ראו דידיה צ' שטרן "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות מעשיות" משפטים לב 327 (2002); וזהר גושן "מבט בקורתי על חוק החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב 381, 382-395 (2002).

34 הבנה זו של סוגיית העניין האישי הובהרה היטב בארצות־הברית על ידי מנסחי ה־REVISED MODEL BUS. CORP. ACT §8.60(1) (2002) (Directors' Conflicting Interest Transactions, Introductory Comment 1).

צריכה לכבד את זכות ההצבעה הבסיסית, אם של דירקטור ואם של בעל מניות כמקבלי החלטות בחברה. לבעל מניה זכות ההצבעה משקפת חלק מחבילת היתרונות הכלכליים הגלומים במניה אותם רכש במסגרת השקעתו בחברה.<sup>35</sup> עם כניסתו להשקעה בחברה כמשקיע בעל עניין שיווי ברווחתה, מבקש בעל המניה לעגן את ניווט החברה באורח רווחי, בין השאר, באמצעות שימור זכות הצבעתו בגוף העליון של החברה – האספה הכללית. יש לכבד את הזכות להצביע באספה הכללית, בהצבעה דמוקרטית, שבה ישקף כל משקיע את העדפותיו הפרטיות. אין להתעלם ממנה בהינף יד, כל עוד עניינו האישי של בעל המניה אינו מאפיל על כושר שיפוטו לטובת החברה. לפיכך מקום שיש ספק פרשני בדבר "עניינו האישי" של בעל מניה, מן הראוי לשקול ולאזן בין זכות בעל מניה להצבעה כחלק מן החבילה הכלכלית שרכש, לבין החשש מפני הטיית הצבעתו עקב עניין פרטי הסוטה מטובת החברה. אין למהר ולגדוע את זכות ההצבעה מתוך חשש גרידא לשיקול דעת בלתי נקי. לא רק עניין של סינון מקבלי ההחלטה יש כאן, בבחינת הותרת מקבלי ההחלטה היעילים בלבד, אלא אף מערכת ציפיות וזכויות של בעלי מניות, שעד שלא יבורר כי אכן שיקול דעתם נעכר, נקודת המוצא צריכה להיות כי יש לכבד את זכויות ההצבעה הנלוות למניותיהם.

כיוצא בבעל מניה, אף כי ברמה פחותה בהרבה, הוא הדירקטור. דירקטורים מצביעים בדירקטוריון, שהוא הגוף המייצג את ענייני החברה. בהשוואה לבעלי מניות, הדירקטורים מצויים יותר בענייניה של החברה, שוקלים שיקולים מקצועיים, והצבעתם חשובה עבור בעלי המניות. עמדתם המקצועית נשקלת בכובד ראש על ידי אלה האחרונים.<sup>36</sup> השתתפות בתהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון היא חובתו הבסיסית של הדירקטור במסגרת מילוי תפקידו בחברה.<sup>37</sup> לפיכך אין למהר ולשלול את הצבעת הדירקטור ולנשלו ממעורבות בהכרעות המתקבלות בחברה, כל עוד החשש מפני הטיית עמדתו בשל שיקול אישי כלשהו אינו רב ומהותי דיו.

## ד. עצמת העניין האישי כגורם בפרשנות

### 1. המבחן המוצע

בישראל, כאמור, אין בחוק כל הגדרה של ממש למונח "עניין אישי". בית המשפט העליון פסק לאחרונה, אם כי באופן די כללי, כי "עניין אישי" יפגום

35 השוו' ס' 188 לחוק וס' 246 לחוק ניירות ערך; בג"ץ 555/77 בבציק נ' הבורסה לניירות ערך בע"מ, פ"ד לב(2) 377 (1978); על חשיבות זכות ההצבעה של בעל מניה ראו עוד: FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 63-90 (1991).  
 36 ראו: Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985); Unocal Corporation v. Mesa Petrol, 493 A.2d 946 (Del. 1985).  
 37 ראו עניין Unocal, שם; Quickturn Design Systems v. Shapiro, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

בזכות ההצבעה של בעל מניות בחברה ציבורית, רק אם מדובר בעניין אישי שמשקלו מהותי לבעל המניות האמור.<sup>38</sup> אכן, לעניות דעתי, פרשנות תכליתית של "עניין אישי" תלמדנו כי יש לשקלל אל תוך מונח זה את עצמת טובת ההנאה הפרטית שמפיק בעל ההשפעה מאישור העסקה. כזכור, עיקר הבעייתיות בסוגיית העניין האישי היא הערכת שיקול הדעת של בעל ההשפעה במסגרת קבלת ההחלטה בחברה על אישור העסקה שעל הפרק. לפיכך מעורבותו של בעל ההשפעה בתהליך קבלת ההחלטות הופכת בעייתית רק בנסיבות שבהן אכן יש רגליים לסברה כי שיקול דעתו לוקה מחמת עניינו שמחוץ לחברה. ברם, סברה כזו אינה דבר המתקיים מאליה בכל הנסיבות. את זיקתו האישית או נגיעתו בדבר של בעל ההשפעה לעסקה, יש למרוד אל מול עניינו של בעל ההשפעה בהצלחת החברה ובטובתה. לשון אחר: לטעמי, לצורך קיומו של "עניין אישי" יש לערוך איזון בין האינטרס האישי של מקבל ההחלטות מחוץ לחברה לבין האינטרס שלו בטובת החברה. ניקיון שיקול הדעת של בעל ההשפעה בחברה, שהוא הערך המוגן בחקיקה האמורה, ייפגם רק אם ניתן להראות כי שיקולו האישי של בעל ההשפעה מחוץ לחברה חזק יותר וגובר על יכולתו להפעיל שיקול דעת רציונלי לטובת החברה בנוגע לעסקה המובאת לאישור. אכן, התייחסות זהירה כאמור לבחינת "עניין אישי", תוך שקילה מהותית של עצמת עניינו של בעל ההשפעה בשני צדי המתרס, באה לידי ביטוי בארצות-הברית במודלים של חקיקה,<sup>39</sup> כמו גם בספרות.<sup>40</sup> לפיכך, לשיטתי, זיקה אישית ייחודית לעסקה שעל הפרק או לצד האחר לעסקה, אשר היא זיקה מזערית ובלתי משמעותית או שהיא בעצמה פחותה מעצמת עניינו של בעל ההשפעה

38 ע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל, תקיעל (2)05, 1946, פס' 20 לפסק דינו של השופט ריבלין (2005). בכך, הפך בית המשפט העליון את קו הפרשנות המשפטית שנקט בית המשפט המחוזי בתל-אביב, ולפיו: "כאשר בוחנים אם לבעל מניות מסוים יש 'עניין אישי' בנושא מסוים, כל זיקה אישית שיש לו לנושא הנדון, שהנה בנוסף לזיקה שיש לבעל מניות בחברה, בתור שכזה, באותו נושא, נחשבת ל'עניין אישי' שלו בנושא. משקלה של הזיקה הנוספת אינו מעלה ואינו מוריד, הוא יכול להיות כבד או קל, ודי בקיומה של הזיקה הנוספת. הזיקה יכולה, אך אינה חייבת, להיות טובת הנאה כלכלית לביסוס הפרטי של בעל המניות. גם קידום מטרותיו של צד שלישי, שבעל המניות חפץ ביקרו, מבלי שתתלווה לכך טובת הנאה כלכלית לבעל המניות עצמו, יהווה 'עניין אישי' של בעל המניות" (נהדגשות שלי – ד.ה.). ראו: ת"פ (מחוזי ת"א) 40200/99 מדינת ישראל נ' איזנברג, תקימח (1)04 3879 (2004).

39 ראו, למשל, (2002) § 8.60(1)(i) REVISED MODEL BUS. CORP. ACT (הגדרת "conflicting interest"; AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS § 1.23(a) (1994) (להלן: המלצות ה-A.L.I.).

40 כך, למשל, פרופסור Clark סבור כי עסקה נגועה בעניין אישי (Self Dealing), אם התקיימו לגביה שלושה תנאים מצטברים: א. קיימת עסקה בין החברה לבין אדם אחר; ב. לבן אדם מסוים (או לקבוצת בני אדם) יש השפעה על קבלת ההחלטות בחברה האמורה, בהיותו נושא משרה או בעל מניות שליטה; ג. לאדם או לקבוצת האנשים הנ"ל, אשר להם השפעה בחברה, יש עניין אישי גדול יותר בטובת האדם האחר המעורב בעסקה מאשר בטובת החברה או קבוצת המשקיעים בה. CLARK, לעיל ה"ש 25, בעמ' 147.

בשגשוגה של החברה, אינה זיקה הפוסלת אותו ממעורבות בקבלת ההחלטה בעניין הנדון.<sup>41</sup>

נראה, כי גישה עקרונית דומה הובעה לאחרונה גם על ידי הרשות לניירות ערך. במסמך שחובר על ידי הרשות, מציעה הרשות לגבש אמות מידה פרשניות למונח "עניין אישי" בחוק.<sup>42</sup> הקו המנחה בפרשנות המוצעת על ידה הוא כי עניין אישי יתקיים "כאשר בעל מניות נתון להשפעה של בעל השליטה או נמצא במערכת יחסים עם בעל השליטה, אשר גורמת לו להצביע בניגוד לאינטרס שהיה לו אם היה שוקל רק את טובתו כבעל מניות".<sup>43</sup> נמצאנו למדים, כי הדגש המרכזי אף בעיני הרשות לניירות ערך הוא השפעת הזיקה הנוספת שיש לבעל ההשפעה בחברה על אופן הצבעתו במסגרת החברה בנוגע לעסקה המובאת לאישור. רק זיקה אשר מעוררת את החשש כי שיקול דעתו בנוגע לעסקה יושפע ממנה הלכה למעשה, תפגום בכשירותו להשתתף בקבלת ההחלטה. לעומת זאת, זיקה בעלמא אשר לא מעוררת חשש כאמור – אינה זיקה פוסלת.<sup>44</sup>

41 פרופסור Eisenberg מצייין כי תיחום הגדרתו של "דירקטור מעוניין" אינו מעיד כי כל דירקטור העובר את מבחן הסינון ומסווג כ"בלתי מעוניין" הוא אכן אובייקטיבי לחלוטין ונטול כל העדפות אישיות בנוגע לעסקה הנדונה. לשיטתו, דיני החברות מוכרחים היו לתחום את הגדרת "דירקטור מעוניין" ולא להרחיבה יתר על המידה, כדי לא לחבל בכלל ההגנה היסודי ביותר הפועל לטובתם של דירקטורים, הלוא הוא ה"Business Judgment Rule" (להלן: "ה-BJR"). לו כל דירקטור בעל הטיה, ולו מזערית, היה מסווג כ"מעוניין", היה ה-BJR מרוקן מתוכן הלכה למעשה, שכן הוא מגן רק על דירקטורים "בלתי מעוניינים". עם זאת, כפן משלים לתחימת ההגדרה של "דירקטור מעוניין", מאפשרים דיני החברות להעביר עסקות שעברו את מסכת האישורים של הגורמים הבלתי מעוניינים בחברה – במירכאות או בלעדיות – תחת שבט ביקורתם של בתי המשפט לאחר מעשה. MELVIN AARON EISENBERG, CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ORGANIZATIONS: CASES AND MATERIALS 631 (Robert C. Clark et al. eds., 8th ed. unabr. 2000). הסדר משפטי כאמור, המאפשר ביקורת שיפוטית עוקבת להליכי אישור העסקות הקבועים בפרק "עסקות עם בעלי עניין", מצוי ברישא של ס' 270 לחוק. ראו לעיל ה"ש 33-34; ראו גם עמרי ירלין ושרון חנס "על מיווג, מיווג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט מז 104, 110, 111, ה"ש 25 (2003).

42 הרשות לניירות ערך, הגדרת "עניין אישי" בחוק החברות, התשנ"ט-1999 [www.isa.gov.il/news/News.asp?inPage=104&active=pirsum](http://www.isa.gov.il/news/News.asp?inPage=104&active=pirsum) (להלן: "פרשנות הרשות"); מבחינה חוקית, ספק רב אם קיימת לרשות לניירות ערך כל סמכות פרשנות ואכיפה בנוגע לס' 275 לחוק. ראו על כך ירלין וחנס, שם, בעמ' 116; חנס, לעיל ה"ש 3.

43 שם; המסמך של הרשות לניירות ערך מתייחס באופן פרטי להשלכותיה של פרשנות המונח "עניין אישי" על מנגנון ההצבעה באספה הכללית שנדרש לפי ס' 275 לחוק, כאשר לעסקה חריגה של חברה ציבורית שלבעל השליטה בה יש עניין אישי באישורה. לכן, נקטה הרשות לשון "בעל מניות" ו"בעל שליטה". עם זאת, הקו הפרשני שמביעה הרשות בעניין זה יפה לכל הקשר של "עניין אישי", בין של בעל מניות שליטה ובין של נושא משרה. בנוסף יוער, כי עיקר עניינה של הרשות הוא בקשת המקרים שבהם ברי כי לבעל השליטה יש "עניין אישי" באישור העסקה, ומוקד הספק הוא אם קיים בעל מניות נוסף, לצד בעל השליטה, אשר בשל קשריו עם בעל השליטה או בשל השפעת בעל השליטה עליו, נגוע אף הוא ב"עניין אישי" באישור העסקה. עניין זה, ולפיכך גם יישומיה של הרשות במסמך האמור, יעמדו במוקד שני הפרקים הבאים של מאמר זה.

44 המשנה ליועץ המשפטי לממשלה, עו"ד דוידה לחמן-מסר, העלתה שיקול נוסף לבחינה זהירה ומצמצמת של המונח "עניין אישי" וייחוסו רק לעניין אישי בעסקה הנדונה ולא

גישה דומה ניתן למצוא גם בארצות־הברית. הפסיקה ב־Delaware דורשת כי יתקיים רכיב נוסף בטרם יוסק כשל הפוגם בשיקול הדעת של בעל ההשפעה בחברה. רכיב זה הוא מהותיות טובת ההנאה שיפיק בעל ההשפעה עבור עצמו מאישור העסקה. כלומר שיקול הדעת של בעל ההשפעה חשוד כלקוי וכשבוני על ידי עניינו האישי רק כאשר הוכח שעניין זה הוא מהותי עבורו, אולם לא כשמדובר בעניין פשוט בלבד.<sup>45</sup>

## 2. ישימות המבחן: בין דירקטור לבעל מניות שליטה

בעיה מעשית העלולה להתעורר לנוכח המבחן המוצע לבחינת "עניין אישי", היא שהפעלתו הלכה למעשה עלולה להיות כרוכה בקשיים יישומיים. מדירת עצמת התועלת או ההנאה האישיים של בעל ההשפעה והשוואתם לעצמת מחויבותו לטובת החברה, היא פעולת הערכה סובייקטיבית. ספק אם עלויות הבירור הכרוכות במדידה, כאמור, מצדיקות את התועלת שבזיקוק המונח "עניין אישי" והפעלתו על פי אמות מידה מדויקות מבחינה אנליטית. ככל שעלויות מדירת עצמת העניין האישי גדלות, פוחתת התועלת שבמדירה כאמור. יטען אפוא הטוען שבקבוצת עלויות המדידה הגבוהות, ייתכן שמן הראוי לשקול חלופה הצובעת את התמונה במשיכות מכחול גסות. כלומר ייתכן שעדיף לנקוט פרשנות מרחיבה למונח "עניין אישי", אשר חרף היותה לוקה בהכללת יתר תחסוך את עלויות הבירור הכרוכות בפרשנות המוצעת לעיל.<sup>46</sup> בנוסף, פרשנות מרחיבה כאמור קלה יותר להגדרה חקיקתית, דבר אשר יגדיל את הוודאות של מקבלי ההחלטות בחברה בדבר הפורום הראוי לרון בחברה על עסקות שונות ולהצביע עליהן. אף מעלתה של הוודאות העסקית תומכת בפרשנות מרחיבה וגורפת.

---

להרחבת הפרשנות לעניין אישי כללי יותר. לטעמה, תוצאותיה של עסקה כאמור שלא זכתה למסכת האישורים המחמירה של המחוקק, היא בטלות מוחלטת של העסקה (void) (השוו ס' 280 לחוק). הרחבת יתר של פרשנות המונח "עניין אישי", אף במקרי ספק פרשניים, תחשוף עסקות רבות במשק לאפשרות כי יוכרו כבטלות בדיעבד. ראו דברי עו"ד דוידה לחמן־מסר, הרצאה ביום עיון של מרכז קיסריה לשוק ההון וניהול סיכונים (25.11.04) [http://pow.idc.ac.il/pls/portal/docs/PAGE/CAESAREA\\_CENTER\\_WEBSITE\\_ENG/CC\\_CONFERENCE\\_ENG/CC\\_CONFERENCE\\_THE\\_LATEST\\_EVENT\\_ENG/CC\\_CONFERENCE\\_THE\\_LATEST\\_EVENT\\_ENG\\_CON/%D7%93%D7%91%D7%A8%D7%99%D7%94%20%D7%A9%D7%9C%D7%93%D7%95%D7%99%D7%93%D7%94.DOC](http://pow.idc.ac.il/pls/portal/docs/PAGE/CAESAREA_CENTER_WEBSITE_ENG/CC_CONFERENCE_ENG/CC_CONFERENCE_THE_LATEST_EVENT_ENG/CC_CONFERENCE_THE_LATEST_EVENT_ENG_CON/%D7%93%D7%91%D7%A8%D7%99%D7%94%20%D7%A9%D7%9C%D7%93%D7%95%D7%99%D7%93%D7%94.DOC).

ראו: *Cede & Co v. Technicolor Inc.*, 634 A.2d 345, 362–63 (Del. 1994) 45  
השוו גם: *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984). כרי לבסס הפרה של חובת האמונים, על בעל המניות התובע להוכיח כי הדירקטור ניצב משני צדי העסקה או "derive[d] any personal financial benefit from it in the sense of self-dealing" (ההרגשה שלי – ד.ה.); מבחן מהותיות העניין האישי ייבחן על ידי בתי המשפט בבחינה סובייקטיבית של בעל ההשפעה המסוים בחברה, ולא לפי המבחן האובייקטיבי של "האדם הסביר". ראו *Cede & Co. v. Technicolor*, 663 A.2d 1156, 1167–68 (Del. 1995).

השוו: Robert H. Bork, *The Rule of Reason and the Per Se Concept: Price Fixing and Market Division*, 75 YALE L.J. 373, 384–87 (1966) 46

מנגד, כאמור, נוטה העניין שבכיבוד זכות המעורבות והבעת הדעה של כל משקיע הוני או של שלוחי החברה המקצועיים, להגן על זכות ההצבעה כל עוד לא הוכח בכירור, בראיות, כי עצמת העניין האישי במקרה הפרטני מאפילה על שיקול הדעת הענייני של בעל זכות הבעת הדעה. שיקול זה מבכר לפרש את המונח "עניין אישי" פרשנות אשר מחייבת בירור קפדני של עצמת העניין האישי בכל מקרה לגופו טרם פסילת זכות ההצבעה.

לשיטתי, בנוגע למדידת עצמת העניין האישי של בעל ההשפעה בחברה, ראוי לחלק בין בעל השפעה שהוא דירקטור גרידא לבין רעו שהוא בעל מניות שליטה בחברה.<sup>47</sup> הכעיה המעשית הנזכרת, בדבר קשיי המדידה בכל צד של המתרס, מטרידה כאשר בעל ההשפעה שבו מדובר הוא דירקטור בחברה שאינו בעל מניות בה. בנסיבות כאמור, קשה לכמת לערכים כלכליים את שיעור נאמנותו של נושא המשרה לטובת החברה לעומת שיעור מחויבותו לרווחת הצד האחר לעסקה. טלו, למשל, את שתי הדוגמות הבאות: דוגמה ראשונה – עסקה נקשרת בין חברה א' שבה מכהן ראובן כדירקטור, לחברה ב' שבה ראובן הוא בעל מניות. דוגמה שנייה – עסקה נקשרת בין חברות א' ו'ב', אשר בשתיהן מכהן ראובן כדירקטור. כלום ניתן להשוות באורח מדעי את מידת מחויבותו של ראובן לחברה א' למידת מחויבותו לחברה ב' בכל אחת משתי הדוגמות? את מידת מחויבותו לחברה שבה הוא מכהן כדירקטור גרידא יש להעריך לפי שקלול של שני רכיבים: האחד, בחינת נאמנותו האישית הסובייקטיבית של ראובן לגופים שבמסגרתם הוא משרת ואשר להם הוא חב חובות נאמנות. האחר, לפי הערכת החשיבות שתולה ראובן בהמשך כהונתו כדירקטור בחברה האמורה, וצפיית התועלת הכלכלית שתצמח לו מכך. עינינו הרואות, מדובר בהערכות סובייקטיביות מורכבות. הערכה זו אינה פשוטה כלל ועיקר. בנוסף, בהשוואה בין דירקטור לבעל מניות, דומה כי חשיבות ערך זכות ההצבעה פחותה אצל הדירקטור (אשר הוא שלוח מקצועי של החברה) מאשר אצל בעל מניות, אשר זכות ההצבעה משלימה את ערך השקעתו הכספית בחברה. לפיכך לנוכח הקשיים המעשיים הכרוכים במדידה, כאשר בבחינת עצמת מחויבותו של דירקטור בחברה עסקינן אל מול עניינו בצד האחר של המתרס, נבכר גישה פרשנית מהמירה. על כן כל אימת שנסיבות מעורבותו בצד האחר של המתרס, אם מחמת זיקה כלכלית אישית (הדוגמה הראשונה דלעיל) ואם מחמת זיקת תפקיד (הדוגמה השנייה דלעיל), מעוררות ספקות של ממש בדבר ניקיון שיקול דעתו בקבלת ההחלטה בחברה על העסקה המתקמת, מן הראוי להחמיר ולפרש את הנסיבות כיוצרות "עניין אישי" הפוגם בשיקול הדעת של נושא המשרה.<sup>48</sup>

47 נקטתי לשון "דירקטור" דווקא ולא "נושא משרה" משום שמבין כלל נושאי המשרה רק דירקטורים משתתפים מעיקרה בהחלטות על עסקות שהן נושא רשימה זו.

48 הדוגמה השנייה שהובאה לעיל, שבה משמש ראובן דירקטור בשתי חברות המתקשרות ביניהן בעסקה, היא מקרה טיפוסי להצגת קשיי מדידת המחויבות האישית של הדירקטור לכל חברה. לא ייפלא אפוא כי המחוקק במדינות שונות בארצות-הברית פירש נסיבות כאמור לחומרה וקבע כי לדירקטור יש "עניין אישי" הפוגם בניקיון שיקול דעתו. ראו, למשל, Delaware General Corporation Law § 144(a) (2006); New York Business Corporation Law § 713(a) (2006); California General Corporation Law § 310(b) (2006).

לעומת דירקטור, עצמת העניין האישי של בעל מניות שליטה קלה יותר למדידה. עניינו של בעל מניות בטובת החברה נמדד בערכים כספיים הנגזרים מאחוז המניות המונפקות המוחזקות בידיו. אף עניינו האישי בצד האחר של המתרס יימדד בערכים כספיים. טלו לדוגמה את ראובן, בעל מניות שליטה בחברה ציבורית (חברה א'), המחזיק 30% ממניותיה.<sup>49</sup> נניח כי חברה א' מתקשרת בעסקה עם חברה ב', חברה ציבורית אשר אף בה ראובן הוא בעל מניות. נניח כי ראובן מחזיק ב-40% ממניות חברה ב'. כאשר חברה א' מתקשרת בעסקה עם חברה ב', הרי שנכל שקל עודף שתשלם חברה א' לחברה ב' בעסקה, ראובן יפסיד 30 אגורות בחברה א', אך ירוויח 40 אגורות בחברה ב'. ודוק: לגודלה היחסי של כל חברה אין משמעות של ממש במשוואה זו. חברה א' יכולה להיות חברה בעלת מחזור כספים גדול ואילו חברה ב' בעלת היקף עסקים מצומצם יותר. בחינת עניינו של בעל המניות המשקיע הן בחברה א' והן בחברה ב', מתמקדת בשווי הכלכלי העובר במסגרת העסקה מחברה אחת לחברה האחרת. בנוגע לשווי האמור, זה הכלל: בצד שבו אחוזי ההשקעה הבלבליים של בעל המניות גדולים יותר, שם יהיה מצוי מוקד עניינו האישי. שם מונחת רווחתו החומרית.<sup>50</sup> ממילא, בנסיבות כאמור, החשש מפני הטיית שיקול דעתו של בעל המניות, קיים אך ורק בצד לעסקה שבו אחוז השקעתו נמוך יותר (בדוגמה לעיל – חברה א'). 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 (חברה ב').<sup>51</sup> בצד זה של העסקה, שיקולי בעל מניות השליטה יתיישרו מאליהם עם שיקולי רווחת כלל המשקיעים בחברה. ממילא, בצד של העסקה שבו אחוז החזקותיו של בעל המניות גדול יותר, אין כל מקום

49 לצורך הפרק העוסק בעסקות עם בעלי עניין, בעל מניות בחברה ציבורית אשר אין בה בעל מניות המחזיק ב-50% או יותר מזכויות ההצבעה בה, המחזיק 25% או יותר מזכויות ההצבעה בה הוא "בעל שליטה". ראו ס' 268 לחוק.

50 Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing* (2005), <http://ssrn.com/abstract=864645>

51 השו: R. Franklin Balotti, Charles M. Elson & J. Travis Laster, *Equity Ownership and the Duty of Care: Convergence, Revolution, or Evolution*, 55 BUS. LAW. 661 (2000), שטוענים כי בנסיבות שבהן דירקטורים מחזיקים באחוזים ניכרים ממניות החברה, יש להחיל חוקה כי פעלו בזהירות הנדרשת מהם על פי דין, בשל שיקולי תועלתם האישית כבעלי מניות בחברה; J. Travis Laster, *Exorcizing the Omnipresent Specter: The Impact of Substantial Equity Ownership by Outside Directors on Unocal Analysis*, 55 BUS. LAW. 109 (1999). מנתח את ההשלכות החיוביות שיש לאחוזי החזקות משמעותיים במניות החברה על דירקטורים הניצבים בפני הצעת רכש עוינת. החזקותיהם במניות החברה יגרמו לדירקטורים לשקול את השאת השווי לכלל בעלי המניות, תוך ביכור עניין זה על פני שימור מעמדם כדירקטורים בחברה; Charles M. Elson & Robert B. Thompson, *Van Gorkom's Legacy: The Limits of Judicially Enforced Constraints and the Promise of Proprietary Incentives*, 96 NW. U.L. REV. 579 (2002); Charles M. Elson, *The Duty of Care, Compensation, and Stock Ownership*, 63 U. CIN. L. REV. 649 (1995).

לדרוש מנגנון מיוחד לקבלת החלטה על העסקה. בעל מניות השליטה אינו בעל "עניין אישי" נבדל מיתר המשקיעים, ושיקול דעתו אינו מוטה.<sup>52</sup> בצד זה של העסקה הוא כשר לבוא בקהל המצביעים.<sup>53</sup> 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".<sup>54</sup>

## ה. עניין אישי נגזר: מערכות יחסים חיצוניות לחברה בין מקבל ההחלטות ובין המעוניין בעסקה

פרק זה יבחן את שאלת קיום העניין האישי בנסיבות שבהן לבעל ההשפעה בחברה, גופו, לא צפויה רווחה חומרית אישית בעסקה עצמה.<sup>55</sup> בנסיבות כאמור, ניתן

- 52 השוו איתמר לוינ "דני גולדשטיין: מיעוט סחטני יכול כיום להטיל וטו על עסקאות בעלי עניין" גלובס 20.9.2004, 21-4. מר דני גולדשטיין, יושב ראש איגוד החברות הציבוריות בישראל, מצוטט כמי שאמר: "האם הבעלים, שמחזיק ב-90% מהחברה, יעשה עסקה על מנת לדפוק את 10% של הציבור, כאשר הוא דופק את עצמו ב-90%? זו חרב פיפיות".
- 53 עם זה, דומה כי יש מקום לדרוש מבעל המניות האמור לדבוק בעקרון הגילוי אף בחברה ב'. רוצה לומר: גם בחברה ב' יחויב בעל המניות לגלות על אודות החוקתו המקבילה ב-30% ממניות חברה א', תוך שהוא מבהיר את מלוא עניינו הכלכלי בכל אחת מן החברות. כל עוד גילוי כאמור, המופנה כלפי יתר בעלי המניות בחברה ב', לא הצביע על עניין כלכלי מיוחד ורגיש יותר בחברה א', בהשוואה לשיעור החוקתיו בחברה ב', אכן יהיה כשר בעל מניות השליטה לבוא בקהל המצביעים בחברה ב'. שאלה מעניינת היא, אם חבילת השתכרות גבוהה במיוחד ממנה נהנה בעל המניות כנושא בכיר בחברה א' (כגון מנכ"ל) עלולה לשנות את תמונת ההסתכלות על ענייניו הכלכליים היחסיים של בעל השליטה בכל אחת משתי החברות. אין לכחד, בנסיבות מסוימות התשובה אמנם תהיה חיובית. כך, למשל, כאשר מדובר בחבילת השתכרות הנובעת מאישור העסקה שבנדון. ראו עניין *Pure Resources*, להלן ה"ש 117. חבילת השתכרות כאמור, התלויה בביצועי החברה ובעסקיה ואינה קבועה, מגלמת עניין כלכלי הדומה להחזקת מניות. לפיכך, יש לכלולה ולשקללה במשוואת העניין הכלכלי היחסי של בעל השליטה בכל אחת מן החברות המעורבות.
- 54 ראוי לציין, כי בהקשר הספציפי של עסקות מיזוג נקט המחוקק גישה שונה מעמדתי זו. החוק שולל מבעל מניות המחזיק ב-25% או יותר מאמצעי השליטה בחברה המתמזגת האחרת, מלהצביע יחד עם יתר בעלי המניות בחברה המתמזגת הראשונה, ראו ס' 320(ג) לחוק. המונח "אמצעי שליטה" מוגדר בס' 1 לחוק כ"זכות ההצבעה באסיפה הכללית של חברה או הזכות למנות דירקטור של חברה". בהמשך מהמיר החוק וקובע כי כאשר אדם מחזיק ב-25% או יותר מאמצעי השליטה של כמה חברות מתמזגות, יש להחיל את ההוראה האמורה בכל אחת מן החברות המתמזגות, ראו ס' 320(ד) לחוק. יוצא אפוא כי לפי החוק, במיזוג בין חברה א' לחברה ב', שבה מחזיק ראובן ב-30% ו'40% מן המניות המונפקות, בהתאמה, נאסר על ראובן להשתתף בהצבעה עם יתר בעלי המניות בכל אחת מן החברות המתמזגות. על ס' 320 ראו דוד האן "כפייה בין-קבוצתית במיזוג חברות" משפטים לב 419 (2002). כאמור, לשיטתי זו החמרת יתר – אין כל מניעה כי ראובן יצביע בנסיבות אלה עם יתר בעלי המניות בחברה ב'. עם זאת, יש מקום לסייג את דבריי כשהמיזוג נעשה תמורת מוזמנים (cash out) ולא תמורת מניות, שכן אז אמנם ביחס לשווי התמורה ראובן חולק עם יתר בעלי המניות בחברה ב' עניין משותף, אך ביחס לעצם הרצון לדוחקם החיצה מן החברה והותרתו כבעל מניות יחיד (מכוח החוקתיו בחברה א', הקולטת) הוא מצוי בניגוד עניינים חזיתי להם.
- 55 לשם הבחירות המינוחית, הביטוי "בעל השפעה" מכוון לכל אדם אשר כעיקרו, טרם סינון בעלי "העניין האישי", זכאי להצביע בנוגע לעסקה מוצעת, בין כדירקטור או בין כבעל מניות.

לסבור כי כל עוד אין לו טובת הנאה אישית, פרטית וישירה המופקת מן העסקה הנדונה, דומה לכאורה, כי שיקול דעתו של בעל ההשפעה נקי מרבב, וביכולתו להחליט על העסקה תוך שקילת טובת החברה בעסקה לבדה. עם זאת, אף בנסיבות אלה אין הדברים פשוטים כלל ועיקר. לעתים, מערכות יחסים בין בעל ההשפעה לבין אדם אחר, לו כן צפויה רווחה אישית מן העסקה (להלן: "האדם המעוניין"), עלולות להטות את שיקול דעתו של בעל ההשפעה בחברה. שני הפרקים שלהלן מנתחים מערכות יחסים שונות בין הגורם המעוניין אישית בעסקה ובין בעל ההשפעה, ובוחרים אימתי יש במערכות היחסים, כאמור, כדי לעורר חשש ממשי להטיית שיקול דעתו של בעל ההשפעה בנוגע לעסקה הנדונה ואימתי לא. אכן, ניתוח זה ירחיב את סוגיית העניין האישי מעבר לגבולות העסקה גופה. מצד אחד, הרחבה זו נדרשת, לטעמי, מתוך הבנה מציאותית של הדינמיקה הביניאישית המתקיימת בחברה, והשלכותיה על תהליכי קבלת החלטות ככלל ובנוגע לעסקות נושא מאמר זה בפרט. מצד שני, פרשנות "עניין אישי", אף במעגלו הרחב, טעונה תיחום ברור. ברי כי אין זה סביר להפוך כל חשש, רחוק וספקולטיבי של הדריות בין בני אדם, לחשש שהופך את בעל ההשפעה, מניה וביה, לנגוע ב"עניין אישי" בנוגע לעסקה הנדונה. לו כך היה, הרי לא היה לדבר סוף וניתן היה להתייחס לכל מחליט בחברה תמיד כנגוע בעניין אישי. אין זאת אלא שמבחיני סבירות ושכל ישר, תוך השקפה מפוכחת על המציאות, הם אשר ינחו את הצבת הגבול בין החששות אשר יובאו בחשבון במסגרת ניתוח העניין האישי הנובע ממערכות יחסים בין-אישיות ובין אלה שהדין לא יחוש להם.

מערכות היחסים שבהן עוסק פרק זה, בין בעל ההשפעה לבין האדם המעוניין, אינן נובעות ממעמד האדם המעוניין בחברה עצמה. כלומר פרק זה יתמקד במערכות יחסים חיצוניות לחברה. לעומתו, הפרק הבא יעסוק במערכות יחסים בין בעל ההשפעה לבין האדם המעוניין שהגן פנימיות לחברה, דהיינו יחסים הנובעים ממעמדו של האדם המעוניין בחברה, והשלכות מעמדו על עצמאות שיקול דעתו של בעל ההשפעה.

## 1. קרובי משפחה

אחת הזיקות המעוררות את החשש שמא יטו את שיקול דעתו של בעל ההשפעה מלשוות לנגד עיניו את טובת החברה, היא זיקה משפחתית של מקבל ההחלטה אל הצד האחר לעסקה.<sup>56</sup> אין זאת אלא כי ניסיון החיים מלמדנו כי דרכו של עולם היא כזו שבה חש אדם מחויבות ראשונה במעלה לבני משפחתו. מחויבותו זו עולה, על פי רוב, על מחויבותו לרווחתם של שאר בני האדם. לפיכך, כשעל כפות

56 ההנחה המשתמעת היא, כי בצד האחר לעסקה ניצב קרוב המשפחה של בעל ההשפעה בכבודו ובעצמו. ברם, לא אחת, בצד השני של העסקה עם החברה, ניצב לו אדם אחר אשר לקרוב המשפחה של בעל ההשפעה בחברה יש זיקה אישית אליו. כך, למשל, מתעורר ספק כאמור בעסקה שבה מתקשרת החברה עם "קרוב של הקרוב" (כגון הגיס של הגיס של בעל ההשפעה) או עם תאגיד שבו קרוב המשפחה של בעל ההשפעה הוא דירקטור. האם גם במצבים אלה נוצר "עניין אישי" לבעל ההשפעה? דומני, כי בחינה תכליתית של סוגיית העניין האישי תוביל לתשובה שלילית. אכן, כל עניינו האישי הפוטנציאלי של בעל ההשפעה בנסיבות שתוארו, הנו עניין אישי הנגזר מעניינו של קרוב משפחתו. כאשר הזיקה של קרוב משפחתו

המאזניים מונחות רווחתם של המשקיעים בחברה מול רווחת בן משפחה של בעל ההשפעה, בכך בעל ההשפעה את זה האחרון, אם במודע ואם בתת־מודע. בשל חשש מובן זה, טרח המחוקק ופירש כי "עניין אישי" אוצר בחובו אף את עניינו האישי של "קרוב" של בעל ההשפעה.<sup>57</sup> פועלה של הוראה זו בחוק ברור הוא: המחוקק ביקש לייתר כל דיון בשאלה – האומנם עצמת מחויבותו של בעל ההשפעה לרווחת בן משפחתו גדולה מעצמת מחויבותו לטובתה של החברה? המחוקק מניח בנוקשות שכך הוא. בעיני המחוקק אין העלות של מדידת עצמת המחויבות בשני צדי המאזניים בנסיבות אלו שווה בתועלת המדידה.

בנסיבות ספציפיות ייתכן שעצמת מחויבותו של בעל ההשפעה לבן משפחתו תהיה קטנה לאין ערוך מעצמת מחויבותו לטובת החברה. אכן, ישנן משפחות שבהן היחסים המשפחתיים בין בני המשפחה כה מעורערים, עד כי אדרבה – בעל ההשפעה ממתין לראות במפלתו הכלכלית של בן משפחתו. על כן ידבק בעל ההשפעה בטובת החברה ולא ישקול ולו לרגע את התועלת העשויה לצמוח לבן משפחתו בצד האחר של העסקה.<sup>58</sup> אולם, כאמור, בשל דרכו של עולם, נוקט בעניין זה המחוקק גישה מכיליה המוותרת על הבירור הפרטני של טיב מערכת היחסים המשפחתיים בכל מקרה ומקרה. המחוקק הולך אחר רוב המקרים ומאמץ בהתאמה כלל גורף הקובע כי עניינו האישי של "קרוב" לעולם ייחשב כעניין המטה את שיקול דעתו של בעל ההשפעה משיקולי טובת החברה.

המסגרת המשפחתית שמשרטט המחוקק בהקשר זה היא מתוחמת. היא כוללת את שבעת הקרובים, הורי ההורים, נכדים ונינים, ילדי בן הזוג (מאדם אחר) ובני הזוג של כל אחד מאלה.<sup>59</sup> כלום יש להסיק מכאן, כי עניין אישי בעסקה שיש

היא זיקה בלבולית לעסקה, כגון הצד האחר לעסקה היא חברה בשליטת קרוב המשפחה, הרי הלכה למעשה רווחתו האישית של קרוב המשפחה גופו, היא המוטלת על כף המאזניים. בנסיבות אלה, יש מקום לבחון בקפידה את הטיית שיקול הדעת של בעל ההשפעה בחברה בשל רווחתו האישית של קרוב משפחתו. בכך עוסק הכתב העיקרי. ברם, בנסיבות שעליהן הקשינו, קרי: זיקת תפקוד (כגון קרוב המשפחה שהוא דירקטור בחברה שבצד האחר לעסקה) או זיקה משפחתית (כגון נסיבות אשר מבחינת בעל ההשפעה ייחשבו נגיעה בעסקה של "הקרוב של הקרוב") גרידא, מבחינת בעל ההשפעה דגן מדובר לכל היותר בעניין אישי "נגזר דגנזר". לעניות דעתי, עניין אישי כאמור מוחלש בעצמתו במידה רבה, עד כי אין לחשוש לו כפוגם בניקיון שיקול הדעת של בעל ההשפעה. נראה בעיניי, כי אדם אינו חש כל כך לרווחתו של קרוב של קרובו. אמנם ייתכן שהוא חש, אך ברי כי אם תהיה הטיה כזו, הריה בעצמה חלשה לאין ערוך מאשר נגיעה אישית של קרובו הישיר. לפיכך, אין הצדקה לשרשרת כאמור. בנוסף, יעורר שרשור כאמור את החשש כי אין לדבר סוף! היכן תיחתך השרשרת? ס' 1 לחוק.

57 על סכסוכים בחברות שבשליטה משפחתית ראו, למשל, זבה דברת "יותר מדי משפחה על פחות מדי עסק" גלובס 23-22.7.01, 8; דוד חיון "האחים שרבו: 5 שנים ופרידה" גלובס 26.1.1998, 57.

59 ראו שם. שבעת הקרובים הם בן הזוג, אב, אם, אח, אחות, בן ובת. מעניין הדבר, כי בחקיקה המנהלית מוגדרים קרובי משפחה, אם כי לא באורח אחיד. ראו למשל "ועדת המינויים לפי חוק בתי הדין הדרוויים – קרוב משפחה כמועמד" הנחיות היועץ המשפטי לממשלה 1.1551 (התשמ"ד): "לעניין הקרבה יש לנהוג לפי מבחן של סבירות. כלומר, קרבה הנתפסת על ידי כללי הצדק הטבעי היא אותה קרבה אשר לדעת האדם הסביר יוצרת אפשרות ממשיה (או חשש סביר) של משוא פנים. ברור שקרבה משפחתית בדרגה ראשונה או שנייה, כגון הורה, בן, סב, נכד, אחיו, דוד או דודן נתפסת במבחן זה".

לאחר מיתר קרובי משפחתו, כגון דוד או בת דודה, של בעל ההשפעה אינו פוגם בשיקול דעתו של בעל ההשפעה ואינו שולל ממנו את ההשתתפות בקבלת ההחלטה בחברה על העסקה הנדונה? לטעמי, לאו דווקא. הגדרת "קרוב" שבחוק אך מסייעת בידינו לקבוע אימתי יש לראות באופן נוקשה בעניין האישי שיש לקרוב משפחה של בעל ההשפעה בעסקה משום פגם אוטומטי בשיקול הדעת של בעל ההשפעה. אולם אין בכך כדי לשלול את האפשרות כי שיקול דעתו של בעל ההשפעה ילקה גם מחמת נגיעתו האישית של קרוב משפחה אחר שלו, אשר איננו נכלל בהגדרת "קרוב".<sup>60</sup> אף נגיעה אישית בעסקה של קרובי משפחה אחרים עלולה לשמש פגם פוסל אצל בעל ההשפעה.<sup>61</sup> אלא שפסול כאמור לא יתקיים מאליו, מעצם הנגיעה האישית של קרוב המשפחה, כי אם יש להעביר את הזיקה המשפחתית האמורה תחת שבת המבחן הכללי של "ענין אישי", כלומר להשוות את עצמת מחויבותו של בעל ההשפעה לבן המשפחה האמור אל מול מחויבותו לטובתה של החברה.<sup>62</sup>

כל שאמרנו עד כה בעניין השפעתה היתרה של זיקה משפחתית על שיקול הדעת של בעל ההשפעה בחברה, יפה בנוגע לבעל השפעה בחברה אשר הוא דירקטור בה גרידא. אכן, דומה כי המחויבות המשפחתית מקלקלת את השורה ודירקטור שוקל שיקולים בחברה באורח מוטה. ברם, בנסיבות שבהן בעל ההשפעה הוא בעל שליטה בחברה (ציבורית) לא תמיד תקולקל השורה. לעיל ציינו, כי כאשר בבעל שליטה עסקינן, יימדד עניינו האישי על בסיס השוואה בין אחוזי המניות שהוא מחזיק בחברה דגן לבין אחוזי המניות שהוא מחזיק בצד האחר של המתרס. רק כאשר אחוז החזקותיו בחברה דגן נמוך מאחוז החזקותיו בצד האחר של המתרס מתעורר החשש להטיית שיקול דעתו כמקבל החלטות בחברה. דברים אלה יפים מדין קל וחומר אף כשבצד האחר למתרס עומד קרוב משפחה של בעל השליטה. זיקתו המשפחתית אל האדם המעוניין בצד האחר של המתרס לא תעלה על קרבתו של בעל השליטה אצל עצמו. לכל היותר, ניתן לראות את קרוב המשפחה ואת בעל השליטה כ"יחידה משפחתית משותפת". אשר על כן, כאשר בוחנים אם קיים "עניין אישי" של קרוב משפחה של בעל השליטה, מן הראוי להשוות את שיעור החזקות המניות הכולל של היחידה המשפחתית בחברה לעומת שיעור החזקותיה בצד האחר של המתרס.

## 2. חברות אישית

אחת הזיקות האישיות השכיחות העלולות להעיב על נקיות הדעת של בעל ההשפעה בחברה היא חברות בינו לבין אדם המעוניין בעסקה מן העבר השני של

60 אהרן ברק פרשנות במשפט כרך שני – פרשנות החקיקה 112–115 (1993); ברק, לעיל ה"ש 30, בעמ' 214–220.

61 אכן יושם אל לב, כי הגדרת "עניין אישי" בס' 1 לחוק, המזיקתנו להגדרת "קרוב", פותחת במילה "לרבות". רוצה לומר: הגדרת "עניין אישי" אינה ממצה, ומונח זה יסבול תרחישים נוספים שאינם בכלל ההגדרה שבחוק.

62 עם זאת, לצורך הגשמתה של בחינה זו, יש להקפיד עם בעל ההשפעה על גילוי לדירקטוריון החברה, על אודות זיקתו המשפחתית לאדם המעוניין בעסקה. הדירקטוריון ישקול את השפעת הזיקה על ניקיון שיקול הדעת של בעל ההשפעה.

המתרס. האם יש בחברות כאמור כדי להטיל דופי בנקיות שיקול הרעת של בעל ההשפעה עד כדי החשבתו כבעל "ענין אישי" באישור העסקה? האם זיקת חברות חזקה בעצמתה כזיקה משפחתית, בבחינת "טוב שכן קרוב מאח רחוק", או חלשה הימנה?<sup>63</sup> ברי הדבר, כי אף כאן תלויה התשובה האמיתית במערכת היחסים האישית הקונקרטית בין בעל ההשפעה בחברה לבין חברו, המעוניין באישור העסקה. בעניין זה ניתן לזהות מגמה מעורבת ולא אחידה בפסיקה מעבר לים. בעבר הלא רחוק דחה בית המשפט ב-Delaware את הטענה כי עצם החברות הקרובה בין יושב ראש דירקטוריון לאדם אחר, אשר החברה דנה בחבילת הפרישה שתאושר לו, הופכת את יושב ראש הדירקטוריון לנושא משרה המעוניין אישית באישור חבילת הפרישה.<sup>64</sup> אולם לאחרונה בדיון מחודש באותה פרשה שב בית המשפט והדגיש את עובדת החברות הקרובה ורבת-השנים בין השניים כעובדה המעיבה על תהליך אישורה של חבילת הפרישה האמורה.<sup>65</sup> עם זאת, בפרשה אחרת שנדונה בשנה האחרונה, פסק בית המשפט העליון ב-Delaware כי לא ניתן להסתפק בהצבעה סתמית על קשרי חברות גרידא בין דירקטורים כדי לבסס הטיה של שיקול הרעת של הדירקטור החבר, בשל עניינו האישי של הדירקטור האחר. הטוען לחוסר עצמאות שיקול הרעת של הדירקטור החבר, נדרש להצביע בראיות מפורשות על קשרים אישיים בין שני הדירקטורים שיעוררו ספק סביר בנוגע ליכולתו של הדירקטור החבר להפעיל שיקול דעת עצמאי במנותק מעניינו של חברו.<sup>66</sup>

דומה בעיניי, כי לא יהיה זה נכון להתייחס התייחסות גורפת לקשרי חברות, אם לחיוב (קרי, לראות בהם, כשלעצמם, כיוצרים "ענין אישי" גם אצל החבר) ואם לשלילה. עצמת קשרי חברות בין בני אדם שונה ממקרה אחד למשנהו, ומן הנמנע יהיה להציע פתרון אחיד משכנע לכל קשת קשרי החברות האפשריים.

63 על קשרי חברות והשפעתם על הטיית שיקול הרעת של מקבלי ההחלטות, ראו: Charles Kadushin, *Friendship Among the French Financial Elite*, 60 AM. SOC. REV. 202 (1995); Roberto M. Fernandez, *Structural Bases of Leadership in Intraorganizational Networks*, 54 SOCIAL PSYCHOLOGY QUARTERLY 36 (1991); Lynn A. Stout, *On the Proper Motives of Corporate Directors (Or, Why You Don't Want to Invite Homo Economicus to Join Your Board)*, 28 DEL. J. CORP. L. 1 (2003).

64 ראו: *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 731 A.2d 342 (Del. Ch. 1998). Crescent/Mach I Partners, L.P. v. Turner, 846 A.2d 963, 980-81 (Del. Ch. 2000).

65 ראו: *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 825 A.2d 275 (Del.Ch. 2003). יש המסבירים את ההחמרה בסטנדרטים של בית המשפט ב-Delaware בנוגע לבחינת שיקול דעתם של דירקטורים, כתגובה שיפוטית לחששו, שבעקבות שערוריות Enron ו-WorldCom, יופקע העיצוב העתידי של דיני החברות במדינות ארצות-הברית ממדינת Delaware (המשמשת כמודל המוביל) באמצעות חקיקה פדרלית של הקונגרס. מהלך חקיקה ראשוני כאמור בא לידי ביטוי ב-Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 2002 (116 Stat.) 745 המוכר בשמו הפופולרי The Sarbanes-Oxley Act of 2002; ראו: Renee M. Jones, *Rethinking Corporate Federalism in the Era of Corporate Reform*, 29 J. CORP. L. 625 (2004).

66 ראו עניין, *Martha Stewart* לעיל ה"ש 32, בעמ' 1050-1052.

לפיכך, לעניות דעתי, אין מנוס מלבחון את השאלה אם קשרי חברות יוצרים "עניין אישי" אצל בעל ההשפעה על בסיס פרטי בכל מקרה ומקרה.<sup>67</sup> עם זאת, ניתן להצביע על כלי עזר לבחינת עצמת קשרי החברות והסתברות השלכותיה על הטיית שיקול הדעת של בעל ההשפעה בחברה. שתי אמות מידה מרכזיות מוצעות לצורך בחינה כאמור. האחת, היא משך תקופת החברות. השנייה, היא אינטנסיביות הקשר החברי בשנים האחרונות שלפני העסקה המוצעת, לאמור בחינה של תכיפות הפגישות החברתיות, קיומן של חופשות פרטיות משותפות וכדומה.<sup>68</sup> אל אמות מידה אלה תצטרף, כאמת מידה משלימה, בחינה של קיום קשרים נוספים, פרט לחברות כשלעצמה. כלומר יש לבחון אם בין שני החברים מתקיימים או התקיימו לאחרונה גם קשרים עסקיים משותפים, או שהחבר המעוניין באישור העסקה סייע לבעל ההשפעה במידה כזו, שבעל ההשפעה חש חובה מוסרית להיטיב עם מיטיבו.<sup>69</sup> עם זאת, בסופו של דבר, אין לדרוש מכל ועדת ביקורת ודירקטוריון, אף לא מיועציהם המשפטיים, הנערכים לקראת ישיבה לאישור עסקה אשר לחבר של אחד מן הדירקטורים יש עניין אישי באישורה, לשבת שבעה נקיים על עצמת מחויבותו של הדירקטור האמור לחברה מול עצמת מחויבותו לחברו. אמנם על גופים אלה לבחון את טיב קשרי החברות בין השניים לפי הפרטים שגילה להם הדירקטור, אך בכל מקום שמתעורר ספק ממשי אם חברות כאמור עלולה להטות את שיקול דעתו אם לאו, יש להחמיר ולקבוע כי לדירקטור יש עניין אישי.<sup>70</sup>

### 3. תלות כלכלית

הטיית שיקול הדעת של בעל השפעה בחברה עלולה לנבוע מזיקה כלכלית מהותית בין בעל ההשפעה לבין הגורם המעוניין בעסקה. כלומר אף שבעל ההשפעה אינו מעוניין אישית בעסקה הנדונה כשלעצמה, צלה המרחף של הזיקה הכלכלית החיצונית בינו לבין הגורם המעוניין אישית באישור העסקה, עלול להעיב על ניקיון דעתו של בעל ההשפעה בנוגע להחלטה בחברה על העסקה הנדונה. חשש כאמור יתקיים רק כאשר השלכות הזיקה הכלכלית החיצונית

67 השוו מינויים בחברות ממשלתיות ובתאגידים ציבוריים, הנחיות היועץ המשפטי לממשלה 6.5000, 33-34 (התשס"ד): "אשר ל'זיקה אישית', הרי שהיכרות בין מועמד לשר משרי הממשלה אינה מהווה בהכרח 'זיקה אישית', כמשמעותה בהוראת הסעיף [ס' 18ג(א) לחוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975]. יש לבחון את נסיבות ההיכרות על מנת לעמוד על קיומה של הזיקה האישית ועצמתה, כגון קשרי ידירות, היכרות ממסגרת חברים משותפת, וכיוצא באלה".

68 לשם ניתוח זה של הקשר החברי, יידרש כמובן בעל ההשפעה לפרט בקפידה את כל המידע הרלוונטי במסגרת חובת הגילוי שמוטלת עליו. השוו: NYSE, לעיל ה"ש 16, ס' 303A.

69 כדוגמה מעשית לכך, ישמש מקרה שבו החבר המעוניין בעסקה טיפל בעבר בבעל ההשפעה, טיפול רפואי משמעותי. דוגמה נוספת היא מקרה שבו מקבל ההחלטות הוא פרופסור באוניברסיטה יחד עם הגורם המעוניין, והגורם המעוניין אף היה מרצה של מקבל ההחלטות בדוקטורט של האחרון. ראו: *In re Oracle Corporation Derivative Litigation*, 824 A.2d 917, 920 (Del. Ch. 2003).

70 זהו ביטוי פרטי של הכלל שהוצע לעיל, בנוגע לפרשנות "עניין אישי" של דירקטורים. ראו לעיל, הטקסט הסמוך לה"ש 48. והשוו עניין *Oracle*, שם, בעמ' 938.

ביניהם, משמעותיות ריין לכיסו של בעל ההשפעה. השפעת הזיקה הכלכלית על עצמאות שיקול הדעת של מקבל ההחלטות באה לידי ביטוי בנייר העמדה שהפיצה הרשות לניירות ערך ובו הצעתה לפירוש המונח "עניין אישי" בחוק.

הרשות מתייחסת לתרחישים הבאים כבעייתיים:<sup>71</sup>

1. כאשר לבעל ההשפעה יש קשרים עסקיים או פיננסיים עם האדם המעוניין בעסקה אשר צפויים, באופן סביר, להשפיע על הצבעתו בנוגע לעסקה;
2. כאשר בעל ההשפעה נתון ל"השפעה שולטת" של האדם המעוניין בעסקה, והשפעה זו צפויה, באופן סביר, להשפיע על הצבעתו בנוגע לעסקה.<sup>72</sup>

נמצאנו למדים, כי גם לשיטתה של הרשות, לא די בזיקה כלכלית כלשהי כדי להפוך את בעל ההשפעה לנגוע ב"עניין אישי", אלא אם כן זיקה זו מעוררת באופן סביר את חשש הטיית שיקול דעתו. חשש כאמור מתעורר במיוחד בנסיבות שבהן הכנסתו העיקרית של מקבל ההחלטה תלויה בגורם המעוניין כלכלית באישור העסקה. כך, למשל, כאשר דירקטור הוא גם עובד או מנהל בכיר בחברה אחרת שבשליטת בעל השליטה, והגורם המעוניין באישור העסקה הוא בעל השליטה או קרוב משפחתו, מתקיימת "השפעה שולטת".<sup>73</sup> בדומה, כאשר הדירקטור הוא יועץ משפטי אשר היקף ניכר מהכנסות משרדו נובעות מעסקו של הגורם המעוניין בעסקה, מושפע דירקטור זה מעניינו האישי של הגורם המעוניין בעסקה.<sup>74</sup> בנסיבות כאמור, קשה לראות כיצד יוכל מקבל ההחלטות לבודד את שיקולי המשך פרנסתו האישית ממערכת השיקולים שישקול בנוגע לעסקה שבה מעוניין אישית הגורם, אשר הוא למקבל ההחלטות מקור מים חיים. עם זאת, לא רק מקור הכנסה במונח הפרנסה האישית הופך אדם לתלוי כלכלית באדם אחר. אף בנסיבות שבהן הגורם המעוניין בעסקה הוא תורם כספי משמעותי למוסד שאליו משתייך מקבל ההחלטות או אחד מקרוביו, עלול החשש מפני "סגירת הברזים" על ידי התורם, להטות את שיקול הדעת של מקבל ההחלטות. על כן, גם בנסיבות אלה, ראוי לנקוט פרשנות מחמירה ולראות במקבל ההחלטות בעל "עניין אישי" באישור העסקה הנדונה.<sup>75</sup>

71 ראו לעיל, ה"ש 42. כפי שכבר צוין בהערה האמורה, נייר העמדה של הרשות מתמקד בעיקרו בזיקותיו של בעל מניות העלולות להטות את שיקול דעתו בהצביעו באספה הכללית. לעומת זאת, אני מבקש לתמוך יתדותיי בהשקפה המובעת בנייר העמדה האמור לשם יישומה אף בהקשר של הטיית שיקול דעתו של דירקטור. על חלק מעמדת הרשות לגופה, דהיינו, באשר להשפעת זיקות אחרות (להבדיל מזיקת התלות הכלכלית) על שיקול הדעת של בעלי מניות, הנני חולק. ראו להלן, פרק 3.1.

72 מבחן "ההשפעה השולטת" משמש גם כאמת מידה ל"עניין אישי" של דירקטור בעסקה בהמצות ה-A.L.I., לעיל ה"ש 39.

73 אכן, כביטוי פרטי ל"השפעה שולטת" מציינת רשות ניירות הדרך כי "יראו לכאורה עובד של החברה או של תאגיד בשליטתה או עובד של בעל השליטה, אשר עיקר הכנסתו נובעת מעיסוקו זה, כנתון להשפעה שולטת". ראו פרשנות הרשות, לעיל ה"ש 42.

74 השו: עניין *Walt Disney*, לעיל ה"ש 64 (ניתוח עניינו של הדירקטור Stanley P. *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation*, No. (Gold Del. Ch. LEXIS 70 (Del. Ch. June 4, 2004) 16415, 2004). הדירקטור John Raynor).

75 ראו עניין *Oracle*, לעיל ה"ש 69.

## 1. עניין אישי נגזר: מערכות יחסים בחברה בין מקבל ההחלטות ובין המעוניין בעסקה

הפרק הקודם עסק במערכות יחסים בין בעל ההשפעה בחברה לבין האדם המעוניין בעסקה, שהן חיצוניות לחברה. עם זאת, בעיה המרחפת בחלל כל חדר ישיבות שבו מתקבלות החלטות דמוקרטיות, היא הטיית שיקול הדעת של מקבל החלטה פלוני לטובת התוצאה שבה מעוניין אלמוני, מתוך ציפייה שאלמוני ישיב לפלוני טובה כגמולו לעתיד לבוא. בנוסף, קיימת דעה כי בדירקטוריון, כבגופים אחרים המקבלים החלטות, מתפתחת דינמיקה של תחושת מחויבות הדדית ו"רעות מקצועית" בין חברי הדירקטוריון, ותחושות אלה מעיבות על עצמאות שיקול הדעת של כל דירקטור כמקבל החלטות.<sup>76</sup> כלומר, גם דינמיקה של מערכות היחסים בחברה פנימה, טמון זרע של חשד בדבר הטיה אפשרית של שיקול הדעת אצל מקבלי ההחלטות. אכן, בין בדירקטוריון החברה ובין באספה הכללית, יש לבחון את השאלה אם לעולם יש לחוש לשיקולי "שמור לי ואשמור לך" ולראות עקב כך בראובן משום "גורם מעוניין" באישור עסקה שבה יש לשמעות עניין אישי אך בשל ישיבתם המשותפת בפורום שבו מתקבלת ההחלטה על העסקה. בהתאם לעמדתו לאורך המאמר כולו, דומה בעיניי כי אף כאן מן הראוי להפריד את ניתוח השאלה ולהבחין בין מערכת קבלת החלטות משותפת בדירקטוריון, לבין קבלת החלטות באספה הכללית של החברה. בהתאמה, תחילה תיבחן סוגיית "שמור לי ואשמור לך" בין חברי הדירקטוריון לבין עצמם. אחר כך תיבחן זיקתם ותלותם של הדירקטורים בבעלי השליטה. ולבסוף תיבחן מערכת היחסים ההדדית בין בעלי המניות לבין עצמם.

### 1. ציפייה לגמול הדדי בדירקטוריון: "שמור לי ואשמור לך"<sup>77</sup>

להבנת הסוגיה של גמול הדדי צפוי בדירקטוריון, יש למקד את המבט בעסקות שבהן עניין זה בא לידי ביטוי. בישראל, עיקר הרגישות של סוגיה זו עולה בנוגע לעסקה בין החברה לדירקטור מסוים, או בעסקה בינה לבין אדם אחר שלאותו דירקטור יש עניין אישי באישורה. לעומת זאת, במה דברים אמורים פחות? בשניים אלה: א. תנאי כהונה והעסקה. ב. אישור עסקה שבה מעוניין דירקטור

76 תופעה זו מכונה בספרות בשם "הטיה מבנית" (Structural Bias) ראו: WILLIAM A. KLEIN & JOHN C. COFFEE JR., BUSINESS ORGANIZATION AND FINANCE: LEGAL AND ECONOMIC PRINCIPLES 210 (9th ed. 2004); DENNIS J. BLOCK NANCY E. BARTON & STEPHEN A. RADIN, THE BUSINESS JUDGMENT RULE 906-14 (4th ed. 1995); *The Propriety of Judicial Deference to Corporate Boards of Directors*, 96 HARV. L. REV. 1894 (1983); Mark A. Underberg, *The Business Judgment Rule in Derivative Suits Against Directors*, 65 CORNELL L. REV. 600, 619-22 (1980); James D. Cox & Harry L. Munsinger, *Bias in the Boardroom: Psychological Foundations and Legal Implications of Corporate Cohesion*, 48 LAW & CONTEMP. PROBS. 83 (1985).

77 בנוגע לדירקטוריון מלכתחילה ניתן לדבר רק על ציפייה לגמול הדדי, ולא על זכות, שכן כל הסכם הצבעה בין דירקטורים אסור על פי חוק. ראו ס' 106 לחוק.

שהוא גם בעל שליטה בחברה ציבורית. בנוגע לתנאי כהונה והעסקה של דירקטור, קבע המחוקק כי תנאי הכהונה וחבילת התגמול המוצעת לדירקטור ידרשו בסופו של דבר את אישור האספה הכללית.<sup>78</sup> אף אם עולה חשש ל"שמור לי ואשמור לך" בנוגע לחבילות תגמול של דירקטורים,<sup>79</sup> עיקר הבחינה של התגמול המוצע ייעשה על ידי גורם חיצוני לדירקטוריון – האספה הכללית.<sup>80</sup> לפיכך בהקשר קונקרטי זה מועם זוהרו של הדירקטוריון.<sup>81</sup> כעין זאת הוא הדין אף בנוגע לעסקה שבה מתקשרת חברה ציבורית, אשר בה מעוניין אישית דירקטור שהוא גם בעל שליטה בחברה. גם עסקה זו טעונה את אישור האספה הכללית של החברה.<sup>82</sup> לפיכך, מוקד הבחינה ייערך שם. בנוסף, בעסקה כאמור מתעורר נופך בעייתי מסוג אחר, הלוא הוא הדומיננטיות של הדירקטור המעוניין בבעל השליטה והשלכותיה על שיקול דעת יתר הדירקטורים. דיון זה ייערך בתת-הפרק הבא.

נניח אפוא כי שמעון הוא דירקטור שאינו בעל שליטה בחברה. האם יש לחוש להטיית שיקול הדעת של הדירקטור ראובן בעסקה שבה מעוניין אישית שמעון, מתוך ציפייה כי שמעון יגמול לו על כך טובה לעתיד לבוא? דומה כי עמדתו העקרונית של המחוקק היא שאין לחוש לכך.<sup>83</sup> ראיה לדבר היא העובדה כי המחוקק קבע כי עסקה כאמור, אם היא עסקה חריגה, תאושר בדירקטוריון החברה ללא נוכחותו של הדירקטור המעוניין,<sup>84</sup> ובהמשך קבע כי אם רוב חברי הדירקטוריון מעוניינים בעסקה מסוימת אזי יוכלו כל הדירקטורים, ללא יוצא מן הכלל, להשתתף ולהצביע על העסקה,<sup>85</sup> ואישורה הסופי ייעשה בידי האספה

78 ס' 270(3) ר"ת 273 לחוק.

79 בעניין *Walt Disney*, לעיל ה"ש 64, דחה בית המשפט טענה כאמור וקבע כי זו ספקולציה הטעונה ביסוס ראיתי. פסיקה זו אושרה גם בבית המשפט העליון שם. ראו: *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 257 (Del. 2000).80 לשם בחינה על ידי האספה הכללית, אשר תהיה לה נפקות משפטית, ברי כי הדירקטוריון חייב לגלות לאספה הכללית גילוי מלא של כל הפרטים המהותיים הקשורים לחבילת התגמול המוצעת. ס' 269 לחוק; ראו גם עניין *Van Gorkom*, לעיל ה"ש 36.

81 עם זאת, אין למעט בחשיבות הדיון שנערך בדירקטוריון והחלטתו והשפעתם על בעלי המניות המתכנסים לאחר מכן באספה הכללית. ועוד, הדיון עדיין רלוונטי לצורך שאלת זכאות השתתפות הדירקטור המתוגמל בדיון בדירקטוריון (ובוועדת הביקורת, אם זו קיימת והוא חבר בה). כלומר, אם מחמירים ומפרשים נסיבות כאמור כנסיבות שבהן כל הדירקטורים מעוניינים אישית בחבילת התגמול המוצעת, יחול באורה פרדוקסלי ס' 278(ב) לחוק, שלפיו בנסיבות אלה יוכלו גם הדירקטורים המעוניינים אישית באישור העסקה (לרבות הדירקטור המתוגמל בפועל) להשתתף בדיון ולהצביע. אם לעומת זאת, לא גורסים "שמור לי ואשמור לך", הרי שרוב הדירקטוריון אינו מעוניין אישית, ולפיכך לא יחול ס' 278(ב) לחוק. התוצאה תהיה אפוא כי הדירקטור המתוגמל לברו יהיה מנוע מלהשתתף בישיבה ולהצביע על התגמול המוצע.

82 ס' 275(א)(3) לחוק.

83 עמדה דומה מצויה במשפט העברי. עצם חברותו של עובד ציבור הנגוע בניגוד עניינים בגוף מקבל החלטות אינה הופכת את יתר חברי אותו גוף לנגועים אף הם, אך בשל חברותם המשותפת בגוף הציבורי. ראו רון ש' קליינמן "ניגוד עניינים של עובד ציבור", פרישת השבוע 169, (התשס"ד) (הטקסט הסמוך לה"ש 27-28) <http://www.justice.gov.il/NR/rdonlyres/38CBF725-028F-478A-89BB-E699C93EFCB8/104931/169.rtf>

84 ס' 272 ר"ת 278(א) לחוק.

85 ס' 278(ב) לחוק.

הכללית.<sup>86</sup> לו היה המחוקק חושש ל"שמור לי ואשמור לך" באופן גורף, בלא כל ביסוס ראייתי ספציפי לחשש זה, היה קובע מראש כי תמיד רשאים הדירקטורים, כולם, להשתתף בישיבת הדירקטוריון העוסקת באישור עסקה הריגה שבה יש לאחד מהם עניין אישי וכי העסקה טעונה תמיד אישור נוסף של האספה הכללית. ברם, לא כך קבע. גישה זו היא גם הדין הנוהג ב־Delaware.<sup>87</sup> בית המשפט שם דחה טענות בעלמא שלפיהן דירקטורים, שנדרשו להחליט על חבילת התגמול לאחד המנהלים הבכירים שעמד לפרוש מן החברה, הפעילו שיקול דעת תועלתני אישי, שלפיו תגמול נדיב למנהל האמור יוביל להעלאת חבילות הפרישה גם שלהם בכוא השעה.<sup>88</sup> אכן, לטעמי, צדק המחוקק בגישתו.<sup>89</sup> כל עוד לא נמצאה כל זיקה ממשית אשר יש בה כדי להצביע על חשש הטיית שיקול הדעת (כגון זיקה משפחתית, חברות מתמשכת, זיקה כלכלית וכדומה), יהיה זה בעיניי מרחיק לכת לקבוע כי בכל דיון על עסקה המיטיבה עם אחד הדירקטורים, מערכת שיקול הדעת של דירקטורים אחרים תושפע מטובת הנאה ספקולטיבית ואבסטרקטית שהם מקווים, שביום מן הימים יוכלו להפיק מן החברה בתמיכת הדירקטור ש"חייב להם". כל עוד אין דבר מה קונקרטי אשר יטהו מדרך המלך של שקילת טובת החברה, שומה על הדירקטור כי יפעיל שיקול דעת עסקי וישקול את טובת החברה שעליה הוא אמון בנושא משרה.<sup>90</sup>

86 ס' 278(ג) לחוק.

87 אכן, בתי המשפט ב־Delaware אינם מקבלים טענות בעלמא ברבר קיומה של הטיה מבנית (Structural Bias) בדירקטוריון, אלא אם כן טענות אלה מגובות בראיות מוצקות המעידות כי החשש הנטען מתקיים הלכה למעשה. ראו עניין *Martha Stewart*, לעיל ה"ש 32, בעמ' 1052-1050. ראו עוד: Michael P. Dooley & E. Norman Veasey, *The Role of the Board in Derivative Litigation: Delaware Law and the Current ALI Proposals Compared*, 44 BUS. LAW. 503, 535 (1989).88 ראו את פסקי הדין בעניין *Walt Disney* בשתי הערכאות, לעיל ה"ש 64-65.89 אשר לחשש ההטיה המבנית בנסיבות כאמור (ראו לעיל ה"ש 76), יושם אל לב כי חשש זה מתקיים, אף כי בעצמות נמוכות יותר, בנוגע לכל נושא שנדון בדירקטוריון, אם יש בו טובת הנאה אישית לאחד הדירקטורים ואם לאו. אם נחוש לחשש זה במסגרת קבלת החלטות בדירקטוריון – אין לך החלטה של דירקטוריון שלא תוטל בה דופי. Stephen M. Bainbridge, *Independent Directors and ALI Corporate Governance Project*, 61 GEO. WASH. L. REV. 1034, 1035 (1993); Michael Bradley & Cindy A. Schipani, *The Relevance of the Duty of Care Standard in Corporate Governance*, 75 IOWA L. REV. L. 1, 2-3 (1989).90 על מחויבות הדירקטור לטובת החברה והמשקיעים כמצפן המדריך את פעילותו בחברה, לבד משיקולי טובתו האישית בכל החלטה ועניין, ראו Stout, לעיל ה"ש 63; Lynn A. Stout, *In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and the Business Judgment Rule*, 96 NW. U. L. REV. 675 (2002); Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law*, 149 U. PA. L. REV. 1735 (2001); William T. Allen, *Independent Directors in MBO Transactions: Are They Fact or Fantasy*, 45 BUS. LAW. 2055, 2061 (1990); Edward B. Rock & Michael L. Wachter, *Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation*, 149 U. PA. L. REV. 1619 (2001) (לבד ממקרים קיצוניים, כגון ניגודי עניינים, מערכות אכיפה פנימיות של החברה גורמות למקבלי ההחלטות לפעול לטובתה, אף ללא התערבות חיצונית של מערכת האכיפה של דיני החברות).

## 2. עצמאות הדירקטורים מול דומיננטיות בעל השליטה

בשונה מן השוק האמריקני, שבו מפורזת הבעלות בחברות הציבוריות בין בעלי מניות רבים והשליטה בפועל מרוכזת בידי הנהלה מצומצמת,<sup>91</sup> השוק הישראלי מאופיין בבעלות מרוכזת.<sup>92</sup> בחברות הציבוריות בישראל, בדומה לחברות הפרטיות, קיים על פי רוב בעל מניות דומיננטי. בעל המניות האמור מגלה עניין פעיל בחברה ומהווה גורם יעיל ביותר בקביעת הרכב הדירקטוריון שלה. לכאורה, נסיבות אלה הופכות את הדירקטוריון לגוף בעל תלות בלתי מבוטלת בבעל השליטה.<sup>93</sup> אכן, המחוקק מגלה את דעתו כי חרף העיקרון המסורתי של דיני החברות, שלפיו דירקטור שמונה חב חובות כלפי החברה ולא כלפי הגורם שמינהו,<sup>94</sup> בפועל קשה להתעלם ממידת ההשפעה שיש לבעל שליטה על הדירקטורים.<sup>95</sup>

לשם מיתון יחסי של בעיית התלות האמורה, קובע החוק כי בכל חברה ציבורית יכהנו לפחות שני דירקטורים חיצוניים.<sup>96</sup> הדירקטורים החיצוניים נתפסים כמי שיכולים לתפקד בעצמאות גדולה יותר מן הדירקטורים הרגילים. עצמאותו היחסית של הדירקטור החיצוני מושגת באמצעות שילוב כמה מנגנוני הגנה: ראשית, כתנאי לכשירותו לכהן כדירקטור חיצוני, אסור שתהיה לו "זיקה" לחברה, לבעל השליטה בה או לתאגיד אחר שבשליטת החברה או בעל השליטה בה.<sup>97</sup> שנית, לשם מינויו, נדרשת תמיכה של שלישי מקרב בעלי המניות שאינם

91 Mark J. Roe, *Corporate Law's Limits* 31 J. LEG. STUD. 233 (2002); Lucian Arye Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STAN. L. REV. 127 (1999); Mark J. Roe, *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States*, 102 YALE L.J. 1927 (1993)

92 ראו שרון הנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל" *עיוני משפט* כו 819 (2002).

93 על היחס בין אופי הבעלות (קרי: מפורזת או מרוכזת) לבין מידת העצמאות של הדירקטוריון, ראו: David Hahn, *Concentrated Ownership and Control of Corporate Reorganizations*, 4 J. CORP. L. STUD. 117 (2004)

94 PETER LOOS, MICHAEL GRIFFITHS & DAVID IMPEY, *THE COMPANY DIRECTOR: POWERS, DUTIES AND LIABILITIES*, 25-27 (8th ed. 2000) CLARK, לעיל ה"ש 25, בעמ' 141.

95 כדוגמה מעשית לתגובתו המהירה של בעל מניות שליטה להתנהגות דירקטור עצמאי ו"טורד" (מבחינתו של בעל השליטה) ראו יצחק דנון "יוסי פלד: הפסקת פעילותי כדירקטור בתדיראן מוצרי צריכה תביא לקריסתה" *גלובס* 2.2.2004, 3-16; יצחק דנון "נרחתה בקשת נחושתן לאסור על יוסי פלד לפעול בדירקטוריון חברת תדיראן מוצרי צריכה" *גלובס* 5.2.2004, 4; ראו גם: Eric G. Orlinsky, *Corporate Opportunity Doctrine and Interested Director Transactions: A Framework for Analysis in an Attempt to Restore Predictability*, 24 DEL. J. CORP. L. 451, 509-13 (1999); Steven M. Haas, *Toward a Controlling Shareholder Safe Harbor*, 90 VA. L. REV. 2245, 2285-87 (2004).

96 ס' 239(א) לחוק.

97 ס' 240(ב) לחוק מגדיר את המונח "זיקה" כ"קיום יחסי עבודה, קיום קשרים עסקיים או מקצועיים דרך כלל או שליטה, וכן כהונה כנושא משרה".

בעלי השליטה בחברה, הנוכחים בהצבעה באספה הכללית.<sup>98</sup> שליטת, משך כהונתו קצוב לשלוש שנים ואין לפטרו באמצע הכהונה על ידי האספה הכללית, זולת אם חדל מלקיים את תנאי הכשירות לכהונה או אם הפר חובת אמונים.<sup>99</sup> לבסוף, שיעור שכרו נקבע על פי דין.<sup>100</sup> בשל עצמאותו היחסית, משמש כל דירקטור חיצוני כחבר ועדת הביקורת של הדירקטוריון.<sup>101</sup> אכן, הדירקטור החיצוני עצמאי יחסית בהתייבחו אל מול בעל השליטה. דירקטור חיצוני יעז פניו אל בעל השליטה, אם שיקול דעתו המקצועי של הדירקטור האמור מובילו למסקנה כי העסקה המוצעת אינה לטובת החברה.

לעומת הדירקטור החיצוני, כהונתם של הדירקטורים הרגילים תלויה תלות ניכרת בבעל המניות הדומיננטי בחברה. האם בשל כך, מן ההכרח הוא להתייחס לכל הדירקטורים הרגילים בחברה המתקשרת בעסקה שבה לבעל השליטה יש עניין אישי באישורה, כדירקטורים אשר אף להם יש "ענין אישי" באישורה? האם תלות כהונתם, כדירקטורים, בבעל השליטה יוצרת חשש כה גדול להטיית שיקול דעתם המקצועי העצמאי בנוגע לעסקה? לדעתי, אין לשאלה זו תשובה חד-משמעית. גם פתרונה של שאלה זו תלוי בנסיבות האישיות של כל דירקטור ודירקטור. אכן, כשמדובר בדירקטור שמשמש בתפקיד ניהולי בכיר נוסף בחברה, ששכרו בצדו, השפעתו של בעל השליטה עליו מקננת בראשו, אם יורה בכך ואם לאו.<sup>102</sup> דירקטור כאמור לוקה בעניינו האישי של בעל המניות הדומיננטי.<sup>103</sup> ברם, לשיטתי, שונה ממנו הוא דירקטור, אשר אף כי התמנה לכהונה בזכות הצבעתו של בעל השליטה, אין הוא רואה בכהונתו בדירקטוריון חברה זו את מוקד פעילותו. דירקטור המשמש כדירקטור מקצועי בחברות שונות, או הנושא בתפקידים ציבוריים כאלה ואחרים במדינה, חש לשמו הטוב הרבה יותר מאשר לכהונה ספציפית באחד הגופים שאליהם התמנה. שמו הטוב נשען על שנים של השקעה, שבהן הוכיח את עצמו כאיש ישר, מקצועי ונטול פניות אישיות. דירקטור מקצועי, כאמור, לא יטה להקריב את עניינו בשמו הטוב, אשר הוא מקדם המכירות הגדול שלו, על מזבח שמירת קשריו הטובים עם בעל השליטה בחברה הספציפית והמשך כהונתו בה. עבור דירקטור כאמור טוב שם משמן טוב.<sup>104</sup>

98 ס' 239(ב) לחוק.

99 ס' 245-246 לחוק.

100 ס' 244 לחוק; תקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), התש"ס-2000, ק"ת 290.

101 ס' 115(א) לחוק.

102 על ההטיות הפסיכולוגיות המשפיעות על שיקול דעתו של הדירקטור לנוכח השפעתו של בעל השליטה בנוגע לעסקה הטעונה אישור, ראו חנס, לעיל ה"ש 3, הטקסט הסמוך לה"ש 224-243.

103 העניין האישי של דירקטור כאמור נותח למעשה קודם לכן תחת הכותרת "תלות כלכלית". ראו לעיל פרק ה.3.

104 כך, כש"השמן" הוא בסך הכול המשך כהונתו כדירקטור וקבלת גמול הדירקטורים לכל ישיבה הנובעת מכך. עם זה, כאשר עומדת לרשות הדירקטור חבילת אופציות לרכישת מניות החברה אשר תבשיל ותעמוד למימוש במועד עתידי ובתנאי כי הוא יוסיף לכהן כדירקטור באותה שעה, עלול שיקול כספי זה להטותו להתיישר לפי עניינו האישי של האדם המעוניין, ככל שלזה האחרון עמדה מכרעת במינוי הדירקטורים. השוו: *In re eBay, Inc.*, Shareholders Litigation, 2004 Del. Ch. LEXIS 4 (Del.Ch. 2004).

לפיכך, בהיעדר זיקות כלכליות או אישיות נוספות המעיבות על שיקול דעתו של דירקטור מקצועי, כאמור, אין לראותו אוטומטית כבעל "עניין אישי" באישור העסקה שבה מעוניין אישית בעל השליטה בחברה, רק בשל העובדה כי בעל השליטה תמך במינויו כדירקטור.<sup>105</sup>

מכל מקום, ראוי לזכור כי בשל הדומיננטיות של בעל השליטה, לא שם המחוקק את מבטחו בדירקטוריון לבדו לשם אישור עסקה חריגה שלבעל השליטה בחברה ציבורית יש עניין אישי באישורה, אף לא בשילוב הכפול של ועדת הביקורת והדירקטוריון.<sup>106</sup> המחוקק הוסיף לעצמאות הרגישה של הדירקטוריון מקדמי ביטחון נוספים, ולפיכך נדרש בכל מקרה להביא עסקה, כאמור, גם לאישור בעלי המניות, ובפרט בעלי המניות המסוגלים להפעיל שיקול דעת נקי בנוגע לעסקה. דהיינו נטולי העניין האישי באישור העסקה.<sup>107</sup> זהותם של בעלי מניות אלה תידון בפסקה הבאה.

### 3. ציפייה לגמול הדדי באספה הכללית: הסכמי הצבעה של בעלי מניות בחברה ציבורית

ראינו לעיל, כי כאשר חברה ציבורית מתקשרת בעסקה חריגה אשר לבעל השליטה בה יש עניין אישי באישורה, טעונה העסקה אישור מורכב מן הרגיל באספה הכללית של החברה. לפי סעיף 275 לחוק, העסקה תאושר אם תזכה לתמיכה של "לפחות שליש מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי ענין אישי בעסקה, המשתתפים בהצבעה". השאלה המשפטית שזכתה לתהודה לא מעטה בשנים האחרונות מצד הרשות לניירות ערך היא, אילו בעלי מניות נחשבים כבעלי "עניין אישי" באישור העסקה ומנועים מלהיכלל בחישוב השליש התומך ואילו נטולים עניין אישי וכשרים לבוא בחישוב זה? להבהרת הספק נציין, כי ההנחה כאן היא שבעל השליטה עצמו ודאי מעוניין באישור העסקה ולפיכך מנוע מלהיכלל בחישוב השליש התומך. מוקד השאלה הוא אפוא אילו בעלי מניות נוספים יחשבו אף הם כבעלי "עניין אישי" באישור העסקה הנדונה ולפיכך יהיו

105 השוו את ניתוחו של בית המשפט בערכאה הראשונה בעניין *Martha Stewart* את מעמדו של הדירקטור *Arthur Martinez*. *Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. v. Arthur Martinez*, 833 A.2d 961, 980 (Del. Ch. 2003).

106 עם זה, לנוכח משקלם המשמעותי של הדירקטורים החיצוניים בוועדת הביקורת, ובהתחשב עוד בכך שיושב ראש הדירקטוריון אינו חבר ועדה זו (ס' 115(ב) לחוק), מן הראוי יהיה כי גם האספה הכללית בבואה להצביע על אישור העסקה, וגם בית המשפט אשר יבחן את העסקה אם תובא לפניו לביקורת שיפוטית מאוחרת, ייתנו משקל ראוי לעמדת ועדת הביקורת בנוגע לעסקה הנדונה. על משקלם המיוחד של ועדות שבהן יש רוב לדירקטורים עצמאיים, ראו: Allen, לעיל ה"ש 90; - *Victor Brudney, The Independent Director - Heavenly City or Potemkin Village?*, 95 HARV. L. REV. 597 (1982); Laura Lin, *The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence*, 90 NW. U.L. REV. 898 (1996); E. Norman Veasey, *An Economic Rationale for Judicial Decisionmaking in Corporate Law*, 53 BUS. LAW. 681, 687-88 (1998).

107 ס' 275(א)(3) לחוק.

מנועים מלהיכלל בחישוב האמור. למעשה, שאלה זו מציפה פעם נוספת את ההתחבטות עד כמה נחשוש במשפט להטיית שיקול הרעת של מקבלי ההחלטות עקב שיקולים תועלתניים של "שמור לי ואשמור לך". רוצה לומר, השאלה דנן מבקשת לברר אם ישנם בעלי מניות נוספים, לבד מבעל השליטה המעוניין גופו, אשר יש חשש ממשי להטיית שיקול דעתם לטובת בעל השליטה מתוך ציפיה שהלה יגמלם כל טוב בעתיד כשכר על תמיכתם בעסקה הנדונה.

הרשות לניירות ערך מיקדה את ההתחבטות האמורה בנסיבות שבהן מתקיים הסכם הצבעה באספה הכללית בין בעל השליטה ובין בעל מניות נוסף.<sup>108</sup> בתרחיש הטיפוסי שבו דנה הרשות לדוגמה, ראובן הוא בעל 30% מזכויות ההצבעה באספה הכללית של חברה ציבורית. בחברה זו אין כל בעל מניות אחר המחזיק 50% או יותר מזכויות ההצבעה באספתה הכללית. לצורך הפרק בחוק הדן ב"עסקאות עם בעלי עניין" ראובן הוא אפוא בעל שליטה בחברה.<sup>109</sup> שמעון הוא בעל 8% ממניות החברה. בין ראובן לשמעון יש הסכם הצבעה. בשלב מסוים מובאת לאישור מוסדות החברה עסקה חריגה שהחברה מתעתדת להתקשר בה, ואשר לראובן יש עניין אישי באישורה. נניח, למשל, כי ראובן מבקש למכור חלקת מקרקעין שבבעלותו האישית לחברה. השאלה הנשאלת היא, האם, לצורך סעיף 275 לחוק, קולותיו של שמעון באספה הכללית רשאים להיכלל בחישוב השליש הבלתי מעוניין התומך בעסקה, או שמא הסכם ההצבעה ביניהם הופך אף את שמעון לבעל "עניין אישי" באישור העסקה עם ראובן? לשיטתה של הרשות לניירות ערך, אכן הסכם ההצבעה הופך אף את שמעון לבעל עניין אישי באישור העסקה עם ראובן, ועל כן מנועים קולותיו מלהיכלל בחישוב השליש התומך.<sup>110</sup> את שיטתה מנמקת הרשות בשתיים אלה: א. פרשנות מילולית של החקיקה;<sup>111</sup> ב. מבחינה מהותית, יחוש שמעון מחויב לראובן עקב קיום הסכם ההצבעה ביניהם, ועקב ציפיותו כי גם ראובן יצביע עמו בעתיד לפי הסכם ההצבעה.<sup>112</sup> ההנמקה השנייה אינה אלא ביטוי מובהק של נקיטת מדיניות משפטית הרגישה לחשש מפני "שמור לי ואשמור לך" בין הצדדים להסכם ההצבעה. כפי שיובהר בהמשך, גישתי שלי שונה. לשם הבנתה, נבחן מקרוב את כל אחת משתי ההנמקות האמורות של הרשות, אך שלא כמקובל, נבחן את ההנמקה השנייה (הבחינה המהותית) תחילה ולאחריה את ההנמקה הראשונה (הפרשנות המילולית). לשיטת הרשות, מכיוון שראובן ושמעון קשורים זה בזה בהסכם הצבעה

108 ככלל, הסכמי הצבעה בין בעלי מניות כשרים על פי דין. ראו ס' 189 לחוק.

109 ס' 268 לחוק.

110 ראו פרשנות הרשות, לעיל ה"ש 42, בס' ה.

111 ראו מליאת רשות ניירות ערך: בעלי מניות שקשורים בהסכם הצבעה למינוי דירקטורים ייחשבו מעתה כבעלי עניין אישי (פרסום מיום 23.1.2002) [www.isa.gov.il/news/23.1.2002/news.asp?catid=1&id=65&inPage=242&active=pirsum](http://www.isa.gov.il/news/23.1.2002/news.asp?catid=1&id=65&inPage=242&active=pirsum); רשות ניירות ערך פסלה עסקת ניגוד; הסיבה: בעלי עניין אישי בעסקה נמנו במסגרת השליש הבלתי ננוע (פרסום מיום 11.2.2002) [www.isa.gov.il/news/news.asp?catid=1&id=70&inPage=238&active=pirsum](http://www.isa.gov.il/news/news.asp?catid=1&id=70&inPage=238&active=pirsum); רשות ניירות ערך דורשת מהברות לדווח אם יש בעלי עניין אישי בין הנמנים על השליש הבלתי ננוע (פרסום מיום 26.2.2002) [www.isa.gov.il/news/26.2.2002.news.asp?catid=1&id=72&inPage=236&active=pirsum](http://www.isa.gov.il/news/26.2.2002.news.asp?catid=1&id=72&inPage=236&active=pirsum).

112 ראו מליאת רשות ניירות ערך (פרסום מיום 23.1.2002), שם.

באספה הכללית, מאליו מוטה שיקול דעתו של האחד לטובת חברו. רצונו של שמעון להוסיף וליהנות מפרות הסכם ההצבעה, קרי, להבטיח קיומה של קואליציה הצבעה עם ראובן שתבצר את קבלת עמדתם באספה הכללית, תדריכנו לשתף פעולה עם ראובן גם בעסקה אשר בה יש לראובן עניין אישי. לפיכך, אליבא דרשות, יש לחשוש כי שמעון לא יפעיל שיקול דעת עצמאי. שיקולי הטובה העתידית שישפיע עליו ראובן עקב תמיכתו בעסקה, הם שידריכו את שמעון ולא דווקא טובת החברה וכלל המשקיעים.<sup>113</sup> מכאן, לשיטתה, שמעון אף הוא בעל "עניין אישי" באישור העסקה עם ראובן.<sup>114</sup>

כאמור, השקפתי על השלכות הסכם ההצבעה שונה. לעניות דעתי, אין לקבוע באורח גורף כי כל הסכם הצבעה בין בעל השליטה ובין בעל מניות נוסף הופך את האחרון לבעל עניין אישי מאליו באישור עסקה. הקביעה תלויה בתוכן הסכם ההצבעה ובמהות העניין הכלכלי הנגזר הימנו. אליבא דירי, יש להבחין בין הסכם הצבעה כללי, שבו מתחייבים בעלי המניות להצביע יחדיו על כל דבר ועניין המועלה להצבעה באספה הכללית, לבין הסכם הצבעה המגביל את עצמו רק למינני דירקטורים לדירקטוריון החברה. בהסכם הצבעה כללי, אכן כל בעל מניות שהוא צד להסכם כובל את שיקול דעתו מראש ומכפיפו לעמדה המשותפת של כל הצדדים להסכם. אם זה ההסכם שכרתו ראובן ושמעון בדוגמה שלעיל, אז יש לראות את שמעון כמי שנגוע ב"עניין אישי" באישור העסקה עם ראובן.<sup>115</sup> מכיוון שראובן מעוניין באישור העסקה, ושמעון מחויב חונית להצביע, כראובן, על עניין זה (ועל כל נושא אחר), לא יכול עוד שמעון לפעול באורח עצמאי

113 ראו רשות ניירות ערך פסלה עסקת ניגוד (פרסום מיום 11.2.2002), לעיל ה"ש 111.  
114 מעניין הדיבר, כי הרשות נתפסת דווקא לפורמליות של קיומו של הסכם ההצבעה כבסיס לחשש לשיקולי "שמור לי ואשמור לך" שיקננו אצל שמעון. שהלוא, אם החשש מפני פגיעתו הגומלת של בעל השליטה הוא המטה את שיקול הדעת של שמעון כבעל מניות, מה לי קיומו של הסכם ומה לי היעדרו? כלום אין לחוש כי גם יתר בעלי המניות (מניות המיעוט) יבטלו את שיקול דעתם העצמאי מפני ראובן לשם חילוי פני הפריץ, בבחינת "כי אם זכרתני"? הלא אף בעלי מניות אלה עלולים לחשוש מפני פגיעתו הגומלת של ראובן, אשר כתגובה להצבעתם נגד העסקה שבה הוא היה מעוניין אישית, ינהיג מדיניות עסקית בחברה אשר תפגע בבעלי מניות המיעוט. כך, למשל, יוכל ראובן לייבש בהדרגה את עסקי החברה, תוך שהוא מפעיל עסקים דומים באמצעות תאגידים אחרים. ראו: Leo E. Strine, *The Inescapably Empirical Foundation of the Common Law of Corporations*, 27 DEL. J. CORP. L. 499, 509-10 (2002); Steven M. Haas, *Towards a Controlling Shareholders Safe Harbor*, 90 VA. L. REV. (2004) 93-2245, 2291. לחלופין, יוכל ראובן לדאוג כי מכאן ואילך יימנע הדירקטוריון מלחלק דיבידנדים לבעלי המניות (ואילו הוא ישתכר משכורות עתק ככהונה כזו או אחרת בחברה). אם אמנם רגישה הרשות לחשש מפני עיוותי "שמור לי ואשמור לך", דומה כי עליה למעשה לכפור ביעילות כל המנגנון של אישור העסקה החריגה על ידי בעלי המניות ש"אינם מעוניינים" בעסקה כמצוות ס' 275 לחוק.

115 השו: *In re Tri-Star Pictures Inc., Litigation*, 634 A.2d 319 (Del. 1993) (הסכם הצבעה גורף בין בעלי המניות, שלפיו: א. התחייבו להצביע האחד עבור מועמדי השני לדירקטוריון; ב. לתמוך בכל נושא שמועלה לאספה הכללית ואשר זכה תחילה לאישור רוב חברי הדירקטוריון; ג. להימנע מהתקשרות של אחד בעלי המניות שהוא צד להסכם בעסקה עם החברה מבלי לקבל לכך תחילה את אישור יתר הצדדים להסכם – הפך את כל בעלי המניות שהם צד להסכם לחלק מקבוצת השליטה הנגועה בעניין אישי של אחד מהם).

ולהפעיל שיקול דעת נקי משלו בנוגע להשפעת העסקה המוצעת על טובת החברה. ברם, התוצאה שונה בתכלית השינוי כאשר הסכם ההצבעה בין ראובן ושמעון מוגבל לעניין מינוי דירקטורים. הסכם זה אינו כובל את שמעון לתמוך בראובן בכל נושא המובא לאישור האספה הכללית. כלומר, בכל נושא אחר, זולת מינוי דירקטורים, שומר שמעון על עצמאות שיקול דעתו. מבחינה חוזית, שמעון יהיה אפוא עצמאי לשיקול כיצד להצביע בנוגע לעסקה החריגה שבה יש לראובן, בעל השליטה, עניין אישי באישורה. אלא שעדיין יש להתמודד עם חשש הרשות שלפיו הסכם ההצבעה בין ראובן לשמעון, אף שהוא נוגע לעניין אחר מאשר אישור העסקה הנדונה (למינוי הדירקטורים), יטה את שיקול דעתו העצמאי של שמעון מטעמי "שמור לי ואשמור לך". ואולם, לעניות דעתי, אין בעצם קיומו של הסכם ההצבעה האמור כדי להעצים חשש זה ולהפכו לגורם הפוסל את שמעון מלבוא בקהל בעלי המניות שאינם מעוניינים אישית בעסקה. הטעם לכך נובע מעמדת הביסוסית, שלפיה אצל בעלי מניות, "עניין אישי" הוא טובת הנאה הניתנת למדידה פשוטה יחסית.<sup>116</sup> מדידה זו תלמדנו כי מוקד עניינו של שמעון הופכי לזה של ראובן וניצב כלעומתו. אבהיר: הרשות חוששת לכך ששמעון יטה להצביע עם ראובן, לא מחמת שהוא אכן סבור באורח עצמאי כי העסקה טובה לחברה, כי אם מתוך ציפיותו שראובן ייעתר לו בעתיד ויוסיף לתמוך במועמדי שמעון לדירקטוריון לפי ההסכם ביניהם. כלומר טובת ההנאה האישית שיפיק שמעון מהטיית הצבעתו בעד העסקה היא ההנאה הכלכלית שיוכל להפיק באמצעות מינוי דירקטורים מטעמו לדירקטוריון החברה. אך לעומת טובת הנאה זו, דווקא התייצבות נגד הגשמת שאיפותיו האישיות של ראובן בעסקה, היא המשרתת את טובתו האישית של שמעון בעצמה גדולה יותר.

הכיצד? נניח כי יש חשש שמא העסקה היא עסקה שתנאיה הכלכליים הם כאלה המיטיבים עם ראובן ומרעים עם החברה. כך, למשל, בדוגמה שבה ראובן מוכר מקרקעין לחברה, החשש הוא כי ראובן ניפח את מחיר המקרקעין יתר על המידה על מנת להפיק רווחים אישיים כמוכר, תוך פגיעה בשווי החברה. אף שלראובן תניב העסקה טובת הנאה אישית של 70% (רווח בתשלום המנופח של 100% כמוכר, מול הפסד של 30% כבעל מניות בחברה), שמעון עלול להפסיד 8% מסך התשלום המיותר שתשלם החברה לראובן אם תאושר העסקה. כבעל מניות בחברה, האינטרס האישי של שמעון הוא השאת שווי נכסי החברה ולא אישור עסקות הפוגעות בערך זה.<sup>117</sup> אם נעמת זו מול זו את שתי טובות ההנאה

116 ראו לעיל פרק ד.2.

117 זו הייתה גם גישת בית המשפט ב-Delaware. בעניין *Walt Disney*, שם רחה בית המשפט את הטענה כי Michael D. Eisner, המנכ"ל ויושב ראש הדירקטוריון של החברה, היה בעל "עניין אישי" באישור חבילת הפרישה הנדיבה לחברו Michael S. Ovitz, משום שאישור זה היה מיטיב אף עמו בפרישתו בעתיד. נימוקו של בית המשפט נסמך על החוקת מניות Walt Disney על ידי Eisner ועל ההנחה כי הוא לא יפעל בניגוד לאינטרס האישי שלו בהשאת ערך מניותיו אלה. ראו עניין *Walt Disney*, לעיל ה"ש 64 בעמ' 355-356. ראו עוד: *Unitrin v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361, 1380-81 (Del. 1995). עם זאת, שונה יהיה המצב במקום שבו בעלי מניות שאינם נמנים על בעל השליטה מהווים נושאי משרה בכירים בחברה (לכד מהיותם דירקטורים), והעסקה המוצעת

הכלכליות של שמעון, קרי רצונו להשיא את ערך השקעתו בחברה (באמצעות השאת ערך נכסיה) מזה, ורצונו כי ראובן יוסיף ויתמוך במועמדיו של שמעון לדירקטוריון לפי הסכם ההצבעה מזה, דומה כי גדולה עצמתה של טובת ההנאה הראשונה מן האחרונה. הכימות לערכים כלכליים של החשש של שמעון כי ללא תמיכה בראובן יגמול לו הלה רעה ויימנע מלתמוך בעתיד במועמדיו לדירקטוריון החברה, יוביל לערך כלכלי נמוך מן האבדן הכלכלי הישיר שייגרם לשמעון אם יתמוך בעסקה עם ראובן בתנאים הרעים לחברה. רצונו של בעל מניות כי מועמדיו יהיו בדירקטוריון נובע, מן הסתם, מהעניין שיש לו שהחברה תנוט באורה עסקי התואם את ראייתו של אותו בעל מניות. ברם, טובת ההנאה הכלכלית שיפיק שמעון מכך, תמומש רק אם בעתיד תניב החברה רווחים שייחסו ישירות לזכות אנשיו בדירקטוריון. אלה ערכים כלכליים רחוקים לבוא, אשר היוונים יוביל לערכים הנמוכים בהרבה מן הנזק המידי שישיית שמעון על עצמו (דרך ההפסד לחברה) מאישור העסקה עם ראובן. לפיכך אפוא מה לו לשמעון למהר ולהטות את שיקול דעתו לטובת ענייניו של ראובן, אם הטיה זו פוגעת בערך השקעתו האישית בחברה וגורמת לו הפסד כספי?<sup>118</sup> אין זאת אלא ששיקול דעתו של שמעון ייוותר עצמאי ונקי מכל השפעה של ראובן, חרף הסכם ההצבעה על מינוי הדירקטורים. לפיכך, לשיטתי, יש לראות את שמעון בנסיבות אלה כמי שאינו בעל "עניין אישי" באישור העסקה החריגה עם ראובן, ועל כן כשרים קולותיו להיכלל בחישוב השליש התומך הנדרש על פי סעיף 275 לחוק.

הפרשנות המילולית שבה נתמכת הרשות לניירות ערך לביסוס עמדתה

---

(שבה מעוניין אישית בעל השליטה) מציעה להם יתרונות: א. היא מאפשרת להם למכור את מניותיהם לבעל השליטה לפי מנגנון תמחור שתואם בין בעל השליטה לבינם מראש, והסכם זה מבטיח להם כתמורה את הסכום הגבוה מבין המחיר הנקוב בעסקה המוצעת או במנגנון התמחור האמור; ב. היא מעניקה להם חבילת פרישה כלכלית גבוהה במיוחד. טובת הנאה כלכלית אלה משמעותיות ביותר ולפיכך יש בהן כדי לברל מהותית את אינטרס בעלי המניות הללו, כמשיאי ערך עצמי, מעניינם של יתר בעלי המניות הניצעים בחברה. ראו: *In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*, 808 A.2d 421, 446–7 (Del. Ch. 2002).

118 ראו גם עניין *Walt Disney*, לעיל ה"ש 64, בעמ' 357–356, בנוגע לרחיית החשש כי בעל המניות והדירקטור Roy E. Disney יטה את שיקול דעתו האישי ויבטלנו מפני שיקול דעתו של הגורם הרומיננטי, Michael D. Eisner: "Mr. Disney, along with his family, owns approximately 8.4 million shares of Disney stock. At today's prices these shares are worth \$ 2.1 billion. The only reasonable inference that I can draw about Mr. Disney is that he is an economically rational individual whose priority is to protect the value of his Disney shares, not someone who would intentionally risk his own and his family's interests in order to placate Eisner. Nothing in Plaintiffs' pleadings suggest that Mr. Disney would place Eisner's interests over Mr. Disney's own" קביעה זו של בית המשפט הייתה בגדר אמרת אגב, המניחה, לצורך ניתוח הטענה בלבד, כי Eisner עצמו היה בעל עניין אישי באישור חבילת הפרישה ל-Ovitz. אכן, כאמור בהערה הקודמת, הרציו של פסק הדין היה, כי Eisner עצמו לא היה בעל עניין אישי באישור חבילת הפרישה.

המרחיבה היא זו:<sup>119</sup> לשיטתה, בהיות ראובן ושמעון צד להסכם הצבעה, נוצר ביניהם שיתוף פעולה בנוגע למינוי דירקטורים. שיתוף פעולה כזה מכוח ההסכם ביניהם הופך את ראובן ושמעון ל"מחזיקים ביחד" במניות.<sup>120</sup> בהיותם "מחזיקים ביחד", ביכולת למנות דירקטורים, הריהם בעלי "שליטה".<sup>121</sup> משראובן ושמעון מהווים יחידה אחת, אשר בידיה ה"שליטה", הרי לשניהם כאחד יש "עניין אישי" באישור העסקה החריגה של החברה שבה מעוניין ראובן אישית. על מהלך פרשנות זה אני חולק, בכל הכבוד. דומה עליי, כי במהלך זה משכילה אמנם הרשות לניירות ערך להראות מדוע הסכם הצבעה על מינוי דירקטורים יכול להפוך את שמעון לבעל "שליטה" (יחד עם ראובן) מכוח ההגדרות הכלליות של המונחים "החוקה", "שליטה" ו"אמצעי שליטה" שבחוק ניירות ערך.<sup>122</sup> ברם, לעניין התקשרות חברה ציבורית בעסקה חריגה שלבעל השליטה יש עניין אישי באישורה, קיימת הגדרה ספציפית של המונח "שליטה" בסעיף 268 לחוק. הגדרה זו מורה בסיפא שלה כך:

"לענין החוקה, יראו שניים או יותר, המחזיקים בזכויות הצבעה בחברה ואשר לכל אחד מהם ענין אישי באישור אותה עסקה המובאת לאישור החברה, כמחזיקים יחד" (ההדגשה שלי – ד.ה.).

הגדרה זו מלמדת, כי מוקד העניין בעיני החוק הוא קיומו של עניין אישי לכל אחד משני בעלי המניות המדוברים, כתנאי לראייתם כמחזיקים יחד, ולא להפך! לפי עמדת הרשות לניירות ערך, הסכם הצבעה הופך את ראובן ושמעון ל"מחזיקים יחד" – מונח אשר מוביל למסקנה כי הם בעלי "שליטה"; מונח אשר ממנו מסיקה הרשות כי אף לשמעון "עניין אישי" בעסקה עם ראובן. ברם, המחוקק בסעיף 268 לחוק הופך את היוצרות: העניין האישי של כל אחד מבעלי המניות כשלעצמו באישור העסקה הוא הסיבה וההחזקה ביחד (לצורך הסקת היותו של שמעון "בעל שליטה" במצורף עם ראובן), היא המסוּבָּב!<sup>123</sup>

119 המהלך הפרשני המובא להלן מפורט בגילוי הדעת של רשות ניירות ערך הנזכר לעיל, ה"ש 112.

120 ראו ס' 1 לחוק ניירות ערך: "החוקת ניירות ערך או רכישתם ביחד עם אחרים" מוגדרת כ"החוקת ניירות ערך או רכישתם בשיתוף פעולה בין שניים או יותר לפי הסכם, בין בכתב ובין בעל פה" (ההדגשות שלי – ד.ה.).

121 הרשות מפנה להגדרות "שליטה" ו"אמצעי שליטה" בחוק ניירות ערך, לשם ביסוס עמדתה העקרונית כי היכולת למנות את רוב הדירקטורים בחברה על ידי צדדים להסכם הצבעה הופכת אותם לבעלי השליטה. לנוסח ההגדרות האמורות, ראו לעיל ה"ש 11.

122 ס' 1 לחוק נוקט למונחים "החוקה" ו"שליטה" כפי שהם מוגדרים בחוק ניירות ערך ומגדיר בעצמו את המונח "אמצעי שליטה" באופן מקביל לחוק ניירות ערך.

123 אמנם, ניתן לטעון מנגד, כי ההגדרה בסעיף 268 סיפא של "החוקה" נועדה דווקא להרחבה. כלומר: בעלי מניות שהם צד להסכם הצבעה למינוי דירקטורים ממילא נחשבים כבעלי "שליטה" יחד, וכתוצאה נגזרת בעלי "עניין אישי" יחד, כאמור בהגדרות שבחוק ניירות ערך. סעיף 268 סיפא, לעומת זאת, בא ללכוד יחדיו אף שני בעלי מניות שאינם צד להסכם הצבעה, אם לכל אחד מהם, בנפרד, עניין אישי באישור העסקה הנדונה. ואולם אין בידי

לסיכום אפוא דומה כי יש להיזהר ואין להיחפז לכרוך בעלי מניות יחדיו כבעלי "עניין אישי" באישור עסקה חריגה אשר באישורה מעוניין בעל שליטה בחברה ציבורית, כל עוד אין נסיבות נוספות המעידות בכירור (ולא באורח ספקולטיבי גרידא) על ביטול דעתו של בעל מניות אחד מפני דעתו של בעל השליטה בנוגע לעסקה הנדונה. לא בכדי הקפיד המחוקק להבריל במינוח בין בעלי מניות שיש להם "עניין אישי" באישור העסקה ובין בעלי "שליטה". מושגים אלה אינם חופפים בהכרח. העניין האישי נבחן בראש ובראשונה כלכלית לפי זיקת בעל המניות לעסקה הנדונה. אם לבעל מניות אין זיקה לעסקה, קשה יותר להצביע על קשר אישי בינו לבין בעל השליטה (המעוניין בעסקה) העולה בערכו הכלכלי עבור בעל המניות, על פני עניינו בהשאת ערך מניותיו בחברה.

## ז. עלויות קביעת דבר קיומו של "עניין אישי" או היעדרו

בפרק ד' לעיל הצעתי מבחן מידתי לצורך פרשנות המונח "עניין אישי". לפי מבחן זה, אין תשובה נחרצת לשאלה אימתי יש למקבל החלטה בחברה עניין אישי באישור עסקה שבה מתעתדת החברה להתקשר ואימתי לאו. המבחן אינו נוקשה, כי אם רך ומותאם לנסיבות הפרטניות של אותו מקבל החלטה. יטען אפוא הטוען: אם כך, מה הועיל מבחן זה בתיקונו? אדרבה: לכאורה, נראה כי עלויות בירור העניין האישי של מקבל החלטה אך יקלקלו ויחטיאו את מגמתו הכללית של המחוקק הישראלי. מגמה זו, כפי שהובהרה על ידי גושן, הייתה לנקוט הליכי טיפול מבניים בעסקות המדוברות, עובר לעריכתן. טיפול כאמור מוויל את עלויות הבירור השיפוטי הגבוהות בישראל, באשר הוא ממעט את הצורך לפנות לבית המשפט לאחר מעשה לעריכת ביקורת שיפוטית על אודות טיב העסקה עבור החברה. ביקורת העסקה נעשית בידי גורמים בלתי מעוניינים עובר לעריכתה, ובכך נרפאות מרבית הצלקות.<sup>124</sup> הגשמת מדיניות כאמור תתאפשר, כך הטענה, רק אם פרשנות "עניין אישי" תפעיל מבחנים נחרצים, ברורים וקלים ליישום. אם מונח המפתח "עניין אישי" ייזקק ויעמוד לפרשנות, בבחינת היותו סטנדרט, יוסיפו העסקות האמורות להוות סוגיה המוטלת חדשות לבקרים

לקבל טענה זו. אף כי היא אפשרות פרשנית כשלעצמה, הרי שפרשנות סעיף 268 סיפא לחוק לפי עמדתו שכתב העיקרי תואמת גם את תכלית החקיקה. כאמור בפסקה הקודמת, החשש מהטיית שיקול הדעת אכן קיים רק אם לשמעון עצמו יש טובת הנאה כלכלית עצמית באישור העסקה עם ראובן, אשר גדולה מטובת ההנאה שיש לו בהשאת ערך נכסי החברה. כלומר תחילה יש להצביע על עניינו האישי של שמעון לפי מבחן כלכלי זה, ורק לאחר מכן ניתן יהיה לצרפו לראובן כ"מחזיקים יחד". מכיוון שבעיניי, טובת ההנאה המופקת לו מאחוזי החזקה במניות והשאת ערכן עולה על טובת ההנאה הרחוקה יותר שבמינוי עתידי של דירקטורים מטעמו, ממילא אין לנקוט את הפרשנות הנגדית המוצעת בראש הערה זו. שימוש ב"החוקה יחד" כסיבה, תוך התעלמות ממהות עניינו האישי של שמעון בעסקה הנדונה, היא התעלמות מן התכלית המוגנת העומדת ביסוד כל מנגנון ההצבעה המורכב שבפרק "עסקאות עם בעלי עניין".

124 עם זאת, הותיר המחוקק פתח לבתי המשפט לערוך ביקורת שיפוטית מאוחרת בסיפא של משפט הפתיחה בס' 270 לחוק.

לפתחיהם של בתי המשפט. על כן, כלום לא יהיה זה ראוי יותר למחול על הדיוק המעורר ולהגדיר "עניין אישי" ככלל, קרי: באורח נרחב ונוקשה, אך ורדי ונוח ליישום?<sup>125</sup>

כעיקרון, על שאלה זו השבתי כבר לעיל, בהבחיני בעניין זה בין דירקטור הנגוע בזיקה כלשהי לעסקה הנדונה לבין בעל מניה נגוע.<sup>126</sup> ברם, עדיין יש מקום להרהר מה טעם יש להיכנס מעיקרא לבירור הנסיבות השונות שבהן סוגיית "העניין האישי" עלולה להופיע. מדוע לא לשלול זכות הצבעה, בין מדירקטור ובין מבעל מניה, לנוכח קיומו של אבק של זיקה לעסקה או לגורם אחר המעוניין באישורה? כלום שווה הצר בנוק המלך? תשובתי היא: אכן, עדיין יש מקום להרהר ולבירור עצמת העניין האישי. חשיבות זכות הצבעה ככלל, ושל בעל מניה בפרט, שעליה עמדתי בפרק ג' לעיל,<sup>127</sup> מצדיקה התייחסות זהירה לזכות זו. אין לשוללה לנוכח קיום חשד לעיוות שיקול הדעת לברו. חשד זה צריך להיות מבוסס. אשר לחשש מפני ההיזקקות לבתי המשפט במקום שבו ביקש המחוקק למעט בהיזקקות כאמור, אומר כי החשש אינו כצעתנו. שלושה טעמים לכך. ראשית, אף כי פרשנות "עניין אישי" טעונה בירור קונקרטי, הציעה רשימה זו (בפרקים ה' ו'ו' לעיל) סימני דרך לפרשנות כאמור. סימני דרך אלה יסייעו למצער להפחתת עלויות הבירור במקצת המקרים הזקוקים ועומדים לפרשנות.<sup>128</sup> שנית, אף כאשר סימני הדרך דלעיל מובילים דווקא לבירור פרשני פרטני, יהיו אלה היועצים המשפטיים של החברה אשר בידיהם תופקד המשימה לקבוע מי ומי בחברה נגוע ב"עניין אישי" בנוגע לעסקה הנדונה ומי לאו. היועצים המשפטיים יישענו על הגילוי המלא שידרוש החוק מכל מי שאבק זיקה לעסקה או לבעל השפעה אחר בחברה דבק בו. גילוי כאמור יקל על היועצים המשפטיים של חברה לברר את מהות הזיקות של מקבלי ההחלטות ולקבוע אם יש בהן משום "עניין

125 כללים הם מבחנים משפטיים המוגדרים מראש, בפירוט יחסי, ובאורח קל להפעלה. כללים נקבעים על פי רוב על ידי המחוקק, באורח הממוער את פעולת הפרשנות השיפוטית ועלויותיה. בזה יעילותם. עם זאת, עלותם היא בנוקשותם היחסית ובחוסר רגישותם לתנאים משתנים ולמקרי גבול. לעומתם, סטנדרטים הם מבחנים משפטיים גמישים (דוגמת "תום לב"), הזקוקים ועומדים לפרשנות שיפוטית מנהירה. הסרוגם הוא בחוסר ודאותם היחסי. עם זאת, ניתן באמצעותם להשיג תוצאות משפטיות הרגישות יותר לתנאים הייחודיים של המקרה הנדון. ראו: Louis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 DUKE L. J. 557 (1992). אכן, עיקר ההבחנה בין כללים לסטנדרטים הוא במידת הדיוק והפירוט שבמבחן המשפטי שהם טובעים. ככל שהמבחן מתחשב באמות מידה אחדות מוגדרות, גם אם אין הן כלל אמות המידה השייכות לעניין, הריהו כלל. לעומת זאת, אם המבחן הוא בלתי מוגדר ופתוח להתחשבות בכל אמות המידה השייכות לעניין, הריהו סטנדרט. ראו: Isaac Ehrlich & Richard A. Posner, *An Economic Analysis of Legal Rulemaking*, 3 J. LEG. STUD. 257 (1974).

126 ראו לעיל פרק ד.2.

127 ראו לעיל הטקסט הסמוך לה"ש 35-37.

128 עם זאת, לא אכחד, בנוגע לאחדים מן התרחישים שנדונו בפרקים ה' ו'ו', דוגמת חברות אישיות או זיקת דירקטור ממונה לבעל השליטה הממנה, אין בעמדות שהבעתי לעיל משום סימן דרך שיוויל עלויות באורח משמעותי. לעניות דעתי, המציאות אכן מורה כי זיקות אלה טעונות ליבון פרטני.

אישי" לצורך פסילת מי מהם מהצבעה על אישור העסקה המוצעת.<sup>129</sup> אכן, אם, על אף הגילוי המלא, מגיעים היועצים המשפטיים למסקנה כי בירור מדוקדק של עצמת העניין האישי יאריך זמן ניכר וידרוש חקירה מקיפה, יהיה עליהם לפרש את המקרה שלפניהם לחומרה. בנסיבות כאמור יצטרכו היועצים המשפטיים לקבוע כי למקבל ההחלטה שבעניינו הם מתלבטים, יש עניין אישי, ולפסלו מלהצביע בחברה. סוף כל סוף, אין לעכב את הליכי אישור העסקה המוצעת למען בירור אנליטי מורכב. בעניין זה נודעת חשיבות לזמן העומד לרשות החברה לאישור העסקה. אין לעכב את העסקה יתר על המידה בשל בירור שאלת קיומו של "עניין אישי" או היעדרו.<sup>130</sup> שלישית, ייתכן שלעתים יבקשו הגורמים שנפסלו בחוות דעת היועצים המשפטיים של החברה לקרוא תגר על פסילתם. אכן, בנסיבות כאמור, תגיע השאלה הפרשנית של קיום "עניין אישי" באישור העסקה או היעדרו, לפתחו של בית המשפט על דרך של בקשת פסק הצהרת. ברם, גם בנסיבות אלה, ההידרשות לבתי המשפט אינה מעקרת את יעילות הבקרה המבנית של החוק. המעורבות השיפוטית של בתי המשפט בפרשנות "עניין אישי" אינה דומה למעורבות השיפוטית הנדרשת בביקורת מאוחרת של עסקות כאמור. כמה דברים אמורים? בשיטות משפט בהן החוק אינו מחייב בקרה מראש בקרב ממסד החברה של עסקות נגועות, נדרשת מעורבות שיפוטית מאוחרת לבחינת טיבה הכלכלי של העסקה.<sup>131</sup> ביקורת שיפוטית כאמור אכן דורשת התמקצעות בעולם העסקים ומחייבת את השופטים להיזקק לאמות מידה כלכליות שלפיהן יבחנו את העסקה. בעניין הוא, כפי שציין גושן, לוקה מערכת השיפוט הישראלית בעלויות גבוהות. ברם, מעורבות שיפוטית הבאה לבחון אם קיים עניין אישי למקבל החלטה פלוני או לא, שונה היא. בעניין זה בתי המשפט בוחנום

129 לפיכך, עקרון הגילוי הגלום בס' 269 לחוק יזכה לפרשנות מרחיבה, מחמירה ונוקשה. לצורך סעיף זה יפורש "עניין אישי" ככל זיקה, קלה כחמורה, לעסקה או לאדם אחר המעוניין באישורה. לעומת זאת, לצורך סעיפי ההצבעות המיוחדות יפורש "עניין אישי" באורח מצומצם יותר, בהתאם לעצמת הזיקה, כמוצע ברשימה זו.

130 סבירות הזמן שייקצב לבירור שאלת העניין האישי תיבחן באורח סובייקטיבי. אמנם, יש מקום לחשוש כי הגורם המעוניין בעסקה יציב אולטימטום מלאכותי וקצר כדי ללכוד את ממסד החברה בסד זמנים קצר. השוו עניין *Van Gorkom*, לעיל ה"ש 36. ברם, הצבת אולטימטום כאמור עלולה לפעול נגד הגורם המעוניין כחרב פיפיות. לפי המוצע בכתב העיקרי, ככל שהזמן שיוקצב ליועצים המשפטיים של החברה לקביעת הליכי אישור העסקה הראויים יקוצר, יפעילו הללו אמות מידה מחמירות יותר בפרשנות "עניין אישי". החמרה פרשנית כאמור, כשלעצמה, עלולה להרתיע את הגורם המעוניין בעסקה מלקצוב סד זמנים מקוצר לאישורה.

131 זהו המצב הנוהג, למשל, ב־Delaware שם מפעילים בתי המשפט ביקורת שיפוטית מהותית על תנאי העסקה במסגרת תביעות נגזרות התוקפות את אישור העסקה בשל היות אחרים ממקבלי ההחלטות נגועים בעניין אישי. ביקורת שיפוטית זו נעשית לפי אמות המידה הקפדניות של מבחן "ההגנות המוחלטת" של העסקה (The Entire Fairness Standard of Review). על מבחן זה ראו: *Weinberger v. Uop Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983); *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994); *Bud Roth, Entire Fairness Review for a 'Pure' Breach of the Duty of Care: Sensible Approach or Technicolor Flop?*, 3 DEL. L. REV. 145, 161-65 (2000).

בעיקר את טיב היחסים המשפטיים והעסקיים שבהם קשור אותו מקבל החלטה, ואם יש בהם כדי להעכיר את שיקול דעתו במסגרת החברה. בחינה משפטית כאמור היא מסגרתית יותר באופייה. היא אינה דורשת ירידה לקרבי תנאיה המהותיים של העסקה הנדונה ובחינה פרטנית של מחיר העסקה וכדאיותה הכלכלית. זאת הפעם מדובר בבחינה האופפת את העסקה ועוטפתה חיצונית. היא בוחנת את יכולתם של בני אדם לקבל החלטות חפות ממעורבות של שיקולים הזרים לטובתה של החברה. בחינה כאמור, המתמקדת בחולשות המין האנושי, בתודעתו השכלית של האדם, היא בחינה שהיא לחם חוקם של בתי המשפט. בעניינים כאלה יש לבית המשפט מיומנות סבירה.<sup>132</sup> לעניות דעתי, בחינה כאמור על ידי בית המשפט, לכשיובא הדבר לפניו להכרעה, לא תסכל את מדיניות המחוקק הכללית. בסופו של דבר, עדיין תוכה יעילותו של מנגנון הבקרה המבנית שהציב החוק. בירור שיפוטי כאמור ייעשה, מן הסתם, רק במקרים הקשים. הברור יצור תקדים פרשני מכאן, אשר יקל על היועצים המשפטיים של חברות משם ואילך לפרש לחברות את שאלת "העניין האישי" באישור עסקות.

#### ח. סיכום

בעיות הנציג הגלומות בניהול חברה מלוות את דיני החברות על כל צעד ושעל. יש היבטים של בעיות אלה הממותנים באמצעות כוחות השוק ויש כאלה שפחות. אחד ההיבטים היותר חריפים של בעיות הנציג הוא סוגיית העסקות שבהן מתקשרת חברה ואשר למקבלי החלטות בה יש עניין אישי באישורן. עסקות אלה הזקיקו את החוק לעיצוב הליכי אישור מורכבים, עובר להתקשרות בעסקות האמורות. עיקרם של הליכי האישור הוא עיקור נקודתי של השפעתו של בעל העניין האישי והדרתו מקרב מעגלי קבלת ההחלטות בחברה על אודות העסקה הנדונה. השאלה המרכזית שרשימה זו בחנה היא: אימתי יש לגורם כלשהו, דירקטור או בעל מניה, "עניין אישי" באישור עסקה שהחברה מתעדרת להתקשר בה. זוהי השאלה המקדמית להפעלת מנגנוני האישור האמורים.

הרשימה עמדה על המתח הקיים בין השאיפה לכבד זכויות הצבעה בחברה מחד גיסא, לבין החשש מפני הטיית כוח ההצבעה האמור לאפיקים זרים מפאת שיקולי טובת הנאה חומרית אישית, מאידך גיסא. חשש זה הוא אשר מעמיד בספק את כשרות הצבעתם של אחרים מן הדירקטורים ובעלי המניות בעסקות כאמור. מדובר בשאלה המבקשת לחדר מי הם מקבלי ההחלטות הזכאים להוסיף ולהחליט עבור החברה אף בעסקה שעל הפרק, ומי הם אלה שמפאת טובתם האישית מן הנמנע הוא לחלץ מפיהם עמדה באשר לטובת החברה. טובתם האישית ניצבת כחומה בנבכי מוחם האנושי ומונעת בעדם לשקול באופן אובייקטיבי את טובת החברה.

132 השוו: זהר גושן וגדעון פרחובובסקי "תפקידים המרכזי של דיני נירות ערך" קרית המשפט 3, בפרק 5. (2006). המחברים מעירים כי בתי המשפט מסוגלים להתמודד דווקא עם הפרות של חובות אמונים, בהן מעורבות תרמיות והעברות בלתי חוקיות, אך לעומת זאת מתקשים לפקח על הפרות של חובות הזהירות בהיות שפיקוח כאמור כרוך בהערכת איכותן של החלטות עסקיות.

בבחינת ענייניו האישי של דירקטור הכירה הרשימה בכך, שעלויות בירור מידת נאמנותו של הדירקטור לטובת החברה שעליה הוא מופקד אל מול מידת ענייניו האישי בצד האחר לעסקה, ובעיקר בזיקת תפקיד כפולה, הן עלויות בירור לא מבוטלות. עלויות כאמור והקשיים המעשיים שבידורים כאמור כרוכים בהם, מטילים את הכף לעבר אמות מידה פרשניות מחמירות ומכלילות יחסית. ברם, שונה הימנו חברו בעל המניה. כאשר לזה, בירור ענייניו האישי בצדי המתנס השונים, הופך קל יותר אם בהחזקת מניות עסקינות. בעניין זה הוצע לא לנהות שבי אחר ססמות "העניין האישי" בכל אחד מצדי המתנס, כי אם לברר – באמצעות גילוי מלא – היכן מחזיק בעל המניה אחוז מניות גדול יותר. בצד זה של המתנס יותר לו, לבעל המניה, לבוא בקהל כאשר ענייניו האישי וענייניו של יתר הקהל התאגירי מתיישרים מאליהם. לעומת זאת, בצד שבו מחזיק בעל המניות שיעור מניות נמוך יותר, שם יש לחוש לענייניו האישי שזר לענייניו של יתר הקהל התאגירי. לפיכך שם יש להפעיל את כללי האישור המיוחדים לעסקה הנדונה.

עוד בחנה הרשימה זיקות שונות היכולות להתקיים בין מקבל החלטה בחברה לבין גורם המעוניין אישית בעסקה. כלומר אף אם אין למקבל ההחלטה זיקה ישירה לעסקה גופה, עלולה זיקה הדוקה דיה לגורם אחר אשר לו יש עניין ישיר בעסקה להעכיר את שיקול דעתו של מקבל ההחלטה. בנסיבות שיש הצדקה מציאותית לחשוש מפני העכרת שיקול הדעת כאמור, יהיה זה ראוי לראות במקבל ההחלטה משום בעל "עניין אישי" ולהדירו ממעורבות באישור העסקה. ברם, אין לחשוש מאליה להעכרת שיקול הדעת של מקבל ההחלטה ולראותו כבעל "עניין אישי" באישור העסקה בשל כל זיקה לאישיות המעוניינת בעסקה. נאמנים לשיטתנו, הדבר תלוי בעצמת הזיקה בהשוואה לעצמת מחויבותו של מקבל ההחלטה לפעול לטובת החברה. הרשימה בחנה כמה הקשרים שכיחים במיוחד בעניין זה, ובהם זיקת דירקטורים לבעל השליטה בחברה וזיקת בעלי מניות הקשורים עם בעל שליטה בהסכם הצבעה. בשני הקשרים אלה הצביעה הרשימה על כך שאין לקשור למקבלי ההחלטה הרלוונטיים כתרים של בעלי עניין אישי באישור העסקה או של נעדרי עניין אישי כאמור. הדבר תלוי בנסיבות. כמו בהקשרים רבים אחרים, אין כאן תחולה אוטומטית. "עניין אישי" אינו נושא להזנה לנוסחת קסמים המעוברת במחשב ופולטת תשובות מבניות מוגדרות. המציאות ה"תאגידית" רגישה יותר לעידוני המציאות. עם זאת, רשימה זו ביקשה להרים את תרומתה הצנועה בהציעה סימני היכר להתמודדות עם עידונים אלה.